

嘉禾生物 (833799)

国际视野，一站式产品服务

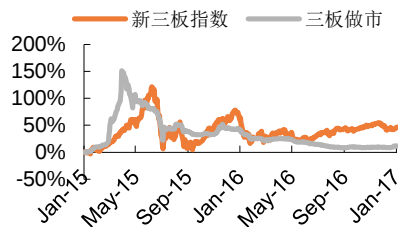
推荐 (首次)

现价: 12.00 元

主要数据

行业	生物医药
公司网址	www.jiaherb.com
大股东/持股	张玉琴/41.06%
实际控制人/持股	张玉琴、杜小虎/72.08%
总股本(百万股)	109.59
流通 A 股(百万股)	-
流通 B/H 股(百万股)	-
总市值 (亿元)	13.15
流通 A 股市值(亿元)	-
每股净资产(元)	3.55(2016 年中报)
资产负债率(%)	53.72(2016 年中报)

行情走势图



证券分析师

陈建文 投资咨询资格编号
S1060210050001
0755-22625476
Chenjianwen002@pingan.com.cn

邵青 投资咨询资格编号
S1060511010002
0755-22622740
Shaoqing001@pingan.com.cn

鄢祝兵 投资咨询资格编号
S1060210050001
0755-22621410
Yanzhubing290@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

- **我国规模最大的植物提取物生产企业之一：**嘉禾生物 2015 年 10 月挂牌新三板，2016 年 6 月入选创新层，目前采用协议转让交易方式。近年来，公司业绩持续增长，2015 年收入和净利润分别为 6.19 亿元和 4472 万元。公司已成为我国规模最大的植物提取物生产企业之一，2014~2016 年连续三年位居植物提取物出口前三强。
- **我国植物提取物行业快速发展，逐步走向规范：**随着国际市场需求增长以及我国对外贸易的发展，我国植物提取物行业快速发展，2010 年以来出口额复合增速超过 20%，并于 2015 年达到 21.6 亿美元。受制行业标准缺失，我国植物提取物呈粗放发展。近年来，中国医药保健品进出口商会积极推动，出台多项产品质量标准，推出“植物提取物优质供应商”认证(GEP 认证)。我们预计随着标准完善，行业将逐步步入规范运行，龙头企业有望受益。
- **公司具备全球视野，提供一站式植物提取物产品服务：**公司是我国综合竞争实力最强的植物提取物龙头企业之一，在产品、采购和销售网络优势突出。公司产品线丰富，目前可提供超过 400 种植物提取物产品，且生产和产品通过多项行业及全球认证，能提供一站式植物提取物产品服务。公司拥有覆盖全球的原材料采购体系，能以较低成本，从海内外获取生产所需众多植物原料，原材料供应优势明显。公司销售网络市场辐射力强，覆盖欧美、亚洲大部分地区，出口至全球 50 多个国家和地区。
- **增发助力新一轮增长：**2016 年 12 月公司公告拟增发募集资金不超过 1.2 亿元，其中近 1 亿元用于补充流动资金。随着 2016 年底下属嘉禾药业生产基地和美国子公司生产车间投产，公司资金压力凸显，如增发成功将为新产能释放提供支持，助力公司新一轮增长。
- **盈利预测与投资建议：**暂不考虑拟增发摊薄，我们预计公司 2016~2018 年 EPS 分别为 0.45、0.55 和 0.68 元，对应前次交易收盘价的 PE 分别为 27、22 和 18 倍。考虑到植物提取物行业发展前景以及公司突出竞争优势，我们首次覆盖，给予“推荐”投资评级。主要风险有原材料价格波动、贸易壁垒及汇率波动、应收账款回收等。

	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	619	669	883	1112
YoY(%)	21.3	7.9	32.0	26.0
净利润(百万元)	45	49	60	75
YoY(%)	25.3	9.6	23.0	24.8
毛利率(%)	23.7	24.5	24.0	24.0
净利率(%)	7.2	7.3	6.8	6.8
ROE(%)	13.0	12.1	13.0	14.0
EPS(摊薄/元)	0.41	0.45	0.55	0.68
P/E(倍)	29.4	26.8	21.8	17.5
P/B(倍)	3.8	3.3	2.8	2.4

正文目录

- 一、我国规模最大的植物提取物生产企业之一 4
 - 1.1 公司简介4
 - 1.2 业绩稳步增长，毛利率基本稳定5
- 二、植物提取物行业快速发展，逐步走向规范 7
 - 2.1 植物提取物行业概述7
 - 2.2 受益“回归自然潮”，全球植物提取物市场持续扩张9
 - 2.3 我国植物提取物行业快速发展，逐步走向规范 11
- 三、公司提供一站式产品服务，拥有全球采购和销售网络 15
 - 3.1 提供一站式产品服务，通过多项行业认证15
 - 3.2 拥有覆盖全球直采体系，原材料供应优势明显16
 - 3.3 直销为主，销售覆盖欧美、亚洲大部分地区17
- 四、增发助力新一轮增长 18
- 五、盈利预测及投资评级 19
- 六、风险提示 19

图表目录

图表 1	公司主营业务收入来自植物提取物产品	4
图表 2	公司的子公司及分公司情况	4
图表 3	公司股权结构图	5
图表 4	近年来，公司业绩稳步增长	5
图表 5	公司细分产品毛利率略有波动	6
图表 6	和可比公司相比，公司综合毛利率处于平均水平	6
图表 7	和可比公司相比，公司期间费用率处于中等水平	7
图表 8	和可比公司相比，公司净利率处于中等水平	7
图表 9	葡萄籽提取物示意图	8
图表 10	按用途分，植物提取物可分为四类	8
图表 11	植物提取物行业产业链示意图	9
图表 12	植物提取物受益“回归自然潮”	9
图表 13	全球植物提取物市场规模持续扩大	10
图表 14	国际上部分畅销的植物提取物品种	10
图表 15	国外代表性的植物提取物生产企业	11
图表 16	我国植物提取物行业发展历程	11
图表 17	我国植物提取物出口额快速增长	12
图表 18	我国植物提取物出口区域分布较为分散	12
图表 19	我国出口居前的植物提取物代表性品种	13
图表 20	我国植物提取物企业可分为四个层次	13
图表 21	2015 年植物提取物出口十强	14
图表 22	GEP 认证的流程	15
图表 23	公司植物提取物产品种类及代表性品种	16
图表 24	公司通过多项认证	16
图表 25	原材料在公司成本占比高（2014 年）	17
图表 26	单一供应商在公司采购金额占比低（2015 年）	17
图表 27	公司销售流程示意图	17
图表 28	公司产品主要销往国外市场（主营业务收入占比）	18
图表 29	公司拟增发募集资金项目情况	18
图表 30	公司资金压力较大	19

