

## 棉籽承压拖累业绩，期待下半年盈利改善

### 投资要点

- 事件:** 公司发布2024年中报，实现营收34.9亿元，同比-4.9%；归母净利润1.0亿元，同比-66.6%。2024Q2单季度，公司实现营收17.6亿元，同比-5.0%；归母净利润0.6亿元，同比-62.6%。上半年业绩承压，其中棉籽业务亏损较大，虽然植提业务中多个产品价格或毛利率同比下降，但销量的上升弥补了部分对利润总额的影响。
- 辣椒红营收承压，辣椒精增长明显，叶黄素有所恢复。** 24H1公司植物提取业务实现收入15.8亿元，同比+9.3%。1、主力产品：24H1辣椒红收入下滑超过10%，其中销量/单价分别同比-25%/+8.9%，主因去年新疆辣椒减产市场囤货情绪较高，客户库存较为充足因此采购意愿较低，同时因成本上涨，对产品销量、毛利率造成不利影响，上半年销售4454吨，同比-24.6%；辣椒精增加云南辣椒采购，减少印度辣椒涨价的影响，24H1销量达到850吨，同比+120.8%；叶黄素行业总供给延续过剩状态，产品价格低位徘徊，公司结合市场供需环境变化及全年采销计划适时调整产品经营策略，其中饲料级叶黄素恢复较快，24H1销量突破2亿克；食品级叶黄素受市场调整影响，24H1销量同比-27.4%。2、梯队产品：香辛料提取物前期客户开发工作取得显著成效，花椒提取物销量同比+25.6%；甜菊糖行情企稳，实现收入1.3亿元，创同期新高。3、潜力产品：保健食品业务发挥原料生产优势，持续开拓客户，收入0.7亿元，同比小幅增长。
- 棉籽业务持续承压，优化考核降低业务经营风险。** 24H1公司棉籽业务实现收入17.3亿元，同比-13.6%。子公司新疆晨光24H1实现收入18.2亿元，同比-12%；归母净利润为-0.5亿元，同比-162.3%。棉籽类业务坚持对锁及套保的经营模式，但受行业竞争加剧、大宗商品行情波动等因素影响，棉籽业务毛利同比减少0.8亿元，此外子公司财务成本上升、套期保值交易、远期锁汇等产生一定亏损。子公司新疆晨光通过优化考核管理模式、强化风险敞口管理、提高市场行情研判能力，努力降低棉籽类业务的经营风险。
- 加工业务经营亏损较大，盈利能力承压。** 1、盈利方面，24H1公司毛利率8.3%，同比-3.5pp；净利率2.7%，同比-5.9pp。拆分来看，24H1植提/棉籽业务毛利率同比-4.1/-4.2pp，植提业务毛利率下降主要系多产品受供需关系影响价格承压，棉籽业务毛利率下降主要系受豆油豆粕等大宗商品行情波动影响。2、费用方面，24H1公司销售/管理/研发/财务费用率同比分别-0.1/+0.2/+0.5/+0.3/+0.8pp至0.8%/2.3%/1.3%/1.4%/1.3%。财务费用增长较多主因贷款规模同比增加，利息费用随之同比增加。3、公司4次上调回购计划金额，目前回购上限已调整至5亿元，其中24H1斥资3.01亿元回购2990万股。
- 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2.5、3.7、5.5亿元，EPS分别为0.47元、0.70元、1.03元。给予2024年19倍PE，对应目标价8.93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	71.89	76.53	81.63
增长率	9.14%	4.62%	6.46%	6.66%
归属母公司净利润(亿元)	4.80	2.51	3.73	5.50
增长率	10.53%	-47.61%	48.33%	47.64%
每股收益EPS(元)	0.90	0.47	0.70	1.03
净资产收益率ROE	13.99%	6.78%	9.23%	12.16%
PE	8	15	10	7
PB	1.08	1.02	0.94	0.84

