

乐陶陶(839638)

计划全产业链布局的贵细类饮片企业

基本数据

2017年1月9日	
收盘价(元)	-
总股本(万股)	5000
流通股本(万股)	2338
总市值(亿元)	-
每股净资产(元)	1.16
PB(倍)	-

财务指标

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	32.13	150.05	195.07	224.32	257.97
净利润(百万元)	-3.23	9.75	10.38	13.46	17.54
毛利率	25.1%	21.9%	20.7%	20.4%	20.4%
净利率	-10.1%	6.5%	5.3%	6.0%	6.8%
ROE	-39.0%	45.3%	15.6%	17.1%	18.7%
EPS(元)	-0.06	0.20	0.21	0.27	0.35

投资评级：中性（首次）

贵细类中药饮片企业。公司主要产品为中药饮片（参茸产品）及海参虫草保健品，主要分为西洋参、大力参、红参、燕窝、蛤蟆油、冬虫夏草等养生保健品。

低农残原料巩固竞争优势。随着《中国药典》2015年版第一部对西洋参检测标准的出台，公司大批量采购符合标准的低农残西洋参。这一举措保证了产品质量，巩固了公司的竞争优势，更避免了产品价格下跌风险，为公司高毛利品牌产品做储备。

研发出首款冻干速食燕窝。公司燕窝产品从2012年开始引进FD冻干技术，历时三年成功研发出首款冻干速食燕窝，成为国内首家通过FD技术燕窝企业标准备案认证的企业。该项速食燕窝的制作技术已于2015年9月办理了发明专利的申请，目前正处于实质审查阶段。

打造全产业链闭环。公司计划布局集产地至消费终端的全产业链，逐步成为国内健康滋补领导企业。2017年，终端销售网点达到2万家，完成3款新品上线，拓展除OTC以外的销售渠道；2018年，终端销售网点达到5万家，建立韩国人参技术研发中心，收购3000亩上游原料种植基地。

计划建设旅游工厂。公司计划建立新型旅游观光生产基地，三年内建成新型观光旅游式生产工厂并投入使用。

盈利预测

预测公司2016-2018年归属于上市公司股东的净利润分别为1038万元、1346万元、1754万元，每股收益分别为0.21元、0.27元、0.35元。

风险提示

原料价格波动风险，短期偿债风险。

研究员 王静

wangjing@wtneeq.com

010-85715117



目 录

风险分析	1
高档保健品生产企业	2
西洋参原料价格走低	3
产品知名度上升，速食燕窝技术领先	4
收入大幅扩张，计划收购原料基地	5
盈利预测	7

图表目录

图表 1 公司主要产品介绍构成.....	2
图表 2 2016 年 11 月 22 日（首发上市）股东持股情况	3
图表 3 国内参茸保健品代表企业.....	3
图表 4 西洋参价格走势.....	4
图表 5 公司收入及构成情况.....	5
图表 6 公司费用率和利润率指标.....	6
图表 7 公司销售收入客户占比情况.....	6
图表 8 公司发展规划.....	7
图表 9 公司盈利预测.....	7

■ 风险分析

● 控制人与管理层

公司挂牌后，未发生控股股东减持、质押以及对外担保等行为。

● 行业与公司经营

市场竞争风险。目前公司具有 GMP 中药饮片加工资质，在加强西洋参初加工市场开发的基础上，增强自身竞争实力，但由于企业转型的时间相对较短，品牌竞争相对缺少优势，和同行业已深耕多年的竞争对手比较，仍存在市场竞争带来的风险。

原料价格波动风险。公司产品的主要原材料是中药材，中药材的价格易受到供求关系、自然气候、重大疫病等影响，而原材料的价格波动将对公司的生产成本和经营利润产生直接影响。

