

投资评级：买入（维持）
报告日期：2022年11月30日
市场数据

目前股价	15.78
总市值（亿元）	84.07
流通市值（亿元）	67.40
总股本（万股）	53,277
流通股本（万股）	42,712
12个月最高/最低	17.54/13.84

分析师

分析师：刘鹏 S1070520030002

☎ 021-31829686

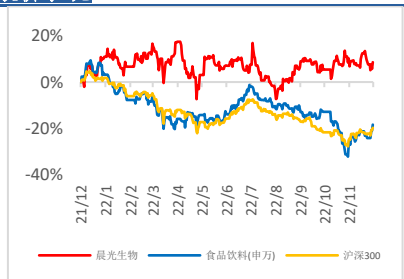
✉ liupeng@cgws.com

联系人（研究助理）：卢潇航

S1070121100003

☎ 021-31829723

✉ luxiaohang@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<三季度增速再起，全年业绩兑现无虞，新年度部署有序推进>>2022-10-27

<<定力能力持续兑现，Q2再交亮眼答卷>>2022-8-28

<<2022Q425明晰主业，非核心业务独立挂牌>>2022-7-2

资源综合利用打开想象空间

——晨光生物（300138）公司动态点评

盈利预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	3,912.94	4,873.61	6,335.69	7,222.69	8,233.87
(+/-%)	19.84%	24.55%	30.00%	14.00%	14.00%
归母净利润（百万元）	267.74	351.51	459.21	583.67	738.94
(+/-%)	38.32%	31.29%	30.64%	27.10%	26.60%
摊薄 EPS（元/股）	0.53	0.65	0.84	1.07	1.36
PE	29.8	24.3	18.7	14.7	11.6

资料来源：长城证券产业金融研究院

核心观点

- **槲皮万寿菊素获批饲料添加剂新成分，标志公司的功效研究能力获得权威认可，工艺之外仍有研发提升空间，技术优势有望长期保持。**
- 据晨光生物官微，槲皮万寿菊素可作为新的饲料添加剂使用，具有提高机体抗氧化能力，改善生产性能的功效。公司开创性地推动了该成分的工业化提取和利用，具有安全高效等优势，由于其来自于万寿菊生产叶黄素中同步提取的副产物，没有额外增加原材料投入，提取成本非常低。该产品系创新产品，在权威批准的助推下，市场培育有望加速，或为公司利润端带来弹性。公司另一替抗产品绿原酸（甜叶菊提取）也具备相似潜力。
- 这一新产品上的突破来自于资源综合利用研究，相关研究可追溯至2018年，从斛皮万寿菊素得理化性质、功效和安全毒理的充分研究，到饲料添加剂、食品添加剂、保健食品、医疗生产的应用路径规划。
- 公司对研发工作进行了多层次的部署规划，目前主要有四个方向：**1）工艺研究：**持续改进工艺水平，降本增效，系基础方向；**2）资源综合利用研究：**对使用的原材料进行基础研究，剖析成分后逐个分析验证使用价值，开发新工艺进行同步提取；**3）育种研究：**通过培育更优质的原料作物，提升其有效成分含量，提高提取效率，进一步降低单位成本；**4）应用研究：**根据客户实际需要进行产品开发，拓展其原本应用范围，开拓新市场。
- 公司工艺水平处于行业领先地位，进一步提升空间逐渐收窄，通过资源综合利用研究和育种研究的前瞻布局和大力投入，仍有望持续提升生产效率，降低单位成本，保持行业技术领先优势。截至三季度，公司研发费用投入已超9800万元，超过去年全年水平，同比增长70.6%。公司公告近日正式取得12项专利证书，包括1项欧洲和1项韩国专利。
- **投资建议：**公司是植物提取物领域龙头企业，既有优势品种盈利水平较稳定，规模化品种抢占市场份额保持较高增速，储备品种前景好，“三步走”战略稳步推进。公司技术领先行业，成本优势显著。赞比亚种植园持续建设将进一步降低成本，复配业务持续培育潜力大。公司持续维持稳健、高速增长趋势，且未来发展后劲充足，预计公司2022-2024年EPS为0.84、1.07、1.36元，对应PE分别为18.7X、14.7X、11.6X。行业体量稳定扩容，景气度高，公司近年来利润增速稳定高于营收，盈利

能力持续增强，业绩兼具确定性、成长性和延续性，给予公司 33-36 倍估值，2022 年业绩对应目标价 28-30 元，**维持“买入”评级。**

- **风险提示：**原材料价格大幅波动、下游需求不及预期、产品出口受阻、原材料采购和加工的季节性。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3,912.94	4,873.61	6,335.69	7,222.69	8,233.87	成长性					
营业成本	3,260.92	4,154.53	5,385.34	6,030.95	6,834.11	营业收入增长	19.84%	24.55%	30.00%	14.00%	14.00%
销售费用	45.37	55.06	76.03	101.12	123.51	营业成本增长	21.50%	27.40%	29.63%	11.99%	13.32%
管理费用	147.61	156.89	202.74	223.90	238.78	营业利润增长	53.15%	23.73%	37.45%	26.07%	25.16%
研发费用	82.58	94.79	126.71	130.01	131.74	利润总额增长	48.47%	27.33%	32.89%	26.07%	25.16%
财务费用	71.43	50.79	31.68	79.45	82.34	归母净利润增长	38.32%	31.29%	30.64%	27.10%	26.60%
其他收益	33.40	29.97	29.00	27.00	28.00	盈利能力					
投资净收益	11.93	30.37	25.00	20.00	21.00	毛利率	16.66%	14.75%	15.00%	16.50%	17.00%
营业利润	311.05	384.87	528.99	666.87	834.69	销售净利率	6.84%	7.21%	7.25%	8.08%	8.97%
营业外收支	1.57	13.20	0.00	0.00	0.00	ROE	12.92%	12.60%	12.17%	13.79%	14.19%
利润总额	312.62	398.07	528.99	666.87	834.69	ROIC	10.07%	10.41%	11.02%	11.91%	15.62%
所得税	46.49	47.47	74.06	86.69	100.16	营运效率					
少数股东损益	-1.60	-0.92	-4.28	-3.49	-4.42	销售费用/营业收入	1.16%	1.13%	1.20%	1.40%	1.50%
归母净利润	267.74	351.51	459.21	583.67	738.94	管理费用/营业收入	3.77%	3.22%	3.20%	3.10%	2.90%
资产负债表	(百万)					研发费用/营业收入	2.11%	1.95%	2.00%	1.80%	1.60%
流动资产	2,912.21	3,977.02	5,188.92	4,750.82	6,146.39	财务费用/营业收入	1.83%	1.04%	0.50%	1.10%	1.00%
货币资金	309.78	732.59	633.57	722.27	823.39	投资收益/营业利润	3.84%	7.89%	4.73%	3.00%	2.52%
应收票据应收账款合计	306.30	398.77	530.46	548.13	587.23	所得税/利润总额	14.87%	11.92%	14.00%	13.00%	12.00%
其他应收款	6.76	12.63	9.69	9.00	10.00	应收账款周转率	12.93	13.82	13.64	13.39	14.50
存货	1,792.64	2,228.57	3,635.47	2,931.56	4,434.09	存货周转率	1.76	2.07	1.84	1.84	1.86
非流动资产	1,742.26	1,978.15	2,255.09	2,555.69	2,591.77	流动资产周转率	1.28	1.41	1.38	1.45	1.51
固定资产	1,039.43	1,261.01	1,384.03	1,504.12	1,612.26	总资产周转率	0.85	0.92	0.95	0.98	1.03
资产总计	4,654.48	5,955.17	7,444.01	7,306.51	8,738.16	偿债能力					
流动负债	1,425.97	2,682.05	3,015.83	2,770.36	3,142.58	资产负债率	55.75%	53.26%	49.78%	42.41%	40.77%
短期借款	1,037.74	1,838.74	1,800.89	1,590.74	1,756.18	流动比率	2.04	1.48	1.72	1.71	1.96
应付款项	104.15	100.39	245.86	270.33	318.48	速动比率	0.79	0.65	0.52	0.66	0.54
非流动负债	1,168.97	489.73	689.73	328.31	420.00	每股指标 (元)					
长期借款	598.07	303.10	303.10	0.00	0.00	EPS	0.53	0.65	0.84	1.07	1.36
负债合计	2,594.94	3,171.78	3,705.56	3,098.67	3,562.58	每股净资产	3.63	5.23	6.87	7.74	9.52
股东权益	2,059.53	2,783.38	3,738.45	4,207.83	5,175.58	每股经营现金流	0.97	0.12	-0.42	2.13	0.13
股本	520.31	532.77	545.23	545.23	545.23	每股经营现金/EPS	1.84	0.18	-0.50	1.99	0.10
留存收益	1,749.61	2,319.90	3,199.60	3,672.47	4,644.62	估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	-4.61	-2.10	-6.38	-9.87	-14.28	PE	29.85	24.28	18.74	14.74	11.64
负债和权益总计	4,654.48	5,955.17	7,444.01	7,306.51	8,738.16	PEG	1.01	0.87	0.55	0.50	0.42
现金流量表	(百万)					PB	4.35	3.02	2.30	2.04	1.66
经营活动现金流	529.41	63.90	-225.29	1136.97	68.88	EV/EBITDA	23.05	18.59	14.84	10.68	9.09
其中营运资本减少	158.08	-309.30	-820.27	349.20	-890.72	EV/SALES	2.96	2.15	1.63	1.32	1.19
投资活动现金流	-442.14	-264.76	-373.87	-310.00	-339.00	EV/IC	3.14	2.40	1.89	1.85	1.53
其中资本支出	246.24	25.89	570.00	480.00	490.00	ROIC/WACC	1.68	1.73	1.83	1.98	2.60
融资活动现金流	242.66	540.96	500.14	-738.27	371.24	REP	1.87	1.38	1.03	0.93	0.59
净现金总变化	329.93	340.11	-99.02	88.70	101.12						

研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券产业金融研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：

买入——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上
增持——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间
持有——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间
卖出——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上

行业评级：

强于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
弱于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场

长城证券产业金融研究院

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>