

**评级：买入(维持)**

市场价格：

分析师：商艾华

执业证书编号：S0740518070002

分析师：张倩

执业证书编号：S0740518120002

Email: zhangqian@r.qlzq.com.cn

### 基本状况

总股本(亿股)	1.12
流通股本(亿股)	0.37
市价(元)	25.98
市值(亿元)	29.53
流通市值(亿元)	9.63

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

1, 《生物素叶酸价格底部向上，生物保鲜剂业务高速增长》20190422

### 公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	508.56	492.71	660.50	748.87	860.60
增长率 yoy%	5.48%	-3.12%	34.05%	13.38%	14.92%
净利润	72.61	42.58	115.66	117.78	140.99
增长率 yoy%	19.16%	-41.36%	171.63%	1.83%	19.71%
每股收益(元)	1.09	0.4	1.03	1.05	1.26
每股现金流量	1.19	0.79	0.82	1.60	1.72
净资产收益率	9.45%	5.14%	11.88%	11.23%	11.89%
P/E	65.33	64.95	25.16	24.70	20.64
P/B	3.79	3.51	2.99	2.78	2.45

备注：

### 投资要点

- **事件：公司公布 19Q1 业绩，实现营业收入 636.08 百万元，同比增长 2.74%，实现归母净利润 14.11 百万元，同比-41.32%。**
- **公司主要从事食品和饲料添加剂的研发、生产及销售。产品主要包括生物素、叶酸等维生素类产品和乳酸链球菌素、纳他霉素、ε-聚赖氨酸等生物保鲜剂。**公司是国内最早从事生物素和生物保鲜剂生产的企业之一，通过多年的经营积累和持续的技术创新、工艺优化及应用领域的开发，公司已发展成为产品细分市场的龙头企业，在规模化生产能力、技术工艺水平、产品市场占有率、品牌知名度等方面处于全球领先地位。2018 年 Q4 公司通过收购通圣达，持有其 75% 股权，将新增维生素 B2、黄原胶及生物保鲜剂产品的新产能。
- **公司在维生素及生物保鲜剂行业地位领先。**公司历经多年的市场磨砺与竞争挑战，已在国内乃至全球的产品细分市场占据了举足轻重的地位。在生物素领域，圣达生物是全球最大的供应商，产销量和出口额连续多年位居第一，产品在全球的市场份额约 30%；在叶酸领域，公司 18 年市占率接近 18%；在生物保鲜剂领域，子公司新银象是全球乳酸链球菌素及纳他霉素的主要供应商，也是国内为数不多的能同时具备乳酸链球菌素、纳他霉素和 ε-聚赖氨酸盐酸盐三个系列产品产业化生产能力的企业，作为乳酸链球菌素行业标准和纳他霉素国家标准的主要起草单位，公司在细分行业拥有领先的市场地位和较强的市场影响力。
- **维生素产品，生物素及叶酸 18Q1 为价格高位。**随着生物素及叶酸价格不断的下调，公司产品销售量却保持上涨趋势，提升市占率，以稳固行业地位。生物素及叶酸在报告期内分别实现营业收入 5717.62 万元及 1717.78 万元，同比增长-20.47%及 41.52%。**生物保鲜剂产品，乳酸链球菌素量增价稳，纳他霉素价增量稳。**报告期内乳酸链球菌素及纳他霉素分别实现营业收入 2721.02 万元及 896.22 万元，分别同比增长 31.3%及 16.96%。
- **生物素及叶酸价格预期底部上涨。**生物素目前价格处于历史底部，叶酸价格已开始上涨。分析 2007 年至 2018 年生物素及叶酸的市场报价，生物素（折百）目前的价格已是历史最低价 2500 元附近，继续下调报价机会不大；叶酸价格经历 18Q4 低价之后，19Q1 价格已开始上涨，Q2 上涨趋势明显。我们看好后续生物素及叶酸的涨价趋势，尤其是叶酸品种。生物素及叶酸涨价的驱动因素，一是环保加强造成理论上供给端的产能大幅缺失，二是生物素及叶酸的原材料

端成本涨价带来的产业链上产品价格上涨。

■ **收购通辽圣达并表，整合业务资源、发挥协同效应。**

(1) 通辽圣达的主要产品黄原胶与维生素 B2 和圣达的产品在销售市场及面向的客户群方面有一定的交叉重合。本次收购完成后，圣达生物丰富的行业经验、管理能力和优质的客户资源，将有助于拓展通辽黄河龙产品的销售渠道。