客户集中度较高的风险。2016 年 3 月末、2015 年末、2014 年末公司前五大客户的销售收入占相应期间营业收入的比例分别为 68.13%、71.19%、52.84%，存在客户集中度较高的风险。目前，公司与前五大客户建立了长期稳定的合作关系。但如果客户流失或需求发生不利变动，且公司未能及时拓展新客户或销售渠道，则会对公司的经营业绩产生不利影响。

● 财务

应收账款金额较大风险。2016 年 3 月末、2015 年末、2014 年末公司应收账款净额分别为 1.02 亿元、1.06 亿元、641.48 万元，应收账款净额较高较为集中。一旦发生大额坏账，将对公司的经营产生不利影响。

存货余额较大的风险。公司存货余额在较高水平，2016 年 3 月末、2015 年末、2014 年末存货净额占总资产比率为 52.18%、42.78%、35.88%，存货占比逐年提高，存货周转率逐年降低，大量的存货不仅占用了公司较多的营运资金，同时也降低了资产的流动性。尽管公司调整经营策略，提高西洋参的利用效率以降低存货发生减值及存货管理的风险，但仍无法完全消除存货余额较大所带来的风险。

短期偿债风险。2016 年 3 月末、2015 年末、2014 年末，母公司资产负债率分别达到 92.51%、90.72%和 92.33%，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。公司短期借款余额较高，货币资金较少，偿还借款的资金主要来源于销售回款，如果销售回款不及时，公司将存在到期债务不能偿还的风险。

■ 高档保健品生产企业

公司是一家经过 GMP 认证的成长型的中药饮片（参茸产品）生产加工与销售企业。主要产品为中药饮片（参茸产品）及海参虫草保健品，主要分为西洋参、大力参、红参、海参、燕窝、蛤蟆油、冬虫夏草等养生保健品。

图表 1 公司主要产品介绍构成

产品	图示	产品介绍
西洋参		精选长白山 4 年期软枝西洋参；无农药残留，无添加，无硫磺熏制；高达 37 种人参皂苷、多糖、微量元素等；具有滋阴补气、宁神益智、提高免疫力、保护心血管系统、清热生津的功效。
红参人参		均为精选长白山 4 年期圆参。 红参具有大补元气、益血养心安神的作用；能调节神经、心血管及内分泌系统；提高脑、体力活动能力和免疫功能，增强抗应激、抗疲劳、抗肿瘤、抗衰老、抗辐射。 大力参可补气、养津；缓解脾胃虚弱、肺气不足等症状；具有安神增智、养心宁神、扶正祛邪之功。
燕窝		燕窝滋阴润肺，补而不燥；养颜美容使皮肤光滑、有弹性和光泽；益气补中促进血液循环，增进胃的消化和肠道吸收力，治疗胃气虚、胃阴虚所致的反胃、干呕等症；还可治疗肺阴虚、咳嗽、盗汗、咯血等症。
参鹿压片		科学创新萃取技术精工制造，最大价值的释放纯天然的滋补品人参的价值，以最利于人体吸收的小分子状态、科学量化灌装，方便携带和饮用的同时，兼顾人体每日的营养需求用量。

资料来源：公开转让说明书

公司主要产品为西洋参，具有很大药用价值，也可用来作为日常保健用食品。西洋参中的皂甙可以有效增强中枢神经，达到静心凝神、消除疲劳、增强记忆力等作用，可适用于失眠、烦躁、记忆力衰退及老年痴呆等症状。当前西洋参等保健产品的消费者主要是中老年人，随着人口老龄化的加剧，对西洋参等保健产品的需求也会不断增长。

