

无锡晶海 (836547.BJ)

营养强化剂许可证获批，进入高门槛“特医食品”市场

2024年03月15日

——北交所信息更新

投资评级：增持（维持）
诸海滨（分析师）

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

日期	2024/3/14
当前股价(元)	21.89
一年最高最低(元)	37.00/17.55
总市值(亿元)	14.17
流通市值(亿元)	3.68
总股本(亿股)	0.65
流通股本(亿股)	0.17
近3个月换手率(%)	608.12

● **业绩快报公布，2023年营收3.9亿元(+0.8%)，费用投入人才储备和研究院氨基酸“小巨人”无锡晶海公布业绩快报，2023年实现营收3.9亿元(+0.82%)，归母扣非净利润6016万元(-10.72%)，有效的市场开拓和应用领域开发，如新获得25个品种的食品添加剂生产许可证。利润下滑因人才储备、研究院费用和股权激励导致管理费用提高，我们轻微下调2023年，上调2024-2025年盈利预测，预计2023-2025年归母净利润为0.55（原0.67）/0.82（原0.78）/1.09（原1.04）亿元，当前股价对应PE为26.0/17.2/13.0倍，看好本次氨基酸营养强化剂带来的机会，以及随募投扩产在优势领域和高端领域的持续开发，维持“增持”评级。**

北交所研究团队

● **氨基酸营养强化剂拓展食品领域，高壁垒特医食品对手少发展空间大**

政策面上，2023年《关于特殊膳食用食品中氨基酸管理的公告》颁布，国内氨基酸生产企业能够正式办理营养强化剂生产许可，解决了国内婴配、特医食品生产企业以氨基酸为原料的配方产品无法进行注册的行业瓶颈问题，打破其完全依赖进口的尴尬局面。2024年3月13日无锡晶海收到“食品添加剂—食品营养强化剂”《食品生产许可证》，可成为下游细分“特医食品”市场的营养强化剂供应商。行业内企业从研发到生产线建设，再到顺利审批，时间约为2~3年，门槛较高。预计全球与中国市场2027年规模分别达到1110.6与234.2亿元。受益老龄化趋势；对比美国65%数值，中国只有1.6%的营养不良患者在食用特医食品，公司有望享受早期政策红利，掘金这一潜力市场。

● **氨基酸原料药市占率超30%，募投扩大优势领域、研发高端高附加值化产品**除食品领域外，无锡晶海在氨基酸原料药国内市占率超过30%，募投2.46亿元结合合成生物学等围绕酮酸类、D型、羟脯氨酸等新型氨基酸及衍生物研发，加大高端高附加值系列氨基酸布局。2023年毛利率32.86%，同比增长0.97pcts。

● **风险提示：**新品不及预期风险、出口竞争加剧风险、扩产不达预期风险

相关研究报告

《氨基酸“小巨人”出海，扩产高附加值药品及保健化妆品—北交所首次覆盖报告》-2024.2.2

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	384	387	390	461	585
YOY(%)	44.1	0.8	0.8	18.2	27.0
归母净利润(百万元)	74	64	55	82	109
YOY(%)	49.8	-13.0	-15.3	50.7	32.5
毛利率(%)	33.7	31.9	32.9	34.8	35.0
净利率(%)	19.3	16.6	14.0	17.8	18.6
ROE(%)	33.1	18.7	8.5	13.3	17.3
EPS(摊薄/元)	1.14	0.99	0.84	1.27	1.68
P/E(倍)	19.2	22.0	26.0	17.2	13.0
P/B(倍)	6.3	4.1	2.2	2.3	2.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 氨基酸营养强化剂拓展食品领域，高壁垒上市对手较少.....	3
1.1、 储备丰富，无锡晶海将参与知名展会与全球市场参与者交流合作.....	3
1.2、 演进：《关于特殊膳食用食品中氨基酸管理的公告》打破进口依赖.....	6
1.3、 用于具有高壁垒的特医食品，无锡晶海属于上游营养强化剂供应商.....	7
1.4、 我国市场接近百亿美元规模，发展空间大.....	9
2、 2023 年业绩快报公布，毛利率提升 0.97pcts.....	11
3、 盈利预测与投资建议.....	12
风险提示.....	13
附：财务预测摘要.....	14

图表目录

图 1： 在无锡晶海奶粉&营养品专用氨基酸产品中，公司展示 22 种氨基酸.....	3
图 2： 展会官网查询，无锡晶海参展类别属于“食品添加剂—营养强化剂”.....	4
图 3： 无锡晶海食品领域已有应用市场包含“特医食品”.....	7
图 4： 需区分特殊食品、特殊膳食（用）食品，特医食品等多重概念.....	7
图 5： 按使用人群年龄划分，特医婴儿配方食品中包括氨基酸代谢障碍配方食品.....	8
图 6： 无锡晶海属于上游食品添加剂供应商.....	8
图 7： 市监总局查询，特医食品与保健品等均需严格注册.....	9
图 8： 全球持续增长，2027 年全球特医食品市场规模有望达到 1110.6 亿元.....	10
图 9： 伴随接受度提高，中国特医食品行业市场规模 2027 年有望达到 234.2 亿元.....	10
图 10： 有效市场开拓和应用领域开发提升公司营收.....	11
图 11： 利润端受费用支出、公允价值变动等原因影响.....	11
图 12： 2023 年毛利率高于 2022 年.....	11
图 13： 净利率下滑主要受到利润端影响.....	11
图 14： 管理费用提升，期待人才储备建设释放效能.....	12
图 15： 2020-2022 年平均研发费用率高于 5%.....	12
表 1： 与无锡晶海在 FIC2024 展会中具有相似产品的企业，包含佳禾生物、震元生物等可比公司.....	4
表 2： 可比公司 PE(ttm)均值 27.9X.....	13

1、氨基酸营养强化剂拓展食品领域，高壁垒上市对手较少

1.1、储备丰富，无锡晶海将参与知名展会与全球市场参与者交流合作

2024年3月13日无锡晶海发布公告：收到无锡市市场监督管理局颁发的《食品生产许可证》，类别为食品添加剂，有效期至2029年3月10日。此前2023年11月《关于特殊膳食用食品中氨基酸管理的公告》文件规范了氨基酸类物质作为**食品营养强化剂在特殊膳食用食品中的使用管理**。公司有望进一步拓展氨基酸产品在食品领域的应用，增强核心竞争力，预计对未来的经营产生积极影响。

