

## 星湖科技(600866.SH) 买入(维持评级)

公司点评(简报)

市场价格(人民币): 4.91元

## 市场数据(人民币)

总股本(亿股)	7.39
已上市流通A股(亿股)	6.45
总市值(亿元)	36.29
年内股价最高最低(元)	4.99/4.60
沪深300指数	3881
上证指数	2940



## 医药业务实现持续高增长, 食品添加剂业务维持良好盈利水平

## 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	0.236	0.361	0.388
每股净资产(元)	1.42	1.48	1.79	1.85	1.94
每股经营性现金流(元)	0.06	0.08	0.33	0.40	0.48
市盈率(倍)	-18.76	47.93	20.81	13.61	12.67
净利润增长率(%)	-751.16%	-126.71%	312.49%	52.82%	7.46%
净资产收益率(%)	-17.31%	4.42%	13.16%	19.45%	19.96%
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

## 事件

- 2019年10月21日,公司发布三季报,公司前三季度实现营收8.45亿元,同比增长31.42%,归母净利润1.22亿元,同比增长281.36%。

## 分析

- 三季度医药板块保持高速增长,久凌制药子公司实现良好发展。3季度,公司实现营业收入2.91亿元,同比增长46%,归母净利润4479.8万元,同比增长191%。3季度公司的医药板块业务实现了高速增长,整体医药业务营业收入环比实现39%的增长。上半年公司并表的久凌制药子公司具有多年的定制医药中间体业务经营基础,具有良好的下游客户合作基础。3·21事故后,华东地区对化工行业的环保和安全审查极为严格,较多中间体生产企业受到较大的影响,公司凭借多年行业积累和良好的地理优势,依托不断释放的新建产能,承接更多下游客户订单,实现了业绩的高速增长。随着我国承接中间体外包生产的趋势持续加强,公司医药板块将有望实现持续增长。
- 食品添加剂维持良好盈利水平,同雀巢合作有望拉动公司持续发展。2018年以来,公司多年经营生产的调味产品I+G行业格局持续向好,小规模产能退出行业竞争,稳步增长的下游需求逐步消化了过剩产能,寡头竞争的格局下产品价格不断提升,至2019年I+G产品价格维持在较高水平,为公司提供了良好的盈利空间。而从2014年开始公司就同雀巢进行专项产品的中试合作,2016年签署战略合作协议,超过5年的产品合作布局,公司同雀巢合作的产品将逐步进入产品放量期,凭借公司多年的发酵生产经验和雀巢下游良好的渠道销售能力,双方合作的产品有望快速进行市场放量,预期将为公司提供持续的发展动力。

## 投资建议

- 公司医药板块受益于行业格局优化和产能释放,持续实现高速增长,I+G产品维持高盈利水平,同雀巢合作的专项产品有望带动公司长期增长,考虑到食品添加剂业绩释放仍需时间,下调公司盈利预测30%,预测2019~2021年EPS 0.24元、0.36元、0.39元,维持“买入”评级。

## 风险提示

- 调味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;玉米发酵物应用放量不达预期风险。

杨翼荣 联系人  
 yangyiying@gjzq.com.cn

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

## 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
<b>主营业务收入</b>	<b>680</b>	<b>687</b>	<b>859</b>	<b>1,218</b>	<b>1,717</b>	<b>1,924</b>
增长率		1.0%	25.1%	41.7%	41.0%	12.1%
<b>主营业务成本</b>	<b>-541</b>	<b>-568</b>	<b>-637</b>	<b>-750</b>	<b>-1,025</b>	<b>-1,185</b>
%销售收入	79.6%	82.7%	74.2%	61.6%	59.7%	61.6%
<b>毛利</b>	<b>139</b>	<b>119</b>	<b>222</b>	<b>468</b>	<b>692</b>	<b>740</b>
%销售收入	20.4%	17.3%	25.8%	38.4%	40.3%	38.4%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-7</b>	<b>-9</b>	<b>-10</b>	<b>-15</b>	<b>-22</b>	<b>-25</b>
%销售收入	1.0%	1.3%	1.2%	1.2%	1.3%	1.3%
<b>营业费用</b>	<b>-20</b>	<b>-21</b>	<b>-31</b>	<b>-44</b>	<b>-61</b>	<b>-67</b>
%销售收入	2.9%	3.1%	3.6%	3.6%	3.6%	3.5%
<b>管理费用</b>	<b>-99</b>	<b>-111</b>	<b>-111</b>	<b>-179</b>	<b>-275</b>	<b>-298</b>
%销售收入	14.5%	16.2%	12.9%	14.7%	16.0%	15.5%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>14</b>	<b>-23</b>	<b>69</b>	<b>230</b>	<b>334</b>	<b>349</b>
%销售收入	2.0%	n.a	8.1%	18.9%	19.4%	18.1%
<b>财务费用</b>	<b>-32</b>	<b>-25</b>	<b>-14</b>	<b>-9</b>	<b>-7</b>	<b>-14</b>
%销售收入	4.8%	3.6%	1.6%	0.7%	0.4%	0.7%
<b>资产减值损失</b>	<b>-20</b>	<b>-99</b>	<b>-20</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>42</b>	<b>3</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>4</b>
%税前利润	148.4%	-2.4%	1.8%	0.0%	0.3%	1.2%
<b>营业利润</b>	<b>3</b>	<b>-132</b>	<b>43</b>	<b>221</b>	<b>328</b>	<b>339</b>
<b>营业利润率</b>	0.5%	n.a	5.1%	18.2%	19.1%	17.6%
<b>营业外收支</b>	<b>25</b>	<b>-11</b>	<b>-1</b>	<b>-18</b>	<b>-14</b>	<b>-2</b>
<b>税前利润</b>	<b>28</b>	<b>-143</b>	<b>42</b>	<b>203</b>	<b>314</b>	<b>337</b>
<b>利润率</b>	4.1%	n.a	4.9%	16.7%	18.3%	17.5%
<b>所得税</b>	<b>-4</b>	<b>-15</b>	<b>0</b>	<b>-28</b>	<b>-47</b>	<b>-51</b>
<b>所得税率</b>	13.1%	n.a	0.0%	14.0%	15.0%	15.0%
<b>净利润</b>	<b>24</b>	<b>-158</b>	<b>42</b>	<b>174</b>	<b>267</b>	<b>286</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>24</b>	<b>-158</b>	<b>42</b>	<b>174</b>	<b>267</b>	<b>286</b>
<b>净利率</b>	3.6%	n.a	4.9%	14.3%	15.5%	14.9%

