

# 晨光生物 (300138)

证券研究报告

2021年03月23日

## 2020年业绩高增长，植提龙头继续领跑！

**事件：公司发布2020年报，2020年公司营业收入39.13亿元，同比增长19.84%；归母净利润2.68亿元，同比增长38.32%。同时发布2021年第一季度业绩预告，预计第一季度归母净利润7200万元—8100万元，同比增长18.73%至33.57%。**

**主力品种市场地位稳固，辣椒红连续十三年稳居世界第一！**

辣椒红色素是公司最早起家和最主要的产品之一，虽然2020年一季度遭受疫情冲击，产品销量小幅下降，但是公司凭借强产品竞争力，自二季度起产品销售重回增长态势，全年销量7300多吨，同比增长约25%，连续十三年稳居世界第一。叶黄素销量4.5亿克，保持增长，2020年上半年叶黄素价格上涨明显，为增厚公司利润做出贡献。辣椒精销量1000多吨，市场份额持续扩大。我们认为，相比2020年的疫情影响，2021年辣椒红、辣椒精有望恢复高增长态势。叶黄素方面，公司在2020年扩大万寿菊种植基地面积，为稳定充足的原材料供应提供保障。2021年，公司主力品种有望凭借成本优势持续拓展市场份额。

**梯队品种拓展顺利，高附加值增强公司盈利水平！**

公司“三步走”发展战略的第二步为“打造十个左右世界第一或前列的产品”，除了主力品种，公司梯队品种拓展快速，甜菊糖技改完成后产品竞争力大幅提升，全年销售收入6910万元，同比增长1.5倍；食品级叶黄素销售收入突破1亿元，同比增长61%；姜黄素销售3720万元，同比增长约1.8倍。主力品种的稳步拓展和梯队品种的高附加值，促进公司盈利水平提升，公司天然色素/香辛料/营养及药用类产品毛利率持续大幅提升，2020年达24.7%（2019年为21.47%）。2021年，公司梯队品种包括番茄红素、工业大麻等有望加速放量。

**植提行业发展快速，品质领先、成本控制力强是关键**

植物提取物可应用于食品、保健品、药品等多个领域，随着天然、健康等理念兴起，植提行业发展迅速，2019年全球植物提取物市场达到237亿元，预计2025年翻一番以上，2019-2025年复合增长率为16.5%。植提企业主要为B端客户提供植提产品，品质领先、成本控制力强是植提企业获得订单的关键。公司通过积极布局原材料、持续推进技改，公司主要产品的成本低于同行5-10%；2018-2020年的研发投入分别为1.52/1.85/2.21亿元，2020年研发投入占营业收入比例达5.66%。公司通过持续的研发投入为业务推陈出新提供基础。2015-2020年，公司归母净利润从6886万元增长到2.68亿元，年均复合增长率超过31%。我们认为，公司已形成可复制的扩品种发展路径，护城河深筑，成为多个植提品种的全球龙头可期！

**盈利预测和投资建议：**我们预计公司2021-2023年的营业收入为44.52/47.85/52.04亿元，归母净利润为3.50/4.30/5.39亿元，同比增长30.70%/23.00%/25.14%，对应EPS为0.62/0.76/0.96元/股，给予公司买入评级。

**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风险、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、经验风险、法律风险。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,265.23	3,912.94	4,452.14	4,784.71	5,203.85
增长率(%)	6.59	19.84	13.78	7.47	8.76
EBITDA(百万元)	402.16	590.43	507.05	608.26	737.70
净利润(百万元)	193.57	267.74	349.93	430.41	538.63
增长率(%)	33.24	38.32	30.70	23.00	25.14
EPS(元/股)	0.34	0.48	0.62	0.76	0.96
市盈率(P/E)	42.12	30.45	23.30	18.94	15.14
市净率(P/B)	4.66	3.95	3.09	2.70	2.32
市销率(P/S)	2.50	2.08	1.83	1.70	1.57
EV/EBITDA	13.21	19.62	19.30	13.26	12.44

