

主业稳健发力，棉籽业务承压

投资要点

- 事件:** 晨光生物发布 2023 年年报，全年实现营收 68.7 亿元，同比+9.1%；实现归母净利润 4.8 亿元，同比+10.5%；扣非后净利润 3.7 亿元，同比-1.3%。单季度来看，2023Q4 实现收入 17.0 亿元，同比+13.5%；实现归母净利润 0.8 亿元，同比-16.4%；扣非后归母净利润 0.4 亿元，同比增长-42.7%。
- 植提业务夯实优势，梯队产品持续拓展。** 2023 年公司植物提取业务实现收入 28.9 亿元，同比+8.9%。1、主力产品：辣椒红销量突破 1 万吨，再上新台阶；辣椒精产品依靠云南魔鬼椒原料优势，市场竞争力显著提升，全年销售 1130 吨，同比增长 17%；叶黄素产品稳扎稳打，合理调整销售结构和节奏，食品级叶黄素销量 7000 多万克，同比增长约 30%。2、梯队产品：水飞蓟素销量继续保持高增长，连续四年实现翻番；番茄红素、姜黄素销量稳中有升，市场影响力不断增强；甜菊糖产品通过让利经营，大客户关系得到强化。香辛料产品销售收入创历史新高，核心产品花椒油树脂销量同比增长超 50%，销售收入突破 1.2 亿元，行业领先地位得到巩固。
- 棉籽业务稳扎稳打，保健业务发展强劲。** 2023 年公司棉籽业务和其他业务分别实现收入 35.5、4.3 亿元，分别同比+5.1%、62.4%。1、子公司新疆晨光全年加工棉籽近 80 万吨，同比+30%，收入同比增长 5.1%至 35.45 亿元，超额完成年度生产目标。但棉籽类产品受豆油、豆粕等大宗商品行情波动影响价格下降，同时市场竞争加剧影响，导致公司加工业务利润空间缩小，毛利率同比-1.0pp 至 3.7%。2、潜力产品：保健食品业务发展势头良好，销售收入突破 1.5 亿元，同比增长约 80%，行业知名度大幅提升；中药配方颗粒备案成功，为中成药业务发展积蓄新动能。
- 费用管控良好，盈利能力承压。** 2023 年公司毛利率 11.6%，同比-2.3pp；2023Q4 毛利率 9.7%，同比-5.3 pct，主要系低毛利的棉籽类业务收入占比提升。2023 年公司归母净利率 7.0%，同比+0.1pp；2023Q4 归母净利率 4.8%，同比-1.7pp。费用方面，2023 年公司销售/管理/研发/财务费用率同比分别-0.1/-0.8/-0.6/+0.33pp 至 0.9%/2.3%/1.4%/0.7%；2023Q4 公司销售/管理/研发/财务费用率同比分别-0.2/-1.1/+0.1/+0.7pp 至 0.9%/2.3%/2.1%/1.12%。公司通过全方位的精细化管理，期间费用率管控良好。
- 多元产品持续发力，棉籽亏损企稳。** 公司持续发挥产能优势、提升核心产品市占率，叠加梯队产品和潜力产品持续放量，植提业务收入有望稳步增长。保健食品、中药业务积极开拓新业务，发展势头强劲。业绩预告显示 2024Q1 公司归母净利润预计为 0.3-0.4 亿元，同比-75.6%-68.9%；扣非归母净利润 0.4-0.5 亿元，同比-63.1%-55.4%，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受到豆粕价格下跌的替代效应影响，棉籽业务营收同比大幅下降。公司持续做好原料采购与产品销售的锁经营工作，有效规避行情波动风险，目前豆粕价格企稳，预计全年棉籽亏损幅度不会再大幅增加。
- 盈利预测与投资建议。** 公司多元业务协同发力，在稳固主力产品基本盘的同时，梯队产品和潜力产品持续放量。公司在海外原料基地有序布局，有望进一步拉

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：杜雨聪
电话：18716686475
邮箱：dyuc@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)	5.33
流通 A 股(亿股)	4.46
52 周内股价区间(元)	9.15-18.61
总市值(亿元)	49.92
总资产(亿元)	85.40
每股净资产(元)	6.51

相关研究

- 晨光生物(300138): 主业稳健发展，费用管控良好 (2023-10-25)
- 晨光生物(300138): 多业务协同发力，长期发展向好 (2023-08-23)
- 晨光生物(300138): 品类扩张拓展边界，植提龙头行稳致远 (2023-05-09)