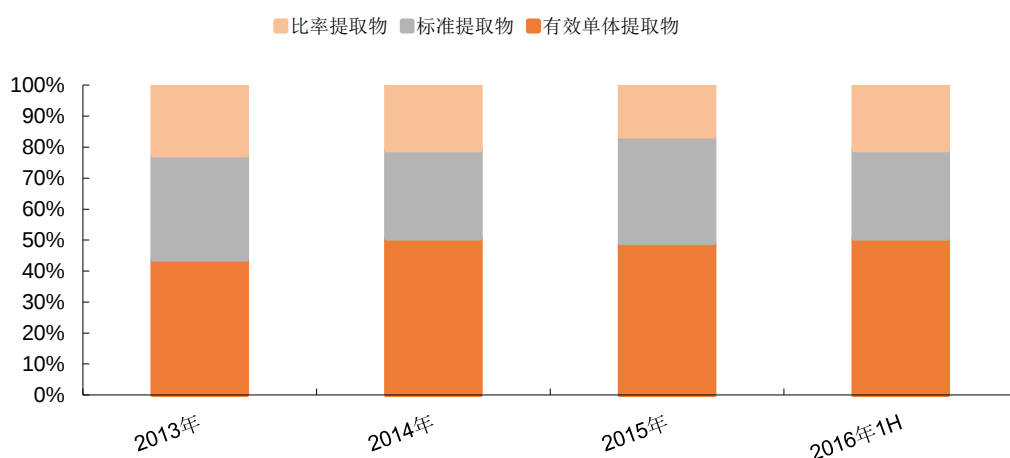
一、我国规模最大的植物提取物生产企业之一

1.1 公司简介

陕西嘉禾生物科技股份有限公司（以下简称“嘉禾生物”或“公司”）前身是成立于 2000 年 8 月的陕西嘉禾植物化工有限责任公司（“嘉禾植化”），2015 年 5 月嘉禾植化整体变更为股份公司，2015 年 10 月在全国股份转让系统挂牌，2016 年 6 月入选新三板创新层。目前公司采用协议转让交易方式。

公司主要从事植物提取物的研发、生产和销售，目前已研究、开发、生产的天然提取物超过 400 种，年生产能力超过 3000 吨，是国内最大的植物提取物生产企业之一，2014~2016 年连续三年位列植物提取物出口前三强。

图表1 公司主营业务收入来自植物提取物产品



资料来源: Wind、平安证券研究所

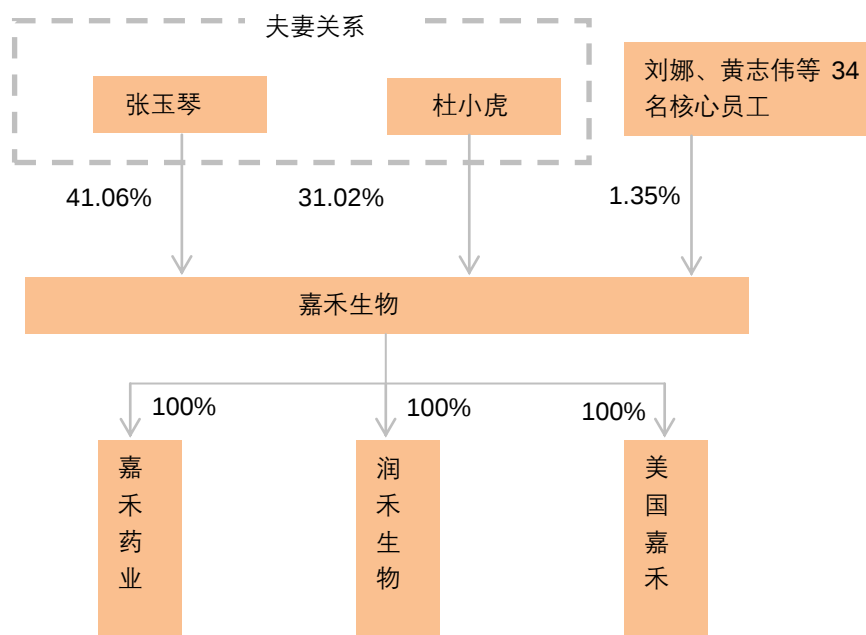
公司控股股东和实际控制人为张玉琴和杜小虎夫妇二人，二者持有公司 72.08%股份。公司下属三家全资子公司陕西嘉禾药业有限公司（嘉禾药业）、三原润禾生物科技有限公司（润禾生物）和 JIAHERB.INC（美国嘉禾），其中嘉禾药业产能于 2016 年底投产；润禾生物从事原材料的收购及粗加工，部分比率提取物的生产；美国嘉禾为销售公司，下属从事植物提取物相关产品生产的全资子公司 Excelsior Nutrition Inc. 此外，公司拥有西安和平工业园和西安红光路两家分公司，前者从事仓储业务，后者是公司生产车间，从事植物提取物产品的生产和精细加工。

图表2 公司的子公司及分公司情况

子公司或分公司名称	业务
嘉禾药业	植物提取物相关产品，产能于2016年底投产
润禾生物	原材料收购及粗加工，部分比率提取物生产
美国嘉禾	销售公司
西安和平工业园分公司	仓储
西安红光路分公司	植物提取物产品生产和精细加工

资料来源: 公司公告、平安证券研究所

图表3 公司股权结构图



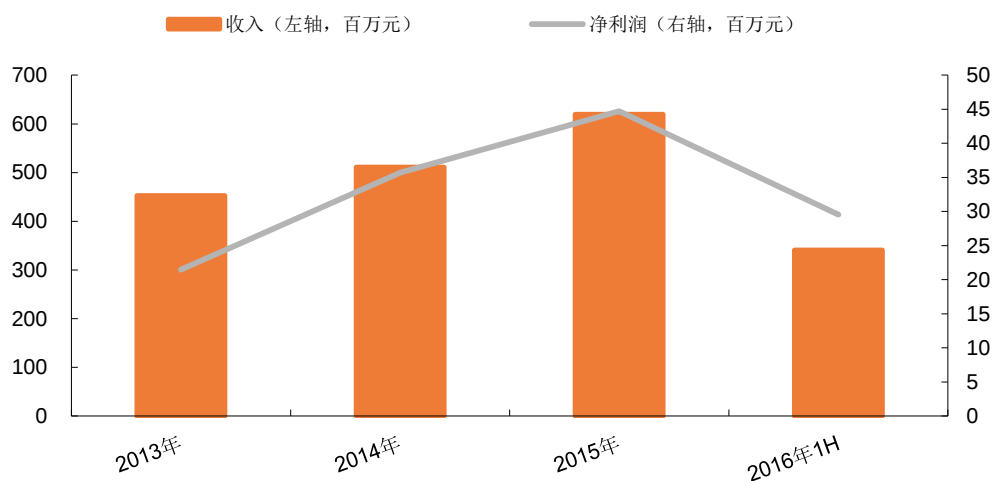
资料来源：公司公告、平安证券研究所

1.2 业绩稳步增长，毛利率基本稳定

目前除了嘉禾生物外，从事植物提取物业务的规模公司主要有莱茵生物（002166）、晨光生物（300138）、林格贝（831979）和华诚生物（834493），我们以这四家公司为可比公司，对公司进行分析。

随着国际市场需求持续增长、公司市场开拓开发力度增强以及品牌影响力提升，近年来，公司经营业绩持续增长，其中销售收入由2013年的4.52亿元增长至2015年的6.19亿元，净利润由2013年的2148万元提高到2015年的4472万元。2016年上半年公司实现收入和净利润分别为3.41亿元和2954万元。