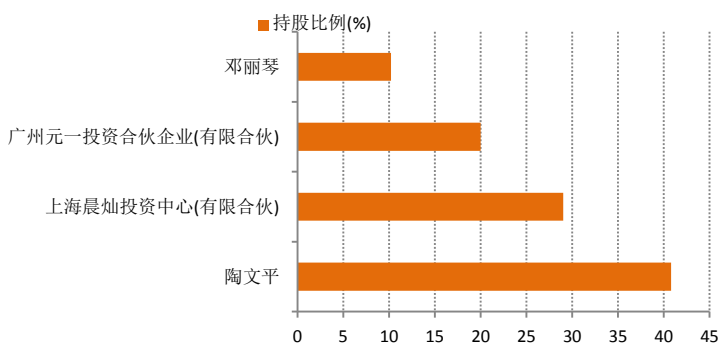
陶文平为公司的控股股东，陶文平、邓丽琴夫妇为公司实际控制人。

陶文平，1969 年生，清华大学光华管理学院经营与创新 CEO 结业。曾从事个体经营，任通化市鑫磊土特产有限公司总经理；现任公司董事长、总经理。

邓丽琴，1968 年生，初中学历。曾从事个体经营，任通化市鑫磊土特产有

限公司销售员。

图表 2 2016 年 11 月 22 日（首发上市）股东持股情况



数据来源：choice

■ 西洋参原料价格走低

● 参茸保健药品行业经历发展黄金期

经过 20 年左右的发展，随着人参、鹿茸、冬虫夏草等贵细中药材的价值回归，高档保健药品行业在 2009 年后迎来了发展的黄金时期。目前，国内参茸保健药品行业基本形成了全国性企业、区域性企业和其它一些规模较小企业并存的格局。

全国性企业销售网络比较完善，产品比较丰富，如北京同仁堂、雷允上药业、龙宝参茸、康美新开河等；区域性企业主要覆盖国内部分区域，其品牌在所在区域内具有一定影响力，如香港东方红控股有限公司、雷允上饮片厂、胡庆余堂、采芝林等；另外一些规模较小的企业，以批发产品原料或者销售散装的中药饮片及参茸产品为主，其中，人参、鹿茸类企业以东北三省最多。

图表 3 国内参茸保健品代表企业

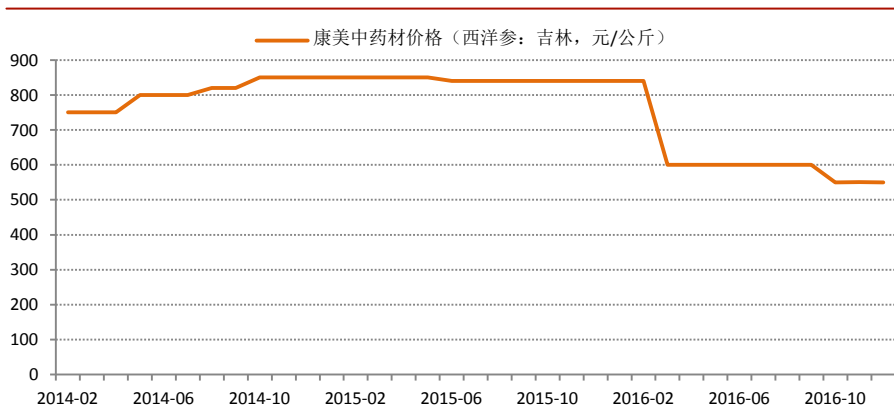
公司简称	布局
正官庄六年根商业（上海）有限公司	韩国人参公社 100%投资企业，主要经营“正官庄”高丽参及红参，在中国内陆设有 6 家分公司。
同仁堂	中药行业著名的中华老字号品牌，经营各种参茸制品。
上海雷允上药业有限公司	是上海医药控股的大型中药企业，旗下“神象”品牌是参茸名贵中药材及其滋补品的专营品牌，“神象”牌参茸形象销售专柜广泛分布在以上海为中心的长三角地区。
龙宝参茸股份有限公司	主要从事人参、西洋参、冬虫夏草等滋补保健品类中药材饮片的加工与销售，以及野山参的种植。 主要产品有红参、白参，高丽参、野山参、冬虫夏草、鹿茸、哈士蟆油以及其他精制中药饮片等。 公司产品覆盖全国多个省市地区，在北京、上海、浙江、广州、江苏、福建各大商场、百年知名药店设立了形象专柜。
康美新开河（吉林）药业有限公司	康美药业全资子公司，是集人参种植、加工、销售、研发为一体的专业人参经营企业。经营范围为人参；二、三类中药材；土特产品种植销售；野山参、哈蟆油、鹿茸的收购及销售等。

