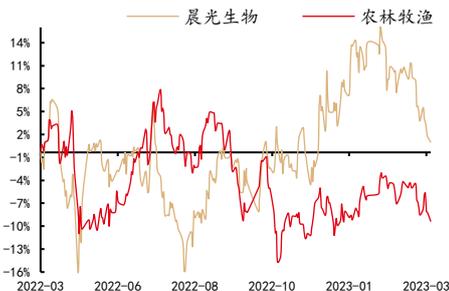


股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	17.03
总股本/流通股本(亿股)	5.33 / 4.27
总市值/流通市值(亿元)	91 / 73
52周内最高/最低价	19.09 / 13.85
资产负债率(%)	53.3%
市盈率	25.00
第一大股东	卢庆国
持股比例(%)	18.4%

研究所

分析师: 王琦  
SAC 登记编号: S1340522100001  
Email: wangqi2022@cnpsec.com

晨光生物(300138)

品类扩张扩展企业边界，全球布局提升价值链

● 植物提取行业龙头，业绩多年连续增长

晨光生物深耕植物提取行业二十余年，辣椒红素、辣椒精、叶黄素三大主力产品全球市占率第一。2016年至2022年，公司营收和利润年均复合增速为19.7%、29.6%，持续多年稳健增长。

● 行业：小品类大空间，发展前景广阔

在健康消费理念带动下，植物提取行业发展向好。根据 Markets and Markets 预测，2022年全球植物提取物市场规模为344亿美元，2028年将达到656亿美元，2019-2025年复合增速为11.7%。

工业化植物提取物有300多种，但单个品种的市场规模约在千万至几十亿元范围。行业内企业亦以细分领域龙头为主，全行业性的优势企业尚未形成。当前行业竞争主要在两方面：一是横向拓展品类；二是形成规模优势、降低原材料成本。

● 公司：品类扩张拓展边界，产业链延伸稳固成本优势

“三步走”战略稳步推进。第一梯队产品优势突出，众多潜力品种构建第二成长曲线，规模效应已形成。1) 辣椒红素、辣椒精和叶黄素三个主力品种全球市占率第一，分别约为65%、40%和30%，拥有一定话语权；2) 众多潜力品种崭露头角。已有甜菊糖、花椒提取物、番茄红素、姜黄素、水飞蓟、胡椒等近十个单品收入在千万级别以上，是公司未来成长的主力。3) 保健品、中药提取等大健康产业已开启前期布局，是公司中长期拓展目标。

技术领先与全球布局，从源头掌控成本优势。1) 公司技术实力雄厚且有自己的设备公司，主力产品综合成本比同行低5%-10%。2) 全球布局寻找优质原材料。从河北、新疆、云南、贵州到海外的印度、赞比亚，公司均建立了产业基地，形成了15万吨辣椒、20多万吨万寿菊、76万吨棉籽的加工能力。当前印度子公司已运营成熟；在赞比亚储备了12万亩土地、处于快速发展期，公司成本又将进一步降低。

● 看好公司发展前景，首次覆盖，给予“买入”评级

公司是植物提取行业龙头，三大主力产品稳健增长，多个二梯队产品蓄势待发，公司成长性优异；同时技术、原材料成本等优势突出，铸造宽广护城河。我们预计公司2022-2024年的EPS分别为0.82元、1.02元和1.28元。公司持续稳健成长，看好公司表现，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示：原材料供应量及价格波动风险，需求低迷风险。

■ 盈利预测和财务指标 (股价时间为: 2023 年 3 月 21 日收盘价)

项目\年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	4874	6294	7213	8455
增长率(%)	24.55%	29.14%	14.61%	17.22%
EBITDA (百万元)	543	682	826	1012
归属母公司净利润 (百万元)	352	436	541	684
增长率(%)	31.29%	23.94%	24.14%	26.45%
EPS (元/股)	0.66	0.82	1.02	1.28
市盈率 (P/E)	25.81	20.83	16.78	13.27
市净率 (P/B)	3.26	2.88	2.46	2.07
EV/EBITDA	19.56	16.15	13.53	10.86

资料来源: 公司公告, 中邮证券研究所

## 目录

1 植物提取行业绝对龙头，业绩多年持续增长 .....	6
1.1 深耕植物提取领域，管理层经验丰富 .....	6
1.2 业绩多年持续增长，植提业务贡献主要利润 .....	7
2 小品类大行业，发展前景广阔 .....	8
2.1 植物提取行业产业链情况 .....	8
2.2 消费需求向好，应用场景丰富 .....	10
2.3 大行业小品类，品类扩张是必然趋势 .....	13
3 从单一龙头到多品种龙头，植物提取平台化企业初具规模 .....	14
3.1 三大主力产品位列世界前列，保障业绩持续稳步增长 .....	15
3.2 扩大企业横向边界，众多潜力品种崭露头角 .....	17
3.3 布局大健康，着眼中长期发展 .....	18
4 成本优势突出，构建宽阔护城河 .....	19
4.1 技术实力雄厚，成本优势突出 .....	19
4.2 从走出家门到走出国门，从源头掌控成本优势 .....	21
5 棉籽加工业务：波动减小，产能持续扩张 .....	23
6 盈利预测及投资建议 .....	24
6.1 盈利预测 .....	24
6.2 投资建议 .....	25
7 风险提示 .....	25

## 图表目录

图表 1: 晨光生物发展历程.....	6
图表 2: 晨光生物主要高管介绍.....	6
图表 3: 公司营业收入及增速.....	7
图表 4: 公司归母净利润及增速.....	7
图表 5: 公司营业收入构成(单位:亿元).....	8
图表 6: 公司毛利构成(单位:亿元).....	8
图表 7: 公司植提类业务营业收入及增速.....	8
图表 8: 公司植提类业务毛利率.....	8
图表 9: 植物提取物主要种类和作用.....	9
图表 10: 植物提取行业产业链情况.....	9
图表 11: 2020 年植物提取行业下游应用领域占比.....	10
图表 12: 植物提取物主要应用场景及发展趋势.....	10
图表 13: 全球植物提取行业市场规模及预测.....	11
图表 14: 中国植物提取行业市场规模及预测.....	12
图表 15: 中国植物提取物出口金额及增速.....	12
图表 16: 2020 年中国植物提取物主要出口国份额占比.....	13
图表 17: 当前部分植物提取物全球市场规模.....	13
图表 18: 植物提取物出口量排名.....	14
图表 19: 晨光生物主要产品及用途.....	14
图表 20: 晨光生物“三步走”战略.....	15
图表 21: 晨光生物三大梯队代表性产品.....	15
图表 22: 晨光生物辣椒红色素销量及增速.....	16
图表 23: 晨光生物辣椒精销量.....	16
图表 24: 晨光生物叶黄素销量.....	17
图表 25: 晨光生物部分二梯队产品 2022 年收入情况.....	17
图表 26: 晨光生物甜菊糖收入情况.....	18
图表 27: 晨光生物保健食品业务收入情况.....	19
图表 28: 晨光生物植物提取业务毛利率整体趋势.....	20
图表 29: 晨光生物研发投入及占营业收入情况.....	20
图表 30: 晨光生物本科及以上学历员工人数及占比.....	20
图表 31: 晨光生物研发建设情况(截止至 2022 年上半年).....	21
图表 32: 晨光生物分支机构分布.....	22
图表 33: 晨光生物在全球各地域主要种植或采购的原材料种类情况.....	22
图表 34: 晨光生物赞比亚基地的种植情况.....	23
图表 35: 晨光生物棉籽类业务收入及增速.....	23

---

图表 36: 晨光生物棉籽加工产能.....	23
图表 37: 晨光生物棉籽类产品业务毛利率.....	24
图表 38: 晨光生物主要业务收入、毛利拆分及预测.....	25

