

## 环翠楼(837474)

## 高丽红参滋补食品品牌

## 基本数据

2016年9月1日	
收盘价(元)	-
总股本(万股)	7100
流通股本(万股)	679.9999
总市值(亿元)	-
每股净资产(元)	1.81
PB(倍)	-

## 财务指标

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	23.95	82.54	140.32	238.54	405.52
净利润(百万元)	-1.91	33.04	55.54	97.34	168.41
毛利率	41.40%	75.12%	75.12%	75.12%	75.12%
净利率	-7.95%	40.03%	39.58%	40.81%	41.53%
净资产收益率	-3.78%	50.10%	67.35%	118.05%	204.23%
每股收益(元)	-0.03	0.56	0.96	1.68	2.90

## 投资评级: 买入(首次)

**产品种类丰富。**公司成立于2012年,主要从事高科技含量高丽红参相关产品的研发、生产和销售。公司主要产品为各种高丽红参产品,包括高丽红参茶、100%天参破壁颗粒、高丽红参酒系列、高丽红参+系列、高丽红参蜜片、高丽红参蜜膏、高丽模压红参等,涵盖40多个品种。

**高效的销售渠道。**公司构建了全方位的销售渠道,引入前“极草”销售团队,帮助公司迅速打开全国市场。公司产品2014年底面向市场以来,2015年实现了8,000多万的收入和3,000多万的利润。公司目前已推出环翠楼天猫旗舰店,实现了线上线下共同发展。

**收入增长迅速。**2015年,公司实现收入8254万元,同比增长1834.25%;实现净利润3304万元,净利润同比增长244.61%,净利润远高于前两年。

## 盈利预测

预测公司2016、2017、2018年归属于上市公司股东的净利润分别为5554万元、9734万元、16841万元,每股收益分别为0.96元、1.68元、2.90元。

## 风险提示

贷款提供担保风险,食品安全风险,短期偿债风险。

研究员 兰海莹

[lanhaiying@wtneeq.com](mailto:lanhaiying@wtneeq.com)

010-85715117



## 目 录

■ 风险分析 .....	1
■ 高丽红参滋补食品品牌 .....	2
■ 政策开放促进拓宽下游市场，行业需求扩大 .....	3
■ 注重产品研发，扩建销售渠道 .....	4
■ 业务规模扩大，收入增长迅速 .....	5
■ 盈利预测 .....	8

## 图表目录

图表 1 环翠楼部分产品展示.....	2
图表 2 前十大股东持股比例.....	3
图表 3 2008-2014 年我国老年人口抚养比 .....	3
图表 4 2008-2014 年我国药材出口情况 .....	4
图表 5 环翠楼研发实验室一览.....	5
图表 6 营收、净利润与三板同类企业对比.....	5
图表 7 盈利能力与三板同类企业对比.....	6
图表 8 2013-2015 年环翠楼收入、利润及增长情况 .....	6
图表 9 环翠楼期间费用率.....	7
图表 10 环翠楼盈利预测.....	8

## ■ 风险分析

### ● 控制人与管理层

为了满足公司生产经营需要，公司向威海市商业银行光明支行贷款4,000万元，并由公司实际控制人高晖富及其控制的关联企业威海环翠楼大药房连锁有限公司、关联方隋丽霞、公司的全资子公司立华植物纤维制品（威海）有限公司提供担保。担保期限自2016年6月8日起至2018年6月8日止。

### ● 行业与业务经营

**产业政策变化风险。**2012年卫生部发布关于批准人参（人工种植）为新资源食品的公告（2012年第17号），批准5年及5年以下人工种植人参可以作为新资源食品，人参行业得到了政策松绑，而韩国早在此之前就认定人参可以作为食品，韩国人参产业也以人参食品及相关生活用品为主。而我国在此之前人参及相关制品都不能作为食品，相关企业不能取得食品生产许可证，产品应用范围受限。因此人参作为一种特殊作物，其相关产业发展受政策影响比较大。