品类明细为：食品营养强化剂（L-天冬氨酸、L-苏氨酸、L-丝氨酸、L-谷氨酸、L-谷氨酰胺、L-脯氨酸、甘氨酸、L-丙氨酸、L-胱氨酸、L-半胱氨酸盐酸盐一水物、L-缬氨酸、L-蛋氨酸、L-亮氨酸、L-异亮氨酸、L-酪氨酸、L-苯丙氨酸、L-盐酸赖氨酸、L-赖氨酸醋酸盐、L-精氨酸、L-盐酸精氨酸、L-组氨酸、L-盐酸组氨酸一水物、L-色氨酸、L-瓜氨酸、L-盐酸鸟氨酸），合计25类氨基酸。

图1：在无锡晶海奶粉&营养品专用氨基酸产品中，公司展示22种氨基酸

奶粉&营养品专用氨基酸				
GMP生产厂家				
产品名称 / CAS 编号				
L-异亮氨酸 CAS编号: 73-32-5	L-缬氨酸 CAS编号: 72-18-4	L-亮氨酸 CAS编号: 61-90-5	L-苯丙氨酸 CAS编号: 63-91-2	L-苏氨酸 CAS编号: 72-19-5
L-谷氨酸 CAS编号: 56-88-0	L-酮酸赖氨酸 CAS编号: 57282-49-2	L-精氨酸盐酸盐 CAS编号: 1119-34-2	L-色氨酸 CAS编号: 73-22-3	L-脯氨酸 CAS编号: 147-85-3
L-丝氨酸 CAS编号: 56-45-1	L-半胱氨酸盐酸盐一 CAS编号: 7048-4-6	L-精氨酸 CAS编号: 74-79-3	L-酪氨酸 CAS编号: 60-18-4	甘氨酸 CAS编号: 56-40-6
L-丙氨酸 CAS编号: 56-41-7	L-赖氨酸盐酸盐 CAS编号: 657-27-2	L-谷氨酰胺 CAS编号: 56-85-9	L-组氨酸 CAS编号: 71-00-1	L-组氨酸盐酸盐 CAS编号: 645-35-2
L-蛋氨酸 CAS编号: 63-68-3	L-天冬酰胺一水物 CAS编号: 5794-13-8			

资料来源：公司官网

无锡晶海还确认将于2024年3月20~22日在上海国家会展中心参与行业内最具影响力的会议之一：第二十七届中国国际食品添加剂和配料展览会（FIC2024）。作为国内展区参展商与全球食品添加剂和配料领域行业参与者交流合作，展示产品和研发实力。

图2：展会官网查询，无锡晶海参展类别属于“食品添加剂—营养强化剂”


资料来源：中国食品添加剂和配料协会官网

查询同子类别参展商，整理与公司存在相似产品的企业如下：

表1：与无锡晶海在 FIC2024 展会中具有相似产品的企业，包含佳禾生物、震元生物等可比公司

参展企业名称	相似产品	公司概况
新泰市佳禾生物科技有限公司	组氨酸；胱氨酸；丝氨酸	成立于2012年8月，注册资金2亿元，公司位于山东泰安新泰市新汶工业园区，是国家级高新技术企业、山东省“专精特新”企业、山东省制造业单项冠军企业、泰安市科技型中小企业、泰安市农业产业化龙头企业、中国生物发酵产业协会理事单位。
河北广瑞生物制品有限公司	甘氨酸；胍基乙酸	成立于2014年，是一家集甘氨酸以及螯合物，胍基乙酸的研发，生产，销售，服务为一体的生产企业，拥有进出口经营权以及生产许可证、HALAL、KOSHER、欧洲 Reach、韩国 Reach、FAMIQS、ISO9001 质量体系认证等多项国内外高等机构认证。
江苏嘉晟科技发展有限公司	L-半胱氨酸	/
河北和美氨基酸有限公司	复合氨基酸；复合甜味剂；丙氨酸；L-胱氨酸；L-赖氨酸盐酸盐；L-谷氨酸；甘氨酸；L-亮氨酸；蛋氨酸；L-异亮氨酸	专业生产各种氨基酸、甜味剂。供应 L-, D-, DL-级别的氨基酸，复合氨基酸和复合甜味剂，用于医药用途和食品添加剂。甘氨酸,丙氨酸,L-精氨酸,蛋氨酸,L-赖氨酸盐酸盐,L-色氨酸,L-脯氨酸,L-胱氨酸,L-半胱氨酸,L-半胱氨酸盐酸盐,L-谷氨酸,L-组氨酸,L-丝氨酸,L-亮氨酸,L-异亮氨酸,L-苯丙氨酸,L-缬氨酸,牛磺酸,阿斯巴甜,三氯蔗糖,复合氨基酸,复合甜味剂等。
河北华阳生物科技有限公司	甘氨酸；DL-蛋氨酸；L-盐酸赖氨酸；L-半胱氨酸盐酸盐；L-苏氨酸；L-色氨酸；L-酪氨酸；L-亮氨酸；L-精氨酸；L-谷氨酸	专业的氨基酸生产商，主要供应：甘氨酸，蛋氨酸，苏氨酸，丙氨酸，半胱氨酸盐酸盐，精氨酸，精氨酸盐酸盐，盐酸赖氨酸，色氨酸，亮氨酸，酪氨酸，胱氨酸，异亮氨酸，谷氨酸，组氨酸，组氨酸盐酸盐，瓜氨酸，牛磺酸，苯丙氨酸，缬氨酸，鸟氨酸盐酸盐，脯氨酸，羧基脯氨酸，天冬酰胺，谷氨酰胺，N-乙酰-L-半胱氨酸
河北昌昊生物科技有限公司	牛磺酸；L-亮氨酸；L-谷氨酸；L-苏氨酸；甘氨酸；L-半胱氨酸盐酸盐一水；L-半胱氨酸；L-丙氨酸；L-赖氨酸盐酸盐；L-酪氨酸	成立于2008年11月，位于冀州市冀州镇岳良村东，公司发展至今占地面积30000平方米。生产、销售氨基酸系列产品（食品级：甘氨酸、L-赖氨酸盐酸盐、L-苏氨酸、DL-蛋氨酸、L-蛋氨酸等多种氨基酸产品）代理或经销维生素、甜味剂、食品添加剂。广泛应用于食品、医药、饲料、保健食品等行业
河北华帆生物科技有限公司	甘氨酸；L-半胱氨酸；L-半胱氨酸盐酸盐；L-丙氨酸；L-盐酸赖氨酸；DL-蛋氨酸；L-精氨酸	坐落于河北衡水，是一家以研发为基础，以可持续开发为导向的高科技企业，核心优势集中于氨基酸系列产品的生产和销售。我公司主要产品：甘氨酸、L-半胱氨酸盐酸盐、L-半胱氨酸、L-盐酸赖氨酸、L-丙氨酸、L-谷氨酸、L-苏氨酸、DL-蛋氨酸、L-精氨酸等氨基酸系列产品。
石家庄市石兴	丙氨酸；复合甜味剂；L-胱氨酸	专业生产各种氨基酸、甜味剂。供应 L-, D-, DL-级别的氨基酸，复合氨基酸和复合甜

