

证券研究报告 / 公司深度报告

增持

首次覆盖

研发为核，打造国产益生菌第一品牌

报告摘要:

国产益生菌行业领军者，益生菌业务高速增长。公司是国内益生菌代表性企业，归母净利润快速增长，盈利能力保持较高水平且持续提升。公司益生菌业务增速亮眼，营收占比迅速提升，业务结构持续改善，提升盈利中枢；复配食品添加剂业务虽有波动，但基本盘稳定。

益生菌市场规模快速扩大，下游消费场景扩张。1)我国益生菌行业起步晚，但发展快，市场规模快速扩大，2017-2020年年均复合增速约为16.8%，预计2022年市场规模将突破千亿级规模。2)得益于国民健康意识崛起，对益生菌的认知度提升，益生菌凭借其健康属性，成为营养健康产业的重要组成部分。伴随行业下游终端消费场景扩张，应用领域多元延伸。3)益生菌产业具有较高的技术壁垒，行业的核心关键在于菌株。国内原料菌粉供应主要被科汉森、杜邦等进口品牌所主导。4)近两年来，益生菌领域推出若干团体标准，企业在行业从野蛮生长到规范发展期有望获得更优的成长环境。

公司拥有较高技术壁垒，在益生菌国产化趋势中具备先发优势。1)研发实力雄厚，建成亚洲最大乳酸菌菌种资源库，技术成果积累丰富。2)大力拓展C端，完善渠道布局，以技术合作为先导拓展下游客户，布局益生菌医药产业。3)国内大型下游客户开始寻求国产替代，适合中国人肠道菌群特点的本土化益生菌菌种将逐步替代进口菌种，公司在实现国产替代中具有先发优势。近日产品技术获得国际客户认可，进口替代逻辑进一步验证。4)目前益生菌产能较为饱和，上市益生菌募投项目不能满足后续发展需求，申请定增扩大益生菌产能，若本次定增顺利实施，有望突破产能瓶颈，实现业绩放量。5)实行股权激励计划，对公司业绩考核目标较高，有助于促进经营目标实现，未来增长可期。

盈利预测:行业快速扩张，公司业务发展长期向好，预计公司2022-2024年营收和归母净利润分别可达4.0/5.0/6.2亿元和1.4/1.7/2.2亿元，对应EPS为0.91/1.15/1.47元。采用PE进行相对估值，给予公司目标价34.65元，对应2023年30x PE，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示:疫情反复风险；大客户集中风险；竞争加剧风险等。

股票数据

2022/11/03

6个月目标价(元)	34.65
收盘价(元)	26.76
12个月股价区间(元)	21.17-45.22
总市值(百万元)	3,985.24
总股本(百万股)	149
A股(百万股)	149
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	1

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	12%	5%	-9%
相对收益	15%	15%	15%

相关报告

《钾肥处于长景气周期，中国打造世界级盐湖产业，首推盐湖股份》

--20211011

《草甘膦行业深度：需求超预期、格局寡头化，看好此轮草甘膦长景气》

--20210513

财务摘要(万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	33,916	36,462	39,999	49,849	62,453
(+/-)%	10.08%	7.51%	9.70%	24.63%	25.28%
归属母公司净利润	9,658	10,954	13,612	17,200	21,848
(+/-)%	3.53%	13.42%	24.27%	26.36%	27.02%
每股收益(元)	1.37	0.74	0.91	1.15	1.47
市盈率	44.21	44.86	29.28	23.17	18.24
市净率	5.36	5.10	3.85	3.28	2.77
净资产收益率(%)	10.36%	11.32%	13.15%	14.18%	15.19%
股息收益率(%)	2.08%	1.87%	1.87%	1.87%	1.87%
总股本(百万股)	83	149	149	149	149

证券分析师: 李强

执业证书编号: S0550515060001
021-61002252 liqiang@nesc.cn

研究助理: 范林泉

执业证书编号: S0550122010020
13122683585 fanlq@nesc.cn

目 录

1.	国产益生菌行业领军者	4
1.1.	赛道龙头，国内“益生菌行业第一股”.....	4
1.2.	盈利能力保持较高水平，且持续提升.....	6
1.3.	益生菌业务高度景气，业务结构持续改善，提升盈利中枢.....	8
1.3.1.	益生菌业务增速亮眼，营收占比迅速提升，业务结构持续改善.....	9
1.3.2.	益生菌业务高速增长提升盈利中枢.....	10
1.4.	复配食品添加剂业务虽有波动，基本盘稳定.....	11
2.	市场规模快速扩大，下游消费场景扩张	12
2.1.	我国益生菌行业起步晚，发展快，市场规模快速扩大.....	13
2.2.	国民健康意识崛起，下游消费场景扩张.....	14
2.3.	行业进入壁垒高，进口品牌主导原料菌粉供应.....	15
2.4.	团体标准出台，助推行业高质量发展.....	16
3.	技术壁垒高筑，益生菌国产化标兵	17
3.1.	研发实力雄厚，技术壁垒高筑.....	17
3.2.	完善渠道布局，以技术合作为先导拓展下游客户.....	20
3.3.	国产替代风起，具备先发优势.....	22
4.	申请定增，有望突破益生菌产能瓶颈	23
5.	实行股权激励计划，未来增长可期	25
6.	盈利预测与估值	27
7.	风险提示	29

图表目录

图 1:	公司股权结构（截至 2022/11/3）.....	5
图 2:	营业收入稳健增长.....	7
图 3:	归母净利润快速增长.....	7
图 4:	分地区营业收入占比.....	7
图 5:	毛利率和净利率呈上升趋势.....	8
图 6:	主要费用率总体呈上升趋势.....	8
图 7:	主营业务构成.....	9
图 8:	食用益生菌制品营业收入高速增长.....	10
图 9:	分产品营业收入结构.....	10
图 10:	食用益生菌制品生产量.....	10
图 11:	食用益生菌制品销售量.....	10
图 12:	食用益生菌制品毛利率高于复配食品添加剂.....	11

图 13: 食用益生菌制品营收占比	11
图 14: 第一大客户蒙牛乳业营收占比.....	12
图 15: 复配食品添加剂营收占比	12
图 16: 食用益生菌制品上下游	13
图 17: 我国益生菌市场规模快速扩大.....	14
图 18: 天猫淘宝益生菌市场销售额.....	14
图 19: 我国益生菌原料市场竞争格局.....	16
图 20: 研发费用逐年增长.....	19
图 21: 研发人员占比持续提升	19
图 22: 研发费用率位于可比公司中上游水平	19
图 23: 食用益生菌制品销售模式.....	21
表 1: 公司重要发展事件.....	4
表 2: 科融达、科汇达部分出资人情况.....	5
表 3: 现任董事和高级管理人员	6
表 4: 2021 年天猫淘宝益生菌市场分类销售额占比	15
表 5: 2021 年天猫淘宝各功能益生菌市场占比.....	15
表 6: 杜邦、科汉森概况.....	16
表 7: 近两年来益生菌领域推出若干团体标准.....	17
表 8: 国内外知名专家领衔.....	18
表 9: 公司明星益生菌菌株介绍	20
表 10: 部分益生菌客户	21
表 11: “中国人肠道菌群基因库”建设研发项目	23
表 12: 产能利用率	24
表 13: 益生菌产能概况.....	24
表 14: 2021 年限制性股票激励计划方案最新内容.....	26
表 15: 股权激励计划对净利润要求.....	27
表 16: 收入预测及关键假设（单位：万元）	28
表 17: 期间费用率关键假设.....	28
表 18: 可比公司估值表.....	29

1. 国产益生菌行业领军者

1.1. 赛道龙头，国内“益生菌行业第一股”

国内复配食品添加剂细分市场龙头。公司是一家主要从事复配食品添加剂、食用益生菌制品以及动植物微生物生态制剂研发、生产与销售的高新技术企业。自2003年成立以来，公司长期专注于食品配方、复配食品添加剂配方及相应工艺技术的研发，长期从事复配食品添加剂生产和销售，与下游食品生产企业紧密合作并为其提供或共同开发食品配方及相应工艺技术。公司通过自身努力，取得了国内复配食品添加剂细分市场龙头的地位，是国家体育总局训练局战略合作伙伴，并以“打造中国益生菌第一品牌”为战略目标。

国内“益生菌行业第一股”。公司前身北京科拓恒通生物技术开发有限公司成立于2003年9月。2015年及2016年收购益生菌相关公司股权及资产，形成了“两个基础，三大系列”的良好业务发展布局。2016年12月，整体变更设立股份有限公司。2020年7月，在深交所创业板上市，被称作国内“益生菌行业第一股”。

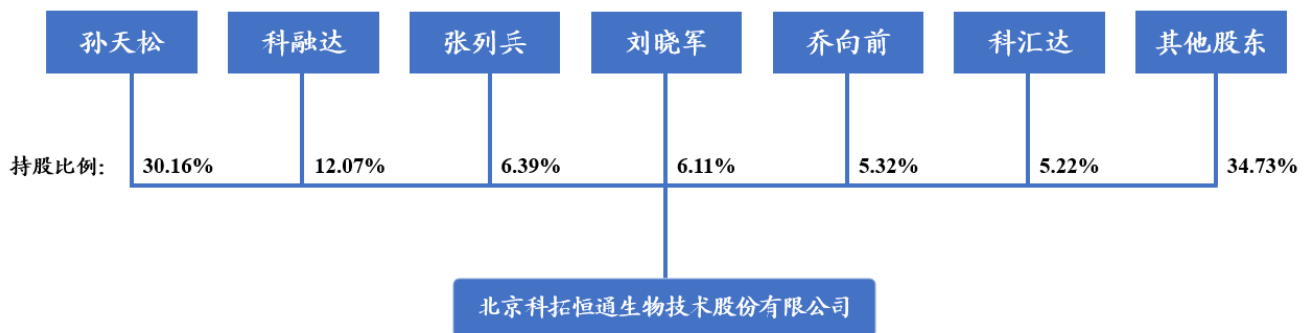
表 1: 公司重要发展事件

时间	事件
2003年9月	前身北京科拓恒通生物技术开发有限公司成立
2010年7月	经历股权转让、增资后，孙天松女士取得公司控制权
2015-2016年	完成对内蒙和美、金华银河、青岛九和等公司的重组，并收购和美科盛持有的与益生菌相关的商标、专利和非专利技术
2016年12月	整体变更设立股份有限公司
2020年7月	正式登陆深交所创业板（300858.SZ）
2021年2月	推出2021年限制性股票激励计划
2022年5月	股东大会审议通过向特定对象发行股票等议案

资料来源：公司公告，东北证券

股权结构稳定，控股股东及实控人为孙天松女士。2010年股权转让、增资完成后，孙天松女士取得公司控制权。截至目前，孙天松女士直接持股30.16%，为公司控股股东、实际控制人，任公司董事长；直接持有公司5%以上股份的股东，包括自然人股东张列兵、刘晓军、乔向前，合伙企业股东科融达、科汇达。

图 1: 公司股权结构 (截至 2022/11/3)



资料来源: 公司公告, 东北证券

科融达、科汇达为各合伙人为持有公司股权而设立的持股企业, 均成立于 2015 年 12 月, 分别持有公司 12.07%、5.22% 股权。科融达、科汇达各有 13 位合伙人, 科融达合伙人包括公司副总经理、董事会秘书张凌宇, 副总经理张建军, 监事会主席陈杰等; 科汇达合伙人包括公司董事马杰, 副总经理其木格苏都等。

表 2: 科融达、科汇达部分出资人情况

	出资人	出资比例	公司职务
科融达	张凌宇	17.89%	科融达执行事务合伙人 公司副总经理、董事会秘书
	张建军	13.58%	公司副总经理
	陈杰	10.07%	公司监事会主席
科汇达	马杰	11.53%	科汇达执行事务合伙人 公司董事
	其木格苏都	9.55%	公司副总经理

