

## 信义山证汇通天下

证券研究报告

新材料

晨光生物 (300138.SZ)

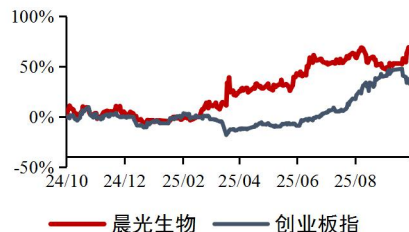
买入-B(首次)

经营向好, 有望受益于 FDA 新政下全球天然色素市场翻倍机遇

2025 年 10 月 20 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据: 2025 年 10 月 17 日

|                 |            |
|-----------------|------------|
| 收盘价 (元):        | 14.41      |
| 年内最高/最低 (元):    | 14.90/7.94 |
| 流通 A 股/总股本 (亿): | 3.98/4.83  |
| 流通 A 股市值 (亿):   | 57.40      |
| 总市值 (亿):        | 69.61      |

基础数据: 2025 年 6 月 30 日

|             |      |
|-------------|------|
| 基本每股收益 (元): | 0.44 |
| 摊薄每股收益 (元): | 0.44 |
| 每股净资产 (元):  | 6.85 |
| 净资产收益率 (%): | 6.68 |

资料来源: 最闻

分析师:

冀泳洁

执业登记编码: S0760523120002

邮箱: jiyongjie@sxzq.com

王锐

执业登记编码: S0760524090001

邮箱: wangrui1@sxzq.com

事件描述

➢ 2025 年 10 月 13 日, 公司发布前三季业绩预增公告, 预计实现净利润为 2.78 亿元~3.14 亿元, 净利润同比增长 344.05%~401.55%。

事件点评

➢ 植提业务增长及棉籽业务回暖, 带动公司业绩大幅提升。2025 年前三季度, 公司主要植提类产品实现的收入和毛利额同比增长, 盈利能力恢复; 棉籽类业务行情回暖, 经营环境显著改善, 同比实现扭亏为盈。

➢ 全球植物提取物行业第一梯队企业, 辣椒红、辣椒精、叶黄素三大产品位居世界第一或前列水平。晨光生物已在全球植物提取行业位居第一梯队, 逐渐追赶或超越 Frutarom、Kalsec、Synthite、Lycored 等国外植提龙头企业。公司已有辣椒红、辣椒精、叶黄素三大主力产品位居世界第一或前列, 甜菊糖苷、花椒提取物、水飞蓟提取物、姜黄素、葡萄籽提取物、番茄红素、迷迭香提取物等梯队产品处于快速发展的上升阶段, 多品种发展取得良好成效。

➢ 美国 FDA 新政有望推动天然色素加速替代石油基合成色素。2025 年 4 月 22 日, 美国食品药品监督管理局 (FDA) 和美国卫生与公众服务部 (HHS) 宣布一系列措施, 旨在到 2026 年底前消除美国食品供应中所有石油基合成色素: 1) 将建立国家标准和时间表, 鼓励行业自愿从合成色素过渡到天然色素。2) 撤销对两种合成色素的授权, 并在 2026 年底前以“自愿”形式消除六种主要合成色素的使用。3) 加速审查天然色素。4) 计划与 NIH 合作, 开展全面研究以了解食品添加剂可能如何影响儿童的健康和发展。

➢ 定量测算: 新政推动下, 全球天然色素市场有望从 21 亿美元翻倍增长至 42 亿美元。根据 Polaris, 2024 年全球天然色素市场约 21 亿美元, 其中美国与加拿大占据 1/3, 两国市场约 7 亿美元。2025 年 8 月 13 日, Sensient technologies 披露, 由于天然色素较合成色素用量大幅提升 (单位用量提升至少 4-12 倍), 且天然色素成本更高, 美加天然色素市场有望翻四倍至 28 亿美元, 进而带动全球市场增长至 42 亿美元 (不考虑其他地区存量需求自然增长)。目前天然色素在欧洲渗透率超过 80%、日本占据主流、美国接近 1/3、拉丁美洲约 25-30%、我国接近或低于美国, 中美两国及拉丁美洲的替代空间依旧广阔。

➢ 辣椒红等天然色素品种有望受益于天然色素替代。辣椒红色素可替代日落黄等合成色素品种。日落黄在冷冻饮品的最大添加量为 0.09g/kg, 即约为 0.001%, 而作为替代品的辣椒红色素并无最大添加量约束, 且根据晨光生物



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

2025 年 5 月 16 日投资者交流内容，辣椒红色素作为食品添加剂的添加量在 0.1%级别，单位用量较合成色素高出至少一个数量级。2025 年美国日落黄色素需求约 2500 吨，若使用天然色素替代，则至少新增的天然色素需求，市场需求有望快速增长。

### 投资建议

➤ 我们预测 2025 年至 2027 年，公司分别实现营收 71.25/80.84/88.57 亿元，同比增长 1.9%/13.4%/9.6%；实现归母净利润 3.59/4.92/5.85 亿元，同比增长 282.2%/36.9%/18.9%，对应 EPS 分别为 0.74/1.02/1.21 元，PE 为 19.4/14.1/11.9 倍，首次覆盖给予“买入-B”评级。

### 风险提示

➤ **美国天然色素政策不及预期风险：**天然色素成本及用量较合成色素提升显著，若美国天然色素政策推进不及预期，天然色素市场扩张节奏将大幅放缓。

➤ **原材料供应量及价格波动风险：**公司生产所需的原材料以辣椒、万寿菊、棉籽、甜叶菊等农副产品为主，这些原材料的供应量及市场价格易受气候条件、病虫害、市场供需关系等因素影响。若原材料供应量、市场价格发生大幅度波动，将对公司经营业绩产生重大影响。

➤ **境外经营的风险：**公司的发展目标为建设世界天然提取物产业基地，要实现该目标，全球化资源配置是必由之路。但境外各地的法律、税收、外汇管理、人文环境等方面存在较大差异，如果公司不能妥善应对上述因素带来的挑战，将会制约公司的发展，甚至对公司业绩产生不利影响。

➤ **子公司衍生品交易风险：**为了减少原材料、产品价格波动对公司经营业绩带来的不利影响，子公司新疆晨光使用商品期货开展了基差销售与套期保值业务。虽然这些衍生品交易可以帮助公司减少原材料、产品价格波动带来的风险，但也会面对衍生品交易本身所带来的各种风险，如市场风险、基差风险、流动性风险、操作风险、技术风险、政策风险等。

### 财务数据与估值：

| 会计年度      | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 6,872 | 6,994 | 7,125 | 8,084 | 8,857 |
| YoY(%)    | 9.1   | 1.8   | 1.9   | 13.4  | 9.6   |
| 净利润(百万元)  | 480   | 94    | 359   | 492   | 585   |
| YoY(%)    | 10.5  | -80.4 | 282.2 | 36.9  | 18.9  |
| 毛利率(%)    | 11.6  | 8.0   | 13.0  | 14.7  | 15.3  |
| EPS(摊薄/元) | 0.99  | 0.19  | 0.74  | 1.02  | 1.21  |
| ROE(%)    | 14.0  | 2.5   | 10.0  | 12.2  | 12.7  |
| P/E(倍)    | 14.5  | 74.0  | 19.4  | 14.1  | 11.9  |
| P/B(倍)    | 2.0   | 2.2   | 2.0   | 1.8   | 1.6   |
| 净利率(%)    | 7.0   | 1.3   | 5.0   | 6.1   | 6.6   |

资料来源：最闻，山西证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

| 会计年度           | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 6367  | 6809  | 8419  | 10779 | 10277 |
| 现金             | 1422  | 1802  | 4245  | 4816  | 5277  |
| 应收票据及应收账款      | 474   | 458   | 492   | 586   | 595   |
| 预付账款           | 252   | 209   | 261   | 272   | 312   |
| 存货             | 3198  | 3862  | 2937  | 4624  | 3607  |
| 其他流动资产         | 1019  | 477   | 484   | 480   | 487   |
| <b>非流动资产</b>   | 2173  | 2214  | 2198  | 2360  | 2442  |
| 长期投资           | 51    | 63    | 90    | 116   | 141   |
| 固定资产           | 1396  | 1547  | 1467  | 1566  | 1599  |
| 无形资产           | 316   | 346   | 376   | 392   | 409   |
| 其他非流动资产        | 409   | 258   | 264   | 286   | 292   |
| <b>资产总计</b>    | 8540  | 9023  | 10617 | 13139 | 12719 |
| <b>流动负债</b>    | 3952  | 4596  | 6141  | 8434  | 7737  |
| 短期借款           | 2599  | 2304  | 5416  | 7363  | 6900  |
| 应付票据及应付账款      | 80    | 154   | 71    | 179   | 93    |
| 其他流动负债         | 1274  | 2138  | 655   | 892   | 745   |
| <b>非流动负债</b>   | 1055  | 1272  | 1040  | 869   | 664   |
| 长期借款           | 865   | 1068  | 836   | 665   | 460   |
| 其他非流动负债        | 190   | 204   | 204   | 204   | 204   |
| <b>负债合计</b>    | 5007  | 5868  | 7181  | 9303  | 8402  |
| 少数股东权益         | 62    | 45    | 30    | 5     | -33   |
| 股本             | 533   | 483   | 483   | 483   | 483   |
| 资本公积           | 1022  | 582   | 582   | 582   | 582   |
| 留存收益           | 2056  | 2085  | 2326  | 2640  | 2990  |
| 归属母公司股东权益      | 3470  | 3109  | 3406  | 3832  | 4350  |
| <b>负债和股东权益</b> | 8540  | 9023  | 10617 | 13139 | 12719 |

现金流量表(百万元)

| 会计年度            | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b>  | -588  | -223  | 1133  | -709  | 1576  |
| 净利润             | 494   | 78    | 344   | 467   | 548   |
| 折旧摊销            | 153   | 167   | 149   | 164   | 184   |
| 财务费用            | 47    | 72    | 70    | 154   | 160   |
| 投资损失            | -69   | -18   | -39   | -41   | -42   |
| 营运资金变动          | -1222 | -650  | 608   | -1454 | 725   |
| 其他经营现金流         | 8     | 128   | 1     | 1     | 1     |
| <b>投资活动现金流</b>  | -448  | -441  | -96   | -286  | -225  |
| <b>筹资活动现金流</b>  | 1297  | 104   | -1706 | -381  | -427  |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)      | 0.99  | 0.19  | 0.74  | 1.02  | 1.21  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)   | -1.22 | -0.46 | 2.35  | -1.47 | 3.26  |
| 每股净资产(最新摊薄)     | 7.18  | 6.44  | 7.05  | 7.93  | 9.00  |

利润表(百万元)

| 会计年度            | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 6872  | 6994  | 7125  | 8084  | 8857  |
| 营业成本            | 6074  | 6437  | 6199  | 6894  | 7504  |
| 营业税金及附加         | 17    | 19    | 21    | 24    | 27    |
| 营业费用            | 61    | 50    | 53    | 60    | 66    |
| 管理费用            | 155   | 161   | 164   | 186   | 204   |
| 研发费用            | 97    | 129   | 214   | 202   | 221   |
| 财务费用            | 47    | 72    | 70    | 154   | 160   |
| 资产减值损失          | 3     | -99   | -42   | -50   | -57   |
| 公允价值变动收益        | 5     | -5    | -1    | -1    | -1    |
| 投资净收益           | 69    | 18    | 39    | 41    | 42    |
| <b>营业利润</b>     | 548   | 106   | 400   | 553   | 659   |
| 营业外收入           | 10    | 39    | 22    | 22    | 23    |
| 营业外支出           | 2     | 38    | 13    | 14    | 17    |
| <b>利润总额</b>     | 556   | 107   | 409   | 561   | 665   |
| 所得税             | 62    | 29    | 65    | 94    | 118   |
| <b>税后利润</b>     | 494   | 78    | 344   | 467   | 548   |
| 少数股东损益          | 14    | -16   | -15   | -25   | -38   |
| <b>归属母公司净利润</b> | 480   | 94    | 359   | 492   | 585   |
| EBITDA          | 880   | 430   | 733   | 1001  | 1149  |

主要财务比率

| 会计年度         | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>  |       |       |       |       |       |
| 营业收入(%)      | 9.1   | 1.8   | 1.9   | 13.4  | 9.6   |
| 营业利润(%)      | 12.6  | -80.7 | 277.2 | 38.3  | 19.1  |
| 归属于母公司净利润(%) | 10.5  | -80.4 | 282.2 | 36.9  | 18.9  |
| <b>获利能力</b>  |       |       |       |       |       |
| 毛利率(%)       | 11.6  | 8.0   | 13.0  | 14.7  | 15.3  |
| 净利率(%)       | 7.0   | 1.3   | 5.0   | 6.1   | 6.6   |
| ROE(%)       | 14.0  | 2.5   | 10.0  | 12.2  | 12.7  |
| ROIC(%)      | 8.2   | 2.3   | 4.9   | 5.7   | 6.5   |
| <b>偿债能力</b>  |       |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)     | 58.6  | 65.0  | 67.6  | 70.8  | 66.1  |
| 流动比率         | 1.6   | 1.5   | 1.4   | 1.3   | 1.3   |
| 速动比率         | 0.5   | 0.5   | 0.8   | 0.6   | 0.8   |
| <b>营运能力</b>  |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率       | 0.9   | 0.8   | 0.7   | 0.7   | 0.7   |
| 应收账款周转率      | 17.5  | 15.0  | 15.0  | 15.0  | 15.0  |
| 应付账款周转率      | 89.7  | 55.2  | 55.2  | 55.2  | 55.2  |
| <b>估值比率</b>  |       |       |       |       |       |
| P/E          | 14.5  | 74.0  | 19.4  | 14.1  | 11.9  |
| P/B          | 2.0   | 2.2   | 2.0   | 1.8   | 1.6   |
| EV/EBITDA    | 11.3  | 24.0  | 12.8  | 10.6  | 8.2   |

资料来源：最闻、山西证券研究所

**分析师承诺：**

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

**投资评级的说明：**

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

**评级体系：****——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

**——行业评级**

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

**——风险评级**

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

## 免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,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,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

## 山西证券研究所:

### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话: 0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

### 深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

### 北京

北京市丰台区金泽路 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

