

晨光生物 (300138.SZ)

拨云见日韧性依然，把握核心坚定看好

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	4,874	6,296	7,681	9,217	10,968
增长率 yoy (%)	24.6	29.2	22.0	20.0	19.0
归母净利润 (百万元)	352	434	544	690	873
增长率 yoy (%)	31.3	23.5	25.4	26.7	26.6
ROE (%)	12.6	13.6	14.4	15.6	16.6
EPS 最新摊薄 (元)	0.66	0.81	1.02	1.29	1.64
P/E (倍)	26.8	21.7	17.3	13.6	10.8
P/B (倍)	3.4	3.0	2.5	2.2	1.8

资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 3 月 27 日收盘价

事件: 1、3 月 27 日, 晨光生物发布《2022 年年度报告》, 公司全年实现营收 62.96 亿元, 同比增长 29.18%; 实现归母净利润 4.34 亿元, 同比增长 23.48%; 实现扣非归母净利润 3.72 亿元, 同比增长 30.68%; 基本 EPS 为 0.8147 元/股, 同比提高 22.49%; 加权平均净资产收益率为 14.60%, 同比提高 1.02 pct.

2、公司同步发布《2023 年第一季度业绩预告》, 公司 Q1 预计实现归母净利润 1.29-1.40 亿元, 同比增长 20.18%-30.47%; 预计实现扣非归母净利润 1.18-1.29 亿元, 同比增长 22.86%-34.36%.

主力产品韧性凸显, 压舱石作用再次通过考验。22 年公司强化技术、生产和管理优势, 产品竞争力持续提升, 主力品种**辣椒红**实现销量 8527 吨 (报表口径), 领先优势进一步扩大; **辣椒精**产品抢抓时机快速收购高性价比的印度花皮辣椒, 竞争优势显著提升; **叶黄素**产品稳中求进, 销量继续保持行业领先。研发人员协同业务人员深入市场一线, 锤炼解决方案综合提供能力, 提升了服务质量和产业价值, 行业口碑和用户粘性得到正反馈。三大主力品种份额稳居行业领先, **据我们测算, 22 年公司三大主力品种整体体量延续了约 15% 的稳健增长, 在面临去年宏观环境的巨大压力和需求萎缩的严峻挑战下, 符合预期即超预期, 公司稳健务实的作风和预期韧性再度得到强化。**

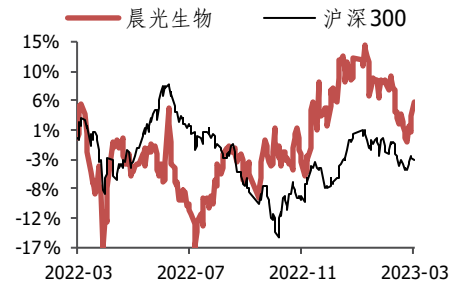
梯队产品可圈可点, 多品类均有放量潜力。甜菊糖产品在优化工艺、精细化管理的基础上, 与国内外多个大客户建立稳定的合作关系, 全年销售收入 2.06 亿元, 行业影响力大幅提升; **香辛料**产品整体业务稳扎稳打, 应用型产品陆续与国内高端客户达成合作; **番茄红素**产品紧密围绕客户需求, 拓宽应用范围, 销量 26 吨 (折标后) 创历史新高; **迷迭香提取物**销售收入 1196 万元, 同比增长 80% 以上; **水飞蓟素**销售收入 3600 多万元, 同比实现翻番。梯队产品均为发展较早期但具备较大的潜在空间的品种, 当下单体规模较小且弹性和不确定性同时存在, 公司通过不断增加品类布局, 在享受较高增速的同时, 整体增长的确定性亦有所提高, 目前正拟发展的植提品种之一是大蒜提取物 (或大蒜素)。公司梯队产品的发展空间一方面来自产品渗透率的自然增长, 另一方面来自公司发挥大规模生产成本优势带来的占有率提升, 逐步实现“十个左右世界第一或前列产品”的阶段目标。