参展企业名称	相似产品	公司概况
氨基酸有限公司	酸; L-赖氨酸盐酸盐; L-精氨酸(盐); L-亮氨酸; 甘氨酸; 蛋氨酸; L-谷氨酸; 复合氨基酸	味剂, 用于医药用途和食品添加剂。甘氨酸,丙氨酸,L-精氨酸,蛋氨酸,L-苏氨酸,L-赖氨酸盐酸盐,L-色氨酸,L-脯氨酸,L-胱氨酸,L-半胱氨酸,L-谷氨酸,L-组氨酸,L-亮氨酸,L-异亮氨酸,L-苯丙氨酸,L-酪氨酸,L-缬氨酸,牛磺酸,阿斯巴甜,三氯蔗糖,一水肌酸,复合氨基酸,复合甜味剂等。
江苏远洋药业股份有限公司	脯氨酸	成立于 2003 年, 位于江苏省常熟市支塘工业园区, 主要生产牛磺酸、一水肌酸、肌氨酸、肌基丙酸等营养强化剂, 在国际市场享有盛誉。
浙江天瑞化学有限公司	L-谷氨酸盐酸盐; L-谷氨酸; L-茶氨酸; L-焦谷氨酸	以 L-茶氨酸、L-焦谷氨酸、L-谷氨酸等系列产品的研发、生产、销售和技术服务为主营业务的高新技术企业。产品通过了 FDA GRAS、GMP、HACCP、KOSHER、HALAL 等国际认证。公司拥有自营进出口权, 已与 30 多个国家和地区建立了贸易关系, 广泛应用于食品、饮料、保健品、医药和化妆品行业。公司拥有自己的发明专利技术, 依托强大的技术研发能力和优秀的产品品质, 逐步建立起品牌优势, 目前已成为国内产销能力最大的 L-茶氨酸和焦谷氨酸专业生产厂家。
安徽丰原集团有限公司	氨基酸	出口业务主要依托丰原集团产业型公司的产品优势, 在出口集团自有产品的基础上, 为客户提供一站式服务, 出口产品包括有机酸类、氨基酸类、维生素类、谷氨酸钠(味精)、钛白粉、硬脂酸单甘油酯等。
张家港市曙光生物制品厂	支链氨基酸	DL-蛋氨酸、L-谷氨酸、DL-赖氨酸、保健食品、食品添加剂的研发、制造、加工、销售自营和代理各类商品及技术的进出口业务
河北华恒生物科技有限公司	L-谷氨酸; L-半胱氨酸盐酸盐一水物; 甘氨酸; L-亮氨酸; L-精氨酸; DL-蛋氨酸; 干贝素; L-半胱氨酸; L-赖氨酸盐酸盐; L-丙氨酸	成立于 2011 年, 核心优势集中于氨基酸系列产品的研发、生产和销售。主要产品有: 甘氨酸(工业级、食品级、医药级)、L-赖氨酸盐酸盐、L-苏氨酸、L-谷氨酸、L-半胱氨酸; L-半胱氨酸盐酸盐; N-乙酰-L-半胱氨酸; S-羧甲基-L-半胱氨酸; L-丙氨酸, L-亮氨酸, L-色氨酸; L-精氨酸盐酸盐, L-鸟氨酸盐酸盐等系列产品。我公司系列产品覆盖食品添加剂, 医药中间体等多个领域。
浙江震元生物科技有限公司	组氨酸; 组氨酸盐酸盐; 丝氨酸; 酪氨酸; 茶氨酸; 瓜氨酸	依托中国科学院、国内著名大学等研究机构的科研合作, 采用基于合成生物技术的生物发酵法生产质量优秀、环境友好的生命营养品。公司秉持“以绿色制造不断满足人民健康生活需求”的使命, 致力于将企业打造成为“合成生物技术制造领域的龙头企业”。经营产品包括氨基酸、抗氧化剂、健康糖类、功能性脂肪酸等, 主要用于医药、食品、保健品、饲料等领域。

资料来源: 中国食品添加剂和配料协会官网、开源证券研究所

其中, 佳禾生物在无锡晶海招股说明书中亦有披露, 为行业内主要企业, 震元生物母公司为浙江震元(000705.SZ)。

(1) 新泰市佳禾生物科技有限公司: 下属汕头总部生产基地-----汕头市佳禾生物科技有限公司是在承接汕头市紫光古汉氨基酸有限公司主要资产与业务的基础上设立。汕头市紫光古汉氨基酸有限公司从事氨基酸系列产品的研究、开发、生产已经有二十多年, 是国内**氨基酸原料药主要生产基地之一**, 拥有药品生产许可证, 建有 GMP 生产车间多座, 配套各类氨基酸产品生产线。所生产的“韩江牌”氨基酸系列产品多次荣获国家、省、市级优秀产品及工业名牌的称号。

(2) 浙江震元生物科技有限公司: 是上市公司浙江震元(000705.SZ)的控股子公司, 依托中国科学院、国内著名大学等研究机构的科研合作, 采用基于合成生物技术的生物发酵法生产生命营养品, 规划产品有氨基酸、抗氧化剂、健康糖类、功能性脂肪酸等, 预计 2024 年下半年可逐步投产。