## 1 植物提取行业绝对龙头，业绩多年连续增长

### 1.1 深耕植物提取领域，管理层经验丰富

晨光生物成立于2000年，2010年在深交所上市交易。公司一直从事天然植物有效成分提取业务，主要系列产品有：天然色素、香辛料提取物和精油、营养及药用提取物、天然甜味剂、保健食品、油脂和蛋白等，产品广泛应用于食品、化妆品、烘焙、饮料、保健品及饲料行业。公司是国内植物提取行业领军企业，在全球植物提取行业位居第一梯队。

图表1：晨光生物发展历程



资料来源：公司公告，中邮证券研究所整理

管理层行业经验丰富、稳健务实。公司拥有一支经验丰富的管理、营销及研发队伍，主要管理人员及业务骨干均从事植物提取行业多年。公司董事长卢庆国从业二十多年，拥有丰富的行业经验管理经验和深厚的行业资源，截至2022年12月，直接持有公司18.43%的股权。

图表2：晨光生物主要高管介绍

高管	职位及职责	入职时间	生平简介
卢庆国	董事长，总经理，法定代表人，非独立董事	2009年	国家认定企业技术中心主任、中国辣椒产业技术创新战略联盟理事长、中国食品添加剂产业技术创新战略联盟副理事长、河北省工商业联合会副主席。致力于植物有效成分的提取制备技术开发及产业化工作，作为项目负责人或第一完成人承担国家级科技项目5项，研究成果获国家科技进步奖二等奖1项、省部级科技奖16项、省部级以上管理创新奖5项；获国际领先成果5项，国际先进成果8项；获授权国家发明专利43项、授权美国发明专利3项；核心期刊发表论文5篇。
李凤飞	副总经理，负责对外合作业务	2009年	指导完成花椒、胡椒、叶黄素等产品开发、工艺创新及转化应用，获得包括1项国家科技进步奖在内省部级及以上科技奖励21项，主导或参与省部级及以上科技项目8项，获得授权发明及实用新型专利31项，参与起草制定国家标准6项。
连运河	副总经理，主持科技项目部、邯郸晨光工作，负责保健品中药业务	2009年	辣椒产业技术创新战略联盟秘书长。拥有授权发明专利82项；参与起草制定国家标准6项；承担或参与省部级及以上科技项目24项；主导完成国际先进以上科技成果19项；获得包括国家科技进步二等奖2项等省部级及以上科技奖励28项。

陈运霞	副总经理, 负责分块营销工作	2009年	2011年度河北省“三三三”人才工程第二层次人选, 全国专业(棉花加工)标准化技术委员会委员、中国粮油学会常务理事、河北省政府特殊津贴专家。先后获得包括1项国家科技进步奖、第十九届国家级企业管理现代化创新成果一等奖、轻工企业管理现代化创新成果一等奖在内的省部级及以上科技奖励11项, 拥有授权发明及实用新型专利28项, 参与起草制定国家标准2项。
-----	----------------	-------	---

资料来源: 公司公告, 中邮证券研究所整理

## 1.2 业绩多年持续增长, 植提业务贡献主要利润

公司业绩持续稳定增长。2016年至2022年, 公司营收从21.4亿增长至62.96亿, 年均复合增速为19.7%, 归母净利润从0.92亿增长至4.36亿, 年均复合增速为29.6%。从年度看, 除2018年外, 其余年份利润增速均在20%以上, 主要受益于植提业务产量的快速提升及新品的不断推出。

图表3: 公司营业收入及增速



资料来源: iFind, 中邮证券研究所

图表4: 公司归母净利润及增速



资料来源: iFind, 中邮证券研究所

植物提取行业贡献主要利润。公司主营业务主要分为两部分: 植物提取类、棉籽产品类。其中棉籽产品为初级农产品加工, 虽然收入体量较大, 但盈利能力较差。植物提取为公司利润的主要来源。2022年上半年公司植物提取类业务虽然仅贡献了42.6%的收入, 但贡献了74.1%的毛利。

图表5：公司营业收入构成（单位：亿元）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

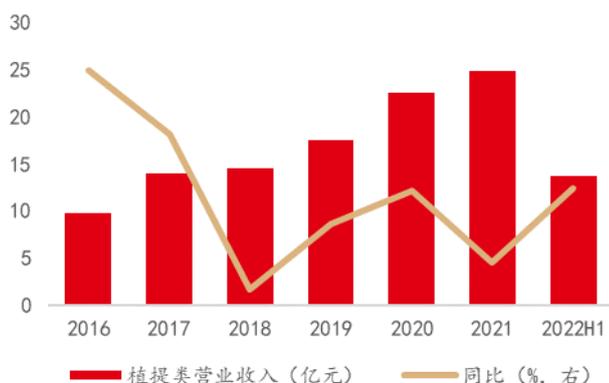
图表6：公司毛利构成（单位：亿元）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

植提类业务盈利相对稳定。植提类业务受上游农产品价格波动影响较大，但由于公司在主要产品领域占有明显优势，在行业内拥有一定话语权，公司采取了成本加成的定价模式，保障了利润的相对稳定。2016-2021年公司植提类业务收入复合增速为20.4%，2019年以来，毛利率在21%-25%区间波动。

图表7：公司植提类业务营业收入及增速



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表8：公司植提类业务毛利率



资料来源：iFind，中邮证券研究所

## 2 小品类大行业，发展前景广阔

### 2.1 植物提取行业产业链情况

植物提取物是以植物为原料，按照提取产品用途的需要，经过物理、化学提取、分离工序，定向获取和浓集植物中的某一种或多种有效成分且不改变其有效成分结构，最终所形成的产品。根据其特性及在市场上的应用，可以将植物提取物大体上分为六种：着色、调味、药用、保健、膳食补充剂以及饲料添加剂。

**图表9：植物提取物主要种类和作用**

种类	主要作用
天然色素	植物色素是植物呈现颜色的主要成分，我国可用的植物色素有几十种，如姜黄素、红花黄、萝卜红、甜菜红、高粱红、辣椒红等。天然植物色素应用广泛，涉及食品、纺织品、化妆品、医药、制革工业、印染等各个行业。
调味剂	植物提取物中所含的丰富成分可有效刺激感官，比如甜味剂和挥发性物质。天然甜味剂是目前广受欢迎的新型甜味剂，其不仅甜味突出，而且是蔗糖的理想替代品，健康效应显著，比如甜菊糖苷、罗汉果甜苷等。植物精油是浓缩的挥发性物质，其常用于香料的制备，也是植物提取物中广泛得到认可的产品。
医药原料	植物提取物中所包括的皂苷、生物碱、多酚、黄酮等成分被广泛研究表明具有多种生物活性，对其药理和保健功能的开发已成为植物提取物的主要趋势。
保健品	植物提取物中的成分包括甙、酸、多酚、多糖、萜类、黄酮、生物碱等，这些成分在研究中多被证实具有生物活性，如抗氧化、抑菌、抗炎、提高动物生产性能、抗病毒、增强免疫力等，对其保健功能的开发已成为植物提取物的主流应用趋势。
膳食补充剂	多种植物提取物的主要应用之一，随着人们对健康的越来越重视，多种天然植物食品添加剂已广泛应用于食品保健市场。
饲料添加剂	多类具有抗炎、抗氧化、抑菌等植物功能性成分也常作为替抗产品，以绿色饲料添加剂在畜禽生产上的应用得到大力发展。

资料来源：中邮证券研究所根据公开资料整理

植物提取行业产业链延伸至多个领域，上游主要包括自主研发植物提取成套设备及原材料种植，中游主要包括提取及深加工，下游为终端产品的销售，涵盖食品饮料、医药、化妆品等各个领域。

