

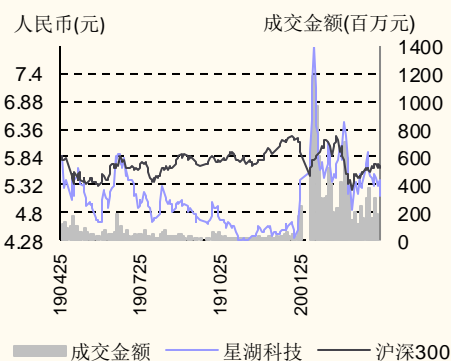
## 星湖科技 (600866.SH) 买入 (维持评级)

## 公司点评

市场价格 (人民币): 5.12 元

## 市场数据(人民币)

总股本(亿股)	7.39
已上市流通 A 股(亿股)	6.84
总市值(亿元)	37.84
年内股价最高最低(元)	5.95/5.12
沪深 300 指数	3797
上证指数	2809



## 相关报告

- 1.《产业结构调整,构建双线三基地格局-【国金化工】星湖科技 2020...》, 2020.3.17
- 2.《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-【国金...】》, 2019.10.22
- 3.《I+G 维持高景气运行,收购久凌制药带动公司业绩提升-【国金基...】》, 2019.8.20
- 4.《经营拐点显现,多业务景气共振-【国金化工】星湖科技公司深度报...》, 2019.6.11

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

杨翼荣 联系人  
yangyirong@gjzq.com.cn

王明辉 联系人  
wangmh@gjzq.com.cn

## 疫情影响有逐步减弱,双线三地格局持续发展

## 公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	0.066	0.202	0.198	0.236	0.277
每股净资产(元)	1.48	2.06	2.26	2.39	2.55
每股经营性现金流(元)	0.08	0.29	0.28	0.49	0.52
市盈率(倍)	47.93	21.94	25.81	21.71	18.49
净利润增长率(%)	-126.71%	253.72%	-1.96%	18.88%	17.38%
净资产收益率(%)	4.42%	9.84%	8.80%	9.86%	10.86%
总股本(百万股)	645.39	739.02	739.02	739.02	739.02

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩

- 公司发布 2020 年 1 季报,实现营业收入 2.87 亿元,同比下降 3.79%,归母净利润 3223 万元,同比下降 13.02%。

## 分析

- 短期受到疫情影响,盈利略有下行,后期有望逐步恢复。一季度,受到国内疫情影响,节后国内餐饮行业复工缓慢, I+G 等食品添加剂下游需求受阻,产品销售压力有所下行,产品价格同比下行,公司食品添加剂业务同比下降近 10%。随着国内餐饮行业逐步复工,行业产品库存逐步消化,产品价格维持稳定或将略有好转。而受到疫情影响,公司管理费用提升,压低了整体的盈利水平,随着公司开工恢复正常,预期盈利将逐步恢复。
- 食品添加剂业务持续强化,协同医药板块双线发展。公司是国内最早布局 I+G 产品的企业,是国内 I+G 三大供应商之一,具有长期的市场基础。借助 I+G 的良好基础,公司同雀巢进行专项产品合作不断深入,自 2014 年签订中试协议,2016 年签订战略合作协议,2018 年玉米发酵物产线产能逐步释放,2019 年公司布局扩建天然绿色健康复合调味品 (NC 产品),经过多年的发展,公司有望逐步构建食品添加剂双产品支撑格局。同时公司以自身的医药业务为基础,协同久凌制药强化医药布局,有望带动公司长久发展。
- 三大基地建设持续推进,构建区域协同发展格局。2019 年,公司先后布局规划了肇东生物发酵产业基地 (投资 6.8 亿元建设万吨级核苷酸类产品产线)、怀集绿色健康产业基地 (投资 3.45 亿元建设 5000 吨 NC 产品、300 吨/年肌苷、900 吨/年脯氨酸、150 吨/年利巴韦林),通过两大基地建设,结合公司收购的四川久凌制药子公司,公司将实现华南、西南、东北三大区域协同的产业布局。公司将现有基地产线进行双向拆分,利用东北玉米、煤炭的价格优势,降低核苷酸类产品的生产成本,而将医药大健康类产品在新基地进行升级改造,在扩充天然绿色健康复合调味品 (NC 产品) 产能的同时,优化原有产品的生产工艺,提高产品的生产效率。

