

下游需求向好，植物提取龙头成长空间广阔

莱茵生物(002166)

主要观点:

► 公司是国内植物提取行业第一家上市公司

公司成立于2000年11月，是一家专业从事天然健康产品研发、生产及销售的科技型、外向型民营企业。公司主要产品是罗汉果提取物、甜叶菊提取物等天然植物提取物产品以及天然中草药提取物产品，公司近年来陆续建立了上海、美国洛杉矶、意大利萨沃纳三大销售中心。从收入来源上看，公司植物提取物业务收入占比基本维持在60%以上，BT项目收入占比维持在30%左右。2020H1，公司实现营业收入2.81亿元，其中植物提取业务和BT项目实现收入2.45/0.33亿元，收入占比分别为87.38%/11.83%，合计收入占比99.20%，是公司主要的收入来源。从毛利构成上看，2020H1，公司实现毛利9313万元，其中植物提取业务和BT项目实现毛利7050/2180万元，毛利占比分别为75.70%/23.41%，合计收入占比99.11%，是公司主要的毛利来源。

► 下游需求向好，植物提取成长空间广阔

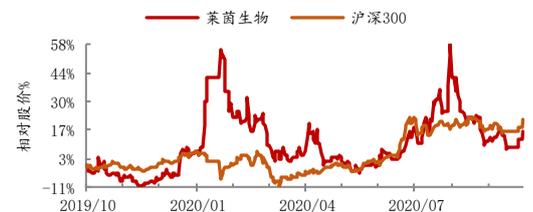
植物提取物被广泛地用于医药、食品、化妆品、保健品等诸多领域。我国植物提取物以出口为主，根据中国海关数据，2010-2019年，我国植物提取行业出口额继续呈现稳健增长趋势，从7.68亿美元增长至23.72亿美元，CAGR+13.35%。从下游消费渠道上看，2018年，我国植物提取中医药/食品/化妆品/其他占比分别为45.23%/25%/22.63%/7.14%，下游需求旺盛支撑动植物提取行业需求持续向好。同时，随着人们生活水平的持续提高，人们在追求高质量生活的同时必将对食品的健康、安全等方面提出更高的要求，在此拉动下，无糖/低糖产品的需求应运而生。Research and Markets 预计，2020-2027年，全球甜菜菊糖市场规模的年复合增速将达到8.4%，其中，中国年复合增速为12.5%，2027年，预计中国甜菊糖市场规模将达到2.267亿美元。

► 产能扩张进程不止，大股东增持彰显信心

2020年8月4日，公司发布2020年度非公开发行A股股票预案，拟向实际控制人秦本军先生非公开发行股票数量不超过123,822,341股（含本数），募集资金总额不超过9.2亿元，扣除发行费用后，将用于4000吨的甜叶菊专业提取工厂建设项目和补充流动资金。我们认为，此次募投建立年产量4,000吨甜叶菊专业提取工厂，一方面，将为公司未来天然甜味剂业务的高速发展打下坚实的基础，通过规模化生产，降低产品生产成本。另一方面，也将进一步完善公司在天然健康产品领域的战略规划与布局，为公司实现全球天然甜味剂龙头企业的战略目标打下坚实的基础。此外，本次发行完成后，秦本军先生对公司的持股比例将

评级及分析师信息

评级:	增持
上次评级:	首次覆盖
目标价格:	
最新收盘价:	8.86
股票代码:	002166
52周最高价/最低价:	12.02/6.87
总市值(亿)	50.08
自由流通市值(亿)	40.07
自由流通股数(百万)	452.27



分析师: 周莎

邮箱: zhousha@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519110005

联系电话: 0755-23947349

分析师: 崔文亮

邮箱: cuiwl@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519110002

联系电话:

研究助理: 施腾

邮箱: shiteng@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话:

华西农业 & 医药联合覆盖

增加至 33.34%，上市公司控制权进一步巩固。与此同时，基于对工业大麻前景的信心，公司投资约 4 亿元在美国建设“工业大麻提取及应用工程建设项目”，预计 2020 年年底建成投产，有望发展成公司新的利润增长点。2020 年 10 月 12 日，公司以人民币 2,878.5 万元竞得华高生物 47.5% 股权，华高生物绿茶提取物出口额位列第一，是国内绿茶及虎杖提取领域的龙头企业，本次收购进一步提升了公司在植物提取领域优势品种的市场份额。

投资建议

我们预计，2020-2022 年，公司营业收入分别为 7.81/9.33/11.47 亿元，归母净利润分别为 1.20/1.50/1.99 亿元，对应 EPS 分别为 0.21/0.27/0.35 元，当前股价对应 PE 分别为 42/33/25X，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

疫情风险，汇率波动风险，政策扰动风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	620	741	781	933	1,147
YoY (%)	-22.7%	19.7%	5.4%	19.4%	23.0%
归母净利润(百万元)	82	106	120	150	199
YoY (%)	-60.3%	29.4%	13.9%	24.6%	32.9%
毛利率 (%)	32.8%	30.2%	31.6%	31.3%	32.8%
每股收益 (元)	0.14	0.19	0.21	0.27	0.35
ROE	7.3%	6.0%	6.4%	7.4%	8.9%
市盈率	61.32	47.40	41.61	33.38	25.12

资料来源：Wind，华西证券研究所

正文目录

1. 公司是国内植物提取行业第一家上市公司	4
2. 下游需求向好，植物提取成长空间广阔	8
2.1. 我国植物提取行业出口额高达 23.72 亿美元	8
2.2. 植物提取行业成长空间广阔	9
2.3. 全球对无糖、低糖需求持续扩大	11
3. 产能扩张进程不止，大股东增持彰显信心	12
3.1. 公司盈利能力稳步提升	12
3.2. 甜叶菊产能继续扩张，规模优势有望凸显	14
3.3. 工业大麻项目稳步推进	15
3.4. 竞得华高生物 47.5% 股权，市场份额进一步提升	17
4. 盈利预测与投资建议	18
5. 风险提示	20

图表目录

图 1 2005-2020H1，公司营业收入及其同比增速情况	6
图 2 2005-2020H1，公司归母净利及其同比增速情况	6
图 3 2015-2020H1，公司收入构成情况	6
图 4 2015-2020H1，公司毛利构成情况	6
图 5 2020H1，公司收入构成情况	7
图 6 2020H1，公司毛利构成情况	7
图 7 公司期间费用率情况	7
图 8 秦本军持有公司 18.74% 的股权，是公司实际控制人	8
图 9 2010-2019 年，我国植物提取出口总额	9
图 10 2018 年，我国植物提取行业下游消费情况	9
图 11 2019 年，我国植物提取行业出口主要国家情况	9
图 12 2010-2019 年，我国城镇居民人均可支配收入	10
图 13 2010-2019 年，我国餐饮收入及其变化情况	10
图 14 2019 年，全球老龄化排名	10
图 15 2010-2019 年，我国医药制造业收入情况	10
图 16 2010-2019 年，我国化妆品零售额及其同比增速情况	11
图 17 2019-2045 年，全球主要国家患糖尿病人数情况	11
图 18 2020-2027 年，全球及主要国家甜菊糖市场规模增速情况	12
图 19 罗汉果	13
图 20 甜叶菊	13
图 21 2015-2020H1，公司研发投入情况	13
图 22 2015-2020H1，公司研发投入占比情况	13
图 23 2010-2020H1，公司毛利率变化情况	14
图 24 2015-2020H1，公司各业务毛利率变化情况	14
图 25 工业大麻示意图	15
图 26 全球大麻合法化国家分布地图	16
图 27 工业大麻市场规模	16
图 28 华高生物种植基地分布图	17
表 1 莱茵生物主要产品名称及用途	5
表 2 公司募投项目情况	14
表 3 莱茵生物主要业务经营预测（单位：百万元）	19
表 4 可比公司盈利预测	19