数据来源: Wind, 西南证券

### 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: zhzh@swsc.com.cn

分析师: 杜雨聪  
执业证号: S1250524070007  
电话: 023-63786049  
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)	4.48
52周内股价区间(元)	7.06-15.8
总市值(亿元)	38.15
总资产(亿元)	84.26
每股净资产(元)	6.02

### 相关研究

- 晨光生物(300138): 主业稳健发力, 棉籽业务承压 (2024-04-24)
- 晨光生物(300138): 主业稳健发展, 费用管控良好 (2023-10-25)

## 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 12%、11%、10%，毛利率分别为 16.8%、18%、20%

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 1%、2%、3%，毛利率分别为 0.5%、1%、2%。

假设 3：考虑到公司保健品 OEM 和中药等产品处于市场开拓期，预计 24-26 年其他产品营收增速分别为 -15%、10%、10%，毛利率分别为 15%、18%、20%。

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
<b>合计</b>				
营业收入	68.7	71.9	76.5	81.6
yoy	9.1%	4.6%	6.5%	6.7%
营业成本	60.7	65.7	69.0	72.1
毛利率	11.6%	8.6%	9.9%	11.7%
<b>天然色素/香辛料/营养及药用类产品</b>				
营业收入	28.9	32.4	35.9	39.5
yoy	8.9%	12.0%	11.0%	10.0%
营业成本	23.1	26.9	29.5	31.6
毛利率	19.9%	16.8%	18.0%	20.0%
<b>棉籽类产品</b>				
营业收入	35.5	35.8	36.6	37.7
yoy	5.1%	1.0%	2.0%	3.0%
营业成本	34.2	35.7	36.2	36.9
毛利率	3.7%	0.5%	1.0%	2.0%
<b>其他产品收入（保健品 OEM 等）</b>				
营业收入	4.3	3.7	4.0	4.5
yoy	62.5%	-15.0%	10.0%	10.0%
营业成本	3.4	3.1	3.4	3.8
毛利率	21.3%	15.0%	18.0%	20.0%

