

# 晨光生物 (300138)

证券研究报告

2020年07月02日

## 晨光生物的短期、中期、长期的业绩看点在哪里？

晨光生物在植提行业做到国内领先，优势主要在于：

**原材料方面**，全球配置原材料，晨光在新疆、云南、印度等地配置原材料，通过布局原材料优势产区，建立原材料种植和加工基地，公司可以最大限度地降低成本；与原料供应商形成紧密合作，在原料获取方面获得护城河。

**提取技术方面**，公司重研发投入，主产品成本比同行低 5%-10%。多种类综合利用，使得一种原料带来多项收入。公司凭借规模优势加强对于上下游环节的把控，有望持续保持成本优势，为市占率的持续扩大提供保障。

### 短期：大单品抗拒疫情影响，叶黄素涨价增厚利润空间

新冠疫情给行业造成冲击，公司积极应对。在复产复工方面，公司各系统于春节后陆续复工，恢复生产；需求方面，疫情之下食品加工端的需求有所上涨，部分弥补了餐饮渠道对公司产品需求的下降。此外，疫情期间，印度企业的产品出口受到影响，公司替代了部分印度同行出口的份额。公司辣椒红和辣椒精二季度整体销售保持恢复态势。此外，至 2020 年 5 月，市场上叶黄素仍处于供需紧张状态，市场含税报价超过 3 元/g，是以往正常年份 3 倍左右。叶黄素有望为公司今年贡献较为显著的利润。

### 中期：产业链延伸布局，多个新品类值得期待

目前原辅材料在晨光生物营业成本中占比超 95%，为了进一步降低原材料成本，公司将目光投向非洲，自 2016 年起开始在赞比亚拓展业务，先后在赞设立了两家子公司。公司有望利用非洲地理、人力成本等优势获得更为低价和优质的原料。公司多个新品类增长迅速，已经生产番茄红素、晶体叶黄素、姜黄素等十多个新产品，并针对各品类提出战略明确目标。

**新品类中，工业大麻尤其值得关注。**根据 Brightfield Group，全球 CBD 产值 2022 年预计达 220 亿美元，联合国层面也将在今年 12 月对世卫组织的提议进行投票，有望放松对 CBD 制剂的国际管制。公司工业大麻布局顺利：国内方面，公司已取得种植许可证，正在申请工业大麻加工许可证。国外方面，公司已对国外工业大麻发展情况进行调研，并筹备在美国建厂。

### 长期：植提龙头布局中药颗粒，TO C 保健品业务有望崛起

公司战略“三步走”的最后一步“做大做强保健品、中药提取等大健康产业”有望在 3-5 年内突显布局成效。公司做中药配方颗粒的优势在于规模化连续化生产，且能提取出传统药渣中的其他成分。目前银杏提取物是公司储备的潜力品种之一。保健品方面，公司的叶黄素、番茄红素、菊粉等多个品类均作为保健品原料销售，已与纽纯源、美国 NBTY 等知名保健品公司建立业务合作关系，在加强自有保健品品牌方面也有所布局。

### 盈利预测和投资建议

我们预计公司 2020-22 年的营业收入为 37.55/42.08/49.11 亿元，归母净利润为 2.60/3.49/4.48 亿元，给予公司买入评级。

**风险提示：**疫情影响出口风险、汇率变动风险；坚决反对娱乐大麻等合法化；工业大麻相关业务可能含有政策变动风险、法律合规风险；我国目前从未批准工业大麻用于医用和食品添加

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,063.44	3,265.23	3,755.24	4,208.37	4,910.89
增长率(%)	10.51	6.59	15.01	12.07	16.69
EBITDA(百万元)	66.78	402.16	347.90	430.95	542.07
净利润(百万元)	145.28	193.57	260.43	349.23	448.35
增长率(%)	1.72	33.24	34.54	34.10	28.38
EPS(元/股)	0.28	0.38	0.51	0.68	0.88
市盈率(P/E)	42.31	31.76	23.61	17.60	13.71
市净率(P/B)	3.52	3.52	2.84	2.52	2.20
市销率(P/S)	2.01	1.88	1.64	1.46	1.25
EV/EBITDA	58.92	13.21	20.56	15.14	13.12

