



## 买入（维持）

所属行业：农林牧渔/农产品加工  
当前价格(元)：7.36

### 证券分析师

#### 熊鹏

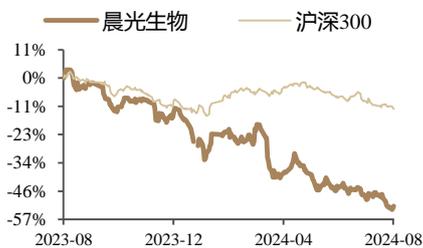
资格编号：S0120522120002  
邮箱：xiongpeng@tebon.com.cn

#### 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(%)	-8.90	-13.14	-21.33
相对涨幅(%)	-5.30	-8.29	-11.72

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

- 《晨光生物(300138.SZ)：棉籽业务承压，总体经营较稳健》，2024.4.18
- 《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)：叶黄素放量，棉籽业务亏损预计可控

### 投资要点

- 事件**：公司发布2024年半年报，24H1实现营业收入34.91亿元，同比-4.85%，归母净利润1.00亿元，同比-66.57%；其中24Q2实现营业收入17.59亿元，同比-4.98%，归母净利润0.61亿元，同比-62.57%。
- 植提主业保持稳健**。2024H1植提业务实现收入15.83亿元，同比+9.28%；毛利率16.8%，同比-4.1pct。1) 辣椒红因原材料采购成本上涨吨价同比+8.86%，销售量同比-24.57%至4454吨，主因年度预售集中在23Q4，24H1新一季原材料预期增产，客户补充采购意愿降低，毛利率也有所下滑；我们预计全年销量维持1w吨。2) 辣椒精销售量850吨，同比+121%；印度原材料价格维持高位，云南原料占比将不断提高，发挥成本优势；我们预计吨价相比高点有所承压，但毛利率基本维持稳定。3) 叶黄素23年价格偏弱、公司主动控量。24年公司调整经营策略，饲料级叶黄素正常发货，上半年销量突破2亿克。我们预计全年叶黄素价格持续磨底，总体量增价稳，贡献业绩正增。4) 梯队产品中，花椒提取物销量增长超25.56%；甜菊糖行情企稳，吨价下滑但收入增长至1.3亿，创同期新高；5) 保健食品实现收入超7300万元，同比小幅增长。
- 棉籽业务亏损幅度可控**。棉籽业务24H1实现收入17.3亿元，同比-13.61%；毛利率-0.19%，同比-4.15%；净利润-5495万元，去年同期净利润8814.97万元。棉籽业务波动主要受行业竞争加剧、豆油豆粕(替代产品)等大宗商品价格下跌等因素影响，Q1棉籽业务实现毛利同比-122%，Q2环比亏损缩窄，我们预计全年棉籽业务亏损幅度可控。
- 公司经营较为健康，盈利能力有待恢复**。2024H1公司综合毛利率同比-3.49pct至8.28%，其中24Q2单季度毛利率同比-2.44pct至8.35%，主要系公司受上游原材料供给增加及下游消费不振影响，多个产品价格或毛利率同比下降。24H1公司销售/管理/财务/研发费用率分别同比-0.06/+0.19/+0.81/+0.33pct，24Q2单季销售/管理/财务/研发费用率分别同比-0.29/+0.65/+1.87/+0.30pct，其中财务费用率同比增加主要原因为报告期内贷款规模同比增加，利息费用同比增加，公司存货规模同比有所扩大，我们认为公司融资成本与存货规模匹配，整体来看费用端仍保持较平稳的趋势，公司经营较为健康。综合影响下公司2024H1归母净利率同比-5.28pct至2.86%，24Q2单季度归母净利率同比-5.36pct至3.48%，整体盈利能力有待恢复。
- 盈利预测**：我们预计全年植提业务略有下滑，棉籽业务亏损难以再大幅增加。公司植提主业布局稳健、产品具备核心竞争力，看好其作为行业龙头的产业链优势。我们根据中报业绩调整盈利预测，预计公司2024-2026年对应PE分别为17.0x/11.0x/7.8x，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					
总股本(百万股):	532.77		2022	2023	2024E	2025E	2026E
流通 A 股(百万股):	447.99	营业收入(百万元)	6,296	6,872	6,894	7,482	8,091
52 周内股价区间(元):	7.06-15.58	(+/-)YOY(%)	29.2%	9.1%	0.3%	8.5%	8.1%
总市值(百万元):	3,921.22	净利润(百万元)	434	480	231	355	505
总资产(百万元):	8,425.69	(+/-)YOY(%)	23.5%	10.5%	-51.8%	53.7%	42.2%
每股净资产(元):	6.02	全面摊薄 EPS(元)	0.81	0.90	0.43	0.67	0.95
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	13.9%	11.6%	8.1%	9.6%	11.0%
		净资产收益率(%)	13.7%	13.8%	6.4%	9.2%	11.7%

