

晨光生物（300138.SZ）

棉籽板块为何亏损

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	6,296	6,872	6,954	7,302	8,032
增长率 yoy（%）	29.2	9.1	1.2	5.0	10.0
归母净利润（百万元）	434	480	135	327	480
增长率 yoy（%）	23.5	10.5	-71.8	141.9	46.9
ROE（%）	13.6	14.0	4.4	9.8	12.8
EPS 最新摊薄（元）	0.90	0.99	0.28	0.68	0.99
P/E（倍）	9.9	9.0	31.9	13.2	9.0
P/B（倍）	1.4	1.2	1.4	1.3	1.2

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

2024 年晨光生物业绩出现大幅下滑，前三季度归母净利润同比下降 84.3%，主要原因是棉籽业务遭受大幅亏损，子公司新疆晨光上半年实现营收 18.15 亿元，同比减少 12.3%；实现归母净利润 -5495 万元，同比减少近 1 亿元；前三季度，晨光生物对存货（主要是棉籽类产品）计提减值准备 8268 万元。由于棉籽板块历史表现较为稳定，而今年的大幅波动对晨光生物造成了巨大影响，因此我们通过讨论棉籽板块亏损的原因，为明年的修复预期提供支持。

新疆晨光主营业务分为加工业务和贸易业务两部分，其中加工业务贡献营收近 7 成，贡献毛利近 8 成，加工业务中，棉籽蛋白和棉籽油为主要产品，合计贡献约 5 成营收和 6 成毛利。由于这两个产品对业绩贡献程度较高，且棉籽各产品价格之间有一定相关性，因此，这两个产品的情况很大程度可以反映棉籽板块整体情况。棉籽蛋白和棉籽油分别对我国饲料安全粮食安全有着重要意义，目前市场占比较低，在政策和成本的推动下有望进一步成长，今年的波动主要来自价格影响。

棉籽加工行业较为传统，成本构成中原材料占比极大，使有限的利润空间对价格波动较为敏感。2023 榨季初期，受大豆丰产预期以及棉花产量下降的共同影响，棉籽供需暂时性失衡，在产品价格大幅下跌的同时，原材料成本跌幅有限，成本与产品之间价差收窄，基本确定了全年难以盈利。虽然新疆晨光参照行业通行做法实施了对锁+基差+套期保值的经营模式，但其功能可以在正常年份平抑波动、锁定利润，而不能扭转原料产品价格空间有限甚至倒挂的局面。

而随着新一榨季的到来，去年面临的诸多不利因素将得到重置的机会。目前新一采收季已过去 1/3，原料成本稳定在较低水平，棉籽蛋白和棉籽油相较去年均有改善，存在较为理想的利润空间，考虑到其在棉籽板块整体业务中的重要占比，以及公司在业务流程和风险把控方面的优化，我们认为可以基本反映明年业绩回暖的确定性。

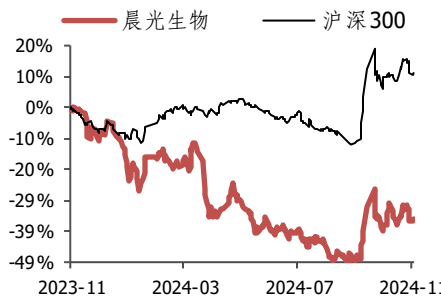
投资建议：晨光生物是植物提取物领域龙头企业，既有优势品种发展较为稳定，规模化品种抢占市场份额保持较高增速，储备品种前景好，“三步走”战略稳步推进。公司技术领先行业，成本优势显著。海外种植基地持续建设将进一步降低成本，持续扩大竞争优势。2024 年公司不同产品面临原材料价格

买入（维持评级）

股票信息

行业	农林牧渔
2024 年 11 月 19 日收盘价（元）	8.92
总市值（百万元）	4,309.25
流通市值（百万元）	3,552.95
总股本（百万股）	483.10
流通股本（百万股）	398.31
近 3 月日均成交额（百万元）	92.51

股价走势



作者

分析师 刘鹏

执业证书编号：S1070520030002

邮箱：liupeng@cgws.com

分析师 卢潇航

执业证书编号：S1070523110001

邮箱：luxiaohang@cgws.com

相关研究

- 《多产品共振筑底，新一季有望改善》2024-09-04
- 《再次加大回购力度至 4 亿元额度》2024-05-09
- 《Q1 波动易被放大，下半年有望见到拐点》2024-04-11

偶发性和周期性影响，但份额保持稳中有升，随着新一榨季到来以及主要产品原材料优化，低基数条件下业绩有望表现较强弹性，预计公司 2024-2026 年 EPS 为 0.28、0.68、0.99 元，对应 PE 分别为 31.9X、13.2X、9.0X，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，预测结果与实际情况不一致的风险。

内容目录

1 产棉大国：主要产品介绍	4
2 充分集中：棉籽业务拆分梳理	8
3 稳字当头：对锁经营模式应用说明	11
4 击穿对锁：2024 棉籽亏损复盘	15
5 重新起跑：2025 修复展望	18
投资建议	20
风险提示	20

图表目录

图表 1：全球棉花供需预测表（万吨）	4
图表 2：全国棉花种植面积及产量	5
图表 3：我国大豆进口价格及数量	6
图表 4：全球大豆产量格局	7
图表 5：全球大豆出口格局	7
图表 6：新疆晨光营收利润（亿元，左轴）及增速（右轴）	8
图表 7：新疆晨光加工业务收入构成（亿元，左轴）及占比（右轴）	8
图表 8：新疆晨光贸易业务收入构成（亿元，左轴）及占比（右轴）	9
图表 9：新疆晨光毛利率	9
图表 10：新疆晨光量价变化	9
图表 11：新疆晨光分产品加工数量（吨）	9
图表 12：新疆晨光分产品单位加工成本（元/吨）	10
图表 13：新疆晨光加工业务分产品销售吨价（元）	10
图表 14：新疆晨光加工业务分产品毛利率	10
图表 15：大豆及豆粕价格变化	11
图表 16：基差销售模式示意图	13
图表 17：对锁和套期保值业务模式具体适用情况	13
图表 18：棉籽与主要产品价格	15
图表 19：近年榨季价差复盘（元）	15
图表 20：棉籽与主要产品价格	16
图表 21：新一榨季利润空间走阔（截至 11 月 8 日）（元）	18
图表 22：新疆晨光产能利用率情况	18

1 产棉大国：主要产品介绍

棉花是棉属植物种子的棉毛，从棉棵上直接摘下的棉花被称作籽棉，经过轧花分离棉籽后的棉花被称作皮棉。棉花是一年生作物，生长周期约 210 天，通常 4-5 月播种，9-10 月进入采收季。棉花喜光，耐干旱，怕水涝，9-10 月吐絮期间下雨会导致棉花颜色、纤维等质量指标下降，直接影响产量和采收进度。

全球来看，中国、印度、美国是棉花的最主要产地，产量合计占比超过 50%；其中中印作为人口大国，生产几乎全部用于满足国内，美国棉花则大部分流入国际市场，对国际价格影响较大。在我国，棉花主要分布在三大产棉区：黄河流域、长江流域和新疆，其中新疆产区面积大、效率高，单产接近内地产区两倍，棉花产量全国占比达 90% 以上。