(2) 公司乳酸链球菌素的现有产能已严重制约该产品的规模扩大和市场占有率的提升。除本次拟用募集资金投入的年产 1,000 吨乳酸链球菌素项目和年产 2,000 吨蔗糖发酵物项目以外，公司也在通辽圣达规划了维生素 B12、聚赖氨酸、β-胸苷等项目，丰富产品种类，新增利润贡献点。

(3) 有利于降低生产成本、提升公司盈利能力。通辽圣达地处东北黄金玉米带西部，原料丰富，紧邻国道及高速公路，交通便利，且当地煤炭资源丰富，原材料及能源采购方面相较于浙江天台县具有明显的成本优势。

■ **盈利预测：我们预计 2019-2021 年公司可实现营业收入分别为：660.50/748.87/860.60 百万元，对应归母净利润分别为 115.66/117.78/140.99 百万元，对应 PE 分别为 25.16/24.70/20.64 倍，给予“买入”评级。**

■ **风险提示：维生素品类涨价不及预期；维生素销售量受涨价影响萎缩；通辽圣达产品不能按期实现投产。**

公司主要从事食品和饲料添加剂的研发、生产及销售。产品主要包括生物素、叶酸等维生素类产品和乳酸链球菌素、纳他霉素、 $\epsilon$ -聚赖氨酸等生物保鲜剂。公司是国内最早从事生物素和生物保鲜剂生产的企业之一，通过多年的经营积累和持续的技术创新、工艺优化及应用领域的开发，公司已发展成为产品细分市场的龙头企业，在规模化生产能力、技术工艺水平、产品市场占有率、品牌知名度等方面处于全球领先地位。2018年Q4公司通过收购通辽圣达，持有其75%股权，将新增维生素B2、黄原胶及生物保鲜剂产品的新产能。

**图表 1: 2018 年公司分产品的产能利用率**

产品	设计产能	产能利用率 (%)	情况说明
生物素	160 吨/年	54.8	18 年 Q4 新增 60 吨/年 (募投项目年产 200 吨生物素中间体烯酮项目)
叶酸	500 吨/年	71.27	通过工艺改造, 18 年新增 200 吨/年
乳酸链球菌素	500 吨/年	99.6	通达圣达新增乳酸链球菌素产能 1000 吨/年
纳他霉素	100 吨/年	94.84	
蔗糖发酵物	500 吨/年		18 年全资孙公司取得环评批复, 并通过现场验收
维生素 B2	1000 吨/年		18 年 Q4 收购通辽圣达具备年产 1000 吨的生产能力
黄原胶	10000 吨/年		18 年 Q4 收购通辽圣达具备年产 10000 吨黄原胶的生产能力

来源: 公司公告、中泰证券研究所

**图表 2: 生物素主要生产企业及市占比**

	新和成	圣达生物	海嘉诺	浙江医药	科兴生物	安徽泰格
公司生产位置	浙江	浙江	江苏大丰	有厂在江苏	浙江	安徽
预估 2018 市占率	29%	27%	20%	10%	9%	5%

来源: 博亚和讯、中泰证券研究所

**图表 3: 叶酸主要生产企业及市占比**

	新鸿医药	牛塘化工	天新药业	圣达生物	新发药业	其他
公司生产位置	常州	常州	江西	浙江	山东	
预估 2018 市占率	25%	23%	22%	18%	4%	8%

来源: 博亚和讯、中泰证券研究所

公司公布 19Q1 业绩, 实现营业收入 636.08 百万元, 同比增长 2.74%, 实现归母净利润 14.11 百万元, 同比-41.32%。

维生素产品, 生物素及叶酸在 18Q1 为价格高位。随着生物素及叶酸价格不断的下调,

公司产品销售量保持上涨趋势，提升市占率，以稳固行业地位。生物素及叶酸在报告期内分别实现营业收入 5717.62 万元及 1717.78 万元，同比增长-20.47%及 41.52%。**生物保鲜剂产品，乳酸链球菌素量增价稳，纳他霉素价增量稳。**报告期内乳酸链球菌素及纳他霉素分别实现营业收入 2721.02 万元及 896.22 万元，分别同比增长 31.3%及 16.96%。