资料来源：公开转让说明书

● 供应增加使西洋参价格走低

西洋参自 2010 涨价，极大的刺激了参农的种植积极性，近几年西洋参种植面积呈逐年增加的态势。西洋参生长周期至少 4 年，2014-2015 两年的产量导致国产西洋参价格下滑。进口西洋参价格昂贵，对国内西洋参价格影响非常有限。

图表 4 西洋参价格走势



数据来源: choice

相对使用量来讲，目前高农残西洋参已经处于供大于求的状态，加上前几年库存并未消耗殆尽，使得供需失衡状态加剧。国内经济形势不佳，反腐措施不断加强，使得高农残西洋参、人参等中高端产品需求受到很大冲击。

■ 产品知名度上升，速食燕窝技术领先

● 品牌知名度上升

公司主要产品为贵细类中药饮片，以国产西洋参饮片为主打产品，从 2015 年初开始将主营业务从批发转型至品牌营销。相对进口西洋参，国产西洋参价格实惠，国内需求量大，是国内中高端消费群体的首选。

公司经营规模不断上升，在同行业中排名前列，“千年珍”、“雪然”、“乐陶陶”、“哈润”牌燕窝、参茸滋补品等系列保健品因质量过硬，被消费者一致好评。

2015 年 9 月，公司与东阿阿胶签署《合资经营协议》，双方约定共同出资设立广东聚力源药业有限公司，并授权聚力源的产品使用东阿阿胶商号。聚力源系公司的控股子公司，主要业务为滋补保健类产品的生产和经营，其产品可以使用东阿阿胶 LOGO 或“东阿阿胶监制”字样的商号标示，后续单独注册商标时也可与上述商号一并在产品上使用。

● 低农残原料巩固竞争优势

随着《中国药典》2015 年版第一部对西洋参检测标准的出台，公司积极做出经营方针的调整，大批量采购符合标准的低农残西洋参。这一举措，不仅保证了产品质量，巩固了公司的竞争优势，更避免了产品价格下跌风险，且为公司高毛利品牌产品做储备。

目前终端西洋参成品的零售价格已经因标准提高出现大幅提升，行业内如康美西洋参产品零售价上调 40% 以上，乐陶陶千年珍西洋参产品零售价格最高上调 35% 以上。随着终端市场西洋参的消费持续增长，而符合农残标准的低残西洋参原料供给不足，低残西洋参的价格将小幅回涨。