大原材料优势，同时依靠多品类发展对冲农产品周期性。2024年大宗产品价格大幅回落，行情波动下公司棉籽业务承压，但棉籽加工产品需求端仍然旺盛，同时公司通过复用植提技术和扩大产能规模，建立起相对竞品的成本优势，尽管短期受周期波动影响，但中长期公司棉籽业务的回报率依然可观。预计2024-2026年归母净利润分别为3.74、5.69、7.44亿元，EPS分别为0.70元、1.07元、1.40元，给予2024年16倍PE，对应目标价11.2元，维持“买入”评级。

- **风险提示：**宏观经济波动风险，市场需求低迷风险；原材料价格波动风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	68.72	73.76	82.85	92.89
增长率	9.14%	7.34%	12.33%	12.12%
归属母公司净利润(亿元)	4.80	3.74	5.69	7.44
增长率	10.53%	-22.02%	52.05%	30.84%
每股收益EPS(元)	0.90	0.70	1.07	1.40
净资产收益率ROE	13.99%	9.75%	13.10%	14.94%
PE	10	13	9	7
PB	1.39	1.27	1.12	0.98

数据来源：Wind，西南证券

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：考虑到公司行业龙头稳固，公司辣椒红素、辣椒精、叶黄素等主要产品销量有望稳定增长。同时随着番茄红素、甜菊糖等高毛利率产品的销量上升以及新品的不断推出，公司植物提取类产品毛利率将保持稳中有升。预计 24-26 年天然色素/香辛料/营养及药用类产品营收增速分别为 20%、15%、12%，毛利率分别为 20%、21%、22%。

假设 2：考虑到油脂蛋白类的大宗农产品价格呈现下跌行情，产品和原材料之间的价差大幅减少，导致新一季的棉籽加工出现亏损，后续随价格企稳有望逐步改善。预计 24-26 年棉籽类产品营收增速分别为-10%、1%、3%，毛利率分别为-2%、1%、2%。

假设 3：考虑到公司保健品 OEM 和中药等产品销量高增，预计 24-26 年其他产品营收增速分别为 65%、50%、40%，毛利率分别为 15%、10%、10%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

亿元	2023A	2024E	2025E	2026E
合计				
营业收入	68.7	73.8	82.9	92.9
yoy	9.1%	7.3%	12.3%	12.1%
营业成本	60.7	66.4	73.1	80.9
毛利率	11.6%	10.0%	11.8%	12.9%
天然色素/香辛料/营养及药用类产品				
营业收入	28.9	34.7	39.9	44.7
yoy	8.9%	20.0%	15.0%	12.0%
营业成本	23.1	27.7	31.5	34.8
毛利率	19.9%	20.0%	21.0%	22.0%
棉籽类产品				
营业收入	35.5	31.9	32.3	33.2
yoy	5.1%	-10.0%	1.0%	3.0%
营业成本	34.2	32.6	31.9	32.6
毛利率	3.7%	-2.0%	1.0%	2.0%
其他产品收入（保健品 OEM 等）				
营业收入	43.3	71.4	10.7	15.0
yoy	62.5%	65.0%	50.0%	40.0%
营业成本	34.1	60.7	96.4	13.5
毛利率	21.3%	15.0%	10.0%	10.0%

数据来源：Wind, 西南证券

可比公司方面，我们以海天味业、金龙鱼、双汇发展作为可比公司。公司作为植提物行业龙头，主力产品稳健增长，梯队产品快速成长打造第二曲线，叠加规模化优势下成本有望持续下降。参考可比公司估值，由于晨光更侧重上游农产品加工，考虑到业务侧重点不同，谨慎给予 2024 年 16 倍 PE，对应目标价 11.2 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司一致性预期

证券代码	证券简称	股价	归母净利润（亿元）				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
603288.SH	海天味业	37.97	62.0	60.2	68.8	77.6	60	35	31	27
300999.SZ	金龙鱼	30.04	28.5	38.5	48.9	52.5	64	43	34	32
000895.SZ	双汇发展	27.19	50.5	56.9	60.2	62.4	18	17	16	15
平均值							47	32	27	25
300138.SZ	晨光生物	9.20	4.8	3.7	5.7	7.4	10	13	9	7

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	68.72	73.76	82.85	92.89	净利润	4.94	3.76	5.71	7.46
营业成本	60.74	66.39	73.08	80.90	折旧与摊销	1.53	1.81	1.87	1.92
营业税金及附加	0.17	0.15	0.17	0.19	财务费用	0.47	1.46	1.41	1.35
销售费用	0.61	0.44	0.58	0.74	资产减值损失	0.04	0.00	0.00	0.00
管理费用	1.55	1.33	1.49	1.67	经营营运资本变动	-11.73	-3.67	-4.75	-6.53
财务费用	0.47	1.46	1.41	1.35	其他	-1.14	0.13	-0.06	-0.06
资产减值损失	0.04	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-5.88	3.48	4.17	4.13
投资收益	0.69	0.00	0.00	0.00	资本支出	-2.15	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.05	0.05	0.05	0.05	其他	-2.33	-0.08	-0.10	-0.10
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-4.48	-0.08	-0.10	-0.10
营业利润	5.48	4.05	6.17	8.09	短期借款	5.56	-0.64	-1.05	-0.61
其他非经营损益	0.07	0.18	0.24	0.29	长期借款	0.95	0.00	0.00	0.00
利润总额	5.56	4.23	6.41	8.38	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	0.62	0.46	0.71	0.92	支付股利	-0.85	-0.94	-0.72	-1.09
净利润	4.94	3.76	5.71	7.46	其他	7.32	-8.67	-1.39	-1.32
少数股东损益	0.14	0.02	0.02	0.02	筹资活动现金流净额	12.97	-10.25	-3.16	-3.03
归属母公司股东净利润	4.80	3.74	5.69	7.44	现金流量净额	2.54	-6.85	0.91	1.00
资产负债表 (亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	14.22	7.38	8.29	9.29	成长能力				
应收和预付款项	7.43	9.01	9.55	10.86	销售收入增长率	9.14%	7.34%	12.33%	12.12%
存货	31.98	31.78	34.92	39.36	营业利润增长率	12.59%	-26.22%	52.59%	31.12%
其他流动资产	10.03	10.14	11.63	12.87	净利润增长率	13.32%	-23.90%	51.77%	30.73%
长期股权投资	0.51	0.51	0.51	0.51	EBITDA 增长率	14.26%	-2.37%	29.34%	20.18%
投资性房地产	0.11	0.11	0.11	0.11	获利能力				
固定资产和在建工程	16.92	15.22	13.46	11.65	毛利率	11.61%	9.99%	11.79%	12.91%
无形资产和开发支出	3.17	3.06	2.95	2.85	三费率	3.83%	4.37%	4.20%	4.05%
其他非流动资产	1.01	1.14	1.29	1.44	净利率	7.19%	5.10%	6.89%	8.03%
资产总计	85.40	78.36	82.72	88.95	ROE	13.99%	9.75%	13.10%	14.94%
短期借款	25.99	25.35	24.30	23.69	ROA	5.79%	4.80%	6.90%	8.39%
应付和预收款项	2.29	2.52	2.80	3.09	ROIC	8.72%	7.10%	9.38%	10.97%
长期借款	8.65	8.65	8.65	8.65	EBITDA/销售收入	10.89%	9.91%	11.41%	12.23%
其他负债	13.15	3.25	3.39	3.58	营运能力				
负债合计	50.07	39.77	39.14	39.01	总资产周转率	0.89	0.90	1.03	1.08
股本	5.33	5.33	5.33	5.33	固定资产周转率	5.00	5.44	6.53	8.03
资本公积	10.22	10.22	10.22	10.22	应收账款周转率	17.82	15.77	16.79	16.74
留存收益	20.56	23.37	28.33	34.68	存货周转率	2.31	2.08	2.18	2.17
归属母公司股东权益	34.70	37.95	42.92	49.27	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.41%	—	—	—
少数股东权益	0.62	0.64	0.66	0.68	资本结构				
股东权益合计	35.32	38.59	43.58	49.95	资产负债率	58.64%	50.75%	47.32%	43.85%
负债和股东权益合计	85.40	78.36	82.72	88.95	带息债务/总负债	69.18%	85.49%	84.17%	82.90%
					流动比率	1.61	2.00	2.26	2.55
					速动比率	0.80	0.91	1.03	1.16
					股利支付率	17.77%	25.01%	12.69%	14.67%
					每股指标				
					每股收益	0.90	0.70	1.07	1.40
					每股净资产	6.63	7.24	8.18	9.37
					每股经营现金	-1.10	0.65	0.78	0.78
					每股股利	0.16	0.18	0.14	0.20
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	7.48	7.31	9.45	11.36					
PE	10.22	13.10	8.62	6.59					
PB	1.39	1.27	1.12	0.98					
PS	0.71	0.66	0.59	0.53					
EV/EBITDA	10.02	10.04	7.54	6.12					
股息率	1.71%	1.87%	1.45%	2.19%					

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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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

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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
上海	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