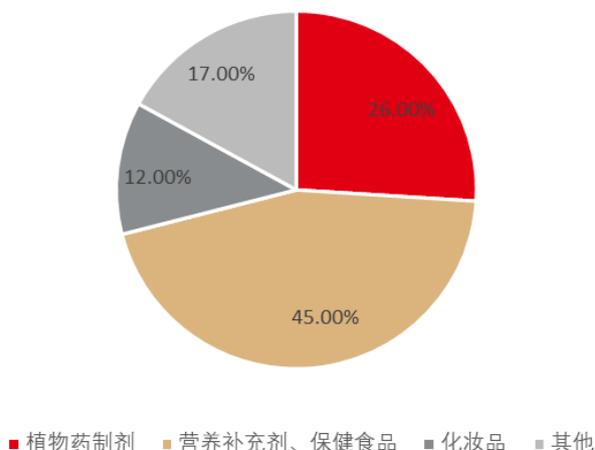
**图表10：植物提取行业产业链情况**


资料来源：智研咨询，中邮证券研究所

上游原材料价格对行业盈利影响重大。植物提取物上游主要为植物原材料和植物提取物生产检验设备，其中植物原材料领域直接影响植物提取物行业发展，上游成本结构中原材料成本占比超过 90%。植物原料呈现出一定的区域性、季节性和周期性特征，而行业对原材料的议价能力较差，当上游植物原材料出现短缺或价格波动较大时，植物提取物行业会受到极大影响。

下游应用范围广泛。植物提取物是重要的中间体产品，广泛应用于食品饮料、调味品、医药、保健品、营养补充剂、化妆品、饲料添加剂等行业。据前瞻产业研究院的数据显示，2020 年食品(包含食品、饮料、保健品等)已经成为全球植物提取物的最大需求市场，占比达到 45%，其次为植物药制剂，占比 26%；化妆品占比 12%。

图表11：2020 年植物提取行业下游应用领域占比



资料来源：前瞻产业研究院，中邮证券研究所

## 2.2 消费需求向好，应用场景丰富

人们追求天然、健康及安全的观念逐渐增强，植物提取物市场需求增长明显。由于人民生活水平明显提升、健康意识增强以及环保回归自然趋势的兴起，带动了植物提取产品市场需求的增长，同时受益于更先进的植物提取技术的应用极大地提高了生产效率，我国植物提取行业步入快速发展的黄金时期。

图表12：植物提取物主要应用场景及发展趋势

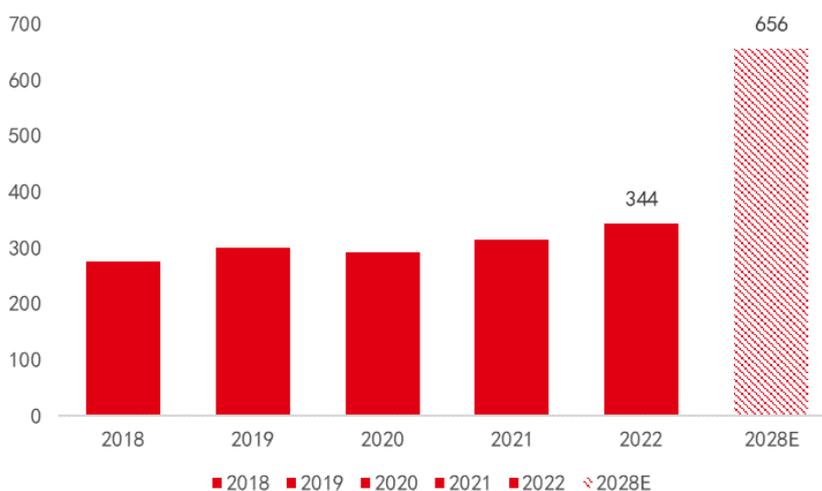
行业	行业趋势及影响
食品行业	食品工业的发展，需要更多品种的天然食品添加剂和营养配料来满足对食品质量和口感，乃至色、香、味及营养的新要求。
医药、保健品行业	具备功能性的医药、保健品备受青睐。以天然植物药为主的天然药物日渐被国际市场重视，而植物提取物是植物药制剂的重要原材料，需求会进一步扩大。
日用化妆品行业	因植物精油具有独特宜人的香气，对人体的生理机能具有调解和促进功能，含有多重活性成分而具有美容、护肤、护发、抗紫外线、抗衰老等功效，在香料、美容、护肤化妆品中广泛应用。

饲料行业	随着对饲料的规定越来越严格、规范，国内饲料行业的添加剂用量也在逐步增加，因此，天然饲料添加剂在国内外市场应用前景广阔。
农药行业	植物精油对害虫、细菌具有较高的生物活性，又不易产生抗药性，且对人、畜毒性小，不污染环境。因此，植物提取物可应用于高效、低毒、多功能杀虫剂。

资料来源：前瞻产业研究院，中邮证券研究所

全球植物提取市场规模稳定持续增长。根据 Markets and Markets 分析，2022 年，全球植物提取物市场达到 344 亿美元，预计 2028 年将达到 656 亿美元，2019-2025 年复合增长率为 11.7%。从 2018 年-2022 年的全球植物提取物发展平均增长率为 5.66% 左右。其中亚太地区将占据最大的市场份额，市场占比在 50% 以上。

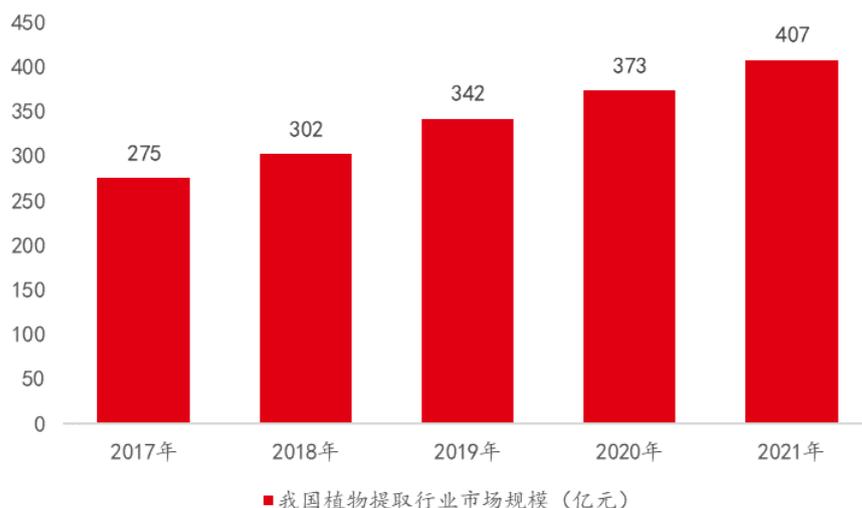
图表13：全球植物提取行业市场规模及预测



资料来源：markets and markets，中邮证券研究所

中国植物提取行业规模增速高于全球平均增速。我国植物提取行业起步于 20 世纪 70 年代部分中药厂在生产环节对植物成分的提取，近些年得到快速发展。尤其是 2016 年以来，随着健康饮食、绿色饮食观念的逐步兴起，服用膳食营养补剂等保健品的消费习惯开始在国内盛行，植物提取物越来越多被消费者所接受。

据前瞻产业研究院统计，中国植物提取行业市场规模由 2017 年的 275 亿元增至 2021 年 407 亿元，期间全国植物提取行业的市场规模增量达到 132 亿元。预计 2022 年全国植物提取行业市场规模将达到 440 亿元。从 2018-2022 年中国植物提取市场规模年均复合增速接近 10%，超过全球整体增速。

**图表14：中国植物提取行业市场规模及预测**


资料来源：中商产业研究院，中邮证券研究所

我国为全球主要的植物提取物出口国。20 世纪 90 年代末，因国际市场对营养保健品、膳食补充剂和天然植物药品等应用领域需求的增加，国内植物提取行业伴随着外贸出口的发展而应势兴起。目前，国内生产的 80%植物提取物用于对外出口。