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>货币资金</b>	<b>140</b>	<b>164</b>	<b>98</b>	<b>191</b>	<b>268</b>	<b>305</b>
<b>应收款项</b>	<b>176</b>	<b>107</b>	<b>145</b>	<b>175</b>	<b>247</b>	<b>277</b>
<b>存货</b>	<b>255</b>	<b>198</b>	<b>240</b>	<b>257</b>	<b>351</b>	<b>406</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>154</b>	<b>18</b>	<b>17</b>	<b>20</b>	<b>24</b>	<b>27</b>
<b>流动资产</b>	<b>724</b>	<b>487</b>	<b>500</b>	<b>643</b>	<b>891</b>	<b>1,015</b>
%总资产	42.3%	33.6%	34.6%	38.8%	45.6%	47.7%
<b>长期投资</b>	<b>39</b>	<b>39</b>	<b>39</b>	<b>39</b>	<b>39</b>	<b>39</b>
<b>固定资产</b>	<b>773</b>	<b>780</b>	<b>778</b>	<b>817</b>	<b>850</b>	<b>892</b>
%总资产	45.2%	53.9%	53.9%	49.3%	43.5%	41.9%
<b>无形资产</b>	<b>108</b>	<b>125</b>	<b>120</b>	<b>127</b>	<b>130</b>	<b>138</b>
<b>非流动资产</b>	<b>986</b>	<b>962</b>	<b>946</b>	<b>1,014</b>	<b>1,064</b>	<b>1,114</b>
%总资产	57.7%	66.4%	65.4%	61.2%	54.4%	52.3%
<b>资产总计</b>	<b>1,710</b>	<b>1,449</b>	<b>1,445</b>	<b>1,657</b>	<b>1,955</b>	<b>2,129</b>
<b>短期借款</b>	<b>412</b>	<b>240</b>	<b>182</b>	<b>0</b>	<b>172</b>	<b>243</b>
<b>应付款项</b>	<b>119</b>	<b>140</b>	<b>151</b>	<b>172</b>	<b>237</b>	<b>273</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>34</b>	<b>8</b>	<b>24</b>	<b>27</b>	<b>42</b>	<b>46</b>
<b>流动负债</b>	<b>565</b>	<b>389</b>	<b>357</b>	<b>199</b>	<b>452</b>	<b>562</b>
<b>长期贷款</b>	<b>35</b>	<b>105</b>	<b>93</b>	<b>93</b>	<b>93</b>	<b>93</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>38</b>	<b>41</b>	<b>39</b>	<b>40</b>	<b>40</b>	<b>40</b>
<b>负债</b>	<b>638</b>	<b>535</b>	<b>489</b>	<b>332</b>	<b>584</b>	<b>694</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>1,072</b>	<b>914</b>	<b>956</b>	<b>1,326</b>	<b>1,370</b>	<b>1,435</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,710</b>	<b>1,449</b>	<b>1,445</b>	<b>1,657</b>	<b>1,955</b>	<b>2,129</b>

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.038	-0.245	0.066	0.236	0.361	0.388
每股净资产	1.662	1.416	1.482	1.794	1.854	1.942
每股经营现金净流	0.064	0.062	0.079	0.335	0.395	0.483
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.300	0.300	0.300
<b>回报率</b>						
净资产收益率	2.27%	-17.31%	4.42%	13.16%	19.45%	19.96%
总资产收益率	1.42%	-10.93%	2.93%	10.52%	13.64%	13.45%
投入资本收益率	0.79%	-2.00%	5.63%	13.96%	17.36%	16.76%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	-6.84%	1.05%	25.06%	41.74%	41.03%	12.06%
EBIT增长率	N/A	-264.73%	-404.6%	232.12%	45.04%	4.55%
净利润增长率	-105.8%	-751.16%	-126.7%	312.49%	52.82%	7.46%
总资产增长率	-7.25%	-15.30%	-0.23%	14.66%	17.94%	8.93%
<b>资产管理能力</b>						
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	230.6	164.0	148.7
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	28.58%	19.76%	18.51%	-7.42%	-0.23%	2.11%
EBIT利息保障倍数	0.4	-0.9	5.0	25.6	45.6	24.7
资产负债率	37.30%	36.90%	33.83%	20.01%	29.89%	32.60%

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	2
增持	0	1	1	1	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0.00</b>	<b>2.00</b>	<b>2.00</b>	<b>1.50</b>	<b>1.33</b>

来源：朝阳永续

**历史推荐和目标定价(人民币)**

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-06-11	买入	4.64	8.40~8.40
2	2019-08-20	买入	5.28	N/A

来源：国金证券研究所

**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