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业 农林牧渔/农产品加工

6 个月评级 买入（维持评级）

当前价格 11.51 元

目标价格 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股) 511.87

流通 A 股股本(百万股) 405.27

A 股总市值(百万元) 5,891.60

流通 A 股市值(百万元) 4,664.69

每股净资产(元) 3.35

资产负债率(%) 61.48

一年内最高/最低(元) 12.50/6.45

### 作者

吴立 分析师

SAC 执业证书编号：S1110517010002

wuli1@tfzq.com

林逸丹 联系人

linyidan@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《晨光生物-季报点评:一季报业绩持续高速增长，隐形冠军白马价值突显》 2020-04-29
- 2 《晨光生物-年报点评报告:2019 年业绩高速增长，植提龙头扩大领先优势!》 2020-04-21
- 3 《晨光生物-首次覆盖报告:业绩高增长的国内植物提取龙头，战略布局工业大麻!》 2020-03-17

## 内容目录

1. 晨光生物优势：原材料掌控能力强+提取工艺领先.....	3
1.1. 原材料：全球配置原材料，与原料供应商形成紧密合作.....	3
1.2. 提取技术：重研发投入，提取成本控制领先同行、多种类综合利用.....	3
1.3. 强者恒强，市占率有望继续提升.....	4
2. 短期：大单品抗住疫情影响，叶黄素涨价增厚利润空间.....	4
2.1. 抗住国内外疫情影响，销量恢复增长.....	4
2.2. 二季度叶黄素价格继续保持高位.....	4
3. 中期：产业链延伸布局，多个新品类值得期待.....	5
3.1. 布局赞比亚，原料成本有望进一步降低.....	5
3.2. 多个新品类增长迅速，有望成为新的业绩增长点.....	6
4. 长期：植提龙头布局中药颗粒，TO C 保健品业务有望崛起.....	8
4.1. 中药配方颗粒：中药现代化重要方式，晨光生物规模植提优势突显.....	8
4.2. 保健品：发挥植提优势，加强品牌建设.....	9

## 图表目录

图 1：晨光生物原材料全球分布图.....	3
图 2：晨光生物研发投入情况.....	3
图 3：WIND 食品加工与肉类的板块研发支出/营业收入排名 TOP5.....	3
图 4：原辅材料在晨光生物营业成本中占比超 95%.....	5
图 5：晨光生物在赞比亚土地俯瞰图.....	6
图 6：全国中药配方颗粒规模增速（单位：亿元）.....	8
图 7：晨光生物保健品产品示意图.....	9
表 1：晨光生物新产品基本情况.....	6

## 1. 晨光生物优势：原材料掌控能力强+提取工艺领先

晨光生物是一家集农产品精深加工、天然植物提取为一体的企业，主要致力于研制和生产天然色素、天然香辛料提取物和精油、天然营养及药用提取物等，主要产品包含辣椒红、辣椒精、叶黄素、番茄红素、姜黄素、棉籽等。

### 1.1. 原材料：全球配置原材料，与原料供应商形成紧密合作

公司原料采购方面具备全国、全球思维。早在 2006 年，晨光生物开始在新疆库尔勒地区开设原料加工厂；2012 年晨光生物在印度的工厂建成投产，印度辣椒辣度高，有利于辣椒精的高效生产。在新疆、云南等地发展了 20 万亩万寿菊种植基地，万寿菊鲜花日加工能力达到 4000 吨。通过布局原材料优势产区，建立原材料种植和加工基地，公司可以最大限度地降低成本。此外，公司在几年之前就谋划在赞比亚进行原料布局，非洲地区气候条件优良、人工成本低，有望为公司提供更有成本优势的优质原料。

组织种植能力强，与原料供应商形成紧密合作关系。公司国内主要的辣椒采购基地在新疆，与兵团和贸易商达成了深度合作，形成“公司+基地+农户”的经营模式。公司的采购量在新疆辣椒市场占比较高，每年收获季，公司报价一般被当作当年的市场指导价。公司在国外的主要辣椒采购在印度，除了按市场价采购植物，公司还在工厂附近直接采购，降低采购成本。海外布局面临文化法律差异、资金成本更高等问题，晨光生物凭借多年的布局已经在印度原料市场站稳脚跟，新进入者取代难度较大，晨光生物在获得海外原料方面形成护城河。

图 1：晨光生物原材料全球分布图



资料来源：淘宝晨光生物企业店，天风证券研究所

### 1.2. 提取技术：重研发投入，提取成本控制领先同行、多种类综合利用

公司对研发投入的重视程度很高，2019 年研发投入超过 1.8 亿，占营收比重达 5.66%。公司的研发支出总额占营业收入比例在 WIND 食品加工与肉类的行业板块中处于领先地位，且有不断上升趋势，2017 年排名第 5，2018 年第 4，2019 年第 3。