1.2、演进：《关于特殊膳食用食品中氨基酸管理的公告》打破进口依赖

2016年：党中央、国务院发布《“健康中国2030”规划纲要》，从国家战略层面统筹解决关系健康的重大和长远问题。

2019年7月：国务院印发《国务院关于实施健康中国行动的意见》，国家层面出台《健康中国行动（2019—2030年）》，围绕疾病预防和健康促进两大核心，提出将开展15个重大专项行动，促进以治病为中心向以人民健康为中心转变，努力使群众不生病、少生病。

在此背景下，我国特殊膳食用食品（“特膳食品”）需求量增加，市场发展加快。同时，氨基酸全营养配方等特膳食品曾一度出现了断供局面，导致婴幼儿、特种病患者无产品可以使用。

2023年全国两会：全国政协委员、中国食品科学技术学会理事长、北京工商大学校长孙宝国带来了“**关于加快解决氨基酸营养强化剂原料合法使用，确保人民生命健康安全的提案**”。

氨基酸是特膳食品不可替代的功能性原料。（一）氨基酸是构成人体蛋白质的最基本单位，是人体生命维持的根本物质。（二）氨基酸在调节生理机能和催化代谢过程中起着重要的作用，用来维持机体正常代谢。（三）氨基酸是人体必需的营养物质，可以加快合成人体的免疫球蛋白，具有提高免疫力的作用。（四）氨基酸可以转变为碳水化合物和脂肪，从而为机体提供运转所需的能量。

氨基酸作为营养物在国际上的应用已有五十多年的历史，安全性及功效性已经得到了充分的印证。早在20世纪70年代，联合国粮食及农业组织、世界卫生组织就发布了《婴幼儿特殊膳食用食品中营养物质的参考清单》，将氨基酸作为营养物列入其中。欧盟、美国、澳新、日本、韩国等国家均有完善的氨基酸作为营养物使用规则，而且美国、日本均允许氨基酸作为营养物添加到各类食品中，特别是针对特种病患者、老年人、肿瘤患者、特殊婴幼儿群体。

孙宝国指出，我国是世界第一大氨基酸生产国，主要生产工艺为生物法。**氨基酸营养强化剂原料主要用于开发特膳食品、婴配食品和运动食品等。**受我国行政许可法规不完善的影响，多年来，国内氨基酸营养强化剂原料生产企业无法获得生产许可，导致我国氨基酸营养强化剂原料多作为化学品低价格出口国外，经国际特膳食品生产企业加工后再进口至国内销售，严重影响了我国特膳食品企业开发的氨基酸全营养配方食品等特膳产品在国内合法注册和销售。据不完全统计，我国约有2000余万特种病患者，还有很多患有代谢障碍的婴幼儿，食用氨基酸全营养配方等特膳产品已成为日常必需食品。

2023年11月：国家卫生健康委员会、国家市场监督管理总局联合发布了《关于特殊膳食用食品中氨基酸管理的公告》（2023年第11号），根据食品安全国家标准进一步规范氨基酸类物质作为食品营养强化剂在特殊膳食用食品中的使用管理。

同期下发了《食品营养强化剂氨基酸使用的有关要求》文件，汇总了前述公告中提到的文件：《食品安全国家标准 婴儿配方食品》（GB 10765）、《食品安全国家标准 较大婴儿配方食品》（GB 10766）、《食品安全国家标准 特殊医学用途婴儿配方食品通则》（GB 25596）、《食品安全国家标准 特殊医学用途配方食品通则》（GB 29922）、《食品安全国家标准 运动营养食品通则》（GB 24154）等特殊膳食用食品标准中可以使用的单体氨基酸，规定了氨基酸品种、化合物来源、化学名称、分子

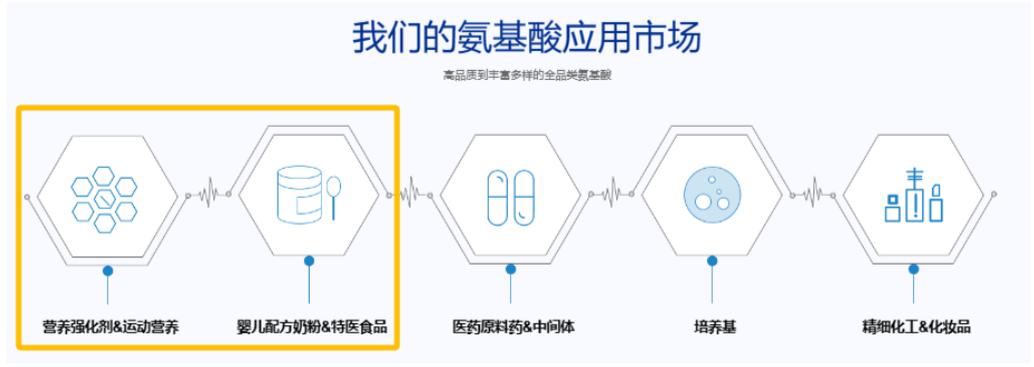
式、相对分子质量、比旋光度、pH、纯度、干燥减重、灼烧残渣、铅、砷等要求。

公告的落地，代表国内氨基酸生产企业能够正式办理营养强化剂生产许可，解决了国内婴配、特医食品生产企业以氨基酸为原料的配方产品无法进行注册的行业瓶颈问题，打破其完全依赖进口的尴尬局面。

1.3、用于具有高壁垒的特医食品，无锡晶海属于上游营养强化剂供应商

在无锡晶海招股说明书中，公司提到不断扩大新产品研发生产投入，加大对特医食品、高端培养基和精细化工等领域高端氨基酸的创新研究和市场开发力度，以提高国内高端氨基酸本土化供应能力，推动国产化替代进程。

图3：无锡晶海食品领域已有应用市场包含“特医食品”