资料来源: 企查查, 东北证券

管理团队经验丰富。公司主要高级管理人员、核心技术人员均在公司服务多年, 积累了丰富的复配食品添加剂及益生菌制品的行业经验, 掌握了领先的微生物发酵等核心技术, 对行业发展趋势具有良好的专业判断能力, 可以有效地把握行业方向, 抓住市场机会, 争取优良经营业绩。

表 3: 现任董事和高级管理人员

姓名	职务	出生年份	任期开始日期	工作经历
孙天松	董事长	1967	2016/12/16	现为内蒙古农业大学食品科学与工程学院博士研究生导师、教授，兼任公司董事长、首席科学家（复配食品添加剂方向）。1990.9 至今，历任内蒙古农业大学食品科学与工程学院助教、讲师、副教授、教授。2016.12 至今，任公司董事；2017.6 至今，任公司董事长；2015.1 至今，任公司首席科学家（复配食品添加剂方向）
刘晓军	董事、总经理	1981	2016/12/16	现任公司法定代表人、董事、总经理。2005.2-2011.2，任公司销售经理；2011.3 至今，任公司总经理；2011.3-2016.12，任公司执行董事；2016.12 至今任公司董事；2016.12-2017.6，任公司董事长；2015.7-2018.9 任和美科盛董事长、总经理
乔向前	董事、副总经理	1974	2016/12/16	助理工程师，现任公司董事、副总经理。2012.11 至今任内蒙和美执行董事、总经理；2016.1 至今任公司副总经理；2016.12 至今任公司董事；2021.4 至今任科拓微生态执行董事、总经理
马杰	董事	1977	2019/12/16	现任公司董事、生产运营总监。2004.12 至今历任公司技术经理、生产经理、生产运营总监；2017.1 至今任大地海腾总经理、执行董事；2019.12 至今任公司董事
姜瑞波	独立董事	1945	2016/12/16	1979.4-2003.3 历任中国农科院土壤肥料所助研、副研究员、研究员、研究室主任；2003.4-2011.1 历任中国农科院农业资源与农业区划研究所研究员、研究室主任；2011.1 退休。2016.12 至今任公司独立董事
刘洪跃	独立董事	1963	2016/12/16	注册会计师、注册评估师，现任公司独立董事。2019.9 至今任中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）合伙人；2016.12 至今任公司独立董事。目前兼任中交地产、京能电力独立董事
刘惠玉	独立董事	1978	2021/6/3	2007.7-2015.11，历任中国科学院理化技术研究所助理研究员、副研究员；2015.12 至今，任北京化工大学教授；2021.6 至今任公司独立董事
余子英	副总经理、财务总监	1964	2016/12/16	2005.5-2016.9 任大地股份董事、财务总监；2016.12 至今任公司副总经理、财务总监；2021.5 至今任中峰生物董事
张凌宇	副总经理、董事会秘书	1990	2020/10/27	2015.11 至今，历任公司市场信息部经理、证券部经理、证券事务代表、总裁助理职务；2015.12 至今，任科融达执行事务合伙人；2019.9 至今，任深圳君拓董事；2020.10 至今任公司副总经理、董事会秘书
其木格 苏都	副总经理	1983	2020/10/27	高级物流师、高级营养配餐师。2005.7 至今，历任公司研发应用经理、销售经理、研发中心经理；2012.12-2016.12，任公司监事；2015.7-2018.9，任和美科盛监事；2020.10 至今任公司副总经理；2021.4 月至今任内蒙科拓执行董事、总经理
张建军	副总经理	1983	2021/7/8	2015.3-2017.12，历任和美科健执行董事兼经理、董事；2016.9 至今，历任公司销售经理、健康事业部经理；2021.7 至今任公司副总经理

资料来源：公司公告，东北证券

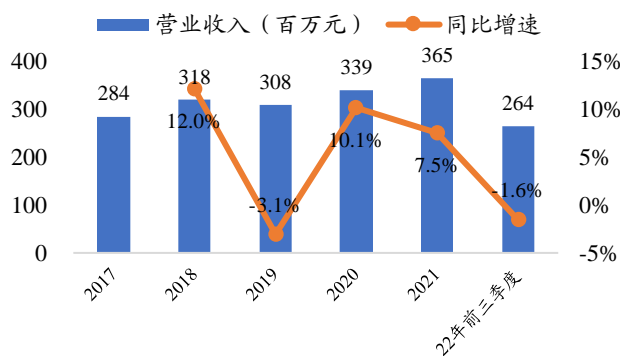
1.2. 盈利能力保持较高水平，且持续提升

营业收入稳健增长。1) 近年来，公司营业收入稳健增长，从 2017 年 2.8 亿元增长至 2021 年 3.6 亿元，2017-2021 年年均复合增速达 6.5%。2) 2022 年前三季度，实现营业收入 2.6 亿元，同比-1.6%。常温酸奶面临行业整体性压力，复配食品添加剂业务下游需求不足，下滑较多，加上 2022 年上半年国内疫情较为严重，多地采取了

较为严格的疫情防控措施，公司北京、金华、呼和浩特的生产基地虽然未停工停产，但对物流发货以及客户拓展等还是产生了一定影响，导致上半年营业收入同比略有下降，但6月份开始逐步好转，第三季度实现营业收入1.1亿元，同比恢复正增长。

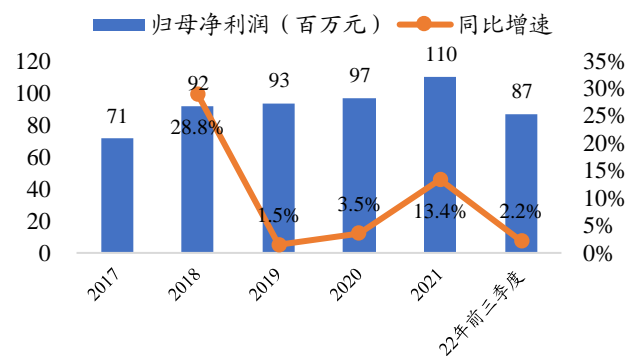
归母净利润快速增长。1) 近年来，公司归母净利润快速增长，从2017年0.7亿元增长至2021年1.1亿元，2017-2021年年均复合增速达11.3%。2) 2022年前三季度，实现归母净利润0.9亿元，同比+2.2%。虽然2022年上半年疫情对公司业务产生了一定影响，但公司努力优化产品结构、控制费用支出、提前进行原料储备等，在销量下降的同时，实现了盈利水平同比略有增长的结果，保持了公司业绩的持续稳定。

图 2: 营业收入稳健增长



数据来源: Wind 资讯, 东北证券

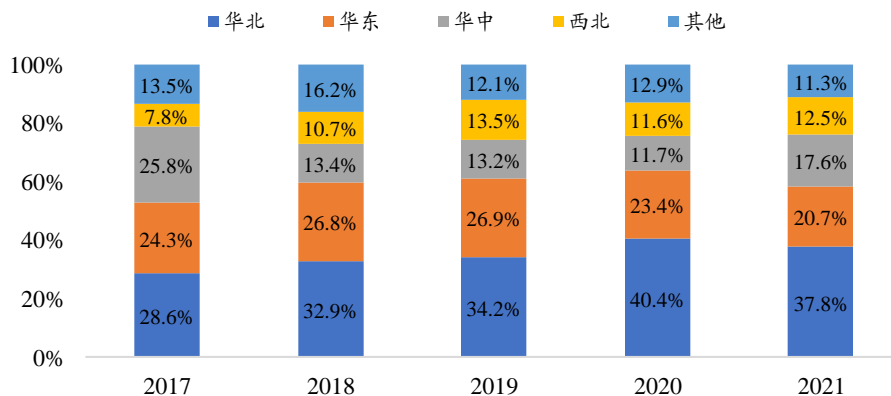
图 3: 归母净利润快速增长



数据来源: Wind 资讯, 东北证券

华北、华东和华中地区为主要收入来源地。公司营业收入主要来源于华北、华东和华中地区，2021年三者合计占营业收入的76.2%。公司主要客户为乳制品企业和畜牧业企业，受到气候因素影响，我国奶牛养殖主要集中在东北、华北、华东和华中地区，而受原奶运输半径的限制，我国液态乳制品生产加工厂主要分布在华北、华东和华中地区。公司营业收入来源按地区的分布情况与我国乳制品企业和奶牛养殖业企业分布情况较为接近。

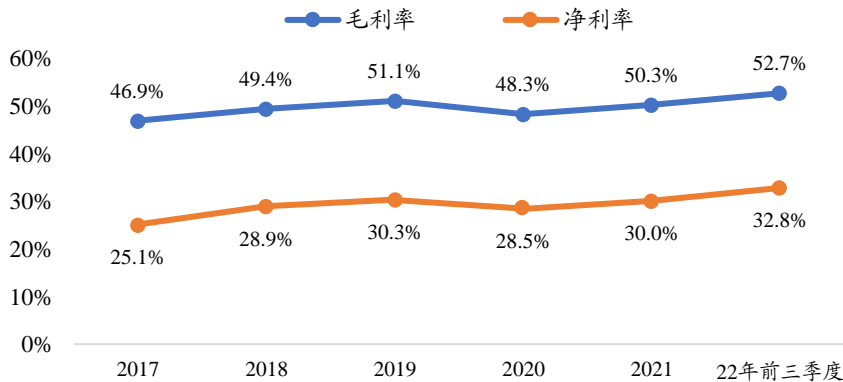
图 4: 分地区营业收入占比



数据来源: 公司公告, 东北证券

盈利能力保持较高水平且持续提升。1)公司毛利率和净利率始终保持在较高水平，主要由于公司所从事的复配食品添加剂业务和益生菌相关业务均属于毛利率较高的行业。2017年以来，毛利率保持在46%以上，净利率保持在25%以上。2)近年来公司毛利率和净利率呈上升趋势，毛利率从2017年46.9%提升至2021年50.3%，净利率从2017年25.1%提升至2021年30.0%，主要是因为毛利率更高的食用益生菌制品业务收入占比快速提高。

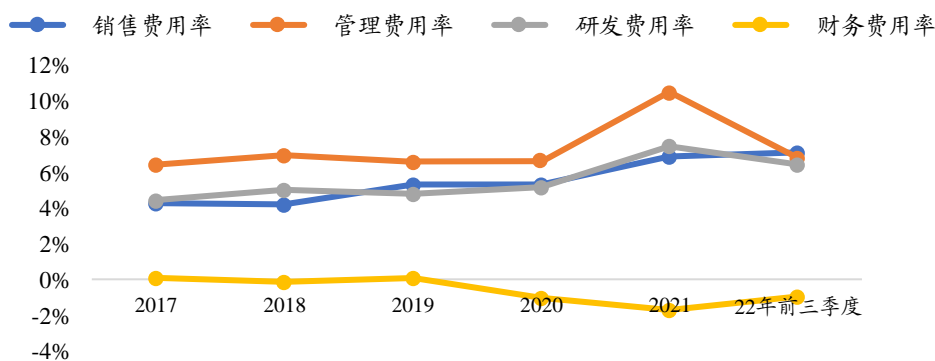
图 5: 毛利率和净利率呈上升趋势



数据来源: Wind 资讯, 东北证券

主要费用率总体呈上升趋势。2017-2021年，主要费用率总体呈上升趋势，特别是2021年，提升幅度较大，销售费用率同比+1.5pct至6.9%，主要是因为食用益生菌制品销售大幅度增加，带动职工薪酬等相关营销费用增加；管理费用率同比+3.9pct至10.5%，主要是因为计提股权激励费用，以及人员增加导致工资薪酬增加；研发费用率同比+2.3pct至7.4%，要是因为研发项目增加；此外，财务费用率同比-0.7pct，主要是因为定期存款利息收入增加。