图 2：晨光生物研发投入情况



资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：WIND 食品加工与肉类的板块研发支出/营业收入排名 TOP5

2017	2018	2019
华宝股份	华宝股份	华宝股份
嘉必优	*ST交昂	嘉必优
佳隆股份	嘉必优	<b>晨光生物</b>
安琪酵母	<b>晨光生物</b>	*ST交昂
<b>晨光生物</b>	星湖科技	星湖科技

资料来源：wind，天风证券研究所

公司对研发投入的重视为扎实和领先的提取技术打下基础，得到权威部门认可。2014 年公司“辣椒天然产物高值化提取分离关键技术与产业化”获得国家科学技术进步二等奖，2017 年凭“番茄加工产业化关键技术创新与应用”项目再次获得国家科学技术进步二等奖。

领先的提取技术体现在：

1)、**降低单个品种提取成本**：公司加工技术不断进步，例如在 10 年之前晨光生物将提取每吨辣椒红所消耗的色素溶剂量从几百公斤降到几公斤，在溶剂方面大大缩减成本；公司将传统的辣椒红色素罐组式提取升级成连续化、规模化的生产，明显提高生产效率。**生产成本在成本中的占比由 10%左右降到了约 4%**。依靠原料和技术优势，**晨光生物在成本方面做到业内领先，主产品成本比同行低 5%-10%**。

2)、**多类提取物综合利用**：从辣椒提取出辣椒红、辣椒精、辣椒碱；从甜叶菊溶剂提取 di-CQA 新成分；番茄皮籽提取番茄红素（同行多为从番茄酱中提取）；万寿菊提取叶黄素、晶体叶黄素等。从一种原料中获得多个提取物可以使一种原料带来多项收入，同时也减少原材料浪费和处理费用。

### 1.3. 强者恒强，市占率有望继续提升

目前，公司具备三个世界领先的品种：辣椒红色素全球市占率约 60%，连续 12 年位居全球第一；辣椒精全球市占率约 40%，2014 年以来位居全球前列；叶黄素全球市占率约 1/3，2016 年以来位居全球前列。

公司凭借规模优势加强对于上下游环节的把控，有望持续保持成本优势，为市占率的持续扩大提供保障。

## 2. 短期：大单品抗住疫情影响，叶黄素涨价增厚利润空间

### 2.1. 抗住国内外疫情影响，销量恢复增长

2020 年一季度发生的新冠疫情影响复产复工进度，同时国内餐饮等行业的正常运营受到影响，作为餐饮行业相关的供应商，晨光生物的部分单品的国内销售在一季度也受到影响，但是疫情之下食品加工端的需求有所上涨，部分弥补了餐饮渠道需求的下降。在复产复工方面，公司各系统于春节后陆续复工。

此外，海外的疫情对于海外公司影响较大，为晨光发挥优势提供空间。例如，疫情期间，印度企业的产品出口受到影响，公司替代了部分印度同行出口的份额。

总体来说，随着国内整体复产复工情况改善，加上公司对于一些海外同行的替代作用，公司辣椒红和辣椒精二季度整体销售保持恢复态势。

### 2.2. 二季度叶黄素价格继续保持高位

叶黄素是公司另一大单品，2019 年万寿菊减产，市场供应不足，叶黄素价格大幅度上涨。至 2020 年 5 月，叶黄素市场仍处于供需紧张状态，市场含税报价超过 3 元/g，是以往正常年份 3 倍左右。

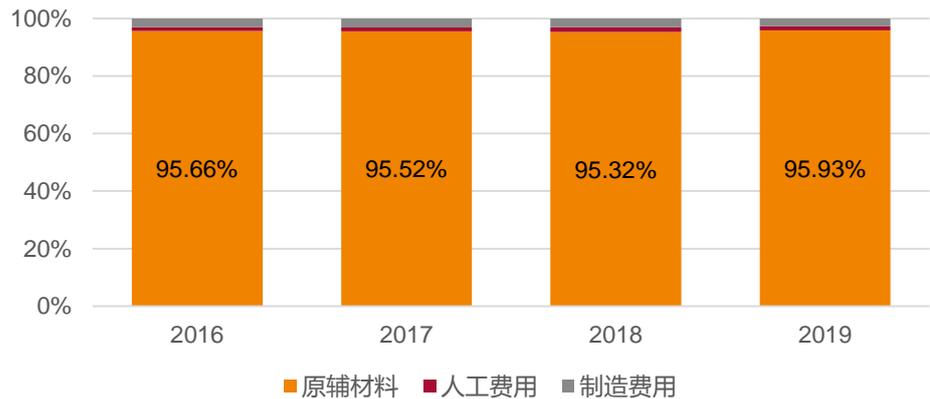
公司对于叶黄素采取了锁价销售策略，大部分产品会在原料成熟之前锁价售出，少部分产品价格随市场行情波动。前期销售的部分锁价较多，价格相对较低；后期未锁价部分占比会多一些。即使如此，假设平均售价同比提升 50%，不考虑销量增长，仅价格上涨就能贡献 50%的收入提升；成本方面，公司在新疆、云南等地发展了 20 万亩万寿菊种植基地，原料价格在种植前基本锁定，原料成本不会有很大的波动；因此，叶黄素的高价低成本能为公司今年贡献较为显著的利润。

