

2020年04月12日

证券研究报告·公司研究报告

晨光生物(300138) 食品饮料

买入(首次)

当前价: 9.10元

目标价: 14.70元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

高新技术+植提物隐形冠军，长期持续增长可期

投资要点

- 本篇报告基于晨光生物多年的发展和多品类开拓进程，寻求资本市场对公司重新认知——晨光是一家高科技含量公司，下游需求稳健增长，通过核心技术优势达到多品类开拓，综合种植、加工和销售一体化的全球植提物隐形冠军。基于市场空间广阔、核心品类盈利能力持续增长、其他品类高速放量、具备核心技术优势，理应享受稳定的高估值。市场对晨光生物主要有四个方面的分歧：1、产品品类空间不够大；2、产品具有周期性；3、农产品加工公司，科技含量不大，估值较低；4、现金流不乐观。
- 植提物行业市场容量千亿美元，晨光目前上规模产品市场容量百亿元，布局工业大麻市场容量千亿美元。植提物行业下游主要是食品、医药、化妆品、保健品、动物营养配料等，均是稳定持续增长的行业，年均增速 5%-15%左右，行业容量在持续增加；植提物行业市场容量千亿美元，对于晨光来讲，目前放量产品单个空间并不大，但叠加起来有百亿元，且有 10%左右的自然增长。同时，公司积极布局的工业大麻产品，市场容量在千亿美元规模，期待在此领域大爆发。
- 植提物行业周期性并不明显。在理解周期性上，量的意义大于价，价格是量的最终反馈。植提物下游主要是食品、餐饮、化妆品、医药和保健品等，基本属于稳健增长的行业，年均增速 10%-15%，所以波动主要取决于上游种植面积和气候情况，决定当期原材料的产量，带来行业价格的波动，从而决定产品的收入和利润。但只要下游需求是稳定持续增长的，行业空间就在持续放大，我们并不认为植提物行业属于强周期。晨光属于农产品加工企业，单纯从利润来看，总体有一定的波动。但综合晨光的发展历程，原有核心产品辣椒红、辣椒精和叶黄素销量年均增速 20%-30%，新开拓的品类亦是呈现高速增长，市场份额持续提升。只要晨光的销量是持续快速增长的，那么市占率就在逐步提升，公司利润就是螺旋上升，所以无需对公司产品价格波动产生过大的担忧，注重销量增长，看重公司的长期发展。
- 晨光是一家高新技术企业，植提物领域隐形冠军。晨光生物的高科技，不仅仅体现在科研、奖项和生产，更深层次的是为什么公司每开拓一个新的品类均能够成功——快速打开销路、扩展市场份额？这与公司在核心技术之下，能够通过综合管理，快速实现低成本、规模效益生产直接相关。在技术为引导的前提下，能够实现品类的扩充，而公司整体的上游种植、设备制造、加工和销售体系一体化，决定了晨光能够实现品类的快速拓展，低成本和渠道优势又决定了晨光能够快速放大销量，反过来规模经济又会进一步降低成本，更好的参与到市场竞争之中。实际上单纯看植物提取有效成分并不难，但能够实现规模化、批量有利润的生产并不容易，晨光能够成为植物提取的龙头企业，与过去几十年持续的研发（近三年公司研发费用均在亿元以上，且大幅提升，2018年达到1.5亿元，占植提物收入比重超过10%）、管理、市场销售等分不开。同时，公司不仅仅通过经销商把产品销售出去，部分产品需要与下游客户一起做一体化服务方案，包括国际知名植提物公司加大与晨光在技术及科研方面合作，包括采购品控、方案解决，共同研发等。

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

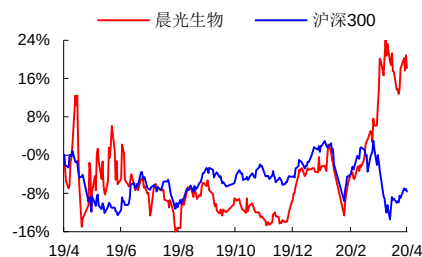
邮箱：zhz@swsc.com.cn

联系人：周可为

电话：023-67710114

邮箱：zhkw@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)	5.12
流通A股(亿股)	4.05
52周内股价区间(元)	6.45-9.55
总市值(亿元)	46.58
总资产(亿元)	34.58
每股净资产(元)	3.60

相关研究

- **现金流有望迎来拐点。**晨光生物近几年现金流确实不太乐观，亦是市场重点关注的一点，实际上分拆来看，原因可以归结为四个方面：1) 为未来扩展业务、扩大生产储备较多原材料，显示为存货金额在持续增加；2) 研发费用投入力度较大；3) 下游提升市占率和开拓新品，给予经销商和客户信用支持；上游采购需要及时付款。公司长期持续投入研发、让利经营模式与长期战略是直接相关的，前期投入资金提升市占率和拓展品类，布局公司长远发展，有望迎来现金流拐点。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.38 元、0.49 元、0.63 元，对应动态 PE 分别为 24 倍、19 倍和 15 倍，基于公司高新技术和植提物行业龙头地位，给予 2020 年 30 倍估值，对应目标价 14.7 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**经济大幅下滑风险；工业大麻政策存在不确定性；原材料价格或大幅波动。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	3063.44	3267.47	3646.29	4001.62
增长率	10.51%	6.66%	11.59%	9.74%
归属母公司净利润（百万元）	145.28	191.98	249.02	320.75
增长率	1.72%	32.14%	29.71%	28.81%
每股收益 EPS（元）	0.28	0.38	0.49	0.63
净资产收益率 ROE	8.18%	9.95%	11.64%	13.31%
PE	32	24	19	15
PB	2.68	2.41	2.18	1.93

数据来源：Wind，西南证券

目 录

引言.....	1
正文.....	1
1 植提物行业市场容量千亿规模.....	3
1.1 晨光上规模产品市场容量百亿	3
1.2 工业大麻：下一个大单品	4
2 各品类销量快速增长，逐步熨平业绩大幅波动	6
2.1 辣椒红具备全球定价权	6
2.2 叶黄素量价齐升，业绩弹性凸显	9
2.3 香辛料业务高速增长	10
2.4 布局其他小品类，多维度产品高速增长	12
3 具备核心技术、研发类高新技术企业.....	13
4 现金流逐步改善，有望迎来拐点	14
5 盈利预测与投资建议	15
6 风险提示	16

图 目 录

图 1: 餐饮行业持续稳健增长	3
图 2: 食品制造行业恢复增长	3
图 3: 化妆品行业持续增长	3
图 4: 保健品行业持续增长	3
图 5: 2011 年以来工业大麻产量及同比增速	5
图 6: 2011 年以来工业大麻播种面积及同比增速	5
图 7: 美国工业大麻销售额 (亿美元)	6
图 8: 公司辣椒红素收入及增速	8
图 9: 公司辣椒红素销量及增速 (吨, 折 150)	8
图 10: 2012 年以来辣椒红价格 (万元/吨)	8
图 11: 公司叶黄素收入及增速	10
图 12: 公司叶黄素销量及增速 (折 120)	10
图 13: 叶黄素价格及增速	10
图 14: 调味品及发酵制品持续增长	11
图 15: 调味零售总额稳健增长	11
图 16: 2012 年以来辣椒精收入及增速	11
图 17: 辣椒精销量及增速	11
图 18: 2014 年以来花椒\胡椒收入及增速	12
图 19: 花椒\胡椒销量快速增长	12
图 20: 晨光生物 2013 年以来现金流情况 (亿元)	14
图 21: 晨光生物 2013 年以来存货持续增加 (亿元)	14
图 22: 晨光生物 2013 年以来应收账款持续增加 (亿元)	15
图 23: 晨光生物 2013 年以来预付款项持续增加 (亿元)	15

表 目 录

表 1: 晨光上规模产品百亿市场容量	4
表 2: 工业大麻的用途	5
表 3: 辣椒红色素应用行业概况	7
表 4: 叶黄素应用行业概况	9
表 5: 晨光生物主流产品达到全球第一/第二用时	12
表 6: 储备产品发展进度	12
表 7: 晨光生物研发投入持续增加	13
表 8: 分业务收入及毛利率	15
表 9: 可比公司估值情况	16

引言

青蒿素：是从复合花序植物黄花蒿茎叶中提取的有过氧基团的倍半萜内酯的一种无色针状晶体，由中国药学家屠呦呦在 1971 年发现，青蒿素是继乙氨嘧啶、氯喹、伯喹之后最有效的抗疟特效药，尤其是对于脑型疟疾和抗氯喹疟疾，具有速效和低毒的特点，曾被世界卫生组织称做是“世界上唯一有效的疟疾治疗药物”。2015 年 10 月，屠呦呦因为发现青蒿素获得诺贝尔生理学或医学奖，成为首获科学类诺贝尔奖的中国人。

正文

青蒿素的提取、发展和应用，充分显示了植提物行业的重要性和高科技含量。对于晨光生物来讲，公司定位于全球植提物龙头，目前在辣椒红、辣椒精和叶黄素领域已做到全球规模第一，辣椒红和辣椒精已具备定价权。近几年，三大产品在全球市占率第一的情况下，销量继续保持高速增长。我们看好公司作为全球植提物龙头，多品类开拓的能力和空间；从原材料种植、加工到销售，公司综合能力显著，同时生产环节具备高科技含量；公司通过植提物的核心技术，从辣椒红、辣椒精成功拓展到叶黄素、花椒和胡椒提取物（全球第二）、甜菊糖、菊粉、番茄红素等品类，同时布局中药和工业大麻领域，储备多种研发品类；作为全球植提物高科技龙头，空间广阔，理应享受高估值。

本篇报告基于晨光生物多年的发展和多品类开拓进程，寻求资本市场对公司的重新认知——晨光是一家高科技含量公司，下游需求稳健增长，通过核心技术优势达到多品类开拓，综合种植、加工和销售一体化的全球植提物隐形冠军。市场对晨光生物主要有四个方面的分歧：1) 产品品类空间不够大；2) 产品具有周期性；3) 农产品加工公司，科技含量不大，估值较低；4) 现金流不乐观。

我们区别于市场的观点：

(1) 植提物行业市场容量千亿美元，晨光目前上规模产品市场容量百亿元，布局工业大麻市场容量千亿美元。植提物行业下游主要是食品、医药、化妆品、保健品、动物营养配料等，均是稳定持续增长的行业，年均增速 5%-15% 左右，植提物行业千亿规模，并且在持续增加。

对于晨光生物来讲，目前已经放量的产品：辣椒红全球年需求量 1 万吨左右，产值 15-20 亿元，年均增速 10%，主要以中国和印度为主要产地，晨光市占率 60% 左右；辣椒精全球年需求量将近 4000 吨，产值 6-8 亿元，年均增速 15% 左右，其中国内和国外各占一半，晨光国内外市占率分别达到 60%、15%，综合市占率 40% 左右；叶黄素全球年需求量 12 亿克，其中饲料级 10 亿克、食品级 2 亿克，市场规模超过 10 亿元，晨光饲料级、食品级市占率分别为 25%、20%；花椒提取物行业容量 6 亿元左右，年均增速 15%，2019 年晨光花椒提取物行业规模第二，市占率达到 28%；胡椒提取物产品容量数亿元，未来三年市占率有望达到 25%；番茄红素全球产值 10-20 亿元，增速 15%+，近三年公司番茄红素开始大幅放量；甜菊糖产值 20 亿元，年均增速 10% 左右；菊粉产值 20-30 亿元，增速 15% 左右。同时，公司积极布局的工业大麻产品，市场容量在千亿美元规模，期待在此领域大爆发。

晨光核心优势在于运用植提物核心技术，多品类拓展，每年均有放量的小品类产品出现，市场培育多角度发展，空间巨大。同时，值得重视的是：1) 每个品类市场容量有限，最终

竞争者往往 2-3 家，龙头往往可以有绝对高的市占率，取得定价权之后有望提价；2) 植物提取物属于天然添加剂，环保、健康、低热量等优势，替代合成类添加剂趋势越发明显。

(2) 在理解周期性上，我们的观点是：量的意义大于价，价格是量的最终反馈。产品价格的波动取决于供需关系，植提物下游主要是食品、医药、化妆品、保健品、动物营养配料等，均是稳定持续增长的行业，年均增速 5%-15% 左右，基本属于稳健增长的行业，所以波动主要取决于上游种植面积和气候情况，决定当期原材料的产量，带来行业价格的波动，从而决定产品的收入和利润。但只要下游需求是稳定持续增长的，行业空间就在持续放大，我们并不认为植提物行业属于强周期。

晨光属于农产品加工企业，单纯从利润来看，总体有一定的波动。但综合晨光的发展历程，原有核心产品辣椒红、辣椒精和叶黄素销量年均增速 20%-30%，新开拓的品类亦是呈现高速增长，市场份额持续提升。只要晨光的销量是持续快速增长的，那么市占率就在逐步提升，收入和利润的短期变化取决于价格，但只要销量是稳步上行，公司利润就是螺旋上升，所以无需对公司产品价格波动产生过大的担忧，注重销量增长，看重公司的长期发展。我们看重的是公司销量的稳健增长和市占率的提升，为何公司销量能够保持始终快于行业的增速？为何公司每开拓一个新的品类都能够逐步做大，逐步成为行业的前几名或是龙头？

辣椒红、辣椒精具备全球定价权，盈利能力持续快速增长；其他品类高速放量，市占率提升明显。

(3) 晨光生物的高科技，不仅仅体现在科研、奖项和生产，更深层次的是为什么公司每开拓一个新的品类均能够成功——快速打开销路、扩展市场份额？这与公司在核心技术之下，能够通过综合管理，快速实现低成本、规模效益生产直接相关。在技术为引导的前提下，能够实现品类的扩充，而公司整体的上游种植、设备制造、加工和销售体系一体化，决定了晨光能够实现品类的快速拓展，低成本和渠道优势又决定了晨光能够快速放大销量，反过来规模经济又会进一步降低成本，更好的参与到市场竞争之中。

晨光虽然是农产品加工公司，但具备核心的植物提取技术、博士后和院士工作站，属于研发类高新技术企业；实际上单纯看植物提取有效成分并不太难，但能够实现规模化、批量有利润的生产并不容易，晨光能够成为植物提取的龙头企业，与过去几十年持续的研发（近三年公司研发费用均在亿元以上，且大幅提升，2018 年达到 1.5 亿元，占植提物收入比重超过 10%）、管理、市场销售等分不开。同时，公司不仅仅通过经销商把产品销售出去，部分产品需要与下游客户一起做一体化服务方案，包括国际知名植提物公司加大与晨光在技术及科研方面合作，包括采购品控、方案解决，共同研发等。

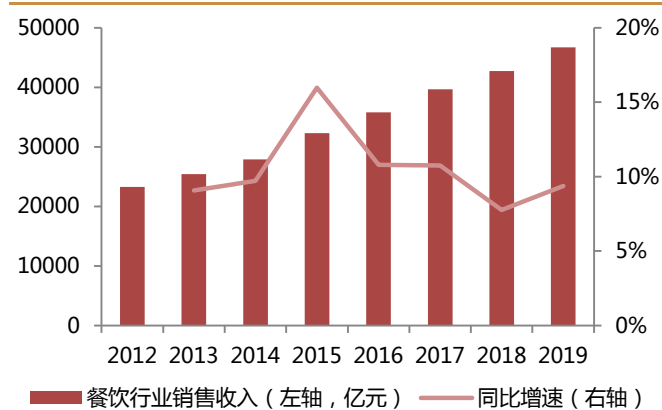
(4) 晨光生物近几年现金流确实不太乐观，亦是市场重点关注的一点，实际上分析来看，原因可以归结为四个方面：1) 为未来扩展业务、扩大生产储备较多原材料，显示为存货金额在持续增加；2) 研发费用投入力度较大；3) 下游提升市占率和开拓新品，给予经销商和客户信用支持；上游采购需要及时付款。公司长期持续投入研发、让利经营模式与长期战略是直接相关的，前期投入资金提升市占率和拓展品类，布局公司长远发展，有望迎来现金流拐点。

(5) 基于市场空间广阔、核心品类盈利能力持续增长、其他品类高速放量、具备核心技术优势，理应享受稳定的高估值。

1 植提物行业市场容量千亿规模

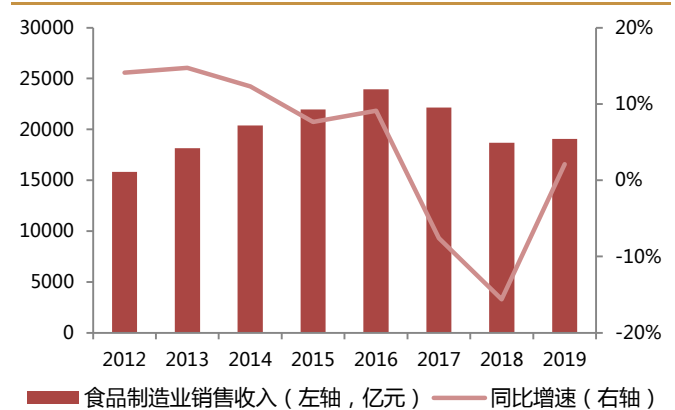
行业空间足够大，规模千亿，下游需求稳健持续增长。“萃取植物天然精华，为人类健康服务”，植物提取物行业属于朝阳行业，增长空间广阔。目前已知植提物品种超过 300 个，行业下游主要是食品、医药、化妆品、保健品、动物营养配料等，均是稳定持续增长的行业，下游行业稳健，年增速基本均在 10%-15% 左右。植物提取物属于天然添加剂，具有环保、健康、低热量等优势，消费者对于健康的追求是无止境的，天然植提产品替代合成类添加剂趋势越发明显；尤其是国内市场，在食品等各方面法律监管趋严的态势下，天然植物提取物发展快速。

图 1：餐饮行业持续稳健增长



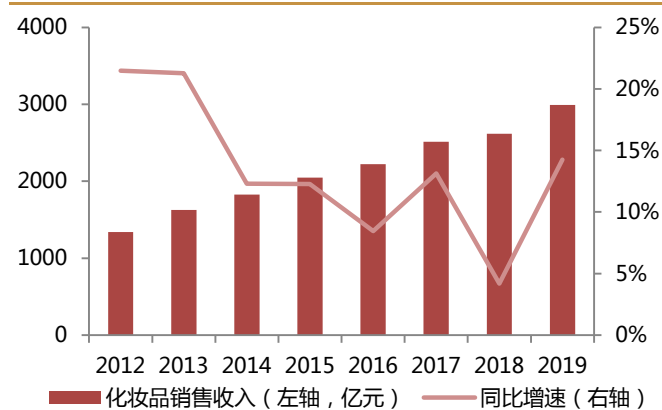
数据来源：WIND，西南证券整理

图 2：食品制造行业恢复增长



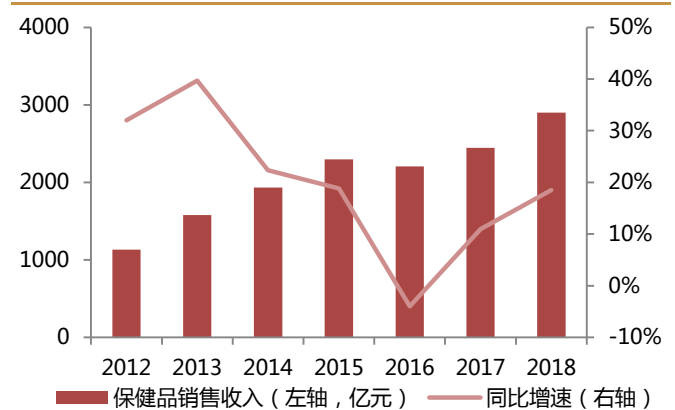
数据来源：WIND，西南证券整理

图 3：化妆品行业持续增长



数据来源：WIND，西南证券整理

图 4：保健品行业持续增长



数据来源：WIND，西南证券整理

1.1 晨光上规模产品市场容量百亿

晨光生物产品众多，主要分为四个梯队：一、全球市场份额第一，具有强议价权，包括辣椒红、辣椒精、叶黄素和棉籽蛋白；二、已成规模，快速放量期，对全球价格有重要影响，包括甜菊糖、花椒和胡椒提取物等；三、小规模生产，快速放量产品，包括番茄红素、葡萄籽提取物、动物饲料等；四、储备产品，包括精油、菊粉、银杏提取物和工业大麻等。

目前,辣椒红全球年需求量 1 万吨左右,产值 15-20 亿元,年均增速 10%,主要以中国和印度为主要产地,晨光市占率 60%左右;辣椒精全球年需求量将近 4000 吨,产值 6-8 亿元,年均增速 15%左右,其中国内和国外各占一半,晨光国内外市占率分别达到 60%、15%,综合市占率 40%左右;叶黄素全球年需求量 12 亿克,其中饲料级 10 亿克、食品级 2 亿克,市场规模超过 10 亿元,晨光饲料级、食品级市占率分别为 25%、20%;花椒提取物行业容量 6 亿元左右,年均增速 15%,2019 年晨光花椒提取物行业规模第二,市占率达到 28%;胡椒提取物产品容量数亿元,未来三年市占率有望达到 25%;番茄红素全球产值 10-20 亿元,增速 15%+,近三年公司番茄红素开始大幅放量;甜菊糖产值 20 亿元,年均增速 10%左右;菊粉产值 20-30 亿元,增速 15%左右。

晨光核心优势在于运用植物核心技术,多品类拓展,每年均有放量的小品类产品出现,市场培育多角度发展,空间巨大。同时,值得重视的是:1、每个品类市场容量有限,最终竞争者往往 2-3 家,龙头往往可以有绝对高的市占率;2、植物提取物属于天然添加剂,环保、健康、低热量等优势,替代合成类添加剂趋势越发明显。

表 1: 晨光上规模产品百亿市场容量

产品		用途	行业容量及增速 (亿元)		
			2019	增速	2022E
已经规模化 的产品	辣椒红	食品、医药、化妆品、饲料等行业调色,其中食品占比 80%	20	10%	27
	辣椒精	含辣味食品、调料的调味。	8	15%-20%	13
	叶黄素	食品、化妆品、饲料等行业调色,精加工后可应用于保健品	15	20%	26
	甜菊糖	无糖甜味剂,用于食品饮料	20	20%	35
	花椒/胡椒提取物	应用于肉制品、休闲食品、方便食品、速冻食品、海鲜食品、餐饮等。	10	15%	15
	番茄红素	对心血管和前列腺有一定的预防作用,可防止 DNA 细胞破坏,抗辐射,改善皮肤健康。	15	20%	26
	葡萄籽提取物	具有延缓衰老和增强免疫力的作用,应用于保健食品。	15	20%	26
合计			103	—	167

数据来源:公司公告,西南证券整理

1.2 工业大麻: 下一个大单品

大麻是大麻类植物的统称,在所有的大麻里面都含有四氢大麻酚(THC)还有大麻二酚(CBD),根据 THC 的含量高低,大麻又可以分为工业大麻和娱乐大麻。工业大麻指的是 THC<0.3%,不显示精神活性(无毒)的大麻品种。从工业大麻中提取出来的原材料被广泛应用于食品、医药、纺织、建筑等领域,目前全球共有德国、澳大利亚、以色列等 34 个国家实现医用大麻全面合法化,英国、法国等 9 个国家部分医用大麻规范合法化。

工业大麻及其提取物主要有医疗、工业和食品三种应用。一、医疗:大麻中多种提取物被广泛用于医疗领域,其中 CBD 具有极高的药用价值,用于缓解疼痛,治疗癫痫、抑郁症等神经性疾病;二、工业:大麻不同部分可以应用于不同的工业,比如大麻纤维可以用于造纸、纺织等,大麻杆可以建筑材料、纤维增强复合材料等,大麻根的成分还应用于电池正负极材料;三、食品:大麻籽可以作为食品添加剂和动物饲料,并且 CBD(大麻二酚)可以成为普通饮料、功能性饮料和营养品的添加剂。

表 2：工业大麻的用途

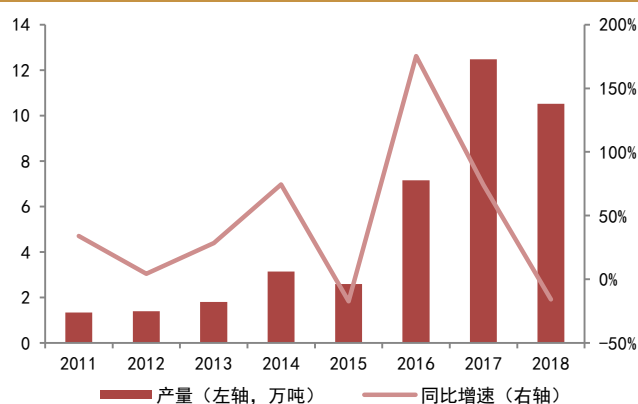
部位	提取物	用途
茎	韧皮纤维和粗亚麻	韧皮纤维是上等的造纸、纺织、绳索制品原材料；粗亚麻可用于生产塑料、微粒板
花叶	大麻酚 (CDN)，大麻二酚 (CBD)	营养添加剂、牲畜食物
籽	大麻籽油、大麻籽粕	食品和饲料、营养添加剂、化妆品等
根	其他成分	燃料、电池正负材料

数据来源：西南证券整理

中国工业大麻的种植与加工需要受到当地公安局的审批，云南（2010 年）、黑龙江（2017 年）、吉林（2018 年）三个省份已经获批可在省级农业科学院的指导下发展工业大麻产业。若来工业大麻的药用价值及新型应用方向的进一步印证，预计国内极有可能增加合法化省份的数量，进一步推动工业大麻的合法化进程。

目前中国是全球最大的工业大麻种植国家。据统计，欧洲、中国、韩国和俄罗斯是世界上主要的工业大麻生产地区，其中中国种植面积最大，约占全世界一半左右。2011-2018 年，我国工业大麻播种面积由 4500 公顷扩大至 18560 公顷，CAGR 达 22%；产量由 1.34 万吨提升至 10.52 万吨，CAGR 达 34%。作为晨光布局的工业大麻业务，目前正处于培育阶段，子公司云麻生物已取得工业大麻种植许可，正在进行大麻加工许可证申请。未来加工许可证落地，公司依靠优秀的提取技术和产品性能，不断开拓市场，大麻业务将呈现高速增长的趋势。

图 5：2011 年以来工业大麻产量及同比增速



数据来源：WIND，西南证券整理

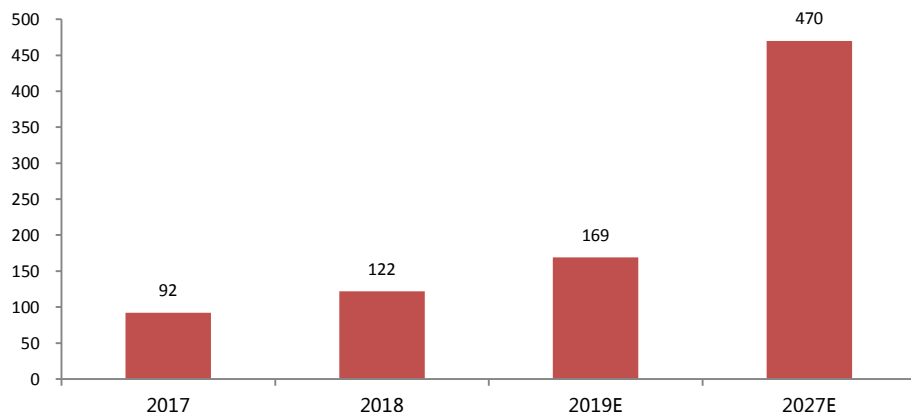
图 6：2011 年以来工业大麻播种面积及同比增速



数据来源：WIND，西南证券整理

美国工业大麻正处于成长初期，增长势头迅猛，根据 ArcviewGroup 统计，2017 年北美合法工业大麻销售额达 92 亿美元，在 2018 年为 122 亿美元；预计 2019 年将增长 38% 达到 169 亿美元，美国的工业大麻市场迎来持续的增长，到 2027 年将超过 470 亿美元。下游应用场景广阔，主要集中于医药、化妆品、食品饮料、烟草等领域，已使用或进行研发的品牌众多，包括可口可乐、百事可乐、万宝路、红牛、雀巢等。未来大麻加工技术的提升以及应用领域的拓展，工业大麻需求有望井喷，根据 Canopy Growth 估计，全球潜在的工业大麻市场规模超过 5000 亿美元。

图 7：美国工业大麻销售额（亿美元）



数据来源：ArcviewGroup，莱茵生物公告，西南证券整理

2 各品类销量快速增长，逐步熨平业绩大幅波动

在理解周期性上，我们的观点是：量的意义大于价，价格是量的最终反馈。产品价格的波动取决于供需关系，植提物下游是食品、餐饮、化妆品、医药和保健品等，基本属于稳健增长的行业，年均增速 10%-15%，所以波动主要取决于上游种植面积和气候情况，决定当期原材料的产量，带来行业价格的波动，从而决定产品的收入和利润。但只要下游需求是稳定持续增长的，行业空间就在持续放大，我们并不认为植提物行业属于强周期。

晨光属于农产品加工企业，单纯从利润来看，总体有一定的波动。但综合晨光的发展历程，原有核心产品辣椒红、辣椒精和叶黄素销量年均增速 20%-30%，新开拓的品类亦是呈现高速增长，市场份额持续提升。只要晨光的销量是持续快速增长的，那么市占率就在逐步提升，收入和利润的短期变化取决于价格，但只要销量是稳步上行，公司利润就是螺旋上升，所以无需对公司产品价格波动产生过大的担忧，注重销量增长，看重公司的长期发展。我们看重的是公司销量的稳健增长和市占率的提升，为何公司销量能够保持始终快于行业的增速？为何公司每开拓一个新的品类都能够逐步做大，逐步成为行业的前几名或是龙头？

同时，值得深思的是如果晨光在某些品类市占率达到一定程度，足够决定行业的定价权，那么利润随着销量的增长，就会呈现出稳定增长的态势，目前辣椒红、辣椒精已经可以做到。近几年公司业绩波动已明显减弱，随着公司具有定价权的产品品类越来越多，公司业绩的稳定性和长期持续增长就更加显著。

目前公司核心产品（对全球价格具有重要影响）辣椒红、辣椒精、叶黄素均为全球市占率第一位，近几年销量稳定快速增长，全球定价权越发明显。公司从辣椒红逐步拓展到辣椒精及其他香辛料、叶黄素，均做到全球第一位市占率。

2.1 辣椒红具备全球定价权

辣椒红色素别名辣椒红，是一种存在于成熟红辣椒果实中的四萜类橙红色色素，属类胡萝卜素类色素。其中极性较大的红色组分为辣椒红素和辣椒玉红素，占总量的 50%-60%，另一类是极性较小的黄色组分，主要成分为胡萝卜素和玉米黄质，它们具有维生素 A 的活性。

辣椒红色素不仅色泽鲜艳，色价高，着色力强，保色效果好，广泛应用于水产品、肉类、糕点、色拉、罐头、饮料等各类食品的着色，还可以有效地延长仿真食品的货架期；而且安全性高，具有营养保健作用，并被现代科学证明有抗癌、抗辐射等功能。

辣椒红色素已被美国 FAO、英国、日本、EEC、WHO 等组织审定为无限性使用的天然食品添加剂，其国际市场十分紧俏。辣椒红色素安全性已得到世界公认，联合国粮农组织和世界卫生组织将辣椒红色素列为 A 类色素，在使用中不加限量。根据中国《食品添加剂使用卫生标准》(GB2760—1996) 规定：辣椒红可用于冰淇淋、糕点上彩装、雪糕、冰棍、饼干、熟肉制品、人造蟹肉、酱料、糖果，按生产需要适量使用。

表 3：辣椒红色素应用行业概况

行业	使用内容
食品工业	辣椒红色素用于饮料、果冻、酱油及糖等食品中时，不仅对人体无毒副作用，且可增加人体内类胡萝卜素类化合物，有一定的营养价值；着色均匀，性质较稳定，色泽鲜艳明快、光亮度好，在食品工业中有广阔的应用前景，尤其是在酱油等食品中的应用效果更佳。
医学应用	天然食用色素在医药上应用也很广泛，如各种液体药品中的显色，各种药丸、药片外衣的红、黄、绿等色彩。
预防辐射	香辛料能够保护细胞的 DNA 不受辐射线的破坏，研究人员针对各种香辛料进行比较，以了解红辣椒、黑胡椒、咖喱、姜黄素等各种香辛料预防辐射的保护功效，结果发现辣椒红色素的保护功效最为显著。
化妆品	妆品中如口红、胭脂等的颜色有重要地位，并对人体有直接影响，现已有少量天然色素的试制品，应大力开发天然化妆品，将天然食用色素(辣椒红色素等)应用于化妆品中。
饲料应用	对辣椒红色素的改性及在饲料中的应用研究表明：辣椒红色素的物理改性与皂化改性二者比较，皂化改性生产的产品更容易被动物吸收，也比物理改性的辣椒红色素稳定。同时，辣椒红素制品与叶黄素制品二者配合使用，效果更明显。

数据来源：西南证券整理

需求端稳定增长，竞争格局凸显晨光优势

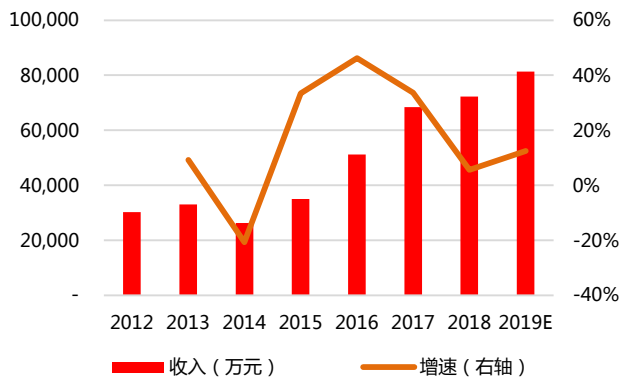
辣椒红素最先在欧洲盛行，主要作为天然色素用于食品添加剂，后来转移至印度大规模生产，80 年代引入国内，2000 年产业化，培育了一批以晨光为代表的辣椒红素生产企业，随着国内技术水平和加工工艺的不断提升，国内辣椒红素生产和销售已处于国际主导型地位。辣椒红素主要产地为中国和印度，中国优势在于技术和工序，印度优势在于人工成本较低；综合来看，中国以技术优势为主导的情况下，享有较大的成本优势。

目前，辣椒红全球年需求量 1 万吨左右，产值 15-20 亿元，年均增速 10%，主要以中国和印度为主要产地；2019 年晨光生物辣椒红销量 5900 吨，同比+7%，全球市占率 60%左右，连续十二年维持全球市场份额第一。

在 2011-2012 年辣椒红素盈利能力较好的情况下，国内外产能充足，产量大幅增加，导致行业恶劣竞争，相互压低价格，行业进入洗牌阶段，晨光拥有技术和低成本的优势（较同行业低 5-7 个百分点），在行业洗牌阶段取得绝对优势地位；随着小厂商的逐步退出，行业竞争趋于合理，晨光在高市占率和品牌知名度较高的背景下，并未主导产品涨价，随着行业渠道库存的清理完毕，晨光辣椒红素销量快速增长。

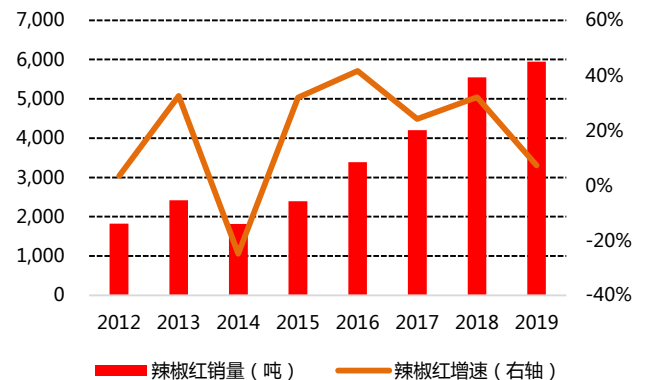
辣椒红稳居全球第一市占率，晨光的战略依然是持续提升市占率，力求未来市占率能够达到 80%左右。2015-2019 年中期，辣椒红销量增速基本在 30%-40%左右。

图 8：公司辣椒红素收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

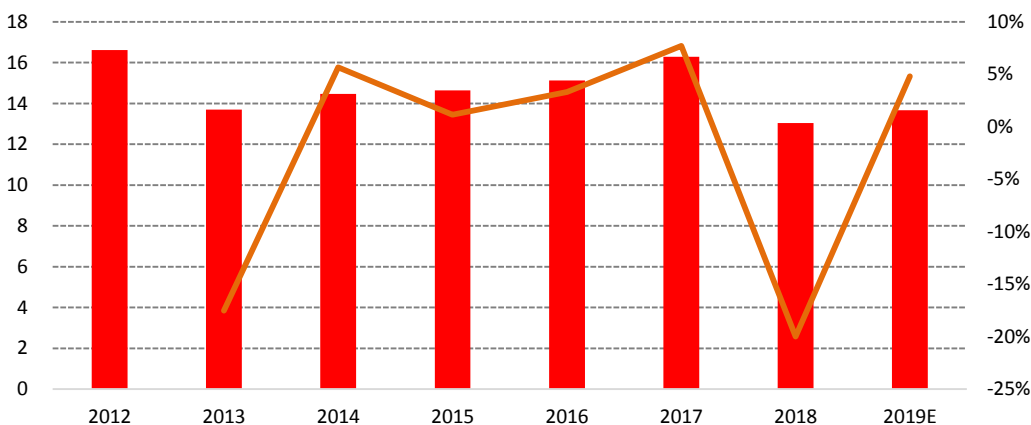
图 9：公司辣椒红素销量及增速（吨，折 150）



数据来源：公司公告，西南证券整理

辣椒红素销量在 2014 年大幅下滑是非正常原因造成的：1、2012 年出口账户受限，部分销量转移至 2013 年；2、2013 年辣椒红出厂价较低，经销商积极性提高，提前执行了部分 2014 年的量。如果剔除这两方面的影响，即使在恶性竞争的 2013、2014 年，晨光辣椒红素依然有缓慢的增长。

图 10：2012 年以来辣椒红价格（万元/吨）



数据来源：公司公告，西南证券整理

晨光作为辣椒红素全球龙头企业，重点打造全产业链发展优势，从上游种植到加工和销售一体化，继续提升市占率，公司将对全球辣椒红素产量及价格起决定性作用：

(1) 持续提升市占率：在 2015 年行业回暖之后，晨光在享有技术和成本优势的情况下，并未急于上调产品价格，而是在保持低价的情况下，充分发挥自身成本优势，抢占市场份额，销量迅速提升，市占率提升明显。而销量的快速增长，又带来单位成本的进一步下降，成本议价能力和盈利空间迅速打开，竞争优势更加明显。同时，原来同行竞争者出现较多转变为公司经销商的情况。

(2) 对于价格的把控能力逐步增强：市占率大幅提升带来的是行业议价能力的提升，尤其是居高的市占率往往对产品价格起决定性作用，未来不排除在市占率达到一定程度后，缓慢小幅提升价格，业绩弹性凸显。

我们判断，晨光未来三年辣椒红素销量增速仍能保持 15% 以上增速，增量主要来自于两个方面：1) 辣椒红素下游需求属于大众消费品，并不断拓宽使用范围，自身拥有 10% 以上的自然增长；2) 公司辣椒红从布局上游种植、到生产均具有较强的成本优势，将充分抢占市场份额。长期来看，晨光辣椒红素市占率提升，将会逐步提价，同时公司产量大幅提升，单位成本下降明显，毛利率将呈现上升趋势。

2.2 叶黄素量价齐升，业绩弹性凸显

叶黄素主要提取自万寿菊，是一种经济价值极高的天然色素，不仅可以作为着色剂，也可以作为营养强化剂，能有效预防和治疗视黄斑衰退症，还具有保护视力、预防心血管疾病、增强免疫力等作用。

叶黄素是一类无 VA 活性的天然类胡萝卜素类色素，又名“植物黄体素”，主要存在于绿叶菜、桔黄色蔬菜、桔黄色水果以及蛋黄中，万寿菊的干花瓣中含有高浓度的叶黄素。叶黄素可将吸收的光能传递给叶绿素 a，推测对光氧化、光破坏具有保护作用。同时叶黄素也是构成人眼视网膜黄斑区域的主要色素。

这种天然色素具有色泽鲜艳、着色力强、安全无毒、抗氧化能力强、预防人体衰老、富有营养而无副作用等优点，所以越来越受到人们的重视。现在国际上流行将一定量叶黄素添加到食品中制成“叶黄素食品”，可预防人体因器官衰老引起的一系列疾病。大量流行病学证据表明，叶黄素对视觉有保护作用，并具有预防白内障、动脉硬化、增强免疫力等功效，特别在预防癌变发生、延缓癌症发展等方面起着重要作用，是目前国际上功能性食品成分研究中一个热点。因此，叶黄素作为一种新型保健食品添加剂，在 21 世纪的保健食品加工上将有广阔的开发前景。

表 4：叶黄素应用行业概况

行业	使用内容
食品工业	叶黄素无毒安全，具有优异的生理功效，符合食品添加剂“天然”、“营养”、“多功能”的特性，与其他有益互补营养元素一起添加到食品中，具有良好的营养保健作用。目前含有叶黄素的制剂已广泛应用在饮料、乳品、糖果、饼干、冰淇淋、果酱、咀嚼压片中，为今后开发丰富多样的护眼食品拓展了思路。
医学应用	叶黄素被广泛地应用与药品和保健品。1. 叶黄素对视网膜具有保护作用：叶黄素是唯一一种存在于人类视网膜上的一种类胡萝卜素，起到抗氧化的作用，保护视力，预防衰退；2. 叶黄素对白内障有明显的治疗和预防作用；3. 叶黄素对多种癌症(如乳腺癌、前列腺癌、直肠癌、结肠癌、皮肤癌等)有抑制作用。
化妆品	叶黄素可有效防止紫外线对人体皮肤的损伤，作为一种抗氧化剂，可抑制活性氧自由基活性，阻止活性氧自由基对正常皮肤的破坏。因此，叶黄素单体可以被制成多种护肤用品和化妆品，用来保护皮肤的健康，防止皮肤受损。
饲料应用	叶黄素应用于饲料添加剂。1. 用于家禽肉蛋的着色，可提高蛋黄颜色，改善蛋黄、蛋白品质；2. 叶黄素提高家禽类蛋的受精率和孵化率；3. 叶黄素能增强畜禽、鱼类及虾类的繁殖、存活及免疫能力，而且还可保护脂类免遭氧化。

数据来源：《食品科技》期刊，西南证券整理

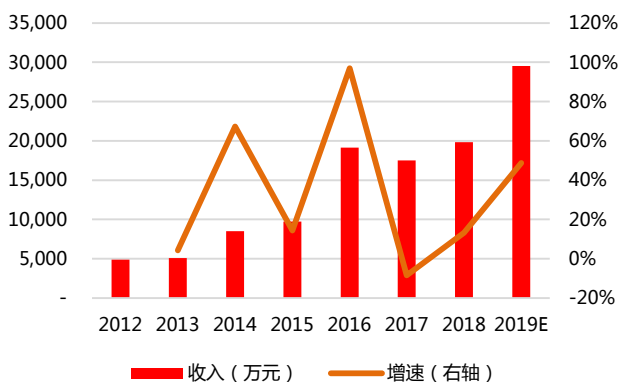
晨光快速成为叶黄素全球龙头，涨价带动业绩弹性

叶黄素主要在中国生产和销售，直接出口到欧美国家，目前下游主要是饲料厂和养殖场，如果进一步加工，可以变成食品级和保健产品（晨光开发了叶黄素胶囊保健品，对眼睛起到较好的保护作用）。目前，叶黄素全球需求量大概 12 亿克，其中饲料级 10 亿克、食品级 2 亿克，市场规模超过 10 亿元。2014 年及之前主要是行业恶性竞争，导致低价竞争，随着价格下降，行业竞争格局向好，2015 年下半年叶黄素行业开始复苏。

晨光上市前开始介入叶黄素的生产和销售，到目前为止已经做了将近 10 年，2015 年全球产量最大，2019 年销量将近 3700 吨，同比+26%，晨光饲料级、食品级市占率分别为 25%、20%，全球市占率第一。对于叶黄素，晨光会充分利用种植、加工方面的综合优势，快速扩展市占率。

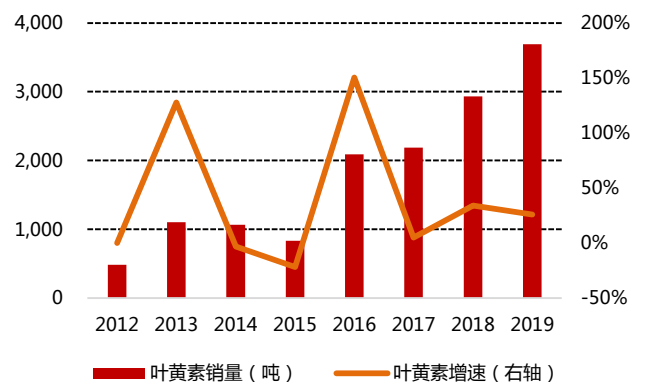
晨光 2019 年万寿菊种植面积 19 万亩（新疆 15 万亩，云南 4 万亩，缅甸试种植），去年采摘季，受雨水的原因，导致原材料供应不足；今年以来叶黄素供不应求，涨价趋势明显，价格从年初的一克 1 元上涨至 3 元，20H1 将贡献较大业绩弹性。

图 11：公司叶黄素收入及增速



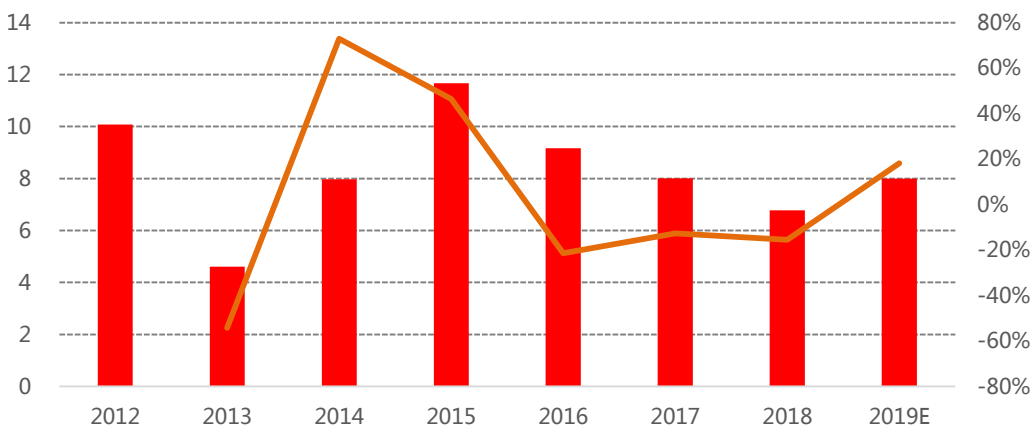
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 12：公司叶黄素销量及增速（折 120）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 13：叶黄素价格及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

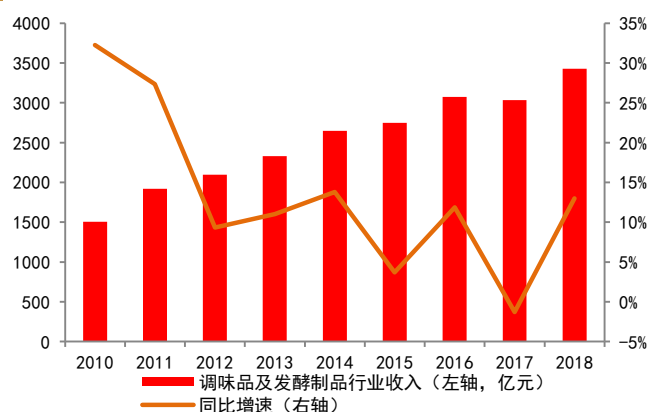
2.3 香辛料业务高速增长

香辛料业务主要是销售辣椒精、花椒和胡椒等提取物，近几年发展迅速，属于公司培育的明星高速增长产品，相对于辣椒红素和叶黄素等传统产品，香辛料业务毛利率较高，超过 30%，随着品牌推广和放量，将提供较高的业绩弹性。同时，香辛料业务属于晨光积极布局的全球业务，享有成本优势。

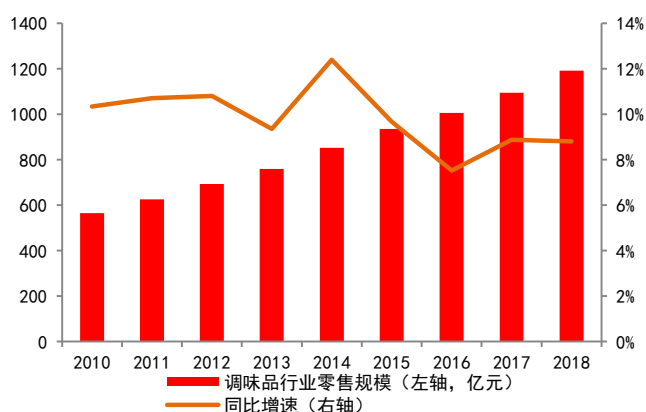
辣椒精是一种天然具有辣味的调味品,产品广泛应用于辣味食品、调料,亦可用作餐厅、家庭烹饪的佐料;辣椒精全球年需求量将近 4000 吨,产值 6-8 亿元,年均增速 15%左右,其中国内和国外各占一半,晨光国内外市占率分别达到 60%、15%,综合市占率 40%左右。目前,晨光在印度建有子公司,印度拥有专业的辣椒种植基地和较为廉价的人工劳动力,确保公司较国内同行业企业相比有明显的成本优势。

目前,辣椒精贡献香辛料收入 6-7 成,胡椒和花椒提取物增长迅速,2019 年超过亿元,随着餐饮行业的全面复苏,辣椒精将呈现稳定增长态势,而花椒、胡椒及其他植物调味品将呈现爆发性增长。目前花椒提取物产品实现出口突破,持续推进与海底捞等大客户的战略合作,销量快速增长,位居行业第二。

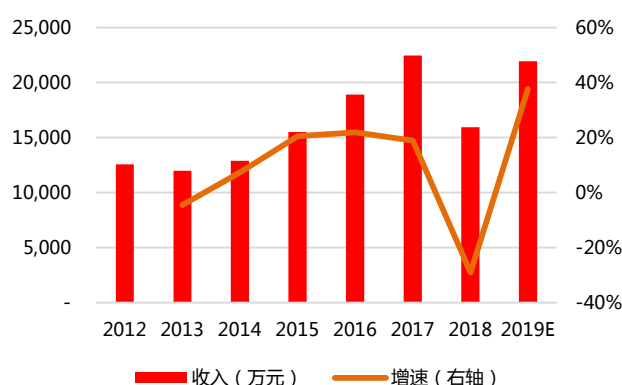
香辛料业务属于调味品行业,在餐饮业复苏和家庭消费升级的大趋势下,调味品行业增速虽然有所下滑,但整体依然保持 10%以上的增速。同时,香辛料业务对于晨光来说属于培育的高速增长业务,公司目前市占率较低,依靠优秀的提取能力和产品性能,市场开拓顺利,未来香辛料将呈现高速增长的态势,并有望从现有的辣椒精、花椒和胡椒提取物逐步向姜黄素、大蒜等提取物延伸。

图 14: 调味品及发酵制品持续增长


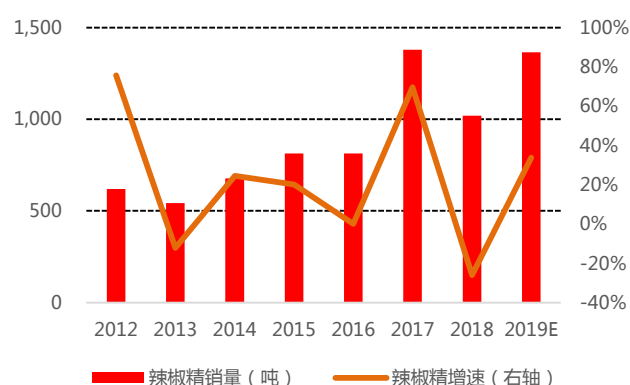
数据来源: WIND, 西南证券整理

图 15: 调味零售总额稳健增长


数据来源: WIND, 西南证券整理

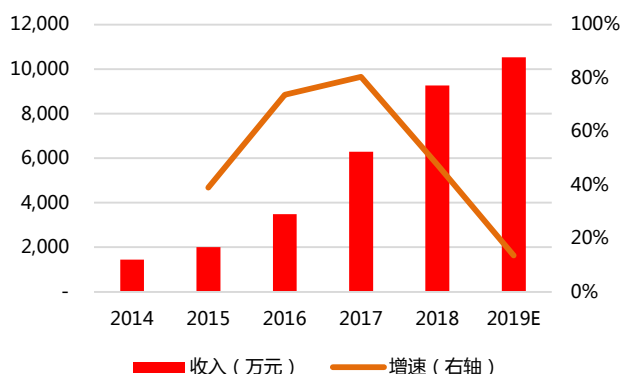
图 16: 2012 年以来辣椒精收入及增速


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 17: 辣椒精销量及增速


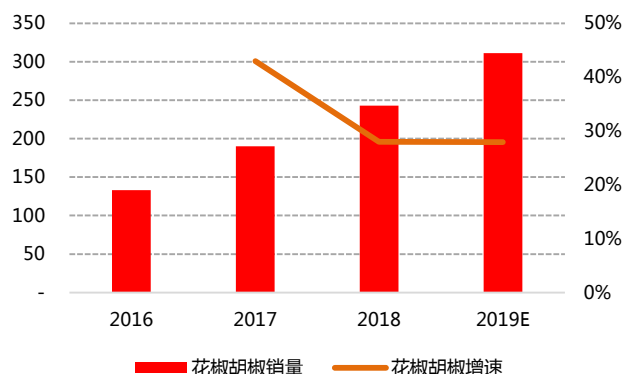
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 18：2014 年以来花椒\胡椒收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 19：花椒\胡椒销量快速增长



数据来源：公司公告，西南证券整理

2.4 布局其他小品类，多维度产品高速增长

晨光从 2000 年正式开始生产和销售辣椒红，用 8 年时间做到全球第一；同时持续开拓其他新品，辣椒精、叶黄素相继用 8-9 年做到全球第一；目前，花椒和胡椒提取物用时 6 年做到行业第二，预计很快有望做到全球第一；甜菊糖、番茄红素亦有望做到全球龙头。

表 5：晨光生物主流产品达到全球第一/第二用时

产品	正式生产时间	成为全球第一时间	用时（年）
辣椒红	2000 年	2008 年	8
辣椒精	2005 年	2014 年	9
叶黄素	2007 年	2015 年	8
花椒胡椒（行业第二）	2012 年	2018 年	6

数据来源：公司公告，西南证券整理

晨光通过研发优势和平台，在植物提取方面具备核心优势，综合成本远低于同行，不断拓展新的品类，除了辣椒红、叶黄素、辣椒精类香辛料外，公司在甜菊糖、番茄红素等品类已实现较好的规模销售。

表 6：储备产品发展进度

品类	进度及发展情况
甜菊糖	2015 年开始代工，2017 年自主品牌销售将近 1 亿元；曲周县附近原材料种植面积 6000 多亩
番茄红素	2018 年开始放量，全年收入有望超过 4000 万元，未来有望海外布局；与世界知名客户达成合作
姜黄素	与世界知名客户达成合作
水飞蓟素	与世界知名客户达成合作
葡萄籽提取物	小规模量产
菊粉	小试阶段
中药提取物	小试阶段
银杏提取物	中试阶段
工业大麻	试种植，生产小试阶段
迷迭香提取物	中试阶段

数据来源：公司公告，西南证券整理

3 具备核心技术、研发类高新技术企业

晨光生物的高科技，不仅仅体现在科研、奖项和生产，更深层次的是为什么公司每开拓一个新的品类均能够成功——快速打开销路、扩展市场份额？这与公司在核心技术之下，能够通过综合管理，快速实现低成本、规模效益生产直接相关。在技术为引导的前提下，能够实现品类的扩充，而公司整体的上游种植、设备制造、加工和销售体系一体化，决定了晨光能够实现品类的快速拓展，低成本和渠道优势又决定了晨光能够快速放大销量，反过来规模经济又会进一步降低成本，更好的参与到市场竞争之中。

晨光虽然是农产品加工公司，但具备核心的植物提取技术、博士后和院士工作站，属于研发类高新技术企业；实际上单纯看植物提取有效成分并不太难，但能够实现规模化、批量有利润的生产并不容易，晨光能够成为植物提取的龙头企业，与过去几十年持续的研发（近三年公司研发费用均在亿元以上，且大幅提升，2018 年达到 1.5 亿元，占植提物收入比重超过 10%）、管理、市场销售等分不开。同时，公司不仅仅通过经销商把产品销售出去，部分产品需要与下游客户一起做一体化服务方案，包括国际知名植提物公司加大与晨光在技术及科研方面合作，包括采购品控、方案解决，共同研发等。

表 7：晨光生物研发投入持续增加

	2015	2016	2017	2018
研发人员数量	34	61	85	113
研发人员数量占比	4.6%	6.9%	9.1%	8.7%
研发投入（万元）	5755	8270	12590	15218
研发投入/植提类收入	7.6%	7.4%	9.0%	10.4%

数据来源：公司公告，西南证券整理

在研发为主导的前提下，公司获得多个专利、奖项及认证的高新技术企业：国家和省级科技奖励 51 项，其中辣椒红、番茄红加工技术分别获得国家进步二等奖，获批科技项目 59 项，辣椒红和叶黄素生产技术国际领先；授权专利 181 项；参与辣椒红等 47 项标准修订，其中辣椒红、红米红、辣椒油树脂和紫草红等 4 项国家标准由公司制定。

建立全球植提物优秀人才平台：晨光着眼于全球多品类、植提物龙头，打造全球植提物人才平台：本部研发实验室、邯郸基地孵化器、北京科研中心，并广泛与国内、国际一流高校合作，共同研发和致力于植提物领域的发展和开拓。

晨光开拓新品类为什么每次都能成功？

研发、生产和销售相结合的管理体系：对于新的产品，晨光在研发阶段就开始对接下游客户，甚至不少产品是客户主动提出要求晨光代为研发和生产，从实验室到小试阶段就开始在下游客户试用，不断改进和完善；中试阶段产品就可以跟客户需求很好融合，质量有保证或者大幅领先；量产之后，成本大幅下降，性价比突出。

成本低——核心设备自产，改进完善能力强：子公司营口晨光设备公司专注于植提物设备的研发和销售，公司目前生产设备的核心部分均为自产，且在研发和生产过程中不断改进和优化，加工环节较竞争者成本低 5-10 个百分点，新品类一旦量产，成本较竞品低，销量快速提升。

成本低——多品类共用设备和人员：公司辣椒红、辣椒精、叶黄素等可以部分共用设备和人员，每个产品加工有淡旺季之分，公司多产品运作模式，在淡旺季均能充分利用设备和人员。

成本低——依托核心研发技术，深层次研发和提取：晨光拥有多层次提取的核心技术，比如叶黄素初步提取后，先是饲料级叶黄素，进一步提取后可以为食品级、保健级叶黄素，然后还可以从废料中进一步提取酮类产品，深层次，多品类提取能力，分摊成本。

成本低——机械化程度逐年增加，产量提升的同时，生产人员并未增加。

经销商渠道协同性——下游经销商和客户，对于植提物的需求不仅仅是单一的产品，多品类需求促使不断导入新的产品，并与客户共同开发和研发产品。

4 现金流逐步改善，有望迎来拐点

晨光生物近几年现金流确实不太乐观，亦是市场重点关注的一点，实际上分拆来看，原因可以归结为三个方面：

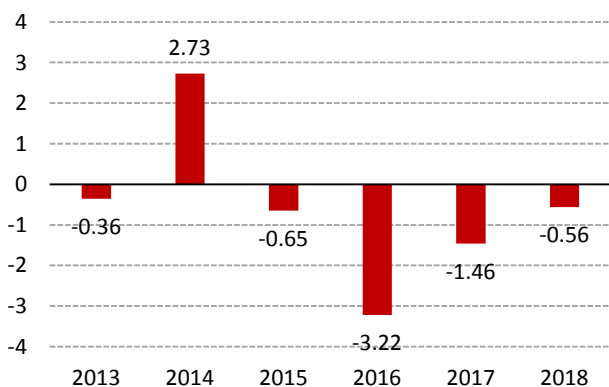
1) 存货持续增加：公司为未来扩展业务、扩大生产储备较多原材料，显示为存货金额在持续增加；同时 2014 年公司现金流较为乐观，从存货来看，明显可以看出该年存货出现下降。

2) 研发费用投入力度较大（见第 3 部分）：晨光是基于研发的高科技公司，近三年研发投入均在亿元以上。

3) 下游提升市占率和开拓新品，给予经销商和客户信用支持；上游采购原材料较为刚性（每年下半年为公司集中采购季，印度和国内采购辣椒，采摘万寿菊等，现金支出较大）。体现在财务方面，应收账款和预付账款金额均逐步增加。

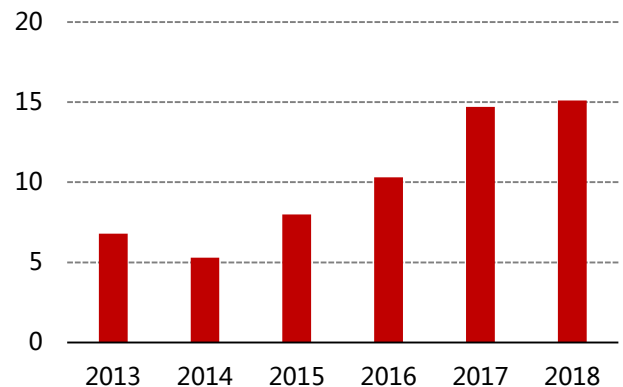
实际上来看，公司长期持续投入研发、让利经营模式与长期战略是直接相关的，前期投入资金提升市占率和拓展品类，布局公司长远发展，一旦现金流迎来拐点，公司财务压力减少，业绩弹性更为显著；我们认为这个拐来的来临已经不远。

图 20：晨光生物 2013 年以来现金流情况（亿元）



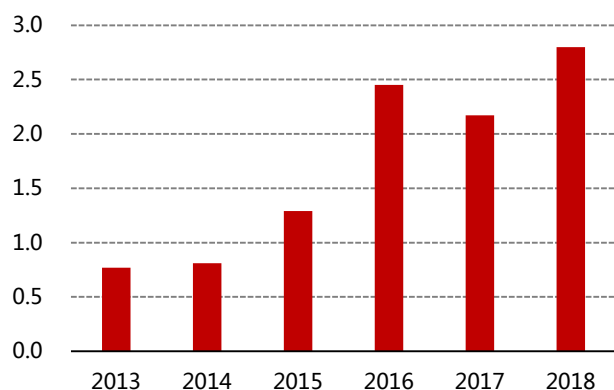
数据来源：WIND，西南证券整理

图 21：晨光生物 2013 年以来存货持续增加（亿元）



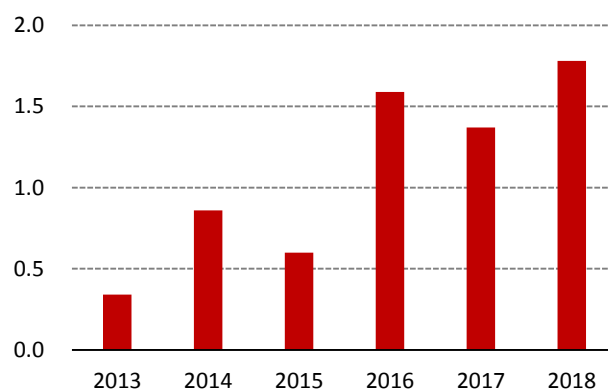
数据来源：WIND，西南证券整理

图 22: 晨光生物 2013 年以来应收账款持续增加 (亿元)



数据来源: WIND, 西南证券整理

图 23: 晨光生物 2013 年以来预付款项持续增加 (亿元)



数据来源: WIND, 西南证券整理

5 盈利预测与投资建议

关键假设:

假设 1: 预计辣椒红素未来销量保持 16% 左右增速, 价格保持平稳, 毛利率保持在 16% 左右; 叶黄素以抢占市场份额为主, 销售增速保持 20% 左右, 价格增速逐步放缓, 毛利率保持不变。

假设 2: 辣椒精属于调味品行业, 受调味品高景气度影响, 预计销量增速在 25% 左右, 毛利率稳定在 33% 左右; 预计胡椒、花椒类产品也享受调味品行业增速, 发展阶段较为成熟, 未来两年增速达到 20%, 毛利率保持在 13%。

假设 3: 其他香辛料增速逐步放缓, 毛利率保持在 25% 左右。

基于以上假设, 我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表:

表 8: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
天然色素类	收入	922	1085	1358	1593
	增速	7.17%	17.75%	25.20%	17%
	毛利率	13.39%	16.28%	21.40%	21.53%
香辛料	收入	370	472	577	697
	增速	-4.10%	27.60%	22.30%	20.80%
	毛利率	25.70%	26.00%	26.20%	26.30%
其他业务	收入	1772	1710	1710	1710
	增速	16.10%	-3.50%	0.00%	0%
	毛利率	12.30%	18.80%	15.00%	15%
合计	收入	3063	3267	3646	4001
	增速	10%	7%	12%	10%
	毛利率	14.30%	19.00%	19.20%	19.60%

数据来源: Wind, 西南证券

预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.38 元、0.49 元、0.63 元, 对应动态 PE 分别为 24 倍、19 倍和 15 倍, 基于公司高新技术和植提物行业龙头地位, 给予 2020 年 30 倍估值, 对应目标价 14.7 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

表 9: 可比公司估值情况

代码	证券简称	总市值 (亿元)	市盈率 PE			营业收入 (百万元)			归母净利润 (百万元)		
			18A	19E	20E	18A	19E	20E	18A	19E	20E
300138.SZ	晨光生物	46	32	24	19	3,063	3,267	3,646	145	192	249
603288.SH	海天味业	3,424	78	65	55	17,034	19,797	22,995	4,365	5,353	6,177
600519.SH	贵州茅台	14,635	40	36	32	77,199	88,506	98,888	35,204	40,840	46,342
000895.SZ	双汇发展	1,331	27	24	26	48,932	60,348	52,066	4,914	5,438	5,142
600887.SH	伊利股份	1,832	28	26	23	79,553	91,414	103,348	6,440	7,013	7,958
603866.SH	桃李面包	346	54	51	41	4,833	5,644	6,678	642	684	843

数据来源: Wind, 西南证券整理

6 风险提示

经济大幅下行风险。公司下游主要是消费领域, 包括餐饮、食品、化妆品等, 总体较为稳定, 但如果经济出现大幅下滑, 将对公司业绩产生直接影响。同时, 新冠疫情对全球经济短期造成较大影响, 公司部分产品以出口为主, 关注全球经济大幅下行风险。

工业大麻或面临政策风险。目前工业大麻消费国内尚内放开, 国际上欧美国家陆续放开, 是否能够顺利推行存在一定不确定性。

原材料价格或大幅波动。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	3063.44	3267.47	3646.29	4001.62	净利润	142.43	191.98	249.02	320.75
营业成本	2625.66	2646.65	2947.90	3218.40	折旧与摊销	76.50	59.15	63.20	65.31
营业税金及附加	9.10	9.71	10.83	11.89	财务费用	42.35	51.95	57.98	63.63
销售费用	112.37	163.37	164.08	160.06	资产减值损失	5.72	0.00	0.00	0.00
管理费用	106.67	179.71	182.31	180.07	经营营运资本变动	-279.87	170.84	-49.09	-3.78
财务费用	42.35	51.95	57.98	63.63	其他	-43.30	-11.51	0.00	0.00
资产减值损失	5.72	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-56.18	462.40	321.11	445.91
投资收益	-0.12	0.00	0.00	0.00	资本支出	-131.08	-20.00	-30.00	-35.00
公允价值变动损益	-0.45	0.00	0.00	0.00	其他	-58.60	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-189.68	-20.00	-30.00	-35.00
营业利润	141.20	216.08	283.18	367.57	短期借款	387.29	-408.43	-174.74	-278.34
其他非经营损益	9.78	9.78	9.78	9.78	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	150.98	225.86	292.96	377.35	股权融资	0.17	0.00	0.00	0.00
所得税	8.55	33.88	43.94	56.60	支付股利	-29.35	-29.86	-39.46	-51.18
净利润	142.43	191.98	249.02	320.75	其他	-139.98	-33.65	-57.98	-63.63
少数股东损益	-2.86	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	218.13	-471.94	-272.17	-393.15
归属母公司股东净利润	145.28	191.98	249.02	320.75	现金流量净额	-25.64	-29.54	18.94	17.77
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	192.91	163.37	182.31	200.08	成长能力				
应收和预付款项	484.28	507.31	565.74	619.70	销售收入增长率	10.51%	6.66%	11.59%	9.74%
存货	1504.73	1323.33	1326.56	1287.36	营业利润增长率	7.62%	53.03%	31.06%	29.80%
其他流动资产	156.76	163.37	182.31	200.08	净利润增长率	10.70%	34.79%	29.71%	28.81%
长期股权投资	0.87	0.87	0.87	0.87	EBITDA 增长率	17.96%	25.81%	23.59%	22.79%
投资性房地产	6.04	6.04	6.04	6.04	获利能力				
固定资产和在建工程	778.00	743.72	715.39	689.94	毛利率	14.29%	19.00%	19.15%	19.57%
无形资产和开发支出	124.24	119.51	114.78	110.05	三费率	8.53%	12.09%	11.09%	10.09%
其他非流动资产	109.27	109.13	108.99	108.85	净利率	4.65%	5.88%	6.83%	8.02%
资产总计	3357.11	3136.66	3203.00	3222.98	ROE	8.18%	9.95%	11.64%	13.31%
短期借款	1279.17	870.74	696.00	417.66	ROA	4.24%	6.12%	7.77%	9.95%
应付和预收款项	235.41	242.72	270.56	296.01	ROIC	6.48%	8.20%	10.73%	13.49%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	8.49%	10.01%	11.09%	12.41%
其他负债	102.34	93.39	97.06	100.36	营运能力				
负债合计	1616.92	1206.85	1063.62	814.03	总资产周转率	0.98	1.01	1.15	1.25
股本	513.71	511.87	511.87	511.87	固定资产周转率	4.89	4.77	5.14	5.78
资本公积	662.00	663.84	663.84	663.84	应收账款周转率	12.31	11.38	11.72	11.63
留存收益	599.87	761.99	971.55	1241.12	存货周转率	1.76	1.86	2.22	2.46
归属母公司股东权益	1744.12	1933.75	2143.31	2412.88	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.57%	—	—	—
少数股东权益	-3.93	-3.93	-3.93	-3.93	资本结构				
股东权益合计	1740.19	1929.81	2139.38	2408.95	资产负债率	48.16%	38.48%	33.21%	25.26%
负债和股东权益合计	3357.11	3136.66	3203.00	3222.98	带息债务/总负债	79.11%	72.15%	65.44%	51.31%
					流动比率	1.50	1.88	2.25	3.06
					速动比率	0.54	0.73	0.93	1.35
					股利支付率	20.21%	15.55%	15.84%	15.96%
					每股指标				
					每股收益	0.28	0.38	0.49	0.63
					每股净资产	3.40	3.77	4.18	4.71
					每股经营现金	-0.11	0.90	0.63	0.87
					每股股利	0.06	0.06	0.08	0.10
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	260.05	327.18	404.36	496.51					
PE	32.06	24.26	18.71	14.52					
PB	2.68	2.41	2.18	1.93					
PS	1.52	1.43	1.28	1.16					
EV/EBITDA	21.70	16.01	12.48	9.57					
股息率	0.63%	0.64%	0.85%	1.10%					

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

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 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，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“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。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

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	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn