

星湖科技 (600866.SH) 买入 (首次评级)

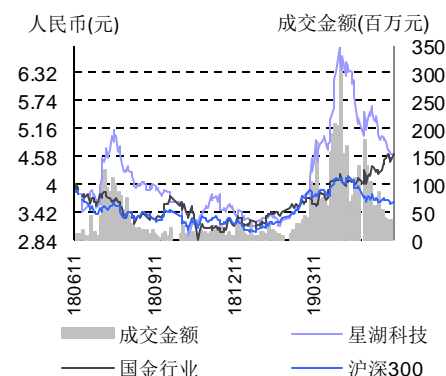
公司深度研究

市场价格 (人民币): 4.64 元

经营拐点显现, 多业务景气共振

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	645.39
总市值(百万元)	3,429.05
年内股价最高最低(元)	6.87/2.95
沪深 300 指数	3610.74
上证指数	2852.13



公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	-0.245	0.066	0.335	0.419	0.454
每股净资产(元)	1.42	1.48	1.89	2.01	2.17
每股经营性现金流(元)	0.06	0.08	0.39	0.50	0.54
市盈率(倍)	-18.76	47.93	13.84	11.07	10.23
净利润增长率(%)	-751.16%	-126.71%	486.09%	25.01%	8.24%
净资产收益率(%)	-17.31%	4.42%	17.71%	20.83%	20.95%
总股本(百万股)	645.39	645.39	739.02	739.02	739.02

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **深耕生化领域发展, 医药食品构建大健康业务版图:** 星湖科技为广新控股集团子公司, 多年来持续进行生物发酵及生物化工业务布局, 形成了医药、食品及饲料三大领域, 建成了“一头多产”的生产链条, 而各部分业务之间原料共用, 优化了产业链结构。近年来, 公司综合产品盈利和整体发展情况, 缩减饲料领域的业务体量, 逐步形成了医药、食品双支柱的发展格局。
- **I+G 行业仍处于景气上行期:** I+G 作为食品增鲜剂与其他调味品协同使用增鲜效果十分显著, 行业历经长达 5 年多的行业低谷, 叠加环保要求趋严, 小规模落后产能退出行业竞争; 同时稳步增长的下游需求消化了过剩产能, I+G 行业供需格局极大改善。全球范围内主要生产企业有 4 家, 将长期处于寡头竞争格局。在经历了产品价格显著上涨的 2018 年后, 我们认为 I+G 行业 2019 年整体仍处于景气上行通道, 价格仍可高看一眼。
- **并表久凌制药, 增加新的业绩增长点:** 2019 年一季度公司完成久凌制药的收购并表, 久凌制药长期从事定制医药中间体业务 (CMO 业务), 已经在艾滋病、丙肝、糖尿病等药物中间体获得良好的布局。医药农药中间体行业在全球整体研发难度加大、以及行业集中度不断提升的背景下迎来极佳的发展时期, 久凌紧紧把握行业发展机遇, 2019 年下半年不断有新产能释放, 为公司未来发展提供新的业绩增长点。
- **与雀巢合作或将进入收获期:** 2016 年底, 公司与雀巢签署战略合作协议, 为客户提供食品级配料; 从 2014 年双方签订中试协议至今已 5 年时间, 我们根据食品饮料行业运行的规律推演, 判断该产品有望逐步放量, 或将成为未来公司业绩的重要贡献领域。

投资建议

- 我们认为 I+G 价格上行将为公司提供极强的业绩弹性, 而医药中间体以及雀巢合作的新的食品添加剂将支撑公司未来的成长性; 医药、食品的大健康布局为公司长期发展提供了广阔的空间; 公司经营拐点已确认, 多业务景气共振将揭开公司发展的新篇章。我们预测 2019~2021 年公司净利润分别为 2.48 亿、3.10 亿、3.35 亿元, 对应 EPS0.34 元、0.42 元、0.45 元, 给予公司未来 6-12 个月 8.4 元目标价位, 相当于 20x20PE, 给予“买入”评级。

风险

- 产品价格大幅波动风险; 子公司新建产能投产进度不达预期; 宏观经济下行超预期大幅影响产品需求。

蒲强 分析师 SAC 执业编号: S1130516090001
puqiang@gjzq.com.cn

杨翼荣 联系人
yangyiyong@gjzq.com.cn

内容目录

一、深耕生化领域发展，医药食品构建大健康业务版图	4
1.1、多年发展专注布局医药、食品领域	4
1.2、医药、食品构建大健康版图，支撑公司长久发展	5
二、医药业务持续延伸，扩展业务发展空间	7
2.1、药品产业链价值重构，生产环节持续转移	7
2.2、环保、安监持续升级，产能优化改善行业竞争格局	8
2.3、公司医药业务基础良好，外延并购扩展新的发展空间	9
三、食品添加剂市场持续发展，I+G 产品盈利步入上行期	12
3.1、食品添加剂应用不断拓展，需要持续提升	12
3.2、I+G 行业历经整合，行业格局优化，产品盈利提升	13
四、盈利预测及投资建议	16
五、风险提示	17

图表目录

图表 1：公司的主要产业链布局情况	4
图表 2：公司发展历史及应收变化情况（百万元）	5
图表 3：公司营业收入变化情况（百万元）	5
图表 4：公司营业利润变化情况（百万元）	5
图表 5：公司各部分业务营业利润占比	6
图表 6：2018 年公司的营业利润占比	6
图表 7：公司各业务毛利变化情况	6
图表 8：公司股权结构及机构布局	7
图表 9：药品产品创新难度提升，生命周期延长	7
图表 10：我国人工成本相对较低	8
图表 11：我国产业链布局较为完善	8
图表 12：我国持续加大环保、安全生产的监管力度淘汰落后产能	8
图表 13：我国原料药和制剂生产企业数量变化（家）	9
图表 14：我国化学药品原药产量变化（万吨）	9
图表 15：公司生化药业务收入及盈利能力情况（百万元）	10
图表 16：四川久凌制药的主要产品	10
图表 17：公司收购四川久凌制药公司的业务布局	11
图表 18：久凌制药客户收入结构情况（百万元）	11
图表 19：久凌制药营业收入及利润情况（百万元）	11
图表 20：久凌制药产品的核心技术	11
图表 21：2018 年外出就餐频率变化	12
图表 22：餐饮渠道调味品消耗量远高于家庭	12
图表 23：我国复合调味品市场规模	12

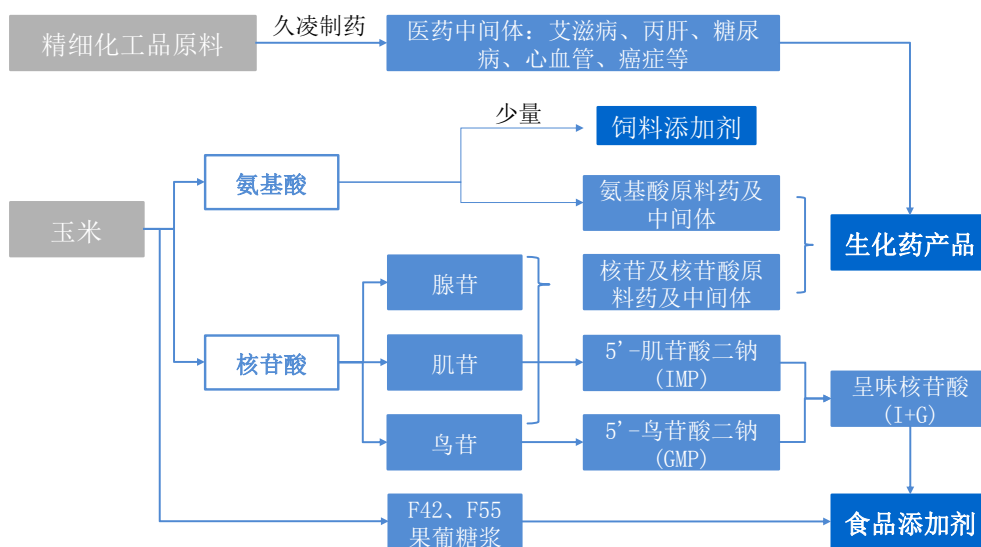
图表 24：我国复合调味品产品分布情况.....	12
图表 25：I+G 增味剂产品应用十分广泛.....	13
图表 26：国内 I+G 行业的历史变化.....	14
图表 27：I+G 行业供需格局持续优化.....	15
图表 28：2013-2019 年 I+G 价格走势变化（元/公斤）.....	15
图表 29：玉米及玉米淀粉价格走势（元/吨）.....	16
图表 30：我国煤炭价格指数变化情况.....	16
图表 31：公司业绩盈利预测情况（百万元）.....	17

一、深耕生化领域发展，医药食品构建大健康业务版图

1.1、多年发展专注布局医药、食品领域

- **医药、食品领域双支撑，深化生物发酵及生物化工行业发展。**公司多年来持续进行生物发酵以及生物化工业务布局，以玉米作为主要的原料进行核苷酸类、氨基酸类产品的深度加工生产，形成了医药、食品以及饲料三大领域的发展，建成了“一头多产”的生产链条，而各部分业务之间原料共用。近年来，公司综合了产品盈利和整体发展情况，逐步减少在饲料领域的业务体量，逐步形成了医药、食品双支柱的发展格局。