图 6: 主要费用率总体呈上升趋势

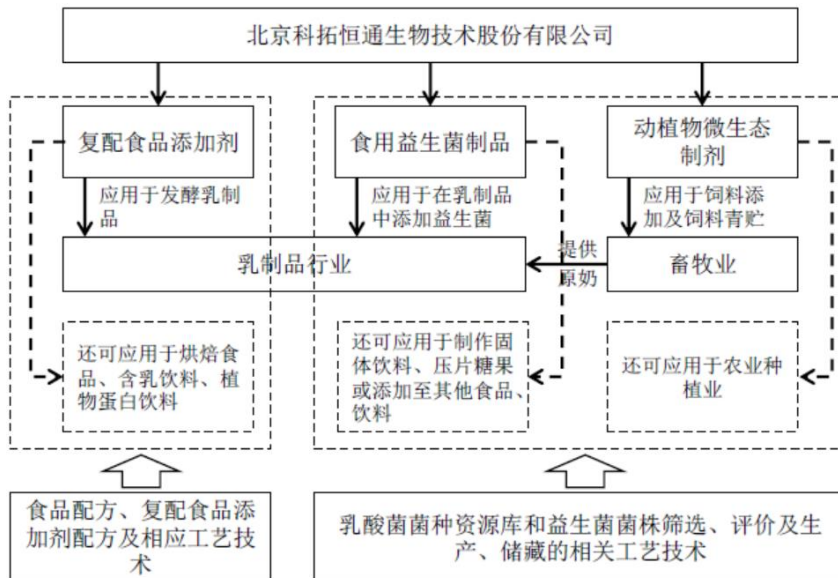


数据来源: Wind 资讯, 东北证券

1.3. 益生菌业务高度景气，业务结构持续改善，提升盈利中枢

业务发展布局清晰。公司已经形成了“两个基础，三大系列”的业务发展布局，两个基础是指食品配方、复配食品添加剂配方及相应工艺技术以及乳酸菌菌种资源库和益生菌菌株筛选、评价及生产、储藏的相关工艺技术；三大系列是指复配食品添加剂、食用益生菌制品和动植物微生态制剂。

图 7: 主营业务构成



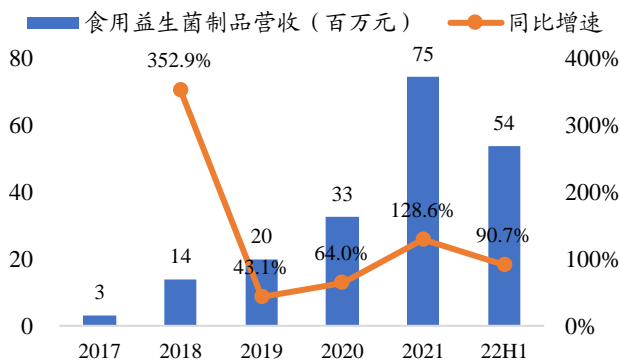
资料来源：公司公告，东北证券

1.3.1. 益生菌业务增速亮眼，营收占比迅速提升，业务结构持续改善

益生菌业务高速增长。1) 近年来，益生菌板块业务持续高增，营收从 2017 年 307 万元增长至 2021 年 0.7 亿元，年均复合增速高达 122.0%。2022 年上半年，虽然二季度益生菌业务由于疫情影响增速有所减缓，但整体仍维持较高增速，上半年实现营收 0.5 亿元，同比+90.7%，保持接近翻倍的亮眼增速。2) 益生菌的产销量增速也非常高，2019 年公司食用益生菌制品的产量仅为 19.2 吨，销售量仅为 13.1 吨，到 2021 年，产量已经达到 100.6 吨，销售量达到 93.3 吨，增长速度迅速。

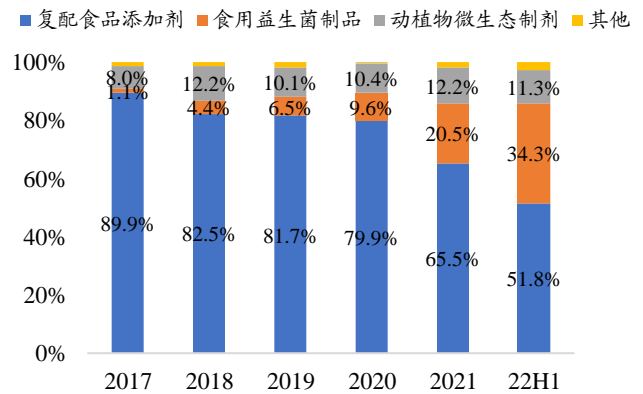
益生菌业务营收占比迅速提升，业务结构持续改善。1) 从各业务板块的销售构成上看，复配食品添加剂业务仍为公司主要的收入来源，但随着公司益生菌相关业务的高速增长以及常温酸奶面临行业整体性压力，复配食品添加剂业务下游需求不足，复配食品添加剂业务收入占比明显下降，公司收入结构进一步优化。2) 公司食用益生菌制品生产、销售业务起步较晚，但因多年来技术研发的积累深厚，自产品上市以来，市场认知度强，连续几年保持高速增长，2021 年销售业绩首次超过动植物微生态制剂，已经成为公司第二大业务板块。2022 年上半年，益生菌业务营收占比达 34.3%，成为公司支柱业务，收入结构已发生明显改变。3) 益生菌业务增长明显，有效弥补了复配食品添加剂业务短暂下降造成的影响，也使公司业务结构进一步趋于合理。3) 随着益生菌业务高速增长，益生菌业务营收占比将进一步提高。预计在未来 2-3 年内，食用益生菌制品的销售将超过复配食品添加剂，成为公司收入占比最大、盈利能力最强、市场竞争优势最明显的业务板块。

图 8: 食用益生菌制品营业收入高速增长



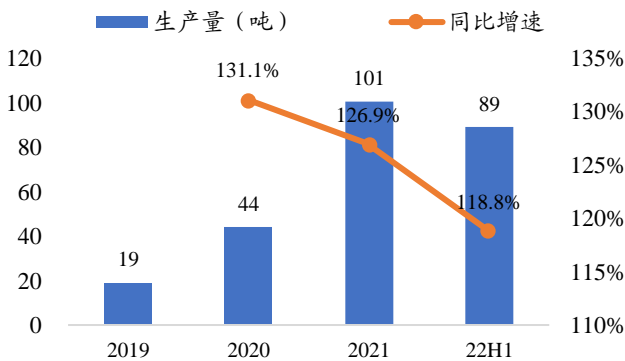
数据来源: 公司公告, 东北证券

图 9: 分产品营业收入结构



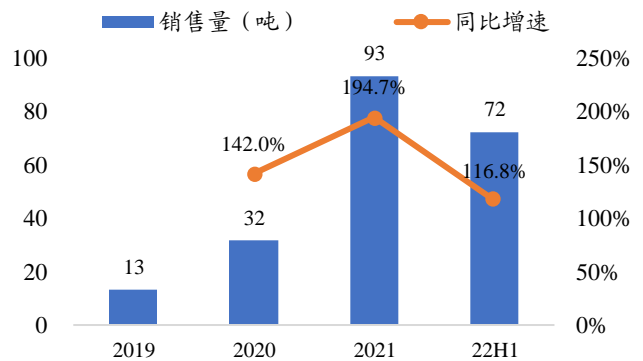
数据来源: 公司公告, 东北证券

图 10: 食用益生菌制品生产量



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 11: 食用益生菌制品销售量



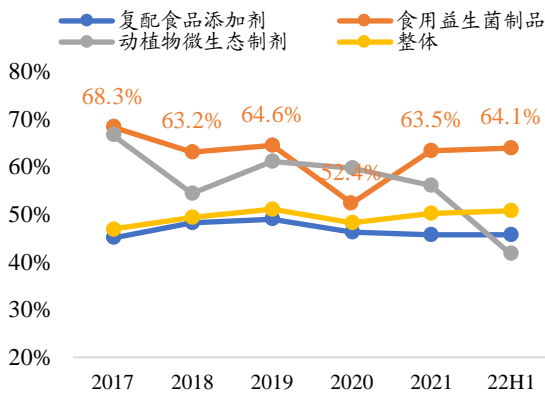
数据来源: 公司公告, 东北证券

1.3.2. 益生菌业务高速增长提升盈利中枢

相较复配业务, 益生菌业务毛利率更高。与复配食品添加剂业务相比, 公司食用益生菌制品业务的毛利率更高, 2017 年以来, 除了 2020 年, 毛利率均在 60%-70% 之间, 而同期复配食品添加剂业务的毛利率在 45%-50% 之间。

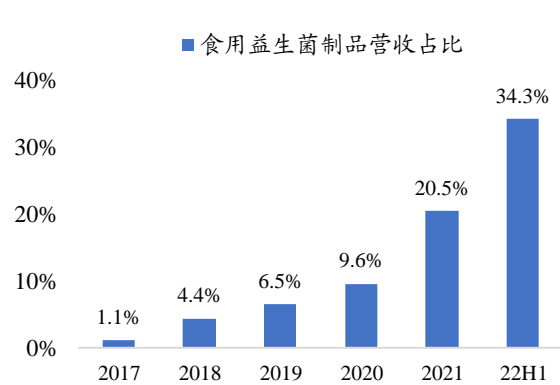
益生菌业务高速增长将提升公司整体毛利率。2017-2021 年, 益生菌业务营业收入年均复合增速达 122.0%, 远高于同期公司整体年均复合增速(6.5%)。2017 年至 2022 年上半年, 益生菌业务营收占比从 2017 年的 1.1% 提升至 2022 年上半年的 34.3%, 带动公司毛利率从 2017 年的 46.9% 提升至 2022 年上半年的 50.9%。随着益生菌业务高速增长, 益生菌业务营收占比将继续提高, 公司整体毛利率有望进一步提升, 有利于提高盈利中枢。

图 12: 食用益生菌制品毛利率高于复配食品添加剂



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 13: 食用益生菌制品营收占比



数据来源: 公司公告, 东北证券

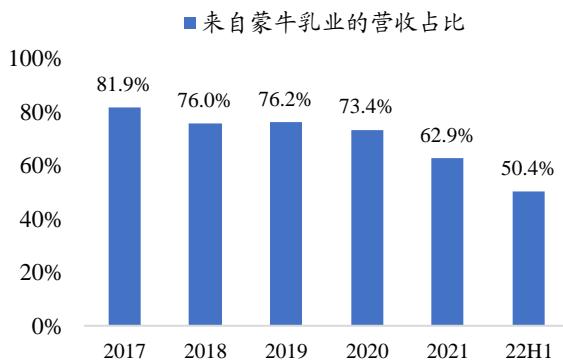
1.4. 复配食品添加剂业务虽有波动, 基本盘稳定

公司的复配食品添加剂产品包括复配增稠剂和复配增稠乳化剂, 主要应用于酸奶及其他风味发酵乳制品, 同时可应用于烘焙食品、含乳饮料、调制乳和植物蛋白饮料等食品饮料, 主要起增稠、乳化和改善口感的作用, 同时可以防止终端产品析水、蛋白沉降及脂肪上浮。

疫情影响下, 下游客户需求不足, 复配业务承压。公司复配食品添加剂业务主要应用于常温酸奶中, 常温酸奶礼品属性较强, 疫情使人们倾向于减少互相拜访, 对常温酸奶冲击较大, 常温酸奶面临行业整体性压力, 叠加整体消费力不振, 复配食品添加剂业务下游需求不足, 下滑较多。2021 年以来, 复配业务下滑幅度较大。2021 年, 公司复配食品添加剂业务收入同比-11.8%, 一方面公司基于与蒙牛乳业的《战略合作协议》向蒙牛乳业销售产品的价格有所下降, 另一方面是由于新冠肺炎疫情导致终端消费波动进而影响到公司产品销售规模。