1. 公司是国内植物提取行业第一家上市公司

公司成立于 2000 年 11 月，是一家专业从事天然健康产品研发、生产及销售的技术型、外向型民营企业。公司在植物提取行业具有近 20 年的经验，是全球植物提取行业的领军企业，也是国内植物提取行业的第一家上市公司。公司主要产品是罗汉果提取物、甜叶菊提取物等天然植物提取物产品以及天然中草药提取物产品。

经过 20 年的发展，公司已经形成了完整的采购、生产、销售的经营模式。采购方面，公司设有专门的采购部门，制定原材料的采购标准、采购计划，建立供应商评价与选择（含比价）机制，同时，对于一些原材料的采购，公司通过建立“公司+基地+农户”的合作模式，从种植户直接采购。生产方面，生产部根据销售部提供的各产品年度销售预测以及月度发货情况，结合各产品产能，制定生产计划。销售方面，公司近年来陆续建立了上海、美国洛杉矶、意大利萨沃纳三大销售中心，形成了覆盖全球市场的营销模式，以终端直销方式为主。

表 1 莱茵生物主要产品名称及用途

产品名称	产品用途	应用领域
罗汉果提取物	罗汉果提取物（又名“罗汉果甜苷”或“罗汉果甜甙”）是从桂林特产的蔓生植物罗汉果果实中提取的一种天然无糖甜味剂，其功效成份主要为罗汉果甙 IV、罗汉果甙 V，甜度约为蔗糖的 150—300 倍，低热量。此外，罗汉果作为药食两用产品，其提取物还具有清热、镇咳、润肠等药用功效。	食品、饮料、营养保健、医药等领域。
甜叶菊提取物	甜叶菊提取物（又名“甜菊糖苷”、“甜菊糖甙”或“甜菊糖”）是从菊科草本植物甜叶菊的叶片中提取的一种天然无糖甜味剂，其功效成份主要为甜菊糖总甙、甜菊糖甙和莱鲍迪甙 A (RA) 等甙类化合。目前，甜叶菊提取物是国际市场占有率最大的天然无糖甜味剂，甜度约为蔗糖的 250—300 倍，不含热量，被誉为世界“第三代天然零热量（零卡路里）健康糖源”。	食品、饮料、营养保健、医药等领域。
工业大麻提取物	工业大麻 (Hemp) 特指含有四氢大麻酚 (THC) <0.3% 的大麻类植物，该类大麻不显示精神活性，无毒且具有研究价值。	医药、食品饮料、护肤品、化妆品和宠物用品等领域。
莽草酸	莽草酸是从中药八角茴香中提取的一种单体化合物，具有抗炎、镇痛作用，还可作为抗病毒和抗癌药物中间体。是可有效对付致命的 H5N1 型禽流感病毒的药物“达菲”的前体。	医药领域
红景天提取物	红景天提取物是从珍稀植物红景天根茎提取的一种抗疲劳、祛皱美容物质，其功效成份主要为红景天甙和络塞维，具有抗疲劳、增强机体抵抗力、提高脑力和体力机能、抑制肿瘤细胞的生长、延缓衰老、治疗男女性功能障碍、增强肌肤抗电离辐射和电磁辐射能力等功效。	营养保健、化妆品、医药等领域。

资料来源：公司年报，华西证券研究所

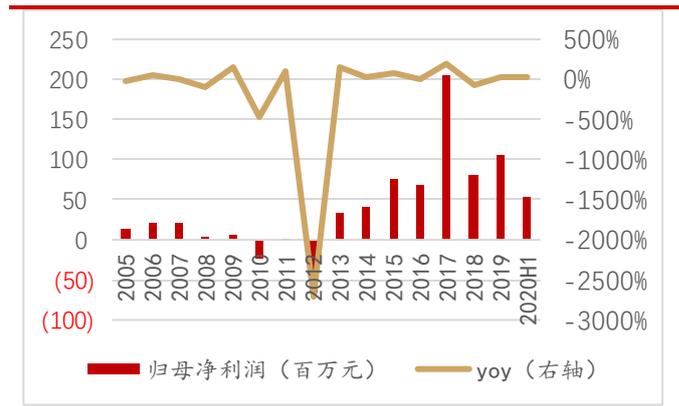
公司营收净利呈现出稳定增长趋势。2005-2019 年，公司营业收入从 8103 万元增长至 7.41 亿元，CAGR+17.13%，保持着较快的增长速度；归母净利润从 1359 万元增长至 1.06 亿元，CAGR+15.78%，整体呈现出稳健增长的态势。2020 年上半年，新冠肺炎疫情对全球经济发展带来了巨大冲击，公司积极推动复工复产，依然保持着稳健增长的趋势，2020H1，公司实现营业收入 2.81 亿元，yoy+7.23%；实现归母净利润 5384 万元，yoy+19.12%。

图 1 2005-2020H1，公司营业收入及其同比增速情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

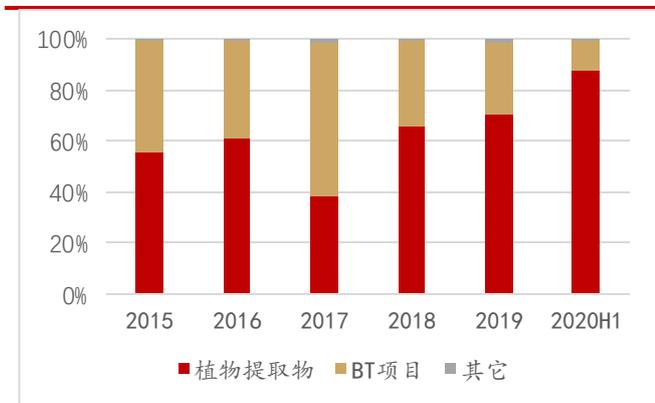
图 2 2005-2020H1，公司归母净利润及其同比增速情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