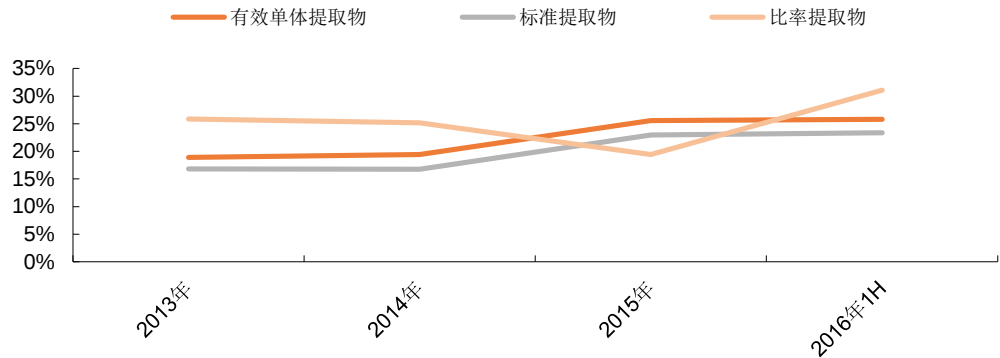
图表4 近年来，公司业绩稳步增长



资料来源：Wind、平安证券研究所

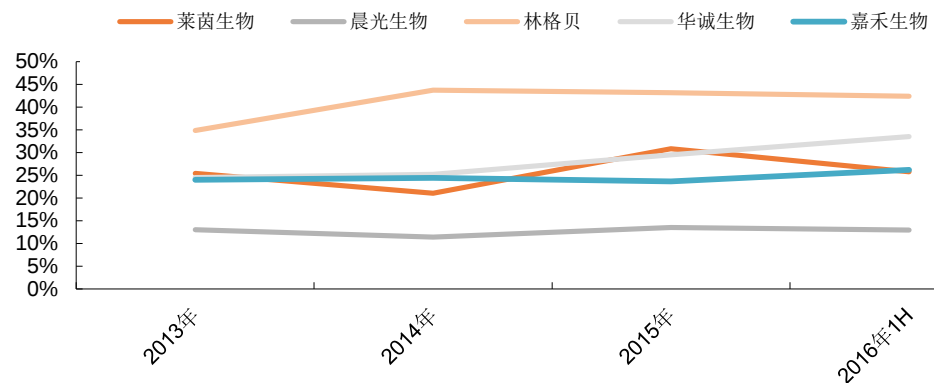
2013~2015年，公司各细分产品的收入构成以及毛利率虽有小幅度波动，总体基本稳定，为此，2013~2015年公司综合毛利率稳定在24%左右水平，2016年上半年由于比率提取物毛利率有一定提升，公司综合毛利率亦随之提高。而可比公司中，林格贝或由于原材料的地域优势，毛利率水平较高，其余可比公司毛利率水平和嘉禾生物基本相当。

图表5 公司细分产品毛利率略有波动



资料来源：Wind、平安证券研究所

图表6 和可比公司相比，公司综合毛利率处于平均水平

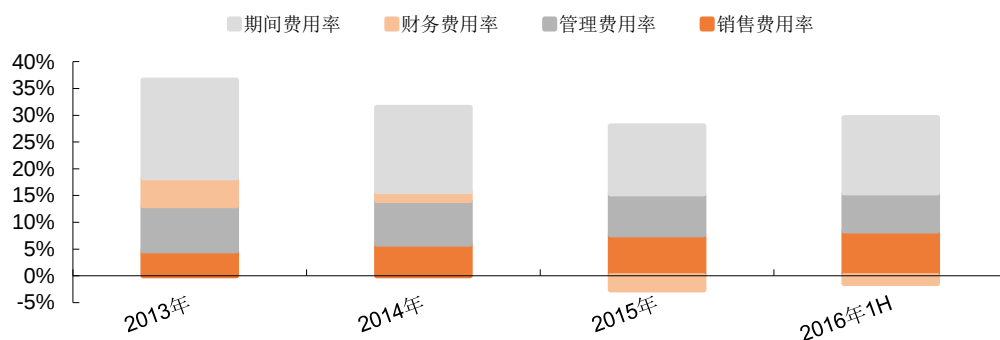


资料来源：Wind、平安证券研究所

2013年以来，公司期间费用率中销售费用率随着员工薪酬增长以及市场开发支出增加，缓步上升；管理费用率则稳定在7~8%的水平；公司财务费用率有一定波动，2013年借款金额较多，公司财务费用率较高，2014年公司归还了大量借款，财务费用率下降，而2015年和2016年上半年受人民币汇率变化，公司获得汇兑收益，为此，财务费用为负。预计未来公司汇兑损益具有不确定性，期间费用率或将有所提高。目前和可比公司相比，公司期间费用率处于中等水平。

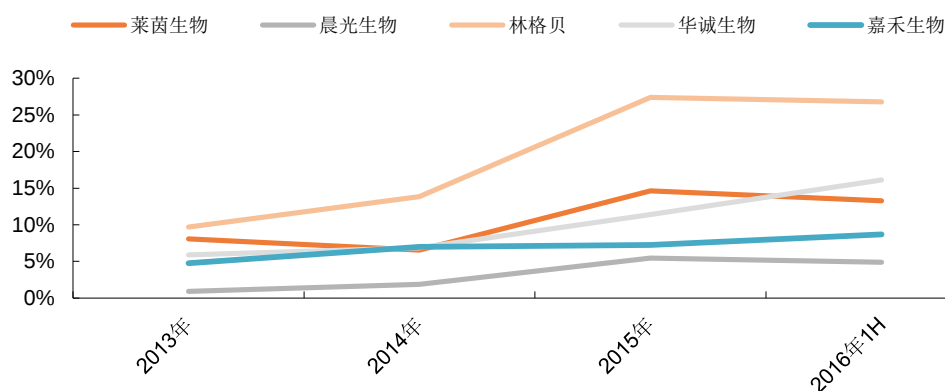
2013~2015年公司综合毛利率相对稳定，期间费用率中财务费用率波动较大，从而导致净利率水平波动。2013年公司短期借款金额较高，财务费用率偏高，公司净利率处于较低水平。2014年受益借款减少，2015年受益汇兑收益，公司财务费用减少，净利率有所提升，分别为6.99%和7.22%；2016年上半年公司毛利率提升，导致公司净利率上升至2013年以来的高点，为8.66%。和可比公司相比，公司净利率处于行业平均水平。

图表7 和可比公司相比，公司期间费用率处于中等水平



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表8 和可比公司相比，公司净利率处于中等水平



资料来源: Wind、平安证券研究所

二、植物提取物行业快速发展，逐步走向规范

2.1 植物提取物行业概述

2.1.1 植物提取物取自天然，用途广泛

植物提取物 (Plant Extract) 是指以植物 (包括组织、果实等) 为原料, 经过物理化学提取分离过程, 定向获取和浓集植物中的某一种或多种有效成分, 而不改变其有效成分结构所形成的产品。它可作为原料, 广泛应用于食品饮料、药品、保健品、化妆品等下游行业。

植物提取物种类繁多, 目前进入工业化提取的种类超过300种。其分类方法有多种, 根据有效成分的含量可分为有效单体提取物、标准提取物和比率提取物三类; 按成分分为甙、酸、多酚、多糖、萜类、黄酮、生物碱等; 按照产品形态可分为植物油、浸膏、粉、晶状体等。按照用途, 植物提取物又可分为天然色素制品类、中药提取物制品、提取物制品类和浓缩制品类。

图表9 葡萄籽提取物示意图



资料来源：中国制造网

图表10 按用途分，植物提取物可分为四类

种类	定义
天然色素制品类	用于食品、保健品的天然着色剂
中药提取物制品类	用作中成药、西药、保健品的天然原料
提取物制品类	以天然植物原料制备的，用于食品、保健品的原料
浓缩制品类	多以植物的果实为原料进行浓缩其有效成分，应用于食品、饮料的天然调味剂

资料来源：林格贝公转书

植物提取物产品具有三大特点：

- （1）在药用领域，植物提取物是现代植物药先进技术的载体，相对化药而言，副作用小，不易产生抗药性。
- （2）植物提取物的有效成分已知，且可量化，容易被接受，是传统草药进入国际市场的形式。
- （3）开发成本相对较小，附加值高，国际市场应用广泛。