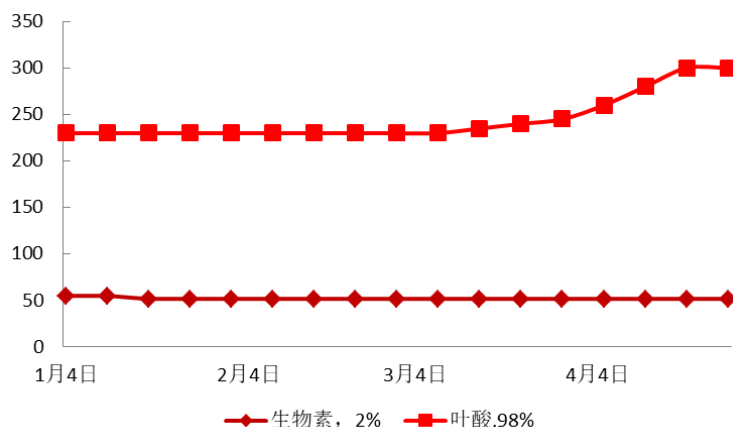
**图表 4：公司主要产品产销及平均售价数据（不含税）**

主要产品		19Q1	18Q4	18Q1
生物素（折纯）	产量（吨）	29.69	24.1	26.97
	销量（吨）	26.1	29.28	19.51
	平均售价（元/kg）	2190.58	2252.44	3684.51
叶酸（折纯）	产量（吨）	77.86	101.37	76.85
	销量（吨）	93.82	97.5	54.40
	平均售价（元/kg）	183.09	178.8	223.13
乳酸链球菌素	产量（吨）	124.85	123.41	98.53
	销量（吨）	120.71	145.52	88.26
	平均售价（元/kg）	225.42	234.65	234.77
纳他霉素	产量（吨）	22.62	25.77	19.20
	销量（吨）	21.23	28.47	20.72
	平均售价（元/kg）	422.17	487.68	374.62
主要原材料		19Q1	18Q4	18Q1
右胺	平均采购价（元/kg）	115.52	116.2	119.13
环酸	平均采购价（元/kg）	160.16	164	185.84
三氨基盐	平均采购价（元/kg）	50.74	43.38	39.32
对氨基盐	平均采购价（元/kg）	51.72	50.18	46.53
白砂糖	平均采购价（元/kg）	4.6	4.83	5.3
酵母粉	平均采购价（元/kg）	30.53	29.19	30.84

来源：公司公告、中泰证券研究所

**生物素价格目前处于历史底部，叶酸价格已开始上涨。**分析 2007 年至 2018 年生物素及叶酸的市场报价，生物素目前的价格已是历史最低价 2500 元附近，继续下调报价机会不大；叶酸价格经历 18Q4 低价之后，19Q1 价格已开始上涨，Q2 上涨趋势明显。我们看好后续生物素及叶酸的涨价趋势，尤其是叶酸品种。涨价的驱动因素，一是环保加强造成理论上供给端的产能大幅缺失，二是生物素及叶酸的原材料端成本涨价带来的产业链上产品价格上涨。

**图表 5：生物素及叶酸近期市场报价（含税价）（元/kg）**



来源：博亚和讯、中泰证券研究所

**图表 6：2007-2018 年生物素及叶酸最高价及最低价（含税）（元/kg）**

维生素种类	最高值	最低值
生物素（折百）	17500	2500
叶酸（折百）	3200	158

来源：博亚和讯、中泰证券研究所

**盈利预测及假设：**（1）生物素 19 年预期均价是公司 15 及 17 年销售均值的平均数  
 （2）叶酸 19 年预期均价是参考公司 17 年销售均价，按照 240 元/kg 计算（3）其他收入主要为蔗糖发酵物预期贡献。

**图表 7：弹性预测**

	产能（扩产前/扩产后）	价格每涨 1 元/kg，业绩增厚（扩产前/扩产后）
生物素	100/160 吨	7.33/11.72 万元
叶酸	300/500 吨	21.98/36.64 万元