## 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,同雀巢合作的 NC 产品有望带动公司长期增长,但考虑到海外疫情仍然持续,预测 2020~2022 年 EPS 0.20 元、0.24 元、0.28 元,维持“买入”评级。

## 风险提示

- 食品添加剂等产品生产销售受疫情影响;基地搬迁短期影响产品生产销售。

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>主营业务收入</b>	<b>687</b>	<b>859</b>	<b>1,050</b>	<b>1,083</b>	<b>1,210</b>	<b>1,281</b>
增长率		25.1%	22.2%	3.2%	11.7%	5.9%
<b>主营业务成本</b>	<b>-568</b>	<b>-637</b>	<b>-681</b>	<b>-710</b>	<b>-767</b>	<b>-811</b>
<b>%销售收入</b>	<b>82.7%</b>	<b>74.2%</b>	<b>64.9%</b>	<b>65.5%</b>	<b>63.4%</b>	<b>63.3%</b>
<b>毛利</b>	<b>119</b>	<b>222</b>	<b>368</b>	<b>373</b>	<b>443</b>	<b>470</b>
<b>%销售收入</b>	<b>17.3%</b>	<b>25.8%</b>	<b>35.1%</b>	<b>34.5%</b>	<b>36.6%</b>	<b>36.7%</b>
<b>营业税金及附加</b>	<b>-9</b>	<b>-10</b>	<b>-12</b>	<b>-12</b>	<b>-13</b>	<b>-14</b>
<b>%销售收入</b>	<b>1.3%</b>	<b>1.2%</b>	<b>1.1%</b>	<b>1.1%</b>	<b>1.1%</b>	<b>1.1%</b>
<b>营业费用</b>	<b>-21</b>	<b>-31</b>	<b>-25</b>	<b>-26</b>	<b>-29</b>	<b>-31</b>
<b>%销售收入</b>	<b>3.1%</b>	<b>3.6%</b>	<b>2.4%</b>	<b>2.4%</b>	<b>2.4%</b>	<b>2.4%</b>
<b>管理费用</b>	<b>-111</b>	<b>-111</b>	<b>-156</b>	<b>-164</b>	<b>-182</b>	<b>-192</b>
<b>%销售收入</b>	<b>16.2%</b>	<b>12.9%</b>	<b>14.8%</b>	<b>15.1%</b>	<b>15.0%</b>	<b>15.0%</b>
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>-23</b>	<b>69</b>	<b>176</b>	<b>172</b>	<b>219</b>	<b>233</b>
<b>%销售收入</b>	<b>n.a</b>	<b>8.1%</b>	<b>16.7%</b>	<b>15.9%</b>	<b>18.1%</b>	<b>18.2%</b>
<b>财务费用</b>	<b>-25</b>	<b>-14</b>	<b>-12</b>	<b>-18</b>	<b>-23</b>	<b>-18</b>
<b>%销售收入</b>	<b>3.6%</b>	<b>1.6%</b>	<b>1.1%</b>	<b>1.6%</b>	<b>1.9%</b>	<b>1.4%</b>
<b>资产减值损失</b>	<b>-99</b>	<b>-20</b>	<b>-12</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>3</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>2</b>
<b>%税前利润</b>	<b>-2.4%</b>	<b>1.8%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.9%</b>
<b>营业利润</b>	<b>-132</b>	<b>43</b>	<b>163</b>	<b>155</b>	<b>197</b>	<b>217</b>
<b>营业利润率</b>	<b>n.a</b>	<b>5.1%</b>	<b>15.5%</b>	<b>14.3%</b>	<b>16.3%</b>	<b>17.0%</b>
<b>营业外收支</b>	<b>-11</b>	<b>-1</b>	<b>-6</b>	<b>-1</b>	<b>-14</b>	<b>-2</b>
<b>税前利润</b>	<b>-143</b>	<b>42</b>	<b>157</b>	<b>154</b>	<b>183</b>	<b>215</b>
<b>利润率</b>	<b>n.a</b>	<b>4.9%</b>	<b>15.0%</b>	<b>14.2%</b>	<b>15.2%</b>	<b>16.8%</b>
<b>所得税</b>	<b>-15</b>	<b>0</b>	<b>-8</b>	<b>-8</b>	<b>-9</b>	<b>-11</b>
<b>所得税率</b>	<b>n.a</b>	<b>0.0%</b>	<b>5.0%</b>	<b>5.0%</b>	<b>5.0%</b>	<b>5.0%</b>
<b>净利润</b>	<b>-158</b>	<b>42</b>	<b>150</b>	<b>147</b>	<b>174</b>	<b>205</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>-158</b>	<b>42</b>	<b>150</b>	<b>147</b>	<b>174</b>	<b>205</b>
<b>净利率</b>	<b>n.a</b>	<b>4.9%</b>	<b>14.2%</b>	<b>13.5%</b>	<b>14.4%</b>	<b>16.0%</b>