### 3. 中期：产业链延伸布局，多个新品类值得期待

#### 3.1. 布局赞比亚，原料成本有望进一步降低

随着晨光生物的不断发展，对生产原料如辣椒、万寿菊、甜叶菊等经济作物的需求日益增长，同时随着中国经济特别是农村经济的不断发展，土地成本、劳动力成本不断增加，直接导致了原料成本的上升，原材料已经成为公司生产成本的主要成本来源。

图 4：原辅材料在晨光生物营业成本中占比超 95%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**如何进一步降低原材料成本？公司将目光投向非洲。**晨光生物自 2016 年起开始在赞比亚拓展业务，先后在赞设立了两家子公司，投资项目分别覆盖了大豆加工和辣椒、甜叶菊、万寿菊和水飞蓟等原料作物的种植。

#### 赞比亚在原材料种植方面有何优势？

- 赞比亚位于南部非洲海拔 1000-1500 米的高原之上，农业自然条件良好，适宜农耕。
- 20 世纪中叶以来，赞比亚一直是中国援助和投资非洲的重点国家，中资在赞比亚的投资氛围较好，随着赞比亚经济的自由化和中国农业“走出去”政策的实施，越来越多的中国企业来到赞比亚投资农业。
- 赞比亚国内的劳动力数量保持较快增长，其总数从 2009 年的约 538 万增长到了 2019 年约 740 万，其年增长率基本保持在 3.5%，根据 Trading Economics 给出的数据，2017 年赞比亚的低技能劳动者平均工资为 1760 克瓦查/月，按照近期的汇率折合人民币约 680 元/月，较低的劳动力价格成为了公司布局赞比亚的重要优势。

#### 晨光生物如何在非洲布局？

- 2016 年 8 月，晨光生物在赞比亚设立了第一家子公司，并同时启动了年加工 10000 吨大豆项目。公司在赞比亚首都卢萨卡市设立大豆生产线，包括大豆预处理车间、大豆浸出车间、仓库、豆油储存设备，溶剂储存设备等。
- 2018 年年初，晨光生物赞比亚农业开发有限公司成立，是公司在赞比亚的第二家子公司，旨在快速推进非洲的原料基地建设。

与此同时，公司开展了赞比亚万顷土地开发项目，以获得稳定的原材料来源、大量的劳动力以及便利的国际市场。项目建设地点位于卢萨卡省南部，项目区总面积 14603.52hm<sup>2</sup>，其中规划经土地开发后可利用为耕地的面积为 7785.45hm<sup>2</sup>，项目根据总体规划，分三期开发建设，实施时间 2018 年至 2021 年。辣椒油树脂项目，用于自产辣椒的深加工。预计建成后，年产辣椒油树脂 3000 吨，副产辣椒籽 8000 吨，正常年份年销售收入 4815 万美元，实现利润 784 万美元。

图 5：晨光生物在赞比亚土地俯瞰图



资料来源：公司官网，天风证券研究所

截至 2020 年一季度末，赞比亚子公司完成了农场签约和土地购买，**辣椒与万寿菊试种工作正在稳步推进**，为建设新的种植基地做准备。

未来，在印度、赞比亚三家工厂的基础上，公司谋划未来在美国、意大利建设番茄红素、葡萄籽等提取工厂，放大晨光的生产优势。

### 3.2. 多个新品类增长迅速，有望成为新的业绩增长点

除了辣椒红、辣椒精、叶黄素等市占率较高的大品类，公司新品类开发项目众多，包括番茄红素、晶体叶黄素、姜黄素等十多个新产品。公司结合自身情况、研发进展以及新产品市场等因素，对多种新产品提出了自己的战略目标。

表 1：晨光生物新产品基本情况

产品名称	主要功能	应用领域	2020 年战略目标	备注
番茄红素	预防癌症、保护心脑血管、提高免疫力等	保健品、化妆品、食品饮料	积极对接大客户，争取销量翻番	2019 年 10 月，公司通过议案，拟在美国加利福尼亚州新设子公司，主要从事番茄红素等植物提取物业务，投资金额 3000 万美元
晶体叶黄素	天然食用色素，精加工后可用于预防老年性黄斑	保健品、化妆品、食品饮料	打造行业第一品牌，争取实现占全世界市场份额 1/2-2/3 的目标	晨光生物是全球第二家能够销售叶黄素晶体的企业
姜黄素	重要天然食用色素，可以抗炎、抗肿瘤、降血压	医药、食品饮料	通过平台化合作提升竞争优势，实现销售上百吨	2019 年完成食品级姜黄素开发
花椒提取物	麻辣鲜香，防治腐败作用	食品饮料	持续加强与客户的战略合作，培育品牌，销售要争创第一	花椒提取物产品与海底捞等大客户达成战略合作，销量快速增长，2019 年末已位居行业第二
胡椒提取物	天然防腐剂、具有独特香味	食品饮料	开发更多的大客户、直接客户，销售要超百吨	2019 年末研发项目完成结项
甜菊糖苷	无热量天然甜味剂	食品饮料	开发国外大客户、终端客户，实现销售上千吨的目标	提取甜菊糖苷的同时，还能提取出一种附加值较高的新产品 CQA
水飞蓟素	具有保肝作用，称为	医药、保健品	实现快速增长，尽快形成新的增	2019 年末研发项目正在进行试生

	“天然的保肝药”		长点	产
迷迭香提取物	具有宜人的香气，可以提取芳香油，可以治疗神经性疾患、治疗头痛、风湿	医药、化妆品、食品饮料	实现快速增长，尽快形成新的增长点	2019 年末完成试生产，针对试生产过程中存在的问题进行小试工艺参数完善
银杏叶提取物	黄酮类物质具有抗氧化性，总黄酮多具黄色、溶解性宽，可起着着色剂作用	食品饮料	实现快速增长，尽快形成新的增长点	2019 年末完成试生产，正在总结分析试生产中出现的问题
工业大麻提取物	大麻二酚（CBD）可以抗癫痫、焦虑、抗菌抗炎、保护神经系统	医药、保健品、日化	积极对接客户，实现随产随销	2019 年 8 月腾冲云麻取得工业大麻加工许可证前置批复

资料来源：Chemical Book，公司公告，天风证券研究所

**在新品类中，工业大麻尤其值得关注。**工业大麻的提取物大麻二酚（CBD）具有镇痛、抗菌消炎、抗氧化等作用，在医药、食品、保健品、化妆品等领域的市场极具应用前景。根据 Brightfield Group 预计，全球 CBD 产业价值预计 2022 年可达 220 亿美元。**联合国层面对于 CBD 的政策也有放宽的趋势：**联合国将在今年 12 月对世卫组织的提议进行投票，其中一项提议为“THC 含量低于 0.2% 的主要含有 CBD 的制剂不受国际管制”。

公司作为植物提取行业的领先企业，进入工业大麻领域可发挥单条生产线产能大、生产线自动化程度高，消耗低、效率高等特点。**公司工业大麻布局顺利：**国内方面，目前公司子公司云麻生物已取得腾冲市公安局核发的《云南省工业大麻种植许可证》，正在申请工业大麻加工许可证，待通过主管部门的审核后将向公司发放加工许可证。此外公司子公司营口晨光在高端装备的科研、设计、制造、安装方面具备充足经验，有望为工业大麻的设备安装提供有利的支持。国外方面，公司已经对国外工业大麻行业发展情况进行了相关调研，并筹备在美国建厂。

晨光生物扩展的新产品种类多种多样，功能也较为多样化，一个产品甚至可以应用在多个不同的领域。总体来说，公司新品类的下游应用领域可以分为四大类：医药、保健品、化妆品、食品饮料。

**医药：**随着全球经济逐渐复苏，人口总量持续增长以及社会老龄化程度的提高，全球医药市场规模保持平稳增长。尤其是新兴市场呈现出较快的增长势头。根据 IMS health 数据，从 2012 年至 2018 年，全球医药市场规模由 9,620 亿美元扩大到 11,707 亿美元，保持平稳增长，逐年的同比增长率在 3% 上下浮动。