来源：wind、中泰证券研究所

**风险提示：**维生素品类涨价不及预期；维生素销售量受涨价影响萎缩；通辽圣达产品不能按期实现投产

图表 8: 财务预测

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	492.71	660.50	748.87	860.60	净利润	44.54	115.66	117.78	140.99
营业成本	327.41	407.22	480.08	541.94	折旧与摊销	33.24	29.67	32.93	34.49
营业税金及附加	7.74	6.61	7.49	8.61	财务费用	-1.64	4.68	2.71	4.11
销售费用	17.12	21.94	25.25	28.88	资产减值损失	9.79	4.52	5.66	6.66
管理费用	64.12	79.26	86.12	101.12	经营营运资本变动	203.93	-69.46	14.97	1.75
财务费用	-1.64	4.68	2.71	4.11	其他	-201.17	6.58	5.34	4.32
资产减值损失	9.79	4.52	5.66	6.66	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>88.69</b>	<b>91.66</b>	<b>179.40</b>	<b>192.33</b>
投资收益	1.70	0.00	0.00	0.00	资本支出	-254.79	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	1.00	1.00	1.00	1.00	其他	172.13	-0.86	0.99	1.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-82.66</b>	<b>-0.86</b>	<b>0.99</b>	<b>1.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>52.30</b>	<b>137.27</b>	<b>142.55</b>	<b>170.29</b>	短期借款	42.35	47.65	50.00	40.00
其他非经营损益	0.10	3.26	1.17	1.50	长期借款	5.00	1.00	1.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>52.40</b>	<b>140.53</b>	<b>143.72</b>	<b>171.80</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	9.81	24.86	25.94	30.80	支付股利	-22.00	-11.00	-42.85	-36.36
净利润	42.58	115.66	117.78	140.99	其他	-15.91	-4.77	-2.71	-4.11
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>9.45</b>	<b>32.88</b>	<b>5.45</b>	<b>-0.47</b>
归属母公司股东净利润	44.54	115.66	117.78	140.99	<b>现金流量净额</b>	<b>20.83</b>	<b>123.68</b>	<b>185.84</b>	<b>192.86</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	301.27	424.95	610.79	803.65	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	111.18	154.50	172.84	199.58	销售收入增长率	-3.12%	34.05%	13.38%	14.92%
存货	124.82	146.89	172.71	197.10	营业利润增长率	-39.06%	162.47%	3.85%	19.46%
其他流动资产	32.51	38.47	41.60	45.57	净利润增长率	-41.36%	171.63%	1.83%	19.71%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-34.66%	104.55%	3.83%	17.22%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	479.00	443.73	405.19	365.09	毛利率	33.55%	38.35%	35.89%	37.03%
无形资产和开发支出	139.72	133.57	127.41	121.25	三费率	16.16%	16.03%	15.23%	15.58%
其他非流动资产	64.21	63.97	63.74	63.51	净利率	8.64%	17.51%	15.73%	16.38%
<b>资产总计</b>	<b>1252.71</b>	<b>1406.08</b>	<b>1594.29</b>	<b>1795.75</b>	ROE	5.14%	11.88%	11.23%	11.89%
短期借款	102.35	150.00	200.00	240.00	ROA	3.40%	8.23%	7.39%	7.85%
应付和预收款项	177.57	208.56	261.35	279.13	ROIC	6.50%	16.98%	17.22%	21.93%
长期借款	5.00	6.00	7.00	7.00	EBITDA/销售收入	17.03%	25.98%	23.80%	24.27%
其他负债	139.37	110.31	119.78	158.83	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>424.29</b>	<b>474.87</b>	<b>588.14</b>	<b>684.96</b>	总资产周转率	0.44	0.50	0.50	0.51
股本	112.00	112.00	112.00	112.00	固定资产周转率	1.92	1.91	1.98	2.31
资本公积	431.35	431.35	431.35	431.35	应收账款周转率	4.56	5.38	4.97	5.01
留存收益	247.90	392.92	467.86	605.33	存货周转率	2.92	3.00	3.00	2.93
归属母公司股东权益	791.25	936.27	1011.21	1148.68	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.81%	—	—	—
少数股东权益	37.17	37.17	37.17	37.17	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>828.42</b>	<b>973.44</b>	<b>1048.37</b>	<b>1185.85</b>	资产负债率	33.87%	33.77%	36.89%	38.14%
负债和股东权益合计	1252.71	1448.30	1636.51	1673.53	带息债务/总负债	25.30%	39.15%	40.28%	40.43%
					流动比率	1.37	1.75	1.82	1.93
					速动比率	1.07	1.42	1.50	1.62
					股利支付率	—	9.51%	36.38%	25.79%
业绩和估值指标									
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	83.90	171.62	178.20	208.89	<b>每股指标</b>				
PE	64.95	25.16	24.70	20.64	每股收益	0.40	1.03	1.05	1.26
PB	3.51	2.99	2.78	2.45	每股净资产	7.40	8.69	9.36	10.59
PS	5.91	4.41	3.89	3.38	每股经营现金	0.79	0.82	1.60	1.72
EV/EBITDA	31.83	15.11	13.80	11.04	每股股利	0.20	0.10	0.38	0.32
股息率	0.76%	0.38%	1.47%	1.25%					

来源: wind、中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 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) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。