● 研发出首款冻干速食燕窝

公司燕窝产品从 2012 年开始引进 FD 冻干技术，历时三年成功研发出首款冻干速食燕窝，成为国内首家通过 FD 技术燕窝企业标准备案认证的企业。

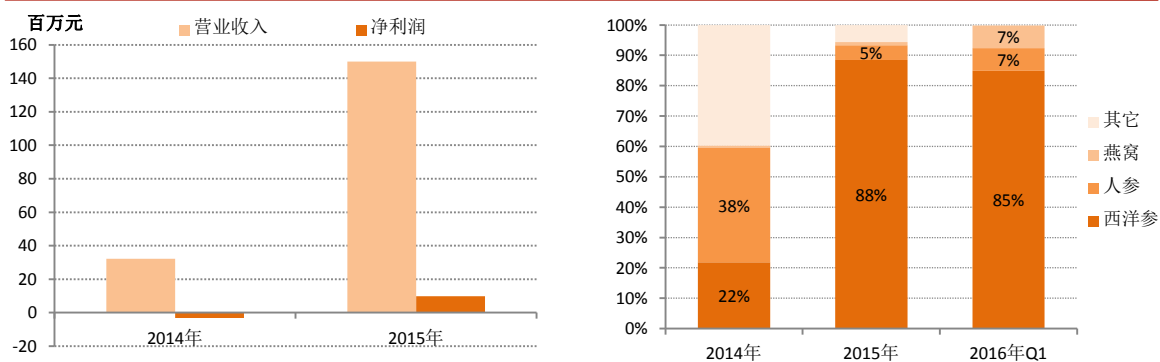
FD 技术是在超低温状态下，使燕窝中的水份从冰态直接升华干燥，保持了燕窝各种成份不流失、不氧化、不变性，色泽不改变，保持原状且脱水彻底，吸水后复原性强，便于长期贮存和方便携带。经 MA 认证的检验机构检测数据显示，应用 FD 技术生产的乐陶陶速食燕窝与传统优质干燕窝相比，食用准备时间从 5 小时以上减少到仅需 10 分钟，随时随地可以享受美味，且具有 2 降 2 升的绝对优势：含水量降低 90% 以上，亚硝酸盐含量降低 60% 以上，蛋白质含量提升 40% 以上，唾液酸提升 10% 以上。

对于该项速食燕窝的制作技术，公司已于 2015 年 9 月办理了发明专利的申请，目前正处于实质审查阶段。

■ 收入大幅扩张，计划收购原料基地

● 收入规模大幅扩张

图表 5 公司收入及构成情况

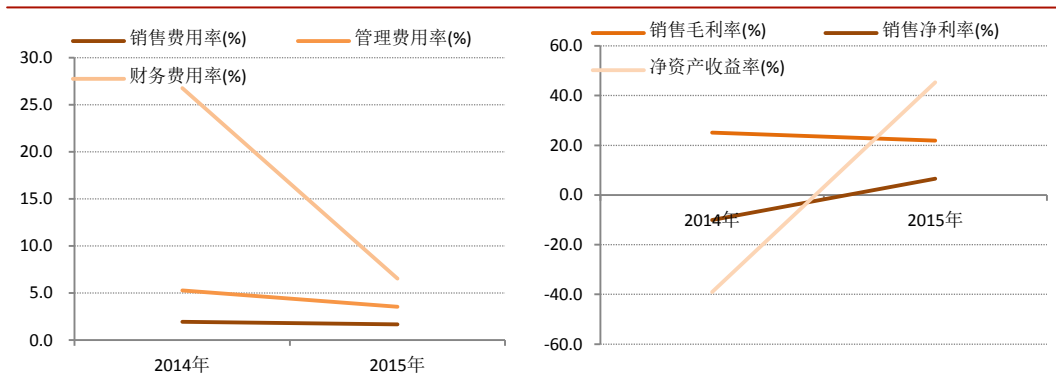


数据来源：choice

公司主营业务为中药饮片、人参制品、燕窝的加工销售，西洋参饮片的销售为公司主要的收入来源。公司根据市场考察情况，扩大对西洋参饮片的研发及生产，打开了公司客户群体，销量不断攀升，销售收入不断增加。

公司 2015 年实现营业收入 1.5 亿元，同比增长 367%，净利润 975 万元，实现扭亏。

图表 6 公司费用率和利润率指标

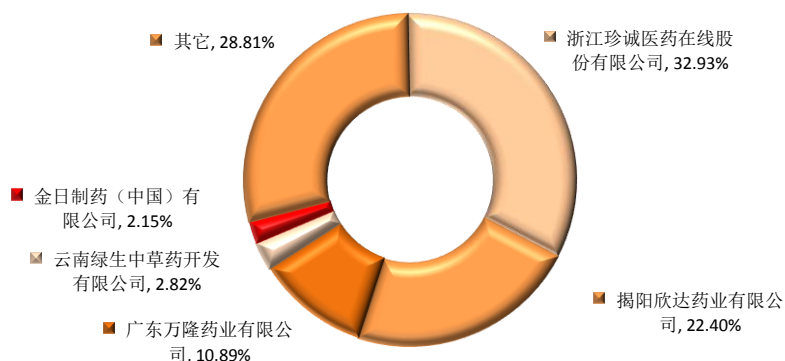


数据来源: choice

公司经营层决定在自有品牌建立期间先采取占领全国市场份额的高品质平价销售政策,使公司毛利率有所降低。分品种看,受大市场环境的影响,2015年西洋参类产品售价较2014年下降13%,毛利率下滑;人参类产品毛利率变化不大;燕窝类产品毛利率上升,主要是燕窝产量下滑,而需求增长使得燕窝价格不断上升。

公司营销方式为直接销售,利用自己的营销力量将产品直接销售给消费者或用户,无须中间商介入的销售方式。产品销售渠道短,能迅速进入市场。客户群体主要分四类:医药流通企业,医药制造企业,商超百货类企业,其他直接消费者。

图表 7 公司销售收入客户占比情况



数据来源: 公开转让说明书

主要客户销售占比较高。目前公司客户以医药制造企业为主,医药流通企业和商超百货类企业为辅,同时公司也开设了网上商店,拓宽了公司的销售渠道。公司主要客户销售占比较高,前五大客户销售额占全部收入的70%以上。

随着“乐陶陶”、“千年珍”、“年轻要素”等品牌影响力的提升、参茸产品消费量的递增及公司实力的提高,采用专卖店进行直营销售将会是未来的发展方向之一。

● 计划建设旅游工厂

公司是业内少数拥有原材料种植收购、生产研发、销售批发及品牌运营于一体的健康滋补全产业链企业之一，未来将充分整合、挖掘自身的全产业链优势，同时研发先进的生产设备及深加工产品，创新发展传统滋补产业，打造集产地至消费终端的全产业链闭环，逐步成为国内健康滋补领导企业。

图表 8 公司发展规划

2017年	终端销售网点达到2万家，完成3款新品上线，完成旅游工厂的建设，拓展除OTC以外的销售渠道，上游原料种植基地收购准备；
2018年	终端销售网点达到5万家，建立韩国人参技术研发中心，旅游工厂投入使用，完成收购3000亩上游原料种植基地；
2019-2020年	成为国内健康滋补行业前三名；2020年，完成全国市场战略布局。

资料来源：公开转让说明书

公司计划建立新型旅游观光生产基地，三年内建成新型观光旅游式生产工厂并投入使用，同时建成新型深加工产品生产线，使公司产品形成覆盖原形态传统滋补品、饮片成品到更方便的现代时尚的深加工商品。

■ 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2016-2018年归属于上市公司股东的净利润分别为1038万元、1346万元、1754万元，每股收益分别为0.21元、0.27元、0.35元。

图表 9 公司盈利预测

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	32.13	150.05	195.07	224.32	257.97
净利润(百万元)	-3.23	9.75	10.38	13.46	17.54
毛利率	25.1%	21.9%	20.7%	20.4%	20.4%
净利率	-10.1%	6.5%	5.3%	6.0%	6.8%
ROE	-39.0%	45.3%	15.6%	17.1%	18.7%
EPS(元)	-0.06	0.20	0.21	0.27	0.35

资料来源：choice,梧桐公会

【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。

流动性评级参考债券评级,暂定为 A(AA、A)、B(BA、B、BC)、C、D 等 4 类 7 级,分别代表新三板全体挂牌股票中流动性较好、一般、较差、很差等四个等级。

本报告将首次发布于 D3 研究平台。D3 研究是一个付费研究报告交流分享平台。在平台中您可以阅读别人的研究成果,提出对某家特定企业的研究需求,也可以完成别人的悬赏任务,或者将您的研究成果直接变现。微信用户在微信端通过搜索 D3 研究或扫描二维码的方式查找到 D3 研究公众号并关注后,即可成为 D3 研究的用户。



梧桐研究公会

电 话: 010-85715117

传 真: 010-85714717

电子邮件: wtlx@wtneeq.com