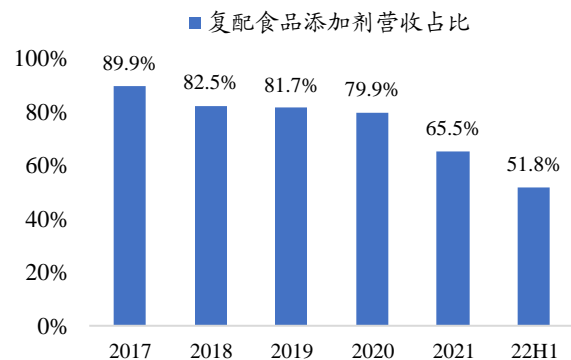
蒙牛乳业为第一大客户。公司依靠自身的研发优势、产品质量优势和客户服务能力, 与蒙牛乳业建立了长期战略合作关系, 成为了蒙牛乳业复配食品添加剂的主要供应商, 2017 年至今, 来自蒙牛乳业的销售收入占公司营业收入的比例均超过 50%。2017 年 10 月, 公司与蒙牛乳业签署了为期三年的《战略合作协议》, 明确了公司作为蒙牛乳业战略供应商的地位。

图 14: 第一大客户蒙牛乳业营收占比



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 15: 复配食品添加剂营收占比



数据来源: 公司公告, 东北证券

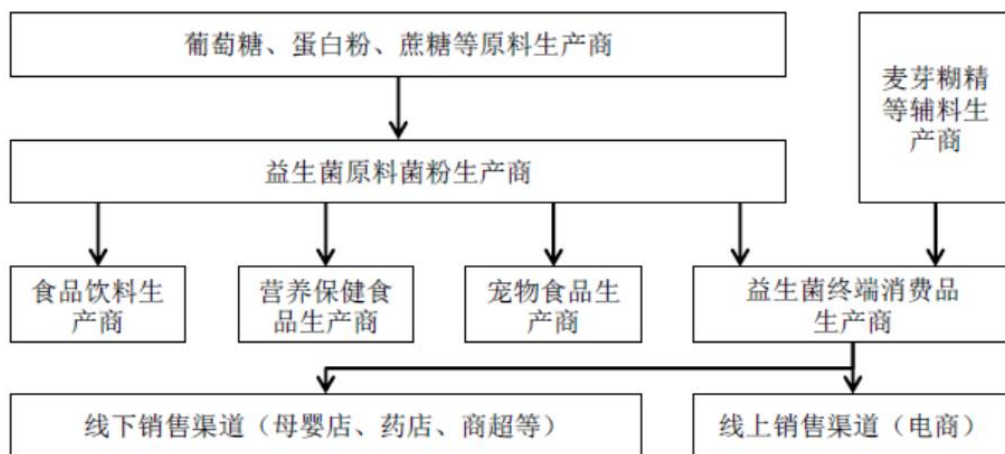
与蒙牛乳业续签战略合作协议。基于公司与蒙牛乳业战略合作期(2018-2020年)内战略合作成效显著,2020年12月,公司与蒙牛乳业续签《战略合作协议》,战略合作期为2021-2023年,并约定:在原材料成本相对平稳,质量和价格相等或更优的前提下,蒙牛乳业承诺采购公司复配增稠剂产品份额不低于70%,公司承诺在三年战略合作期内对复配增稠剂产品每年降价幅度依次为3%、3%、3%。

复配业务虽有波动,但仍是公司基础业务。1)从各业务板块的销售构成上看,复配食品添加剂业务仍为公司主要的收入来源,2022年上半年营收占比为51.8%。2)复配食品添加剂业务虽有波动,但公司复配食品添加剂客户基本保持稳定,客户结构未发生较大变动,仍是公司基础业务。3)与第一大客户蒙牛续签战略合作协议,公司作为蒙牛乳业战略供应商的地位更加巩固,有利于保证复配业务板块营收稳定。总体来看,公司复配食品添加剂业务短期的下降不会影响其基本盘。

2. 市场规模快速扩大,下游消费场景扩张

公司的食用益生菌制品属于普通膳食补充剂,隶属于功能食品(或健康食品)范畴,主要包括面向企业客户的食品级益生菌原料菌粉(用作食品配料或宠物食品配料)和面向终端消费者的益生菌终端消费品。

图 16: 食用益生菌制品上下游



资料来源：公司公告，东北证券

益生菌原料菌粉的上游行业为葡萄糖、蛋白粉、蔗糖等发酵原料生产商，这些原料均为常见的大宗食品原料，供应充足、价格相对稳定。益生菌原料菌粉的下游客户主要包括食品饮料生产商、益生菌终端消费品生产商、功能性食品生产商以及宠物食品生产商等。随着益生菌产品日益受到消费者的认可，越来越多的食品饮料生产企业为实现产品差异化，在产品中添加益生菌以吸引消费者，因此下游客户群正在呈现出不断扩大的趋势。

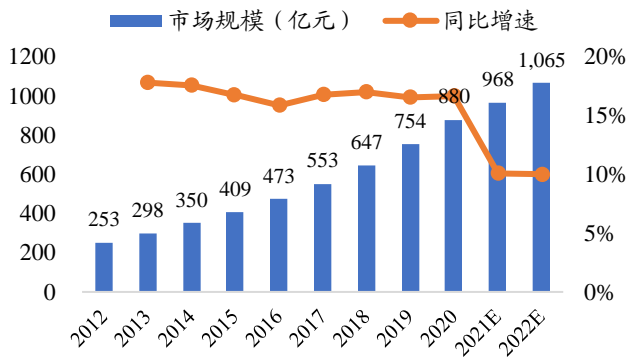
益生菌终端消费品的上游为益生菌原料菌粉生产商和麦芽糊精等辅料生产商，下游为电商等线上销售渠道和母婴店、药店、商超等线下销售渠道。益生菌终端消费品以即食型产品、冲剂和饮料为主，生产商与销售渠道之间的关系与其他功能食品类似。

2.1. 我国益生菌行业起步晚，发展快，市场规模快速扩大

与欧美、日本市场相比，我国益生菌行业起步较晚，上个世纪 90 年代我国对益生菌研究才真正起步。经过多年发展，我国益生菌行业基础研究和产业化升级正不断提速，国民对益生菌的认知度也正迅速攀升。

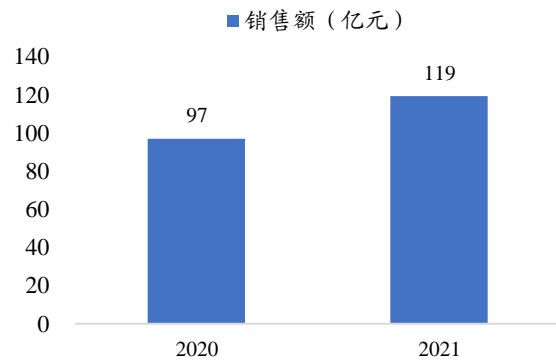
近年来，我国益生菌市场呈持续增长趋势。1) 2017-2020 年，我国益生菌市场规模持续增长，从 553 亿元增长至 880 亿元，年均复合增速约为 16.8%。预计 2022 年我国益生菌行业市场规模将突破千亿级规模，达到 1065 亿元。2) 根据魔镜市场情报数据，2021 年，淘宝天猫益生菌市场全年销售额达 119.4 亿元，同比+22.8%。

图 17: 我国益生菌市场规模快速扩大



数据来源：中国保健协会，东北证券

图 18: 天猫淘宝益生菌市场销售额



数据来源：魔镜市场情报，东北证券

2.2. 国民健康意识崛起，下游消费场景扩张

近些年，随着居民收入水平和生活质量的提高，人们饮食消费越来越注重健康，对健康品质生活的诉求愈发凸显。益生菌凭借其健康属性，成为营养健康产业的重要组成部分。市场上益生菌品类不断拓展，从酸奶到巧克力、膳食补充剂，再到个人护理产品，益生菌被越来越多的消费者熟知并且接受。

益生菌有助于消化健康和免疫健康。目前，益生菌调节胃肠道菌群及机体免疫力有了相对充实的理论基础与临床研究，其健康作用已被消费者普遍认可。作为一种对人体有益的细菌，益生菌在维持肠道菌群平衡方面具有重要作用，是肠道健康的守护者。肠道健康直接影响消化健康。大约 50%-75%的免疫细胞存在于肠道中，“健康的免疫系统源于肠道”，肠道健康有助于免疫健康。

益生菌在认知健康、美容护肤方面应用前景巨大。持续深入的研究表明，益生菌对身体也有其他好处，包括认知、皮肤等领域。1) 随着现代生活节奏的加快，越来越多的人面临着精神健康问题的困扰。研究表明，人体肠道菌群会影响大脑生理、心理反应和行为表现，而益生菌可通过调节肠道微生态以调节情绪、心理症状（如焦虑和抑郁）及生理、行为和脑功能方面与压力有关的变化。探索缓解压力、改善睡眠质量的益生菌产品，初见端倪。2) 微生物对皮肤健康的新发现表明，多样化的皮肤微生物组目前被认为是保持皮肤健康的关键。随着科学研究的进一步发展，护肤将变得更加专业。临床研究已经将特定的细菌属、亚种和菌株与特定的皮肤健康状况相关联，并将其靶向，通过功能性成分补充来达到护肤目的。多年来，益生菌在食品和饮料等行业创造的知名度，也提高了消费者对益生菌化妆品的兴趣，消费者越来越倾向于使用绿色的化妆品，这也刺激了他们对皮肤护理和头发护理等不同类别益生菌产品的需求。

近几年，益生菌市场强势高增，伴随行业下游终端消费场景扩张，应用领域多元延伸。在乳制品、奶粉、功能食品、美容日化等领域走向成熟。同时，益生菌群多样，其他功效正逐步被发现，未来可应用场景不断拓展。

表 4: 2021 年天猫淘宝益生菌市场分类销售额占比

分类占比		具体品种占比
益生菌市场	益生菌乳制品市场 (28.70%)	益生菌酸奶 (43.28%)
		乳酸菌饮料 (14.93%)
		益生菌豆奶 (0.44%)
		益生菌奶粉 (40.88%)
		益生菌冰淇淋 (0.47%)
	益生菌保健品/功能食品市场 (52.93%)	益生菌粉 (57.01%)
		儿童益生菌 (8.26%)
		益生菌软糖 (1.09%)
		益生菌果冻 (2.91%)
	其他益生菌市场 (18.37%)	护肤品 (56.92%)
		洗护清洁用品 (36.90%)
		婴童用品 (2.61%)
		肠胃用药 (3.57%)

数据来源: 魔镜市场情报, 东北证券

表 5: 2021 年天猫淘宝各功能益生菌市场占比

功能类别	功效	市场占比
肠胃健康益生菌	肠胃调理, 辅助抗幽	38%
女性益生菌	私处护理, 乳腺抗炎	26%
美容抗衰益生菌	抵抗氧化, 美肌美艳	15%
口腔保健益生菌	控龋齿除臭, 抑制溃疡	12%
情绪调节益生菌	舒缓压力, 改善抑郁	6%
免疫调节益生菌	全身调理, 预防疾病	2%
过敏舒缓益生菌	舒痒抗敏, 缓解鼻炎	1%
治疗辅助益生菌	辅助抗癌, 干预肠炎	0.45%
运动提能益生菌	纤体减脂, 增强耐力	0%

数据来源: 魔镜市场情报, 东北证券

新冠肺炎疫情的爆发, 进一步刺激市场需求。伴随着疫情的发生, 人们更加重视自身的健康, 后疫情时代营养健康相关产品市场需求增速进一步提升, 益生菌行业也得到更为广泛的关注。国家卫健委发布的新冠肺炎诊疗方案中, 将微生态调节剂列入新型冠状病毒感染的肺炎治疗措施中; 国家卫健委发布的《新型冠状病毒感染的肺炎防治营养膳食指导》专门提出, 奶及其制品, 尤其是含有益生菌的酸奶能提供肠道益生菌, 可以多选。益生菌能调整肠道菌相, 维持肠道微生态平衡, 一定程度上提高人体免疫力。

2.3. 行业进入壁垒高, 进口品牌主导原料菌粉供应

行业的核心关键在于菌株。益生菌行业不同于传统制造业, 最重要的还是菌株本身, 研发出好的菌株是企业最重要的核心竞争力。

行业技术和市场进入壁垒较高。1) 一株性能优良的益生菌, 从其分离、筛选、评价

到相应终端产品的生产、推广，必须经历基础研究、功能研究、临床研究、产业化应用开发等一系列过程，这个过程漫长而艰难。因此，从益生菌的基础科学研究到益生菌的产业化开发再到实际产业化生产，实现益生菌制品的产业化需要长期的科技研究和技术积累，这些研究成果和技术也是益生菌制品生产企业的核心竞争力，成为了进入这一行业的重要壁垒。2) 益生菌原料菌粉生产技术含量高、工艺复杂。企业需要投入大量资金以满足益生菌制品生产、贮存环节对于设备和车间洁净度的要求。

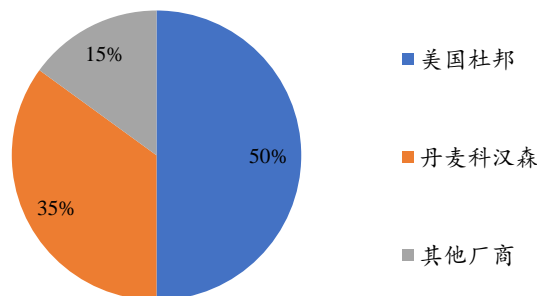
杜邦、科汉森主导我国益生菌原料菌粉供应。1) 益生菌产业具有较高的技术壁垒，行业护城河较深，具备上游优质菌种研发及规模化生产能力、有资金优势的大企业更占优势。2) 目前我国益生菌市场以进口品牌为主，市场上大型食品、乳制品企业使用的益生菌原料菌粉供应主要被科汉森、杜邦等跨国企业所主导，国内益生菌原料市场中，杜邦占据半壁江山，科汉森约占 35% 的市场份额，其余厂商约占 15%。与此同时，益生菌终端消费品市场也主要被“Life Space”（应用丹麦、芬兰菌株）、“合生元”（应用法国菌株）等国外菌株所主导。

表 6: 杜邦、科汉森概况

公司	成立时间	国家	简介
杜邦	1802 年	美国	<ul style="list-style-type: none"> 拥有百年菌种发酵生产经验，在全球拥有 10 个以上的研究中心，也是全球唯一拥有临床营养中心的菌种供应商 旗下丹尼斯克 (Danisco) 是全球最大的冷冻干燥益生菌生产商，专利的冷冻干燥菌种稳定性技术，保证益生菌的高存活性，因此拥有最丰富的商业化益生菌产品
科汉森	1874 年	丹麦	<ul style="list-style-type: none"> 具备 130 多年菌种研究历史，国际益生菌行业的领导者之一 目前在全球拥有 4 个研发中心、14 个生产地以及 28 个应用中心

资料来源：网络资料，东北证券

图 19: 我国益生菌原料市场竞争格局



数据来源：前瞻产业研究院，东北证券

2.4. 团体标准出台，助推行业高质量发展

近年来，益生菌概念逐渐被公众所认知，并广泛应用于食品等领域。当前我国益生菌食品市场发展迅猛，但在其快速发展过程中，行业标准长期落后于市场发展速度，存在着益生菌概念使用不当、功效作用难以科学界定、产品标识不规范等问题。

近两年来，益生菌领域推出若干团体标准。2021年11月，由中国食品工业协会牵头制定的《益生菌食品》团体标准发布；2022年5月，中国营养保健食品协会批准发布《益生菌食品活菌率分级规范》团体标准；2022年6月，中国食品科学技术学会发布《食品用益生菌通则》团体标准。总体来说，主要是对益生菌产品的添加总菌数和保质期内生存菌数进行了规范，因为存储时间和存储条件会对活性益生菌数量产生损耗，从而影响最终能活着到达肠道的益生菌数量，使其难以发挥生物功效。

团标的发布和实施，对促进益生菌领域良性发展起着积极作用。1) 有利于加强行业标准化建设，推动益生菌行业高质量发展，把真正安全、有效的益生菌产品送到大众手中。2) 维护了益生菌行业的规范管理，推动益生菌产业的有效竞争，企业在行业从野蛮生长到规范发展期有望获得更优的成长环境。3) 将进一步规范我国益生菌相关科研机构的菌种选育等研究工作，对于打破国外技术垄断也起到较强的指导作用。

表 7: 近两年来益生菌领域推出若干团体标准

时间	团体标准	主要内容
2021年11月	中国食品工业协会牵头制定，《益生菌食品》团体标准发布	指出“益生菌食品”使用的益生菌菌株应当满足的法规依据和四方面技术要求，包括：应明确菌株号和分离来源；需由第三方机构进行鉴定、保藏和安全性评价；需经过全基因组测序且有相关科学文献支持；有进行人体或临床试验研究的科学文献支持其正面评价
2022年5月	中国营养保健食品协会批准发布《益生菌食品活菌率分级规范》团体标准	明确了益生菌食品在标签标示的条件下贮存三分之一保质期时，益生菌活菌率（益生菌活菌总数与益生菌添加总数的比值）大于等于50.0%，属于1级标准
2022年6月	中国食品科学技术学会牵头，《食品用益生菌通则》团体标准发布	提出了推荐保质期内活菌数量 ≥ 1000 万CFU/g (mL)的益生菌食品，并且还对食品用益生菌的基本要求、菌株水平要求、生产过程要求、技术要求、贮存和运输、在食品中的应用及标签标识等内容进行规范

资料来源：网络资料，东北证券

3. 技术壁垒高筑，益生菌国产化标兵

3.1. 研发实力雄厚，技术壁垒高筑

自成立以来，公司先后获得“高新技术企业”、“中关村高新技术企业”、“高等学校科学研究优秀成果奖”、“国家技术标准创新基地（乳业）金鼎创新项目证书”等荣誉。

研发团队实力强，国内外知名专家领衔。公司拥有一支专业的复合型研发团队，截

至 2022 年 6 月末，公司共有研发人员 50 人，其中硕士、博士学历人员 23 人，占比 46%。孙天松博士、张和平博士等国内外知名专家主导研发。经验丰富的研发人员以及业内知名科学家共同组成的研发团队形成了公司研发和技术优势的重要基础，在为客户提供综合解决方案，增强与客户合作的粘性，优化生产工艺技术，降低生产成本，提高产品功效，增强产品竞争力方面都体现出明显的优势。

表 8：国内外知名专家领衔

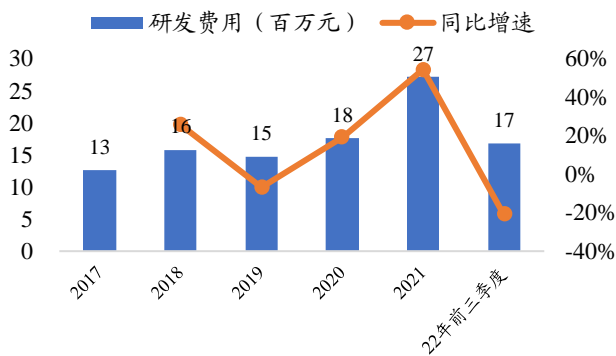
人员简介	
孙天松博士	公司首席科学家（复配食品添加剂方向），现为内蒙古农业大学食品科学与工程学院博士研究生导师、教授，主要从事生物活性成分开发利用的科研工作，并对乳制品有较为深入的研究，其参与完成的“免疫乳及其制品研究”获得内蒙古科技进步二等奖
张和平博士	公司首席科学家（益生菌方向），“长江学者”特聘教授、国家杰出青年科学基金获得者、何梁何利创新奖获得者、国家“万人计划”科技创新领军人才，现任中国食品科学技术学会益生菌分会副理事长、内蒙古农业大学“乳品生物技术与工程”教育部重点实验室主任
李元昆博士	公司特聘技术咨询顾问，现为新加坡国立大学杨璐宁医学院微生物教授，历任国际微生物学会联盟主席、第 3 届亚洲乳酸菌学会联盟主席、新加坡微生物与生物学会主席，主要从事肠道微生物组学、微藻生物技术、微生物与宿主互作、益生菌与益生元、食品生物技术等领域的科研工作

资料来源：公司公告，公司官网，东北证券

加强外部合作，研发资源丰富。为充分利用外部技术资源，提升科研实力，公司大力加强与高校的科研合作。除内蒙古农业大学之外，科拓生物还与中国农业大学、青岛农业大学、江南大学等高等院校或下属机构建立了长期合作关系，在益生菌制品、益生菌技术研发等方面分别设立了 4 个联合实验室，双方共同组成科研团队，共同进行科研开发，促进技术成果转化和产业化。丰富的外部合作有利于公司充分利用高校软硬件资源优势，推动公司技术、工艺、产品的持续升级，为项目实施提供人才、技术及资源保障。

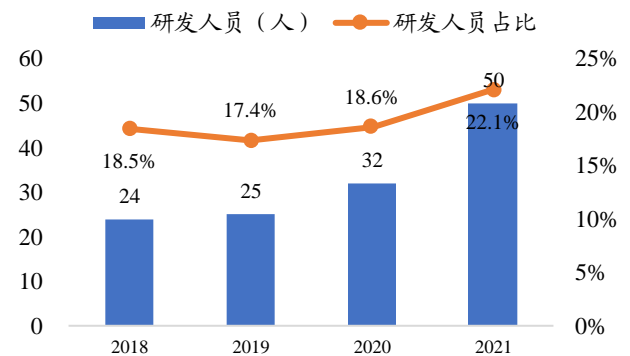
研发投入力度大，费用率位于可比公司中上游水平。公司坚持以基础研发带动产业进程，在基础研发上不断投入，不断开发新菌种、新产品和新工艺。公司在益生菌应用领域进行了深入广泛的研究与新产品开发，使得研发费用逐年增长。1) 研发费用从 2017 年 1259 万元增长至 2021 年 2715 万元，年均复合增速达 21.2%。研发人员从 2018 年 24 人增长至 2021 年 50 人，占比从 18.5%提升至 22.1%。2) 2018 年以来，研发费用率基本保持在 5%以上，且持续提升，与可比公司相比，位于中上游水平。

