

棉籽业务扭亏为盈，盈利修复势能向上

投资要点

- **事件:** 公司发布2025年半年度报告, 25H1实现营收36.6亿元, 同比+4.8%; 实现归母净利润2.2亿元, 同比+115.3%。单季度来看, 25Q2实现营收19.4亿元, 同比+10.4%; 归母净利润1.1亿元, 同比+72.3%。公司业绩大幅增长, 主要系棉籽业务扭亏为盈, 植提主业核心产品销量快速增长, 盈利能力显著修复。
- **植提业务量增利升, 梯队产品多点开花。** 公司植提业务上半年实现收入17.3亿元, 同比+9.5%。1、主力产品: 受益于下游需求恢复及公司积极开拓市场, 辣椒红色素销量达6367吨, 同比+43%; 辣椒精凭借国内原料成本优势, 市场份额大幅提高, 销量达1536吨, 同比+81%; 叶黄素饲料级销量超2.1亿克, 食品级销量3125万克, 同比增长22%。2、梯队产品: 香辛料业务中, 核心产品花椒提取物销量逆势增长约23%; 甜菊糖苷发挥成本优势, 收入超1.6亿元; 营养药用类产品中, 番茄红素拓展饮料、食品新客户, 销量增长约49%, 水飞蓟提取物、姜黄提取物等销量均大幅增长。3、潜力产品: 保健食品、中药、原料药等新业务持续开拓市场稳步增长。
- **棉籽业务扭亏为盈, 经营环境显著改善。** 25H1公司棉籽业务实现营收17.7亿元, 同比+2.0%; 毛利率为7.0%, 同比大幅提升7.2个百分点。公司坚持对锁经营模式, 强化风险敞口管理, 有效规避价格波动风险。受益于豆油、豆粕等大宗商品行情回暖, 公司棉籽业务实现扭亏为盈, 子公司新疆晨光上半年实现净利润0.6亿元, 去年同期为-0.6亿元, 带动公司整体业绩显著改善。
- **研发投入加大, 盈利能力修复。** 1、25H1公司整体毛利率为13.9%, 同比提升5.6个百分点。分业务看, 植提业务受益于原材料成本下降, 毛利率同比+3.4pp至20.2%; 棉籽业务受益于行情回暖及严格的对锁经营, 毛利率同比+7.2pp至7.0%。2、期间费用率保持稳定, 销售/管理费用率分别为0.7%/2.4%, 分别同比+0.0pp/+0.1pp。公司持续加大研发投入, 研发费用达1.1亿元, 同比+134.6%, 主要用于甜叶菊综合利用、应用型产品开发等重点项目。3、受毛利率提升及棉籽业务扭亏影响, 公司整体盈利能力大幅修复, 归母净利率达5.9%, 同比提升3.0个百分点。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2025-2027年归母净利润分别为3.6、4.8、6.3亿元, EPS分别为0.75元、1.00元、1.31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24倍估值, 对应目标价18.00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	73.65	79.10	83.99
增长率	1.79%	5.30%	7.40%	6.19%
归属母公司净利润(亿元)	0.94	3.64	4.84	6.33
增长率	-80.39%	286.58%	33.18%	30.73%
每股收益EPS(元)	0.19	0.75	1.00	1.31
净资产收益率ROE	2.47%	10.34%	12.68%	15.03%
PE	68	18	13	10
PB	2.03	1.82	1.67	1.52

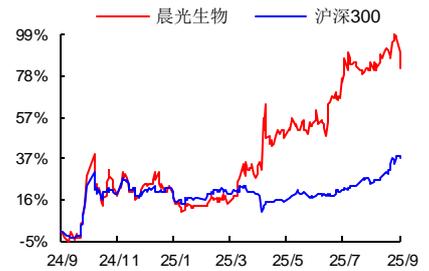
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: 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)	4.83
流通A股(亿股)	3.98
52周内股价区间(元)	7.0-14.45
总市值(亿元)	63.96
总资产(亿元)	92.99
每股净资产(元)	6.75

相关研究

1. 晨光生物(300138): 棉籽回暖扭亏为盈, 植提改善长期向上 (2025-07-11)
2. 晨光生物(300138): 棉籽业务扭亏为盈, 经营重回上升通道 (2025-04-10)
3. 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)

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 5.0%、10.0%、8.0%，毛利率分别为 17.5%、18.5%、20.0%。

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 2.8%、2.5%、2.0%，毛利率分别为 3.0%、4.0%、5.0%。

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 30.0%、25.0%、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	73.7	79.1	84.0
yoy	1.8%	5.3%	7.4%	6.2%
营业成本	64.4	65.8	69.7	72.8
毛利率	8.0%	10.6%	11.9%	13.3%
天然色素/香辛料/营养及药用类产品				
营业收入	31.3	32.8	36.1	39.0
yoy	8.2%	5.0%	10.0%	8.0%
营业成本	26.5	27.1	29.4	31.2
毛利率	15.4%	17.5%	18.5%	20.0%
棉籽类产品				
营业收入	34.7	35.7	36.6	37.3
yoy	-2.1%	2.8%	2.5%	2.0%
营业成本	26.5	34.7	35.2	35.5
毛利率	0.2%	3.0%	4.0%	5.0%
其他产品收入（保健品 OEM 等）				
营业收入	3.9	5.1	6.3	7.6
yoy	-9.7%	30.0%	25.0%	20.0%
营业成本	3.2	4.1	5.1	6.1
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 24 倍估值，对应目标价 18.00 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	39.59	13.25	15.94	18.59	21.16	24	22	19	16
002166.SZ	莱茵生物	7.89	1.63	2.16	2.86	3.67	34	27	21	16
平均值							29	25	20	16
300138.SZ	晨光生物	13.24	0.94	3.64	4.84	6.33	68	18	13	10

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	现金流量表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	69.94	73.65	79.10	83.99	净利润	0.78	3.64	4.84	6.33
营业成本	64.37	65.82	69.68	72.80	折旧与摊销	1.67	2.00	2.00	2.00
营业税金及附加	0.19	0.22	0.24	0.25	财务费用	0.72	0.96	1.04	1.02
销售费用	0.50	0.59	0.59	0.59	资产减值损失	-0.95	0.00	0.00	0.00
管理费用	1.61	1.84	1.90	1.93	经营营运资本变动	0.08	-3.52	-3.69	-2.28
财务费用	0.72	0.96	1.04	1.02	其他	-4.52	0.01	-0.01	0.02
资产减值损失	-0.95	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-2.23	3.09	4.18	7.09
投资收益	0.18	0.00	0.00	0.00	资本支出	0.34	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-0.05	0.00	0.00	0.00	其他	-4.75	-0.13	-0.15	-0.15
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-4.41	-0.13	-0.15	-0.15
营业利润	1.06	4.22	5.65	7.41	短期借款	-2.95	17.61	0.44	-2.06
其他非经营损益	0.01	0.05	0.04	0.04	长期借款	2.03	0.00	0.00	0.00
利润总额	1.07	4.28	5.70	7.45	股权融资	-4.89	0.00	0.00	0.00
所得税	0.29	0.64	0.85	1.12	支付股利	-0.65	-0.47	-1.82	-2.42
净利润	0.78	3.64	4.84	6.33	其他	7.50	-16.04	-1.02	-0.99
少数股东损益	-0.16	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	1.04	1.11	-2.39	-5.47
归属母公司股东净利润	0.94	3.64	4.84	6.33	现金流量净额	-5.70	4.07	1.63	1.47
资产负债表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	18.02	22.10	23.73	25.20	成长能力				
应收和预付款项	6.77	7.27	7.75	8.19	销售收入增长率	1.79%	5.30%	7.40%	6.19%
存货	38.62	35.44	38.83	40.65	营业利润增长率	-80.66%	298.29%	33.88%	31.00%
其他流动资产	4.67	7.46	7.55	7.77	净利润增长率	-84.22%	366.38%	33.18%	30.73%
长期股权投资	0.63	0.63	0.63	0.63	EBITDA 增长率	-53.88%	108.21%	20.95%	19.95%
投资性房地产	0.25	0.25	0.25	0.25	获利能力				
固定资产和在建工程	16.59	14.71	12.83	10.95	毛利率	7.96%	10.64%	11.91%	13.33%
无形资产和开发支出	3.46	3.34	3.22	3.10	三费率	4.05%	4.61%	4.46%	4.21%
其他非流动资产	1.20	1.33	1.48	1.63	净利率	1.11%	4.94%	6.12%	7.54%
资产总计	90.23	92.53	96.27	98.36	ROE	2.47%	10.34%	12.68%	15.03%
短期借款	23.04	40.65	41.09	39.04	ROA	0.86%	3.93%	5.03%	6.44%
应付和预收款项	2.64	2.62	2.78	2.93	ROIC	1.59%	5.32%	6.62%	8.10%
长期借款	10.68	10.68	10.68	10.68	EBITDA/销售收入	4.94%	9.76%	10.99%	12.41%
其他负债	22.32	3.41	3.52	3.61	营运能力				
负债合计	58.68	57.36	58.08	56.26	总资产周转率	0.80	0.81	0.84	0.86
股本	4.83	4.83	4.83	4.83	固定资产周转率	4.75	5.07	6.26	7.80
资本公积	5.82	5.82	5.82	5.82	应收账款周转率	15.24	16.09	16.26	16.06
留存收益	20.85	24.02	27.04	30.95	存货周转率	1.81	1.77	1.86	1.82
归属母公司股东权益	31.09	34.72	37.74	41.65	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	108.54%	—	—	—
少数股东权益	0.45	0.45	0.45	0.45	资本结构				
股东权益合计	31.55	35.17	38.20	42.10	资产负债率	65.04%	61.99%	60.33%	57.19%
负债和股东权益合计	90.23	92.53	96.27	98.36	带息债务/总负债	57.46%	89.49%	89.15%	88.37%
					流动比率	1.48	1.62	1.72	1.88
					速动比率	0.64	0.83	0.86	0.95
					股利支付率	69.02%	12.93%	37.54%	38.25%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股指标				
EBITDA	3.45	7.19	8.69	10.43	每股收益	0.19	0.75	1.00	1.31
PE	68.01	17.59	13.21	10.10	每股净资产	6.53	7.28	7.91	8.72
PB	2.03	1.82	1.67	1.52	每股经营现金	-0.46	0.64	0.87	1.47
PS	0.91	0.87	0.81	0.76	每股股利	0.13	0.10	0.38	0.50
EV/EBITDA	26.99	12.67	10.32	8.25					
股息率	1.01%	0.74%	2.84%	3.79%					

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	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wywf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljliong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售岗	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
广深	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	txl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn