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。公司成长性优异，技术优势突出，铸造宽广护城河。参考可比公司估值，给予 2024 年 19 倍 PE，对应目标价 8.93 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	34.31	56.3	62.4	69.5	77.0	38	31	27	25
300999.SZ	金龙鱼	25.40	28.5	33.2	42.4	48.9	64	41	33	28
000895.SZ	双汇发展	23.31	50.5	51.8	55.0	57.6	18	16	15	14
平均值							40	29	25	22
300138.SZ	晨光生物	7.16	4.8	2.5	3.7	5.5	8	15	10	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)					现金流量表 (亿元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	68.72	71.89	76.53	81.63	净利润	4.94	2.53	3.75	5.52
营业成本	60.74	65.72	68.97	72.08	折旧与摊销	1.53	1.81	1.87	1.92
营业税金及附加	0.17	0.14	0.15	0.16	财务费用	0.47	1.47	1.42	1.31
销售费用	0.61	0.50	0.54	0.57	资产减值损失	0.04	0.00	0.00	0.00
管理费用	1.55	1.44	1.53	1.63	经营营运资本变动	-11.91	-2.90	-2.25	-3.23
财务费用	0.47	1.47	1.42	1.31	其他	-0.96	0.04	-0.05	-0.06
资产减值损失	0.04	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-5.88</b>	<b>2.94</b>	<b>4.73</b>	<b>5.47</b>
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	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-4.48</b>	<b>-0.08</b>	<b>-0.10</b>	<b>-0.10</b>
<b>营业利润</b>	<b>5.48</b>	<b>2.67</b>	<b>3.97</b>	<b>5.92</b>	短期借款	5.56	-0.28	-2.28	-2.85
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
<b>利润总额</b>	<b>5.56</b>	<b>2.85</b>	<b>4.21</b>	<b>6.21</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	0.62	0.31	0.46	0.68	支付股利	-0.85	-0.94	-0.49	-0.72
净利润	4.94	2.53	3.75	5.52	其他	7.32	-8.69	-1.40	-1.29
少数股东损益	0.14	0.02	0.02	0.02	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>12.97</b>	<b>-9.90</b>	<b>-4.17</b>	<b>-4.86</b>
归属母公司股东净利润	4.80	2.51	3.73	5.50	<b>现金流量净额</b>	<b>2.54</b>	<b>-7.04</b>	<b>0.46</b>	<b>0.51</b>
资产负债表 (亿元)					财务分析指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	14.22	7.19	7.65	8.16	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	7.43	8.84	8.90	9.60	销售收入增长率	9.14%	4.62%	6.46%	6.66%
存货	31.98	31.47	32.97	35.08	营业利润增长率	12.59%	-51.37%	48.93%	48.99%
其他流动资产	10.03	9.90	10.80	11.41	净利润增长率	13.32%	-48.74%	47.95%	47.39%
长期股权投资	0.51	0.51	0.51	0.51	EBITDA 增长率	14.26%	-20.63%	22.23%	25.99%
投资性房地产	0.11	0.11	0.11	0.11	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	16.92	15.22	13.46	11.65	毛利率	11.61%	8.58%	9.88%	11.70%
无形资产和开发支出	3.17	3.06	2.95	2.85	三费率	3.83%	4.74%	4.56%	4.31%
其他非流动资产	1.01	1.14	1.29	1.44	净利率	7.19%	3.52%	4.90%	6.77%
<b>资产总计</b>	<b>85.40</b>	<b>77.45</b>	<b>78.65</b>	<b>80.81</b>	ROE	13.99%	6.78%	9.23%	12.16%
短期借款	25.99	25.71	23.43	20.58	ROA	5.79%	3.27%	4.77%	6.84%
应付和预收款项	2.29	2.49	2.63	2.75	ROIC	8.72%	5.37%	6.90%	9.08%
长期借款	8.65	8.65	8.65	8.65	EBITDA/销售收入	10.89%	8.26%	9.49%	11.21%
其他负债	13.15	3.24	3.31	3.40	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>50.07</b>	<b>40.08</b>	<b>38.03</b>	<b>35.38</b>	总资产周转率	0.89	0.88	0.98	1.02
股本	5.33	5.33	5.33	5.33	固定资产周转率	5.00	5.30	6.03	7.06
资本公积	10.22	10.22	10.22	10.22	应收账款周转率	17.82	15.57	16.36	16.35
留存收益	20.56	22.14	25.38	30.17	存货周转率	2.30	2.06	2.12	2.10
归属母公司股东权益	34.70	36.72	39.97	44.76	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	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>35.32</b>	<b>37.36</b>	<b>40.63</b>	<b>45.43</b>	资产负债率	58.64%	51.76%	48.35%	43.78%
负债和股东权益合计	85.40	77.45	78.65	80.81	带息债务/总负债	69.18%	85.72%	84.37%	82.62%
					流动比率	1.61	1.94	2.20	2.59
					速动比率	0.80	0.88	1.00	1.18
					股利支付率	17.77%	37.22%	13.01%	13.00%
业绩和估值指标					每股指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	7.48	5.94	7.26	9.15	每股收益	0.90	0.47	0.70	1.03
PE	7.95	15.18	10.23	6.93	每股净资产	6.63	7.01	7.63	8.53
PB	1.08	1.02	0.94	0.84	每股经营现金	-1.10	0.55	0.89	1.03
PS	0.56	0.53	0.50	0.47	每股股利	0.16	0.18	0.09	0.13
EV/EBITDA	8.56	10.61	8.28	6.19					
股息率	2.23%	2.45%	1.27%	1.88%					

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。

## 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
上海	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
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@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	ljliong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gonggy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
北京	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
	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
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn

---

	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	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
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@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
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn

---