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	14.48元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	563.08
流通A股股本(百万股)	457.75
A股总市值(百万元)	8,153.41
流通A股市值(百万元)	6,628.22
每股净资产(元)	3.81
资产负债率(%)	55.75
一年内最高/最低(元)	21.79/8.40

### 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-公司点评:2020年业绩超预期，植提龙头如何迅速扩张？》  
2021-01-26
- 《晨光生物-季报点评:三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

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	547.82	309.78	356.17	382.78	416.31	营业收入	3,265.23	3,912.94	4,452.14	4,784.71	5,203.85
应收票据及应收账款	298.98	306.30	442.38	355.07	494.05	营业成本	2,683.91	3,260.92	3,644.86	3,852.79	4,113.67
预付账款	233.59	162.84	316.46	205.35	327.37	营业税金及附加	10.24	12.13	13.66	14.84	16.08
存货	1,919.88	1,792.64	2,516.03	908.67	2,747.93	营业费用	148.52	45.37	71.23	81.34	93.67
其他	191.89	340.67	246.54	254.20	290.30	管理费用	120.93	147.61	169.18	177.03	187.34
<b>流动资产合计</b>	<b>3,192.16</b>	<b>2,912.21</b>	<b>3,877.58</b>	<b>2,106.07</b>	<b>4,275.96</b>	研发费用	49.21	82.58	111.30	119.62	135.30
长期股权投资	86.46	101.68	101.68	101.68	101.68	财务费用	57.34	71.43	57.04	61.93	63.47
固定资产	853.85	1,039.43	1,097.10	1,139.75	1,160.37	资产减值损失	(6.98)	(19.33)	(4.00)	(3.00)	(8.78)
在建工程	71.67	204.12	158.47	143.08	115.85	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.15	(0.10)	0.02
无形资产	143.74	257.72	250.21	242.69	235.17	投资净收益	4.75	11.93	5.52	6.00	7.00
其他	159.20	139.32	137.53	144.90	140.22	其他	(5.78)	(10.78)	(11.33)	(11.80)	(14.03)
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,314.92</b>	<b>1,742.26</b>	<b>1,744.98</b>	<b>1,772.09</b>	<b>1,753.29</b>	<b>营业利润</b>	<b>203.10</b>	<b>311.05</b>	<b>394.52</b>	<b>486.06</b>	<b>610.11</b>
<b>资产总计</b>	<b>4,507.08</b>	<b>4,654.48</b>	<b>5,622.57</b>	<b>3,878.16</b>	<b>6,029.25</b>	营业外收入	11.37	15.41	13.43	16.00	15.00
短期借款	1,939.75	1,037.74	1,343.39	259.59	1,129.57	营业外支出	3.91	13.84	7.16	8.30	6.00
应付票据及应付账款	272.30	33.26	343.55	95.68	330.89	<b>利润总额</b>	<b>210.56</b>	<b>312.62</b>	<b>400.79</b>	<b>493.76</b>	<b>619.11</b>
其他	221.02	354.97	422.15	226.72	495.17	所得税	20.71	46.49	56.11	69.13	86.68
<b>流动负债合计</b>	<b>2,433.07</b>	<b>1,425.97</b>	<b>2,109.09</b>	<b>581.99</b>	<b>1,955.63</b>	<b>净利润</b>	<b>189.85</b>	<b>266.14</b>	<b>344.68</b>	<b>424.63</b>	<b>532.44</b>
长期借款	257.56	598.07	644.86	0.00	208.82	少数股东损益	(3.72)	(1.60)	(5.25)	(5.78)	(6.19)
应付债券	0.00	433.25	144.42	192.55	256.74	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>193.57</b>	<b>267.74</b>	<b>349.93</b>	<b>430.41</b>	<b>538.63</b>
其他	75.37	137.65	91.39	101.47	110.17	每股收益(元)	0.34	0.48	0.62	0.76	0.96
<b>非流动负债合计</b>	<b>332.94</b>	<b>1,168.97</b>	<b>880.67</b>	<b>294.02</b>	<b>575.73</b>						
<b>负债合计</b>	<b>2,766.00</b>	<b>2,594.94</b>	<b>2,989.76</b>	<b>876.01</b>	<b>2,531.36</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	(7.02)	(4.61)	(9.59)	(15.28)	(21.33)	<b>成长能力</b>					
股本	511.87	520.31	563.08	563.08	563.08	营业收入	6.59%	19.84%	13.78%	7.47%	8.76%
资本公积	652.60	753.36	780.53	762.42	765.43	营业利润	43.84%	53.15%	26.83%	23.20%	25.52%
留存收益	1,405.19	1,749.61	2,079.32	2,454.35	2,956.13	归属于母公司净利润	33.24%	38.32%	30.70%	23.00%	25.14%
其他	(821.56)	(959.14)	(780.53)	(762.42)	(765.43)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>1,741.08</b>	<b>2,059.53</b>	<b>2,632.81</b>	<b>3,002.15</b>	<b>3,497.89</b>	毛利率	17.80%	16.66%	18.13%	19.48%	20.95%
<b>负债和股东权益总</b>	<b>4,507.08</b>	<b>4,654.48</b>	<b>5,622.57</b>	<b>3,878.16</b>	<b>6,029.25</b>	净利率	5.93%	6.84%	7.86%	9.00%	10.35%
						ROE	11.07%	12.97%	13.24%	14.26%	15.31%
						ROIC	8.63%	10.07%	10.53%	11.02%	19.76%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	61.37%	55.75%	53.17%	22.59%	41.98%
						净负债率	94.74%	85.73%	67.67%	2.44%	33.85%
						流动比率	1.31	2.04	1.84	3.62	2.19
						速动比率	0.52	0.79	0.65	2.06	0.78
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	11.06	12.93	11.89	12.00	12.26
						存货周转率	1.91	2.11	2.07	2.79	2.85
						总资产周转率	0.83	0.85	0.87	1.01	1.05
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.34	0.48	0.62	0.76	0.96
						每股经营现金流	-0.04	0.94	-0.19	3.34	-1.71
						每股净资产	3.10	3.67	4.69	5.36	6.25
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	42.12	30.45	23.30	18.94	15.14
						市净率	4.66	3.95	3.09	2.70	2.32
						EV/EBITDA	13.21	19.62	19.30	13.26	12.44
						EV/EBIT	16.95	24.23	21.68	14.72	13.62

  

现金流量表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	189.85	266.14	349.93	430.41	538.63
折旧摊销	89.00	112.49	55.49	60.26	64.12
财务费用	65.81	65.77	57.04	61.93	63.47
投资损失	(4.75)	(11.93)	(5.52)	(6.00)	(7.00)
营运资金变动	(509.67)	221.03	(557.76)	1,340.85	(1,617.60)
其它	145.40	(124.08)	(5.10)	(5.88)	(6.17)
<b>经营活动现金流</b>	<b>(24.35)</b>	<b>529.41</b>	<b>(105.92)</b>	<b>1,881.58</b>	<b>(964.56)</b>
资本支出	327.77	497.23	106.27	69.92	41.30
长期投资	85.59	15.21	0.00	0.00	0.00
其他	(735.50)	(954.59)	(187.91)	(125.81)	(87.32)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(322.15)</b>	<b>(442.14)</b>	<b>(81.65)</b>	<b>(55.89)</b>	<b>(46.02)</b>
债权融资	2,197.32	2,075.47	2,137.88	456.01	1,600.29
股权融资	(205.99)	1.04	218.77	(79.96)	(60.36)
其他	(1,649.07)	(1,833.85)	(2,122.68)	(2,175.14)	(495.83)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>342.26</b>	<b>242.66</b>	<b>233.96</b>	<b>(1,799.08)</b>	<b>1,044.11</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>(4.23)</b>	<b>329.93</b>	<b>46.40</b>	<b>26.61</b>	<b>33.53</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