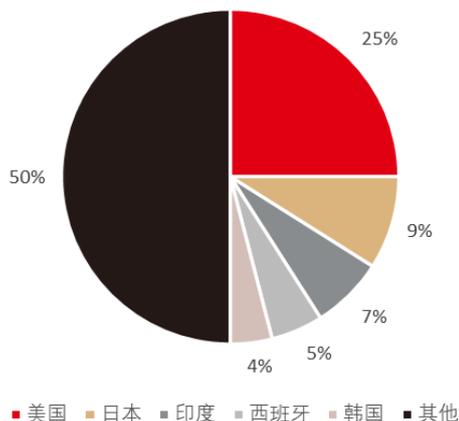
近年我国植物提取物出口额不断攀升。2010-2015 年处于行业出口增长高速发展期；2015 年-2018 年，出口增速有所放缓，但仍旧保持增长势头。2019 年-2020 年，受中美贸易摩擦影响，出口额增长缓慢。2021 年后，虽然受到疫情影响，但同时激发了消费者对天然来源的植物提取物的需求。2022 上半年植物提取物对外出口金额达到 17.65 亿美元，同比 2021 年上半年对外出口金额 13.78 亿美元增长 28%。

**图表15：中国植物提取物出口金额及增速**


资料来源：海关总署，中邮证券研究所

从出口地区来看，北美、亚洲和欧洲是全球植物提取物的主要消费市场。我国植物提取物出口市场较为分散，包括了 100 多个国家和地区。2020 年中国植物提取物出口额排名前十的国家和地区依次为美国、日本、印度、西班牙、韩国、墨西哥、法国、德国、中国香港、马来西亚，其中出口到美国和日本占比非常大，分别占到了 25% 和 9%。

**图表16：2020 年中国植物提取物主要出口国份额占比**

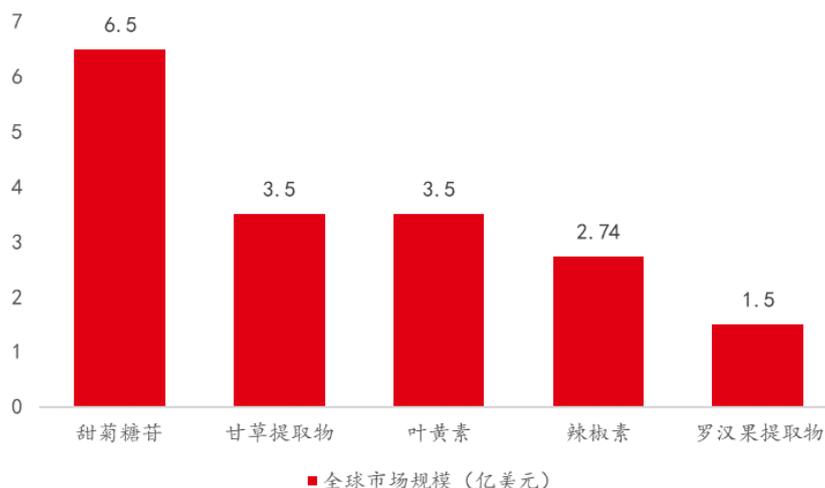


资料来源：华经产业研究院，中邮证券研究所

### 2.3 大行业小品类，品类扩张是必然趋势

**植物提取物种类繁多，单品占比多。**我国幅员辽阔，地质地貌多样，可以利用的植物资源丰富。目前进入工业提取的品种已达 300 多种，单个品种的市场规模约在千万至几十亿元范围。目前市场规模较大的品种主要有甜菊糖、甘草提取物、叶黄素等。

**图表17：当前部分植物提取物全球市场规模**



资料来源：莱茵生物公告，前瞻产业研究院，中邮证券研究所

主要出口品类相对稳定。从 2014 年-2020 年的出口前十品种可以看出，甜菊提取物一直稳居第一，但其占比也不足 10%，其他辣椒色素、桉叶油、薄荷醇、万寿菊提取物等也多次出现在前十。

**图表18：植物提取物出口量排名**

排名	2020	2019	2018	2017	2016
1	甜叶菊提取物	甜叶菊提取物	甜叶菊提取物	甜叶菊提取物	甜叶菊提取物
2	辣椒色素	薄荷醇	桉叶油	桉叶油	桉叶油
3	薄荷醇	桉叶油	薄荷醇	薄荷醇	薄荷醇
4	桉叶油	万寿菊提取物	甘草提取物	辣椒色素	甘草提取物
5	万寿菊提取物	辣椒色素	万寿菊提取物	万寿菊提取物	万寿菊提取物

资料来源：华经产业研究院，中邮证券研究所

企业数量众多，呈现出明显分层现象。我国植物提取行业企业中有 70% 主要从事出口业务。根据《中国植物提取产业白皮书》，2019 年中国植物提取物出口企业 2145 家，出口额 1000 万美元以上企业仅为 47 家，仅占总出口企业数量的 2%。出口额 100 万美元以上 1000 万美元以下的企业为 306 家，占总数的 14%。出口额 100 万美元以下的企业为 1792 家，占比 84%。

以细分领域龙头为主，全行业性的优势企业尚未形成。由于植物提取细分产品种类多、应用领域涉及范围广阔，行业内大部分企业仅提供几个或者十几个品类的初级产品。虽然部分细分领域出现龙头企业，但大多基于自身业务纵向布局，其植物提取业务的整体市占率并不高。根据智研咨询统计，2020 年，行业前三企业晨光生物、莱茵生物、欧康医药合计仅占全国植物提取行业市场份额的 8.16%。

### 3 从单一龙头到多品种龙头，植物提取平台化企业初具规模

公司专业从事植物提取行业 20 余年，从成立到现在公司的产品由单一辣椒提取物、增加到多种天然色素、再增加天然香辛料、再到目前的包括天然营养及药用提取物的综合提取物企业。目前公司已经形成了成熟的多品种发展模式，其中辣椒红、辣椒精、叶黄素等三大主力品种稳定发展、保障公司业绩稳步增长；第二梯队产品（香辛料提取物、甜菊糖、营养药用提取物等）快速增长，对公司的业绩增长起到良好的加速推动作用；同时公司保健品、中药提取物等潜力品种已崭露头角。

**图表19：晨光生物主要产品及用途**

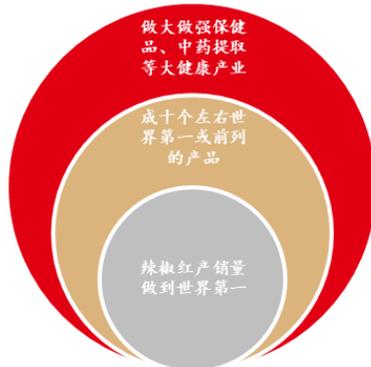
主要产品系列及名称		产品用途
天然色素	辣椒红色素	应用于食品（调味品、酱菜类、火锅底料、奶油制品、肉类制品、海产品、饼干等）、医药、化妆品、饲料等行业着色（或调色）。
	叶黄素	应用于食品、化妆品、饲料等行业调色。
香辛料提取物 和精油	辣椒油树脂（辣椒精）	应用于含辣味食品、调料的调味，以及餐馆、家庭烹饪的佐料。
	花椒提取物	应用于肉制品、休闲食品、方便食品、速冻食品、海鲜食品、餐饮等。
	叶黄素晶体	应用于保健品，是预防老年性黄斑变性有效的营养素。

营养及药用提取物	番茄红素	对心血管和前列腺有一定的保护作用，可防止 DNA 细胞破坏，抗辐射，改善皮肤健康。
	姜黄素	具有降血脂、抗菌消炎、延缓衰老、增强肝脏机能等作用。
	葡萄籽提取物	具有延缓衰老和增强免疫力的作用，应用于保健食品。
	迷迭香提取物	具有较强的抗氧化活性，在防止油脂氧化、保持肉类风味等方面具有明显效果。
	大麻二酚 (CBD)	应用于食品饮料、医药、化妆品和宠物用品等。
天然甜味剂	甜菊糖苷	是一种从菊科草本植物甜叶菊中精提的新型无热量天然甜味剂，广泛应用于食品、饮料、调味料。
保健食品	番茄红素软胶囊	活性成分为番茄红素，具有抗氧化的功效。
	叶黄素越橘胡萝卜素软胶囊	活性成分为原花青素、β 胡萝卜素及叶黄素，用于缓解视力疲劳。
	姜黄葛根胶囊	活性成分为姜黄素、葛根素，用于辅助护肝。
油脂和蛋白	核桃油	含有丰富的不饱和脂肪酸，应用于烹调食用。
	葡萄籽油	含有丰富的不饱和脂肪酸、花青素，用于烹调食用、化妆品、保健食品、药品。
	棉籽油	含有大量人体必需的脂肪酸，广泛用于烹调食用。
	棉籽蛋白	含有丰富的蛋白，广泛应用于畜禽和水产饲料领域。

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

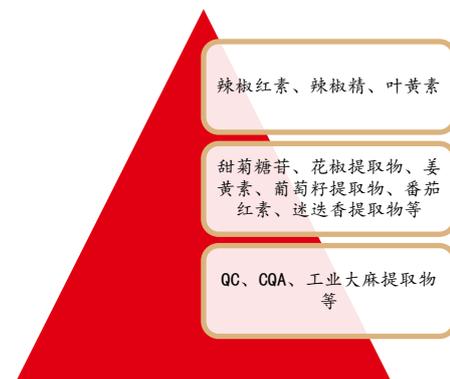
2017 年公司提出“三步走”的发展战略：第一步是辣椒红产销做到世界第一，公司实现上市，这一步已实现；第二步是做成十个左右世界第一或前列的产品，建设世界天然植物提取物产业基地。目前已储备了多个潜力品种，正在逐步实现中；第三步是向大健康 and 中药现代化领域拓展，这是公司的中长期目标，正在积极布局中。

图表20：晨光生物“三步走”战略



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表21：晨光生物三大梯队代表性产品



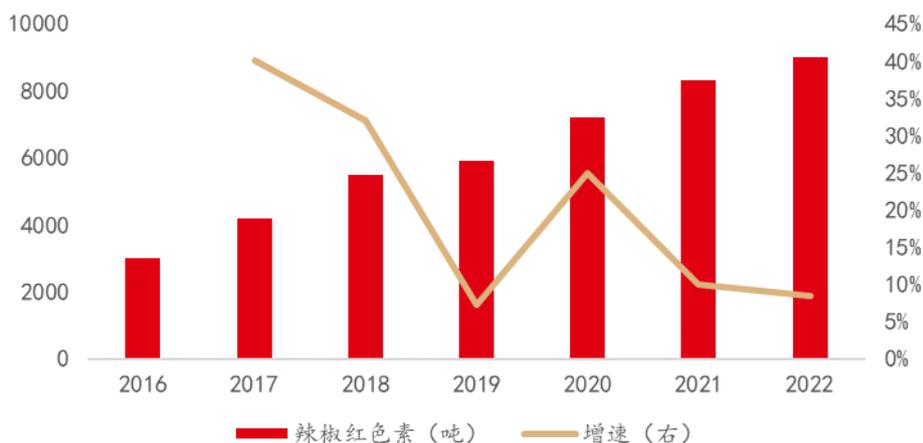
资料来源：公司公告，中邮证券研究所整理

### 3.1 三大主力产品位列世界前列，保障业绩持续稳步增长

公司自 2000 年成立至 2008 年将辣椒红打造成为第一个位居世界第一或前列的品种，历时八年。后续品种自开始重点布局至成为世界第一或前列，所需的时间逐渐缩短。2014 年辣椒精成为全球第一，2016 年叶黄素成为全球第一。三大主力品种由于业务规模大、市场影响力强且市占率仍在进一步提高，增速及盈利能力稳定，是公司业绩稳步增长的压舱石。

辣椒红色素：主导产品，多年保持绝对领先优势。2004 年公司通过自主研发和集成创新，规模化萃取辣椒红工艺技术改造取得重大突破，并建成了全球首条连续化、规模化的辣椒加工萃取生产线。2008 年公司辣椒红色素产量 800 吨，市占率约 30%；至 2022 年产量已提升至 9000 余吨，市占率达 65%以上，公司已连续十五年全球市占率第一，增速高于行业平均。辣椒红素市场每年自然增速约 10%左右，一方面公司产量将随着行业而自然增长，另一方面公司将继续致力于抢占全球 4/5 的市占率的目标。

图表22：晨光生物辣椒红色素销量及增速



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

辣椒精：2012 年晨光生物首次横跨辣素产业，并通过技术创新，实现了同时提取辣椒红色素和辣椒油树脂两种产品的工艺。截至 2021 年公司辣椒精销量达 1100 吨，市占率近 40%。当前公司在印度建有辣椒提取车间，能够就近将采购的印度辣椒加成半成品（红辣素），再运输到河北总部进行精加工成辣椒精产品。目前辣椒精在下游餐饮、食品加工等领域渗透率不足 1%，仍有广阔发展空间。

图表23：晨光生物辣椒精销量



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

叶黄素:销量持续保持领先。晨光生物在全球拥有二十万亩万寿菊种植基地,分布在新疆、云南、印度、赞比亚等地。从历史上看,公司叶黄素销量仅21年出现下滑(主因疫情影响,需求下降),其余年份均持续增长。公司叶黄素产品全球市占率约1/3,持续保持领先。当前饲料级叶黄素全球需求量相对稳定,而食品级则维持20%以上的较快增速。

图表24: 晨光生物叶黄素销量

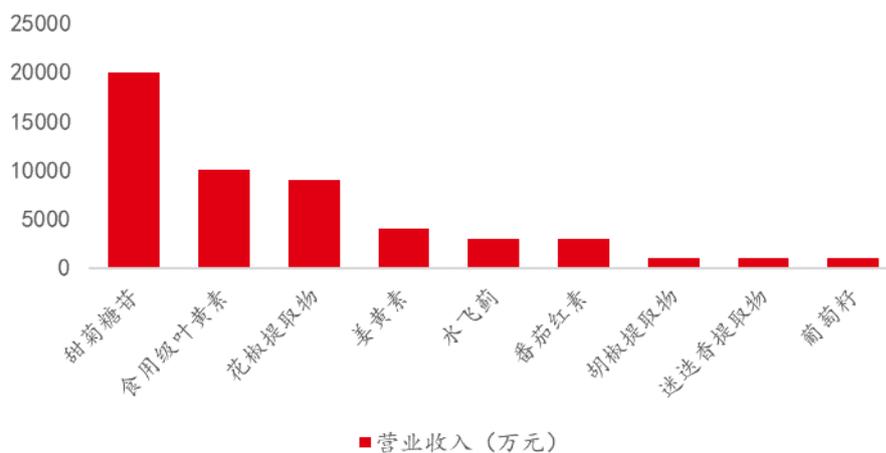


资料来源:公司公告,中邮证券研究所

### 3.2 扩大企业横向边界,众多潜力品种崭露头角

众多第二梯队产品已初具规模。目前约有10个产品规模做到千万元以上,其中甜菊糖、花椒提取物等单品的收入已经过亿,另有番茄红素、姜黄、水飞蓟、胡椒等等众多单品收入在一千万到几千万不等。

图表25: 晨光生物部分二梯队产品2022年收入情况



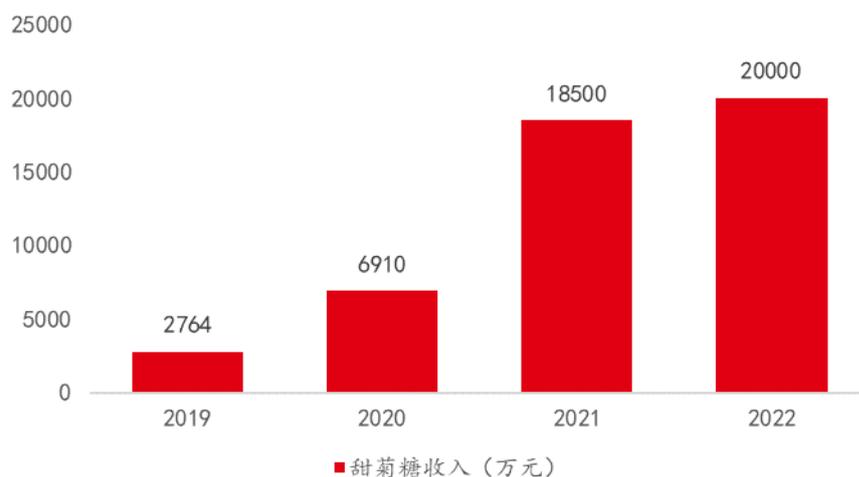
资料来源:公司公告,中邮证券研究所

注:以上收入数据为公司公告中公布的大致收入,非精准收入

在众多潜力品种中，近年来甜菊糖、花椒提取物、番茄红素等表现突出。

- 1) 甜菊糖：公司梯队产品中规模最大的单品，近年来增长迅速。甜菊糖是一种天然代糖，甜菊糖行业在经历了 2018 年和 2019 年的激烈竞争后，低效产能逐渐退出市场，行业迎来复苏，产品价格和企业盈利持续改善。公司采用创新工艺，生产效率领先，且能够同步提取甜叶菊中的 CQA，在生产端优势明显。2022 年公司甜菊糖业务收入已超过 2 亿。公司甜菊糖产能目前为 1500 吨，能够支撑公司甜菊糖做到 3 亿元以上的规模。
- 2) 番茄红素：过去主要面向保健食品领域的客户销售，应用场景单一。公司通过开发定制化产品，将番茄红素的可用场景拓展到了食品领域，为番茄红素的增长带来新的驱动力。
- 3) 花椒提取物：公司在贵阳建有一条 5000L\*3 超临界生产线，于 21 年 12 月中旬投产，可用于生产花椒提取物和生姜提取物。贵阳项目投产前，公司花椒提取物销量市占率已超过 30%，贵阳生产线投产后，不仅进一步提升了公司的产能，还降低了加工成本，有利于公司花椒提取物产品继续提升市占率。随着疫情防控放开、餐饮消费恢复，预计花椒提取物将进一步提高增长。

**图表26：晨光生物甜菊糖收入情况**



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

注：以上收入数据为公司公告中公布的大致收入，非精准数据

公司作为植提龙头，储备产品的开发效率及成功率较高，主要原因是：（1）公司掌握多种市场主流提取路线包括超临界提取、溶剂提取、水提取等，在技术、装备及规模化生产等方面具备明显优势，适用同一技术路线的品种提取工艺相近，可以共用生产线生产，节省资本开支；（2）相似应用领域产品客户渠道相同，公司已与国内外多家知名食品、饮料等企业形成了长期稳定的战略合作关系，利于新品市场开发。

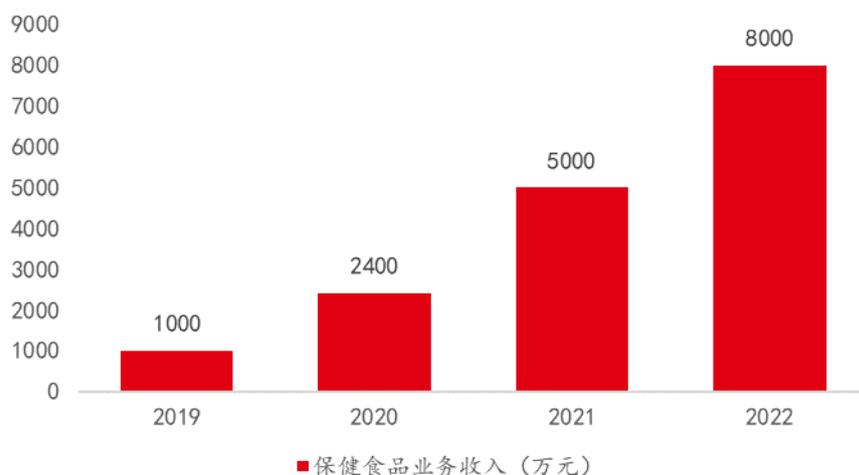
### 3.3 布局大健康，着眼中长期发展

公司“三步走”发展战略的第三步是做大做强保健品、中药提取等大健康产业，为人类健康做贡献。虽然当前公司保健品、中药业务尚处于前期布局阶段，但公司已经有了较为丰富的产

品储备。截至 22 年上半年公司拥有 6 个保健食品注册批准证书、25 个保健食品备案凭证、7 个药品注册批准证书。

公司保健食品业务当前以 OEM 模式为主，同时兼顾自有品牌经营。1) 公司保健食品业务以 To B 的代工业务为主，将从为客户提供单一有效成分的标准产品，升级成为客户提供配方产品，可向客户提供片剂、胶囊、软胶囊以及包装好的产品。客户主要是国内外的保健食品企业，如 Swiss 等。2) To C 方面，公司旗下保健食品已有“康源晨光”、“赋元密语”、“彩之源”等子品牌，通过线上线下结合方式开展销售工作。2019 年公司保健食品业务收入仅 1000 万左右，至 2022 年已超 8000 万。

**图表27：晨光生物保健食品业务收入情况**



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

注：以上收入数据为公司公告中公布的大致收入，非精准数据

中药布局方面，2019 年初晨光生物完成对邯郸金诺药业的收购，这标志着晨光生物开始进军中药行业。公司目前已有板蓝根颗粒、牛黄解毒片、桑菊感冒颗粒等等多个药品注册批准证书，并开展了胃灵颗粒、桑菊感冒颗粒、牛黄解毒片等多个中药产品质量标准提升研究项目。目前公司中药业务规模小，长期看中药集采政策的持续推进与优化，有利于公司发挥低成本工业化生产优势，扩大中药业务规模。

公司从事大健康业务的优势主要体现在两点：第一，公司许多提取物本身就是保健食品、药品的原材料，如食品级叶黄素、番茄红素、姜黄素、葡萄籽提取物、水飞蓟素等，公司从事大健康业务具有原材料优势；第二，公司作为制造业企业具有生产管理能力和经验，将生产环节委托给公司，能拥有更高效率、节省成本。

## 4 成本优势突出，构建宽阔护城河

### 4.1 技术实力雄厚，成本优势突出

植物提取物行业是一个技术依赖型行业，先进提取工艺和设备不仅可以大幅提高提取物产品质量，还能提高原料利用率，减少原料浪费，降低生产成本。晨光生物通过自主研发设备与技术，提取得率比同行高，规模化自动化生产降低加工成本。公司成本优势突出，主力产品综合成本比同行低5%-10%。

近年来公司植提业务毛利率中枢持续上行。虽然原材料价格波动对植提企业利润影响较大，但是公司凭借着其在行业的龙头地位，拥有一定的话语权，公司产品价格以原材料价格为基础，采用成本加成模式。从趋势看，2015年至2022年上半年，公司植提业务毛利率从15%左右已提升至20%以上，其一方面是由于高毛利率产品销量持续增长；另一方面亦是公司不断改进工艺、提升生产效率的成果。

**图表28：晨光生物植物提取业务毛利率整体趋势**



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

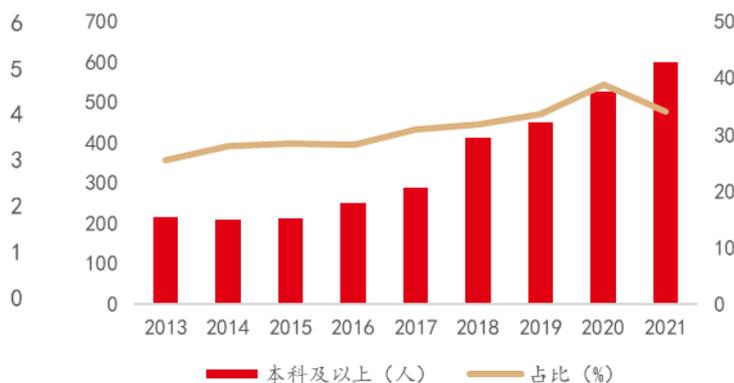
持续投入技术研发，保障技术优势持续领先。公司在行业内技术领先优势突出，率先突破辣椒红、辣椒精、叶黄素、番茄红素、甜菊糖等多个品种的关键生产技术，并对生产工艺进行持续创新。技术的持续投入和人才的储备是保持技术领先的基础。公司研发投入持续增长，2015至2021年年均复合增速为29.1%；研发投入占营业收入的比例也从4.54%提升至5.45%。

**图表29：晨光生物研发投入及占营业收入情况**



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**图表30：晨光生物本科及以上学历员工人数及占比**



资料来源：公司公告，中邮证券研究所整理

**图表31：晨光生物研发建设情况（截止至 2022 年上半年）**

指标	级别	数量
科技平台（个）	国家级	6
	省部级	14
	市级	4
科技奖励项目（项）	国家级	13
	省部级	58
	市级	7
获批科技项目（项）	国家级	18
	省部级	39
	市级	21

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

晨光生物的技术优势体现在两方面：1) 提升单品获得率。例如通过技术迭代，公司辣椒红素的得率已从 80%提升至 98%，辣椒精的得率也至 95%；而番茄红素则采用独特技术从番茄果皮中提取，产品纯度达 90%以上，几乎零成本。2) 综合提取多个产品。公司将原材料中多种有效成分进行综合利用，梯度开发高附加值新品，做到“吃干榨净”。如实现辣椒红色素与辣椒素同步提取、加工甜叶菊时除了甜菊糖还得到 di-CQA、从生产叶黄素的万寿菊粕中开发出 QG 等。

另外，公司有自己的全资设备子公司，掌握全部主流提取技术路线，拥有行业规模最大、整体素质最高的研发团队，能够让公司在新进入的产品中尽快建立生产技术和效率上的优势。国内首次开发的高纯度辣椒素晶体、超临界提取辣椒红色素以及辣椒红色素和辣椒素微乳液等应用型产品工业化制备技术，打破了国外对高端应用型辣椒产品市场的垄断。

#### 4.2 从走出家门到走出国门，从源头掌控成本优势

晨光生物全球布局寻找优质原材料。由于上游原料为小众农产品，具有一定稀缺性，对上游优质原料资源的控制能力是植提企业规模化发展的关键。晨光生物在全球原材料优势产区筹备、发展种植基地，以保障稳定优质原材料的稳定供应。当前公司在国内外有 30 多家子公司，在我国河北、新疆、云南、贵州以及印度、赞比亚等地建立了产业基地，形成了 15 万吨辣椒、20 多万吨万寿菊、76 万吨棉籽的加工能力。

**图表32：晨光生物分支机构分布**


资料来源：公司官网

采用订单种植模式，保障国内原材料供应稳定。2006 年晨光生物开始在新疆布局，随后陆续在云南、贵州等主要原材料省份布局。除正常采购方式外，在国内，公司采用“公司+基地+合作社+农户”的模式进行原材料种植、收购，并创新实施了按含量收购模式。在此种模式下既促进了当地产业结构的调整，又带动了当地农民增收增收、调动农民种植积极性。如近年来公司在新疆和云南发展万寿菊种植稳定在 15 万亩左右。

**图表33：晨光生物在全球各地域主要种植或采购的原材料种类情况**

区域	地域	主要种植或采购的农产品
国内	河北	万寿菊、甜叶菊等
	新疆	色素辣椒、西红柿、棉花、万寿菊等
	云南	万寿菊、工业大麻等
	贵州	胡椒、花椒等
国外	印度	高辣度辣椒、万寿菊等
	赞比亚	色素辣椒、万寿菊、大豆等

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

2012 年，晨光生物开始进行全球生产与销售布局，其中在印度的业务模式已经相对成熟，而赞比亚已完成前期探索、正在快速成长中。

1、印度：目前在印度建有 2 家生产工厂，一家主要利用印度坎曼地区高辣度辣椒作原料生产红辣素，运回国内精制成辣椒精产品来供应全球，其日处理辣椒产能可达 600 万吨，是公司成为辣椒精全球市占率第一的关键。另一家加工万寿菊和姜黄，生产叶黄素浸膏和姜黄素后运回国内再做精深加工，21 年公司在印度种植万寿菊约 3.1 万亩。

2、赞比亚：公司自 2018 年开始在赞比亚试种辣椒，截至 2022 年，公司在赞比亚种植 3 万多亩辣椒，2 万多亩万寿菊。公司在赞比亚储备了近 12 万亩土地，后续将进一步增加种植面积。

赞比亚种植基地的盈利能力突出,是公司未来成本进一步下降、业绩提升的一大主要看点。赞比亚气候条件适宜、土地成本及人工成本较低。2022 年上半年,赞比亚子公司实现收入 7004.62 万、净利润 1478.05 万元,净利润率达 21%。未来随着种植规模的扩大、管理效率的提升,种植成本仍有下降空间。

图表34: 晨光生物赞比亚基地的种植情况

年份	辣椒 (亩)	万寿菊 (亩)
2018	试种	试种
2019	试种	试种
2020	5000	试种
2021	30000	10000
2022	30000+	20000+

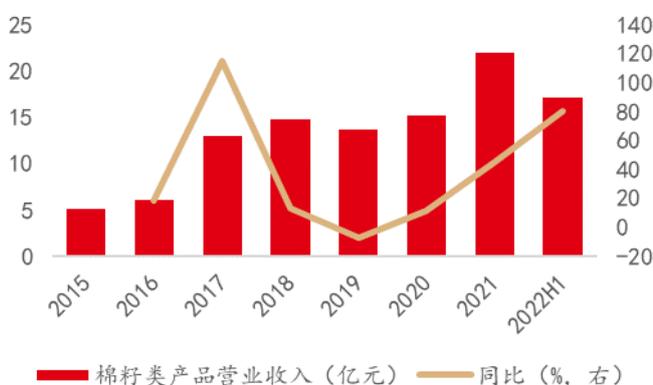
资料来源:公司公告,中邮证券研究所

## 5 棉籽加工业务:波动减小,产能持续扩张

晨光生物将辣椒红提取的装备、技术优势用于棉籽加工,建成了国内最大的规模化、自动化棉籽加工生产线。公司建成了以油脂、蛋白为主,涵盖棉绒、棉壳、棉籽糖、棉酚等系列产品的产业链,提高了棉籽综合利用率。公司持续推进棉籽业务独立运营,其经营主体晨光科技已于 2022 年 8 月在新三板挂牌交易。

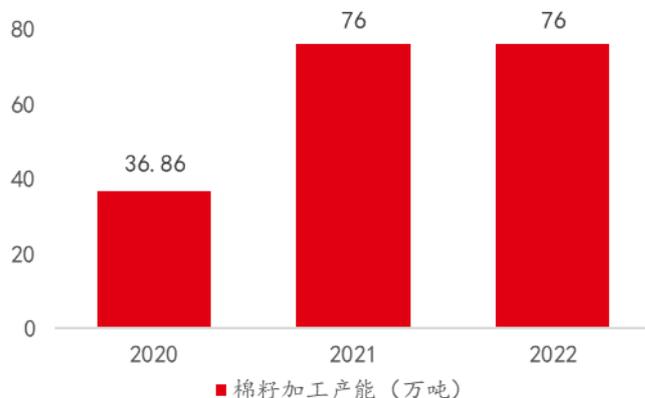
棉籽加工产能逐步扩大。2009 年公司正式进入棉籽加工领域,随后不断通过 IPO 募集资金、自有资金等形式拓展产能。截止至 2022 年末,公司先后在河北曲周、新疆喀什、克拉玛依、图木舒克建立 4 条棉籽加工生产线,公司可年加工棉籽 76 万吨,产品供应能力排名行业前列。2023 年 2 月 6 日,晨光生物公告,拟在新疆巴州焉耆县投建“年加工 35 万吨棉籽项目”,项目预计总投资 4.55 亿元,项目建成后可年加工毛棉籽 35 万吨,公司产能将增长近 50%。

图表35: 晨光生物棉籽类业务收入及增速



资料来源:公司公告,中邮证券研究所

图表36: 晨光生物棉籽加工产能



资料来源:公司公告,中邮证券研究所整理

对锁经营模式下，盈利波动减小。棉籽类产品为大宗农产品，价格波动较大。自 2020 年开始基本全部采取了对锁的经营方式，具体操作为在采购棉籽的同时，公司根据历年加工数据推算各类产品产出量，同步进行销售，锁定加工利润；通过边采边销的对锁经营模式，可以实现订单的快进快出，避免行情波动带来的较大经营风险，保证公司经营利润的稳定性。从毛利率来看，2020 年之前棉籽类产品毛利率大幅波动，但 2020 年后基本稳定在 5% 左右，公司战略初见成效。

**图表37：晨光生物棉籽类产品业务毛利率**



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 6 盈利预测及投资建议

### 6.1 盈利预测

**植物提取类产品：**食品、大健康等下游需求稳健增长，公司行业龙头稳固，预计公司辣椒红素、辣椒精、叶黄素等主要产品销量稳定增长。同时随着番茄红素、甜菊糖等高毛利率产品的销量增长及新品的不断推出，预计公司植物提取类产品毛利率将有所提升。我们预计公司 2022-2024 年植提类产品营收增速分别为 10.50%、17.33%和 19.56%；毛利率分别为：24.80%、25.37%和 26.36%。

**棉籽加工类业务：**公司采用对锁的经营模式，平滑了棉籽价格波动的影响、锁定了公司的加工利润，公司棉籽业务的收入和利润主要受加工量的影响。随着公司新建产能的不断投入，预计公司 2022-2024 年棉籽类产品业务收入增速分别为：51%、10%和 15%，毛利分别为 4.2%、4.5%和 4.5%。

综上所述，我们预计公司 2022-2024 年的收入分别为 62.94 亿、72.13 亿和 84.55 亿，同比增速分别为 29.14%、14.61%和 17.22%；实现归母净利润分别为 4.36 亿、5.41 亿和 6.84 亿，同比增速分别为 23.94%、24.14%和 26.45%。

**图表38：晨光生物主要业务收入、毛利拆分及预测**

	2020 年	2021 年	2022 年 E	2023 年 E	2024 年 E
<b>棉籽类产品</b>					
营业收入 (亿元)	15.18	22.00	33.22	36.54	42.02
同比 (%)	11.45	44.93	51.00	10.00	15.00
毛利率 (%)	5.24	4.61	4.20	4.50	4.50
<b>色素、香辛料及营养类提取物</b>					
营业收入 (亿元)	22.53	24.96	27.58	32.36	38.69
同比 (%)	28.52	10.79	10.50	17.33	19.56
毛利率 (%)	24.70	23.91	24.80	25.37	26.36

资料来源：公司公告，中邮证券研究所预测

## 6.2 投资建议

公司是植物提取行业龙头，三大主力产品稳健增长，多个二梯队产品蓄势待发，公司成长性优异；同时技术、原材料成本等优势突出，构建宽阔护城河。我们预计公司 2022-2024 年的 EPS 分别为 0.82 元、1.02 元和 1.28 元。公司持续稳健成长，看好公司表现，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 7 风险提示

**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，其价格和供应量容易受气候条件、病虫害等因素影响。而原材料价格和供应量的大幅波动将导致公司经营的不稳定。

**需求低迷风险：**公司产品下游面对食品、餐饮、大健康等多个行业，容易受到全球宏观经济波动的影响。

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务比率	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	4874	6294	7213	8455	营业收入	24.6%	29.1%	14.6%	17.2%
营业成本	4155	5431	6192	7203	营业利润	23.7%	26.4%	24.2%	27.0%
税金及附加	14	16	18	21	归属于母公司净利润	31.3%	23.9%	24.1%	26.4%
销售费用	55	69	76	93	<b>获利能力</b>				
管理费用	157	179	188	220	毛利率	14.8%	13.7%	14.2%	14.8%
研发费用	95	113	137	152	净利率	7.2%	6.9%	7.5%	8.1%
财务费用	51	62	74	83	ROE	12.6%	13.8%	14.6%	15.6%
资产减值损失	-26	0	0	0	ROIC	6.9%	7.6%	8.3%	9.1%
<b>营业利润</b>	<b>385</b>	<b>487</b>	<b>604</b>	<b>768</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	20	18	20	20	资产负债率	53.3%	53.9%	52.5%	50.7%
营业外支出	7	11	11	12	流动比率	1.48	1.54	1.62	1.71
<b>利润总额</b>	<b>398</b>	<b>494</b>	<b>613</b>	<b>776</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	47	59	74	93	应收账款周转率	14.15	14.40	14.52	15.65
<b>净利润</b>	<b>351</b>	<b>435</b>	<b>540</b>	<b>682</b>	存货周转率	2.42	2.61	2.54	2.64
归母净利润	352	436	541	684	总资产周转率	0.92	0.98	0.99	1.02
每股收益(元)	0.66	0.82	1.02	1.28	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	0.66	0.82	1.02	1.28
货币资金	733	898	1045	1534	每股净资产	5.23	5.92	6.93	8.21
交易性金融资产	1	1	1	1	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	399	486	520	575	PE	25.81	20.83	16.78	13.27
预付款项	189	217	248	288	PB	3.26	2.88	2.46	2.07
存货	2229	2599	3077	3326	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>3977</b>	<b>4627</b>	<b>5321</b>	<b>6154</b>	净利润	351	435	540	682
固定资产	1261	1453	1577	1680	折旧和摊销	131	165	183	203
在建工程	220	245	345	495	营运资本变动	-465	-370	-456	-227
无形资产	266	279	292	305	其他	47	38	47	54
<b>非流动资产合计</b>	<b>1978</b>	<b>2208</b>	<b>2445</b>	<b>2711</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>64</b>	<b>267</b>	<b>314</b>	<b>713</b>
<b>资产总计</b>	<b>5955</b>	<b>6835</b>	<b>7766</b>	<b>8866</b>	资本开支	-277	-388	-411	-462
短期借款	1839	2039	2239	2439	其他	12	31	36	42
应付票据及应付账款	36	39	47	53	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-265</b>	<b>-356</b>	<b>-375</b>	<b>-420</b>
其他流动负债	807	919	1002	1113	股权融资	2	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>2682</b>	<b>2997</b>	<b>3287</b>	<b>3605</b>	债务融资	806	400	300	300
其他	490	690	790	890	其他	-267	-146	-92	-104
<b>非流动负债合计</b>	<b>490</b>	<b>690</b>	<b>790</b>	<b>890</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>541</b>	<b>254</b>	<b>208</b>	<b>196</b>
<b>负债合计</b>	<b>3172</b>	<b>3686</b>	<b>4077</b>	<b>4494</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>336</b>	<b>165</b>	<b>147</b>	<b>489</b>
股本	533	533	533	533					
资本公积金	1025	1025	1025	1025					
未分配利润	1183	1484	1943	2525					
少数股东权益	-2	-3	-4	-5					
其他	45	110	191	294					
<b>所有者权益合计</b>	<b>2783</b>	<b>3149</b>	<b>3689</b>	<b>4371</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>5955</b>	<b>6835</b>	<b>7766</b>	<b>8866</b>					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

---

## 公司简介

---

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

---

## 中邮证券研究所

---

### 北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048