

## 多业务协同发力，长期发展向好

### 投资要点

- **事件:** 晨光生物发布2023年半年报, 2023H1公司实现营业收入36.7亿元, 同比+13.7%; 归母净利润3.0亿元, 同比+24.2%。
- **主力产品优势扩大, 梯队产品快速发展。** 2023年上半年植提业务营收14.5亿元, 同比+5.8%。其中: 1、主导产品: 1) 辣椒红量价齐升, 销量近5900吨, 同比+16%, 5月份以来受异常气候影响售价小幅上涨。2) 辣椒精销量同比+25%, 售价维持高位。3) 叶黄素价格在二季度触底企稳, 销售结构持续优化, 饲料级叶黄素销量同比-70%, 食品级叶黄素销量同比+110%, 同时积极开发定制化或专用型产品。2、梯队产品: 1) 甜菊糖销售近亿元, 生产效率持续提升。2) 水飞蓟素、姜黄素产品快速发展, 开设投建专用生产线。3) 番茄红素紧密围绕客户需求, 继续拓宽应用范围。4) 花椒提取物销量同比+50%, 创同期历史新高。
- **棉籽业务稳健运行, 对锁经营规避风险。** 2023年上半年棉籽业务稳健运行, 营收20.0亿元, 同比+17.1%, 公司持续做好原料采购与产品销售的对锁经营, 有效规避了行情波动带来的风险。棉籽板块独立运作方向不变, 新疆晨光继续稳步推进北交所上市计划, 规划进度符合预期。
- **成本管控卓有成效, 期间费用率稳中有降。** 2023年上半年公司毛利率11.8%, 同比下降1.6pp; 净利率8.6%, 同比增加1.1pp; 其中植提/棉籽业务毛利率分别为20.9%/4.0%, 同比分别-2.4/-0.8pp, 毛利率下降主要系低毛利率的棉籽业务收入占比提升所致。费用方面, 销售/管理/财务/研发费用率分别为0.8%/3.1%/0.5%/1.1%, 同比+0/-1.5/-0.4/-0.6pp, 公司通过全方位的精细化管理, 带动期间费用率明显下降。
- **技术创新占领制高点, 新业务发展方向明确。** 公司高度重视技术研发, 将原材料中多种有效成分进行综合利用, 梯度开发高附加值新品, 做到吃干榨净物尽其用的同时增强产品盈利能力。此外, 公司积极发展新业务, 保健食品业务开展对外合作持续扩大产品销量, 销售额超过7000万, 同比+60%; 中药配方颗粒业务取得突破性进展, 两款产品成功备案。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2023-2025年归母净利润分别为5.4/6.7/8.2亿元, 对应动态PE分别为15/12/10倍。我们给予公司2024年15倍估值, 对应目标价18.9元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 市场需求低迷风险; 原材料供应及价格波动风险。

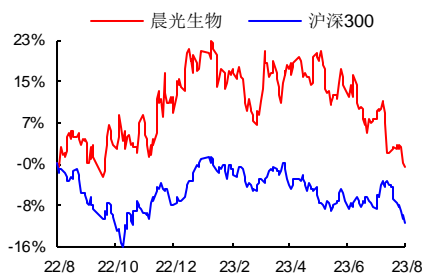
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(亿元)	62.96	73.48	86.87	100.82
增长率	29.18%	16.71%	18.22%	16.06%
归属母公司净利润(亿元)	4.34	5.40	6.70	8.15
增长率	23.48%	24.50%	23.95%	21.61%
每股收益EPS(元)	0.81	1.01	1.26	1.53
净资产收益率ROE	13.57%	14.57%	15.66%	16.40%
PE	19	15	12	10
PB	2.53	2.19	1.90	1.64

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振  
执业证号: S1250513110001  
电话: 023-63786049  
邮箱: zhz@swsc.com.cn  
联系人: 杜雨聪  
电话: 18716686475  
邮箱: dyuc@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	5.33
流通A股(亿股)	4.29
52周内股价区间(元)	15.15-19.09
总市值(亿元)	81.41
总资产(亿元)	72.40
每股净资产(元)	6.38

### 相关研究

1. 晨光生物(300138): 品类扩张拓展边界, 植提龙头行稳致远 (2023-05-09)

## 盈利预测与估值

### 关键假设：

假设 1：考虑到公司行业龙头稳固，公司辣椒红素、辣椒精、叶黄素等主要产品销量有望稳定增长。同时随着番茄红素、甜菊糖等高毛利率产品的销量上升以及新品的不断推出，公司植物提取类产品毛利率将保持稳中有升。预计 23-25 年辣椒红销量分别同比增长 15%、6%、5%，均价分别增长 1%、1%、1%；辣椒精销量分别同比增长 25%、8%、7%，均价分别增长 1%、1%、1%；叶黄素销量分别同比增长-37%、10%、5%，均价分别增长-1%、1%、4%；其他色素/香辛料/营养及药用类产品营收增速分别为 20%、15%、10%，毛利率分别为 25%、26%、27%。