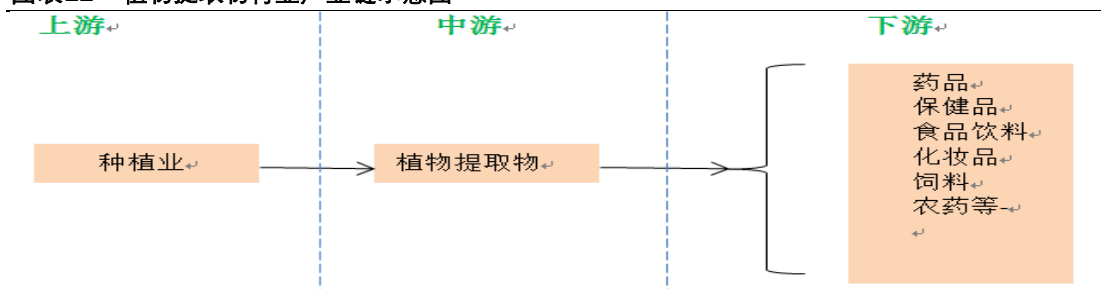
2.1.2 植物提取物的产业链

植物提取物行业向上承接农业种植业，向下承接大健康产业，在大健康产业链扮演重要作用。上游方面，我国幅员辽阔，横跨经度60多度，维度超过40度，地质地貌多样，植物资源丰富，可用于植物提取的植物种类超过300种，具有得天独厚的优势。

下游方面，中国具有中草药应用的悠久历史，目前已将植物提取物应用范围从传统的药品、食品拓展至药品、保健功能食品、食品添加剂、化妆品、饲料添加剂、植物源兽药、植物源农药等众多领

域，其中，食品饮料在植物提取物行业消费结构中占比最大，超过60%。

图表11 植物提取物行业产业链示意图



资料来源：平安证券研究所

2.2 受益“回归自然潮”，全球植物提取物市场持续扩张

2.2.1 植物提取物行业受益“回归自然潮”

欧洲一些国家早在19世纪初就开始生产应用植物提取物，但当时处于萌芽期，未形成产业化。到20世纪80年代，在欧美发达国家，由于对化工产品副作用关注度增加，人们掀起了一股回归大自然的潮流，植物提取物受到推崇，关注度不断上升，行业步入发展期。1994年美国颁布《膳食补充剂健康和教育法》(Dietary Supplement Health and Education Act, DSHEA)，认可接受植物提取物作为膳食补充剂的合法地位，促进全球植物提取物行业兴起。

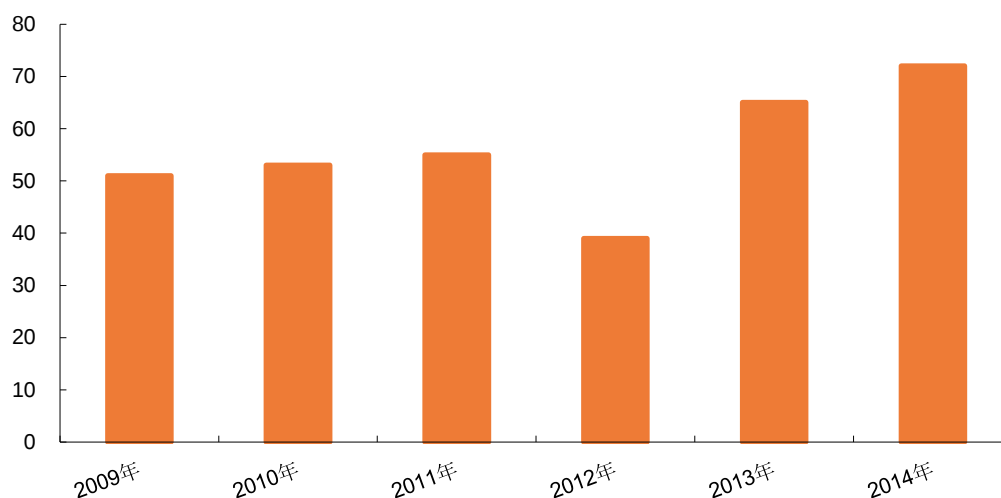
根据中国医药保健品进出口商会的数据，全球植物提取物市场规模持续扩大。自2009年以来，除了2012年受欧债危机影响外，其余年份保持增长态势，市场规模由2009年的51亿美元提高到2014年的72亿美元，复合增速约7%，预计未来全球植物提取物行业将继续受益人们观念转变，维持增长态势。

图表12 植物提取物受益“回归自然潮”

下游	趋势
保健品	营养诊断和营养治疗是欧美等发达国家的一种普遍医疗行为，具备功能性的医药、保健品备受青睐
食品饮料	以天然植物提取物为原材料生产的食品不仅具有更好的口感，增加人们的食欲，还可以填补纯天然食品的不足，使食品的种类和营养更加丰富、全面。在饮料领域，植物提取物所具备的特殊功效作为新饮料卖点，为越来越多的饮料生产企业和消费者接受
化妆品及日用品	植物提取物的特殊功效以及独特的香气对人体的新陈代谢、身体机能具有调解和促进功能，同时因含有多种活性成分而具有美容、护肤、护发、抗紫外线、抗衰老、抗菌、消炎等功效。在化妆品和日用品应用广泛

资料来源：林格贝公转书

图表13 全球植物提取物市场规模持续扩大（亿美元）



资料来源：中国医药保健品进出口商会、分子态公转书

2.2.2 欧洲和亚太为主要市场，各国应用领域有所差异

在国际上，目前比较畅销的植物提取物应用于健脑、益智、防治老年痴呆症、减肥、降血糖兼防治糖尿病、天然抗癌、增强免疫力、增强人体免疫系统等领域，并产生了研发实力较强，技术先进的代表性企业，如德国的Martin Bauer、美国A.M Todd Group和意大利的Indena SPA。

分区域看，欧洲和亚太地区是植物提取物的主要市场，根据美国市场研究咨询机构透明市场研究（Transparency Market Research）报告显示，2011年欧洲植物提取物消费量占全球消费总额的39.8%，排名世界第一，亚太地区消费量占比37.2%，排名第二。不同国家植物提取物应用有所差异，在北美主要市场美国，植物提取物主要作为膳食补充剂；欧洲市场以德国、法国为主，植物提取物应用于保健品、化妆品和植物药品；而亚洲的日本和韩国，植物提取物依托汉方药和韩药获得发展。

图表14 国际上部分畅销的植物提取物品种

领域	对应植物提取物
健脑、益智、防治老年痴呆症领域	红景天、银杏、人参、积雪草，灵芝、香菇等菌类提取物
减肥、降血糖兼防治糖尿病领域	绿茶、枳实等提取物，苹果、苦瓜多肽、葫芦巴和罗望子果等
天然抗癌、增强免疫力领域	紫杉醇、绿茶提取物（茶多酚与茶氨酸），生物黄酮类，如番茄红素、花青素、叶黄素等
增强人体免疫系统领域	甘草提取物、大蒜粉、黄芪、大豆提取物等

资料来源：CNKI

图表15 国外代表性的植物提取物生产企业

企业	趋势
Martin Bauer	德国全球顶尖植物提取厂商，在德国本土拥有二个工厂，植物提取物及相关天然产品年产值超过2.5亿美元，主导产品有绿茶提取物等
A.M Todd Group	美国著名植物提取物品牌，年销售额3亿美元，产品种类丰富
Indena SPA	意大利著名品牌，年生产植物提取物及相关产品约2亿美元,主导产品有葡萄籽提取物等，终端产品销售至全球43个国家