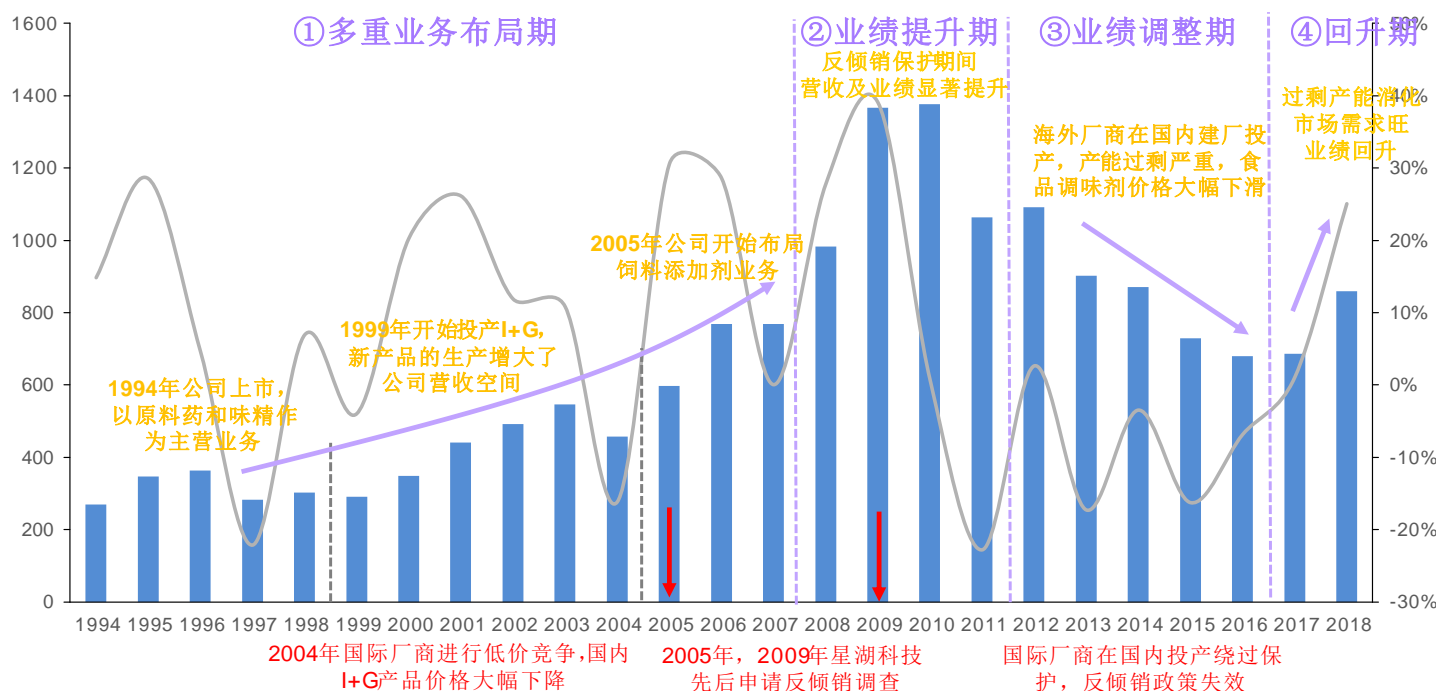
图表 1：公司的主要产业链布局情况



来源：公司公告，国金证券研究所

- **业务发展历经波澜，公司进入新的发展阶段。**公司从微生物药厂起家，历经 50 多年的发展历程，伴随着市场的跌宕起伏，公司的业务发展也历经波澜。从 1994 年公司上市以来，20 多年来公司发展历经了三个主要的发展阶段：
 - **第一阶段：业务布局期。**经过前期的发展，公司以肌苷和味素等主要业务发展起家，至 2008 年，先后布局原料药业务、食品添加剂业务以及饲料添加剂业务，逐步建立了公司的业务发展基础，形成了“一头多产”的综合生产平台。
 - **第二阶段：业绩提升期。**公司从 1999 年引进 I+G，持续的扩充和技术工艺的优化，逐步形成了进口替代能力，面对国际厂家的低价竞争，公司申请了反倾销调查，其后的 3 年间，在反倾销政策指导下，公司收益于食品添加剂产品的价格回升，业绩快速增长。
 - **第三阶段：市场调整期。**为了规避反倾销政策，同时快速抢占中国市场，海外巨头及国内企业相继在国内设厂生产 I+G 等产品，产能过剩，价格下滑，公司在市场调整下，业绩下滑，主要依靠医药业务维持公司发展。
- 经过长达 5 年多的市场调整，I+G 在供需格局反转背景下价格显著回暖；通过外延收购高级中间体生产企业久凌制药为公司带来新的盈利增长点，同时与雀巢的战略合作我们判断也将逐步进入收获期，公司将彻底摆脱低迷期，揭开新的发展篇章。

图表 2：公司发展历史及营收变化情况（百万元）

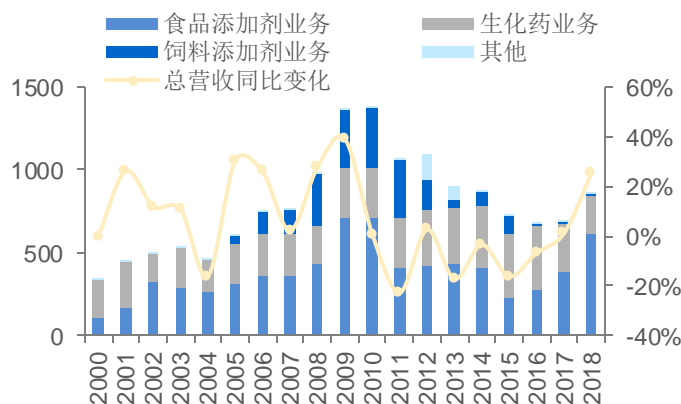


来源：Wind，公司公告，国金证券研究所

1.2、医药、食品构建大健康版图，支撑公司长久发展

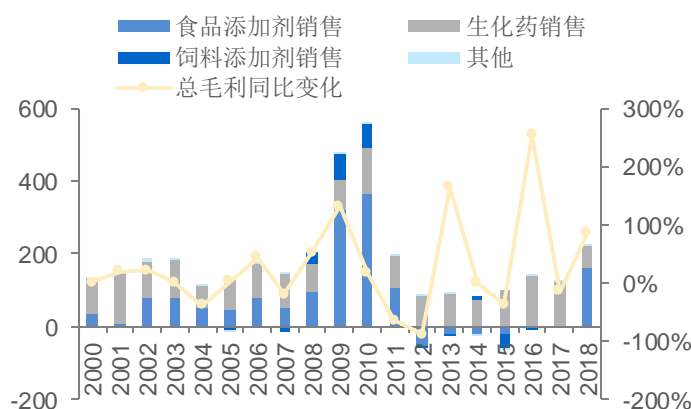
- **医药、食品两大领域构建公司业绩发展基石。**公司上市以来专注于医药中间体及原料药的业务布局，逐步形成了以肌苷、利巴韦林、脯氨酸、鸟苷、腺苷、腺嘌呤、阿德福韦酯等为主打产品的生化药生产平台，公司引进 I+G 产品以后，以原有味素生产经验为基础，形成 I+G、果葡糖为主打产品的食品添加剂业务。经过多年的发展，生化药、食品添加剂两大业务成为支撑公司发展的核心。
- **医药业务稳定公司业绩基础，食品添加剂提供公司业绩弹性。**多年来，受到市场波动影响，公司的业绩波动较为明显；但医药业务为公司提供相对稳定的业绩基础；而食品添加剂价格波动较大（尤其是 I+G 业务），带动公司业绩波动，也正是如此，当食品添加剂供需格局改善后，产品价格回升将为公司业绩带来了充足的弹性空间。

图表 3：公司营业收入变化情况（百万元）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：公司营业利润变化情况（百万元）

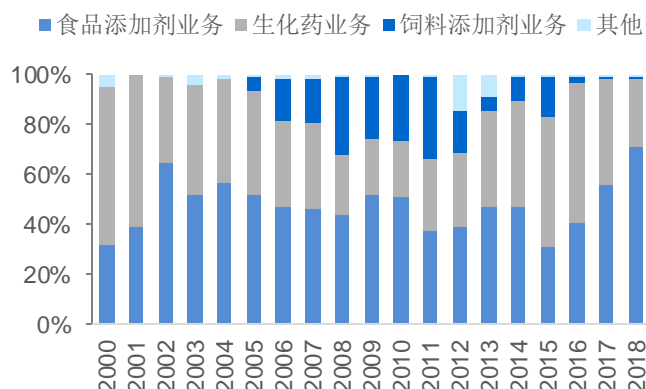


来源：Wind，国金证券研究所

- **I+G 等行业进入新的发展阶段，食品添加剂业务带动公司业绩快速回升。**2018 年以来公司的主要产品 I+G 市场逐步回暖，产品价格逐步回升，

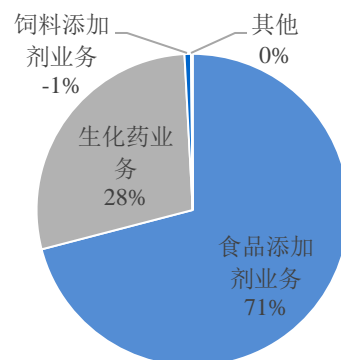
2018 年食品添加剂营收快速增长，占公司总营收的 71%，营业利润也由不盈利迅速提升至营业利润的 71%，大幅增厚公司整体业绩。