**食品安全风险。**公司产品可能出现食品安全问题的环节为：一是原材料采购环节，如果所采购的原材料出现严重的重金属或农药残留超标情况，将引发食品安全问题。二是在食品流通环节可能受到二次污染。如果公司产品出现食品安全事件，公司及相关人员将可能受到监管机构的行政处罚甚至面临刑事处罚，公司将承担赔付责任，声誉和经营业绩将会受到不利影响。因此存在因质量控制出现失误而带来的产品质量和食品安全风险。

### ● 财务方面

公司2013年末、2014年末及2015年末的资产负债率分别达到62.41%、74.29%和58.98%，资产负债率偏高，流动比率和速动比率较低，短期偿债风险较高。

## ■ 高丽红参滋补食品品牌

公司成立于 2012 年，主要从事高科技含量高丽红参相关食品的研发、生产和销售。公司建立了由中韩专家组成的高丽红参研发团队，与中国科学院西北高原生物研究所组建了红参研发中心。

公司主要产品为各种高丽红参产品，包括高丽红参茶、100%天参破壁颗粒、高丽红参酒系列、高丽红参+系列、高丽红参蜜片、高丽红参蜜膏、高丽模压红参等，涵盖 40 多个品种。

公司采用进口韩国高丽人参为原料，运用补元、固本、平衡的中医理论，挖掘中韩民间制参古法，集纳当今世界科学制参技术，形成了独特的红参炮制技艺，使人参的颜色由白变红，性情由火变温，效能由猛变衡。公司研发出更适合中国人体质，更适合中国人口味的高丽红参品牌——环翠楼红参。

公司在品牌运作方面，公司通过强势的上线投入，如高铁杂志、飞机杂志，锁定高端人群，定位精准，强化品牌的宣传。通过品牌宣传，与市场招商，地面样板市场的建立，终端拦截等，完成品牌的建设。在提升品牌影响力的同时，促进市场拓展。公司从市场运作之初，即重视品牌对市场运作的影响，从产品包装，到媒体投放，都以树立品牌形象为核心要务，市场推广与品牌建设同步推进。

图表 1 环翠楼部分产品展示



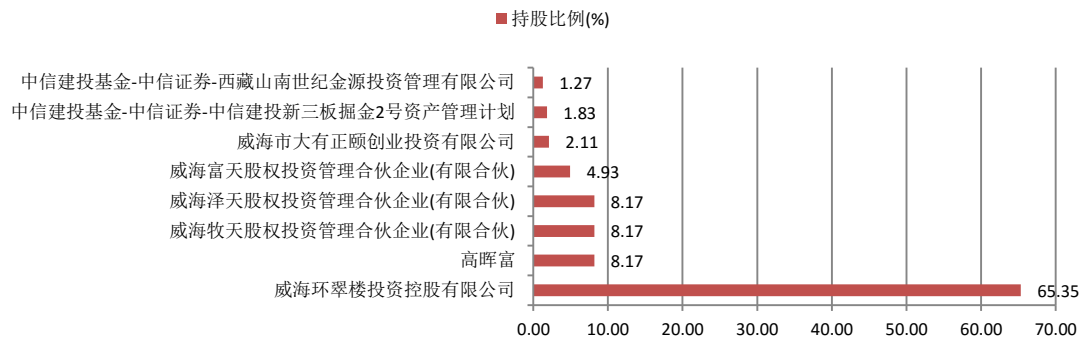
资料来源：公开转让说明书

公司实际控制人高晖富为执业中药师，担任威海市医药流通行业协会会长，在医药批发、零售等方面富有经验。且高晖富曾就职于威海市富天广告有限公司，有多年广告业从业经历，营销理念较好，对于产品定位精准、营销团队建设、销售渠道构造等有着较强的管理能力。

