

公司研究/年报点评

2019年03月27日

食品饮料/食品制造 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 7.23
合理价格区间(元): 8.19~8.58

贺琪 执业证书编号: S0570515050002
研究员 0755-22660839
heqi@htsc.com

王楠 执业证书编号: S0570516040004
研究员 010-63211166
wangnan2@htsc.com

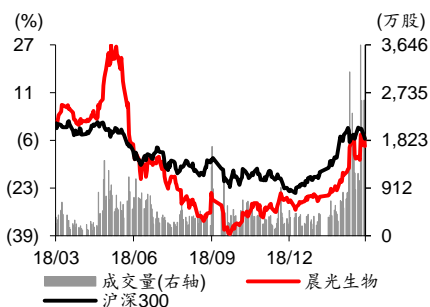
李晴 执业证书编号: S0570518110003
研究员 021-28972093
liqing3@htsc.com

张晋溢 010-56793951
联系人 zhangjinyi@htsc.com

相关研究

- 1《晨光生物(300138,增持): 坚持份额优先策略, 短期承压》2018.10
- 2《晨光生物(300138,增持): 主力产品价格下行压力超预期》2018.08
- 3《晨光生物(300138,买入): 晨光在植提行业的优势持续扩大》2018.04

一年内股价走势图



资料来源: Wind

费用压力大于预期

晨光生物(300138)

晨光生物 2018 年收入 30.63 亿元 (+10.51%)，净利 1.45 亿元 (+1.72%)
晨光生物 3 月 26 日发布年报，2018 年实现营业收入 30.63 亿元，同比增加 10.51%。实现归属于上市公司股东的净利润 1.45 亿元，同比增加 1.72%。归属于上市公司股东的扣除非经常损益的净利润为 1.21 亿元，同比增加 5.34%。由于公司的费用压力加大，公司 2018 年的业绩低于我们此前的预期。我们预计 2019~2021 年 EPS 分别为 0.39 元，0.47 元和 0.51 元，维持“增持”评级。

主力产品持续放量，市场份额有所上升

公司主导产品辣椒红的 2018 年销售量达到 5500 吨，同比增长 32%；饲料级叶黄素销量达到 3.2 亿克，同比增长 34%，市场份额进一步提升；花椒提取物销售额达到 1 亿元，同比增长 67%。潜力品种的放量也较为明显，番茄红素 2018 年的销量达到 200 万克，同比增长 280%。客户拓展方面，公司 2018 年先后与广东仙乐、美国 NBTY 等知名终端用户达成了战略合作，扩大了公司下游保健品生产商类型的客户群体。

费用压力加大，导致业绩低于预期

公司 2018 年毛利率为 14.29%，同比上升 1.46pct，费用压力的加大是业绩低于预期的主要原因。2018 年的销售费用同比增长 48.26%，管理费用同比增长 37.80%，财务费用同比增长 32.61%，均远高于收入增速。其中销售费用的增长主要是产品销量增长带来的发货费增长所致；管理费用的增长则主要是公司推出的绩效考核薪酬机制所致；财务费用的增长主要是贷款规模上升带来的利息支出增加所致。

加强原料种植基地建设，形成“新疆 + 云南 + 印度”的区位布局

以辣椒和万寿菊为代表的农副产品的价格波动会给公司的经营带来风险，因此晨光持续加强原料种植基地建设。公司陆续在新疆喀什、云南腾冲和印度布局了原材料基地，同时采购方式上也推陈出新，在传统的采购方式之外实行“农户+政府+企业”模式进行原材料种植和收购，并创新实施了按含量收购模式，提升原材料品质的同时改善种植户的盈利能力。

短期费用压力加大不改长期向好趋势，维持“增持”评级

虽然短期费用压力导致业绩不达预期，但是晨光生物主力产品持续放量和市场份额提升的趋势仍然在持续。考虑到费用压力或在未来 3 年内持续，我们下调盈利预测，预计晨光生物 2019~2021 年销售收入分别达到 34.11 亿元，38.50 亿元(下调 6%)和 41.53 亿元，分别同比增长 11.34%，12.88%和 7.87%。归属于上市公司股东的净利润分别达到 1.98 亿元(下调 13%)，2.42 亿元(下调 19%)和 2.61 亿元，分别同比增长 36.33%，22.26%和 7.82%。可比公司 2019 年平均 PE 估值为 21 倍，我们给予晨光生物 21~22 倍 PE 估值，目标价范围 8.19~8.58 元，维持“增持”评级。

风险提示：主要产品价格下降幅度超过预期；食品安全问题。

公司基本资料

总股本 (百万股)	513.71
流通 A 股 (百万股)	402.03
52 周内股价区间 (元)	4.84-14.09
总市值 (百万元)	3,714
总资产 (百万元)	3,357
每股净资产 (元)	3.40