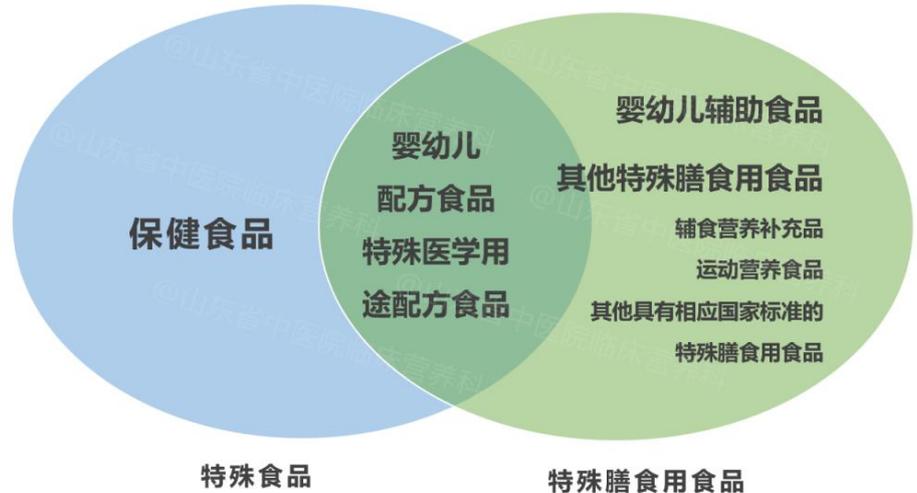


资料来源：公司官网

其中，特医食品属于特殊膳食食品，也属于本次公告取得《食品生产许可证》后重点的发展方向。特殊膳食食品是一种满足特殊的身体或生理状况和（或）满足疾病、紊乱等状态下的特殊膳食需求，专门加工或配方的食品；相对于普通食品和保健品具有：高标准、针对性强、安全性强等特点。特殊膳食用食品主要包括：婴儿配方食品、婴儿辅助食品、特殊医学用途配方食品、以及其他特殊膳食用食品（包括辅食营养补充品、运动营养食品等）。

特医食品非保健品、药品、普通食品

图4：需区分特殊食品、特殊膳食（用）食品，特医食品等多重概念

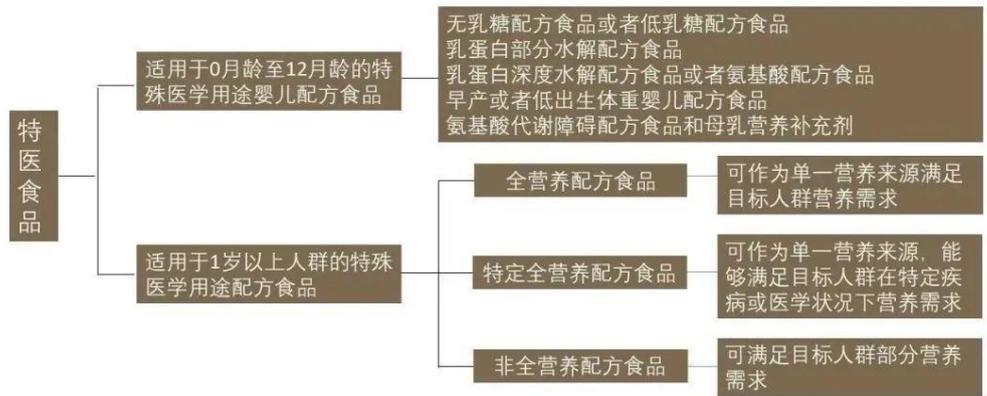


资料来源：山东中医药大学附属医院公众号

特殊医学用途配方食品（Foods for Special Medical Purpose, FSMP），简称特医食品，是指为满足进食受限、消化吸收障碍、代谢紊乱或者特定疾病状态人群对营养素或者膳食的特殊需要，专门加工配制而成的配方食品。

此类食品不是药品，不能替代药物的治疗作用，产品也不得声称对疾病的预防和治疗功能；食用方法和食用量应在医生或临床营养师指导下，根据适用人群的年龄、体重和医学状况等综合确定，可以单独使用，也可以与普通食品或其他特殊膳食食品共同使用。在监管层面，纳入食品监管体系。

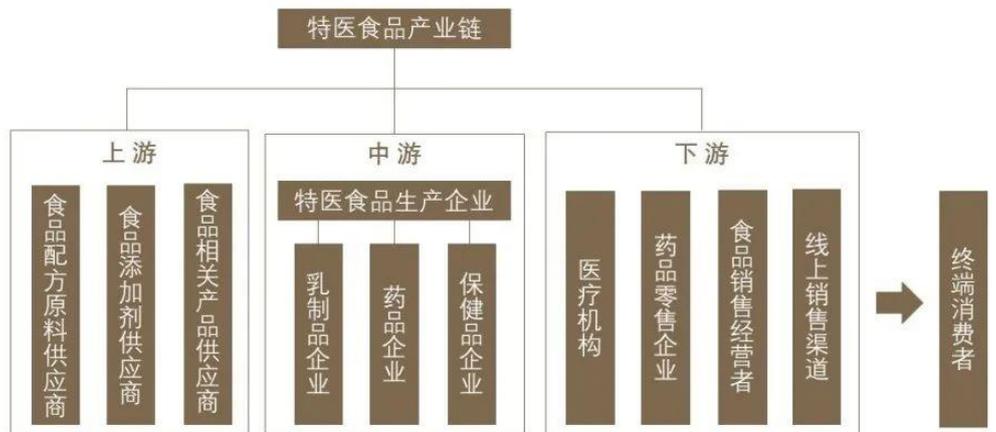
图5：按使用人群年龄划分，特医婴儿配方食品中包括氨基酸代谢障碍配方食品



资料来源：金杜研究院公众号

无锡晶海属于特医食品产业链中的“食品添加剂、营养强化剂供应商”。特医食品产业链的上游市场参与者包括特医食品生产所需的配方原料、辅料供应商、食品添加剂、营养强化剂供应商、食品相关产品供应商。

图6：无锡晶海属于上游食品添加剂供应商



资料来源：金杜研究院公众号

严格准入制度带来高壁垒，提升无锡晶海核心竞争力。特医食品在我国实行非常严格的准入制度——产品注册制度。《食品安全法》明确规定，特医食品应当经国务院食品安全监督管理部门注册。特医食品注册申请人必须是拟在我国境内生产并

销售特医食品的生产企业或拟向我国境内出口特医食品的境外生产企业，注册时该等生产企业应当提交产品配方、生产工艺、标签、说明书以及表明产品安全性、营养充足性和特殊医学用途临床效果的材料。特医食品生产企业应就其申请的特医食品注册获批后，再根据《食品生产许可管理办法》规定的条件和程序取得特殊医学用途配方食品的食品生产许可证，按照批准注册的产品配方、生产工艺等技术要求组织生产特殊医学用途配方食品。