假设 2：考虑到公司棉籽业务的收入和利润主要受加工量的影响，随着公司新建产能的不断投入，棉籽产能有望进一步释放。公司采用对锁的经营模式，平滑棉籽价格波动的影响，锁定加工利润，毛利率趋于稳定。预计 23-25 年棉籽类产品营收增速分别为 20%、23%、21%，毛利率分别为 4.5%、4.7%、4.8%。

假设 3：考虑到公司保健品 OEM 等产品销量高增，预计 23-25 年其他产品营收增速分别为 40%、30%、20%，毛利率分别为 15%、15%、15%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

亿元	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>合计</b>				
营业收入	63.0	73.5	86.9	100.8
yoy	29.2%	16.7%	18.2%	16.1%
营业成本	54.2	63.1	74.7	86.9
毛利率	13.9%	14.1%	14.0%	13.8%
<b>辣椒红</b>				
收入	11.7	13.5	14.5	15.4
Yoy	13.0%	16.2%	7.1%	6.1%
销量（吨）	8527	9807	10395	10915
销量 yoy	6.0%	15.0%	6.0%	5.0%
均价（元/kg）	137	138	139	141
均价 yoy	7.0%	1.0%	1.0%	1.0%
毛利率	17.8%	20.0%	21.0%	22.0%
<b>辣椒精</b>				
收入	3.6	4.5	4.9	5.3
Yoy	-8.0%	26.3%	9.1%	8.1%
销量（吨）	963	1204	1300	1391
销量 yoy	-12.0%	25.0%	8.0%	7.0%
均价（元/kg）	373	376	380	384
均价 yoy	4.0%	1.0%	1.0%	1.0%
毛利率	36.3%	40.0%	41.0%	42.0%

亿元	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>叶黄素</b>				
收入	4.1	2.6	2.8	3.1
Yoy	5.0%	-37.9%	11.6%	8.8%
销量 (吨)	233	146	161	169
销量 yoy	-24.0%	-37.0%	10.0%	5.0%
均价 (元/kg)	1760	1750	1770	1840
均价 yoy	38.0%	-1.0%	1.0%	4.0%
毛利率	39.9%	50.0%	50.9%	51.8%
<b>其他色素/香辛料/营养及药用类产品</b>				
收入	7.2	8.6	9.9	10.9
yoy	6.0%	20.0%	15.0%	10.0%
成本	5.5	6.5	7.3	8.0
毛利率	23.7%	25.0%	26.0%	27.0%
<b>棉籽类产品</b>				
收入	33.7	40.5	49.8	60.3
yoy	53.4%	20.0%	23.0%	21.0%
成本	32.2	38.7	47.5	57.4
毛利率	4.7%	4.50%	4.70%	4.80%
<b>其他业务</b>				
收入	2.7	3.7	4.8	5.8
yoy	49.7%	40.0%	30.0%	20.0%
成本	2.2	3.2	4.1	4.9
毛利率	18.1%	15.0%	15.0%	15.0%

数据来源: Wind, 西南证券

可比公司方面,我们以海天味业、金龙鱼、双汇发展作为可比公司。公司作为植提物行业龙头,主力产品稳健增长,梯队产品快速成长打造第二曲线,叠加规模化优势下成本有望持续下降。公司成长性优异,技术优势突出,铸造宽广护城河。参考可比公司估值,我们给予公司 2024 年 15 倍估值,对应目标价 18.9 元,维持“买入”评级。

**表 2: 可比公司一致性预期**

证券代码	证券简称	股价	归母净利润 (亿元)				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
603288.SH	海天味业	39.83	62.0	68.5	79.7	91.3	59	33	28	25
300999.SZ	金龙鱼	34.48	30.1	42.6	56.6	72.6	78	45	34	26
000895.SZ	双汇发展	25.09	56.2	59.7	64.6	70.5	16	15	13	12
平均值							51	31	25	21
300138.SZ	晨光生物	15.28	4.3	5.4	6.7	8.2	19	15	12	10

数据来源: Wind, 西南证券整理

**附表：财务预测与估值**

利润表 (亿元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (亿元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	62.96	73.48	86.87	100.82	净利润	4.36	5.42	6.72	8.17
营业成本	54.18	63.14	74.70	86.87	折旧与摊销	1.45	1.66	1.70	1.73
营业税金及附加	0.17	0.18	0.21	0.23	财务费用	0.23	1.30	1.41	1.48
销售费用	0.59	0.62	0.69	0.71	资产减值损失	-0.31	0.00	0.00	0.00
管理费用	1.93	2.20	2.43	2.52	经营营运资本变动	-3.78	-12.79	-7.51	-7.73
财务费用	0.23	1.30	1.41	1.48	其他	5.40	0.00	0.03	0.04
资产减值损失	-0.31	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>7.35</b>	<b>-4.40</b>	<b>2.35</b>	<b>3.68</b>
投资收益	0.38	0.00	0.00	0.00	资本支出	-0.75	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-0.05	-0.02	-0.03	-0.03	其他	-6.22	-0.15	-0.18	-0.18
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-6.96</b>	<b>-0.15</b>	<b>-0.18</b>	<b>-0.18</b>
<b>营业利润</b>	<b>4.87</b>	<b>6.00</b>	<b>7.40</b>	<b>8.98</b>	短期借款	2.05	2.28	1.60	0.63
其他非经营损益	0.15	0.18	0.24	0.29	长期借款	4.67	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>5.02</b>	<b>6.18</b>	<b>7.64</b>	<b>9.27</b>	股权融资	-0.04	0.00	0.00	0.00
所得税	0.66	0.75	0.92	1.10	支付股利	-0.69	-0.85	-1.04	-1.29
净利润	4.36	5.42	6.72	8.17	其他	-5.60	-1.00	-1.39	-1.45
少数股东损益	0.02	0.02	0.02	0.02	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>0.39</b>	<b>0.43</b>	<b>-0.83</b>	<b>-2.11</b>
归属母公司股东净利润	4.34	5.40	6.70	8.15	<b>现金流量净额</b>	<b>0.73</b>	<b>-4.12</b>	<b>1.34</b>	<b>1.39</b>
资产负债表 (亿元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	11.47	7.35	8.69	10.08	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	8.75	10.03	12.11	13.82	销售收入增长率	29.18%	16.71%	18.22%	16.06%
存货	20.33	29.06	33.34	38.26	营业利润增长率	26.54%	23.16%	23.30%	21.39%
其他流动资产	8.72	8.29	10.14	11.95	净利润增长率	24.38%	24.37%	23.86%	21.55%
长期股权投资	0.42	0.42	0.42	0.42	EBITDA 增长率	15.62%	36.82%	17.21%	16.00%
投资性房地产	0.12	0.12	0.12	0.12	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	15.33	13.78	12.19	10.57	毛利率	13.94%	14.07%	14.01%	13.83%
无形资产和开发支出	3.16	3.05	2.94	2.83	三费率	4.36%	5.62%	5.22%	4.67%
其他非流动资产	0.94	1.07	1.22	1.37	净利率	6.93%	7.38%	7.73%	8.10%
<b>资产总计</b>	<b>69.24</b>	<b>73.17</b>	<b>81.16</b>	<b>89.42</b>	ROE	13.57%	14.57%	15.66%	16.40%
短期借款	20.43	22.71	24.31	24.94	ROA	6.30%	7.41%	8.28%	9.13%
应付和预收款项	2.20	2.35	2.84	3.32	ROIC	8.76%	10.72%	11.16%	12.02%
长期借款	7.70	7.70	7.70	7.70	EBITDA/销售收入	10.40%	12.20%	12.09%	12.09%
其他负债	6.77	3.18	3.41	3.68	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>37.10</b>	<b>35.94</b>	<b>38.25</b>	<b>39.63</b>	总资产周转率	0.98	1.03	1.13	1.18
股本	5.33	5.33	5.33	5.33	固定资产周转率	4.82	5.65	7.26	9.37
资本公积	10.22	10.22	10.22	10.22	应收账款周转率	17.97	18.97	17.28	17.65
留存收益	16.62	21.17	26.83	33.69	存货周转率	2.50	2.52	2.37	2.40
归属母公司股东权益	31.65	36.72	42.37	49.23	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.05%	—	—	—
少数股东权益	0.49	0.51	0.53	0.55	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>32.14</b>	<b>37.23</b>	<b>42.91</b>	<b>49.79</b>	资产负债率	53.58%	49.12%	47.13%	44.32%
负债和股东权益合计	69.24	73.17	81.16	89.42	带息债务/总负债	75.84%	84.61%	83.67%	82.35%
					流动比率	1.79	2.07	2.24	2.47
					速动比率	1.05	0.97	1.08	1.19
					股利支付率	15.96%	15.66%	15.57%	15.79%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	6.55	8.96	10.50	12.18	每股收益	0.81	1.01	1.26	1.53
PE	18.76	15.07	12.15	9.99	每股净资产	6.03	6.99	8.05	9.34
PB	2.53	2.19	1.90	1.64	每股经营现金	1.38	-0.83	0.44	0.69
PS	1.29	1.11	0.94	0.81	每股股利	0.13	0.16	0.20	0.24
EV/EBITDA	14.78	11.48	9.80	8.38					
股息率	0.85%	1.04%	1.28%	1.58%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com

---

	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn

---