图表 5：公司各部分业务营业利润占比



来源：Wind，国金证券研究所

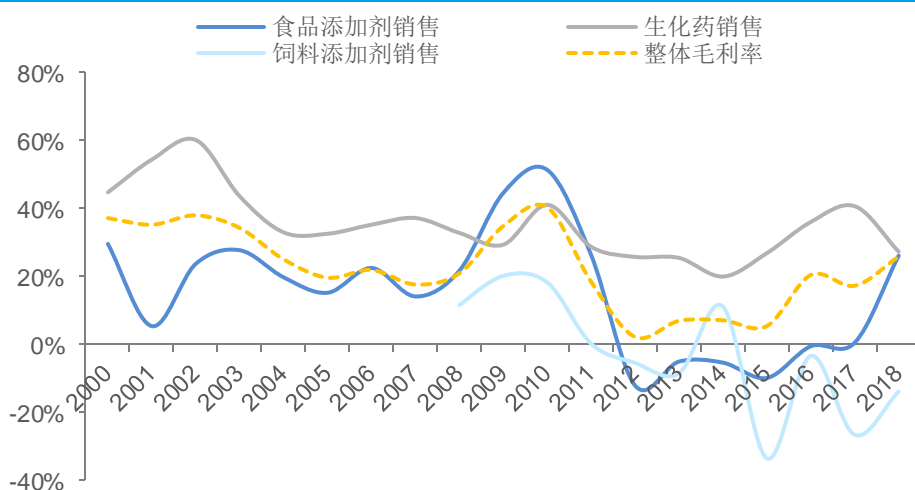
图表 6：2018 年公司的营业利润占比



来源：Wind，国金证券研究所

- 虽然公司布局的两大业务具有较强的协同性，整体盈利一定程度上抵御了单一业务的波动风险，但仍受到业务板块的较大影响。2012-2017 年间，公司整体受到食品添加剂业务低迷的影响，整体盈利水平较低，但在 2017 年后随着食品添加剂行业的复苏业绩获得显著回升。

图表 7：公司各业务毛利变化情况

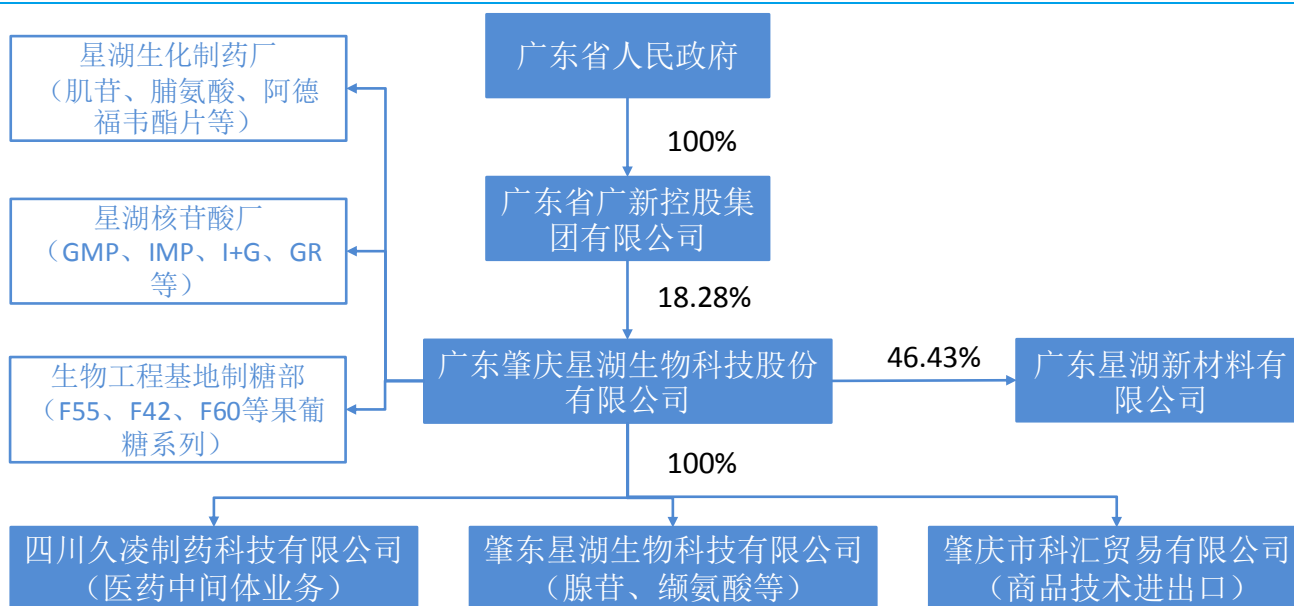


注：公司 2015 年主营业务划分略有变化，2015 年以后生化药包括核苷酸、氨基酸原料药及中间体

来源：Wind，国金证券研究所

- 公司的股权结构较为分散，控股股东为广东省广新控股集团有限公司，持有公司 18.28% 的股份，公司有 3 家全资子公司，持有广东星湖新材料公司约 46% 的股权。

图表 8：公司股权结构及机构布局



来源：公司公告，国金证券研究所

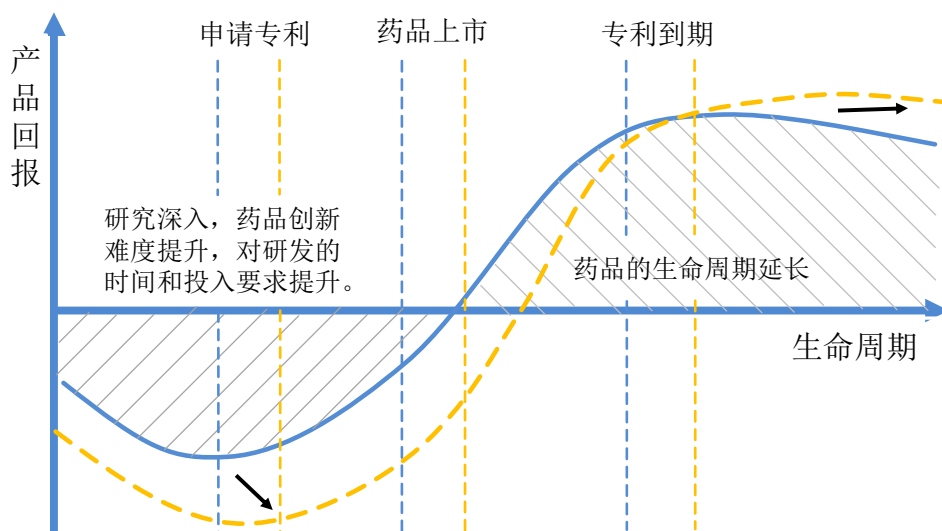
二、医药业务持续延伸，扩展业务发展空间

2.1、药品产业链价值重构，生产环节持续转移

- **药品创新难度提升，产业链调整，生产外包趋势加强。**经过了几十年的发展，药品历经几代产品的升级、替换，产品的应用效果获得了较大程度的提升和改善；然而随着基础问题的逐步解决，新的应用要求不断提升，产品的创新难度大幅增加，使得药品的研发效率不断下行，产品整体的生命周期有所延长。

全球医药龙头企业经过多年的发展积淀，具备了极强的领先优势，多数发展成为研、产、销一体化的生产格局，然而多年来发达国家的人工成本、环保成本大幅提升，生产环节的盈利能力持续减弱，为保证持续的资本回报，逐步进行产业链结构调整，生产外包趋势不断提升。