买入 (维持评级)

股票信息

行业	食品饮料
2023 年 3 月 27 日收盘价 (元)	17.66
总市值 (百万元)	9,408.79
流通市值 (百万元)	7,543.01
总股本 (百万股)	532.77
流通股本 (百万股)	427.12
近 3 月日均成交额 (百万元)	63.32

股价走势



作者

分析师 刘鹏

执业证书编号: S1070520030002

邮箱: liupeng@cgws.com

联系人 卢潇航

执业证书编号: S1070121100003

邮箱: luxiaohang@cgws.com

相关研究

- 《资源综合利用打开想象空间—晨光生物 (300138) 公司动态点评》2022-12-02
- 《三季度增速再起, 全年业绩兑现无虞, 新年度部署有序推进—晨光生物 (300138) 公司动态点评》2022-10-28
- 《定力能力持续兑现, Q2 再交亮眼答卷—晨光生物 (300138) 公司动态点评》2022-09-01

继续加强原料基地建设，持续开展育种科研工作，原料端优化空间更大。22年，公司在新疆、云南原料种植面积基本稳定；印度原料种植面积同比增长20%；赞比亚原料种植面积快速发展，锡纳宗圭农场辣椒喜获丰收，奇邦博农场万亩菊花竞相绽放。23年，赞比亚种植基地将继续快速推进，同时东南亚种植基地也将积极开发；万寿菊育种是公司的重点科研项目，争取尽早在高含量、高产量、高抗性的优良品种培育上实现突破。

保健食品业务持续高增，逐步提升配方开发及产品创新能力，为向下游延申的“第三步”中长期目标积极布局。保健食品业务连续数年保持接近翻倍增长的势头，22年不断拓展市场，实现销售收入8315万元，同比增长80%；软胶囊制剂、固体制剂解决了多项技术难题，制剂水平进一步提升。公司坚持要每年开发2-3款配方合理、功效明显的精品，逐渐实现入市一批、在研一批、谋划一批的产品开发目标，为公司大健康产业的产品布局提供支撑。

四季度降速主要受非经常性损益科目影响，扣非利润韧性依然。一季度开门红落地，全年25%+增长确定性较强。单四季度，公司营收同比减少10.1%，归母净利润同比增加5.8%，扣非归母净利润同比增长27.2%。四季度非经常性损益科目对业绩呈现造成了较大影响，从扣非角度看，22年四个季度的增速分别为36.6%、27.4%、31.8%和27.2%，Q4扰动影响有限，整体依然呈现出非常高的经营韧性。23年一季度预计的归母净利润和扣非归母净利润增速中值分别为25.3%和28.6%。防疫政策放开下的两个季度是一场压力测试，公司交出亮眼答卷。

2023年展望：

主力产品由于市场较为成熟且公司市占率保持行业领先，其稳健增长已经过多年验证，新一季原料采收工作已经完成，预计今年仍将延续较高确定性，其中：**辣椒红**保持价稳量升；**辣椒精**原料采购自印度，当季价格仍然维持高位，高价格已经持续两年，对下游需求起到了一定抑制作用，优化空间大，公司或将发挥跨国布局优势尝试替代方案；**叶黄素**国内原料价格有所上涨，价格略走低，但公司有海外原料布局，占比提升有望平抑成本上涨。