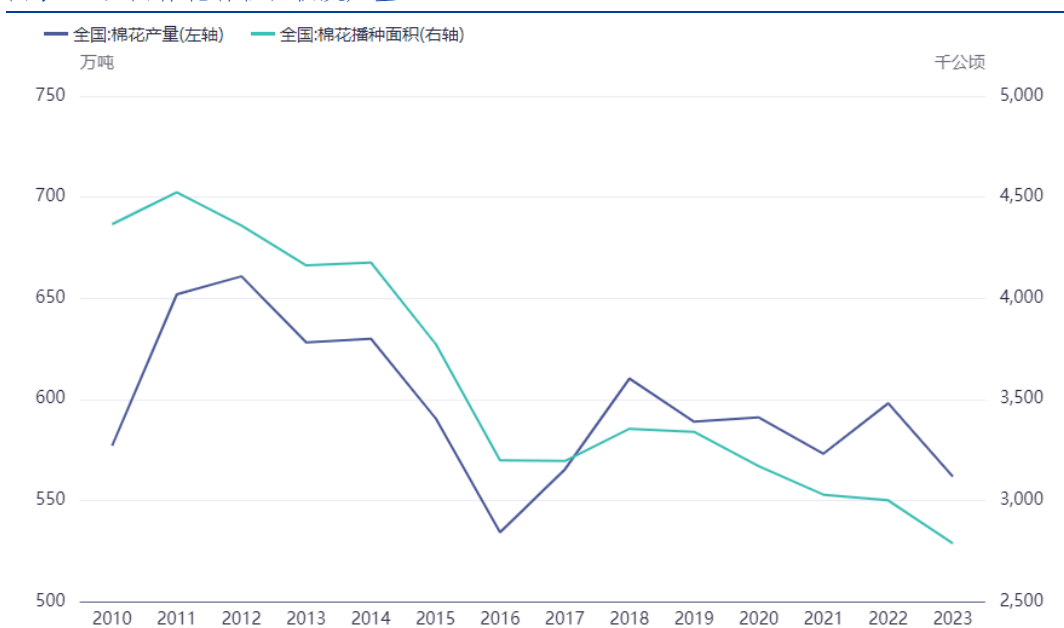
图表1: 全球棉花供需预测表 (万吨)

	国家和地区	2024/25E	同比
期初库存	全球	1854	-84
	中国	871	27
	美国	66	-27
产量	全球	2633	221
	中国	600	40
	印度	550	1
	美国	370	107
	巴西	365	45
	巴基斯坦	130	-12
	乌兹别克斯坦	64	5
	其他	554	35
消费	全球	2587	89
	中国	850	20
	印度	560	21
	巴基斯坦	210	-20
	孟加拉国	185	25
	欧盟与土耳其	181	-1
	越南	150	8
	巴西	75	5
	美国	41	1
	其他	334	29
出口	全球	1029	45
	美国	283	30
	巴西	280	10
	澳大利亚	120	1
	西非法郎区	119	15
	印度	30	-16
	乌兹别克斯坦	0	-2
进口	全球	1029	47
	中国	255	-45
	孟加拉国	180	25

	越南	166	19
	土耳其	100	36
	印尼	44	-6
贸易差额		0	2
库存调整		3	-1
期末库存	全球	1904	50
	中国	874	3
	美国	115	49
库存消费比	全球	73.6	-0.62
	中国	102.83	-2.15

资料来源：国际棉花咨询委员会，中储棉信息中心，长城证券产业金融研究院

图表2: 全国棉花种植面积及产量



资料来源：国家统计局，ifind，长城证券产业金融研究院

90%以上的棉花被用于纺纱，皮棉的直接下游产品是棉纱，之后合股加工成为棉线，广泛应用于纺织服装领域。棉籽是棉花加工业的副产品，质量占比达6成，经过轧花后的棉籽还附着短纤维，毛棉籽经过剥绒得到棉短绒，光棉籽进一步萃取提出棉籽油，最后得到棉籽蛋白（棉粕）。

作为晨光生物经营棉籽板块的子公司，新疆晨光主营业务分为加工业务和贸易业务两部分，其中加工业务贡献营收近7成，贡献毛利近8成，加工业务中，棉籽蛋白和棉籽油为主要产品，合计贡献约5成营收和6成毛利。由于这两个产品对业绩贡献程度较高，且棉籽各产品价格之间有一定相关性，因此，这两个产品的情况很大程度可以反映棉籽板块整体情况。

1、棉籽蛋白

棉籽蛋白存在于棉籽仁提油后的棉籽粕中，主要应用于饲料行业。新疆晨光主要销售低

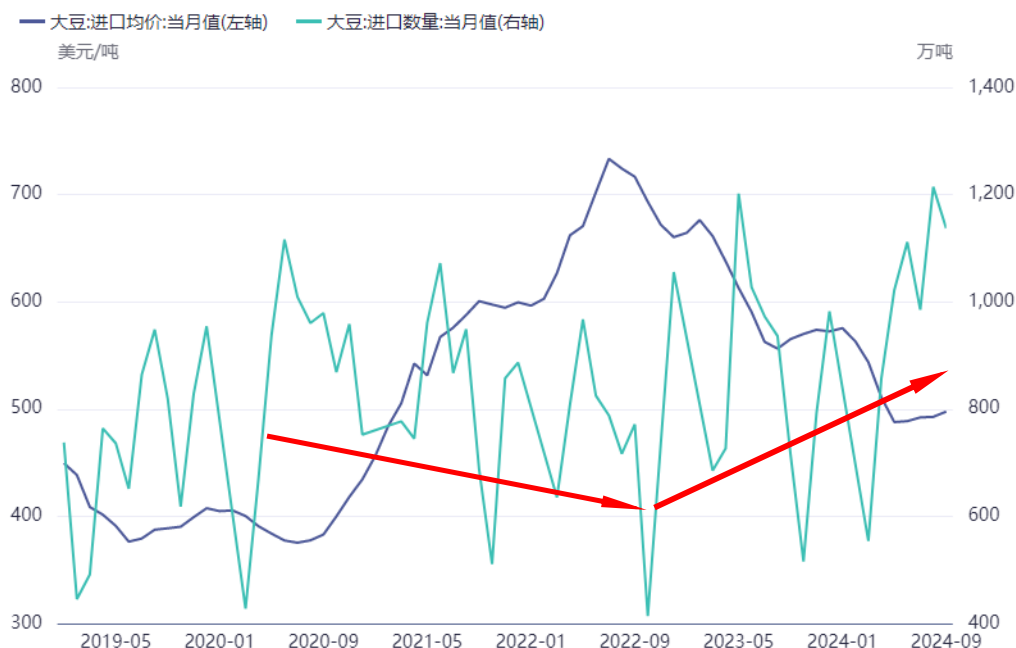
温脱酚棉籽蛋白、低温脱酚精制棉籽蛋白和棉籽粕，通过低温工艺，脱除棉籽粕中有毒的棉酚，保护有效营养成分，作为价格较高的大豆浓缩蛋白、鱼粉、肉骨粉的替代品，广泛应用于畜、禽和水产养殖。

豆粕蛋白含量高，氨基酸组成较为接近畜禽需求，是全球动物养殖中最重要的饲料原料之一。菜籽粕、棉籽粕等杂粕中缬氨酸、亮氨酸等氨基酸含量低于豆粕，需要额外添加合成氨基酸；然而国内大豆高度依赖进口，主要就是为了满足养殖业所需的蛋白豆粕供给，在近年来疫情和地缘冲突影响下，豆价攀升造成饲料成本增加。

