



买入（维持）

所属行业：农林牧渔/农产品加工
当前价格(元)：9.57

证券分析师

熊鹏

资格编号：S0120522120002

邮箱：xiongpeng@tebon.com.cn

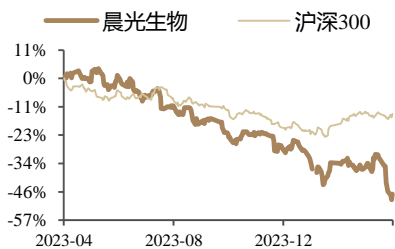
韦香怡

资格编号：S0120522080002

邮箱：weixy@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-15.68	-19.10	-16.05
相对涨幅(%)	-15.55	-25.06	-26.47

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

1.《晨光生物(300138.SZ)：植提龙头择高处立，三步战略向宽而行》，2023.11.28

晨光生物(300138.SZ)：棉籽业务承压，总体经营较稳健

投资要点

- 事件：**公司发布2023年年度报告。2023年公司实现营业收入68.72亿元，同比+9.14%；归母净利润4.80亿元，同比+10.53%；扣非归母净利润3.67亿元，同比-1.25%。公司2023Q4单季度实现营业收入17.02亿元，同比+13.50%；归母净利润0.81亿元，同比-16.35%；扣非归母净利润0.41亿元，同比-42.66%。
- 植提业务持续拓展，多品类齐头并进。**2023年公司主导产品辣椒红销量突破1万吨(22年8500+吨)；辣椒精依靠云南魔鬼椒原料优势，全年销量同比+17%至1130吨，价格稍有回落；叶黄素在价格低位情况下合理调整销售结构和节奏；梯队产品中食品级叶黄素销量同比增长约30%，水飞蓟素销量连续四年实现翻番；香辛料产品销售收入创历史新高，其中核心产品花椒油树脂销量同比增长超50%，行业领先地位得到巩固。多品类综合影响下23年植提业务(天然色素/香辛料/营养及药用类产品)实现营收28.9亿元，同比+8.9%；但核心品类如叶黄素、辣椒精销售价格承压，带动毛利率同比-5.4pct至19.9%。
- 棉籽业务稳扎稳打，保健食品业务逐步突破。**(1)棉籽业务：子公司新疆晨光2023全年加工棉籽近80万吨，同比增长约30%。23年收入同比+5.1%至35.48亿元，但棉籽业务因偏大宗商品属性呈现出收入体量大、波动性强、毛利率低的特点，23年受市场行情波动等因素影响，毛利率同比-1.0pct至3.66%。(2)其他业务：2023年其他业务实现营收4.33亿元，同比+62.5%，毛利率同比+3.2pct至21.29%，公司三步走战略稳步推进。23年保健食品业务销售收入突破1.5亿，同比增长约80%；中成药方面，公司稳步进行配方颗粒产品备案等准备工作，目前益母草配方颗粒和丹参配方颗粒备案成功，为中成药业务发展积蓄新动能。
- 控费能力持续增强，盈利能力较为稳定。**2023年公司综合毛利率同比-2.33pct至11.61%，全年公司销售/管理/财务/研发费用率分别同比-0.05/-0.81/+0.33/-0.63pct，其中销售和管理费用率下滑主要系职工薪酬同比减少幅度较大，财务费用率同比增加主要因为报告期内贷款规模同比增加，利息费用同比增加，以及汇率波动影响汇兑损失同比较少，整体来看公司持续提高费控能力，预计24年费用端仍将保持较平稳趋势。综合影响下公司2023年归母净利率同比+0.1pct至6.98%，扣非归母净利率同比-0.6pct至5.34%，整体盈利能力较稳定。
- 24年预计植提业务稳健发展，棉籽业务亏损幅度企稳。**2024Q1业绩预告显示24Q1公司归母净利润预计为0.33-0.42亿元，同比下滑75.56%至68.90%；扣非归母净利润0.43-0.52亿元，同比下滑63.09%至55.37%，非经常性损益影响金额约为-1000万元。公司整体业绩下滑主因棉籽类等相关产品受豆油、豆粕等大宗商品行情波动影响价格下降，同时棉籽加工行业市场竞争加剧影响，导致公司加工业务利润空间缩小。展望24年：(1)植提业务：主导产品辣椒红将持续发挥产能优势；辣椒精虽然价格相比高点有所承压，但有望依靠销量维持增长；23年饲料级叶黄素价格处于低位，公司主动控制销售节奏，23Q3叶黄素价格环比改善，预计长期看量价水平将逐步恢复到合理位置；其他梯队产品如甜菊糖、香辛料等发展势头较好，公司在综合优势下市场份额有望不断扩大。(2)棉籽业务：24Q1受到豆粕价格下跌的替代效应影响，Q1业绩同比大幅下降。目前豆粕价格企稳，我们预计全年棉籽亏损幅度不会再大幅增加。
- 盈利预测：**我们预计一季度表现业绩为全年底部，后续逐步好转；公司植提主业布局稳健、产品具备核心竞争力，海外原料基地有序布局进一步拉大原材料优势，同

时依靠多品类发展对冲农产品固有的周期性，我们看好其作为行业龙头的产业链优势。建议长期重点关注。我们根据年报业绩调整盈利预测，预计公司 2024-2026 年对应 PE 分别为 14.8x/9.4x/7.1x，维持“买入”评级。