2023年11月28日市监总局公布了最新《特殊医学用途配方食品注册管理办法》（国家市场监督管理总局令第85号），于2024年1月1日起实施。特殊医学用途配方食品注册号的格式为：国食注字TY+四位年代号+四位顺序号，其中**TY代表特殊医学用途配方食品**。注册证书有效期五年。

根据市监总局特医食品查询平台信息，截至2023年12月31日，我国已累计批准超过160款特医食品。截至2024年3月14日，获批181款特医食品。

图7：市监总局查询，特医食品与保健品等均需严格注册



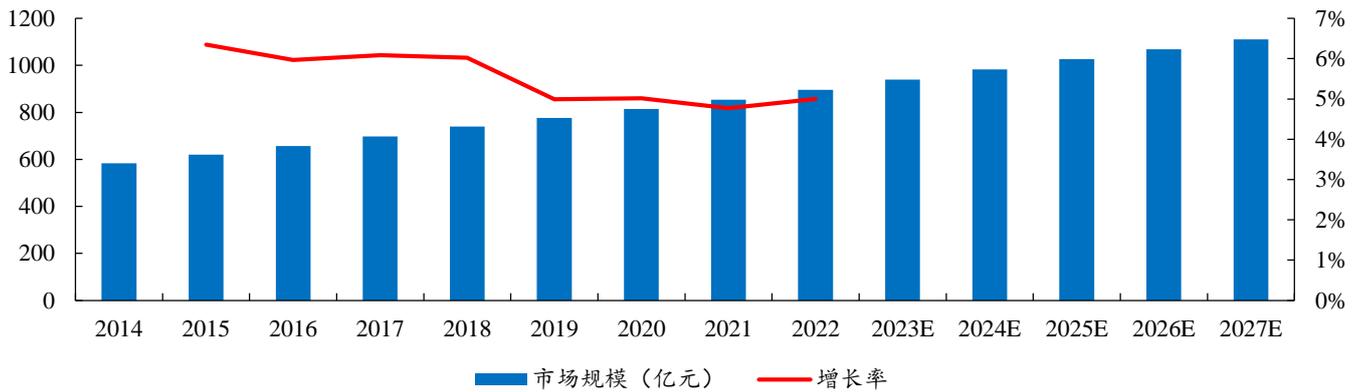
资料来源：市监总局特医食品查询平台

1.4、我国市场接近百亿美元规模，发展空间大

根据公司公告，我国人口基数庞大，特殊膳食用食品消费基数较大，行业具有较好的发展基础和潜力。

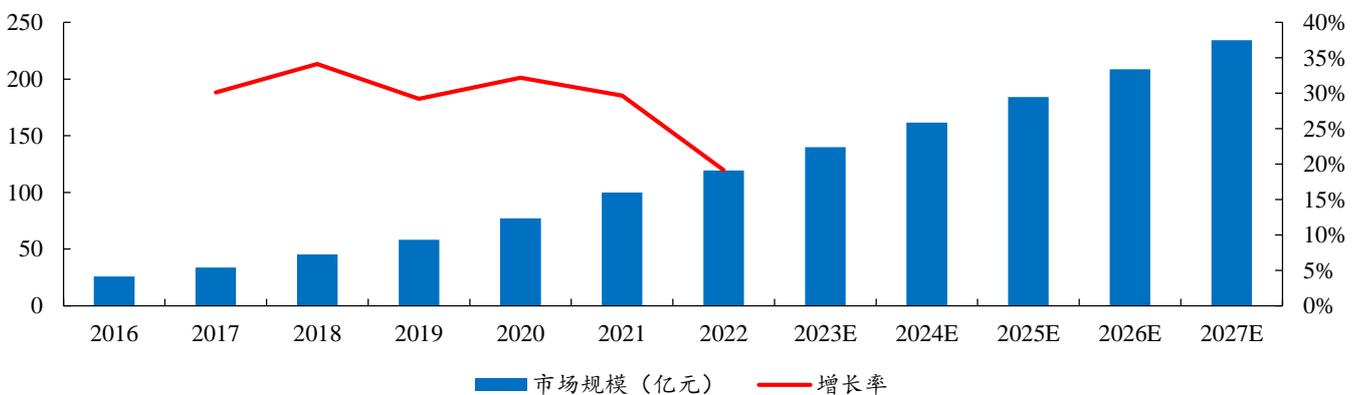
根据艾媒咨询，获批特医食品企业中，以雀巢、雅培两家外资企业为主；本土企业获批产品数量排名靠前的企业有吉林麦孚、圣元营养、恒瑞健康。企业从研发到生产线建设，再到顺利审批，时间约为2~3年。

市场规模方面，其认为随着全球人口老龄化趋势加剧，平均预期寿命继续增加，特医食品行业成为大健康产业的新蓝海，市场规模将会进一步扩大。2014-2022年全球特医食品市场规模从583.0亿元上升到896.4亿元；预计2027年将突破千亿大关，达1110.6亿元。

图8：全球持续增长，2027年全球特医食品市场规模有望达到1110.6亿元


数据来源：艾媒咨询、开源证券研究所

数据还显示，2016-2022年中国特医食品行业市场规模持续扩大，特别是3年疫情使得提高免疫力的食品和功能食品受到消费者欢迎，市场增速较为可观。中国只有1.6%的营养不良患者在食用特医食品，与美国65%相比仍有较大的差距。未来在人口老龄化、下游需求不断加大及医院营养科建设发展等因素驱动下，特医食品凭借在临床营养支持中不可替代的作用，其市场规模将进一步增长，预计2027年中国特医食品市场规模将达234.2亿元。