图 20: 研发费用逐年增长



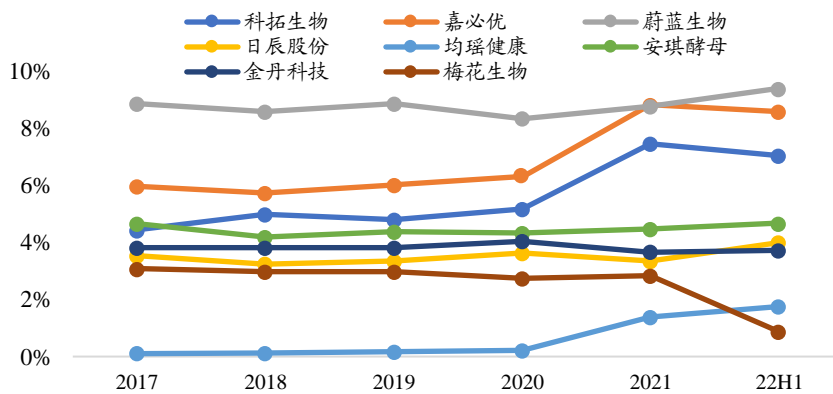
数据来源: Wind 资讯, 东北证券

图 21: 研发人员占比持续提升



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 22: 研发费用率位于可比公司中上游水平



数据来源: Wind 资讯, 东北证券

建成亚洲最大乳酸菌菌种资源库，技术成果积累丰富。公司作为国内益生菌行业的领军企业，截至2022年6月，拥有与益生菌相关的发明专利76项（含2项国外专利），实用新型专利19项、外观设计专利2项以及多项非专利技术。公司建设了亚洲最大的乳酸菌菌种资源库，包含20,000余株乳酸菌（含益生菌）菌株，其中已产业化的益生菌120余株，掌握了分离、筛选评价培养冷冻干燥和保藏的全套技术。菌种库的建立为公司提供了宝贵的益生菌资源，通过对菌种库的挖掘，公司筛选获得了一系列明星菌株。其中，最具代表性的益生菌干酪乳杆菌 Zhang，是公司的“招牌”菌株，也是中国第一株完成全基因组测序的益生乳酸菌，打破了国外长达多年对于核心菌种的垄断局面，成为可比肩国际知名菌株的中国菌株代表。此外，公司投入了大量研发经费，针对核心菌株与国内多家三甲医院联合进行了多项临床试验，从而验证菌株的益生功能，积累了详实的数据支持。

表 9: 公司明星益生菌菌株介绍

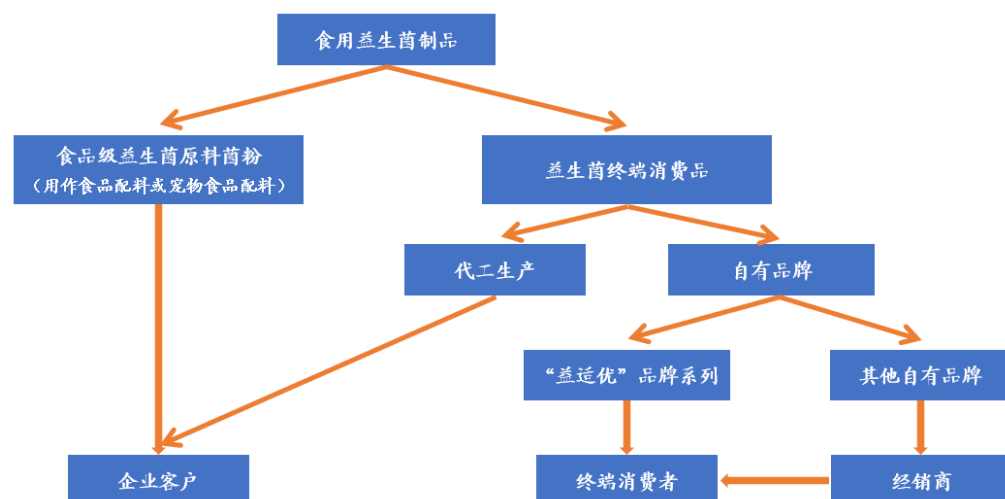
菌种名称	菌种来源	主要功效	专利、学术成果贡献 (截至 2022 年 6 月)
干酪乳杆菌 Zhang	分离自内蒙古大草原天然发酵马奶	调节人体肠道菌群年轻化; 预防中老年人群上呼吸道感染; 稳定不同年龄人群肠道菌群; 减缓肾脏疾病; 拮抗肠道致病菌; 提高机体免疫力; 调节肠道菌群稳态等	围绕该菌株共授权发明专利 26 项, 发表学术论文 186 篇, 其中 SCI 收录 103 篇
乳双歧杆菌 V9	分离自健康蒙古族儿童肠道	有效治疗腹泻和便秘, 改善肠道菌群; 对多囊卵巢综合征 (PCOS) 的缓解; 拮抗肠道致病菌, 对腹泻动物的保护等	围绕该菌株共授权发明专利 23 项, 发表学术论文 38 篇, 其中 SCI 收录 14 篇
植物乳杆菌 P-8	分离自内蒙古大草原自然发酵牛乳	提高人体肠道定植能力, 维持肠道稳态; 舒缓压力及焦虑, 改善认知能力; 脂质代谢的改善, 提高机体抗氧化能力, 调节肠道菌群; 提高机体免疫力; 预防脂肪沉积, 调节肠道菌群, 减少抗生素依赖等	围绕该菌株共授权发明专利 32 项, 发表学术论文 67 篇, 其中 SCI 收录 38 篇
乳双歧杆菌 Probio-M8	分离自健康妇女母乳	缓解哮喘; 缓解婴幼儿急性呼吸道感染; 调节人体免疫力; 缓解便秘、焦虑; 改善骨质疏松; 辅助治疗帕金森和冠心病等	围绕该菌株共授权发明专利 15 项, 发表学术论文 18 篇
鼠李糖乳杆菌 Probio-M9	分离自健康妇女母乳	显著改善乳腺癌裸鼠代谢谱, 降低乳腺癌肿瘤的大小和重量; 与部分菌株结合使用可以维护远航人员肠道微生物稳态	围绕该菌株共授权发明专利 6 项, 发表学术论文 18 篇

资料来源: 公司公告, 公司官网, 东北证券

3.2. 完善渠道布局, 以技术合作为先导拓展下游客户

大力拓展 C 端, 完善渠道布局。1) 目前益生菌业务仍主要来自于 B 端客户, 但随着公司产品影响力的逐步增强, C 端业务布局也开始逐步展开。2) 公司把益生菌 C 端业务作为未来业绩增长的重点方向, 大力推动 C 端业务拓展, 已经全面分渠道布局线下、线上业务。C 端业务以委托经销商铺货为主, 线上、线下、母婴、美容、临床营养等不同渠道采取差异化的营销策略, 分别委托不同经销商予以实施, 公司重点负责产品设计、卖点提炼、市场宣传、品牌推广、市场定价等基础工作。3) 在面向消费者的益生菌终端消费品方面, 公司既通过在全国各地举办产品推广会的方式进行线下营销, 也通过互联网直播、微信公众号推广等方式进行线上营销, 从而使更多消费者了解公司的“益适优”品牌产品。4) 2021 年 11 月正式成立电商部, 原由公司委托经销商经营的线上业务改由公司直营, 电商部专门负责运营天猫、京东、微信小店等线上销售渠道。可预见 C 端市场将是公司未来食用益生菌制品增长的主要渠道。

图 23: 食用益生菌制品销售模式



资料来源：公司公告，东北证券

以技术合作为先导，与企业客户建立深度研发合作。目前益生菌板块业务的客户以食品和制药领域的企业为主。1) 面向大型食品、药品或日化类龙头企业，公司采取以益生菌菌株开发或相关技术研发为先导，建立与大型企业的深度研发合作，由此实现战略合作，通过产品或技术绑定实现长期深入的合作，建立具有高度融合性的合作关系。有利于发挥公司的技术优势，有利于长期稳定客户，实现产品销售的利益最大化。2) 公司还依托菌种资源库和研发平台，与下游部分头部食品、制药企业不断开展委托研发、合作研发、益生菌知识产权转让等业务。3) 利用自身在乳制品行业内的客户基础，向既有乳制品行业客户推荐益生菌原料菌粉用作发酵剂或食品配料，发挥协同效应，加强合作关系。

表 10: 部分益生菌客户

客户名称	合作模式	所在行业
蒙牛乳业	销售原料菌粉	乳业
欧亚乳业	销售原料菌粉	乳业
光明乳业	销售原料菌粉	乳业
小葵花	销售原料菌粉	制药
云南白药	销售原料菌粉	制药
量子高科	销售原料菌粉	制药
江中药业	OEM	制药
安吉拉美业	销售益生菌终端消费品	美容

资料来源：公司公告，东北证券

与知名药企联合开发，布局益生菌医药产业。随着益生菌在我国快速发展，国内药品、保健品公司正逐步加码布局益生菌产品，需求高增带动公司益生菌菌粉销售增长。目前公司已与江中药业、小葵花、上药信谊、桂龙药业、云南白药等国内知名制药企业合作开展益生菌活菌制药的联合开发，布局益生菌医药产业，使益生菌产业的应用开发由普通食品、饮料到功能性食品，未来向保健品、活菌制药领域拓展。

3.3. 国产替代风起，具备先发优势

适合中国人肠道菌群特点的本土化益生菌菌种将逐步替代进口菌种。1) 不同人种、不同民族、不同地区、不同饮食习惯的人群有着不同的肠道菌群。益生菌进入肠道后，会与肠道中原有菌群发生栖生、共生、偏生、竞争和吞噬等复杂关系。2) 不同于西方的肠道微生物结构，中国人群肠道微生物是以考拉杆菌属为优势菌群的群落结构，且受遗传和饮食习惯影响。因此，引进的国外菌株并不一定适合中国人，中国人的肠道环境也不一定宜于国外引进菌株的定殖和功效发挥。此外，现代中国人抗生素使用较为频繁，饮食习惯也日益多样化，中国人的肠道也更为需要生命力强、能够防止坏菌滋生并有多项调节肠胃功能的益生菌菌种。3) 随着我国对益生菌研究的不断深入，分离自中国人肠道菌群以及中国传统发酵食品中的益生菌将凭借着更为适合中国人肠道菌群特点这一优势逐渐取代进口益生菌菌种。

国内大型下游客户开始寻求国产替代。因国际贸易摩擦，技术封锁以及疫情对国际交流带来的影响，国内大型食品企业开始在国内寻找益生菌原料的替代供应商，这给技术积累深厚、菌株来源清晰、功能显著、数据详实、加工技术先进的国内企业带来了较大的机会。

公司在实现国产替代中具有先发优势。公司作为国内领先的拥有自主知识产权和核心菌株的上市企业，在实现国产替代的国内外竞争中具有先发优势。1) 虽然公司关于益生菌科学研究起步较晚，但在适合中国人肠道菌群分布的益生菌菌种分离、筛选、评价、培养等科学研究方面已经取得丰富的成果，功效研究不断深入，追赶速度很快。2) 公司长期以来专注于适合中国人肠道菌群益生菌菌种资源库的建设，专注于益生菌生产工艺技术的开发创新，专注于核心菌株功能开发，积累了大量的临床试验资料、数据和发明专利等研究成果。3) 公司核心菌株分离自中国本土并且临床试验的样本均为中国人群或亚洲人群，而国外益生菌所做临床试验样本一般为欧美人群。3) 公司已形成了益生菌全产业链的布局，研发出更适合中国人肠道健康的益生菌。公司自有知识产权的益生菌菌种逐步得到认同，且已得到国内知名食品企业的认可，市场培育初见成效。4) 公司食用益生菌制品的生产水平已经具备了和跨国公司公平竞争的质量和成本优势，已经成为国内众多乳制品、食品饮料和制药企业选择替代国外进口原料的备选厂家。公司在益生菌行业的地位进一步巩固，益生菌制品的竞争优势得到了明显提升。

推动中国人肠道菌群基因库建设，助力研发更适合中国人的益生菌。公司自2016年起联合社会各界科研机构开展“中国人肠道菌群基因库”建设工作，广泛与国内大专院校合作，系统收集国内各种优质益生菌、乳酸菌菌种资源，进一步丰富公司菌种资源库的资源储备，为建立“中国人肠道菌群资源库”积累数据和实物资料。这将有利于公司进一步研发出更适合中国人肠道健康的益生菌。