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>净利润</b>	<b>-158</b>	<b>42</b>	<b>150</b>	<b>147</b>	<b>174</b>	<b>205</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>非现金支出</b>	<b>179</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>89</b>	<b>113</b>	<b>143</b>
<b>非经营收益</b>	<b>36</b>	<b>16</b>	<b>15</b>	<b>16</b>	<b>39</b>	<b>21</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>-17</b>	<b>-108</b>	<b>-51</b>	<b>-47</b>	<b>32</b>	<b>13</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>40</b>	<b>51</b>	<b>213</b>	<b>205</b>	<b>359</b>	<b>381</b>
<b>资本开支</b>	<b>-38</b>	<b>-32</b>	<b>-157</b>	<b>-313</b>	<b>-228</b>	<b>-132</b>
<b>投资</b>	<b>143</b>	<b>0</b>	<b>-115</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>13</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>2</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>119</b>	<b>-32</b>	<b>-272</b>	<b>-312</b>	<b>-227</b>	<b>-130</b>
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>159</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>-102</b>	<b>-70</b>	<b>81</b>	<b>64</b>	<b>-17</b>	<b>-133</b>
<b>其他</b>	<b>-32</b>	<b>-15</b>	<b>-14</b>	<b>-22</b>	<b>-101</b>	<b>-111</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-134</b>	<b>-86</b>	<b>226</b>	<b>41</b>	<b>-118</b>	<b>-244</b>
<b>现金净流量</b>	<b>24</b>	<b>-67</b>	<b>167</b>	<b>-66</b>	<b>14</b>	<b>7</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>货币资金</b>	<b>164</b>	<b>98</b>	<b>265</b>	<b>199</b>	<b>213</b>	<b>220</b>
<b>应收账款</b>	<b>107</b>	<b>145</b>	<b>189</b>	<b>214</b>	<b>223</b>	<b>236</b>
<b>存货</b>	<b>198</b>	<b>240</b>	<b>319</b>	<b>331</b>	<b>305</b>	<b>289</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>18</b>	<b>17</b>	<b>18</b>	<b>22</b>	<b>25</b>	<b>27</b>
<b>流动资产</b>	<b>487</b>	<b>500</b>	<b>791</b>	<b>766</b>	<b>765</b>	<b>771</b>
<b>%总资产</b>	<b>33.6%</b>	<b>34.6%</b>	<b>37.4%</b>	<b>33.1%</b>	<b>31.6%</b>	<b>32.0%</b>
<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>780</b>	<b>778</b>	<b>930</b>	<b>1,146</b>	<b>1,237</b>	<b>1,219</b>
<b>%总资产</b>	<b>53.9%</b>	<b>53.9%</b>	<b>43.9%</b>	<b>49.5%</b>	<b>51.2%</b>	<b>50.5%</b>
<b>无形资产</b>	<b>125</b>	<b>120</b>	<b>348</b>	<b>353</b>	<b>359</b>	<b>365</b>
<b>非流动资产</b>	<b>962</b>	<b>946</b>	<b>1,325</b>	<b>1,550</b>	<b>1,652</b>	<b>1,641</b>
<b>%总资产</b>	<b>66.4%</b>	<b>65.4%</b>	<b>62.6%</b>	<b>66.9%</b>	<b>68.4%</b>	<b>68.0%</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,449</b>	<b>1,445</b>	<b>2,116</b>	<b>2,316</b>	<b>2,417</b>	<b>2,412</b>
<b>短期借款</b>	<b>240</b>	<b>182</b>	<b>334</b>	<b>404</b>	<b>387</b>	<b>254</b>
<b>应付款项</b>	<b>140</b>	<b>151</b>	<b>134</b>	<b>152</b>	<b>165</b>	<b>175</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>8</b>	<b>24</b>	<b>39</b>	<b>33</b>	<b>36</b>	<b>39</b>
<b>流动负债</b>	<b>389</b>	<b>357</b>	<b>507</b>	<b>588</b>	<b>588</b>	<b>468</b>
<b>长期贷款</b>	<b>105</b>	<b>93</b>	<b>21</b>	<b>21</b>	<b>21</b>	<b>21</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>41</b>	<b>39</b>	<b>68</b>	<b>40</b>	<b>40</b>	<b>40</b>
<b>负债</b>	<b>535</b>	<b>489</b>	<b>596</b>	<b>649</b>	<b>649</b>	<b>529</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>914</b>	<b>956</b>	<b>1,520</b>	<b>1,667</b>	<b>1,767</b>	<b>1,883</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>1,449</b>	<b>1,445</b>	<b>2,116</b>	<b>2,316</b>	<b>2,417</b>	<b>2,412</b>

**比率分析**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>每股指标</b>						
每股收益	-0.245	0.066	0.202	0.198	0.236	0.277
每股净资产	1.416	1.482	2.057	2.256	2.391	2.548
每股经营现金净流	0.062	0.079	0.288	0.277	0.486	0.516
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.100	0.120
<b>回报率</b>						
净资产收益率	-17.31%	4.42%	9.84%	8.80%	9.86%	10.86%
总资产收益率	-10.93%	2.93%	7.07%	6.33%	7.21%	8.48%
投入资本收益率	-2.00%	5.63%	8.88%	7.81%	9.58%	10.27%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	1.05%	25.06%	22.17%	3.21%	11.70%	5.87%
EBIT增长率	N/A	-404.61%	153.4%	-2.13%	27.66%	6.36%
净利润增长率	-751.2%	-126.71%	253.7%	-1.96%	18.88%	17.38%
总资产增长率	-15.30%	-0.23%	46.42%	9.45%	4.34%	-0.19%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	50.1	31.9	29.0	40.0	35.0	35.0
存货周转天数	145.2	125.3	149.9	170.0	145.0	130.0
应付账款周转天数	63.4	61.4	57.4	57.0	57.0	57.0
固定资产周转天数	401.1	327.3	274.5	271.4	330.8	329.9
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	19.76%	18.51%	5.94%	13.54%	11.04%	2.94%
EBIT利息保障倍数	-0.9	5.0	15.2	9.8	9.5	12.9
资产负债率	36.90%	33.83%	28.16%	28.03%	26.87%	21.93%

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	0	0
增持	0	0	0	0	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	2.00

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
3	2019-10-22	买入	4.91	N/A
4	2020-03-17	买入	6.24	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