前十大股东中有两只基金资产管理计划——中信建投基金-中信证券-中信建投新三板掘金 2 号资产管理计划和中信建投基金-中信证券-西藏山南世纪金源

投资管理有限公司，持股比例分别为 1.83% 和 1.27%。

图表 2 前十大股东持股比例



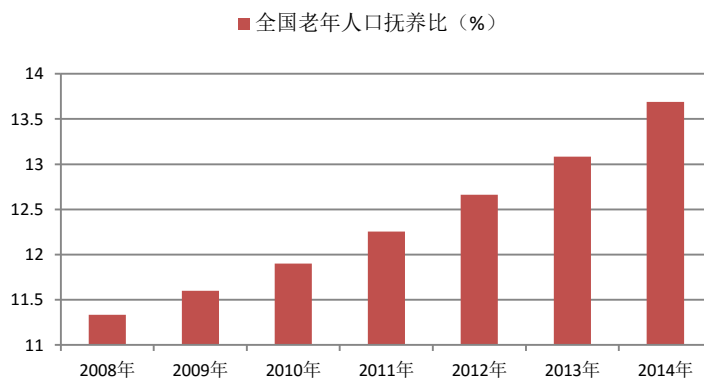
数据来源: choice

## 政策开放促进拓宽下游市场，行业需求扩大

### ● 老龄化加剧带动市场需求

近年来国内外市场对人参的需求量逐年增长，而且数量庞大。由于人参为药食两用品种，药用价值很高，具有大补元气，补脾、益气生津、宁神益智等许多功效，除大量用于配方药外，许多制药公司利用人参开发了大量成药。

图表 3 2008-2014 年我国老年人口抚养比



数据来源: 国家统计局

注: 老年人口抚养比指老年人口数与劳动年龄人口数之比, 表示每 100 名劳动年龄人口要负担多少名老年人。

近年来我国老年人口抚养比持续增长，我国已逐步迈入人口老龄化时期。随着国内人口老龄化的加剧、人们对健康和自我保健意识的增强以及居民支付能力的提高，必将刺激滋补营养类产品（人参产品）的需求。由于我国居民对人参具有中药保健属性的传统认知，人参类保健滋补品更易被我国老年人接受。

### ● 政策放开人参应用限制，拓宽下游渠道

人参具有药食同源的属性，但中国的《卫生法》规定人参不能进入食品，只能进入药品和保健食品，受此影响，中国人参产业在市场和产品开发上受到很大

限制。2012年，我国将人参认定为新资源食品，强调“5年及5年以下人工种植的人参”可以作为新资源食品，扩大了人参的应用范围，人参行业得以进入更广泛的食物、日用品市场，从政策上保证了人参产业的繁荣发展。

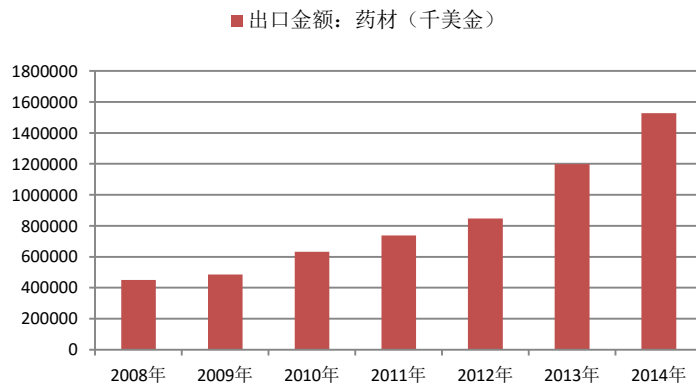
● 国内行业集中度较低，中小企业居多

中国有近2万家从事人参种植、加工和贸易的涉参企业，但却是典型的小而散，没有一家大型、著名品牌的龙头骨干企业，以致一部分中小企业只能依附于韩国等外资企业或强势品牌。虽然中国人参产量占全球的70%以上，世界人参总产值约500亿元，但中国只占16亿元，不到世界总产值的4%，我国人参的产量与产值相差20多倍，主要是因为国内大部分人参产品以原参干燥为主、中药切片为辅，深加工产品少，附加值较低。销售渠道主要集中在国内礼品市场和中药材原料市场。在国内的人参行业中，还没有一家具有代表性的，受到大众普遍认可的品牌。