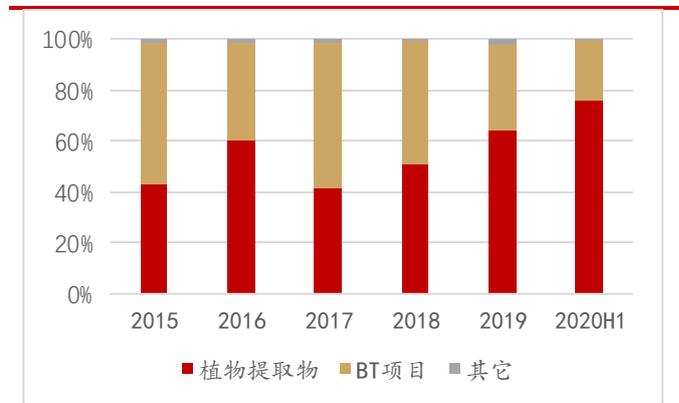
植物提取物和 BT 项目是公司主要的收入和利润来源。公司主营业务主要包括植物提取物和 BT 项目，从收入来源上看，公司植物提取物业务收入占比基本维持在 60%以上，BT 项目收入占比维持在 30%左右。2020H1，公司实现营业收入 2.81 亿元，其中植物提取业务和 BT 项目实现收入 2.45/0.33 亿元，收入占比分别为 87.38%/11.83%，合计收入占比 99.20%，是公司主要的收入来源。从毛利构成上看，2020H1，公司实现毛利 9313 万元，其中植物提取业务和 BT 项目实现毛利 7050/2180 万元，毛利占比分别为 75.70%/23.41%，合计收入占比 99.11%，是公司主要的毛利来源。

图 3 2015-2020H1，公司收入构成情况



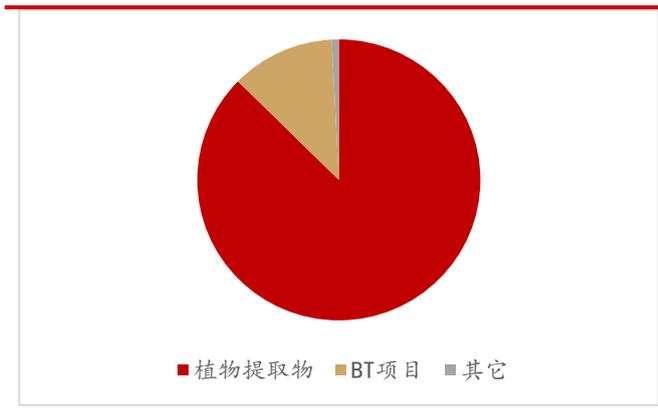
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 4 2015-2020H1，公司毛利构成情况



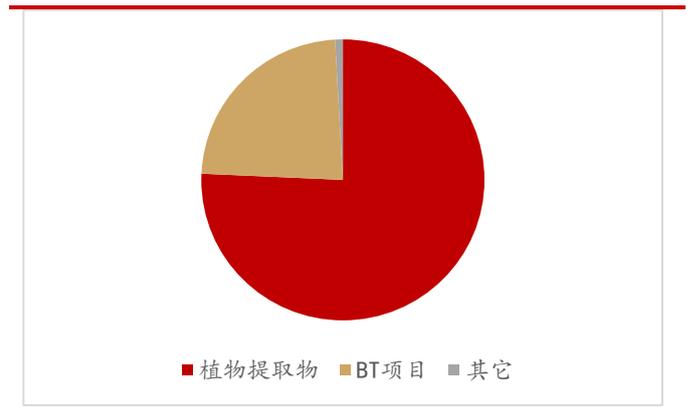
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 5 2020H1，公司收入构成情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

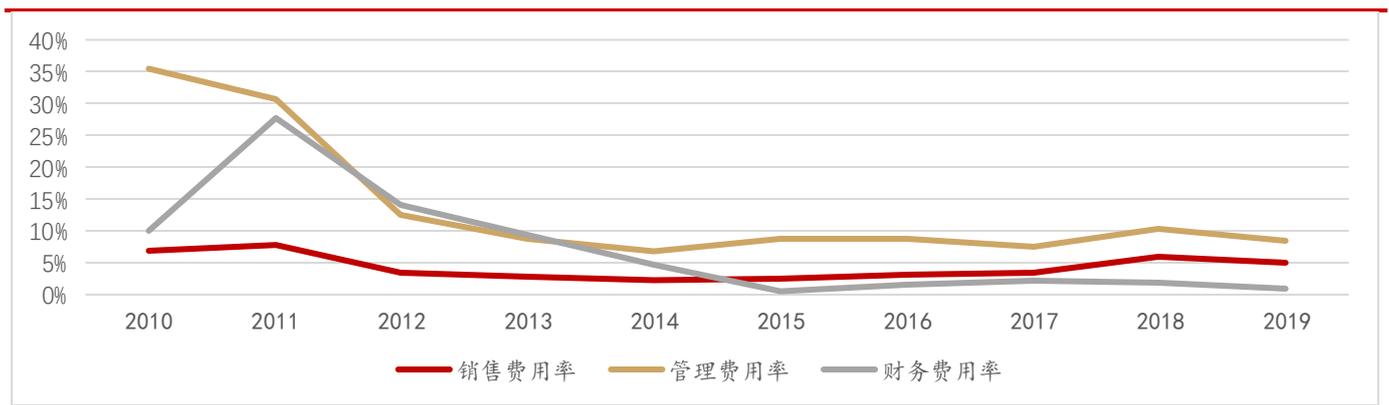
图 6 2020H1，公司毛利构成情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

公司三费持续改善。2010-2019 年，公司销售费用率从 7%下降至 4.94%，显著改善；管理费用率从 35.47%下降至 8.42%，管理效率明显提高；财务费用率从 10.11%下降至 0.96%，明显好转。

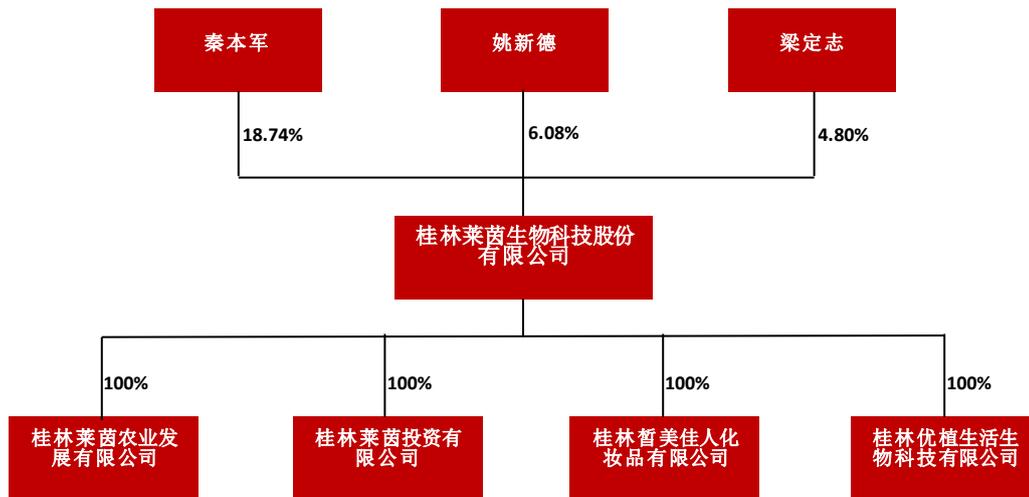
图 7 公司期间费用率情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

