

农林牧渔

2025年07月09日

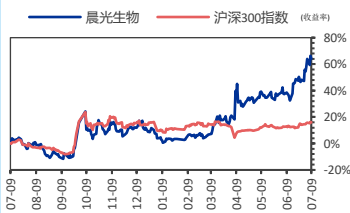
晨光生物 (300138)

—— 棉籽业务实现扭亏，植提业务逐步探底

报告原因：有业绩公布需要点评
增持 (维持)

市场数据： 2025年07月09日	
收盘价(元)	13.63
一年内最高/最低(元)	14.36/6.91
市净率	2.0
股息率(分红/股价)	0.95
流通A股市值(百万元)	5,429
上证指数/深证成指	3,493.05/10,581.80
注：“股息率”以最近一年已公布分红计算	

基础数据： 2025年03月31日	
每股净资产(元)	6.66
资产负债率%	68.29
总股本/流通A股(百万)	483/398
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：

相关研究
证券分析师

吕昌 A0230516010001
lvchang@swsresearch.com
王子昂 A0230525040003
wangza@swsresearch.com

联系人

王子昂
(8621)23297818x
wangza@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **事件：**公司披露 2025 年半年度业绩预告，25H1 公司实现营业收入 34.6~37.6 亿，同比变化-0.89%至 7.71%。实现归母净利润 2.02~2.32 亿，同比增长 102.3%~132.4%，扣非净利润 1.74~2.04 亿，同比增长 117.4%~154.9%。业绩变动主要原因系 25H1 棉籽类业务行情回暖，同比实现扭亏为盈。
- **投资评级与估值：**结合宏观经济形势与公司目标，预测 25-27 年归母净利润分别为 3.24、4.08、5.12 亿，同比增长 244.3%、25.9%和 25.7%，当前股价对应 25-27 年 PE 分别为 20x、16x、13x，与可比食品添加剂公司 25-27 年动态 PE 均值 27x、22x、18x 比较，公司估值处在均值以下，维持增持评级。短期来看，公司积极调整棉籽业务，伴随棉籽蛋白价格上涨，公司盈利持续修复。中长期来看，植提主业已处于价格周期底部，公司已完成库存储备以进一步提升价格及份额优势，伴随价格逐步回升，公司业绩弹性有望持续释放。
- **棉籽业务如期触底，植提业务逐步回升。**25Q2，公司实现营业收入 17.4~20.4 亿，同比变化-0.86%至 16.2%。我们预计 25Q2 公司植提业务维持价稳量增趋势，伴随产能出清价格回升，各产品有望逐步进入补库存周期实现量价齐升。此外 25M4 美国 FDA 宣布在 26 年底前实现部分天然色素对合成色素的完全替代，25Q2 以来雀巢、卡夫亨氏、好时等全球食品巨头已宣布相关替换计划，天然色素发展空间或伴随食品健康安全需求进一步打开。结合 25Q1 季报来看：**公司辣椒相关主力产品市场管控能力强，植提业务增长塔基牢固。**
 - 1) 25Q1 辣椒红色素销量快速增长弥补了价格随成本下滑带来的影响，25Q1 营收增长 7%；
 - 2) 辣椒精价格触底带来需求显著增长，在云南原材料的成本优势下，25Q1 销量实现翻倍增长。此外，**公司有望凭借技术能力带来的成本优势持续推动阶梯及后备产品实现市占率稳步提升。**
 - 3) 叶黄素市场目前仍供过于求，公司积极调整销售计划并优化产品结构；
 - 4) 甜菊糖苷规模持续扩张。主要系下游需求回暖叠加差异化产品市场开拓顺利，公司产品渗透率持续提升。
 - 5) 25Q1 番茄红素、水飞蓟等药用提取物销量保持增长。
- **棉籽业务扭亏为盈，植提业务毛利率提升。**25Q2，公司实现归母净利润 0.93~1.23 亿，同比增长 51.1%~100.1%，扣非净利润 0.78~1.08 亿，同比增长 147.5%~242.5%。据公司公告，25H1 辣椒红、辣椒精、甜菊糖苷等植提类业务实现的毛利润均同比增长，其中 25Q1 植提类业务毛利率同比提高 2.15pct，我们预计 25Q2 公司植提业务维持利润率提升，植提净利润增长或达两位数。25 年以来棉籽类业务行情回暖，公司严格执行对锁经营模式，强化敞口管理，规避价格波动风险，25Q2 棉籽业务持续扭亏。此外 25Q1 公允价值变动收益同比大幅扭亏，资产减值损失大幅增加，预计棉籽业务存货减值已逐步计提。
- **股价表现的催化剂：**植提新品放量，产品提价加速，上游成本下行。
- **核心假设风险：**上游成本波动风险，产品价格波动风险，境外经营风险。

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	6,994	1,716	7,166	7,921	8,601
同比增长率(%)	1.8	-0.9	2.5	10.5	8.6
归母净利润(百万元)	94	109	324	408	512
同比增长率(%)	-80.4	183.7	244.3	25.9	25.7
每股收益(元/股)	0.18	0.23	0.67	0.84	1.06
毛利率(%)	8.0	14.2	10.0	11.4	12.5
ROE(%)	3.0	3.4	9.4	10.8	12.2
市盈率					

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	6,872	6,994	7,166	7,921	8,601
其中: 营业收入	6,872	6,994	7,166	7,921	8,601
减: 营业成本	6,074	6,437	6,451	7,022	7,525
减: 税金及附加	17	19	19	21	23
主营业务利润	781	538	696	878	1,053
减: 销售费用	61	50	54	59	63
减: 管理费用	155	161	165	238	258
减: 研发费用	97	129	129	143	155
减: 财务费用	47	72	66	66	66
经营性利润	421	126	282	372	511
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	-1	-4	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	4	-95	0	0	0
加: 投资收益及其他	120	79	89	96	88
营业利润	548	106	371	470	598
加: 营业外净收入	7	1	1	1	1
利润总额	556	107	372	471	599
减: 所得税	62	29	65	93	139
净利润	494	78	306	378	460
少数股东损益	14	-16	-18	-30	-52
归属于母公司所有者的净利润	480	94	324	408	512

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、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。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。