**保健品：**客户日益增强的健康意识，全球医疗系统所面临的成本压力，都**间接推动了以预防为目的的保健品市场增长。**据欧睿国际报告显示，2016 年全球客户健康销售额 2171 亿美元，其中 986 亿美元为非处方药，保健品销售额 1185 亿美元。**预计市场总额在 2016-2021 年间将以 3.9% 的速度加快增长，在 2021 年达到 1438 亿美元。**

**化妆品：**人类追求美丽的天性使化妆品市场始终保持长盛不衰，消费者开始倾向“大众精品”（Masstige），即选择具备高价精品的品质。现今护肤品的发展趋势是在追求功效的同时倡导**绿色、环保和安全**，基于消费者更加注重健康，故**纯天然、有机、草本及排毒成份**的护肤品越来越受到消费者的青睐。根据欧莱雅发布的年报数据显示，全球化妆品市场在 2019 年增长 5% 左右，市场规模达到 2390 亿欧元。世界各地经济条件的不断改善促进了全球化妆品产业的发展，同时也促进了香料香精市场规模的进一步扩大。

**食品饮料：**根据爱尔兰市场分析公司 Research and Markets 报告，**截至 2025 年时，全球有机食品和饮料的市场规模预计可以达到 3205 亿美元，远高于 2015 年的 774 亿美元。**美国是最大的有机食品饮料市场，2015 年销售额超过 400 亿美元。亚太地区由于其农业发展迅速且内需旺盛将成为有机食品和饮料市场增速最快的地区，截至 2025 年，亚太地区的市场收益将占到全球收益的 12% 以上。

公司下游应用空间的快速拓展为公司植提产品的拓展提供空间，公司新品类拓展大有可为。

## 4. 长期：植提龙头布局中药颗粒，TO C 保健品业务有望崛起

长期来看，公司在植物提取行业有望持续领先，辣椒红、辣椒精、叶黄素等大单品行业龙头地位稳固，番茄红素、花椒提取物、甜菊糖苷、菊粉等新品类有望跻身世界前列。公司战略“三步走”的最后一步“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”也是公司布局的重点，有望在 3-5 年突显布局成效。

### 4.1. 中药配方颗粒：中药现代化重要方式，晨光生物规模植提优势突显

中药领域一直是公司重点关注的板块，近些年持续布局：

- 2016 年，公司与北京中医药大学、现代中药饮片协同创新中心及中药专家共同开发中药新药、中药配方颗粒工艺/技术等。
- 2017 年，邯郸晨光在售和申报注册保健品文号达到十多个，新增玛咖淫羊藿胶囊、菊粉复合固体饮料两种新产品，并完成连翘、金银花等 5 个中药配方颗粒品种的小试工艺开发及验证。
- 2018 年，公司完成中药厂股权收购签约，拥有了自己的制药公司；完成 5 种中药配方颗粒小试工艺和质量标准的研究。
- 2019 年，公司成立中药科技产业研究院，聘请三位知名专家任首席科学家，与北京大学药学院专家合作成立新公司，为公司中药大健康产业发展聚集高层次智库资源。

**中药配方颗粒是公司重点储备品种之一。**中药配方颗粒是由单味中药饮片经提取浓缩制成的、供中医临床配方用的颗粒。是以传统中药饮片为原料，经过提取、分离、浓缩、干燥、制粒、包装等生产工艺，加工制成的一种统一规格、统一剂量、统一质量标准的新型配方用药。其有效成分、性味、归经、主治、功效和传统中药饮片完全一致，**保持了传统中药饮片的全部特征，又免去了病人传统煎煮的麻烦，同时还可灵活地单味颗粒冲服，卫生有效。**

我国中医药行业的整体规模已经突破 8000 亿元，其中中药饮片的规模超 2000 亿元。根据《中药饮片行业发展研究蓝皮书》的数据，2010 年至 2018 年国内中药配方颗粒的市场规模年复合增长率超过 30%。

图 6：全国中药配方颗粒规模增速（单位：亿元）



资料来源：张自然博士，医药网，天风证券研究所

**目前政策是影响中药配方颗粒行业的主要因素。**2015 年发布《中药配方颗粒管理办法》（征求意见稿）后，鼓励企业和研究机构开展中药配方颗粒统一标准的研究，并在 2019 年首期公示了第一批 160 种中药配方颗粒标准。但是 2001 年发布的《中药配方颗粒管理暂行

规定》要求试点企业研制的品种必须超过 400 个，每个企业都生产超过 400 个品种导致了企业无法发挥种植产区优势、研发重复浪费、重复生产、提取不充分等问题。晨光生物董事长卢庆国作为全国人大代表在 2020 年两会提交建议，呼吁“国家药品监督管理局出台政策鼓励每个生产企业，依据自身实力，做几种最擅长的中药颗粒产品……把单品种做深、做透、做精、做强、做大”。

晨光生物做中药配方颗粒的优势在于：规模化连续化生产技术成熟，有望降低生产环节成本；提取技术先进，能提取出传统药渣中的有效成分，减少资源浪费。目前银杏提取物是公司储备的潜力品种之一，2019 年开始销售，2020 年力取实现快速增长。

假设中药配方颗粒行业按照 30% 的年复合增速增长，则 2025 年，行业整体规模可达 740 亿。假设晨光生物能达到 5% 的市占率，则营收增长可达 37 亿，对于公司规模增长十分可观。

#### 4.2. 保健品：发挥植提优势，加强品牌建设

我国是保健食品原料生产大国，但国内市场主流保健品品牌多为国外品牌。我国出口低附加值的保健食品原料，由国外制成保健食品又通过电商、海淘等返销国内，原料出口和产品进口的价格相差上百倍。

公司的叶黄素、番茄红素、菊粉等多个品类均作为保健品原料销售，公司已经与扬子江药业、艾兰得营养品、纽纯源、美国 NBTY（自然之宝的母公司）等知名保健品公司建立业务合作关系。

公司在加强自有保健品品牌方面也有所布局。2018 年，公司邯郸晨光保健品固体制剂项目建设完成。目前公司拥有自有品牌的多类保健品：菊粉固体饮料、叶黄素酯软糖、番茄红素软胶囊、姜黄葛根胶囊、抑菌代餐粉等，在淘宝等主流渠道平台均有销售。

图 7：晨光生物保健品产品示意图



资料来源：全景网，天风证券研究所

公司作为植提领先企业，在保健品的原料和提取环节具备优势，但是保健产品销售端的放量还需依靠鲜明的品牌形象、完善的 TO C 渠道、以及消费者对于国产保健品认可度提升等因素。2020 年两会上，晨光生物董事长卢庆国作为人大代表也提出了保健品相关的建议，提出“支持有实力、规范的保健食品生产企业”、“正确引导媒体，加大力度宣传优秀企业，树立正面典型，扩大中国保健食品影响力，持续提升消费者对本土保健产品的信心”。

总的来说，晨光生物在植物提取具备原材料、提取技术等优势，大单品龙头地位稳固。短期内抗住疫情影响，且叶黄素涨价为今年业绩提供充足保障；中期来看，产业链延伸布局有望进一步凸显公司成本优势，新品类的增加为公司提供新的业绩增长点；长期来看，公司有望成为多个植提品类的龙头，且有望往中药配方颗粒和保健品环节延伸，打开公司新的增长空间。

#### 风险提示：

- 1、疫情影响出口风险：公司部分产品出口国外，如果海外疫情严重恶化，存在影响公司产品出口的可能。
- 2、汇率变动风险：公司部分产品出口国外，国际形势变化可能带来汇率波动变大。
- 3、坚决反对娱乐大麻等合法化；工业大麻相关业务可能含有政策变动风险、法律合规风险；我国目前从未批准工业大麻用于医用和食品添加。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	192.91	547.82	300.42	336.67	392.87	营业收入	3,063.44	3,265.23	3,755.24	4,208.37	4,910.89
应收票据及应收账款	291.24	298.98	355.98	345.41	508.82	营业成本	2,625.66	2,683.91	3,098.38	3,464.45	3,964.22
预付账款	177.71	233.59	174.60	292.72	262.11	营业税金及附加	9.10	10.24	12.32	13.17	15.62
存货	1,504.73	1,919.88	1,632.44	1,447.07	2,076.69	营业费用	112.37	148.52	157.72	151.50	186.61
其他	172.08	191.89	153.12	169.49	183.87	管理费用	106.70	120.93	133.69	143.08	201.35
<b>流动资产合计</b>	<b>2,338.68</b>	<b>3,192.16</b>	<b>2,616.57</b>	<b>2,591.36</b>	<b>3,424.36</b>	研发费用	29.30	49.21	45.06	63.13	83.49
长期股权投资	0.87	86.46	86.46	86.46	86.46	财务费用	42.35	57.34	43.88	47.85	49.69
固定资产	654.07	853.85	871.18	896.27	913.00	资产减值损失	5.72	(6.98)	2.37	0.37	(1.41)
在建工程	123.93	71.67	79.00	95.40	87.24	公允价值变动收益	(0.45)	0.00	0.15	0.05	(0.08)
无形资产	123.65	143.74	139.03	134.32	129.61	投资净收益	(0.12)	4.75	2.01	15.00	35.00
其他	115.91	159.20	114.90	129.55	134.18	其他	(8.38)	(5.78)	(4.31)	(30.10)	(69.83)
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,018.43</b>	<b>1,314.92</b>	<b>1,290.57</b>	<b>1,342.00</b>	<b>1,350.49</b>	<b>营业利润</b>	<b>141.20</b>	<b>203.10</b>	<b>263.98</b>	<b>339.87</b>	<b>446.24</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,357.11</b>	<b>4,507.08</b>	<b>3,907.14</b>	<b>3,933.35</b>	<b>4,774.85</b>	营业外收入	13.52	11.37	16.36	35.00	40.00
短期借款	1,279.17	1,939.75	1,433.95	868.21	1,425.20	营业外支出	3.74	3.91	3.43	3.69	6.00
应付票据及应付账款	116.67	272.30	18.38	339.91	112.23	<b>利润总额</b>	<b>150.98</b>	<b>210.56</b>	<b>276.92</b>	<b>371.18</b>	<b>480.24</b>
其他	159.94	221.02	248.44	245.14	311.42	所得税	8.55	20.71	28.88	32.08	46.27
<b>流动负债合计</b>	<b>1,555.78</b>	<b>2,433.07</b>	<b>1,700.77</b>	<b>1,453.26</b>	<b>1,848.85</b>	<b>净利润</b>	<b>142.43</b>	<b>189.85</b>	<b>248.04</b>	<b>339.10</b>	<b>433.97</b>
长期借款	0.00	257.56	0.00	0.00	103.21	少数股东损益	(2.86)	(3.72)	(12.39)	(10.13)	(14.38)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>145.28</b>	<b>193.57</b>	<b>260.43</b>	<b>349.23</b>	<b>448.35</b>
其他	61.14	75.37	63.12	66.54	68.35	每股收益(元)	0.28	0.38	0.51	0.68	0.88
<b>非流动负债合计</b>	<b>61.14</b>	<b>332.94</b>	<b>63.12</b>	<b>66.54</b>	<b>171.56</b>						
<b>负债合计</b>	<b>1,616.92</b>	<b>2,766.00</b>	<b>1,763.89</b>	<b>1,519.80</b>	<b>2,020.40</b>						
少数股东权益	(3.93)	(7.02)	(18.79)	(28.75)	(42.80)	<b>主要财务比率</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
股本	513.71	511.87	511.87	511.87	511.87	<b>成长能力</b>					
资本公积	662.00	652.60	690.27	692.32	678.40	营业收入	10.51%	6.59%	15.01%	12.07%	16.69%
留存收益	1,261.87	1,405.19	1,650.17	1,930.43	2,285.38	营业利润	7.62%	43.84%	29.97%	28.75%	31.30%
其他	(693.46)	(821.56)	(690.27)	(692.32)	(678.40)	归属于母公司净利润	1.72%	33.24%	34.54%	34.10%	28.38%
<b>股东权益合计</b>	<b>1,740.19</b>	<b>1,741.08</b>	<b>2,143.25</b>	<b>2,413.55</b>	<b>2,754.45</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3,357.11</b>	<b>4,507.08</b>	<b>3,907.14</b>	<b>3,933.35</b>	<b>4,774.85</b>	毛利率	14.29%	17.80%	17.49%	17.68%	19.28%
						净利率	4.74%	5.93%	6.94%	8.30%	9.13%
						ROE	8.33%	11.07%	12.05%	14.30%	16.03%
						ROIC	7.44%	8.63%	8.53%	11.18%	15.89%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	48.16%	61.37%	45.15%	38.64%	42.31%
						净负债率	62.95%	94.74%	53.16%	22.23%	41.36%
						流动比率	1.50	1.31	1.54	1.78	1.85
						速动比率	0.54	0.52	0.58	0.79	0.73
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	11.83	11.06	11.47	12.00	11.50
						存货周转率	2.06	1.91	2.11	2.73	2.79
						总资产周转率	0.98	0.83	0.89	1.07	1.13
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.28	0.38	0.51	0.68	0.88
						每股经营现金流	-0.11	-0.05	0.97	1.54	-0.90
						每股净资产	3.41	3.42	4.22	4.77	5.46
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	42.31	31.76	23.61	17.60	13.71
						市净率	3.52	3.52	2.84	2.52	2.20
						EV/EBITDA	58.92	13.21	20.56	15.14	13.12
						EV/EBIT	-413.46	16.95	23.24	16.83	14.34

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com