秦本军持有公司 18.74%的股权，是公司实际控制人。截至 2020H1，秦本军持有公司 18.74%的股权，为公司实际控制人，姚新德、梁定志分别持有公司 6.08%/4.80%的股权，为公司第二、第三大股东。同时，莱茵农业、莱茵投资、哲美佳人、优植生活为公司控股子公司。

图 8 秦本军持有公司 18.74%的股权，是公司实际控制人



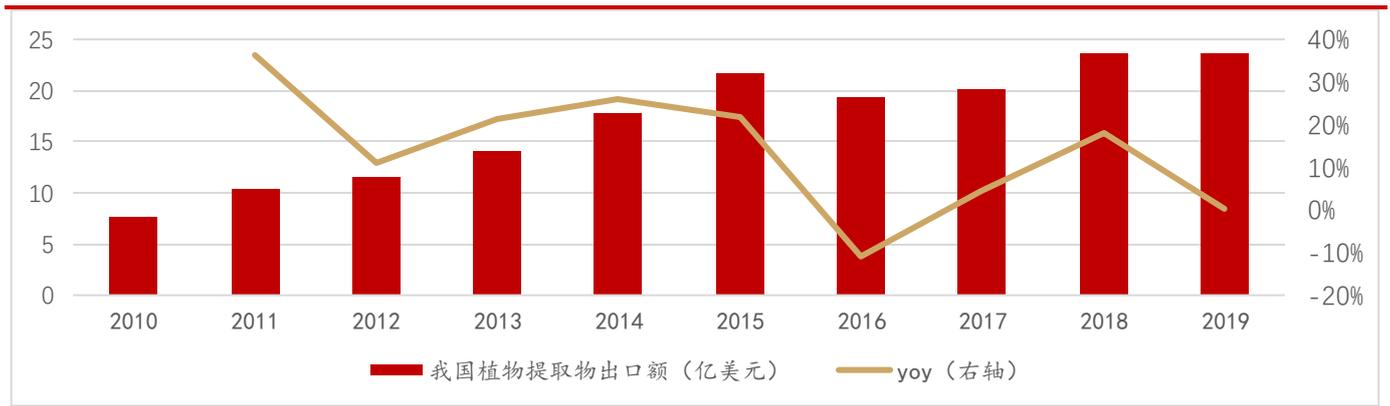
资料来源：公司公告，华西证券研究所

2. 下游需求向好，植物提取成长空间广阔

2.1. 我国植物提取行业出口额高达 23.72 亿美元

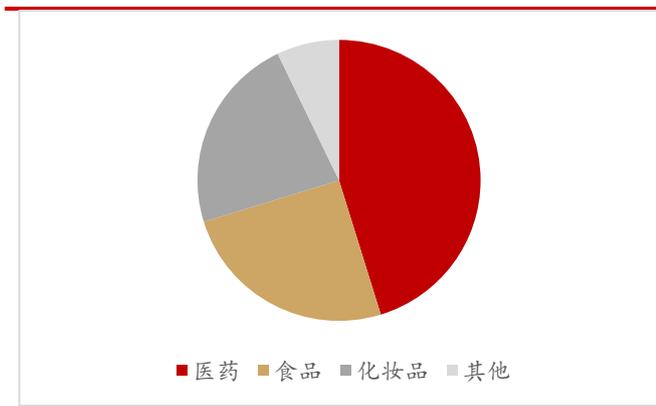
植物提取物是指采用适当的溶剂或方法，从植物（植物全部或其中的某一部分）为原料提取或加工而成的物质。目前，进入工业化提取的种类超过 300 种，按照有效成分的含量可以分为有效单体提取物、标准提取物和比率提取物三类；按成分分为酸、多酚、多糖、黄酮、生物碱等；按产品形态可分为植物油、浸膏、粉、晶状体等；按用途又可分为天然色素制品、中药提取物制品、提取物制品类和浓缩制品类。目前，植物提取物被广泛地用于医药、食品、化妆品、保健品等诸多领域。我国植物提取物以出口为主，根据中国海关数据，2010-2019 年，我国植物提取行业出口额继续呈现稳健增长趋势，从 7.68 亿美元增长至 23.72 亿美元，CAGR+13.35%。从下游消费渠道上看，2018 年，我国植物提取中医药/食品/化妆品/其他占比分别为 45.23%/25%/22.63%/7.14%。从出口国上来看，2019 年，美国、日本和印度尼西亚是我国植物提取物出口的主要国家，出口金额分别为 3.30/2.03/1.28 亿元，占出口总额的比重分别为 13.91%/8.56%/5.40%。

图9 2010-2019年，我国植物提取出口总额



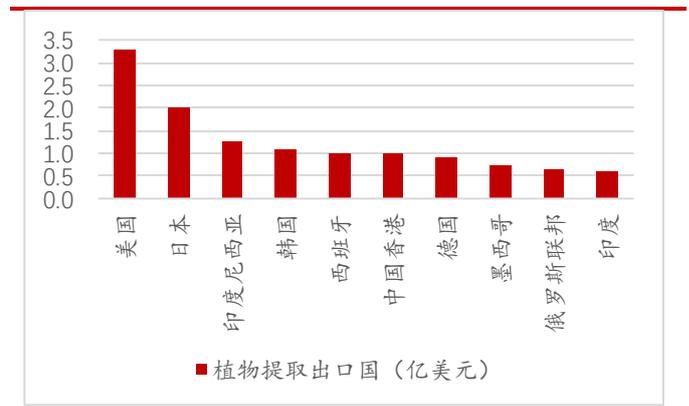
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图10 2018年，我国植物提取行业下游消费情况



资料来源：前瞻产业研究院，华西证券研究所

图11 2019年，我国植物提取行业出口主要国家情况

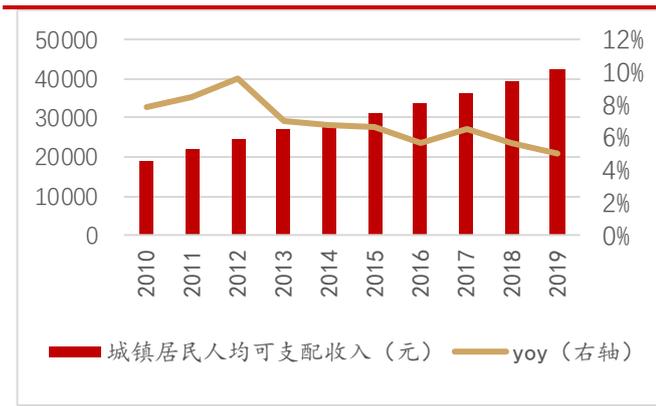


资料来源：前瞻产业研究院，华西证券研究所

2.2. 植物提取行业成长空间广阔

下游需求旺盛支撑行业稳健增长。餐饮方面，随着人均可支配收入的提高，餐饮需求呈现出稳健增长的态势，根据国家统计局数据，2010-2019年，我国城镇人均可支配收入从1.91万元增长至4.24亿元，CAGR+9.25%，受此拉动，我国餐饮收入从1.76万亿元增长至3.95万亿元，CAGR+9.36%。