- **风险提示：**原材料供应量及价格波动风险、市场竞争加剧风险、产品扩张不及预期风险、境外经营风险等

股票数据		主要财务数据及预测					
			2022	2023	2024E	2025E	2026E
总股本(百万股):	532.77	营业收入(百万元)	6,296	6,872	7,285	8,290	9,059
流通 A 股(百万股):	446.46	(+/-)YOY(%)	29.2%	9.1%	6.0%	13.8%	9.3%
52 周内股价区间(元):	9.15-18.61	净利润(百万元)	434	480	346	543	717
总市值(百万元):	5,098.65	(+/-)YOY(%)	23.5%	10.5%	-28.0%	57.0%	32.2%
总资产(百万元):	8,539.58	全面摊薄 EPS(元)	0.81	0.90	0.65	1.02	1.35
每股净资产(元):	6.51	毛利率(%)	13.9%	11.6%	9.7%	11.6%	12.8%
资料来源: 公司公告		净资产收益率(%)	13.7%	13.8%	9.6%	13.4%	15.4%

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.90	0.65	1.02	1.35
每股净资产	6.51	6.76	7.62	8.74
每股经营现金流	-1.10	1.23	2.37	2.30
每股股利	0.13	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	14.89	14.75	9.40	7.11
P/B	2.06	1.41	1.26	1.09
P/S	0.74	0.70	0.62	0.56
EV/EBITDA	14.76	12.23	7.79	5.46
股息率%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	11.6%	9.7%	11.6%	12.8%
净利润率	7.2%	4.8%	6.7%	8.1%
净资产收益率	13.8%	9.6%	13.4%	15.4%
资产回报率	5.6%	4.1%	6.4%	7.8%
投资回报率	6.0%	5.3%	8.0%	9.5%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	9.1%	6.0%	13.8%	9.3%
EBIT 增长率	9.9%	-12.4%	49.7%	28.2%
净利润增长率	10.5%	-28.0%	57.0%	32.2%
偿债能力指标				
资产负债率	58.6%	56.8%	51.5%	48.4%
流动比率	1.6	1.7	1.9	2.0
速动比率	0.5	0.5	0.7	1.0
现金比率	0.4	0.4	0.5	0.8
经营效率指标				
应收帐款周转天数	20.1	23.0	21.1	20.1
存货周转天数	155.1	171.9	139.8	113.4
总资产周转率	0.9	0.9	1.0	1.0
固定资产周转率	5.0	5.1	5.7	6.2

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	480	346	543	717
少数股东损益	14	7	11	14
非现金支出	150	197	209	203
非经营收益	-11	15	17	20
营运资金变动	-1,222	92	481	274
经营活动现金流	-588	657	1,261	1,228
资产	-189	-248	-219	-194
投资	-337	0	0	0
其他	78	53	67	63
投资活动现金流	-448	-195	-152	-131
债权募资	1,298	-268	-500	0
股权募资	0	-171	0	0
其他	-1	-82	-175	-186
融资活动现金流	1,297	-522	-675	-186
现金净流量	254	-64	430	907

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 17 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	6,872	7,285	8,290	9,059
营业成本	6,074	6,581	7,326	7,896
毛利率%	11.6%	9.7%	11.6%	12.8%
营业税金及附加	17	17	20	22
营业税金率%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	61	63	69	72
营业费用率%	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%
管理费用	155	160	174	181
管理费用率%	2.3%	2.2%	2.1%	2.0%
研发费用	97	109	124	136
研发费用率%	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%
EBIT	522	458	685	879
财务费用	47	61	62	56
财务费用率%	0.7%	0.8%	0.8%	0.6%
资产减值损失	4	-22	-20	1
投资收益	69	66	66	63
营业利润	548	389	615	815
营业外收支	7	8	8	8
利润总额	556	397	623	823
EBITDA	675	633	875	1,082
所得税	62	44	69	91
有效所得税率%	11.1%	11.1%	11.1%	11.1%
少数股东损益	14	7	11	14
归属母公司所有者净利润	480	346	543	717

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,422	1,322	1,751	2,658
应收账款及应收票据	474	477	519	516
存货	3,198	3,086	2,603	2,371
其它流动资产	1,272	1,353	1,363	1,376
流动资产合计	6,367	6,236	6,237	6,921
长期股权投资	51	51	51	51
固定资产	1,396	1,434	1,462	1,452
在建工程	295	320	311	301
无形资产	304	317	330	343
非流动资产合计	2,173	2,260	2,291	2,283
资产总计	8,540	8,496	8,528	9,204
短期借款	2,599	2,599	2,599	2,599
应付票据及应付账款	80	82	81	77
预收账款	1	0	0	0
其它流动负债	1,273	1,087	660	715
流动负债合计	3,952	3,769	3,340	3,391
长期借款	865	865	865	865
其它长期负债	190	190	185	195
非流动负债合计	1,055	1,055	1,050	1,060
负债总计	5,007	4,824	4,390	4,451
实收资本	533	533	533	533
普通股股东权益	3,470	3,603	4,057	4,659
少数股东权益	62	69	80	94
负债和所有者权益合计	8,540	8,496	8,528	9,204

信息披露

分析师与研究助理简介

熊鹏，德邦证券大消费组组长&食品饮料首席分析师，上海交通大学及挪威科技大学双硕士。全面负责食品饮料行业各板块的研究，6年行业研究经验，2022年卖方分析师水晶球奖公募榜单上榜。曾任职于西部证券、国信证券、安信证券等，2022年12月加入德邦证券研究所。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。