表 11：“中国人肠道菌群基因库”建设研发项目

研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到目标	预计对公司未来发展的影响
中国人肠道微生物系统研究项目	建立中国人群独有的肠道菌群数据库；研究中国不同民族，不同饮食、不同生理和病理条件下肠道中乳杆菌和双歧杆菌等有益微生物的多样性；研究益生菌、特定肠道菌群结构与健康和疾病的关系；筛选个性化精准干预新型益生菌	五年内收集菌株的目标，前期菌株收集工作，主要是广泛和大专院校和科研机构合作，已全面启动	建立中国人群独有的肠道菌群数据库，开展多项临床试验。完成多项成果转化	进一步夯实公司益生菌基础研究的数据资料的储备，为产品的应用研究提供支撑。基于肠道微生物结构开发的功能性食品、筛选的益生菌菌株和富含适用于中国人的益生菌制品将逐渐被认可，开发出更多新产品，增加销售

资料来源：公司公告，东北证券

产品技术获得国际客户认可，进口替代逻辑进一步验证。2022年10月，公司公告同 Centro Sperimentale del Latte S.r.l.（意大利萨科，为欧洲主要从事乳酸菌、益生菌、后生元、宠物益生菌等业务的公司，以下简称“被许可方”）签订益生菌授权协议，授权被许可方在欧洲和北美独家生产、营销和销售公司自研的植物乳杆菌 P-8 菌株，被许可方向公司支付排他性费用和特许权使用费（销售净额的 10%），协议期为 10 年。该协议体现了益生菌成熟市场生产商对公司菌种功效的认可，提高了公司益生菌在境外市场的影响力，有助于加速公司益生菌原料替代杜邦、科汉森产品的进程。

4. 申请定增，有望突破益生菌产能瓶颈

上市益生菌募投项目不能满足后续发展需求。公司上市募投项目“年产 30 吨乳酸菌粉、45 吨固体饮料、45 吨压片糖果和 10 吨即食型乳酸菌项目”已于 2020 年 9 月竣工达产且经营效果良好。随着公司业务规模的不断扩大、客户需求的持续增长，产能即将不能满足公司后续发展的需要，限制了公司盈利能力的进一步提升和产品市场份额的进一步扩大。

食用益生菌制品产能较为饱和。1) 考虑到制约食用益生菌制品产能的主要因素为益生菌原粉产能（即发酵、冻干设备的产能），公司以益生菌原粉的产能和产量作为衡量食用益生菌制品产能利用率的依据。2) 2019 年，食用益生菌制品老生产基地产能基本已达到饱和状态。2020 年 10 月起，食用益生菌制品产能随着新的生产基地竣工投产而大幅增长，但前期试生产阶段产品稳定性相对存在一定波动，因此整体产能利用率相对较低。2021 年以来，食用益生菌制品产能已经得到快速释放，2022 年上半年产能利用率达到 95.4%，目前已基本达到满产状态。

表 12: 产能利用率

	2019	2020	2021	22H1
复配食品添加剂产品	114.9%	125.4%	110.0%	110.3%
动植物微生物生态制剂产品	78.5%	92.3%	115.5%	85.8%
食用益生菌制品	97.4%	46.5%	51.5%	95.4%

数据来源：公司公告，东北证券

2021 年，公司变更部分 IPO 募集资金用途，新增了食用益生菌制品的产能扩建，项目建成后将新增“400 吨益生菌原料菌粉、100 吨酸奶发酵剂、600 吨后生元和 1200 吨益生菌终端消费产品”生产能力。

申请定增扩大益生菌产能。目前公司益生菌业务增长速度很快，基本呈逐年翻倍的趋势，现有金华银河菌种工厂于 2020 年投产，在 2021 年平均产能利用率已超过 50%，今年以来产能利用率处于较高位置，基于目前的产能现状，公司决定募集 7 亿元资金主要用于建设在内蒙古呼和浩特市和林格尔新区的食用益生菌生产项目，从而解决产能不足问题。

2022 年 4 月，董事会审议通过向特定对象发行股票等议案，计划以定增方式募集资金不超过 7 亿元，其中 6.2 亿元继续投资于食品板块研发生产基地项目。定增对象为包括公司控股股东、实际控制人孙天松在内的不超过 35 名（含）特定投资者，其中，孙天松以现金不低于 3500 万元且不超过 5000 万元认购股份。

2022 年 11 月，定增申请获深交所通过。

表 13: 益生菌产能概况

	产能	产值	目前状态
浙江金华工厂	年产 30 吨乳酸菌粉、45 吨固体饮料、45 吨压片糖果和 10 吨即食型乳酸菌项目	设计产值 1.5 亿，后通过技改提升，满产产值可达 2.5 亿元	2020 年投产
内蒙古和林工厂	1 万吨食品配料、400 吨益生菌原料菌粉、100 吨酸奶发酵剂、600 吨后生元和 1200 吨益生菌终端消费品	满产产值超过 21 亿元	建设中

资料来源：公司公告，东北证券

若本次定增顺利实施，将大幅提升公司益生菌原料菌粉、终端消费品以及新产品的产能，突破产能不足给公司发展带来的潜在瓶颈。公司通过本次定增项目建设将进一步扩充食用益生菌制品产能，尽快将公司在益生菌领域的技术优势转化为经济效益，有利于公司把握下游行业增长机会，提升公司盈利能力和市场占有率。

公司复配食品添加剂产品的产量已超过设计产能，2019 年至 2022 年上半年，产能利用率均超过 110%。动植物微生物生态制剂产品的产能利用率亦保持在较高水平，2022 年上半年产能利用率相对较低，主要是由于该产品未达到销售旺季。随着公司上市募投项目食品配料项目和微生物生态制剂项目的有序投建投产，复配食品添加剂和动植物微生物生态制剂产能不足的状况将得到有效缓解。食品配料项目和微生物生态制剂项目目

前均处于正常推进中，尚未竣工投产。

5. 实行股权激励计划，未来增长可期

2021年推出股权激励计划。为了进一步健全公司长效激励机制，吸引和留住优秀人才，充分调动公司核心团队的积极性，有效地将股东利益、公司利益和核心团队个人利益结合在一起，使各方共同关注公司的长远发展，确保公司发展战略和经营目标的实现，2021年2月，公司推出2021年限制性股票激励计划。

表 14: 2021 年限制性股票激励计划方案最新内容

项目	股权激励计划		
激励对象	首次授予: 公司董事、高级管理人员、核心技术(业务)骨干, 共 22 人		
	预留授予: 公司高级管理人员、核心技术(业务)骨干, 共 6 人		
授予股份数量	首次授予: 不超过 147.6 万股		
	预留授予: 不超过 32.4 万股		
授予价格	15.61 元/股		
归属安排	首次授予:		
		归属时间	归属权益占首次授予限制性股票总量的比例
	第一个归属期	自首次授予之日起 12-24 个月	1/3
	第二个归属期	自首次授予之日起 24-36 个月	1/3
	第三个归属期	自首次授予之日起 36-48 个月	1/3
	首次授予日: 2021 年 3 月 10 日		
	预留授予:		
		归属时间	归属权益占首次授予限制性股票总量的比例
	第一个归属期	自首次授予之日起 12-24 个月	1/2
	第二个归属期	自首次授予之日起 24-36 个月	1/2
预留授予日: 2022 年 1 月 27 日			
公司层面 业绩考核	首次授予:		
		业绩考核目标 A 公司层面归属系数 100%	业绩考核目标 B 公司层面归属系数 80%
	第一个归属期	2021 年度净利润不低于 1.20 亿元	2021 年度净利润不低于 1.08 亿元
	第二个归属期	2022 年度净利润不低于 1.50 亿元	2022 年度净利润不低于 1.35 亿元
	第三个归属期	2023 年度净利润不低于 1.875 亿元	2023 年度净利润不低于 1.6875 亿元
	预留授予:		
		业绩考核目标 A 公司层面归属系数 100%	业绩考核目标 B 公司层面归属系数 80%
	第一个归属期	2022 年度净利润不低于 1.50 亿元	2022 年度净利润不低于 1.35 亿元
	第二个归属期	2023 年度净利润不低于 1.875 亿元	2023 年度净利润不低于 1.6875 亿元
	在公司业绩目标达到 B(含)以上的前提下, 激励对象个人当年实际归属的限制性股票数量 = 个人当年计划归属的数量 × 个人层面归属系数 × 公司层面归属系数		
激励对象个人层面 业绩考核	个人层面归属比例:		
	A: 100%		
	B: 85%		
	C: 70%		
	D: 50%		
	E: 0		

资料来源: 公司公告, 东北证券

2020 年公司归母净利润 0.97 亿元。根据股权激励计划方案, 若想符合公司任一归属期业绩考核目标 A, 则 2020 年至该归属考核年度归母净利润的年均复合增速都至少不低于 24.2%; 若想符合公司第二个或第三个归属期业绩考核目标 B, 则 2020 年至该归属考核年度归母净利润的年均复合增速都至少不低于 18.2%。例如, 若想符合 2023 年公司第三个归属期业绩考核目标 A, 则 2020-2023 年归母净利润年均复合

增速要达到 24.7%；若想符合 2023 年公司第三个归属期业绩考核目标 B，则 2020-2023 年归母净利润年均复合增速要达到 20.4%。归属考核年度的公司业绩目标达到 B（含）以上，才会触发归属条件。

表 15：股权激励计划对净利润要求

	第一个归属期	第二个归属期	第三个归属期
	2021 年净利润	2020-2022 年净利润	2020-2023 年净利润
	同比增速	年均复合增速	年均复合增速
公司层面业绩考核目标 A	≥ 24.2%	≥ 24.6%	≥ 24.7%
公司层面业绩考核目标 B	≥ 11.8%	≥ 18.2%	≥ 20.4%

数据来源：公司公告，东北证券

2021 年，公司实现归母净利润 1.10 亿元，符合公司第一个归属期业绩考核目标 B，本期可归属的比例为 26.67%（=1/3 × 80%），本次符合条件归属股份数量为 39.36 万股，已完成向相应 22 名激励对象办理限制性股票归属事宜。

股权激励计划有助于优化长期激励与约束机制，实现经营目标。公司推出在未来有条件分期归属的股权激励计划，有利于完善公司治理结构，建立健全长期激励和约束机制，充分调动公司董事、高管及核心员工的积极性；有利于保留核心骨干，更灵活地吸引各种人才，提升公司核心竞争力；建立股东、公司与员工之间的利益共享与风险共担机制，有利于公司发展战略和经营目标的实现。

股权激励计划预计成为公司价值稳定和提升的催化剂。公司实行股权激励计划，向市场展示公司核心团队对公司发展的长期承诺，体现了管理层对公司长期发展的信心，有利于提振市场信心，彰显公司价值，提升公司估值。

6. 盈利预测与估值

近几年，益生菌市场强势高增，伴随行业下游终端消费场景扩张，应用领域多元延伸。公司具备菌粉研发核心技术，不断完善渠道布局，作为益生菌国产化龙头，有望享受行业国产替代以及成长环境改善，实现公司快速发展。我们预计公司 2022-2024 年营业收入可达 4.0/5.0/6.2 亿元，归母净利润可达 1.4/1.7/2.2 亿元，对应 EPS 可达 0.91/1.15/1.47 元。

2021 年，公司实现归母净利润 1.10 亿元，符合公司第一个归属期业绩考核目标 B。根据 2021 年限制性股票激励计划，若想符合 2022 年公司第二个归属期业绩考核目标 B，2022 年净利润不低于 1.35 亿元，即 2022 年归母净利润同比增速不低于 23.2%；若想符合 2022 年公司第二个归属期业绩考核目标 A，2022 年净利润不低于 1.50 亿元，即 2022 年度归母净利润同比增速不低于 36.9%。