图 12 2010-2019 年，我国城镇居民人均可支配收入



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

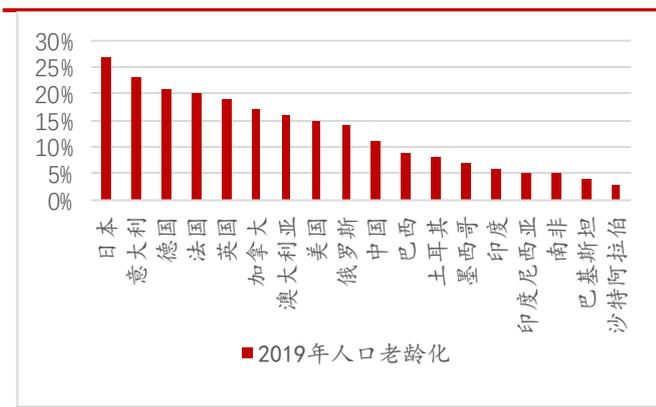
图 13 2010-2019 年，我国餐饮收入及其变化情况



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

医药品方面，医药品销售和人口老龄化程度密切相关，根据世界银行数据，2019 年，日本是全球人口老龄化最严重的国家，65 岁以上人口比例高达 27%，居世界第一，其次是意大利的 23% 和德国的 21%。值得注意的是，我国 65 岁以上人口比例也达到了 11%，居世界第 11 位。根据国家统计局数据，2010-2019 年，医药制造业收入从 1.14 万亿元增长至 2.39 万亿元，CAGR+8.56%。

图 14 2019 年，全球老龄化排名



资料来源：世界银行，华西证券研究所

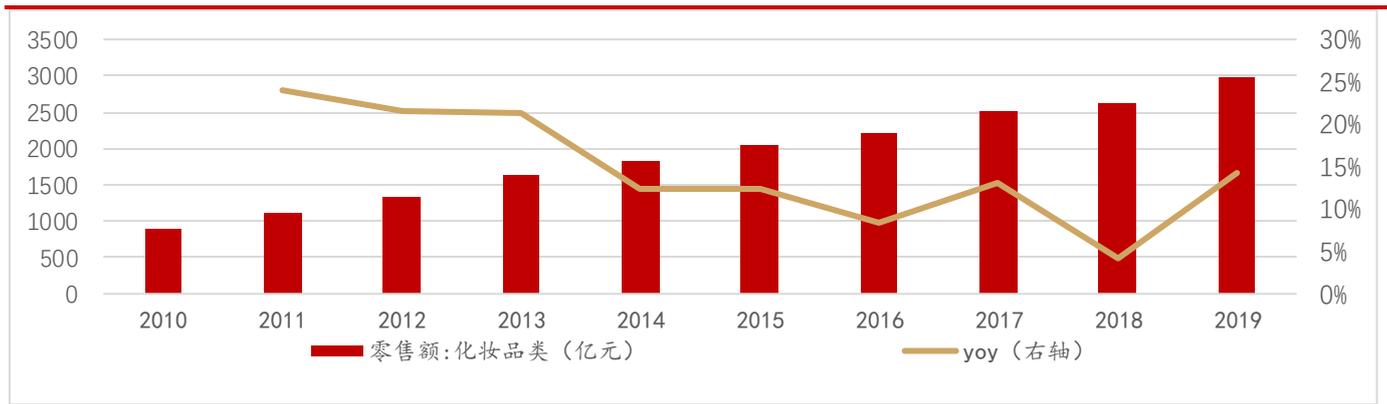
图 15 2010-2019 年，我国医药制造业收入情况



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

化妆品方面，人均可支配收入快速增长拉动化妆品消费需求的快速增长，根据国家统计局数据，2010-2019 年，我国化妆品零售额从 889.40 亿元增长至 2992.20 亿元，CAGR+14.43%。

图 16 2010-2019 年，我国化妆品零售额及其同比增速情况



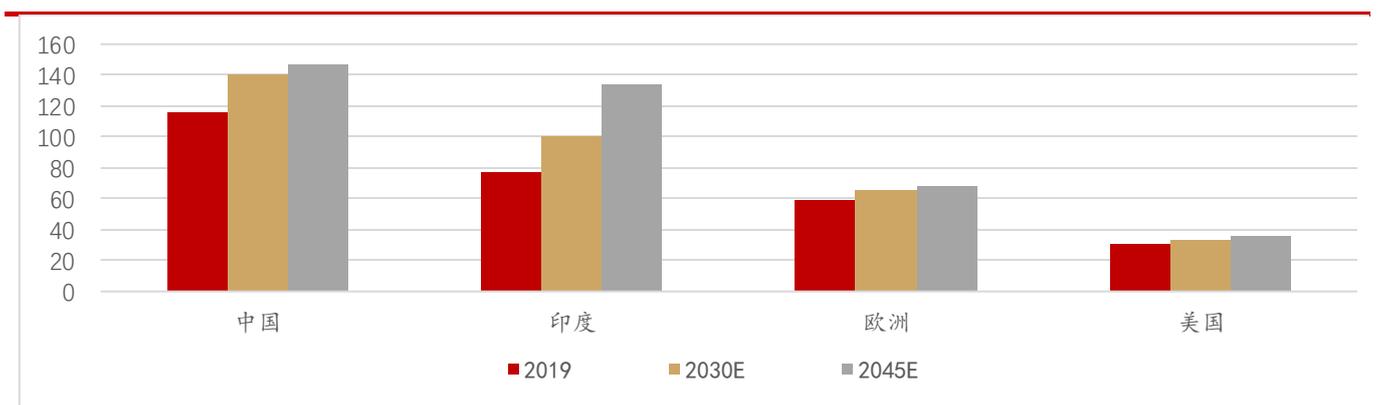
资料来源：国家统计局，华西证券研究所

我们认为，随着人均可支配收入的不断增长以及人口老龄化进程的推进，下游餐饮、医药、化妆品等行业的需求将维持稳健增长态势，带动植物提取行业需求持续向好，未来增长空间广阔。

2.3. 全球对无糖、低糖需求持续扩大

全球糖尿病患病率不断增加。随着人们生活水平的不断提高，糖摄入过量导致糖尿病的发病比例不断提高。根据国际糖尿病联盟（IDF）数据，2019 年全球糖尿病患病人数（20-79 岁）已达 4.63 亿，从患病人数上看，中国最多，为 1.16 亿人，其次是印度/欧洲和美国，患病人数分别为 7700/5900/3100 万人。IDF 预计，全球患糖尿病的人数到 2030 年和 2045 年时将分别增至 5.78 亿和 7 亿，2045 年，中国/印度/欧洲/美国患糖尿病的人数将分别达到 14700/13400/6800/3600 万人，增幅分别为 26.72%/74.03%/15.25%/16.13%。