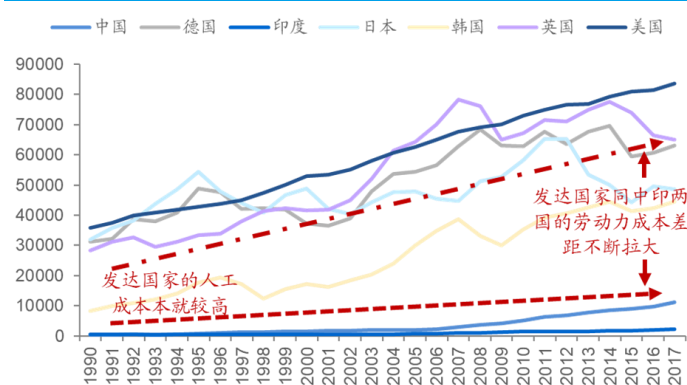
图表 9：药品产品创新难度提升，生命周期延长



来源：国金证券研究所

- 一方面，国际厂商通过产业转移，外包生产降低生产环节的投入，减少资本支出，从而可以将资金向产品回报更多的研发、渠道等环节转移；另一方面，将生产环节向低成本地区转移，厂商同步获取成本降低带来的利润回报，仍将持续获取收益，
- 凭借完善的产业链布局以及较强的成本优势，我国成为承接生产环节转移的主要国家。从全球主要国家的人工成本变化情况可以看到，在 90 年代发达国家的人工成本就已经位于较高水平，经过 20 多年的变化，发达国家的人工成本快速提升，同中国的成本差距不断拉大，带动发达国家的生产成本压力大幅提升，我国的人工成本优势凸显；同时受益于多年来我国基础制造业的快速发展，我国已经形成了较为完备的产业链布局，具有较强的原材料和市场优势，可以说结合成本优势和产业链优势，我国已经成为承接国际药品生产环节转移的主要国家。

图表 10：我国人工成本相对较低



来源：The conference board，国金证券研究所

图表 11：我国产业链布局较为完善

原料		中间体	产品	下游
原油	成品油	PTA、EG、MDI、PTMEG、CPL、对苯二酚、间苯二胺	PET/涤纶、氨纶、锦纶、染料	纺织服装： 涤纶、氨纶、粘胶、锦纶、染料、助剂
	烯烃			
	苯 甲苯 二甲苯			
天然气	合成气	PE、PP、ABS、PC、PO、丁二烯、苯乙烯	改性塑料、硬泡聚醚、合成橡胶（BR、SBR、IIR）	汽车家电： 改性塑料、橡胶、制冷剂、泡沫、弹性体
		合成脲、尿素、磷酸铵、氯化钾、农药中间体	合成肥、农药原药/制剂	农业： 单质肥、农药、农膜
		烧碱、液氨、纯碱、PVC	PVC改性剂、减水剂、聚酯、涂料、有机硅胶	建筑： 管材型材、水泥助剂、玻璃、涂料、胶粘剂
煤炭	电石			
原盐、磷矿石、萤石、石灰石、硅矿、钾矿		有机硅、制冷剂	硅橡胶、氟塑料	医药、光伏/风电、电子、环保、民爆、轻工

来源：公开资料整理，国金证券研究所

2.2、环保、安监持续升级，产能优化改善行业竞争格局

- 环保、安监要求不断升级，化学合成领域整治有望持续。从 2016 年以来，我国就开始持续提升对制造业生产的环保要求，而化学合成领域的污染更是成为整治的重点；落后产能遭到大面积淘汰。而进入 2019 年，多起安全事故的发生促使国家加大了对化工行业安全生产的监管力度，未来这一趋势仍将延续。

图表 12：我国持续加大环保、安全生产的监管力度淘汰落后产能

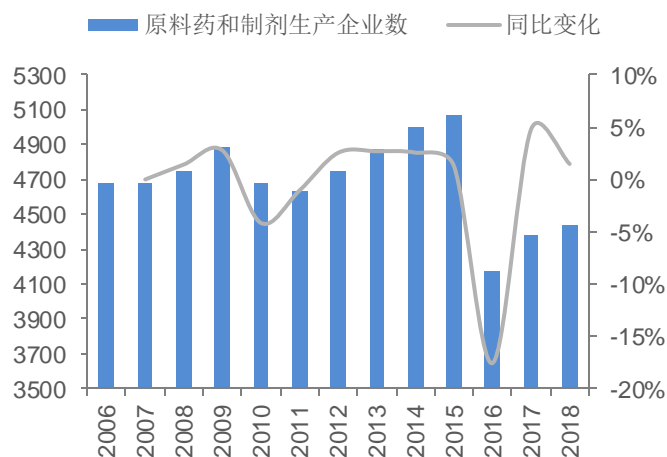
地区	时间	方案	内容
7 个省市	2019.5	《长江“三磷”专项排查整治行动实施方案》	对长江沿线湖北，四川，贵州，云南，湖南，重庆，江苏等 7 省的磷矿、磷化工和磷石膏库企业进行专项治理。
山东	2019.5.1	《关于进一步加强全省化工园区安全管理措施的意见》	将在 2020 年 6 月底前完成园区隐患排查整改工作，确保达到有关环境标准要求，并每三年进行一次综合考核。
江苏	2019.4.27	《江苏省化工产业安全环保整治提升方案》	对长江、太湖、京杭大运河沿线的敏感区企业关闭或搬迁，减少规模以下企业数量，减少化工园区数量等
山东	2019.4.11	《关于印发山东省打好渤海区域环境综合治理攻坚战作战方案的通知》	化工园区、涉重金属工业园区推进“一企一管”和地上管廊建设与改造，实施化工、造纸、稀土等行业废水深度治理。
浙江	2019.3.5	《浙江省城市建成区重污染企业搬迁改造或关闭退出实施方案(征求意见稿)》	计划在城市建成区对化工、焦化、钢铁等 5 个行业领域的重污染企业进行搬迁改造或关闭退出，到 2020 年完成 73 家搬迁或退出。

来源：公开资料，国金证券研究所

- 化工企业退城入园，严格审批新建化工企业项目，严格评估化工园区定位等等严厉措施，将使得化工行业面临新的重整机遇，小企业加速被淘汰，龙头企业的将迎来确定性的发展。

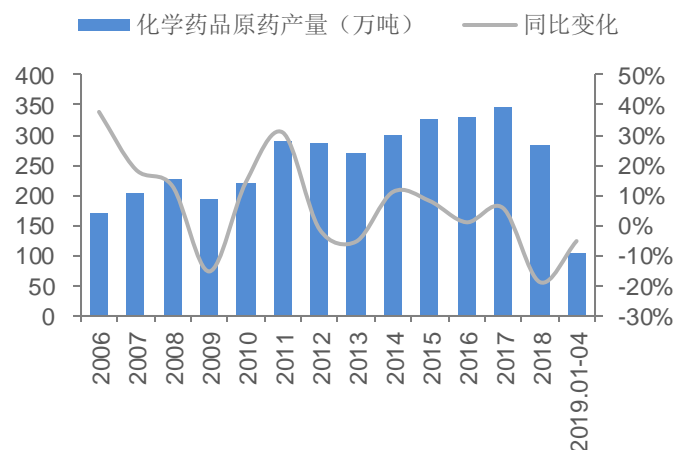
- **医药农药中间体竞争格局有望重塑，行业集中度有望提升。**2019 年以来，国内环保、安监持续高压，尤其江苏发生重大安全事故之后。江浙地区是我国精细化工企业的主要集中区域，尤以医药农药中间体、原料药、制剂等行业，行业格局极为分散，小规模企业众多，近两年环保、安监双重审查加速淘汰中小落后产能，有望重塑精细化工尤其是中间体行业竞争格局，从而带动行业的集中度进一步提升。

图表 13：我国原料药和制剂生产企业数量变化（家）



来源：国家食品药品监管局，国金证券研究所

图表 14：我国化学药品原药产量变化（万吨）

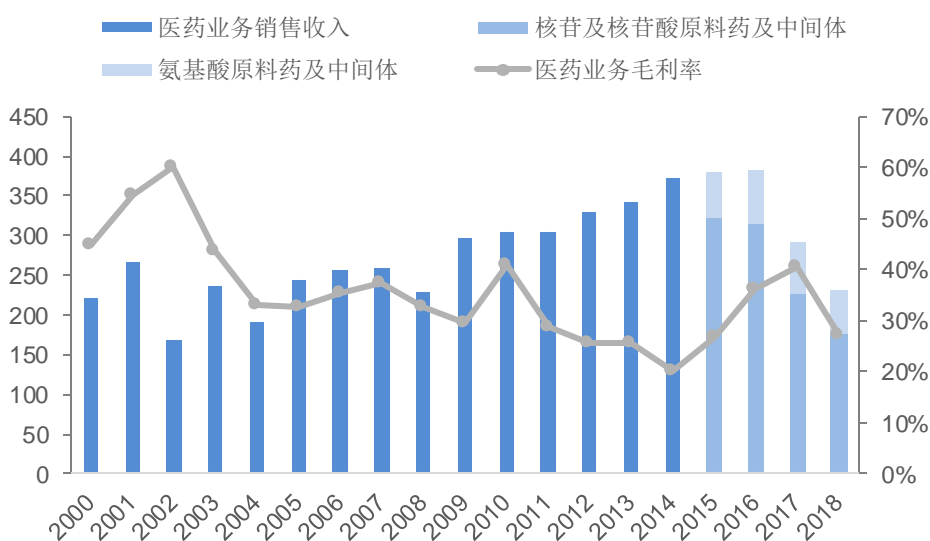


来源：国家统计局，国金证券研究所

2.3、公司医药业务基础良好，外延并购扩展新的发展空间

- **医药业务布局历史悠久，成本工艺持续优化。**公司 1990 年开始从事肌苷等原料药生产布局，至今已经具有 50 多年的生物发酵生产经验，在生物工程菌种改造、生物发酵有很深的技术底蕴。多年来，伴随着规模扩大和工艺优化，公司的产品生产成本不断降低，在肌苷等产品位于行业低谷时，公司是国内少有的通过持续的成本改善，仍能保持产品盈利的企业之一，成本优势明显。
- **业务多样化布局，建立规模优势。**在生物发酵领域，规模是影响生产的关键因素之一。公司在进行生化药物领域结合自身的业务布局不断扩展产品种类，布局了核苷及核苷酸类药物、氨基酸类药物，其中肌苷、脯氨酸、利巴韦林、鸟苷、腺苷、腺嘌呤、阿德福韦酯等产品，销售规模迅速提升。公司的主打产品市场占比行业领先，多数产品销售位于行业首位，规模生产的优势不断凸显，产品的盈利也保持较好水平。