资料来源：华康生物公转书

2.3 我国植物提取物行业快速发展，逐步走向规范

2.3.1 我国植物提取物行业快速发展

■ 我国植物提取物行业源自传统的中草药行业，总体发展时间较晚。20世纪70年代，部分中药厂开始采用机械设备提取植物成分，但仅作为生产的一个环节，未形成独立的行业；随着国际“回归自然潮”的兴起和我国对外贸易的兴起，上世纪90年代，我国植物提取物行业进入起步期；到21世纪，随着更先进的植物提取物技术如酶法提取、超声提取、超临界提取、膜分离技术、微波萃取等技术采用，植物提取效率得到极大提升，我国的植物提取物行业进入黄金发展期。

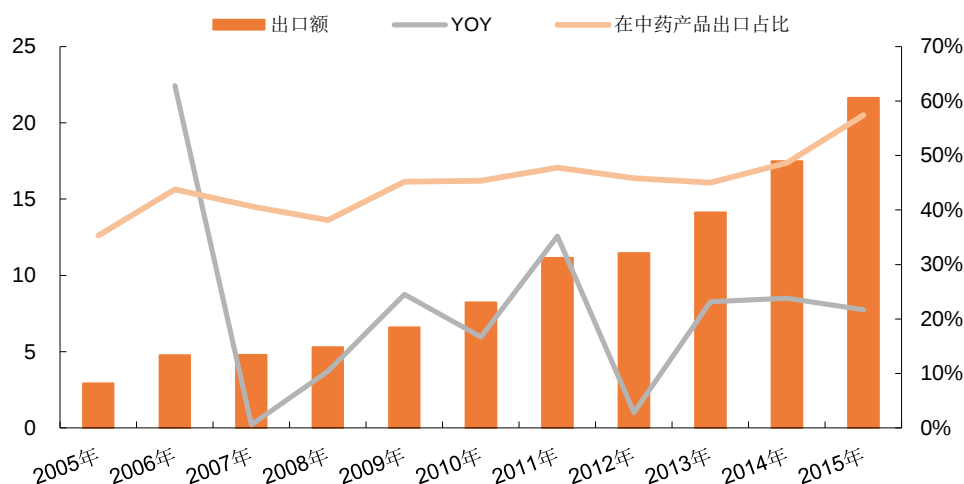
我国植物提取物行业国内需求相对较小，主要销往海外市场，是中药产品出口最主要形式之一。受益海外市场对我国植物提取产品旺盛需求，除了2007年受金融危机影响，以及2012年受欧债危机和出口监管政策调整影响外，我国植物提取物出口保持了快速增长的态势，由2005年的近3亿美元提高到2015年的21.6亿美元，自2010年以来复合增速超过20%。植物提取物出口占我国中药产品出口的比重也随着出口快速增长而提高，由2005年的约35%提高到2015年的57%。

图表16 我国植物提取物行业发展历程



资料来源：平安证券研究所

图表17 我国植物提取物出口额快速增长（亿美元）

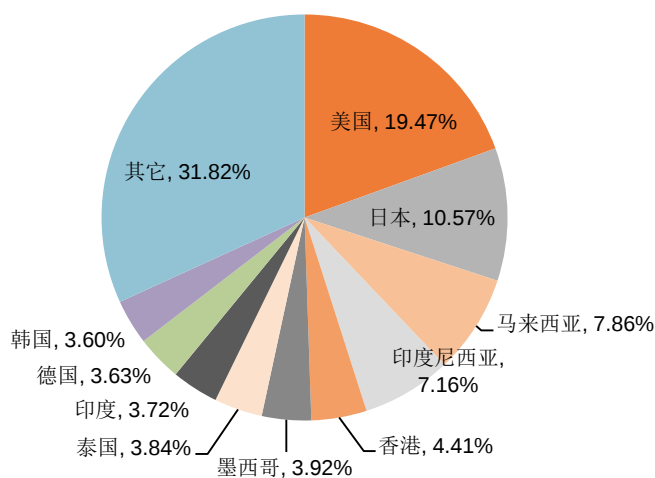


资料来源：中国医药保健品进出口商会

■ 分区域看，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，主要的市场有美国、日本、欧洲和东南亚，其中美国和日本是第一、第二大市场，分别约占我国植物提取物出口份额的19.5%和10.6%。不同的出口市场对产品需求也存在较大差异，美国对我国植物提取物需求来自膳食补充剂和食品添加剂，出口日本市场产品主要用于保健品和汉方药生产，对东南亚出口主要为天然色素、香精香料；对德国的出口主要是芦丁等药用植物成分。

分产品看，我国出口植物提取物种类众多，单一品种的占比较低，最大的出口产品甜菊提取物占比也仅约7%。根据2014年市场分析，出口排名前十大植物提取物为甜菊、桉叶油、甘草、辣椒、越橘、桂油、万寿菊、肌醇、芸香苷及其衍生物、罗汉果提取物。

图表18 我国植物提取物出口区域分布较为分散



资料来源：中国医药保健品进出口商会

图表19 我国出口居前的植物提取物代表性品种

产品	性能	销售额（2014年）
甜菊提取物	植物无热量代糖，具备天然低热值的特性。是继甘蔗、甜菜糖之外第三种天然甜味剂，被誉为“世界第三糖源”	1.2亿美元
辣椒提取物	辣椒中提取的辣椒红素属于类胡萝卜素的一种，是目前热门的色素类产品。辣椒红素可促进血液循环，有助于视力，同时能加速脂肪的新陈代谢，促进能量的消耗，从而防止体内脂肪聚集	8534万美元
桂油提取物	桂油是从肉桂干燥枝、叶中提取的挥发油，主要成分为肉桂醛及少量桂酸，广泛应用于食品香料和医药，也是制作香皂和化妆品的重要原料，肉桂油还可作为可乐型饮料的添加剂	7209万美元
万寿菊提取物	改善视力、可预防血管硬化的功能，其丰富的叶黄素和玉米黄素对维持正常视觉和预防眼部疾病发挥着很大作用	6270万美元
芦丁	又名芸香苷，是一种广泛存在于植物体内的黄酮醇配糖体，具有使人体维持毛细管正常抵抗力和防止动脉硬化等功能，由于它对人体没有毒性，在食品工业上还可作为抗氧化剂和天然食用黄色素使用	5481万美元
水飞蓟提取物	具有强力抗氧化功能，能保护干细胞免受自由基破坏，被称为“天然保肝药”，此外，还有降血脂、保护心肌、保脑、扩张血管、抗放射、抗血小板凝集及抗胃溃疡等作用	3742万美元

资料来源：CNKI

2.3.2 行业分散，优质企业脱颖而出

我国植物提取物大部分取自中国特有的中草药和植物资源，拥有资源优势的西部地区湖南、陕西和四川是三大主产区。总体上，我国植物提取物发展时间不长，进入门槛相对较低，从业企业众多，竞争较为激烈。根据中国医药保健品进出口商会的统计，目前国内从事贸易和生产的植物提取物企业超过2000家，其中70%以上为贸易类公司。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，但也涌现出了一批优秀企业。

目前我国植物提取物行业企业大体上可分为四个梯队，第一梯队包括莱茵生物、晨光生物等A股上市公司，技术先进、规模较大、知名度高；第二梯队包括部分新三板挂牌公司，如绿蔓生物、林格贝，有一定知名度、规模持续扩大；第三梯队包括绿色金可、骄王股份等受到业内认可的企业，其余是相对弱势的第四梯队企业。