图 17 2019-2045 年，全球主要国家患糖尿病人数情况（百万人）

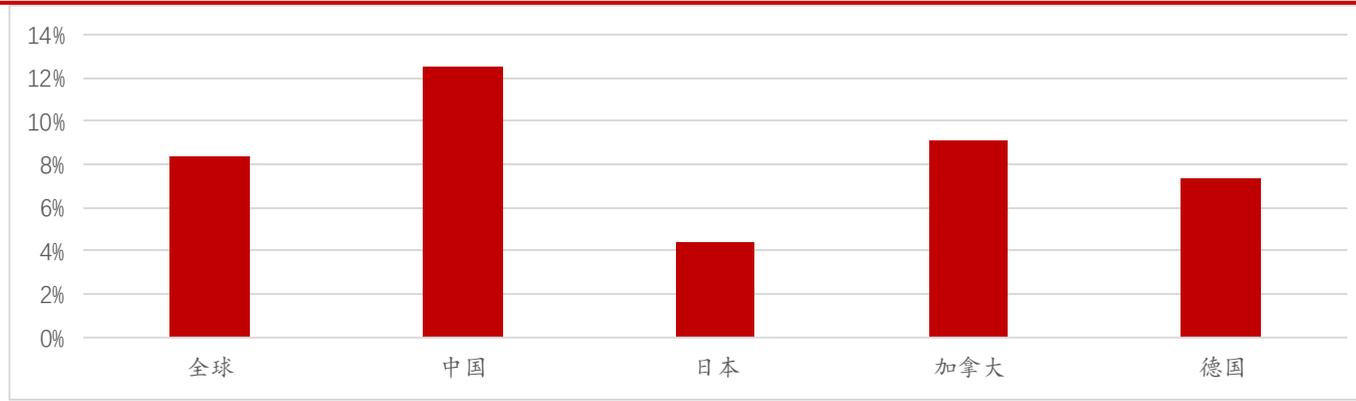


资料来源：IDF，华西证券研究所

健康的无糖/低糖需求持续趋旺。随着人们生活水平的继续提高，人们在追求高质量生活的同时必将对食品的健康、安全等方面提出更高的要求，在此拉动下，无糖/低糖产品的需求应运而生。根据 Mintel 的数据，从地区上看，2012-2018 年，拉丁美洲和亚太地区低糖/无糖产品数量年复合增长率分别为 27%和 19%，欧洲和北美地区复合增长率分别为 16%和 9%，均呈现出较好的增长趋势。

甜菊糖市场规模将持续扩大。甜菊糖和罗汉果甜苷等从天然植物中提取的甜味剂，在满足人们对甜味需求的同时又能减少糖分的摄入，近年来受到消费者的普遍喜爱。根据 Foodnavigator 数据，2017-2019 年，亚太地区甜菊糖销量增幅达到 40%，欧美、拉丁美洲、北美也保持着 15% 以上的较快增速。同时，Research and Markets 预计，2020-2027 年，全球甜菊糖市场规模的年复合增速将达到 8.4%，其中，中国年复合增速为 12.5%，2027 年，预计中国甜菊糖市场规模将达到 2.267 美元。

图 18 2020-2027 年，全球及主要国家甜菊糖市场规模增速情况



资料来源：Research and Markets，华西证券研究所

3. 产能扩张进程不止，大股东增持彰显信心

3.1. 公司盈利能力稳步提升

经过多年的研发投入和技术积累，公司在植物提取行业的研发及技术方面积累了丰富的经验。公司依托高新技术企业研发平台，先后获批建有“博士后科研工作站”、“国家热带水果加工技术研发分中心”、“广西天然甜味剂工程技术研究中心”、“广西罗汉果产业化工程院”及“广西院士工作站”等多个研发平台，技术中心被认定为广西自治区级企业技术中心。公司组建了英国诺丁汉大学归国博士领衔的植物科学创新中心，致力于开展优质高产罗汉果、甜叶菊种苗的研发及培育；同时公司在上海设立了健康产品研发中心，开展植物提取物在终端消费品的配方应用研发工作。

同时，公司重视与国内知名高校和科研机构加强技术合作，依托其技术和人才优势，加快推进公司产品和工艺的研发进程或建立技术储备和积累。公司目前已与中科院天津生物工业研究所、上海药物研究所、广西植物研究所、湖南农业大学、华东理工大学、广西大学、广西师范大学、桂林医学院、桂林理工大学等众多高校和研究所建立了长期合作关系。目前，公司掌握了近 300 个天然成分提取的核心技术，膜分离及高效逆流提取应用技术等四项科技成果通过了省级鉴定，13 项莱茵产品获得高新技术产品的认定，58 项提取技术获得了国家发明专利授权，21 项发明专利进入实质审查。

图 19 罗汉果



资料来源：公司官网，华西证券研究所

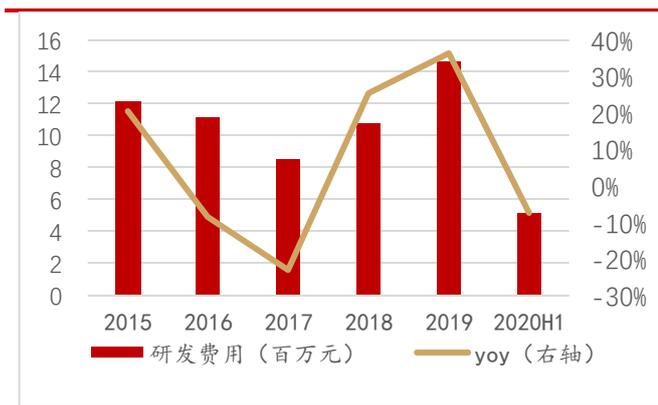
图 20 甜叶菊



资料来源：公司官网，华西证券研究所

根据公司公告整理，2015-2019 年，公司研发投入从 1216 万元增长至 1468 万元，始终维持在 1000 万元以上。2020H1，公司研发投入 514.58 万元，yoy-7.16%，占营业收入的比重为 1.83%。

图 21 2015-2020H1，公司研发投入情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 22 2015-2020H1，公司研发投入占比情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

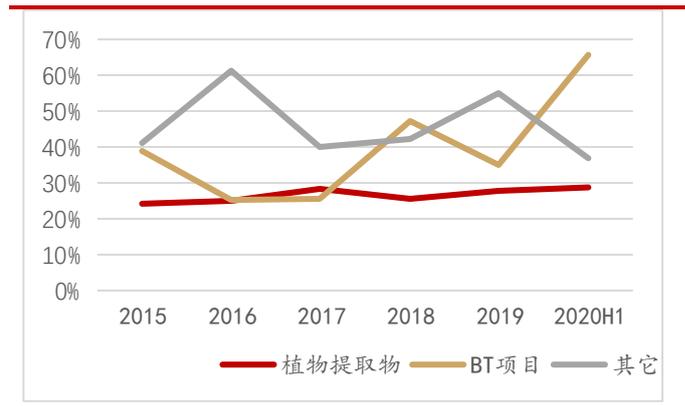
公司盈利能力呈现稳步提升态势。从毛利率上来看，2010-2019 年，公司毛利率从 23.69% 提升至 30.17%，2020H1，公司毛利率继续提升至 33.18%。分品类来看，2015-2019 年，公司植物提取业务毛利率从 24.20% 提升至 27.64%，2020H1，继续提升至 28.75%；BT 项目毛利率从 38.94% 小幅下滑至 35.12%。