图表 15：公司生化药业务收入及盈利能力情况（百万元）



来源：Wind，国金证券研究所

- **医药中间体领域外延并购，扩展新的发展空间。**2018 年公司发行股票收购定制医药中间体企业久凌制药（2019 年一季度完成），在原有生化药布局的基础上进行产业的延伸发展。久凌制药成立于 2003 年，多年来一直从事医药中间体的研发和生产，已经在艾滋病药物中间体、丙肝药物中间体、糖尿病药物中间体、镇痛药物中间体、心血管药物中间体、癌症病药物中间体等产品获得良好的布局。

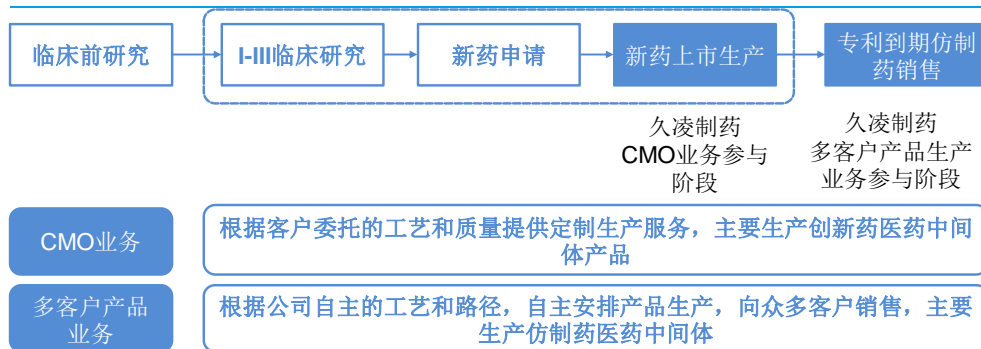
图表 16：四川久凌制药的主要产品

产品系列名称	产品代码名称	下游主要用途
艾滋病药物中间体	M15、M16、M17、M21、M25	生产艾滋病药物沙奎那韦、利托那韦、地瑞那韦
精神病药中间体	M06、M22	生产治疗老龄精神病药物
糖尿病药物中间体	M19	生产糖尿病药物卡格列净
镇痛药物中间体	M20	生产镇痛药物他喷他多
心血管药物中间体	M11	生产心血管药物瑞舒伐他汀
抗癌药物中间体	M13、M14、M27	生产前列腺癌药物阿比特龙、ARN-509
抗真菌药物中间体	GY01	生产抗真菌药物伏立康唑
丙肝药物中间体	M08、M24	生产丙肝药物哈维尼、索非布韦、司美匹伟
覆膜材料	M29	生产用于医疗、电子器械和文物保护的覆膜材料

来源：公司公告，国金证券研究所

- **CMO 业务向多客户产品业务延伸，夯实基础扩展空间。**久凌制药长期从事定制医药中间体业务（CMO 业务），同客户形成了长期稳健的合作关系。公司同第一大客户重庆博腾制药合作时间已经长达 10 年以上，合作规模不断提升，是公司长期发展的坚实支撑。

图表 17：公司收购四川久凌制药公司的业务布局

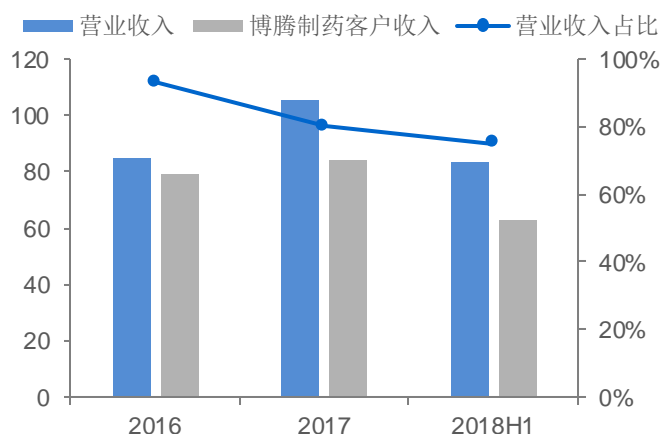


来源：公司公告，国金证券研究所

- **久凌制药新建产线扩充产能，打破发展瓶颈。**过去多年，受到生产线数量有限的限制，公司仅能通过产线技改提供新增产能，因而客户也难以获得大范围扩展。一定程度上限制了公司的快速发展。

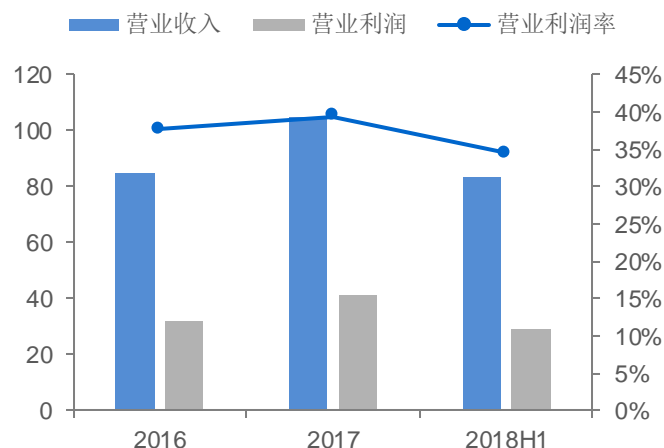
2016 年久凌制药并购一新医药，借助一新医药的即将建设完成的两条大规模产线，公司产能瓶颈有望打破，产能提升约 8 成左右。从 2016 年以来，公司的多客户多产品业务开始逐步扩展，原有的稳定大客户合作规模快速提升，但占营收比重确有下降，同时久凌制药也在附近的化工园区投建新的厂房，未来有望持续提供新增产能，为公司快速发展提供基础。

图表 18：久凌制药客户收入结构情况（百万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 19：久凌制药营业收入及利润情况（百万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

- **医药业务布局规模迅速扩张：**通过此次外延并购，公司将在原有生物发酵技术优势之上，进一步提升公司的化学合成能力，壮大在医药领域的布局。

图表 20：久凌制药产品的核心技术

技术名称	主要运用及优势	技术所处阶段
不对称合成	适应特定手性产品生产需要，在艾滋病药物中间体、肝癌药物中间体和心血管药物中间体生产上成功转化应用。	大批量生产
有机金属合成	应用于镇痛药物、心血管药物、糖尿病药物中间体生产，形成有机金属催化和碳链延长结构控制合成自有的工程化核心技术。	大批量生产
酶催化反应	通过酶、辅酶的选用，优化反应环境，简化生产工艺流程，提高目标产物的选择性和反应收率，减低生产成本，减少“三废”。	大批量生产
深冷处理技术	开发并使用液氮作为冷源，获得-100℃以下深冷环境，解决心血管药物中间体、肝病药物中间体等生产特殊工艺需求。	大批量生产

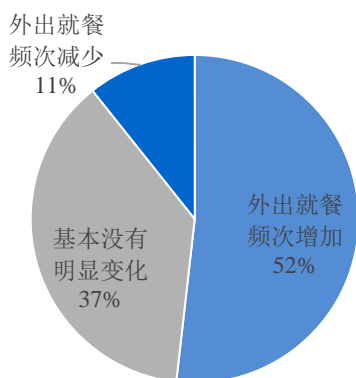
来源：公司公告，国金证券研究所

三、食品添加剂市场持续发展，I+G 产品盈利步入上行期

3.1、食品添加剂应用不断拓展，需要持续提升

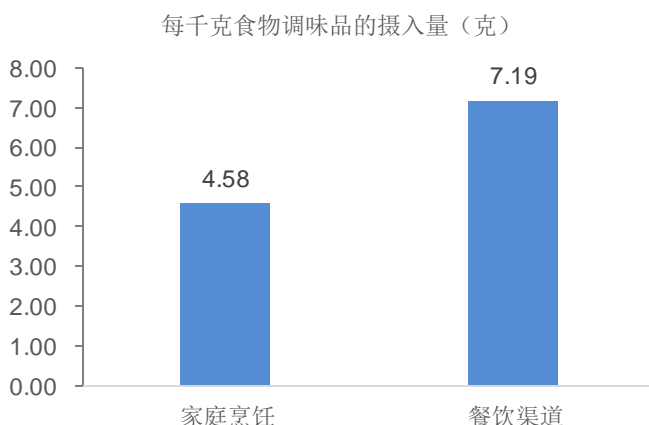
- **消费理念升级，“方便”餐饮持续发展，食品添加剂市场应用持续提升。**新一代人的消费观念极大程度上影响了消费品的市场发展。新一代人工作时长、压力大，难以有自己准备食物的时间和精力，在外解决午饭以及晚饭是年轻人的主流选择。同时随着外卖平台的发展，我国外卖送餐网络快速搭建，使得足不出户便可解决吃饭问题，外卖就餐模式逐渐融入新一代群体的生活，潜移默化的提升了“在外就餐”的市场占比。同时随着方便行业的发展，产品种类大幅拓展，速冻、密封、自热食品市场渗透快速提升，方便食品亦能逐步满足消费者的多维需求。
- 而无论是外出就餐、外卖点单还是食用方便食品，人们对于外购成品的食物的“美味”要求较高，商家想要获得良好的市场，就需要不断提升产品的味道，因而食品添加剂的应用就在不断提升。相比于一般的家庭烹饪，餐饮渠道的食物调味品的使用量明显较多，因而伴随着外出就餐比重的提升，食品添加剂的使用量也在增长，需求不断提升。