资料来源: 公司公告

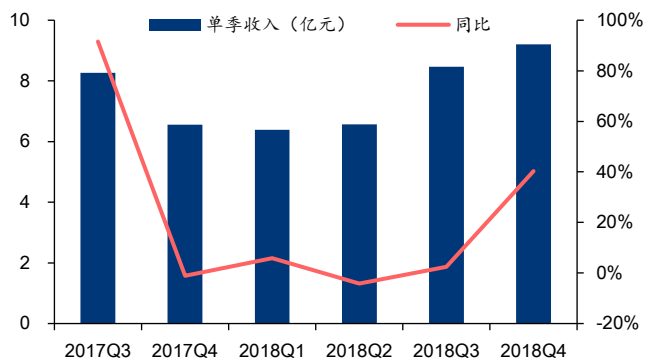
经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	2,772	3,063	3,411	3,850	4,153
+/-%	29.49	10.51	11.34	12.88	7.87
归属母公司净利润 (百万元)	142.83	145.28	198.07	242.16	261.10
+/-%	54.45	1.72	36.33	22.26	7.82
EPS (元, 最新摊薄)	0.28	0.28	0.39	0.47	0.51
PE (倍)	26.00	25.56	18.75	15.34	14.23

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

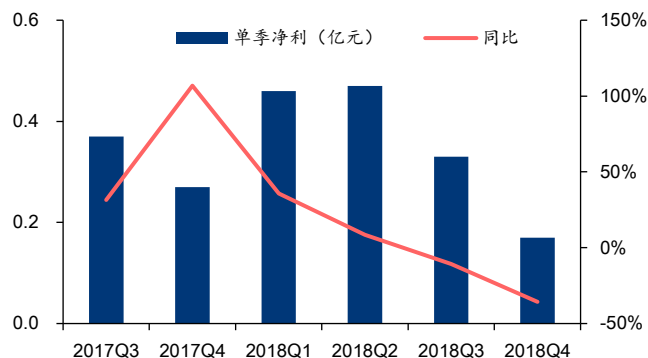
单季财务表现、盈利预测调整及可比公司估值表

图表1: 晨光生物单季收入及同比增速



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表2: 晨光生物单季净利及同比增速



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表3: 晨光生物盈利预测调整

	收入 (亿元)			EPS (元)		
	新	旧	幅度	新	旧	幅度
2019E	34.11	34.03	0%	0.39	0.45	-13%
2020E	38.5	40.91	-6%	0.47	0.58	-19%
2021E	41.53			0.51		

资料来源: 华泰证券研究所

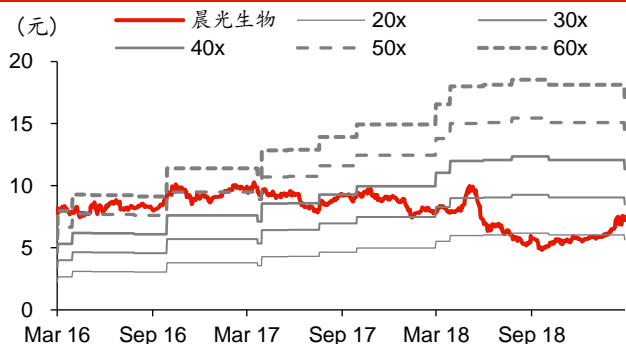
图表4: 晨光生物可比公司估值表

股票代码	股票简称	收盘价 元/股	EPS			PE			
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
300741.SZ	华宝股份	41.05	1.91	2.09	2.27	21	20	18	
600299.SH	安迪苏	12.75	0.35	0.54	0.65	36	24	20	
600298.SH	安琪酵母	26.61	1.04	1.27	1.50	26	21	18	
平均							21		