图 23 2010-2020H1，公司毛利率变化情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 24 2015-2020H1，公司各业务毛利率变化情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

3.2. 甜叶菊产能继续扩张，规模优势有望凸显

2020年8月4日，公司发布2020年度非公开发行A股股票预案，拟向实际控制人秦本军先生非公开发行股票数量不超过123,822,341股（含本数），发行股票价格为7.43元/股，募集资金总额不超过9.2亿元，扣除发行费用后，将用于4000吨的甜叶菊专业提取工厂建设项目和补充流动资金。

表 2 公司募投项目情况

序号	项目名称	项目总投资额（万元）	拟使用募集资金额（万元）
1	甜叶菊专业提取工厂建设项目	73,001.65	62,000.00
2	补充流动资金	30,000.00	30,000.00
	合计	103,001.65	92,000.00

资料来源：公司公告，华西证券研究所

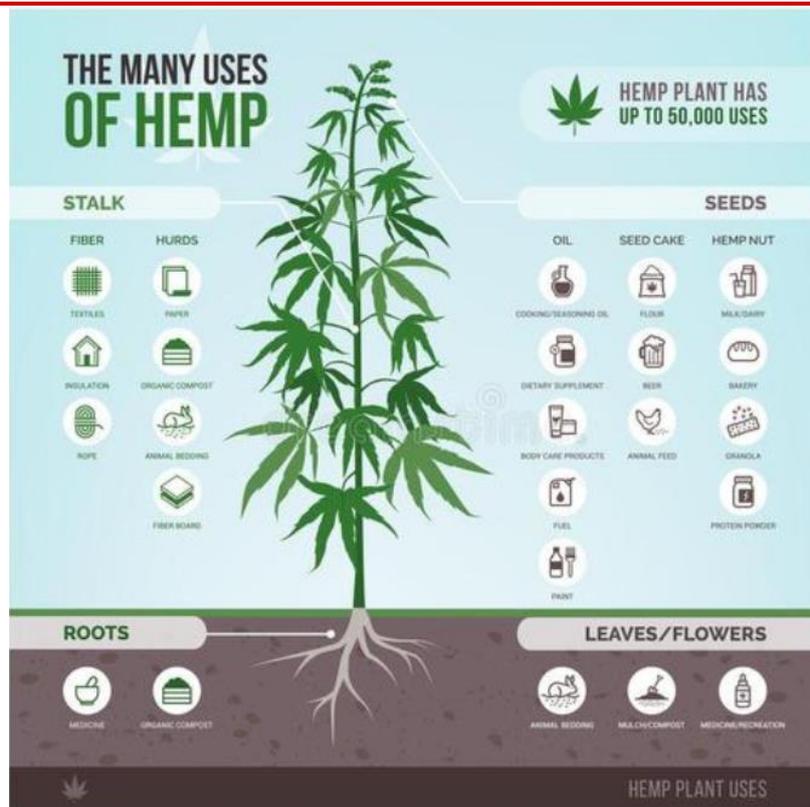
近年来，随着生活水平的提高，人们的饮食结构和生活方式发生了重大变化，糖尿病、肥胖症、高血压、高血糖、高血脂等“富贵病”已成为全球人类健康的主要威胁。由于糖分的过多摄取而导致高血压、糖尿病、龋齿等疾病高发，全球消费者对低热量、无糖食品饮料以及营养保健品的需求大幅提升，甜味剂替代糖的趋势日益显著。在市场需求持续旺盛的背景下，公司目前甜叶菊产能产量难以满足公司未来天然甜味剂的高速增长需要。

我们认为，此次募投建立年产量4,000吨甜叶菊专业提取工厂，一方面，将为公司未来天然甜味剂业务的高速发展打下坚实的基础，通过规模化生产，降低产品生产成本，提高企业的利润率，进一步增强公司的风险抵御能力，扩大公司产能，提高公司在行业内的市场地位与竞争力。另一方面，也将进一步完善公司在天然健康产品领域的战略规划与布局，充分保障产品供应规模，大幅提升公司天然甜味剂业务市场竞争优势，为公司实现全球天然甜味剂龙头企业的战略目标打下坚实的基础。此外，本次发行完成后，秦本军先生对公司的持股比例将增加至33.34%，上市公司控制权进一步巩固。

3.3. 工业大麻项目稳步推进

工业大麻是指四氢大麻酚含量低于 0.3% 的大麻，中国将工业大麻称为汉麻 (hemp)，是大麻科 (Cannabaceae) 大麻属 (Cannabis) 一年生草本植物，分为工业大麻和毒品大麻，国内外广泛应用的大麻为工业大麻。工业大麻的秆芯所磨制成的粉末，也就是汉麻秆芯超细粉体改性涂层技术应用在军服，能发挥出产品的高强度、高性能的特性。可以广泛应用于食品药品、日化品、纺织品、新材料、新能源等多个应用场景。

图 25 工业大麻示意图



资料来源：网络资料，华西证券研究所

自南美国家乌拉圭于 2017 年 7 月宣布大麻合法化后，全球大麻合法化进程不断推进。从全球范围来看，截止 2019 年 1 月，全球有 34 个国家宣布医疗用大麻合法，超过 50 个国家宣布 CBD 合法，其中乌拉圭、加拿大是全球仅有的二个使用大麻（包括工业大麻和娱乐大麻）合法化的国家，不过仍对大麻持有量做出严格规定。