2021年10月，中共中央办公厅、国务院办公厅发布《粮食节约行动方案》，专门要求加强饲料粮减量替代，推广猪鸡饲料中玉米、豆粕减量替代技术，充分挖掘利用杂粮、杂粕、粮食加工副产物等替代资源。农业农村部畜牧兽医局和中国饲料工业协会统计数据 displays, 2022年，全国饲料生产企业菜粕、棉粕等杂粕用量增长11.5%，在配合饲料和浓缩饲料中的比例比上年提高0.3%。2023年4月，农业农村部办公厅发布《饲用豆粕减量替代三年行动方案》，提出在确保畜禽生产效率保持稳定的前提下，力争饲料中豆粕用量占比每年下降0.5%以上，到2025年饲料中豆粕用量占比从2022年的14.5%降至13%以下。

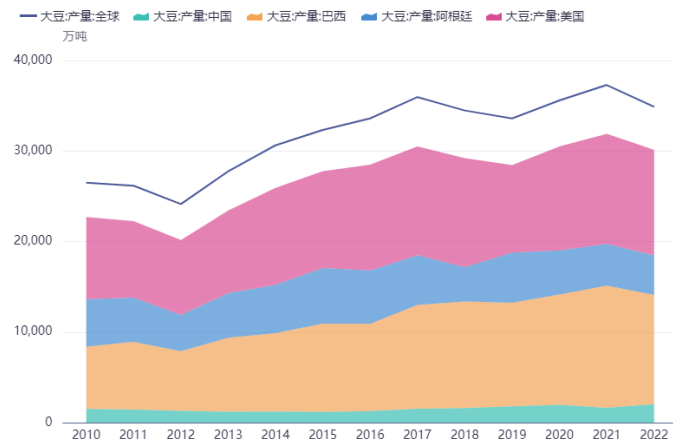
近年来大豆进口量和进口价格呈一定负相关关系，叠加政策推动，使棉粕对豆粕实现一定的替代作用。大豆的主要生产国有巴西、美国、阿根廷，三国合计占全球总产量超过80%，中国位列世界第四，全球占比5%左右，其中巴西和美国是大豆主要出口国，合计全球占比超过85%，是影响国际价格的主要因素。

图表3: 我国大豆进口价格及数量



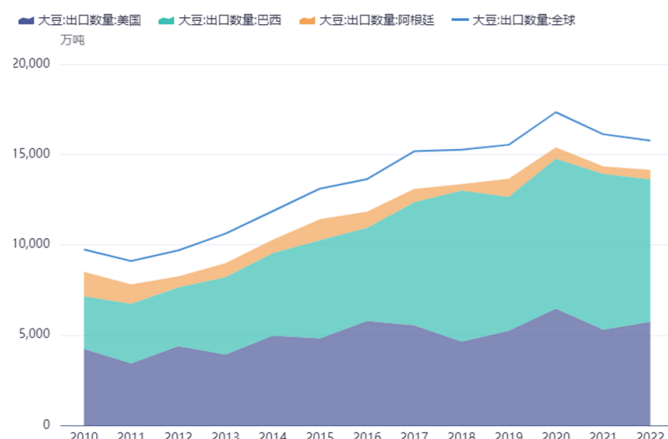
资料来源: 海关总署, ifind, 长城证券产业金融研究院

图表4: 全球大豆产量格局



资料来源: 联合国粮农组织, 长城证券产业金融研究院

图表5: 全球大豆出口格局



资料来源: 联合国粮农组织, 长城证券产业金融研究院

2、棉籽油

棉籽油是以棉籽为原料, 对棉籽仁采用压榨或浸出工艺制取并经精炼工艺加工后生产出的符合标准成品油质量指标、食品安全国家标准的可供食用油脂。成品棉籽油含有大量人体所需的脂肪酸、植物甾醇、维生素 E 等有益成分, 是我国主要食用植物油之一, 并广泛用于制作调和油。新疆晨光主要销售三级散装成品棉籽油, 用于一级、二级成品棉籽油的精炼原料。

我国食用植物油中豆油、菜籽油、棕榈油占比较大, 据美国农业部 (USDA), 2023 年我国三种食用油消费占比分别为 43%、23%和 14%。据粮油市场报, 2023 年我国食用植物油累计消费约 3692 万吨, 同比增加 3%。海关数据显示, 2023 年我国进口食用油 1178 万吨, 同比增涨 43.3%, 其中进口食用植物油 981 万吨, 同比增长 51.4%; 豆油、菜籽油和棕榈油分别进口 40 万吨、236 万吨和 433 万吨, 分别同比增长 16.3%、122.3%和 27.2%。加上油料相当比例的进口, 作为全球最大植物油消费国, 国家粮食和物资储备局数据显示 2023 年我国油脂自给率仅为 34%。

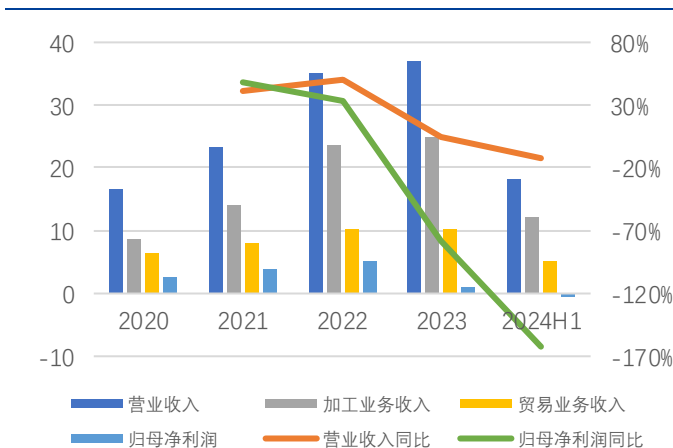
我国作为世界主要的棉花生产大国, 棉籽供给较为充足, 随着国际粮食贸易形势风险加剧, 粮食安全重视程度提高, 据智研咨询, 2022 年我国棉籽油市场规模约 145 万吨 80 亿元, 或将进一步提高。我国食用棉籽油已有千年历史, 是河北、山东、河南、新疆等种棉地区的传统食用油。棉籽油富含不饱和脂肪酸、维生素 E、甾醇等成分, 同时具有耐高温和抗氧化的特性, 非常适合中餐煎炒烹炸的烹饪习惯。我国曾发生过因食用未精制棉籽油而引起的食品安全事故, 现在全精炼棉籽油可完全去除棉酚, 符合国家安全标准。

2 充分集中：棉籽业务拆分梳理

棉籽加工行业发展初期企业数量众多,且一般选择靠近产地建厂,具有较强的地域属性,竞争水平较低但竞争充分,行业整体毛利偏低。之后大型棉籽加工企业逐渐获得品牌优势,依托较强的资金实力,在成本和技术方面持续保持领先。早期的棉籽加工工艺以压榨、预榨技术为主,技术工艺简单,对设备和技术要求不高,目前最新的棉籽脱酚加工工艺更为复杂,对设备和技术有较高要求,大大提高了行业进入门槛,原材料、市场逐步向资金雄厚、技术能力强的大型棉籽加工企业集中。国家发改委发布的《产业结构调整指导目录(2024年本)》,延续了《2019年本》对棉籽油生产线规模的指导,棉籽产区日处理棉籽300吨及以上,吨料溶剂消耗2公斤以下的棉籽油生产线为鼓励类;东、中部地区单线日处理棉籽200吨及以下的油料加工项目、西部地区单线日处理棉籽等油料100吨及以下的加工项目为限制类。据新疆晨光问询函回复,日加工能力达到300吨以上的企业,加工量占到全国加工量的85%以上,产业集中度逐年增加。