资料来源: Wind, 华泰证券研究所 收盘价取3月26日, 盈利预测取Wind一致预期

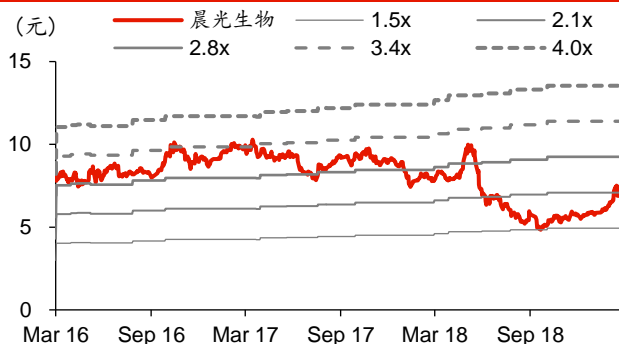
PE/PB - Bands

图表5: 晨光生物历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表6: 晨光生物历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,024	2,339	2,535	2,791	3,020
现金	127.30	192.91	195.69	171.97	186.86
应收账款	217.32	280.34	323.57	339.85	380.22
其他应收账款	5.29	18.01	16.49	15.93	20.50
预付账款	136.53	177.71	205.69	214.02	240.78
存货	1,467	1,505	1,696	1,937	2,065
其他流动资产	70.57	164.98	97.90	112.90	126.92
非流动资产	848.52	1,018	918.60	908.97	970.68
长期投资	0.00	0.87	0.00	0.00	0.00
固定投资	597.90	654.07	706.89	713.51	719.31
无形资产	120.07	121.37	121.37	121.37	121.37
其他非流动资产	130.55	242.11	90.34	74.09	129.99
资产总计	2,873	3,357	3,454	3,700	3,991
流动负债	1,196	1,556	1,459	1,495	1,556
短期借款	891.88	1,279	1,146	1,149	1,198
应付账款	71.09	116.67	91.13	115.54	131.27
其他流动负债	233.06	159.94	221.63	231.06	226.89
非流动负债	52.86	61.14	56.39	56.79	58.11
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	52.86	61.14	56.39	56.79	58.11
负债合计	1,249	1,617	1,515	1,552	1,614
少数股东权益	(1.07)	(3.93)	(7.39)	(11.63)	(16.19)
股本	366.95	513.71	513.71	513.71	513.71
资本公积	808.58	662.00	662.00	662.00	662.00
留存公积	483.94	599.87	770.43	984.05	1,217
归属母公司股东权益	1,625	1,744	1,946	2,160	2,393
负债和股东权益	2,873	3,357	3,454	3,700	3,991

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	(145.95)	(56.18)	141.06	113.21	186.32
净利润	128.66	142.43	194.61	237.93	256.53
折旧摊销	57.31	76.50	68.93	78.91	87.52
财务费用	31.94	42.35	45.34	42.68	43.81
投资损失	(1.40)	0.12	(1.61)	(0.96)	(0.82)
营运资金变动	(366.48)	(330.83)	(165.03)	(243.75)	(205.84)
其他经营现金	4.03	13.25	(1.18)	(1.60)	5.11
投资活动现金	(158.91)	(189.68)	38.71	(68.96)	(149.16)
资本支出	127.77	139.53	50.00	70.00	150.00
长期投资	(38.27)	(51.05)	(82.14)	(0.08)	(0.03)
其他投资现金	(69.41)	(101.20)	6.57	0.96	0.82
筹资活动现金	306.55	218.13	(177.00)	(67.97)	(22.28)
短期借款	247.28	387.29	(133.05)	2.60	49.49
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	104.84	146.75	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(110.93)	(146.58)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	65.36	(169.34)	(43.94)	(70.57)	(71.76)
现金净增加额	1.38	(25.64)	2.77	(23.72)	14.89

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,772	3,063	3,411	3,850	4,153
营业成本	2,417	2,626	2,923	3,300	3,560
营业税金及附加	10.35	9.10	12.32	13.24	13.87
营业费用	75.79	112.37	112.55	111.65	120.44
管理费用	77.40	106.67	109.14	123.20	132.90
财务费用	31.94	42.35	45.34	42.68	43.81
资产减值损失	8.38	5.72	5.72	5.72	5.72
公允价值变动收益	0.00	(0.45)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.40	(0.12)	1.61	0.96	0.82
营业利润	131.20	141.20	204.66	254.43	277.44
营业外收入	24.20	13.52	19.34	19.02	17.29
营业外支出	2.63	3.74	2.86	3.07	3.22
利润总额	152.77	150.98	221.14	270.38	291.51
所得税	24.11	8.55	26.54	32.45	34.98
净利润	128.66	142.43	194.61	237.93	256.53
少数股东损益	(14.17)	(2.86)	(3.46)	(4.23)	(4.56)
归属母公司净利润	142.83	145.28	198.07	242.16	261.10
EBITDA	220.45	260.05	318.93	376.02	408.78
EPS (元, 基本)	0.19	0.28	0.39	0.47	0.51

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	29.49	10.51	11.34	12.88	7.87
营业利润	36.00	7.62	44.94	24.32	9.04
归属母公司净利润	54.45	1.72	36.33	22.26	7.82
获利能力 (%)					
毛利率	12.83	14.29	14.31	14.28	14.29
净利率	5.15	4.74	5.81	6.29	6.29
ROE	8.79	8.33	10.18	11.21	10.91
ROIC	5.77	6.22	7.53	8.28	8.26
偿债能力					
资产负债率 (%)	43.47	48.16	43.87	41.95	40.45
净负债比率 (%)	72.09	79.68	76.18	74.57	74.76
流动比率	1.69	1.50	1.74	1.87	1.94
速动比率	0.46	0.53	0.56	0.56	0.60
营运能力					
总资产周转率	1.03	0.98	1.00	1.08	1.08
应收账款周转率	11.95	12.28	11.25	11.57	11.50
应付账款周转率	45.13	27.97	28.13	31.93	28.85
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.28	0.28	0.39	0.47	0.51
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.28)	(0.11)	0.27	0.22	0.36
每股净资产(最新摊薄)	3.16	3.40	3.79	4.20	4.66
估值比率					
PE (倍)	26.00	25.56	18.75	15.34	14.23
PB (倍)	2.29	2.13	1.91	1.72	1.55
EV_EBITDA (倍)	21.38	18.13	14.78	12.54	11.53

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com