表 16: 收入预测及关键假设 (单位: 万元)

		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
复配食品添加剂	收入	25,160	27,089	23,887	18,393	15,634	13,758
	yoy	-4.0%	7.7%	-11.8%	-23.0%	-15.0%	-12.0%
	占比	81.7%	79.9%	65.5%	46.0%	31.4%	22.0%
	成本	12,838	14,540	12,994	9,840	8,521	7,567
	毛利	12,322	12,549	10,893	8,553	7,114	6,191
	毛利率	49.0%	46.3%	45.6%	46.5%	45.5%	45.0%
食用益生菌制品	收入	1,989	3,262	7,458	15,289	27,062	40,593
	yoy	43.1%	64.0%	128.6%	105.0%	77.0%	50.0%
	占比	6.5%	9.6%	20.5%	38.2%	54.3%	65.0%
	成本	705	1,554	2,724	5,351	9,607	14,613
	毛利	1,285	1,708	4,734	9,938	17,455	25,979
	毛利率	64.6%	52.4%	63.5%	65.0%	64.5%	64.0%
动植物微生态制剂	收入	3,119	3,544	4,456	5,392	6,201	7,131
	yoy	-19.4%	13.6%	25.7%	21.0%	15.0%	15.0%
	占比	10.1%	10.4%	12.2%	13.5%	12.4%	11.4%
	成本	1,215	1,426	1,956	3,019	3,844	4,635
	毛利	1,904	2,118	2,500	2,372	2,356	2,496
	毛利率	61.0%	59.8%	56.1%	44.0%	38.0%	35.0%
其他	收入	542	21	660	924	952	971
	yoy	69.7%	-96.2%	3106.5%	40.0%	3.0%	2.0%
	占比	1.8%	0.1%	1.8%	2.3%	1.9%	1.6%
	成本	306	8	442	610	685	748
	毛利	236	13	218	314	267	223
	毛利率	43.6%	62.8%	33.0%	34.0%	28.0%	23.0%
营业收入	收入	30,810	33,916	36,462	39,999	49,849	62,453
	yoy	-3.1%	10.1%	7.5%	9.7%	24.6%	25.3%
营业成本		15,063	17,527	18,117	18,821	22,657	27,563
毛利		15,746	16,388	18,345	21,178	27,191	34,890
毛利率		51.1%	48.3%	50.3%	52.9%	54.5%	55.9%

数据来源: 公司公告, 东北证券

表 17: 期间费用率关键假设

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	5.3%	5.3%	6.9%	7.1%	7.1%	7.2%
管理费用率	6.6%	6.6%	10.5%	6.8%	6.9%	6.9%
研发费用率	4.8%	5.2%	7.4%	6.4%	6.5%	6.7%
财务费用率	0.1%	-1.0%	-1.7%	-2.3%	-1.0%	-1.2%

数据来源: Wind 资讯, 东北证券

我们选取国产发酵营养素龙头嘉必优, 微生物龙头、加码益生菌的蔚蓝生物, 定制化复合调味料领军者日辰股份, 作为可比公司。可比公司 2023 年动态 PE 的平均值为 27x, 作为公司估值的参照。考虑到公司作为益生菌国产化龙头, 具有较强的研

发壁垒，在益生菌行业国产替代趋势中具备先发优势，成长性较高，享有一定的估值溢价，给予公司 2023 年 30x PE，对应目标价 34.65 元，首次覆盖给予“增持”评级。

表 18: 可比公司估值表

	股价	EPS				PE			
	2022/11/3	2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
嘉必优	42.44	1.07	1.06	1.56	2.05	40	40	27	21
蔚蓝生物	14.12	0.53	0.43	0.61	0.71	27	33	23	20
日辰股份	37.16	0.82	0.83	1.17	1.53	45	45	32	24
平均值						37	39	27	22
科拓生物	26.76	0.74	0.91	1.15	1.47	36	29	23	18

数据来源：Wind 资讯，东北证券

注：可比公司盈利预测取自 Wind 一致预期

7. 风险提示

- 1) 疫情反复风险。
- 2) 大客户集中风险。
- 3) 竞争加剧风险。
- 4) 食品安全风险。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	48,182	26,274	39,646	64,073
交易性金融资产	9,155	39,443	39,443	39,443
应收款项	11,929	14,529	18,259	22,412
存货	5,285	3,218	7,490	5,952
其他流动资产	708	598	616	845
流动资产合计	75,259	84,062	105,454	132,725
可供出售金融资产				
长期投资净额	243	250	250	250
固定资产	20,123	17,899	15,883	13,747
无形资产	5,416	5,021	4,840	4,662
商誉	191	191	191	191
非流动资产合计	28,814	26,870	24,350	21,811
资产总计	104,073	110,932	129,804	154,536
短期借款	0	0	0	0
应付款项	2,735	3,539	4,014	5,174
预收款项	0	0	0	0
一年内到期的非流动负债	125	116	116	116
流动负债合计	6,247	6,447	7,505	9,774
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	1,086	965	965	965
长期负债合计	1,086	965	965	965
负债合计	7,333	7,412	8,470	10,739
归属于母公司股东权益合计	96,740	103,520	121,335	143,797
少数股东权益	0	0	0	0
负债和股东权益总计	104,073	110,932	129,804	154,536

利润表 (万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	36,462	39,999	49,849	62,453
营业成本	18,117	18,821	22,657	27,563
营业税金及附加	306	304	379	475
资产减值损失	0	0	0	0
销售费用	2,501	2,820	3,539	4,465
管理费用	3,825	2,720	3,415	4,309
财务费用	-626	-915	-480	-747
公允价值变动净收益	155	0	0	0
投资净收益	1,161	1,080	1,143	1,436
营业利润	12,470	15,609	19,637	24,934
营业外收支净额	-53	-105	-46	-50
利润总额	12,417	15,504	19,590	24,884
所得税	1,463	1,891	2,390	3,036
净利润	10,954	13,612	17,200	21,848
归属于母公司净利润	10,954	13,612	17,200	21,848
少数股东损益	0	0	0	0

现金流量表 (万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	10,954	13,612	17,200	21,848
资产减值准备	34	0	0	0
折旧及摊销	1,652	2,489	2,520	2,540
公允价值变动损失	-155	0	0	0
财务费用	-466	49	46	46
投资损失	-1,161	-1,080	-1,143	-1,436
运营资本变动	1,400	-214	-6,962	-575
其他	-1,231	120	-352	-137
经营活动净现金流量	11,027	14,976	11,308	22,285
投资活动净现金流量	25,257	-29,885	1,495	1,574
融资活动净现金流量	-8,331	-7,000	569	569
企业自由现金流	33,372	-16,669	11,376	21,913

财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
每股指标				
每股收益 (元)	0.74	0.91	1.15	1.47
每股净资产 (元)	6.51	6.95	8.15	9.66
每股经营性现金流量 (元)	0.74	1.01	0.76	1.50
成长性指标				
营业收入增长率	7.5%	9.7%	24.6%	25.3%
净利润增长率	13.4%	24.3%	26.4%	27.0%
盈利能力指标				
毛利率	50.3%	52.9%	54.5%	55.9%
净利润率	30.0%	34.0%	34.5%	35.0%
运营效率指标				
应收账款周转天数	115.99	115.00	114.00	113.00
存货周转天数	96.95	81.32	85.07	87.78
偿债能力指标				
资产负债率	7.0%	6.7%	6.5%	6.9%
流动比率	12.05	13.04	14.05	13.58
速动比率	11.09	12.45	12.98	12.89
费用率指标				
销售费用率	6.9%	7.1%	7.1%	7.2%
管理费用率	10.5%	6.8%	6.9%	6.9%
财务费用率	-1.7%	-2.3%	-1.0%	-1.2%
分红指标				
股息收益率	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%
估值指标				
P/E (倍)	44.86	29.28	23.17	18.24
P/B (倍)	5.10	3.85	3.28	2.77
P/S (倍)	10.90	9.96	8.02	6.41
净资产收益率	11.3%	13.1%	14.2%	15.2%

资料来源：东北证券

研究团队简介:

李强: 西南财经大学金融学硕士, 电子科技大学金融学本科, 现任东北证券食品饮料行业组长分析师。曾任华龙证券有限责任公司研究员, 南京证券股份有限公司研究员。具有 10 年证券研究从业经历, 荣获 2019 年金牛奖食品饮料行业最佳分析团队第 1 名, 2019 年 Wind 资讯金牌分析师第 5 名, 2018 年每市食品饮料行业年度组合收益第 4 名, 2018 年投研社最受机构欢迎分析师, 2018 年进门财经百佳分析师, 2018 年食品饮料研究 Wind 平台影响力排行榜第 7 名, 2018 年度知丘杯金测奖最佳分析师第 3 名, 2017 年卖方分析师水晶球奖食品饮料行业第 2 名, “2016 年 Wind 资讯第四届金牌分析师全民票选” 食品饮料行业第 1 名。

范林泉: 复旦大学经济学硕士, 现任东北证券食品饮料组研究助理, 曾就职于国泰君安证券研究所。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准: A 股市场以沪深 300 指数为市场基准, 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为市场基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准; 美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益落后于市场基准。	

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址		邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号		130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座		100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号		200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D		518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼		510630

机构销售联系方式			
姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
王一 (副总监)	021-61001802	13761867866	wangyi1@nesc.cn
吴肖寅	021-61001803	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
李瑞暄	021-61001802	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-61001827	18516728369	zhoujq@nesc.cn
陈梓佳	021-61001887	19512360962	chen_zj@nesc.cn
屠诚	021-61001986	13120615210	tucheng@nesc.cn
康杭	021-61001986	18815275517	kangh@nesc.cn
丁园	021-61001986	19514638854	dingyuan@nesc.cn
吴一凡	021-20361258	19821564226	wuyifan@nesc.cn
王若舟	021-61002073	17720152425	wangrz@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
吕奕伟	010-58034553	15533699982	lyyw@nesc.com
孙伟豪	010-58034553	18811582591	sunwh@nesc.cn
陈思	010-58034553	18388039903	chen_si@nesc.cn
徐鹏程	010-58034553	18210496816	xupc@nesc.cn
曲浩蕴	010-58034555	18810920858	quhy@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (总监)	0755-33975865	13760273833	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
王谷雨	0755-33975865	13641400353	wanggy@nesc.cn
张瀚波	0755-33975865	15906062728	zhang_hb@nesc.cn
王熙然	0755-33975865	13266512936	wangxr_7561@nesc.cn
阳晶晶	0755-33975865	18565707197	yang_jj@nesc.cn
张楠淇	0755-33975865	13823218716	zhangnq@nesc.cn
钟云柯	0755-33975865	13923804000	zhongyk@nesc.cn
杨婧	010-63210892	18817867663	yangjing2@nesc.cn
梁家滢	0755-33975865	13242061327	liangjy@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-61002151	18616369028	liyinyin@nesc.cn
杜嘉琛	021-61002136	15618139803	dujiachen@nesc.cn
王天鸽	021-61002152	19512216027	wangtg@nesc.cn
王家豪	021-61002135	18258963370	wangjiahao@nesc.cn
白梅柯	021-20361229	18717982570	baimek@nesc.cn
刘刚	021-61002151	18817570273	liugang@nesc.cn
曹李阳	021-61002151	13506279099	caoly@nesc.cn
曲林峰	021-61002151	18717828970	qulf@nesc.cn
华北地区机构销售			
温中朝 (副总监)	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
王动	010-58034555	18514201710	wang_dong@nesc.cn
闫琳	010-58034555	17862705380	yanlin@nesc.cn
张煜苑	010-58034553	13701150680	zhangyy2@nesc.cn