出口排名也体现了类似的竞争态势，2014年我国植物提取物出口十强占全行业出口额的24%，市场集中度不高。但龙头企业在某些品种确立了较高的行业地位，如第一大出口品类甜菊提取物出口市场主要被谱赛科和莱茵生物占据，二者在该产品的出口份额高达70%。

图表20 我国植物提取物企业可分为四个层次

梯队	代表公司	特征
第一梯队	莱茵生物、晨光生物、浙江尖峰（其子公司）、康恩贝（部分业务）	A股上市，技术资金优势，知名度较高，规模较大

梯队	代表公司	特征
第二梯队	绿蔓生物、天一生物、林格贝	部分新三板挂牌，融资渠道较宽，有一定知名度，规模不断扩大
第三梯队	北京绿色金可、西安天成、西安皓天、宁波立华、青海康普、湖南九汇、重庆娇王	有一定的技术积累、融资渠道相对单一、业内受认可
第四梯队	其他中小型企业	各方面相对处于弱势

资料来源：分子态公转书

图表21 2015年植物提取物出口十强

排名	公司名称
1	上海津村制药有限公司
2	谱赛科（江西）生物技术有限公司
3	陕西嘉禾植物化工有限公司
4	晨光生物科技集团股份有限公司
5	北京绿色金可生物技术股份有限公司
6	宁波绿之健药业有限公司
7	浙江惠松制药有限公司
8	桂林莱茵生物科技股份有限公司
9	曲靖博浩生物科技贸易有限公司
10	云南瑞宝天然色素有限公司

资料来源：中国医药保健品进出口商会

2.3.3 标准制定提速，行业运行有望逐步步入规范化轨道

我国植物提取物行业仍处于较为粗放的发展阶段，行业标准缺乏，导致产品质量参差不齐，和国际标准兼容性不强，不能很好适应发达国家对植物提取物日益严格的监管要求，影响了产品的出口。在2013年，我国就有4批次灰树花提取物、灵芝粉提取物、千层塔提取物因“产品含有脏的和腐烂物质，不适合食用”等理由被美国FDA扣留，另外农药残留和溶剂超标事件也时有发生。

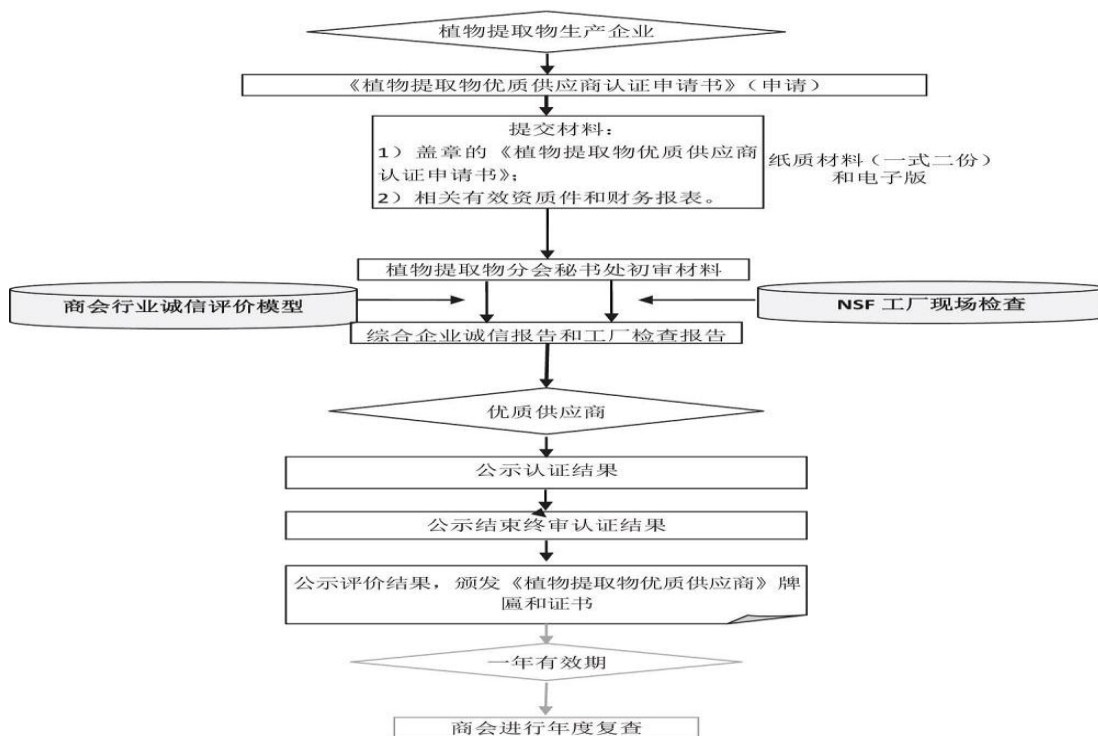
为此，中国医药保健品进出口商会积极推动，各项标准的制定紧锣密鼓推进：

- 2013年中国医药保健品进出口商会组织国内优秀植物提取物生产企业制定了缬草、银杏等7个主要出口植物提取物国际商务标准，并已于当年的10月1日正式实施。2015年发布了包括葡萄籽、接骨木、芦丁等六个国际商务标准。后序仍有更多产品国际商务标准在制定中。
- 2014年开始，中国医药保健品进出口商会与海关总署共同合作编写了涵盖265个大宗植物提取物出口产品的《植物提取物海关编码归类手册》。手册发布后将成为各地海关以及植物提取物出口企业共同认可的产品编码归类工具书，出口编码归类误判的概率将会降低，有利于形成公平的竞争环境。
- 2016年，中国医药保健品进出口商会联合美国国家卫生基金会（NSF），共同推出了“植物提取物优质供应商”认证（GEP认证）。该认证借鉴了NSF认证领域的专业性，打造植物提取物行

业认证平台，包含诚信评价认证和工厂审核认证两个维度，满足美国《食品安全现代化法》（FSMA）的要求，开启我国植物提取物进军国际市场的新征程。

可以预见，随着行业标准的不断完善，我国植物提取物有望进入规范化运行轨道，龙头企业将在优胜劣汰的进程中获得更大的发展空间。

图表22 GEP 认证的流程



资料来源：中国医药保健品进出口商会

三、公司提供一站式产品服务，拥有全球采购和销售网络

3.1 提供一站式产品服务，通过多项行业认证

经过十六年的发展，公司已经成为了我国规模最大的植物提取物生产企业之一，拥有 50 多条生产线，年处理植物原料约 3 万吨，年生产能力 3000 多吨，2014~2016 年连续三年位列植物提取物出口前三强，未来随着新生产基地的投产，公司生产能力将进一步提高。

目前公司不但可提供常规产品，也可按照客户的质量标准进行定制生产，公司可提供超过 400 种植物提取物产品工艺。按有效成分的含量，公司产品分为植物单体提取物，植物标准提取物和植物比率提取物，代表性品种有莽草酸、五羟基色氨酸、白藜芦醇、藤黄果、水飞蓟提取物等，被广泛应用于制药、保健品、化妆医疗、食品饮料等行业。相比其他植物提取物厂家单一的产品线，公司能为客户提供一站式植物提取物产品服务，确保客户需求产品供应的连续性和稳定性。

公司产品和生产管理体系通过多项认证，自主研发的创新技术生产的植物提取物产品已达到了《中国药典》、《美国药典》和《欧洲药典》标准，客户接受度较高。公司生产体系先后获得中国 GMP、美国 NSF-cGMP 认证、环境管理体系 ISO14001 认证、食品安全管理体系 ISO9001/HACCP 认证等。产品方面取得了 Star-K Kosher 认证，AHF-Halal 认证，有机产品认证等全球行业资质。并且，

公司拥有通过国家实验室合格性评定委员会 CNAS 认证的实验室，能对生产过程中的原材料、半成品、产成品进行严密检测和检控，保证了产品质量维持在高水平。

图表23 公司植物提取物产品种类及代表性品种

产品类型	类型定义	产品代表
植物单体提取物	植物单体提取物是以天然植物为原料，经过物理化学的提取分离过程，获得植物中的某一种有效成分所形成的产品。单体成分含量一般在90%以上	莽草酸、5-羟基色氨酸、白藜芦醇等
植物标准提取物	植物标准提取物是以天然植物为原料，经过物理化学的提取分离过程，获得植物中的某一种或几种有效成分所形成的浸膏、流浸膏或者粉末产品。标准提取分离所得成分含量一般在90%以下	藤黄果提取物、欧洲越橘提取物、水飞蓟提取物等
植物比例提取物	植物比例提取物是根据客户的需求、将植物原料提取浓缩后制成的浸膏、流浸膏或者粉末产品。该比例是提取前原料的数量与提取浓缩后产物的数学比例。比例提取物一般并没有明确的成分与含量要求	蒲公英提取物、金银花提取物、紫花苜蓿提取物、朝鲜蓟提取物等

资料来源：公司公告

图表24 公司通过多项认证



资料来源：公司官网

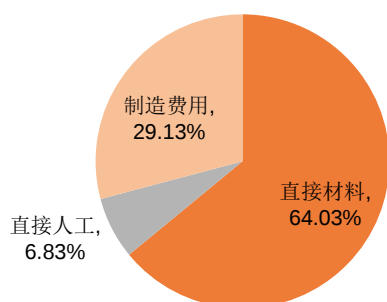
3.2 拥有覆盖全球直采体系，原材料供应优势明显

公司原材料上游主要为包括天然和人工种植的植物原料，其在成本构成比重最大，超过 60%，且因公司产品种类众多，需求原材料品种较多，单一供应商在采购金额占比低，为此，除了国内采购外，由于许多原材料在中国很难寻找，或者因为地域差异、温湿度差异而造成有效成分含量较低，原料价格昂贵等，公司也从海外采购原材料。

公司已经建立了覆盖全球的原材料采购体系，与成都华高生物制品有限公司、Emof Exports Ventures Ltd.、新疆世纪天域生物科技有限公司等供应商建立了良好的长期合作关系。目前公司在全球均有采购点，如新疆的红景天；北美的蔓越橘、小白菊；欧洲的欧洲越橘、花楸、接骨木等；亚洲的东革

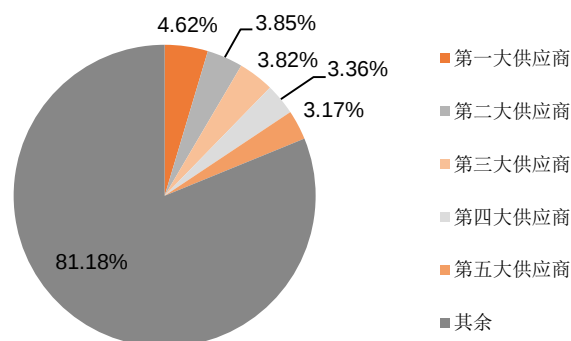
阿里、山竹、藤黄果等；拉丁美洲的玛卡、绿咖啡豆等；非洲的可乐果、猴面包果、加纳籽等；大洋洲的卡瓦等原料。全球直采网络不但使公司从源头上保证了原材料的优质供应，同时降低了生产成本，相较于同行业其他企业有着明显的原料供应优势。

图表25 原材料在公司成本占比高（2014年）



资料来源：公司公转书

图表26 单一供应商在公司采购金额占比低（2015年）



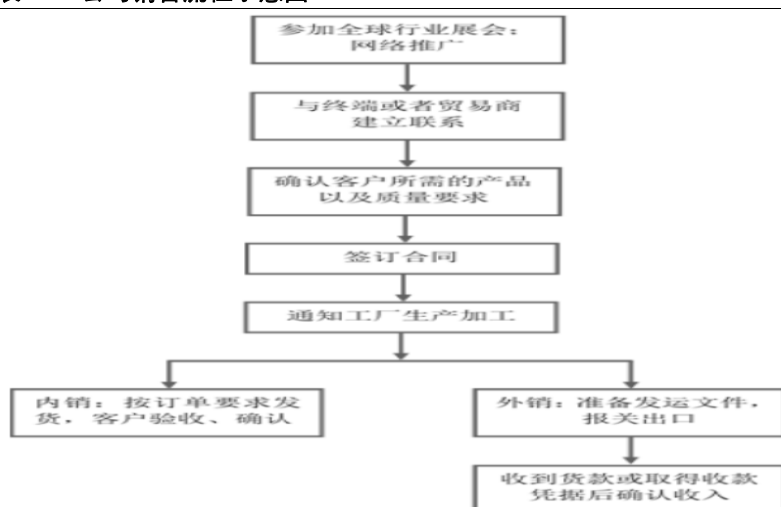
资料来源：公司年报

3.3 直销为主，销售覆盖欧美、亚洲大部分地区

公司主要采用直接销售模式，在全球没有代理商，仅在美国设立子公司负责北美市场销售。由于公司的客户有一定的专业度及局限性，区域分布广，需要通过专业性较高的展会接触并借此加深客户印象，并且由于距离、时差等因素，互联网低成本营销手段得以充分应用，因此，公司结合不同客户的特征，采用参加国际性展会、电子商务 B2B、电话沟通、电子邮件、网上推介等多样营销方式。

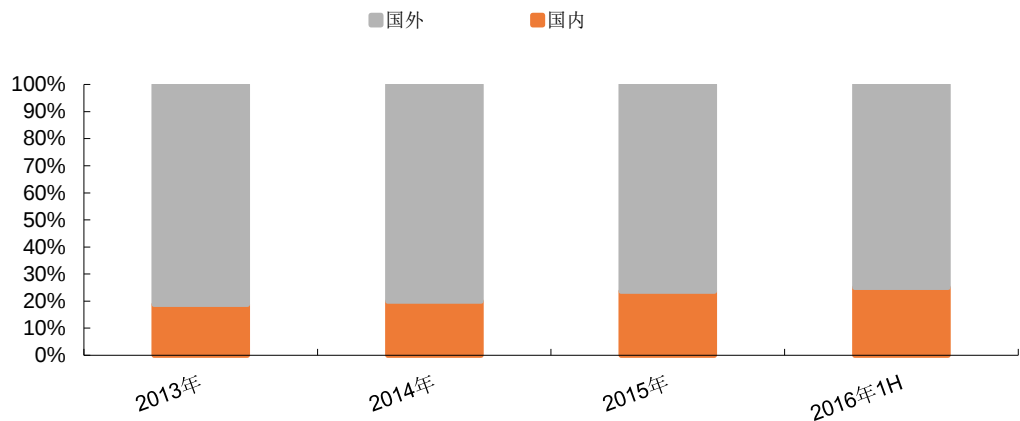
目前公司植物提取物产品销往海内外市场，国内客户主要为国内的医药公司和沿海地区大型的贸易公司，并且和国际上多数知名的保健食品生产企业、制药公司建立合作关系，同时也是一些化妆品企业的优先供应商。公司销售区域已涵盖了欧美、亚洲大部分地区，出口到了包括台湾地区及美国、德国、意大利、英国、日本、韩国、澳大利亚、俄罗斯、瑞士等 50 多个国家和地区。

图表27 公司销售流程示意图



资料来源：公司公转书

图表28 公司产品主要销往国外市场（主营业务收入占比）



资料来源：公司公告、平安证券研究所

四、增发助力新一轮增长

2016 年 12 月，公司公告拟以 10 元/股的价格，向北京融拓智慧农业投资合伙企业（有限合伙）定向发行不超过 1200 万股（含 1200 万股），募集资金不超过 1.2 亿元（含 1.2 亿元），用于研发中心建设和补充流动资金。

图表29 公司拟增发募集资金项目情况

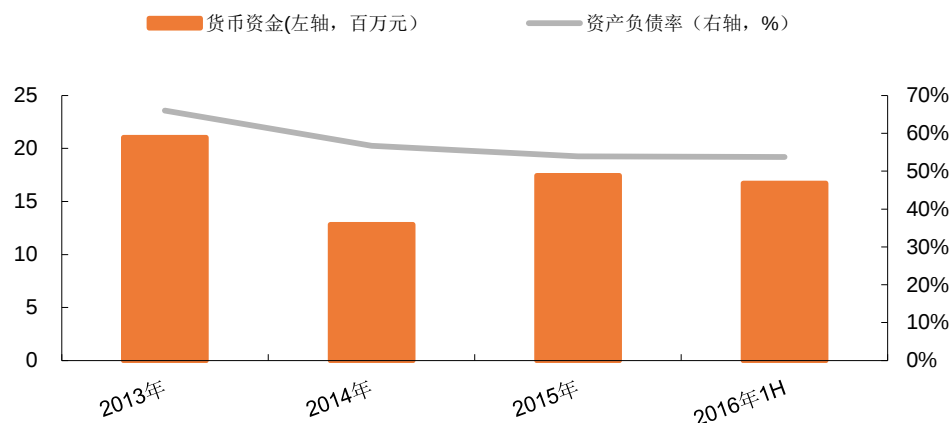
项目名称	资金需求（万元）	作用
研发中心建设	2170	陕西嘉禾药业有限公司研发中心一期建设，预计 2018 年底投入使用。项目有助于进一步提升公司的研发能力，增强和巩固公司的核心竞争力，提高公司产品品质，延伸公司产品种类，扩大产品市场占有率
补充流动资金	9830	优化财务结构，满足公司经营规模扩大而产生的营运资金需求
合计	12000	

资料来源：公司公告

研发中心项目将由子公司嘉禾药业实施，预计 2018 年底投入使用，该研发中心建设将有利公司继续巩固和提升研发实力，保持领先的行业地位。

相对而言，我们认为补充流动资金对公司意义更为重大。随着规模扩大，公司产能的限制日益突出，公司积极应对，2016 年底全资子公司嘉禾药业生产基地以及美国子公司 JIAHERB 生产车间投产，公司产能将有较大提升，而公司在手现金较少，2015 年和 2016 年上半年分别为 1743 万元和 1673 万元，2015 年和 2016 年上半年资产负债率也处于 50% 以上的较高水平，随着未来随着新产能释放，公司资金压力凸显。此次增发如果成功，公司新增近 1 亿元资金补充流动资金，为新产能发挥提供资金支持，从而推动公司新一轮的增长。

图表30 公司资金压力较大



资料来源: Wind、平安证券研究所

五、盈利预测及投资评级

我们预计公司 2016~2018 年收入分别为 6.69 亿元、8.83 亿元和 11.12 亿元,分别同比增长 7.9%、32.0%和 26.0%,归属挂牌公司股东的净利润分别为 4902 万元、6029 万元和 7526 万元,分别同比增长 9.6%、23.0%和 24.8%。因公司增发尚未完成,我们暂不考虑增发摊薄,预计公司 2016~2018 年 EPS 分别为 0.45 元、0.55 元和 0.68 元,对应前次交易收盘价的 PE 分别为 27 倍、22 倍和 18 倍。鉴于植物提取物行业发展前景以及公司突出综合竞争优势,我们首次覆盖,给予“推荐”投资评级。

六、风险提示

- 1、原材料价格波动的风险。
- 2、贸易壁垒以及汇率波动的风险。
- 3、应收账款回收的风险。
- 4、存货产生较大减值的风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	533	579	660	804
现金	17	14	15	19
应收账款	97	107	132	177
其他应收款	8	19	17	29
预付账款	59	56	96	96
存货	342	372	388	472
其他流动资产	11	11	11	11
非流动资产	212	224	227	229
长期投资	0	0	0	0
固定资产	171	186	189	190
无形资产	9	10	11	12
其他非流动资产	10	28	27	27
资产总计	745	803	887	1033
流动负债	372	367	388	456
短期借款	56	85	85	85
应付账款	205	211	247	330
其他流动负债	111	72	56	41
非流动负债	29	32	35	38
长期借款	20	20	20	20
其他非流动负债	9	12	15	18
负债合计	401	399	423	494
少数股东权益	0	0	0	0
股本	106	110	110	110
资本公积	201	214	214	214
留存收益	31	80	140	216
归属母公司股东权益	344	404	464	539
负债和股东权益	745	803	887	1033

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	77	38	50	52
净利润	45	49	60	75
折旧摊销	11	32	40	60
财务费用	6	-4	-1	1
投资损失	0	2	2	2
营运资金变动	-164	-40	-44	-54
其他经营现金流	180	-1	-8	-32
投资活动现金流	-54	-49	-32	-38
资本支出	-54	-43	-35	-54
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	0	-5	3	16
筹资活动现金流	143	45	-19	-21
短期借款	7	29	0	0
长期借款	-14	0	0	0
普通股增加	6	3	0	0
资本公积增加	143	13	0	0
其他筹资现金流	0	0	-19	-21
现金净增加额	166	34	-2	-7

利润表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	619	669	883	1112
营业成本	473	505	671	845
营业税金及附加	4	4	6	7
营业费用	48	54	66	83
管理费用	47	51	66	83
财务费用	-16	-4	-1	1
资产减值损失	10	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	54	57	72	90
营业外收入	3	5	4	5
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	57	62	76	95
所得税	12	13	16	20
净利润	45	49	60	75
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	45	49	60	75
EBITDA	75	90	109	125
EPS (元)	0.41	0.45	0.55	0.68

主要财务比率

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入(%)	21.3	7.9	32.0	26.0
营业利润(%)	5.0	5.0	27.0	24.8
归属于母公司净利润(%)	25.3	9.6	23.0	24.8
获利能力				
毛利率(%)	23.7	24.5	24.0	24.0
净利率(%)	7.2	7.3	6.8	6.8
ROE(%)	13.0	12.1	13.0	14.0
ROIC(%)	13.7	11.5	12.3	13.8
偿债能力				
资产负债率(%)	53.9	49.7	47.7	47.8
净负债比率(%)	22.1	20.4	14.4	9.1
流动比率	1.43	1.58	1.70	1.76
速动比率	0.51	0.56	0.70	0.73
营运能力				
总资产周转率	0.87	0.84	1.01	1.09
应收账款周转率	6.4	6.3	6.7	6.3
应付账款周转率	1.9	1.9	2.3	2.4
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.41	0.45	0.55	0.68
每股经营现金流(最新摊薄)	0.71	0.34	0.46	0.47
每股净资产(最新摊薄)	3.13	3.68	4.23	4.92
估值比率 (不适用)				
P/E	29.4	26.8	21.8	17.5
P/B	3.8	3.3	2.8	2.4
EV/EBITDA	18.1	15.6	12.7	10.9

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：（0755）82449257

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：（021）33830395

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033