图表 21：2018 年外出就餐频率变化



来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

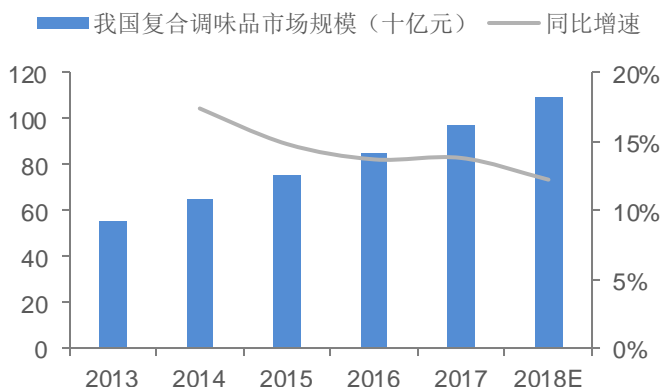
图表 22：餐饮渠道调味品消耗量远高于家庭



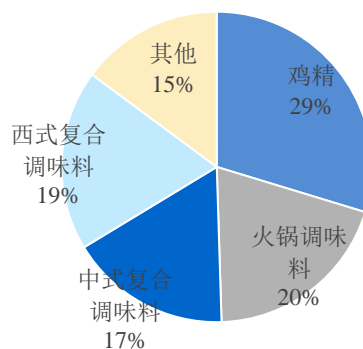
来源：中国产业信息网，国金证券研究所

- **国内高端调味品市场发展，带动了家庭食品添加剂的市场扩展。**随着人们生活水平提高，家庭调味品消费结构变化明显，消费群体消费观念以及习惯不断升级，高端调味品占比仍持续提升。为了达到良好的调味效果，高端调味品往往需要添加食品添加剂进行味道提升，食品添加剂更多的获得了家庭需求市场。另一方面，高端调味品的含盐量明显较低，在烹饪过程中的使用量将逐步提升，从而带动食品添加剂的需求提升。可以说，伴随着我国复合调味品市场的不断扩展，食品添加剂市场需求正在持续提升。

图表 23：我国复合调味品市场规模



图表 24：我国复合调味品产品分布情况



来源：Frost&Sullivan，国金证券研究所

来源：前瞻产业研究院，国金证券研究所

- **客户战略合作准备充分，有望支撑业绩增长。**2014 年开始，公司就同雀巢签订了开发和中试协议，经过两年多的研发、试验生产，公司已经向雀巢提供使用公司专业知识产权开发的食品级配料。2016 年底，公司再次与雀巢签署框架合作协议，基于原有的合作，公司将为雀巢提供规模化定制产品。经过两年的合作，预期公司的食品添加剂业务不断发展，有望为公司业绩增长提供有力支撑。

3.2、I+G 行业历经整合，行业格局优化，产品盈利提升

- **I+G 增鲜效果显著，应用逐步推广。**呈味核苷酸早期在动物肉类中发现，经过日本的呈味研究和推广，逐渐在产品调味方面获得了广泛的应用。呈味核苷酸一般以二钠盐的形式存在，由于商业化生产的限制，主要包括 5'-肌苷酸钠（IMP）和 5'-鸟苷酸钠（GMP），而 I+G 则是由 IMP 和 GMP 按 1:1 合成，与其他鲜味剂协同使用可以明显增鲜数倍甚至数十倍，而对酸、苦、腥等等不良风味能够有效抑制。经过推广，I+G 在鸡精、鸡粉、增鲜味精、酱油、调味包等复合调味品中的应用比例不断提升，产品的应用范围也在持续扩展。
- **I+G 本身是一种核苷酸类调味品，适量补充有助于提高肝功能、提升免疫力维持正常代谢等，而极少的产品用量就可以极大地放大鲜味效果，作为食品健康调味剂逐渐获得大范围应用。**

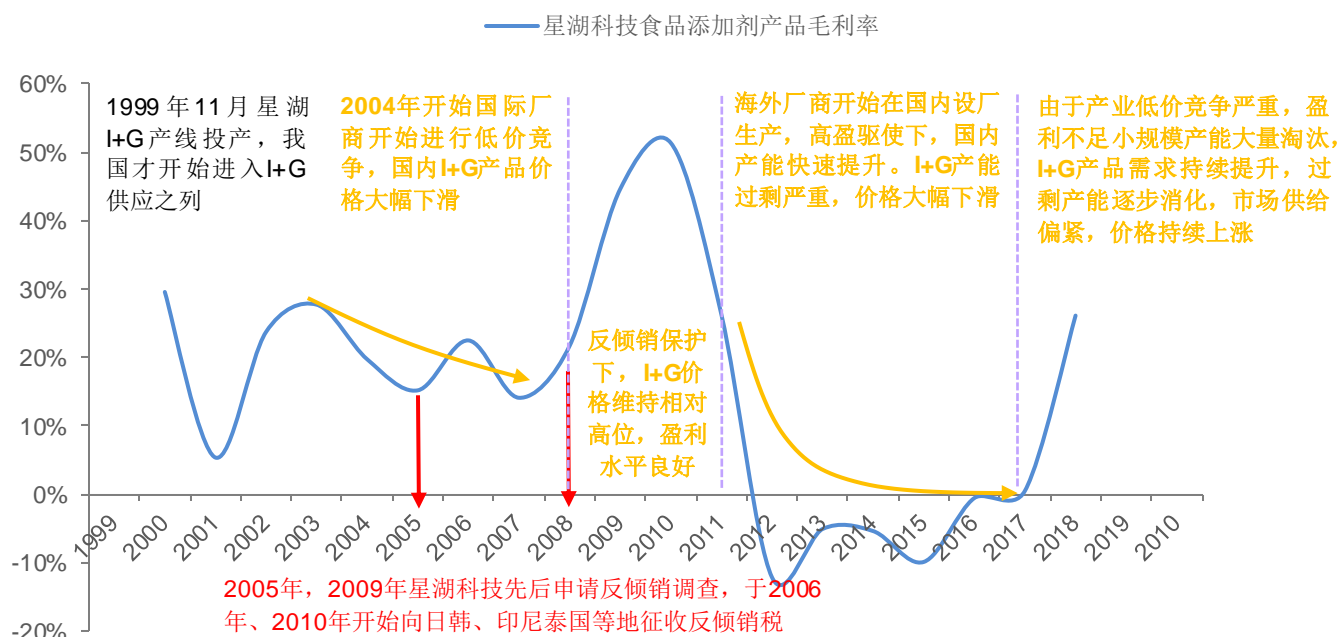
图表 25：I+G 增味剂产品应用十分广泛

产品	I+G 一般用量	产品	I+G 一般用量
罐头汤	0.02-0.03g/kg	调味汁	0.1-0.3g/kg
罐头芦笋	0.03-0.04g/kg	酱油	0.3-0.5g/kg
罐头蟹	0.01-0.02g/kg	调味番茄酱	0.1-0.2g/kg
罐头鱼	0.03-0.06g/kg	蛋黄酱	0.12-0.18g/kg
罐头家禽、香肠	0.06-0.1g/kg	小吃食品	0.03-0.07g/kg
蔬菜汁	0.05-0.1g/kg	脱水汤粉	1-2g/kg
加工干酪	0.05-0.1g/kg	速煮面汤粉	3-6g/kg

来源：梅花集团，国金证券研究所

- **国内 I+G 行业发展历经起伏，产品应用获得大幅拓展。**1999 年，星湖科技以原有的生物发酵和生化合成技术为基础，率先建立了国内首条 I+G 产品生产线，开启了产品的发展之路。20 年来，国内 I+G 行业历经起伏，但产品获得了大幅推广，市场空间稳步提升。
 - **第一阶段：龙头杀价，行业艰难起步。**1999 年，星湖科技率先进行产能布局，产品国产化发展受到国际龙头企业的大幅打压，I+G 产品由 1999 年的 20 万/吨价格大幅下降至 8-9 万/吨，行业起步发展艰难。
 - **第二阶段：反倾销保护，企业暂得喘息。**面对海外企业的低价竞争，星湖科技先后申请反倾销调查，对日韩、印尼泰国的 I+G 产品征收反倾销税，在反倾销政策指导下，国内企业获得了短暂的发展机会，产品价大幅回升。
 - **第三阶段：过度竞争，行业跌入低谷。**海外企业为了规避产品征税，开始在国内设厂生产，行业产能过剩严重，价格大幅下滑。I+G 行业跌入低谷，产品价格 5-8 万/吨波动，企业盈利空间极其有限。

图表 26：国内 I+G 行业的历史变化



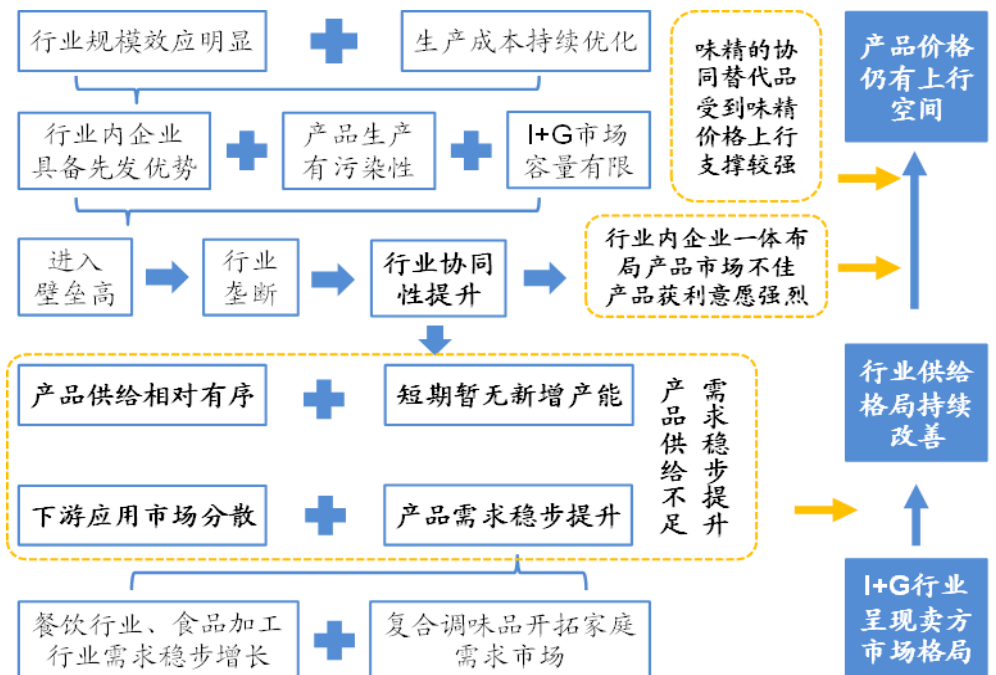
来源：Wind，国金证券研究所

供需格局逐渐好转，行业进入发展新阶段。历经长达 5 年多的行业低谷期，I+G 产业迎来新的发展机遇。行业长期不盈利，同时环境治理趋严，小规模落后产线逐步退出行业竞争；同时，稳步增长的下游需求逐步消化了产品的过剩产能，行业供需格局极大改善。

餐饮领域、食品加工发展带动 I+G 市场需求持续增长，而高端复合调味料的发展带动 I+G 进入家庭需求市场。伴随着家庭高端调味品消费提升，复合调味品市场获得快速发展，持续为 I+G 产品带来增量空间。

行业历经整合，进入壁垒持续提升，I+G 产品呈现寡头垄断格局。I+G 隶属微生物发酵行业，资产较重，同时污染性较高，而国家大力提升环保要求使得新项目审批极为严格，高度限制新进入者；同时生产规模对成本影响较大，而 I+G 行业整体容量有限，难以提供新进入者进行规模生产的空间，行业内的企业具有极强的先发优势。目前行业的主要竞争者主要为 4 家龙头供应商，预期将长期处于寡头的竞争格局。

图表 27: I+G 行业供需格局持续优化



来源：公开资料，国金证券研究所

- 年内暂无新增产能，I+G 产品有望延续上行趋势。根据各大厂商的业务规划，目前仅有希杰聊城 2019 年底新建 1 万吨核苷酸产能投产，正常释放产能到 2020 年之后。短期 I+G 行业呈现供给偏紧，预期产品价格 2019 年整体仍处于上行趋势之中。

在寡头市场中，新建产能并不意味着实际供给增多，良好的竞争格局有望维持行业稳步发展。而 I+G 产品凭借极强的产品调味效果，市场需求仍在稳步增长，预期如未来行业扩展有序，产品仍将保持长时间的稳步发展。

图表 28: 2013-2019 年 I+G 价格走势变化 (元/公斤)

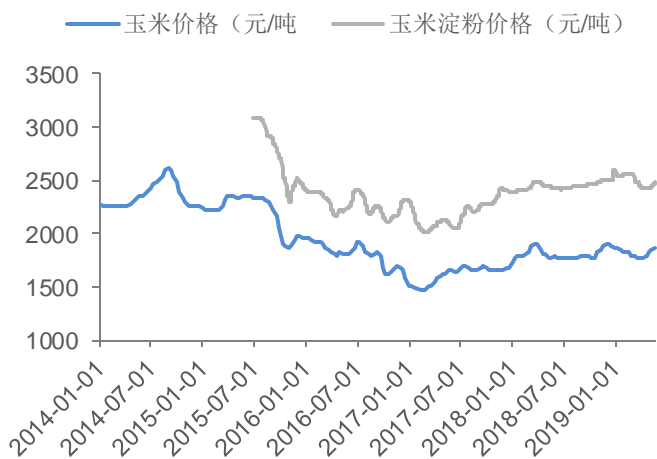


来源：卓创资讯，国金证券研究所

- 原料、能源价格相对平稳，产品盈利空间丰厚。I+G 产品主要以玉米作为主要原料，生产过程中仍需大量耗能，因而原料玉米以及煤炭价格变化将

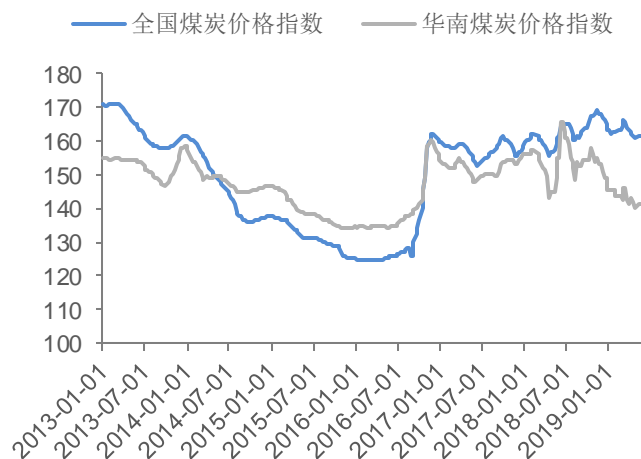
影响产品盈利水平。一方面受到猪瘟影响，玉米作为主要饲料，连同深度加工饲料添加剂产品的需求将有所下滑，预期全年玉米价格不会有较大上行；而煤炭价格受到宏观调控影响，价格暂未有明显变化，且华南地区的煤价略有下行。整体来看 I+G 生产成本变化相对较小，相对平稳，而下游产品供不应求，产品价格预期将保持上行，产品盈利空间丰厚。

图表 29：玉米及玉米淀粉价格走势（元/吨）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 30：我国煤炭价格指数变化情况



来源：Wind，国金证券研究所

- 公司现有 I+G 产能约 1 万吨，具有较强的先发优势，规模优势以及技术优势有望保持公司产品的竞争力。I+G 等食品添加剂为公司提供了盈利弹性，随着产品价格及盈利水平的提升，预期将支撑公司业绩大幅增长。

四、盈利预测及投资建议

- 在经历了 5 年左右的行业低迷以及公司发展的瓶颈期，2018 年随着 I+G 价格的回升，公司业绩逐步改善，目前看公司各项主要业务趋势均向上：
 - 随着 I+G 行业竞争格局的稳定以及供需格局的改善，短期产品价格仍在上行通道内。中长期即使考虑未来新增产能全部达产，该产品的盈利也有望维持在较高水平，考虑部分 I+G 订单价格变化略滞后于市场报价，2019 年 I+G 的产品盈利将维持在较高水平，带动核苷酸添加剂业务营收及毛利率获得较大提升；
 - 2016 年底，公司与雀巢签署战略合作协议，为客户提供食品级配料；从 2014 年双方签订中试协议至今已 5 年时间，我们根据食品饮料行业运行的规律推演，判断该产品有望逐步放量，或将成为未来公司业绩的重要贡献领域。
 - 2019 年一季度，公司完成久凌制药的并购，丰富了现有医药业务布局的同时，也为公司带来了新的业绩增长点；久凌制药从事 CMO 业务，医药农药中间体行业在全球整体研发难度加大、以及行业集中度不断提升的背景下迎来极佳的发展时期，优质企业将充分受益；久凌医药把握行业发展契机，不断新建产能，我们判断未来 2~3 年有望维持 30% 以上的复合增长率，结合久凌制药的高盈利水平，我们预测在其他业务方面，公司的营收及毛利将有大幅提升。
 - 预期公司其他业务板块基本维持 2018 年的营业水平，营收、毛利变化不大。

