



棉籽大幅扭亏，上行拐点将至

投资要点

- **事件:** 公司发布 2025 年年报, 25 年实现营业收入 65.6 亿元, 同比-6.2%; 实现归母净利润 3.7 亿元, 同比+292.2%; 实现扣非归母净利润 2.8 亿元, 同比+530.3%。公司业绩大幅回暖, 主要系植提主业核心产品销量高增及毛利率回升, 以及棉籽业务同比实现扭亏为盈所致。
- **植提主业量增价减, 龙头地位稳固。** 25 年植提业务(天然色素/香辛料/营养及药用提取物)作为公司发展的基石, 实现收入 33.1 亿元, 同比增长 5.9%; 毛利率为 20.1%, 同比提升 4.7 个百分点。分产品看, 核心产品在价格同比下滑背景下, 依靠销量高增驱动增长: 辣椒红销量达 1.2 万吨, 同比增长 25%; 辣椒精受益于国内原料优势凸显, 销量达 2910 吨, 同比增长 65%。叶黄素方面, 公司主动调整出货策略以“稳价格、保利润”, 价格在下半年企稳回升。此外, 定制化产品渗透率持续提升, 辣椒红定制化销量超 2200 吨(同比+76%), 辣椒精定制化销量超 450 吨(同比+171%)。
- **棉籽业务成功扭亏, 大健康布局初见成效。** 1) 棉籽业务方面, 公司主动控制贸易业务规模, 实现收入 29.4 亿元, 同比下降 15.3%。随着大宗商品行情回暖及公司严格执行产销锁与期现结合的经营策略, 产品毛利率提升 4.4 个百分点至 4.6%, 全年加工棉籽近 100 万吨, 实现净利润 6791 万元, 成功扭亏为盈。2) 大健康业务方面, 保健食品业务受产能限制收入约 1.5 亿元, 与 24 年持平, 但 25 年末新车间建成投产, 软胶囊加工能力提升至 27 亿粒, 为未来增长释放空间; 中成药业务受益于银杏叶片集采中标, 整体销售收入实现翻番至 2000 多万元, 展现出植提企业在中药生产上的显著成本优势。
- **行业周期拐点已现, 内生外延驱动成长。** 1) 行业层面, 25 年主要原料如新疆色素辣椒、云南高辣度辣椒及万寿菊种植面积均有不同程度下降, 公司判断行业已历经“筑底企稳”, 26 年有望进入“积蓄向上动能”的新阶段。2) 公司层面, 依托强大的低成本工业化生产能力, 海外优势产区布局稳步推进, 赞比亚农场辣椒种植成本约 2000 元/亩, 万寿菊约 1500 元/亩, 缅甸万寿菊鲜花采购价仅 0.5-0.6 元/公斤, 均显著低于国内成本, 海外基地成为公司全球供应链的核心竞争力。梯队品种如水飞蓟素全年销售 720 吨(同比+66%), 甜菊糖收入达 2.81 亿元, 公司正计划在桂林投资 8000 万元建设罗汉果提取物产线以丰富甜味剂产品矩阵。3) 海外市场, 美国 FDA 对合成色素的禁令为公司天然色素产品带来广阔的替代空间, 公司已储备辣椒红替代“日落黄”、叶黄素(金橘黄)替代“柠檬黄”、番茄红素替代“诱惑红”等产品的成熟替代方案, 有望成为长期重要增长引擎。
- **盈利预测与投资建议:** 预计 2026-2028 年归母净利润分别为 4.5、5.5、6.3 亿元, EPS 分别为 0.93 元、1.14 元、1.31 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济波动风险, 原材料价格波动风险, 资产减值损失风险。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(亿元)	65.59	68.99	74.21	78.88
增长率	-6.22%	5.18%	7.57%	6.30%
归属母公司净利润(亿元)	3.69	4.48	5.49	6.32
增长率	292.21%	21.57%	22.41%	15.21%
每股收益 EPS(元)	0.76	0.93	1.14	1.31
净资产收益率 ROE	10.90%	11.54%	12.63%	12.99%
PE	15	13	10	9
PB	1.66	1.47	1.31	1.17

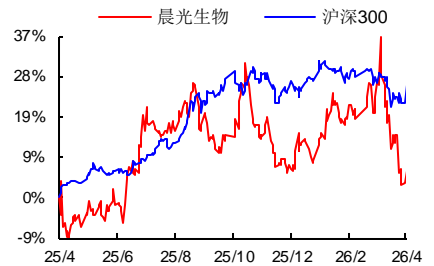
数据来源: Wind, 西南证券

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: 舒尚立
执业证号: S1250523070009
电话: 023-63786049
邮箱: ssl@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)	10.52-15.71
总市值(亿元)	58.70
总资产(亿元)	95.04
每股净资产(元)	7.02

相关研究

1. 晨光生物(300138): 业绩大超预期, 产品多点开花 (2026-01-19)
2. 晨光生物(300138): 盈利显著修复, 拐点持续向上 (2025-10-30)
3. 晨光生物(300138): 棉籽业务扭亏为盈, 盈利修复势能向上 (2025-09-03)
4. 晨光生物(300138): 棉籽回暖扭亏为盈, 植提改善长期向上 (2025-07-11)

盈利预测

关键假设：

假设 1：公司主导产品辣椒红色素市场份额有望提升至 80%，同时公司结合客户及市场需求全力开发定制化产品；此外公司针对营养类产品积极开发和布局海外重点膳食补充剂市场，拓展销售渠道；预计 2026-2028 年色素/香辛料/营养及药用类产品收入增速为 5%、10%、8%。

假设 2：随着公司棉籽蛋白业务持续坚持采销对锁和集体决策机制，不断完善采销数据平台建设；充分利用产业链布局、生产管理效能及经营信誉等优势，持续提升 60 蛋白产出比例，预计 2026-2028 年棉籽类产品收入增速分别为 2.8%、2.5%、2.0%。

基于以上假设，我们预测公司 2026-2028 年分业务收入如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2025A	2026E	2027E	2028E
色素/香辛料/营养及药用类产品	收入	33.12	34.78	38.26	41.32
	增速	5.9%	5.0%	10.0%	8.0%
	毛利率	15.4%	15.5%	16.0%	17.0%
棉籽类产品	收入	29.42	30.24	31.00	31.62
	增速	-15.3%	2.8%	2.5%	2.0%
	毛利率	4.6%	4.0%	4.5%	5.0%
其他产品收入 (保健品 OEM 等)	收入	3.05	3.96	4.96	5.95
	增速	-22.0%	30.0%	25.0%	20.0%
	毛利率	19.6%	20.0%	20.0%	20.0%
合计	收入	65.59	68.99	74.21	78.88
	增速	-6.2%	5.2%	7.6%	6.3%
	毛利率	13.1%	10.7%	11.5%	12.4%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)					现金流量表 (亿元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	65.59	68.99	74.21	78.88	净利润	3.75	4.48	5.49	6.32
营业成本	57.00	61.59	65.70	69.09	折旧与摊销	1.84	2.04	2.04	2.04
营业税金及附加	0.24	0.21	0.22	0.24	财务费用	0.58	0.63	0.66	0.64
销售费用	0.60	0.48	0.45	0.55	资产减值损失	-0.39	0.00	0.00	0.00
管理费用	1.71	0.82	0.74	0.95	经营营运资本变动	-9.65	0.14	-4.93	-3.84
财务费用	0.58	0.63	0.66	0.64	其他	6.01	-0.05	0.04	0.01
资产减值损失	-0.39	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	2.13	7.24	3.29	5.17
投资收益	0.46	0.00	0.00	0.00	资本支出	1.02	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.09	0.00	0.00	0.00	其他	-1.10	-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	-0.08	-0.13	-0.15	-0.15
营业利润	4.36	5.25	6.44	7.42	短期借款	18.08	9.23	-0.04	-1.91
其他非经营损益	0.02	0.02	0.02	0.02	长期借款	-10.18	0.00	0.00	0.00
利润总额	4.38	5.28	6.46	7.44	股权融资	-0.02	0.00	0.00	0.00
所得税	0.63	0.79	0.97	1.12	支付股利	-1.45	-0.74	-0.90	-1.10
净利润	3.75	4.48	5.49	6.32	其他	-5.73	-9.49	-0.64	-0.61
少数股东损益	0.06	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	0.69	-1.00	-1.58	-3.62
归属母公司股东净利润	3.69	4.48	5.49	6.32	现金流量净额	2.70	6.11	1.57	1.40
资产负债表 (亿元)					财务分析指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	14.59	20.70	22.26	23.66	成长能力				
应收和预付款项	7.98	7.55	8.25	8.82	销售收入增长率	-6.22%	5.18%	7.57%	6.30%
存货	42.29	40.58	44.49	47.14	营业利润增长率	311.52%	20.37%	22.60%	15.24%
其他流动资产	9.46	8.29	8.89	9.72	净利润增长率	380.87%	19.62%	22.41%	15.21%
长期股权投资	0.67	0.67	0.67	0.67	EBITDA 增长率	96.36%	16.86%	15.33%	10.53%
投资性房地产	0.24	0.24	0.24	0.24	获利能力				
固定资产和在建工程	15.25	13.33	11.41	9.50	毛利率	13.10%	10.72%	11.46%	12.42%
无形资产和开发支出	3.24	3.12	3.00	2.88	三费率	4.40%	2.80%	2.49%	2.71%
其他非流动资产	1.34	1.47	1.61	1.76	净利率	5.72%	6.50%	7.40%	8.02%
资产总计	95.04	95.95	100.82	104.39	ROE	10.90%	11.54%	12.63%	12.99%
短期借款	41.11	50.34	50.30	48.39	ROA	3.94%	4.67%	5.44%	6.06%
应付和预收款项	2.02	2.32	2.46	2.57	ROIC	4.99%	5.72%	6.78%	7.38%
长期借款	0.50	0.50	0.50	0.50	EBITDA/销售收入	10.33%	11.48%	12.31%	12.80%
其他负债	17.02	3.93	4.11	4.25	营运能力				
负债合计	60.65	57.09	57.37	55.71	总资产周转率	0.71	0.72	0.75	0.77
股本	4.83	4.83	4.83	4.83	固定资产周转率	4.38	5.09	6.38	8.12
资本公积	5.80	5.80	5.80	5.80	应收账款周转率	13.77	13.93	14.52	14.32
留存收益	23.94	27.69	32.28	37.50	存货周转率	1.40	1.48	1.53	1.50
归属母公司股东权益	33.89	38.36	42.95	48.18	销售商品提供劳务收到现金营业收入	113.63%	—	—	—
少数股东权益	0.50	0.50	0.50	0.50	资本结构				
股东权益合计	34.39	38.86	43.45	48.68	资产负债率	63.82%	59.50%	56.90%	53.37%
负债和股东权益合计	95.04	95.95	100.82	104.39	带息债务/总负债	68.61%	89.06%	88.55%	87.76%
					流动比率	1.29	1.42	1.54	1.69
					速动比率	0.55	0.67	0.72	0.80
					股利支付率	39.29%	16.45%	16.34%	17.36%
业绩和估值指标									
	2025A	2026E	2027E	2028E	每股指标				
EBITDA	6.78	7.92	9.14	10.10	每股收益	0.76	0.93	1.14	1.31
PE	15.47	12.72	10.39	9.02	每股净资产	7.12	8.04	8.99	10.08
PB	1.66	1.47	1.31	1.17	每股经营现金	0.44	1.50	0.68	1.07
PS	0.87	0.83	0.77	0.72	每股股利	0.30	0.15	0.19	0.23
EV/EBITDA	13.44	10.67	9.06	7.85					
股息率	2.54%	1.29%	1.57%	1.92%					

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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

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	手机	邮箱
上海	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	ors@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管兼销售岗	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	高欣	广深销售主管兼销售岗	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzs@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