图9：伴随接受度提高，中国特医食品行业市场规模2027年有望达到234.2亿元


数据来源：艾媒咨询、开源证券研究所

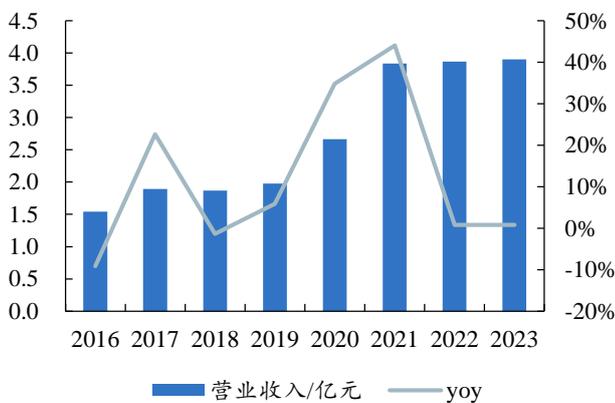
2023年12月21日国务院关税税则委员会发布了《关于2024年关税调整方案的公告》（税委会公告2023年第10号），其中，自2024年1月1日起“乳基特殊医学用途婴幼儿配方食品”、“乳基特殊医学用途配方食品”、“非乳基特殊医学用途婴幼儿配方食品”、“非乳基特殊医学用途配方食品”的进口关税税率均下调至0。近年来特医食品的注册情况以及相关规定的相继出台，从侧面反映了特医食品市场较为强劲的发展态势。

2、2023 年业绩快报公布，毛利率提升 0.97pcts

无锡晶海公布 2023 年业绩快报，凭借自身的产品实力，有效的市场开拓和应用领域开发等，全年营业收入增长 0.82% 至 3.90 亿元，毛利率水平从 2022 年同期的 31.89% 提升至 32.86%。在营业收入及毛利率均略有所提升的情况下，利润端下滑主要原因是管理费用较去年同期增加了 737.3 万元，为了可持续发展进行人才的储备，引进了质量控制等方面高端人才，导致职工薪酬有所增加；布局氨基酸及其衍生物新产品，加大科研创新的投入，和江南大学成立了联合研究院，研究院费用增加；于 2022 年 3 月实施了股权激励，股份支付费用较 2022 年摊销金额有所增加。

此外持有的两款中融信托产品 2023 年计提了 1000 万元的公允价值变动损失，但公司控股股东及实际控制人李松年先生已出具书面承诺函，将全额承担由此造成的本金损失部分。计入 2023 年损益的政府补助收入亦减少 430.27 万元。

图10：有效市场开拓和应用领域开发提升公司营收



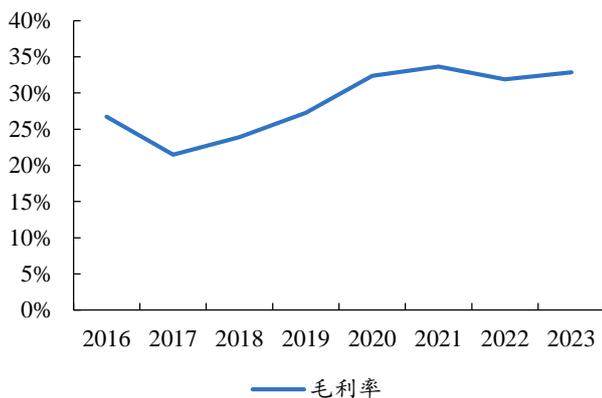
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：利润端受费用支出、公允价值变动等原因影响



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：2023 年毛利率高于 2022 年

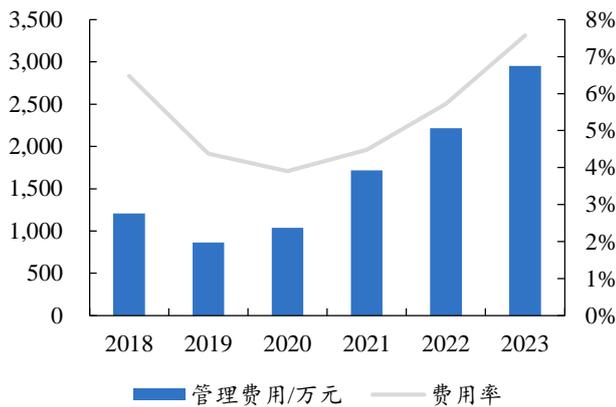
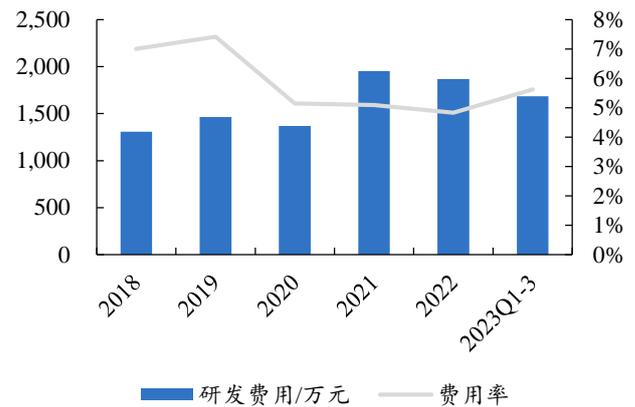


数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：净利率下滑主要受到利润端影响



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：管理费用提升，期待人才储备建设释放效能

图15：2020-2022年平均研发费用率高于5%


数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

公司氨基酸产品广泛应用于医药、食品、保健品、化妆品等领域，除培养基外医药领域主要客户以大型医药制剂厂商为主，例如海思科、湖北一半天制药有限公司等，**氨基酸原料药**系列产品种类及生产规模位居行业前列，**国内市场占有率超过30%**；**保健品和食品领域主要客户以境外贸易商为主**；布局化妆品，与中科欣扬共同投资的生产、销售化妆品用高档氨基酸的合作平台无锡晶扬生物科技有限公司，合作的主要产品为**四氢嘧啶**，**客户主要有美出莱（杭州）化妆品有限责任公司、水羊集团股份有限公司等。**

随着大健康消费、生物制药、医美以及高端化妆品等下游领域的需求不断释放，行业发展空间广阔。**募投调整后拟投入募集资金2.46亿元用于“高端高附加值关键系列氨基酸产业化建设项目”，结合合成生物学等行业先进技术的发展趋势，未来主要围绕酮酸类氨基酸、D型氨基酸、羟脯氨酸等新型氨基酸及衍生物展开新产品研发工作，加大在高端高附加值系列氨基酸板块的布局。**此外将引进高端生产设备和新增生产线，以扩大系列氨基酸生产规模，**产能消化将以拓展市场份额、新应用领域为主，进一步扩大公司产品在现有优势领域的市场份额。**

3、盈利预测与投资建议

估值方面，选取主要从事皮质激素类、氨基酸类原料药及制剂研发、生产和销售的**津药药业（600488.SH）**；全球领先的通过生物制造方式规模化生产小品种氨基酸产品的**华恒生物（688639.SH）**；生产主要用于动物饲料和食品调味品的龙头氨基酸企业**梅花生物（600873.SH）**；上文中提到的**浙江震元（000705.SZ）**为对标公司，但在具体销售品种与应用领域均存在一定差异。

