2025 年 04 月 08 日

证券研究报告•2024 年报&2025Q1 业绩预告点评

晨光生物（300138）农林牧渔

买入（维持）

当前价：11.59 元

目标价：14.96 元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

棉籽业务扭亏为盈，经营重回上升通道

投资要点

- **事件：**公司发布 2024 年年报，全年实现营收 69.9 亿元，同比+1.8%；归母净利润 0.9 亿元，同比-80.4%。单季度来看，24Q4 实现营收 17.7 亿元，同比+3.9%；归母净利润 0.3 亿元，同比-61.4%。公司发布 2025Q1 业绩预告，预计 25Q1 实现归母净利润 0.9-1.2 亿，同比增长区间为 133.2%-211.0%。24 年利润主要受棉籽亏损及计提资产减值影响承压，25Q1 棉籽业务扭亏为盈。
- **主力产品销量回升，梯队、潜力产品表现亮眼。**公司植提业务全年营收 31.3 亿元，同比+8.3%。分产品看，1、主导产品：辣椒红主动调整销售策略应对原材料行情变化，年内销量逐季回升，全年实现销量 9000 吨以上；辣椒精售价随原材料成本下调，年内均价同比下降 25%，积极开拓国内外客户，全年销量同比增长 56%，带动收入同比增长 17%；叶黄素销量恢复性增长，全年销售超 4.8 亿克。2、梯队产品：甜菊糖销量大幅度提升，实现收入 2.31 亿元，同比增长 54%；营养药用类水飞蓟素销量连续五年增长，番茄红素收入突破 4000 万元，迷迭香提取物销量翻番，姜黄素结晶工艺突破性进展；香辛料核心产品花椒油树脂销量增长 16%，国内市场占有率第一的位置进一步巩固；胡椒提取物市场开拓成果显著。3、潜力产品：保健食品内引外联开发客户，业务稳步增长，实现收入约 1.6 亿元；中药业务市场开拓顺利，全年收入突破 1000 万元。
- **棉籽价格波动较大，毛利率相对承压。**公司棉籽业务全年营收 34.8 亿元，同比-2.1%。公司坚持对锁及套保的经营模式，但受行业竞争加剧、豆油豆粕等大宗商品行情波动影响，主要产品价格和加工业务毛利率大幅下降，形成资产减值损失，出现较大经营亏损。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。公司投入近 1000 万元对棉籽业务板块进行工艺改进，5 条生产线 60 蛋白产出比例显著提升，缩小与标杆企业的差距。
- **期间费用管控良好，价格走低和套保亏损致盈利承压。**1、全年毛利率同比-3.6pp 至 8.0%，其中 24Q4 毛利率同比-0.1pp 至 9.7%，主要系产品的单吨价格和利润走低影响，公司多产品毛利率同比下降及产品结构变化。拆分来看，植提/棉籽业务毛利率分别同比-4.5pp/-3.5pp 至 15.4%/0.2%。植提业务多产品受供需关系影响价格承压，棉籽业务量增价跌，价格低位徘徊。2、前三季度销售/管理费用率为 0.7%/2.3%，分别同比-0.2pp/+0pp，其中 24Q4 销售/管理费用率为 0.9%/2.7%，分别同比+0pp/+0.4pp。3、24 年受棉籽套保亏损影响，资产减值损失计提 1.0 亿元，同时衍生金融工具平仓产生损失使得投资净收益由正转负。受此影响全年净利率同比-5.6pp 至 1.3%，其中 24Q4 同比-3.0pp 至 1.8%。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2025-2027 年归母净利润分别为 3.3、4.0、4.9 亿元，EPS 分别为 0.68 元、0.83 元、1.00 元。24 年多产品价格下跌共振使得公司经营阶段性承压，而销量上总体呈现向上势头，剔除短期行情波动影响、中长期市占率提升趋势确定性仍强。展望 25 年，上游原材料价格仍处低位，公司定价亦有所下降以谋求份额提升，销量增长有望拉动经营利润增长。故给予公司 2025 年 22 倍估值，对应目标价 14.96 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，资产减值损失风险，投资收益波动风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	69.94	75.51	80.39	84.44
增长率	1.79%	7.96%	6.46%	5.04%
归属母公司净利润（亿元）	0.94	3.28	4.03	4.85
增长率	-80.39%	248.24%	22.99%	20.37%
每股收益 EPS（元）	0.19	0.68	0.83	1.00
净资产收益率 ROE	2.47%	9.40%	10.52%	11.43%
PE	60	17	14	12
PB	1.77	1.60	1.45	1.32

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：朱会振

执业证号：S1250513110001

电话：023-63786049

邮箱：zhz@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)	4.83
流通 A 股(亿股)	3.98
52 周内股价区间(元)	7.0-11.59
总市值(亿元)	55.99
总资产(亿元)	90.23
每股净资产(元)	6.44

相关研究

1. 晨光生物（300138）：营收恢复增长，棉籽亏损及减值致利润承压 (2024-11-01)
2. 晨光生物(300138)：棉籽承压拖累业绩，期待下半年盈利改善 (2024-08-29)
3. 晨光生物（300138）：主业稳健发力，棉籽业务承压 (2024-04-24)

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 25-27 年天然色素/香辛料/营养及药用类产品营收增速分别为 6.0%、5.0%、4.0%，毛利率分别为 20.0%、20.5%、21.0%。

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 25-27 年棉籽类产品营收增速分别为 5.0%、4.0%、3.0%，毛利率分别为 3.0%、3.5%、4.0%。

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 25-27 年其他产品营收增速分别为 50.0%、30.0%、20.0%，毛利率分别为 20.0%、20.0%、20.0%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

亿元	2024A	2025E	2026E	2027E
合计				
营业收入	69.9	75.5	80.4	84.4
yoy	1.8%	8.0%	6.5%	5.0%
营业成本	64.4	66.6	70.4	73.4
毛利率	8.0%	11.8%	12.4%	13.0%
天然色素/香辛料/营养及药用类产品				
营业收入	31.3	33.2	34.8	36.2
yoy	8.2%	6.0%	5.0%	4.0%
营业成本	26.5	26.5	27.7	28.6
毛利率	15.4%	20.0%	20.5%	21.0%
棉籽类产品				
营业收入	34.7	36.5	37.9	39.1
yoy	-2.1%	5.0%	4.0%	3.0%
营业成本	26.5	35.4	36.6	37.5
毛利率	0.2%	3.0%	3.5%	4.0%
其他产品收入（保健品 OEM 等）				
营业收入	3.9	5.9	7.6	9.1
yoy	-9.7%	50.0%	30.0%	20.0%
营业成本	3.2	4.7	6.1	7.3
毛利率	17.7%	20.0%	20.0%	20.0%

数据来源：Wind，西南证券

可比公司方面，我们以安琪酵母、莱茵生物等作为可比公司，其所处行业（农产品/食品保健上游加工行业）、业务模式、下游客户（食品保健品等客户）与晨光生物有较大相似性。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。故给予公司 2025 年 22 倍估值，对应目标价 14.96 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（元）	归母净利润（亿元）				PE			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
600298.SH	安琪酵母	34.20	13.68	15.85	18.30	27.45	22	19	16	14
002166.SZ	莱茵生物	7.50	1.63	2.46	3.25	3.38	34	23	17	16
平均值							28	21	17	15
300138.SZ	晨光生物	11.59	0.94	3.28	4.03	4.85	60	17	14	12

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）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	69.94	75.51	80.39	84.44
营业成本	64.37	66.61	70.40	73.44
营业税金及附加	0.19	0.20	0.22	0.23
销售费用	0.50	0.60	0.64	0.68
管理费用	1.61	1.74	1.77	1.77
财务费用	0.72	2.14	2.20	2.12
资产减值损失	-0.95	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.18	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-0.05	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1.06	4.21	5.16	6.20
其他非经营损益	0.01	0.18	0.24	0.29
利润总额	1.07	4.39	5.40	6.49
所得税	0.29	1.10	1.35	1.62
净利润	0.78	3.30	4.05	4.87
少数股东损益	-0.16	0.02	0.02	0.02
归属母公司股东净利润	0.94	3.28	4.03	4.85

现金流量表（亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	0.78	3.30	4.05	4.87
折旧与摊销	1.67	2.01	2.04	2.06
财务费用	0.72	2.14	2.20	2.12
资产减值损失	-0.95	0.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	0.08	-4.24	-3.56	-2.11
其他	-4.52	0.01	-0.01	0.02
经营活动现金流净额	-2.23	3.23	4.72	6.95
资本支出	0.34	0.00	0.00	0.00
其他	-4.75	-0.13	-0.15	-0.15
投资活动现金流净额	-4.41	-0.13	-0.15	-0.15
短期借款	-2.95	3.88	-1.26	-3.53
长期借款	2.03	0.00	0.00	0.00
股权融资	-4.89	0.00	0.00	0.00
支付股利	-0.65	-0.18	-0.63	-0.77
其他	7.50	-17.27	-2.18	-2.09
筹资活动现金流净额	1.04	-13.57	-4.08	-6.40
现金流量净额	-5.70	-10.47	0.49	0.41

资产负债表（亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	18.02	7.55	8.04	8.44
应收和预付款项	6.77	7.43	7.86	8.24
存货	38.62	35.87	39.23	41.01
其他流动资产	4.67	7.65	7.67	7.81
长期股权投资	0.63	0.63	0.63	0.63
投资性房地产	0.25	0.25	0.25	0.25
固定资产和在建工程	16.59	14.70	12.78	10.85
无形资产和开发支出	3.46	3.34	3.22	3.10
其他非流动资产	1.20	1.33	1.48	1.63
资产总计	90.23	78.75	81.17	81.96
短期借款	23.04	26.92	25.65	22.13
应付和预收款项	2.64	2.66	2.81	2.95
长期借款	10.68	10.68	10.68	10.68
其他负债	22.32	3.43	3.53	3.63
负债合计	58.68	43.68	42.68	39.39
股本	4.83	4.83	4.83	4.83
资本公积	5.82	5.82	5.82	5.82
留存收益	20.85	23.94	27.34	31.42
归属母公司股东权益	31.09	34.60	37.99	42.07
少数股东权益	0.45	0.47	0.49	0.51
股东权益合计	31.55	35.07	38.48	42.58
负债和股东权益合计	90.23	78.75	81.17	81.96

财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
销售收入增长率	1.79%	7.96%	6.46%	5.04%
营业利润增长率	-80.66%	297.37%	22.40%	20.24%
净利润增长率	-84.22%	322.69%	22.85%	20.27%
EBITDA 增长率	-53.88%	142.45%	12.32%	10.39%
获利能力				
毛利率	7.96%	11.79%	12.43%	13.02%
三费率	4.05%	5.94%	5.74%	5.41%
净利率	1.11%	4.36%	5.04%	5.77%
ROE	2.47%	9.40%	10.52%	11.43%
ROA	0.86%	4.18%	4.99%	5.94%
ROIC	1.92%	6.91%	7.74%	8.60%
EBITDA/销售收入	4.94%	11.08%	11.69%	12.29%
营运能力				
总资产周转率	0.80	0.89	1.01	1.04
固定资产周转率	4.75	5.14	6.13	7.38
应收账款周转率	15.24	16.28	16.19	15.98
存货周转率	1.81	1.78	1.86	1.82
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	108.54%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	65.04%	55.47%	52.59%	48.05%
带息债务/总负债	57.46%	86.08%	85.12%	83.30%
流动比率	1.48	1.89	2.10	2.46
速动比率	0.64	0.73	0.79	0.92
股利支付率	69.02%	5.60%	15.69%	15.95%
每股指标				
每股收益	0.19	0.68	0.83	1.00
每股净资产	6.53	7.26	7.97	8.81
每股经营现金	-0.46	0.67	0.98	1.44
每股股利	0.13	0.04	0.13	0.16

业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
EBITDA	3.45	8.37	9.40	10.38
PE	59.53	17.10	13.90	11.55
PB	1.77	1.60	1.45	1.32
PS	0.80	0.74	0.70	0.66
EV/EBITDA	24.69	10.02	8.72	7.51
股息率	1.16%	0.33%	1.13%	1.38%

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。

西南证券研究院

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
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@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
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jyj@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	资深销售经理	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
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

	郑龑	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@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	lzr@swsc.com.cn