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	0.43	0.67	0.95
每股净资产	6.51	6.73	7.29	8.08
每股经营现金流	-1.10	1.26	2.19	1.92
每股股利	0.13	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	14.89	16.97	11.04	7.76
P/B	2.06	1.09	1.01	0.91
P/S	0.57	0.57	0.52	0.48
EV/EBITDA	14.76	12.86	8.50	5.80
股息率%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	11.6%	8.1%	9.6%	11.0%
净利润率	7.2%	3.4%	4.8%	6.4%
净资产收益率	13.8%	6.4%	9.2%	11.7%
资产回报率	5.6%	2.7%	4.3%	5.8%
投资回报率	6.0%	3.8%	5.6%	7.2%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	9.1%	0.3%	8.5%	8.1%
EBIT 增长率	9.9%	-37.6%	43.6%	35.5%
净利润增长率	10.5%	-51.8%	53.7%	42.2%
偿债能力指标				
资产负债率	58.6%	56.8%	52.3%	49.9%
流动比率	1.6	1.7	1.8	2.0
速动比率	0.5	0.5	0.7	0.9
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	23.6	21.6	20.2
存货周转天数	155.1	175.3	142.9	113.9
总资产周转率	0.9	0.8	0.9	0.9
固定资产周转率	5.0	4.9	5.2	5.6

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	480	231	355	505
少数股东损益	14	5	7	10
非现金支出	150	197	209	203
非经营收益	-11	21	24	27
营运资金变动	-1,222	218	574	279
经营活动现金流	-588	672	1,169	1,024
资产	-189	-244	-219	-194
投资	-337	0	0	0
其他	78	50	60	57
投资活动现金流	-448	-194	-159	-137
债权募资	1,298	-266	-500	0
股权募资	0	-78	0	0
其他	-1	-79	-145	-153
融资活动现金流	1,297	-423	-645	-153
现金净流量	254	50	361	729

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 29 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	6,894	7,482	8,091
营业成本	6,074	6,333	6,761	7,202
毛利率%	11.6%	8.1%	9.6%	11.0%
营业税金及附加	17	17	18	19
营业税金率%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	61	59	62	65
营业费用率%	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%
管理费用	155	152	157	162
管理费用率%	2.3%	2.2%	2.1%	2.0%
研发费用	97	103	112	121
研发费用率%	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%
EBIT	522	326	468	635
财务费用	47	61	61	55
财务费用率%	0.7%	0.9%	0.8%	0.7%
资产减值损失	4	-22	-20	1
投资收益	69	62	60	57
营业利润	548	257	400	571
营业外收支	7	8	8	8
利润总额	556	265	408	579
EBITDA	675	502	658	838
所得税	62	29	45	64
有效所得税率%	11.1%	11.1%	11.1%	11.1%
少数股东损益	14	5	7	10
归属母公司所有者净利润	480	231	355	505

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,422	1,435	1,796	2,525
应收账款及应收票据	474	451	468	461
存货	3,198	2,969	2,399	2,159
其它流动资产	1,272	1,339	1,335	1,343
流动资产合计	6,367	6,194	5,999	6,487
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	2,254	2,285	2,277
资产总计	8,540	8,448	8,284	8,764
短期借款	2,599	2,599	2,599	2,599
应付票据及应付账款	80	79	75	70
预收账款	1	0	0	0
其它流动负债	1,273	1,060	603	646
流动负债合计	3,952	3,739	3,277	3,315
长期借款	865	865	865	865
其它长期负债	190	192	187	197
非流动负债合计	1,055	1,057	1,052	1,062
负债总计	5,007	4,796	4,329	4,377
实收资本	533	533	533	533
普通股股东权益	3,470	3,586	3,881	4,304
少数股东权益	62	67	74	84
负债和所有者权益合计	8,540	8,448	8,284	8,764

# 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
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 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； <b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> 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。