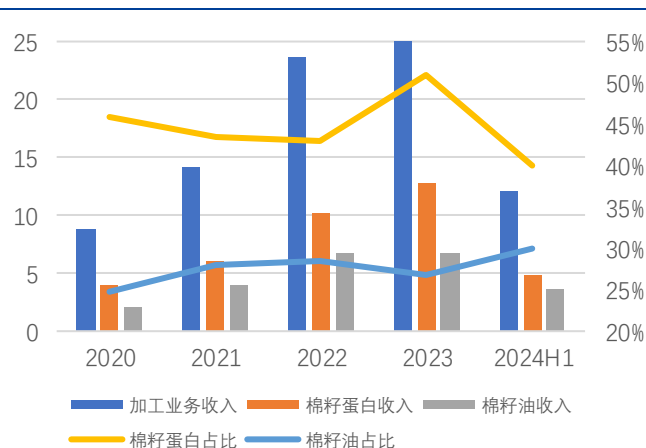
新疆晨光2020-2023年营收从16.61亿元增长至37.11亿元,其中加工业务收入从8.76亿元增长至24.96亿元,贸易业务收入从6.42亿元增长至10.26亿元。加工业务中以棉籽蛋白及棉籽油为主要组成,其中棉籽蛋白收入从2020年的4.02亿元增长至2023年的12.72亿元,营收占比保持在40%以上;棉籽油收入从2020年的2.17亿元增长至2023年的6.70亿元,营收占比大致在25%-30%区间。

图表6: 新疆晨光营收利润(亿元,左轴)及增速(右轴)



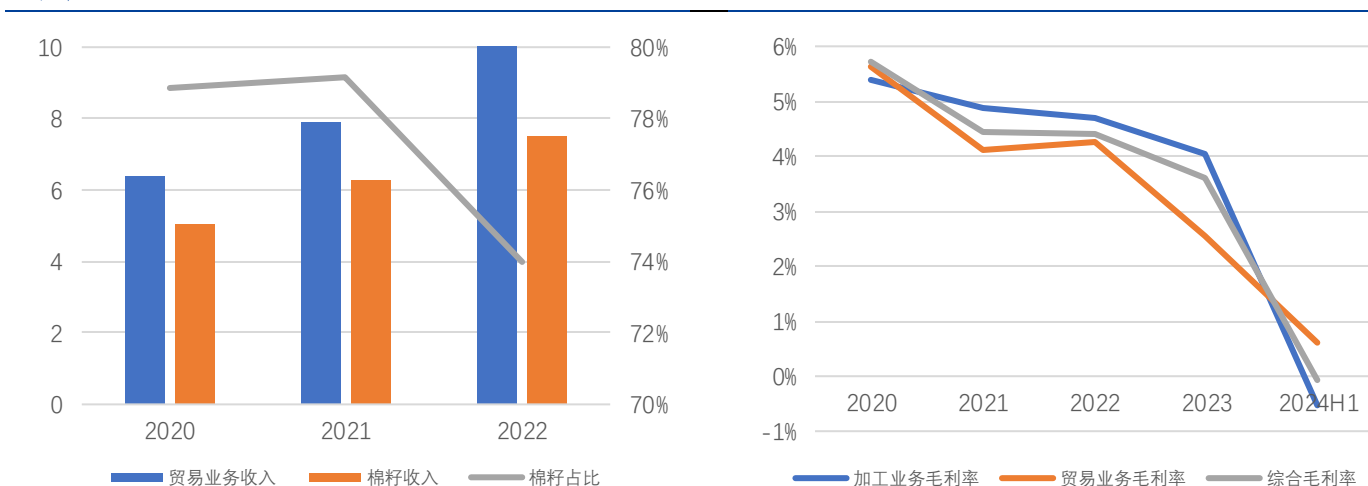
资料来源: 新疆晨光问询函回复, 年报, 长城证券产业金融研究院

图表7: 新疆晨光加工业务收入构成(亿元,左轴)及占比(右轴)



资料来源: 新疆晨光问询函回复, 年报, 长城证券产业金融研究院

图表8: 新疆晨光贸易业务收入构成（亿元，左轴）及占比（右轴） 图表9: 新疆晨光毛利率



资料来源: 新疆晨光问询函回复, 年报, 长城证券产业金融研究院

资料来源: 新疆晨光问询函回复, 年报, 长城证券产业金融研究院

新疆晨光加工规模整体呈上升趋势, 随着产能的增长, 公司始终保持着较高的产能利用率。新疆晨光棉籽加工业务产能从 2020 年的 47 万吨/年增加到 2022 年的 72 万吨/年; 2023 年 12 月, 公司的巴州 35 万吨棉籽加工项目正式投产, 使总产能达到 111 万吨。2020-2023 年, 棉籽加工数量增长超过 140%, 加工业务的单位销售价格增长约 20%。报告期内, 量增对业绩增长的贡献相较价升更大。

图表10: 新疆晨光量价变化

	2020	2021	2022	2023E
设计产能（万吨）	47.0	54.5	72.0	79.7
加工数量（万吨）	32.5	45.2	61.2	78.5
产能利用率	69.2%	83.0%	84.9%	98.5%
加工业务收入（亿元）	8.8	14.1	23.6	25.2
单位销售价格（元）	2697	3116	3859	3213

资料来源: 新疆晨光问询函回复, 晨光生物 2023 年年报, 长城证券产业金融研究院

过去几年, 不同产品的得率保持在稳定水平, 100 吨棉籽可大约生产 41.4 吨棉籽蛋白、12.3 吨棉籽油、11.1 吨棉短绒及 31.2 吨棉籽壳。由于生产的稳定, 不同加工产品的成本结构也保持相似的关系, 但产品间价格走势并不完全相同, 同一时期不同产品的毛利率也会表现不同的变化。整体来看, 2020-2023 年, 棉籽加工行业价格波动提升, 新疆晨光毛利率虽然逐年下降, 但变化范围不大, 且至 2024H1 始终保持大于 1 的收现比, 在大部分时间能够创造稳定的现金回报。

图表11: 新疆晨光分产品加工数量（吨）

	2020	2021	2022	2023E
棉籽	325,140	452,373	611,549	785,098
棉籽蛋白	128,806	186,461	258,019	325,031
棉籽油	39,908	55,454	75,893	96,567
棉短绒	36,239	50,627	67,839	87,146
棉籽壳	104,656	142,009	190,300	244,951

资料来源: 新疆晨光问询函回复, 长城证券产业金融研究院

图表12: 新疆晨光分产品单位加工成本(元/吨)

	2020	2021	2022	2023Q1
采购棉籽	2,365	3,087	3,249	3,034
原料成本				
棉籽蛋白	2,634	3,040	3,332	3,592
棉籽油	4,575	6,534	7,879	6,870
棉短绒	2,831	4,178	5,544	3,274
棉籽壳	946	1,040	963	798
其他成本				
棉籽蛋白	292	257	236	224
棉籽油	470	441	362	339
棉短绒	283	348	406	404
棉籽壳	218	123	90	58

资料来源: 新疆晨光问询函回复, 长城证券产业金融研究院

图表13: 新疆晨光加工业务分产品销售吨价(元/吨)

	2020	2021	2022	2023Q1
棉籽蛋白	3,121	3,443	3,750	4,116
棉籽油	5,348	7,316	8,689	7,673
棉短绒	3,275	4,878	6,196	3,894
棉籽壳	1,182	1,214	1,087	841

资料来源: 新疆晨光问询函回复, 长城证券产业金融研究院

图表14: 新疆晨光加工业务分产品毛利率

	2020	2021	2022	2023
棉籽蛋白	6.25%	4.23%	4.88%	7.28%
棉籽油	5.67%	4.66%	5.16%	6.05%
棉短绒	4.92%	7.21%	3.97%	5.57%
棉籽壳	1.53%	4.16%	3.17%	5.18%
加工业务综合	5.39%	4.88%	4.70%	6.58%

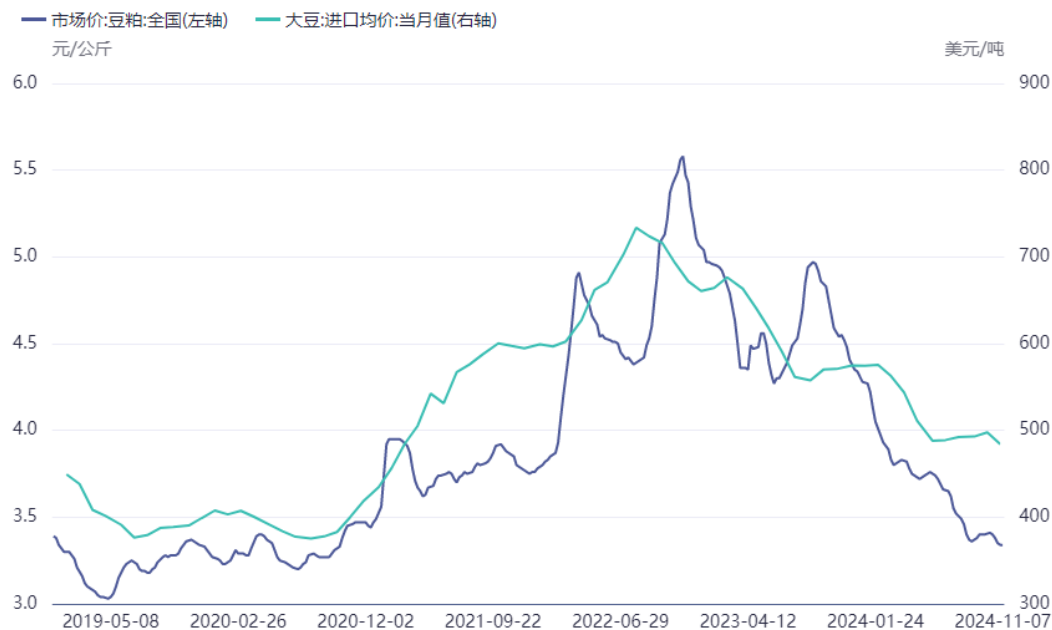
资料来源: 新疆晨光问询函回复, 新疆晨光2023年年报, 长城证券产业金融研究院

3 稳字当头：对锁经营模式应用说明

棉籽加工行业较为传统，从新疆晨光 2020-2023Q1 的数据来看，棉籽蛋白和棉籽油的毛利率仅有 5% 左右，而成本中近 90% 来自原料成本，大比例的原料成本占比使有限的利润空间对价格波动较为敏感。棉籽及其产成品作为农副产品，在宏观经济、地缘政治和自然因素的多重影响下，市场价格会出现大幅波动；同时，棉籽油和棉籽蛋白市场价格还较大程度受豆油和豆粕价格的影响。

受棉花生产加工季节性特点影响，棉籽加工企业棉籽采购主要集中在每年 10 月至次年 1 月，但产品的销售覆盖全年。2020 年起，大豆及大豆相关产品豆粕和豆油价格波动放大，棉籽及主要加工产品棉籽蛋白与棉籽油的价格进入上升通道，新疆晨光为了规避产品价格下跌带来的经营风险，采用了对锁、基差、套期保值三种经营模式，目的是将风险敞口控制在较低水平。

图表 15：大豆及豆粕价格变化



资料来源：海关总署，农业农村部，ifind，长城证券产业金融研究院

1、一口价对锁模式

加工业务具体对锁方式：公司在签订棉籽采购合同的同时，根据历年产量数据，在较短的时间内签订对应产品（棉籽蛋白、棉籽油、棉短绒和棉籽壳）的销售合同，以锁定原材料棉籽的采购价格和对应产品的销售价格，进一步锁定加工利润，避免产品市场行情波动对公司经营业绩的不利影响。加工业务对锁模式下，公司控制各产品对锁销售数量（含套保数量）与采购棉籽对应产品产量之间的差额不超过公司规定的风险敞口，即公司对应产品年产量的 10%。

贸易业务具体对锁方式：公司根据客户需求及市场行情签订销售合同，同时根据销售合同、库存数量和市场行情判断签订对应业务的采购合同，公司控制风险敞口为年贸易量

的 10%，即在手采购订单+贸易产品库存数量-在手销售订单 $\leq$ 年贸易量的 10%。

公司在采取对锁经营的策略下留有一定风险敞口，根据市场行情判断确定具体的敞口数量，具体操作为：判断原材料及产品市场价格将上涨时，公司留有较多现货头寸，以赚取后续市场价格上涨带来的利润；判断原材料及产品市场价格将下跌，公司留有较少现货头寸，以防止产品价格下跌给公司带来的损失；公司根据市场行情判断具体敞口数量有利于提高公司经营的灵活性。

2、基差模式

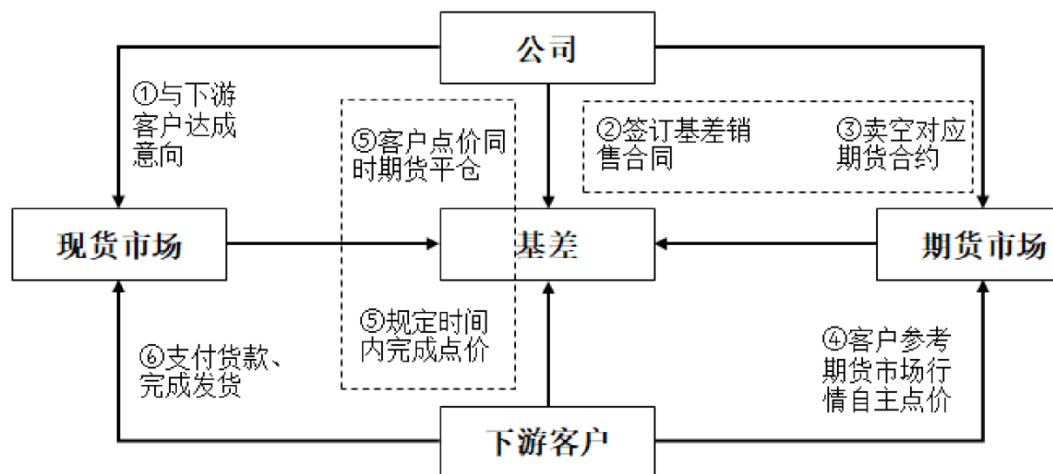
不同于一口价对锁模式下约定具体的提货价格、数量和时间，公司与客户签订基差合同，约定合同数量和远期的交货时间、基差数值（豆粕和豆油的期货价格与棉籽蛋白和棉籽油的现货价差，基差=现货价格-期货价格），确定具体豆粕和豆油的期货合约作为锚定合约，签订后公司在期货市场卖出基差合同对应数量的期货合约。客户根据自身需求及对期货行情的判断，以大连商品交易所期货价格进行点价，公司在客户点价的同时买入对应数量的期货合约进行平仓，同时确定提货价格。通过基差点价的形式确定现货合同价格，利用期货工具将现货产品价格波动风险转移至期货市场实现对冲，自身赚取相对合理且稳定的加工利润，同时给予下游客户定价的主动权和选择权，调动了下游客户的购买积极性。

现阶段，由于我国期货产品种类有限，各大商品交易所中暂无棉籽蛋白和棉籽油的期货产品，而豆粕与豆油属于标准化的大宗商品，豆粕与豆油期货与棉籽蛋白和棉籽油现货价格呈现出高度的正相关关系，公司在棉籽蛋白和棉籽油的远期交易中会根据客户要求使用基差销售模式进行销售。

以豆粕基差点价销售为例，假设与客户签订基差销售合同时，豆粕期货 2301 合约价格为 4,500 元/吨，加工企业与下游客户采用基差定价的方式签订了一份 1,000 吨的豆粕基差定价合同，其中规定现货价格由“豆粕期货 2301 合约在未来一个月内的某个时点价格+基差 50 元/吨”确定，即将现货定价主动权让渡给下游客户，加工企业通过做空期货合约将产品价格波动风险转移至金融市场，其只赚取合理的加工利润。

“期货价格+升贴水”的基差定价方式是国际大宗商品定价的主流模式，基差交易也是我国大宗农产品行业一种成熟和常见的交易模式，已在棉花、豆粕、菜粕等多个行业中广泛应用。

图表 16: 基差销售模式示意图



资料来源: 新疆晨光问询函回复, 长城证券产业金融研究院

3、套期保值模式

为了有效降低产品价格波动对公司经营业绩带来的不利影响, 公司在对锁销售后仍有对应产品未实现销售时, 在期货市场建立对应数量的空单以防范产品价格下跌。当现货实现销售时, 公司在期货市场进行平仓, 在产品行情下跌现货销售产生亏损时期货平仓可以产生盈利, 从而达到规避产品价格波动风险、稳定公司经营利润的效果。

对锁为公司的基本经营模式, 公司在进行对锁销售时, 优先选择一口价的对锁方式; 在棉籽蛋白和棉籽油销售中, 存在客户要求使用基差模式进行定价的方式, 此时公司为满足客户需求按照基差模式进行对锁销售; 一口价和基差销售后公司仍有现货头寸时, 公司将选择使用套期保值的方式降低产品价格波动对公司经营业绩的影响。公司于 2020 年榨季开始严格执行对锁经营模式, 于 2022 年 10 月开始应用基差销售模式和开展套期保值业务, 近年来公司基本全面采取了对锁的经营方式, 即加工业务和贸易业务收入基本全部源自对锁销售模式。

图表 17: 对锁和套期保值业务模式具体适用情况

经营方式	具体策略	适用情况	策略特点
对锁	一口价对锁	适用于公司所有业务和产品, 有明确的客户及订单, 对锁销售后产为公司优先选择使用的方案。品价格波动风险转移至客户。	
	基差模式对锁	适用于棉籽蛋白和棉籽油产品, 在一口价销售模式不能满足客户需求时选择使用。	有明确的客户及订单, 对锁销售后公司通过使用期货工具将产品价格波动风险转移至金融市场。
	套期保值	销售后仍有现货头寸时, 公司采取套期保值方案。	无明确的客户及订单, 通过使用期货工具将产品价格波动风险转移至金融市场。

资料来源: 新疆晨光问询函回复, 长城证券产业金融研究院

新疆晨光对业务流程进行制度化, 制定了《新疆晨光经营部采购销售对锁办法》, 该办法规定: (1) 公司各生产加工基地按照各产品年产量的 10% 进行敞口管理, 即未对锁销售、套保的产品数量在公司年产量的 10% 以内, 未在规定时间内完成对锁的应暂缓棉籽采购。

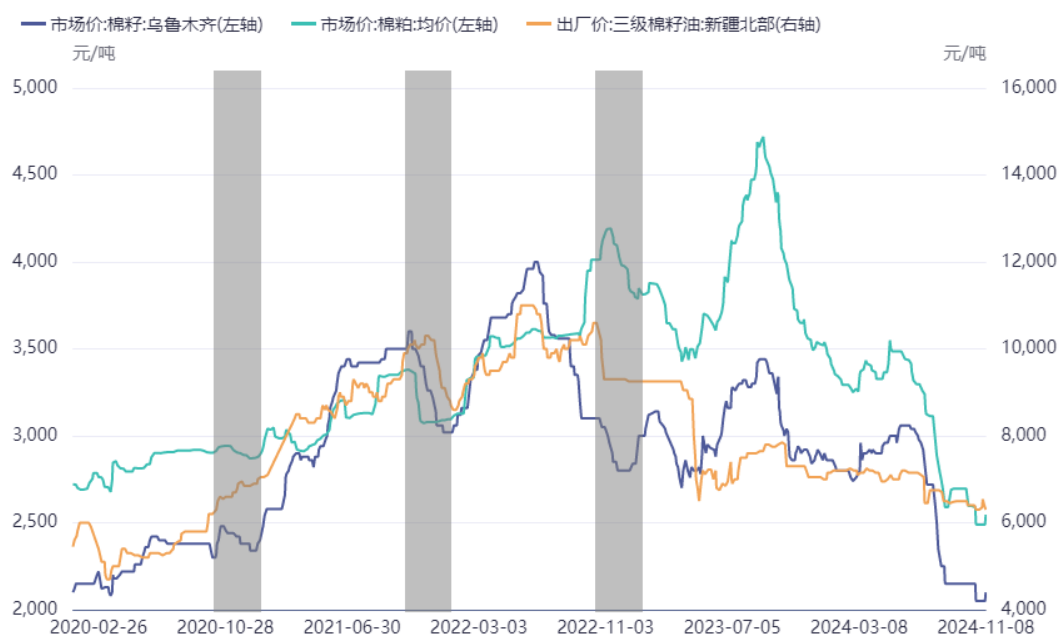
(2) 不能按照要求时限完成对锁的, 经营部需要进行行情分析、评估风险, 制定对应的对锁时限; 计划超出上述 10% 敞口的需由公司经营部负责人提出申请, 申请内容包括对市场行情的判断、计划超出的数量以及时间等要素, 由公司总经理审批后方可执行。同时, 公司制定了《套期保值业务管理制度》, 对衍生品交易业务的操作原则、审批权限、管理及内部操作流程、信息隔离措施、内部风险报告制度及风险处理程序、信息披露等作出明确规定。

新疆晨光关于敞口控制建立了有效的风险管理体系, 包括制定了明确的风险管理政策、流程和控制措施, 实时进行行情监测, 定期评估风险, 具体为 (1) 公司经营部按日汇总销售采购合同签订情况, 每周召开行情分析会, 对当前市场行情以及公司现有敞口风险进行评估; (2) 在敞口风险较高时要求各生产基地在 7 日内完成对锁销售, 对无法对锁销售部分的棉籽蛋白和棉籽油进行套期保值; (3) 财务部每周对经营部的对锁销售以及开展套期保值业务情况进行检查, 并进行风险评估, 确保公司敞口风险在可接受范围之内, 对未按要求及时完成对锁的业务人员和责任人进行罚款。

4 击穿对锁：2024 棉籽亏损复盘

2023 年榨季开始，受大豆丰产预期、豆粕和豆油相关产品价格波动的影响，新疆晨光主要产品棉籽蛋白和棉籽油市场价格处于下行趋势；另一方面，2023 年，新疆地区新增棉籽加工产能 100 万吨左右，同时根据国家统计局公开数据，2023 年棉花产量较 2022 年下降 6.1%，新疆晨光管理层预计 2023 年榨季后期将出现棉籽供需的暂时性失衡。以上因素共同造成了棉籽蛋白和棉籽油产品价格大幅下跌，但成本端棉籽价格跌幅有限，成本与产品之间价差收窄，从 2023 年 Q4 的价格关系看，如果在此期间完成对锁，基本可以预示棉籽业务全年难以盈利的局面。

图表 18: 棉籽与主要产品价格



资料来源：汇易网，国家粮油信息中心，ifind，长城证券产业金融研究院

图表 19: 近年榨季价差复盘（元/吨）

棉 籽		豆 粕		棉 油	
2023 榨 季					
23Q4 市场均价	2,926	23Q4 市场均价	3,720	23Q4 市场均价	7,265
		推算棉籽蛋白单位原料成本	3,219	推算单位原料成本	7,023
		价 差	501	价 差	242
2022 榨 季					
22Q4 市场均价	2,932	22Q4 市场均价	4,019	22Q4 市场均价	9,566
		棉籽蛋白单位原料成本	3,332	单位原料成本	7,879
		价 差	688	价 差	1,687
2021 榨 季					
21Q4 市场均价	3,310	21Q4 市场均价	3,178	21Q4 市场均价	9,870
		棉籽蛋白单位原料成本	3,040	单位原料成本	6,534
		价 差	138	价 差	3,336
2020 榨 季					

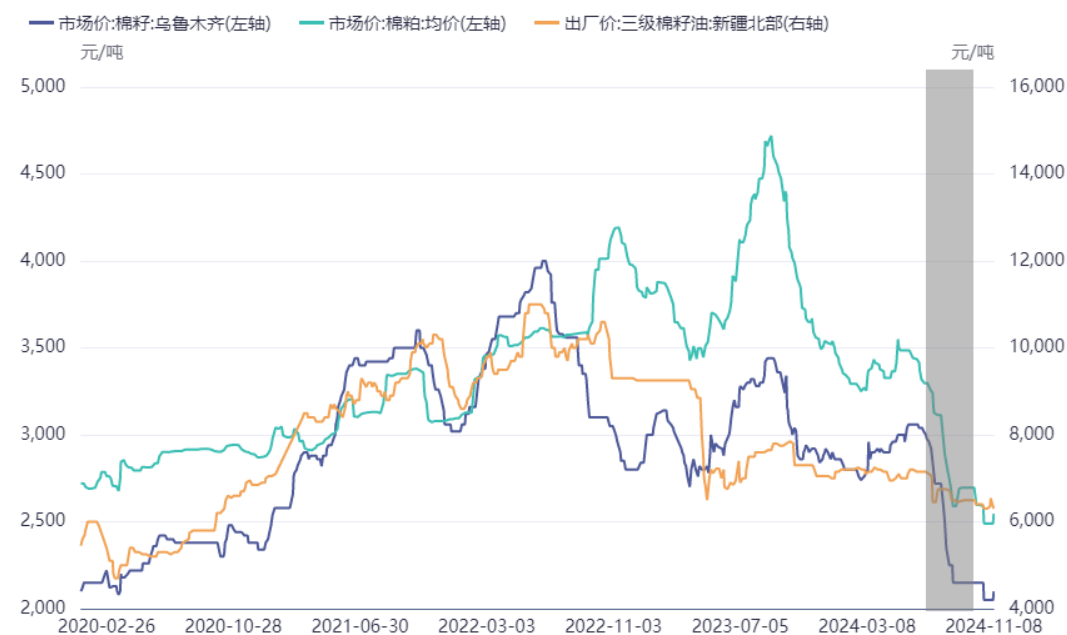
棉籽		豆粕		棉油	
20Q4 市场均价	2,401	20Q4 市场均价	2,907	20Q4 市场均价	6,742
		棉籽蛋白单位原料成本	2,634	单位原料成本	4,575
		价差	273	价差	2,167

资料来源：新疆晨光问询函回复，汇易网，生意社，农业农村部，ifind，长城证券产业金融研究院

产品价格下行趋势下，公司下游客户观望情绪较浓，与公司签订销售合同的意愿较弱，导致公司 2023 年末在手订单数量较 2022 年末大幅减少；另一方面，公司在巴州新建的 35 万吨棉籽加工项目于 2023 年末正式投产，虽然对当下供需失衡、利润偏低已有判断，但为了充分利用各生产基地的产能，摊薄单吨棉籽加工成本，新疆晨光决定暂时采购和存储一定数量的棉籽作为战略储备，待市场价格回升后进行加工和销售。战略储备总量控制在年加工量的 20% 以内，根据市场行情判断分批次存储，初步暂定 19 万吨，并在 2024 年 4-9 月将战略储备棉籽进行生产加工和销售。

加工量的增加虽然提升了产能利用率，摊薄了固定成本，但也放大了当年的亏损风险；另外战略性储存的实施使生产型业务敞口高于计划值，即年产量的 10%，使新疆晨光在今年三季度价格大幅下跌的过程中遭受进一步损失。据晨光生物 10 月 26 日公告，公司前三季度对存货（主要是棉籽类产品）计提减值准备 8,267.5 万元。

图表 20：棉籽与主要产品价格



资料来源：汇易网，国家粮油信息中心，ifind，长城证券产业金融研究院

综上，新疆晨光今年出现大幅度业绩下滑，主要原因是榨季初期的特殊情况导致，公司采用的对锁、基差、套保模式是行业内广泛采用的通行做法，但仅能起到在正常年份平抑波动、锁定利润的作用，而不能扭转原料产品价格空间有限甚至倒挂的局面。另外，公司扩大生产，增加敞口的操作，也进一步放大了棉籽业务今年的亏损。

晨光生物公司上下对今年的异常表现给予了高度重视，对业务流程和风险点进行了重新

梳理，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。2024 年 8 月份，晨光生物发布了《关于开展套期保值业务的公告》以及《关于开展套期保值业务的可行性分析报告》，强调开展期货套期保值业务的必要性、可行性，明确套期保值的风险点以及风控措施，重申本业务仅用于降低或规避原材料及其相关产品价格波动等风险，不作为盈利工具使用。

5 重新起跑：2025 修复展望

2023 榨季棉籽市场面临的特殊情况，是公司今年业绩大幅下滑的决定性因素，而随着新一榨季的到来，去年面临的诸多不利因素将得到重置的机会。

图表21：新一榨季利润空间走阔（截至 11 月 8 日）（元/吨）

棉 籽		豆 粕		棉 油	
2024 榨季					
24Q4 市场均价	2,096	24Q4 市场均价	2,542	24Q4 市场均价	6,372
		推算棉籽蛋白单位原料成本	2,306	推算单位原料成本	5,030
		价差	236	价差	1,342
2023 榨季					
23Q4 市场均价	2,926	23Q4 市场均价	3,720	23Q4 市场均价	7,265
		推算棉籽蛋白单位原料成本	3,219	推算单位原料成本	7,023
		价差	501	价差	242
2022 榨季					
22Q4 市场均价	2,932	22Q4 市场均价	4,019	22Q4 市场均价	9,566
		棉籽蛋白单位原料成本	3,332	单位原料成本	7,879
		价差	688	价差	1,687
2021 榨季					
21Q4 市场均价	3,310	21Q4 市场均价	3,178	21Q4 市场均价	9,870
		棉籽蛋白单位原料成本	3,040	单位原料成本	6,534
		价差	138	价差	3,336
2020 榨季					
20Q4 市场均价	2,401	20Q4 市场均价	2,907	20Q4 市场均价	6,742
		棉籽蛋白单位原料成本	2,634	单位原料成本	4,575
		价差	273	价差	2,167

资料来源：新疆晨光问询函回复，汇易网，生意社，农业农村部，ifind，长城证券产业金融研究院

当前价格数据显示，2024 榨季相较上一年度有所修复，成本端棉籽吨价同比降低约 800 元至 2100 元/吨，降幅近 1/3，与 2019 榨季初相当；棉粕吨价同比降低约 800 元至 2550 元/吨，降幅约 25%；棉籽油吨价较去年同期下降约 900 元至 6400 元/吨，降幅约 10%。新一季棉粕价差较上一年进一步收窄，但棉油由于相对降幅有限，价差走阔。收入端，2023 年底巴州 35 万吨新建产能投产使总产能达到 111 万吨，由于利润空间有限，需要维持较高的产能利用率以摊薄固定成本，假设产能利用率达到 90%，2024 年榨季棉籽加工量需达到 100 万吨，同比增加 30%。

图表22：新疆晨光产能利用率情况

	2020	2021	2022	2023E	2024E
设计产能（吨）	47.0	54.5	72.0	79.7	111.0
加工数量（万吨）	32.5	45.2	61.2	78.5	100.0
产能利用率	69.2%	83.0%	84.9%	98.5%	90.1%

资料来源：新疆晨光问询函回复，晨光生物 2023 年年报，长城证券产业金融研究院

目前新一采收季已过去 1/2，原料成本稳定在较低水平，棉籽蛋白和棉籽油相较去年均有改善，存在较为理想的利润空间，考虑到其在棉籽板块中的重要占比，以及公司在业务流程和风险把控方面的优化，我们认为可以基本反映明年业绩回暖的确定性。

投资建议

晨光生物是植物提取物领域龙头企业，既有优势品种发展较为稳定，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。海外种植基地持续建设将进一步降低成本，持续扩大竞争优势。2024年公司不同产品面临原材料价格偶发性和周期性影响，但份额保持稳中有升，随着新一榨季到来以及主要产品原材料优化，低基数条件下业绩有望表现较强弹性，预计公司2024-2026年EPS为0.28、0.68、0.99元，对应PE分别为31.9X、13.2X、9.0X，维持“买入”评级。

风险提示

原材料价格大幅波动：公司产品原料成本占比较大，对价格波动较为敏感，若价格短期内发生较大变化，可能会减少公司利润空间。

下游需求不及预期：若下游需求萎缩或增速小于行业供给，可能会对公司产品量价造成不利影响。

产品出口受阻：公司有一定比例的海外收入，若国际形势发生变化影响出口，可能会对公司业绩造成不利影响。

原材料采购和加工的季节性：公司主要产品具有季采年销的特点，时间上的不同步使公司业绩可能受到价格变化的影响。

预测结果与实际情况不一致的风险：本报告部分结论需要依靠公开统计数据支持，可能与公司实际经营情况存在偏差。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	4927	6367	5847	6037	5640
现金	1147	1422	1075	1267	1440
应收票据及应收账款	311	474	573	905	8
其他应收款	78	16	54	28	73
预付账款	486	252	480	129	541
存货	2033	3198	2662	2735	2640
其他流动资产	872	1003	1003	973	938
非流动资产	1997	2173	2140	2153	2155
长期股权投资	42	51	77	103	130
固定资产	1351	1396	1346	1326	1299
无形资产	315	316	345	377	393
其他非流动资产	289	409	372	347	333
资产总计	6924	8540	7988	8191	7795
流动负债	2757	3952	4021	4135	3503
短期借款	2043	2599	3277	3374	2732
应付票据及应付账款	56	80	67	82	79
其他流动负债	658	1274	677	680	692
非流动负债	952	1055	860	681	500
长期借款	770	865	670	491	309
其他非流动负债	182	190	190	190	190
负债合计	3710	5007	4881	4817	4002
少数股东权益	49	62	63	66	72
股本	533	533	483	483	483
资本公积	1022	1022	579	579	579
留存收益	1662	2056	2167	2438	2838
归属母公司股东权益	3165	3470	3044	3308	3721
负债和股东权益	6924	8540	7988	8191	7795

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	735	-588	493	538	1222
净利润	436	494	136	330	486
折旧摊销	145	153	139	149	160
财务费用	23	47	98	113.8	79
投资损失	-38	-69	-37	-44	-47
营运资金变动	89	-1222	155	-14	544
其他经营现金流	80	8	2	3	1
投资活动现金流	-696	-448	-69	-87	-79
资本支出	176	189	81	135	135
长期投资	-541	-337	-25	-27	-26
其他投资现金流	21	78	38	74	82
筹资活动现金流	39	1297	-1449	-355	-327
短期借款	205	556	678	97	-642
长期借款	467	95	-195	-179	-182
普通股增加	0	0	-50	0	0
资本公积增加	-4	-0.2	-443	0	0
其他筹资现金流	-629	646	-1440	-273	497
现金净增加额	73	254	-1025	95	816

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	6296	6872	6954	7302	8032
营业成本	5418	6074	6446	6477	6988
营业税金及附加	17	17	21	22	24
销售费用	59	61	56	73	96
管理费用	193	155	154	183	217
研发费用	129	97	103	146	169
财务费用	23	47	98	113.8	79
资产和信用减值损失	-32	3	-3	-3	-1
其他收益	27	51	35	36	37
公允价值变动收益	-5	5	0	0	0
投资净收益	38	69	37	44	47
资产处置收益	1	-1	0	0	0
营业利润	487	548	147	365	543
营业外收入	18	10	16	16	15
营业外支出	3	2	7	5	4
利润总额	502	556	156	376	554
所得税	66	62	20	46	68
净利润	436	494	136	330	486
少数股东损益	2	14	1	3	6
归属母公司净利润	434	480	135	327	480
EBITDA	787	880	462	711	873
EPS (元/股)	0.90	0.99	0.28	0.68	0.99

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入 (%)	29.2	9.1	1.2	5.0	10.0
营业利润 (%)	26.5	12.6	-73.3	148.8	49.0
归属母公司净利润 (%)	23.5	10.5	-71.8	141.9	46.9
获利能力					
毛利率 (%)	13.9	11.6	7.3	11.3	13.0
净利率 (%)	6.9	7.2	2.0	4.5	6.0
ROE (%)	13.6	14.0	4.4	9.8	12.8
ROIC (%)	9.1	8.2	3.8	6.6	8.8
偿债能力					
资产负债率 (%)	53.6	58.6	61.1	58.8	51.3
净负债比率 (%)	57.6	84.3	103.5	87.2	51.2
流动比率	1.8	1.6	1.5	1.5	1.6
速动比率	0.6	0.5	0.4	0.5	0.4
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.9	0.8	0.9	1.0
应收账款周转率	18.1	17.9	13.5	10.0	19.0
应付账款周转率	117.7	89.7	88.0	87.0	87.0
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.90	0.99	0.28	0.68	0.99
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.52	-1.22	1.02	1.11	2.53
每股净资产 (最新摊薄)	6.55	7.18	6.30	6.85	7.70
估值比率					
P/E	9.9	9.0	31.9	13.2	9.0
P/B	1.4	1.2	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	7.9	8.3	16.3	10.2	7.2

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。

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。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：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。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
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	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
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	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

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

上海

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>

北京

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