● 药材出口市场升温

我国人参制品的出口需求量在逐年升温，销售范围日渐拓宽。目前，除港、澳、台地区市场外，人参制品还出口到日本、韩国、美国、英国、俄罗斯、加拿大、东南亚、北欧等国家和地区。目前人参制品的市场价格稳中有升，市场缺口、国内外市场需求升温，造就了人参产品的巨大商机。我国人参出口以药材为主，根据国家统计局统计数据，近年来药材出口金额连年上升。

图表4 2008-2014年我国药材出口情况



数据来源：国家统计局

■ 注重产品研发，扩建销售渠道

● 产品线种类丰富

目前，国内企业的人参产品以中国长白山人参为原料生产原支参为主，深加工制品少，产品同质化现象突出。公司由于注重培养研发实力，推出新产品的能力远超国内外同类企业。公司生产的高丽红参茶和高丽红参蜜膏受到消费者喜爱，已获得QS认证的高丽红参酒和高丽红参+系列产品在国内独树一帜。除此之外，目前已开发的产品有高丽红参切片、高丽红参蜜片、高丽红参破壁粉加系列等高

端产品；正在开发的有精细高丽红参提取物、化妆品以及和国内科研机构合作的高丽红参养生汤等。

### ● 科研实力强大

图表 5 环翠楼研发实验室一览



资料来源：公司网站

公司建立了与中国科学院西北高原生物研究所联合的红参研发中心，由十余名国内人参专家、博士参与，是“国字号”红参研发中心，同时公司从韩国聘请制参专家，与韩国人参联合会建立了长期的战略合作关系，公司聘请山东大学退休博导张崇禧教授为技术中心总监。张教授有 30 多年人参研发与教学经验，为国内知名人参专家。公司从韩国、欧美国家进口了当今先进的设备，研发实力居于领先水平。目前公司已经取得国家专利证书 27 项。

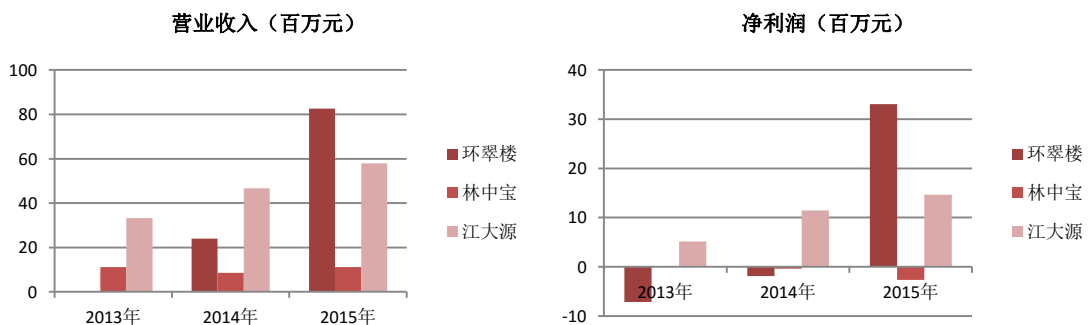
### ● 具备营销优势，高效的销售渠道体系

公司在成都成立销售子公司，主打全国高端产品销售，在上海、威海成立销售事业部主打全国中低端市场，构建了全方位的销售渠道。公司营销团队引入前“极草”团队，其对于高端滋补品运营有成熟的经验，曾创造极草的优异营销成绩，也熟悉和了解各区域的优质潜在代理商，能够帮助公司迅速打开全国市场。公司产品 2014 年底面向市场以来，2015 年实现了 8,000 多万的收入和 3,000 多万的利润，体现了公司较强的营销能力。同时，公司在做好实体行业的基础上，发展起互联网模式，目前已推出环翠楼天猫旗舰店，实现了线上线下共同发展。