图表 31：公司业绩盈利预测情况（百万元）

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
核苷及核苷酸原料药及中间体						
营业收入（百万元）	315.1	225.5	175.4	174.0	174.0	174.0
同比增长	-2.1%	-28.4%	-22.2%	-0.8%	0.0%	0.0%
毛利率	37.8%	44.0%	31.1%	31.0%	31.0%	31.0%
氨基酸原料药及中间体						
营业收入（百万元）	68.5	65.5	57.2	57.0	56.3	55.5
同比增长	19.2%	-4.3%	-12.6%	-0.4%	-1.3%	-1.3%
毛利率	27.9%	29.3%	15.5%	15.0%	14.5%	14.0%
饲料添加剂销售						
营业收入（百万元）	14.0	7.5	10.8	10.0	10.0	10.0
同比增长	-87.9%	-46.4%	44.9%	-7.8%	0.0%	0.0%
毛利率	-3.4%	-26.7%	-13.9%	-15.0%	-15.0%	-15.0%
核苷酸添加剂						
营业收入（百万元）	274.7	384.0	611.5	967.7	1167.7	1282.7
同比增长	19.7%	39.8%	59.2%	58.2%	20.7%	9.8%
毛利率	-0.6%	0.5%	26.1%	48.6%	47.9%	45.7%
其他业务（并表久凌制药）						
营业收入（百万元）	7.6	4.5	4.1	238.0	309.4	402.2
同比增长	32.1%	-41.3%	-7.4%	5664.5%	30.0%	30.0%
毛利率	34.5%	8.2%	9.6%	40.0%	38.0%	35.0%
总计						
营业收入（百万元）	679.8	687.0	859.1	1446.7	1717.3	1924.4
同比增长	-6.8%	1.0%	25.1%	68.4%	18.7%	12.1%
毛利率	20.4%	17.3%	25.8%	43.3%	43.0%	40.9%

来源：公司公告，国金证券研究所

- 综上，I+G 价格上行将为公司提供极强的业绩弹性，而医药中间体以及与雀巢合作的新的食品添加剂将支撑公司未来的成长性；医药、食品的大健康布局为公司长期发展提供了广阔的空间，公司经营拐点已经确认，多业务景气共振将揭开公司发展的新篇章。我们预测 2019~2021 年公司净利润分别为 2.48 亿、3.10 亿、3.35 亿元，对应 EPS0.34 元、0.42 元、0.45 元，给予公司未来 6-12 个月 8.4 元目标价位，相当于 20x20PE，给予“买入”评级。

五、风险提示

- **食品添加剂产品价格大幅下跌风险：**根据我们上文的分析，I+G 等产品行业供需结构持续向好，产品价格维持高位，带动公司核苷酸添加剂板块业绩提升，因而需要关注产品价格上行空间及未来产品价格下跌的风险，导致相应板块增长不大预期。
- **子公司久凌制药产能释放不达预期风险：**子公司久凌制药正处于产能逐步释放阶段，未来还将继续扩充中间体、原料药产能，需要关注子公司久凌制药的产能释放节奏，影响医药中间体板块业绩增长。
- **下游产品销售不达预期风险：**我们认为下游需求下滑的最快阶段已经过去，未来下游需求下行将相对缓慢至平稳，若下游消费下降过快导致产品销售不足，亦将影响公司各板块产品销售情况。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	680	687	859	1,442	1,717	1,924
增长率		1.0%	25.1%	67.8%	19.1%	12.1%
主营业务成本	-541	-568	-637	-818	-979	-1,137
%销售收入	79.6%	82.7%	74.2%	56.7%	57.0%	59.1%
毛利	139	119	222	624	738	787
%销售收入	20.4%	17.3%	25.8%	43.3%	43.0%	40.9%
营业税金及附加	-7	-9	-10	-19	-22	-25
%销售收入	1.0%	1.3%	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%
营业费用	-20	-21	-31	-55	-61	-67
%销售收入	2.9%	3.1%	3.6%	3.8%	3.6%	3.5%
管理费用	-99	-111	-111	-234	-275	-298
%销售收入	14.5%	16.2%	12.9%	16.3%	16.0%	15.5%
息税前利润 (EBIT)	14	-23	69	315	380	396
%销售收入	2.0%	n.a	8.1%	21.9%	22.1%	20.6%
财务费用	-32	-25	-14	-9	-2	-4
%销售收入	4.8%	3.6%	1.6%	0.6%	0.1%	0.2%
资产减值损失	-20	-99	-20	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	42	3	1	0	1	4
%税前利润	148.4%	-2.4%	1.8%	0.0%	0.3%	1.0%
营业利润	3	-132	43	307	378	396
营业利润率	0.5%	n.a	5.1%	21.3%	22.0%	20.6%
营业外收支	25	-11	-1	-18	-14	-2
税前利润	28	-143	42	288	364	394
利润率	4.1%	n.a	4.9%	20.0%	21.2%	20.5%
所得税	-4	-15	0	-40	-55	-59
所得税率	13.1%	n.a	0.0%	14.0%	15.0%	15.0%
净利润	24	-158	42	248	310	335
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	24	-158	42	248	310	335
净利率	3.6%	n.a	4.9%	17.2%	18.0%	17.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	24	-158	42	248	310	335
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	102	179	100	84	91	100
非经营收益	-16	36	16	15	21	8
营运资金变动	-69	-17	-108	-55	-50	-47
经营活动现金净流	41	40	51	292	371	396
资本开支	2	-38	-32	-155	-155	-153
投资	97	143	0	0	0	0
其他	9	13	1	0	1	4
投资活动现金净流	109	119	-32	-155	-154	-149
股权募资	0	0	0	416	0	0
债权募资	-136	-102	-70	-182	37	21
其他	-38	-32	-15	-234	-229	-231
筹资活动现金净流	-174	-134	-86	1	-192	-210
现金净流量	-24	24	-67	138	25	37

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	140	164	98	235	260	297
应收账款	176	107	145	208	247	277
存货	255	198	240	280	335	390
其他流动资产	154	18	17	21	24	27
流动资产	724	487	500	744	867	991
%总资产	42.3%	33.6%	34.6%	42.3%	44.9%	47.1%
长期投资	39	39	39	39	39	39
固定资产	773	780	778	817	850	892
%总资产	45.2%	53.9%	53.9%	46.5%	44.0%	42.4%
无形资产	108	125	120	127	130	138
非流动资产	986	962	946	1,014	1,064	1,114
%总资产	57.7%	66.4%	65.4%	57.7%	55.1%	52.9%
资产总计	1,710	1,449	1,445	1,758	1,931	2,105
短期借款	412	240	182	0	37	58
应付款项	119	140	151	191	228	263
其他流动负债	34	8	24	35	46	51
流动负债	565	389	357	226	311	372
长期贷款	35	105	93	93	93	93
其他长期负债	38	41	39	40	40	40
负债	638	535	489	359	444	504
普通股股东权益	1,072	914	956	1,399	1,487	1,601
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,710	1,449	1,445	1,758	1,931	2,105

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.038	-0.245	0.066	0.335	0.419	0.454
每股净资产	1.662	1.416	1.482	1.893	2.012	2.166
每股经营现金净流	0.064	0.062	0.079	0.395	0.502	0.536
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.300	0.300	0.300
回报率						
净资产收益率	2.27%	-17.31%	4.42%	17.71%	20.83%	20.95%
总资产收益率	1.42%	-10.93%	2.93%	14.10%	16.05%	15.93%
投入资本收益率	0.79%	-2.00%	5.63%	18.17%	19.98%	19.23%
增长率						
主营业务收入增长率	-6.84%	1.05%	25.06%	67.81%	19.12%	12.06%
EBIT增长率	N/A	-264.73%	-404.6%	354.59%	20.59%	4.28%
净利润增长率	-105.8%	-751.16%	-126.7%	486.09%	25.01%	8.24%
总资产增长率	-7.25%	-15.30%	-0.23%	21.61%	9.85%	9.02%
资产管理能力						
应收账款周转天数	52.6	50.1	31.9	35.0	35.0	35.0
存货周转天数	164.0	145.2	125.3	125.0	125.0	125.0
应付账款周转天数	72.4	63.4	61.4	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	412.3	401.1	327.3	194.8	164.0	148.7
偿债能力						
净负债/股东权益	28.58%	19.76%	18.51%	-10.21%	-8.79%	-9.18%
EBIT利息保障倍数	0.4	-0.9	5.0	36.9	152.0	105.4
资产负债率	37.30%	36.90%	33.83%	20.41%	22.98%	23.96%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	1	1
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	1.00	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH