

# 晨光生物 (300138)

证券研究报告

2021年01月26日

## 2020年业绩超预期，植提龙头如何迅速扩张？

**事件：晨光生物披露业绩预告，预计 2020 年度归属于上市公司股东的净利润为 2.52 亿元-2.83 亿元，同比增 30.18%-46.20%。**

### 三大植提品类稳步扩张，新品类扩张迅速，有望再造多个世界第一！

公司作为植提龙头，在天然色素/香辛料/营养及药用类提取物方面具备领先优势，三大品类已居全球市占率领先地位，并在 2020 年持续拓展：2020 年，辣椒红销量 7200 多吨，增长 20%；叶黄素产品销量 4.5 亿克，预计增长 5%；辣椒精销量 1000 多吨，市场份额扩大。

除了三大品类之外，公司其他植提品种扩张迅速——花椒提取物成为公司又一个位居世界第一或前列的品种；甜菊糖收入快速增长，达 6000 万元；工业大麻获加工许可证，贡献收入利润。工业大麻提取物应用市场不断扩张，2020 年 12 月，欧盟委员会向欧洲工业大麻协会发送了一份声明，认为工业大麻的提取物 CBD 不应作为麻醉品进行监管，可以作为食品，该决定利好 CBD 的加工商和制造商。公司在工业大麻领域扎实持续的布局，有望成为该领域领先的企业，并为公司带来新的业绩增长点。公司三步走战略的第二步（生产 10 个世界第一/前列的植提品种）目标稳步实现中！

### 原材料基地持续扩大，布局上游进一步加固公司成本控制护城河

公司凭借先进的提取技术将辣椒红等产品的提取成本降低，从而获得较高的市场份额，2019 年公司制造费用占营业成本比例仅为 2.69%。原辅材料作为公司营业成本构成的主要部分（占比 96%），有较大的优化空间，因此公司对于原材料供应把控不断加强。国内方面，公司已经在新疆、云南、曲周等地种植万寿菊、甜叶菊等原材料；国外方面，公司在赞比亚积极布局辣椒等原材料种植。我们认为，原材料布局有望进一步降低原材料供应量及价格变动对公司业绩带来的影响，并促进降低成本、提升盈利空间。

### 保健品业务增长 140%，大健康业务拓展可期

公司作为植提龙头，产品的重要应用方向之一为保健品，公司也把“做大做强健康业务”作为“三步走”战略的最后一步，2020 年，公司保健食品业务进一步开拓 OEM 模式、创新销售途径，实现销售收入 2400 多万元，同比增长 140%以上。

**盈利预测和投资建议：**我们预计公司 2020-22 年的营业收入为 37.55 / 42.08 / 49.11 亿元，归母净利润为 2.60 / 3.49 / 4.48 亿元，维持买入评级。

**风险提示：**工业大麻应与中间型大麻、娱乐大麻/毒品严格区分，坚决反对娱乐大麻等合法化；工业大麻相关业务可能含有政策变动/法律合规风险；我国目前从未批准工业大麻用于医用和食品添加；具体的实施进度和效果存在不确定性；公司出口业务存在汇率变动风险、经营风险、法律风险。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,063.44	3,265.23	3,755.24	4,208.37	4,910.89
增长率(%)	10.51	6.59	15.01	12.07	16.69
EBITDA(百万元)	66.78	402.16	347.90	430.95	542.07
净利润(百万元)	145.28	193.57	260.43	349.23	448.35
增长率(%)	1.72	33.24	34.54	34.10	28.38
EPS(元/股)	0.28	0.37	0.50	0.67	0.86
市盈率(P/E)	56.01	42.04	31.25	23.30	18.15
市净率(P/B)	4.67	4.66	3.75	3.32	2.90
市销率(P/S)	2.66	2.49	2.17	1.93	1.66
EV/EBITDA	58.92	13.21	26.26	19.74	16.77

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	农林牧渔/农产品加工
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	15.6 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	520.31
流通 A 股股本(百万股)	414.98
A 股总市值(百万元)	8,116.89
流通 A 股市值(百万元)	6,473.73
每股净资产(元)	3.76
资产负债率(%)	53.00
一年内最高/最低(元)	21.79/6.71

### 作者

**吴立** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517010002  
wuli1@tfzq.com

**林逸丹** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520110001  
linyidan@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《晨光生物-季报点评:季报业绩持续高增长，工业大麻提取物顺利销售》 2020-10-28
- 《晨光生物-半年报点评:上半年业绩增长迅速，植提新品类拓展看点多》 2020-08-27
- 《晨光生物-公司点评:公司获工业大麻许可证，植提龙头向百亿美元市场进军!》 2020-07-30

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	192.91	547.82	300.42	336.67	392.87	营业收入	3,063.44	3,265.23	3,755.24	4,208.37	4,910.89
应收票据及应收账款	291.24	298.98	355.98	345.41	508.82	营业成本	2,625.66	2,683.91	3,098.38	3,464.45	3,964.22
预付账款	177.71	233.59	174.60	292.72	262.11	营业税金及附加	9.10	10.24	12.32	13.17	15.62
存货	1,504.73	1,919.88	1,632.44	1,447.07	2,076.69	营业费用	112.37	148.52	157.72	151.50	186.61
其他	172.08	191.89	153.12	169.49	183.87	管理费用	106.70	120.93	133.69	143.08	201.35
<b>流动资产合计</b>	<b>2,338.68</b>	<b>3,192.16</b>	<b>2,616.57</b>	<b>2,591.36</b>	<b>3,424.36</b>	研发费用	29.30	49.21	45.06	63.13	83.49
长期股权投资	0.87	86.46	86.46	86.46	86.46	财务费用	42.35	57.34	43.88	47.85	49.69
固定资产	654.07	853.85	871.18	896.27	913.00	资产减值损失	5.72	(6.98)	2.37	0.37	(1.41)
在建工程	123.93	71.67	79.00	95.40	87.24	公允价值变动收益	(0.45)	0.00	0.15	0.05	(0.08)
无形资产	123.65	143.74	139.03	134.32	129.61	投资净收益	(0.12)	4.75	2.01	15.00	35.00
其他	115.91	159.20	114.90	129.55	134.18	其他	(8.38)	(5.78)	(4.31)	(30.10)	(69.83)
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,018.43</b>	<b>1,314.92</b>	<b>1,290.57</b>	<b>1,342.00</b>	<b>1,350.49</b>	<b>营业利润</b>	<b>141.20</b>	<b>203.10</b>	<b>263.98</b>	<b>339.87</b>	<b>446.24</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,357.11</b>	<b>4,507.08</b>	<b>3,907.14</b>	<b>3,933.35</b>	<b>4,774.85</b>	营业外收入	13.52	11.37	16.36	35.00	40.00
短期借款	1,279.17	1,939.75	1,425.51	859.76	1,416.75	营业外支出	3.74	3.91	3.43	3.69	6.00
应付票据及应付账款	116.67	272.30	18.38	339.91	112.23	<b>利润总额</b>	<b>150.98</b>	<b>210.56</b>	<b>276.92</b>	<b>371.18</b>	<b>480.24</b>
其他	159.94	221.02	248.44	245.14	311.42	所得税	8.55	20.71	28.88	32.08	46.27
<b>流动负债合计</b>	<b>1,555.78</b>	<b>2,433.07</b>	<b>1,692.32</b>	<b>1,444.82</b>	<b>1,840.40</b>	<b>净利润</b>	<b>142.43</b>	<b>189.85</b>	<b>248.04</b>	<b>339.10</b>	<b>433.97</b>
长期借款	0.00	257.56	0.00	0.00	103.21	少数股东损益	(2.86)	(3.72)	(12.39)	(10.13)	(14.38)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>145.28</b>	<b>193.57</b>	<b>260.43</b>	<b>349.23</b>	<b>448.35</b>
其他	61.14	75.37	63.12	66.54	68.35	每股收益(元)	0.28	0.37	0.50	0.67	0.86
<b>非流动负债合计</b>	<b>61.14</b>	<b>332.94</b>	<b>63.12</b>	<b>66.54</b>	<b>171.56</b>						
<b>负债合计</b>	<b>1,616.92</b>	<b>2,766.00</b>	<b>1,755.45</b>	<b>1,511.36</b>	<b>2,011.96</b>	主要财务比率					
少数股东权益	(3.93)	(7.02)	(18.79)	(28.75)	(42.80)		2018	2019	2020E	2021E	2022E
股本	513.71	511.87	520.31	520.31	520.31	<b>成长能力</b>					
资本公积	662.00	652.60	690.27	692.32	678.40	营业收入	10.51%	6.59%	15.01%	12.07%	16.69%
留存收益	1,261.87	1,405.19	1,650.17	1,930.43	2,285.38	营业利润	7.62%	43.84%	29.97%	28.75%	31.30%
其他	(693.46)	(821.56)	(690.27)	(692.32)	(678.40)	归属于母公司净利润	1.72%	33.24%	34.54%	34.10%	28.38%
<b>股东权益合计</b>	<b>1,740.19</b>	<b>1,741.08</b>	<b>2,151.70</b>	<b>2,421.99</b>	<b>2,762.89</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总</b>	<b>3,357.11</b>	<b>4,507.08</b>	<b>3,907.14</b>	<b>3,933.35</b>	<b>4,774.85</b>	毛利率	14.29%	17.80%	17.49%	17.68%	19.28%
						净利率	4.74%	5.93%	6.94%	8.30%	9.13%
						ROE	8.33%	11.07%	12.00%	14.25%	15.98%
						ROIC	7.44%	8.63%	8.53%	11.18%	15.89%
						偿债能力					
						资产负债率	48.16%	61.37%	44.93%	38.42%	42.14%
						净负债率	62.95%	94.74%	52.56%	21.81%	40.93%
						流动比率	1.50	1.31	1.55	1.79	1.86
						速动比率	0.54	0.52	0.58	0.79	0.73
						营运能力					
						应收账款周转率	11.83	11.06	11.47	12.00	11.50
						存货周转率	2.06	1.91	2.11	2.73	2.79
						总资产周转率	0.98	0.83	0.89	1.07	1.13
						每股指标(元)					
						每股收益	0.28	0.37	0.50	0.67	0.86
						每股经营现金流	-0.11	-0.05	0.95	1.51	-0.88
						每股净资产	3.35	3.36	4.17	4.71	5.39
						估值比率					
						市盈率	56.01	42.04	31.25	23.30	18.15
						市净率	4.67	4.66	3.75	3.32	2.90
						EV/EBITDA	58.92	13.21	26.26	19.74	16.77
						EV/EBIT	-413.46	16.95	29.67	21.94	18.33

  

现金流量表(百万元)					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	142.43	189.85	260.43	349.23	448.35
折旧摊销	76.50	89.00	40.05	43.23	46.14
财务费用	50.45	65.81	43.88	47.85	49.69
投资损失	0.12	(4.75)	(2.01)	(15.00)	(35.00)
营运资金变动	(420.56)	(509.67)	165.38	371.32	(953.48)
其它	94.88	145.40	(12.24)	(10.08)	(14.46)
<b>经营活动现金流</b>	<b>(56.18)</b>	<b>(24.35)</b>	<b>495.48</b>	<b>786.56</b>	<b>(458.77)</b>
资本支出	193.46	327.77	72.25	76.58	48.20
长期投资	0.87	85.59	0.00	0.00	0.00
其他	(384.02)	(735.50)	(167.91)	(143.63)	(49.27)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(189.68)</b>	<b>(322.15)</b>	<b>(95.66)</b>	<b>(67.06)</b>	<b>(1.07)</b>
债权融资	1,288.38	2,197.32	1,431.38	864.79	1,523.60
股权融资	(39.16)	(206.07)	171.19	(45.80)	(63.61)
其他	(1,031.09)	(1,648.98)	(2,249.80)	(1,502.24)	(943.94)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>218.13</b>	<b>342.26</b>	<b>(647.23)</b>	<b>(683.25)</b>	<b>516.05</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(27.74)</b>	<b>(4.23)</b>	<b>(247.40)</b>	<b>36.25</b>	<b>56.20</b>

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com