梯队产品受益今年宏观环境边际复苏，预期可以更偏乐观，其中**甜菊糖**产品和**香辛料提取物**值得期待：**甜菊糖**产品受益于近年来代糖赛道维持较高景气，同时天然代糖由于本身广泛存在于自然界，更符合健康、安全的消费升级方向而受到欢迎。行业格局经过18-19年的洗牌重塑后走向健康，利润空间得到修复，公司坚持工艺技术升级和设备改造，生产优势逐步显现并持续加强，产品得率大幅提升，22年投入1500多万元改造升级甜菊糖生产线，生产成本大幅降低。通过技术改进，公司在甜叶菊中还能同步提取出新成分绿原酸，起到进一步分摊成本、创造利润的作用。行业内比较，公司体量仍有较大上升空间，23年在优化生产工艺、提升产品竞争力的基础上，要不断增加终端优质客户占比，争取进入第一方阵；**香辛料提取物**作为重要的风味来源和食品安全、标准化的解决方案，在复合调味品、餐饮行业的渗透率有巨大的提升空间，在今年消费场景恢复、消费复苏的大环境下有望直接受益。香辛料提取物是公司非常重视的产品，过去两年餐饮行业受到疫情持续影响，公司以量换价抢抓市场开拓，客户数量显著增长，21年公司大力扩张产能，贵阳晨光首创5000L*3超临界生产线投入使用，生产优势进一步提升。目前香辛料提取物价格仍然处于低位，随着消费复苏趋势建立，价格回升有望释放较强业绩弹性。

中药集采孕育变局，第一棒已经出发。年报披露，公司中成药业务扎实做好单方大品种，9月份取得药品注册批准的益母草颗粒，已成功进入集采。中药集采一直是公司重点关注的行业级机会，中药行业正在快速崛起，作为植物提取行业龙头，公司在生产端积累的技术优势也能应用到中药产品的生产。然而传统渠道的中药销售介于保健品和药品之间，需要品牌和终端推荐，对于晨光这样目前以**to B**业务为主的企业，缺乏消费品牌和渠道经营优势。中药集采给公司提供了切入中药行业的机会，由于集采更关注产品的品质保障和性价比，公司的生产端优势将得以施展空间，其结果管理而非过程管理的生产管理方式也将倒逼中药行业更加重视产品品质，为行业注入变革。

理解公司的关键在于把握行业的隐形壁垒及公司核心竞争力，当前主要来自先发优势建立的多品类规模经营，以及长期坚持技术研发和工艺改进积累的成本优势，正在着重打造上游原料端的长期成本优势。植提行业整体规模巨大，但品种众多，单个品种市场规模有限；植提行业企业数量众多，但多数企业规模较小品种较少，技术及管理水平较低。经过**20**余年的发展，晨光生物三大主力品种位居世界第一或前列，且已形成了十余个主要品种的规模化生产，位居全球植物提取行业第一梯队。多品类规模化生产使公司能够规避个别产品的市场波动风险，提高业绩稳定性；规模经营有利于体现规模效应，降低生产成本。

基于多年生产经营经验和规模优势，公司形成了一套具有“晨光”特色的成本控制体系，公司日益增长的体量支撑起技术研发和工艺改进的持续大规模投入，凭着多年来的技术研发和技术创新积累，公司共荣获国家、省部及市级科技相关奖励**78**项，其中包括两项国家科技进步二等奖。**公司的技术工艺形成的成本优势主要来自四个方面：1) 原理上：**植物提取原理大体相通，技术路径有限，但公司长期对底层原理的深入钻研使其拥有更深刻的理解；**2) 设备上：**公司拥有专用定制化核心植提设备的设计、制造及安装能力，相较行业中广泛使用的通用设备，公司自主研发的专业设备可以更好地匹配生产工艺；**3) 药品上：**不同的原料品种适用不同的提取溶剂，需要大量实验积累，公司拥有深厚沉淀，溶剂多为复合；**4) 工艺上：**针对不同的原料和溶剂，需适配不同的工艺流程，对时间、温度、用料的精准控制可以实现精细化管理，提高生产效率。综合来看，**工艺>药品>设备>原理**。工艺技术的长期沉淀让公司具备了领先同行的成本优势，同时还具备一定的泛用性，使得公司在发展一个新的品种时并不需要从零开始，大大缩短研发周期，形成正循环。

工艺研发外，公司还在通过产品功效研究和资源综合利用的方式践行“吃干榨净”的理念，研究并提取植物中主成分以外的有用成分，分摊成本，实现多种类提取物综合利用。**22**年，公司开创性地推动了来源于万寿菊生产叶黄素中同步提取的副产物——槲皮万寿菊素的工业化提取和利用，并获批饲料添加剂新成分，标志公司的功效研究能力获得权威认可。

随着公司在工艺技术上的研究成果不断增厚，在产品得率逐渐接近极限的情况下，向上游延伸布局的原料端拥有更大的优化空间，也是打造未来十年维度长期竞争优势的前瞻战略。由于植提产品**90%**以上成本来自原辅材料，原料供应的量价稳定十分重要，公司不仅在主力产品原料上拥有一定的定价权，还具备行业内罕见的原料跨国布局能力，能在保证供给安全和成本领先的基础上，通过产地转移应对国内日益上涨的种植成本。此外，公司积极开展育种科研工作，通过增加农产品有效成分含量的路径降低单位价格。

因此，植物提取行业虽然进入门槛不高，但实际具有较高的隐形门槛。晨光

生物长期建立起来的综合成本优势难以动摇，对于其他企业而言，不具备成本优势意味着难以发展甚至难以盈利，长期以往可能让出份额退出市场，晨光生物的龙头地位和市场份额将在这个过程中将强者恒强。

公司风格稳健务实，相信业绩能够长期兑现；弹性空间充足，对超预期保持期待，坚定看好。2019-2022年，公司持续兑现稳健高增长业绩，三年营收/归母净利润 CAGR 分别为 24.5%和 30.9%；截至三季度公司连续保持了 12 个季度净利润 20%+增长，四季度降速主要系非经常性损益影响。虽然公司产品线较多、销售范围广且客户集中度低，为日常跟踪带来一定难度，但公司龙头地位稳固、核心优势明显、行业隐形壁垒高，我们认为理解公司的关键在于把握行业的隐形壁垒及公司核心竞争力，相信公司有能力和长期兑现稳健业绩。事实上，公司业务在稳健之余，仍不乏弹性空间，如甜菊糖产品放量、香辛料提取物价格回暖、赞比亚持续扩产原料替代、中药集采需求驱动、工业大麻广泛应用等，我们对公司超预期增长保持期待，坚定看好。

投资建议：公司是植物提取物领域龙头企业，既有优势品种盈利水平较稳定，规模化品种抢占市场份额保持较高增速，储备品种前景好，“三步走”战略稳步推进。公司技术领先行业，成本优势显著。赞比亚种植园持续建设将进一步降低成本，复配业务持续培育潜力大。公司持续维持稳健、高速增长趋势，且未来发展后劲充足，预计公司 2023-2025 年 EPS 为 1.02、1.29、1.64 元，对应 PE 分别为 17.3X、13.6X、10.8X。行业体量稳定扩容，景气度高，公司近年来利润增速稳定高于营收，盈利能力持续增强，业绩兼具确定性、成长性和延续性，**维持“买入”评级。**

风险提示：原材料价格大幅波动、下游需求不及预期、产品出口受阻、原材料采购和加工的季节性。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	3977	4927	5264	5658	6504
现金	733	1147	1179	1282	1690
应收票据及应收账款	399	311	513	591	895
其他应收款	13	78	32	52	58
预付账款	189	486	323	599	620
存货	2229	2033	2345	2264	2370
其他流动资产	415	872	872	871	870
非流动资产	1978	1997	2207	2444	2568
长期投资	112	42	49	77	107
固定资产	1261	1351	1503	1657	1690
无形资产	269	315	343	377	414
其他非流动资产	337	289	313	333	356
资产总计	5955	6924	7471	8102	9071
流动负债	2682	2757	2854	2913	3159
短期借款	1839	2043	2043	2062	2287
应付票据及应付账款	36	56	0	0	0
其他流动负债	807	658	811	851	873
非流动负债	490	952	847	740	587
长期借款	303	770	664	557	405
其他非流动负债	187	182	182	182	182
负债合计	3172	3710	3701	3653	3747
少数股东权益	-2	49	46	44	43
股本	533	533	533	533	533
资本公积	1025	1022	1022	1022	1022
留存收益	1294	1662	2132	2730	3502
归属母公司股东权益	2785	3165	3724	4404	5281
负债和股东权益	5955	6924	7471	8102	9071

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	64	735	349	596	629
净利润	351	436	541	688	872
折旧摊销	131	145	147	176	202
财务费用	51	23	22	-2	-38
投资损失	-30	-38	-25	-28	-27
营运资金变动	-465	89	-354	-270	-430
其他经营现金流	27	80	19	33	51
投资活动现金流	-265	-696	-332	-384	-298
资本支出	281	176	350	384	295
长期投资	0	-541	-7	-28	-30
其他投资现金流	16	21	25	28	27
筹资活动现金流	541	39	16	-127	-147
短期借款	801	205	0	19	225
长期借款	-728	467	-106	-107	-152
普通股增加	12	0	0	0	0
资本公积增加	272	-4	0	0	0
其他筹资现金流	184	-629	121	-39	-219
现金净增加额	336	73	32	85	183

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4874	6296	7681	9217	10968
营业成本	4155	5418	6567	7835	9268
营业税金及附加	14	17	23	28	33
销售费用	55	59	92	111	143
管理费用	157	193	246	295	362
研发费用	95	129	154	194	219
财务费用	51	23	22	-2	-38
资产和信用减值损失	-24	-32	-18	-32	-49
其他收益	30	27	25	29	28
公允价值变动收益	1	-5	-1	-1	-2
投资净收益	30	38	25	28	27
资产处置收益	0	1	0	0	1
营业利润	385	487	609	782	986
营业外收入	20	18	16	17	18
营业外支出	7	3	7	8	6
利润总额	398	502	618	791	998
所得税	47	66	77	104	126
净利润	351	436	541	688	872
少数股东损益	-1	2	-3	-2	-1
归属母公司净利润	352	434	544	690	873
EBITDA	638	787	878	1076	1304
EPS (元/股)	0.66	0.81	1.02	1.29	1.64

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入 (%)	24.6	29.2	22.0	20.0	19.0
营业利润 (%)	23.7	26.5	25.0	28.4	26.1
归属母公司净利润 (%)	31.3	23.5	25.4	26.7	26.6
获利能力					
毛利率 (%)	14.8	13.9	14.5	15.0	15.5
净利率 (%)	7.2	6.9	7.0	7.5	7.9
ROE (%)	12.6	13.6	14.4	15.6	16.6
ROIC (%)	8.3	9.1	9.5	10.7	11.7
偿债能力					
资产负债率 (%)	53.3	53.6	49.5	45.1	41.3
净负债比率 (%)	67.5	57.6	49.4	38.1	25.8
流动比率	1.5	1.8	1.8	1.9	2.1
速动比率	0.4	0.6	0.6	0.7	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.9	1.0	1.1	1.2	1.3
应收账款周转率	14.2	18.1	19.0	17.0	15.0
应付账款周转率	119.8	117.7	234.7	0.0	0.0
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.66	0.81	1.02	1.29	1.64
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.12	1.38	0.66	1.12	1.18
每股净资产 (最新摊薄)	5.23	5.94	6.96	8.19	9.75
估值比率					
P/E	26.8	21.7	17.3	13.6	10.8
P/B	3.4	3.0	2.5	2.2	1.8
EV/EBITDA	17.7	14.3	12.9	10.3	8.3

资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 3 月 27 日收盘价

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
 邮编：518033
 传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
 邮编：200126
 传真：021-31829681
 网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
 邮编：100044
 传真：86-10-88366686