## ■ 业务规模扩大，收入增长迅速

### ● 规模稳步扩张，净利润迅速增长

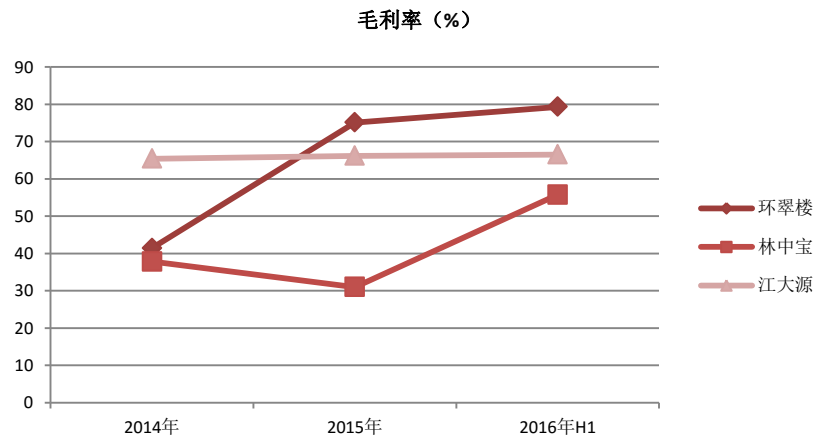
图表 6 营收、净利润与三板同类企业对比



数据来源：choice

新三板挂牌的滋补保健类食品企业还有林中宝、江大源。林中宝从事灵芝类保健品及食用菌产品的研发、生产和销售，江大源从事以蜂胶系列产品为主的保健品的研发、生产和销售。与同类企业相比，环翠楼起初规模不大，2013年由于环翠楼处于新筹建期，无销售收入，但近年营收增长迅速，规模逐渐扩大，2015年环翠楼营业收入为8524万元。横向比较来看，虽然2013-2014年由于公司处于产品推广初期，均未能实现盈利，但随着公司业务的扩张、销售的增长，公司在2015年实现了盈利3304万元，净利润远高于前两年，盈利规模远超同类企业。

图表 7 盈利能力与三板同类企业对比

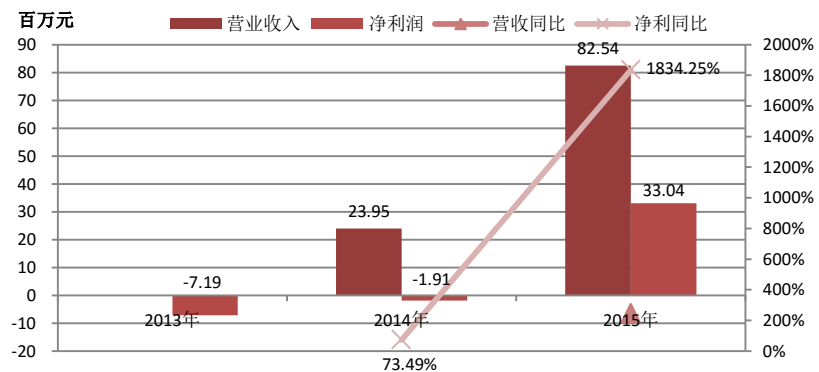


数据来源: choice

相比同类企业，环翠楼毛利率水平相对较高，具备一定优势。毛利率自2015年起大幅上升的主要原因，主要是因为2015年加大研发新产品，陆续生产出附加值比较高的红参产品，比如高丽红参酒及高丽红参破壁粉，附加值比较低的红参蜜片销售比例下降，从而提高了整体的毛利率。高丽红参酒的毛利率高的原因一是前期半成品的费用已摊销到2014年生产的成品中，二是公司对原材料的利用率大幅提高，废料率降低，导致单位直接材料成本下降。

## ● 营业收入较快增长

图表 8 2013-2015年环翠楼收入、利润及增长情况



数据来源: choice

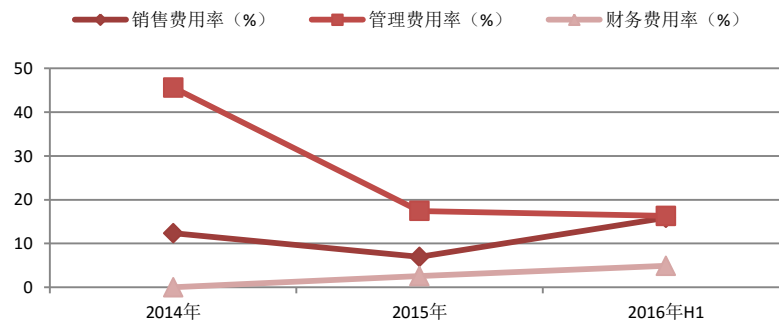
2015年，公司实现收入8254万元，同比增长1834.25%，净利润3304万元，

净利润同比增长 244.61%。

收入和净利润均实现较高增长,主要原因一方面受益于国家对人参作为新资源食品的规定,公司产品顺应国家政策,同时公司对产品大力推广,获得部分代理商认可,越来越多代理商销售公司产品,尤其是高丽红参茶和红参酒销售大幅增长,导致公司主营业务收入大幅增长。另一方面,由于公司产品的定价方式采取了按包含原有销售底价和市场推广费的市场价定价,每年根据市场情况调整销售价格,这导致公司产品的销售单价大幅上升。

### ● 公司费用控制良好,期间费用率总体减少

图表 9 环翠楼期间费用率



数据来源: choice

公司销售费用主要包括职工薪酬、宣传费、差旅费等,2016 上半年销售费用率增长的主要原因即随着公司产品销售渠道的开发,公司加强了自身销售团队的建设 and 产品开发推广的力度。

2014 年度管理费用高达 45.61%,主要原因是:公司一直高度重视产品的创新和研发,并于 2014 年加大研发投入;会议费的增加主要产生于公司与中科院、韩国人参联合会等开展的学术交流会议,以及不定期的员工培训会和产品推介会;公司于 2014 年购置字号为威临港国用(2014)第 045 号土地,导致税金费用增加;公司为拓展更多业务,车辆使用费和招待费大大增加。2015-2016 上半年,由于公司实行了较好的费用控制,管理费用未出现大幅增长。

公司的财务费用率保持稳定,主要为银行借款产生的利息支出,金额较小,对利润规模的影响不大。

## ■ 盈利预测

根据对行业状况及公司情况的分析,对公司进行盈利预测,预测公司 2016、2017、2018 年归属于上市公司股东的净利润分别为 5554 万元、9734 万元、16841 万元,每股收益分别为 0.96 元、1.68 元、2.90 元。

图表 10 环翠楼盈利预测

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	23.95	82.54	140.32	238.54	405.52
净利润(百万元)	-1.91	33.04	55.54	97.34	168.41
毛利率	41.40%	75.12%	75.10%	75.10%	75.10%
净利率	-7.95%	40.03%	39.58%	40.81%	41.53%
净资产收益率	-3.78%	50.10%	67.35%	118.05%	204.23%
每股收益(元)	-0.03	0.56	0.96	1.68	2.90

## 【分析师声明】

本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该行业或公司的看法,并且以独立的方式表述,研究员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观点无直接或间接的关系。

## 【免责声明】

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的观点、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,不保证该信息未经任何更新,也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下,报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价,亦不构成个人投资建议。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

## 【评级说明】

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先三板成分指数指数 15%以上;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与三板成分指数的变动幅度相差-15%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后三板成分指数 15%以上。

梧桐研究公会

电 话: 010-85715117

传 真: 010-85714717

电子邮件: [wtlx@wtneeq.com](mailto:wtlx@wtneeq.com)