此外与本次取得食品生产许可证公告相关，武汉远大弘元股份有限公司是**全国首家**获批多品种**特膳食品用氨基酸产品**生产资质的企业。以氨基酸及其衍生物的研发、生产为基础，**其也是港交所上市企业远大医药（00512.HK）子公司**，拥有多个**氨基酸原料药生产批文**，可以提供多种氨基酸原料药产品，亦可与公司进行一定程度对比。前身是原武汉大学校办企业--**武汉大学生物工程技术公司**，2000年进行了股份制改造，2008年远大医药（中国）有限公司通过收购重组与武汉大学等单位达成战略合作。

根据本次公布的 2023 年业绩快报，我们轻微下调 2023 年，上调 2024-2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润为 0.55（原 0.67）/0.82（原 0.78）/1.09（原 1.04）亿元，当前股价对应 PE 为 26.0/17.2/13.0 倍，看好本次氨基酸营养强化剂带来的机会，以及随募投扩产在优势领域和高端领域的持续开发，维持“增持”评级。

可比公司 PE(ttm)均值 27.9X，无锡晶海 PE(ttm) 22.0X，公司估值水平相对较低。

表2：可比公司 PE(ttm)均值 27.9X

公司名称	股票代码	最新收盘价(元/股)	最新总市值(亿元)	EPS (最新股本摊薄)				PE			
				2022A	2023E	2024E	2025E	ttm	2023E	2024E	2025E
津药药业	600488	4.00	43.76	0.03	-	-	-	32.3	-	-	-
华恒生物	688639	118.66	186.94	2.03	2.86	3.95	5.48	41.5	41.5	30.0	21.7
梅花生物	600873	10.59	311.71	1.50	1.10	1.30	1.49	10.0	9.6	8.1	7.1
浙江震元	000705	7.97	26.63	0.23	-	-	-	27.7	-	-	-
均值				0.95	1.98	2.63	3.49	27.9	25.6	19.1	14.4
无锡晶海	836547	21.89	14.17	0.99	0.84	1.27	1.68	22.0	26.0	17.2	13.0

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：可比公司盈利预测均来自于 Wind 一致预测，收盘日为 2024 年 3 月 14 日）

风险提示

新品不及预期风险、出口竞争加剧风险、扩产不达预期风险

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	231	295	396	411	466
现金	38	39	140	97	113
应收票据及应收账款	104	84	90	140	180
其他应收款	3	0	1	1	1
预付账款	4	5	4	7	11
存货	59	55	61	79	87
其他流动资产	24	111	99	87	75
非流动资产	79	123	348	341	314
长期投资	5	5	8	12	17
固定资产	48	43	176	286	256
无形资产	24	24	23	23	23
其他非流动资产	3	51	141	19	18
资产总计	311	418	744	752	780
流动负债	86	70	101	131	149
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	54	43	72	101	118
其他流动负债	32	28	29	30	30
非流动负债	2	3	3	3	3
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2	3	3	3	3
负债合计	87	73	104	134	152
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	41	47	65	65	65
资本公积	116	167	445	445	445
留存收益	67	131	148	182	233
归属母公司股东权益	223	345	639	618	628
负债和股东权益	311	418	744	752	780

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	51	93	93	69	113
净利润	74	64	55	82	109
折旧摊销	8	7	16	36	47
财务费用	2	-6	-1	-2	-2
投资损失	-8	1	-5	-6	-7
营运资金变动	-27	3	19	-40	-34
其他经营现金流	1	24	9	-0	-0
投资活动现金流	8	-143	-233	-11	-1
资本支出	31	47	220	20	15
长期投资	32	-101	-3	-4	-5
其他投资现金流	7	4	-10	13	19
筹资活动现金流	-40	44	241	-101	-97
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	29	6	18	0	0
资本公积增加	0	51	279	0	0
其他筹资现金流	-68	-12	-56	-101	-97
现金净增加额	18	-4	101	-43	15

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	384	387	390	461	585
营业成本	254	263	261	300	380
营业税金及附加	2	3	3	3	4
营业费用	10	10	11	14	16
管理费用	17	22	29	31	37
研发费用	20	19	22	27	32
财务费用	2	-6	-1	-2	-2
资产减值损失	-1	-1	-0	-1	-1
其他收益	1	9	5	2	2
公允价值变动收益	-1	-9	-10	0	0
投资净收益	8	-1	5	6	7
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	85	75	63	95	126
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	85	74	62	95	125
所得税	11	10	8	12	16
净利润	74	64	55	82	109
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	74	64	55	82	109
EBITDA	92	81	76	128	170
EPS(元)	1.14	0.99	0.84	1.27	1.68

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	44.1	0.8	0.8	18.2	27.0
营业利润(%)	46.2	-12.3	-15.8	51.2	32.0
归属于母公司净利润(%)	49.8	-13.0	-15.3	50.7	32.5
获利能力					
毛利率(%)	33.7	31.9	32.9	34.8	35.0
净利率(%)	19.3	16.6	14.0	17.8	18.6
ROE(%)	33.1	18.7	8.5	13.3	17.3
ROIC(%)	32.5	18.3	8.2	12.8	16.9
偿债能力					
资产负债率(%)	28.1	17.6	14.0	17.8	19.5
净负债比率(%)	-16.3	-10.6	-21.6	-15.4	-17.6
流动比率	2.7	4.2	3.9	3.1	3.1
速动比率	2.0	3.3	3.3	2.5	2.5
营运能力					
总资产周转率	1.4	1.1	0.7	0.6	0.8
应收账款周转率	5.2	4.5	5.0	4.4	4.0
应付账款周转率	8.6	7.6	5.9	4.3	4.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.14	0.99	0.84	1.27	1.68
每股经营现金流(最新摊薄)	0.78	1.44	1.44	1.07	1.75
每股净资产(最新摊薄)	3.45	5.32	9.88	9.55	9.70
估值比率					
P/E	19.2	22.0	26.0	17.2	13.0
P/B	6.3	4.1	2.2	2.3	2.3
EV/EBITDA	14.7	15.8	15.5	9.7	7.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn