

# 棉籽板块计划北交所上市，梯队产品拟新建专用生产线

——晨光生物动态跟踪

## 核心观点

事件：公司发布董事会决议公告，棉籽子公司新疆晨光拟向不特定合格投资者公开发行股票并申请在北京证券交易所上市，同时拟变更前期可转债部分募集资金用途。

- **棉籽板块计划北交所上市，独立发展有望再进一步。**公司推动棉籽板块子公司新疆晨光拟向不特定合格投资者公开发行股票并在北京证券交易所上市，目前已进入上市辅导期，本次拟公开新发行股票不超过 5200 万股（若行使超额配售选择权则不超过 5980 万股）、发行底价 6 元/股，扣除发行费用后拟募资 2.92 亿元，计划依次用于年加工 35 万吨棉籽项目、克拉玛依晨光公司提质增效技改项目、补充流动资金，2020-2022 年新疆晨光归母净利润分别为 0.35/0.54/0.84 亿元。本次发行若完成后晨光生物持股比例将由 89.82% 降至 64.91%（按行使超额配售选择权测算，不行使超额配售权则为 67.35%），有助于棉籽业务扩大产能，借力资本市场实现新疆晨光和公司整体价值提升，棉籽板块独立发展有望更进一步。
- **计划新建专用生产线，姜黄素、水飞蓟素市占率有望加速提升。**公司拟变更 2020 年可转债部分募集资金用途，将 6500 万元变更用于“营养药用综合提取项目（一期）”，建设年加工 3 万吨姜黄和 1.5 万吨水飞蓟生产线。据 GrandView Research 测算 2022 年全球姜黄素市场规模将达 9430 万美元，印度是姜黄的主要生产国、约占全球产量的 80%，公司 2021 年姜黄素收入 4200 多万元，2022 年水飞蓟素收入 3600 多万元、同比翻番，营养药用类提取物市占率相比三大主力产品有较大提升空间，下游需求保持稳健增长，专用生产线建成后产能将明显提升，生产成本也有望下降。同时将 7623 万元（汇率按 6.93 计算折合 1100 万元美元）变更用于“赞比亚土地开发及配套设施建设项目”，万寿菊颗粒车间已于 22 年投产，萃取车间有望于 23 下半年投产，随着海外原材料占比提升，叶黄素成本优势有望继续扩大。

## 盈利预测与投资建议

- 我们坚定看好公司横向扩品种、纵向延伸价值链的能力，预测 2023-25 年 EPS 分别为 1.01/1.26/1.57 元（调整前 23-24 年为 1.03/1.30 元，主要是考虑到饲料级叶黄素价格变化，略下调毛利率假设），根据可比公司 23 年 23 倍 PE，对应目标价 23.23 元，维持“买入”评级。

## 风险提示

- 原材料供给及价格波动；产品价格大幅下跌；行业竞争加剧；原材料基地和产能建设不及预期；境外经营风险；子公司北交所上市进展不及预期等。

## 公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,874	6,296	7,197	8,786	10,135
同比增长(%)	24.6%	29.2%	14.3%	22.1%	15.3%
营业利润(百万元)	385	487	611	768	962
同比增长(%)	23.7%	26.5%	25.5%	25.7%	25.2%
归属母公司净利润(百万元)	352	434	535	671	838
同比增长(%)	31.3%	23.5%	23.4%	25.3%	24.9%
每股收益(元)	0.66	0.81	1.01	1.26	1.57
毛利率(%)	14.8%	13.9%	14.1%	14.5%	15.1%
净利率(%)	7.2%	6.9%	7.4%	7.6%	8.3%
净资产收益率(%)	14.5%	14.6%	15.5%	16.6%	17.9%
市盈率	27.3	22.1	17.9	14.3	11.5
市净率	3.4	3.0	2.6	2.2	1.9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2023年05月12日）	18.02元
目标价格	23.23元
52周最高价/最低价	19.36/13.76元
总股本/流通A股（万股）	53,277/42,712
A股市值（百万元）	9,601
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2023年05月15日

## 股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-2.38	1.58	-1.21	8.58
相对表现	-0.41	5.47	2.89	9.11
沪深300	-1.97	-3.89	-4.1	-0.53



## 证券分析师

谢宁铃	xieningling@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520070001
彭博	pengbo3@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860522100001

## 联系人

张玉洁	zhangyujie@orientsec.com.cn
朱雨涵	zhuyuhan@orientsec.com.cn

## 相关报告

Q4 扣非保持高增，从容蓄力以待来年：——晨光生物 2022 年业绩快报点评	2023-03-01
横向扩品种增收入，纵向延伸提利润率，于无声处听惊雷：——晨光生物首次覆盖报告	2023-02-21

## 盈利预测与投资建议

### 投资建议

我们坚定看好公司横向扩品种、纵向延伸价值链的能力，预测 2023-25 年 EPS 预测分别为 1.01/1.26/1.57 元（调整前 23-24 年为 1.03/1.30 元，主要是考虑到饲料级叶黄素价格变化，略下调毛利率假设），根据可比公司 23 年 23 倍 PE，对应目标价 23.23 元，维持“买入”评级。

表 1：可比公司估值表

公司	股价(元) 2023/5/12	每股收益(元)				市盈率			
		2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
安琪酵母	38.83	1.52	1.75	2.14	2.54	25.5	22.1	18.2	15.3
莱茵生物	7.20	0.24	0.36	0.54	0.60	29.9	19.9	13.4	12.1
百龙创园	28.80	0.85	1.21	1.74	2.34	33.9	23.8	16.6	12.3
嘉必优	29.85	0.54	1.22	1.62	2.15	55.6	24.5	18.4	13.9
金禾实业	25.83	3.02	2.22	2.79	3.12	8.5	11.6	9.3	8.3
科拓生物	26.66	0.63	0.91	1.29	1.65	42.6	29.4	20.6	16.1
<b>调整后平均</b>						<b>23</b>	<b>17</b>	<b>13</b>	

数据来源：wind，东方证券研究所

### 风险提示

- 1) 原材料供给及价格波动；
- 2) 产品价格大幅下跌；
- 3) 行业竞争加剧；
- 4) 原材料基地和产能建设不及预期；
- 5) 境外经营风险等；
- 6) 子公司北交所上市进展不及预期等；

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	733	1,147	1,381	1,600	1,846	营业收入	4,874	6,296	7,197	8,786	10,135
应收票据、账款及款项融资	399	311	356	435	501	营业成本	4,155	5,418	6,183	7,514	8,607
预付账款	189	486	555	678	782	营业税金及附加	14	17	22	26	30
存货	2,229	2,033	2,320	2,820	3,230	销售费用	55	59	69	81	94
其他	428	950	943	963	979	管理费用及研发费用	252	322	338	397	440
<b>流动资产合计</b>	<b>3,977</b>	<b>4,927</b>	<b>5,556</b>	<b>6,495</b>	<b>7,338</b>	财务费用	51	23	28	46	45
长期股权投资	112	42	42	42	42	资产、信用减值损失	24	32	7	14	16
固定资产	1,261	1,351	1,483	1,596	1,697	公允价值变动收益	1	(5)	0	0	0
在建工程	219	183	85	89	93	投资净收益	30	38	30	30	30
无形资产	266	309	301	293	285	其他	30	28	31	31	31
其他	121	113	113	113	113	<b>营业利润</b>	<b>385</b>	<b>487</b>	<b>611</b>	<b>768</b>	<b>962</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,978</b>	<b>1,997</b>	<b>2,023</b>	<b>2,133</b>	<b>2,230</b>	营业外收入	20	18	15	17	20
<b>资产总计</b>	<b>5,955</b>	<b>6,924</b>	<b>7,579</b>	<b>8,628</b>	<b>9,568</b>	营业外支出	7	3	5	7	10
短期借款	1,839	2,043	2,043	2,412	2,547	<b>利润总额</b>	<b>398</b>	<b>502</b>	<b>621</b>	<b>778</b>	<b>972</b>
应付票据及应付账款	36	56	64	78	89	所得税	47	66	78	97	122
其他	807	658	710	803	881	<b>净利润</b>	<b>351</b>	<b>436</b>	<b>544</b>	<b>681</b>	<b>851</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2,682</b>	<b>2,757</b>	<b>2,817</b>	<b>3,292</b>	<b>3,516</b>	少数股东损益	(1)	2	8	10	13
长期借款	303	770	770	770	770	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>352</b>	<b>434</b>	<b>535</b>	<b>671</b>	<b>838</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.66	0.81	1.01	1.26	1.57
其他	187	182	182	182	182						
<b>非流动负债合计</b>	<b>490</b>	<b>952</b>	<b>952</b>	<b>952</b>	<b>952</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>3,172</b>	<b>3,710</b>	<b>3,770</b>	<b>4,245</b>	<b>4,469</b>		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	(2)	49	57	68	80	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	533	533	533	533	533	营业收入	24.6%	29.2%	14.3%	22.1%	15.3%
资本公积	1,025	1,022	1,022	1,022	1,022	营业利润	23.7%	26.5%	25.5%	25.7%	25.2%
留存收益	1,294	1,662	2,197	2,761	3,464	归属于母公司净利润	31.3%	23.5%	23.4%	25.3%	24.9%
其他	(67)	(51)	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>2,783</b>	<b>3,214</b>	<b>3,809</b>	<b>4,383</b>	<b>5,099</b>	毛利率	14.8%	13.9%	14.1%	14.5%	15.1%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5,955</b>	<b>6,924</b>	<b>7,579</b>	<b>8,628</b>	<b>9,568</b>	净利率	7.2%	6.9%	7.4%	7.6%	8.3%
						ROE	14.5%	14.6%	15.5%	16.6%	17.9%
						ROIC	8.2%	7.9%	8.8%	10.0%	11.0%
现金流量表						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	53.3%	53.6%	49.7%	49.2%	46.7%
净利润	351	436	544	681	851	净负债率	61.4%	52.6%	38.2%	36.6%	29.3%
折旧摊销	112	132	131	152	174	流动比率	1.48	1.79	1.97	1.97	2.09
财务费用	51	23	28	46	45	速动比率	0.64	1.04	1.13	1.10	1.14
投资损失	(30)	(38)	(30)	(30)	(30)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(475)	(378)	(366)	(629)	(524)	应收账款周转率	14.2	18.1	22.1	22.8	22.2
其它	57	560	59	14	16	存货周转率	2.0	2.5	2.8	2.9	2.8
<b>经营活动现金流</b>	<b>64</b>	<b>735</b>	<b>366</b>	<b>235</b>	<b>532</b>	总资产周转率	0.9	1.0	1.0	1.1	1.1
资本支出	(359)	(221)	(151)	(262)	(272)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	(10)	63	0	0	0	每股收益	0.66	0.81	1.01	1.26	1.57
其他	105	(539)	48	30	30	每股经营现金流	0.12	1.38	0.69	0.44	1.00
<b>投资活动现金流</b>	<b>(265)</b>	<b>(696)</b>	<b>(103)</b>	<b>(232)</b>	<b>(242)</b>	每股净资产	5.23	5.94	7.04	8.10	9.42
债权融资	(405)	172	0	0	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	517	(4)	0	0	0	市盈率	27.3	22.1	17.9	14.3	11.5
其他	429	(129)	(28)	216	(45)	市净率	3.4	3.0	2.6	2.2	1.9
<b>筹资活动现金流</b>	<b>541</b>	<b>39</b>	<b>(28)</b>	<b>216</b>	<b>(45)</b>	EV/EBITDA	20.6	17.5	14.6	11.6	9.5
汇率变动影响	(4)	(5)	-0	-0	-0	EV/EBIT	25.8	22.1	17.6	13.8	11.2
<b>现金净增加额</b>	<b>336</b>	<b>73</b>	<b>234</b>	<b>219</b>	<b>246</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。