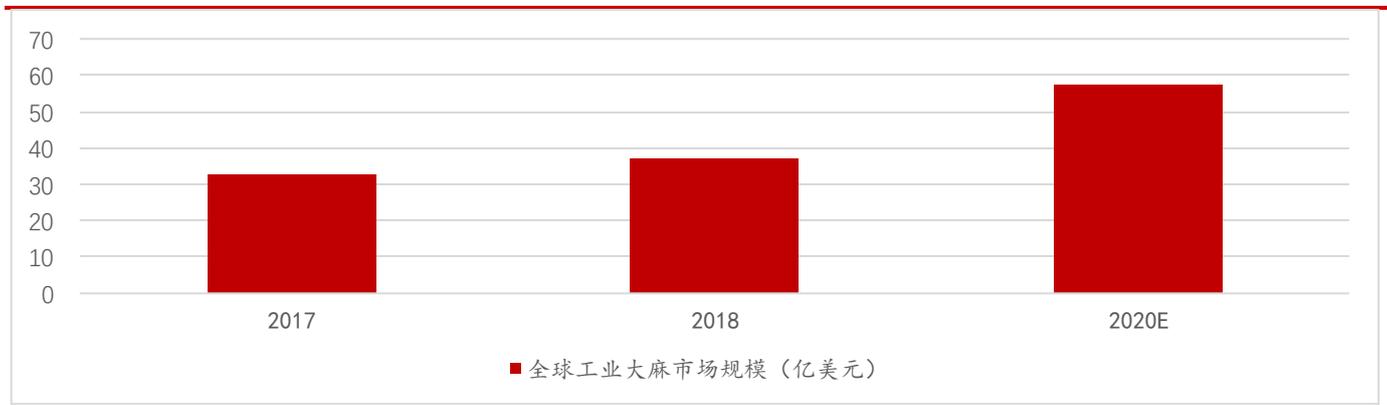
图 26 全球大麻合法化国家分布地图



资料来源：Canopy Growth，华西证券研究所

工业大麻下游应用空间广阔，品类来看包括了药品、食品饮料、保健品、烟草等领域。目前下游已经使用或者公开宣布会在这方面研发使用的品牌众多，其中包括了著名的消费品牌可口可乐、百事可乐、万宝路、科罗娜、红牛、雀巢等。随着提取工艺的不断进步以及产品益处被科学界进一步论证，工业大麻需求有望井喷。从市场规模上看，根据 New Frontier Data 最新报告，2018 年全球工业大麻零售市场规模达 37.4 亿美元（约合人民币 258.6 亿元），同比增长 15%。到 2020 年，其预计零售市场规模可增至 57.3 亿美元。而根据 Canopy Growth 测算，潜在的全球工业大麻市场规模将达 5000 亿美元，行业前景看好。

图 27 工业大麻市场规模



资料来源：New Frontier Data，华西证券研究所

2019 年公司充分发挥在植物提取行业具备的技术研发优势，抓住发展机遇，在美国印第安纳州开展工业大麻提取业务，投资约 4 亿元建设“工业大麻提取及应用工程建设项目”，同时，公司设立一家美国全资子公司 Hemprise 负责本项目的实施。本项目主要产品为大麻二酚（CBD 结晶粉末）和大麻全谱油产品等，可应用于医疗、食品添加剂、化妆品和宠物用品等多个领域。按照原料的 CBD 含量平均为 8% 计算，预计项目达产年，CBD（99% 纯度计）年产量为 160 吨，全谱油年产量为 290 吨（55% CBD 纯度计）。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

我们认为，公司在植物提取行业深耕近 20 年，积累了众多稳定客户资源，“莱茵”品牌在国际上具有较好的知名度和美誉度。公司与全球 60 多个国家和地区的百家食品、饮料、保健品及化妆品制造企业和医药原料贸易商开展了业务往来，并与多家国际知名企业建立稳定合作关系。这些客户主要分布在食品、饮料、保健品、化妆品等领域，与工业大麻提取产品的应用领域高度重合，未来在公司进入工业大麻领域后，也将在工业大麻提取产品方面与现有客户资源进行深度合作，培育公司新的利润增长点。

3.4. 竞得华高生物 47.5%股权，市场份额进一步提升

四川省国有资产经营投资管理有限责任公司、成都华高药业有限公司于 2020 年 9 月 3 日在西南联合产权交易所公开挂牌转让其持有的成都华高生物制品有限公司合计 47.5% 股权。标的股权挂牌价格为 2,878.5 万元，公开挂牌时间为 2020 年 9 月 3 日-2020 年 9 月 29 日。公司报名作为意向受让方参与了上述股权转让项目的竞买，并于 9 月 25 日支付了参与竞买股权保证金人民币 450 万元。上述标的股权挂牌公告期结束，公司成为唯一合格意向受让方。2020 年 10 月 12 日，根据公司公告，公司与四川国资、华高药业签订了《联合转让交易合同》，以人民币 2,878.5 万元竞得华高生物 47.5% 股权。

华高生物成立于 2007 年 3 月，立足于四川省绿茶资源优势，凭借自身在技术、设备和人才方面优势，独立开发出茶多酚、茶氨酸、儿茶素、速溶茶等多种茶系列产品，广泛应用于天然药品、天然保健品、健康食品、日用化妆品等多个领域。产品在国内及美、德、法、日、意、东南亚等国家和地区十分畅销，产品供不应求。根据 2019 年中国海关统计数据显示，华高生物绿茶提取物出口额位列第一，是国内绿茶及虎杖提取领域的龙头企业。

图 28 华高生物种植基地分布图



资料来源：公司官网，华西证券研究所

我们认为，华高生物的产品线与公司存在很高的互补性，本次股权收购可以有效整合行业优势资源，充分发挥公司和标的华高药业在人才、管理、产品、工艺和市场

客户等方面的优势，实现资源互补、优势协同，进一步推动公司“大单品”发展策略的实施落地，提升公司在植物提取领域优势品种的市场份额。

4. 盈利预测与投资建议

公司主营业务主要包括植物提取物、BT 项目以及其它业务，假设中的部分将分别针对以上业务进行讨论。

植物提取物：随着人均可分配收入的提高以及健康生活方式的普及，健康的植物提取物产品的市场空间有望维持稳健增长趋势，公司作为植物提取物龙头，收入将持续增长。预计，2020-2022 年，公司植物提取物收入增速分别为 30%/30%/30%，毛利率分别为 27.8%/29.8%/32.8%。

BT 项目：预计，2020-2022 年，公司 BT 项目收入增速分别为-52%/-51%/-100%，毛利率分别为 56%/56%/56%。

其它业务：公司其它业务保持平稳增长，预计，2020-2022 年，公司 BT 项目收入增速分别为-50%/20%/20%，毛利率分别为 40%/40%/40%。

表 3 莱茵生物主要业务经营预测 (单位: 百万元)

业务	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
植物提取物					
收入	408.42	518.61	674.19	876.45	1139.39
成本	304.72	375.27	486.77	615.27	765.67
毛利	103.70	143.34	187.43	261.18	373.72
毛利率	25.39%	27.64%	27.80%	29.80%	32.80%
BT 项目					
收入	206.39	212.24	101.88	49.92	0.00
成本	108.62	137.70	44.83	21.96	0.00
毛利	97.77	74.54	57.05	27.95	0.00
毛利率	47.37%	35.12%	56.00%	56.00%	56.00%
其他业务					
收入	4.74	10.56	5.28	6.34	7.60
成本	2.74	4.74	3.17	3.80	4.56
毛利	2.00	5.82	2.11	2.53	3.04
毛利率	42.10%	55.07%	40.00%	40.00%	40.00%
费用率					
销售费率	6.0%	4.9%	5.3%	5.2%	5.2%
管理费率	10.4%	8.4%	9.1%	8.9%	8.9%
财务费率	1.9%	1.0%	1.2%	0.0%	0.0%

资料来源: Wind, 华西证券研究所

我们预计, 2020-2022 年, 公司营业收入分别为 7.81/9.33/11.47 亿元, 归母净利润分别为 1.20/1.50/1.99 亿元, 对应 EPS 分别为 0.21/0.27/0.35 元, 当前股价对应 PE 分别为 42/33/25X, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

表 4 可比公司盈利预测

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	可比公司 EPS (元)				P/E			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
002286.SZ	保龄宝	15.20	0.10	0.28	0.51	0.81	152.00	54.29	29.80	18.77
平均							152.00	54.29	29.80	18.77

资料来源: Wind, 华西证券研究所; 采用 Wind 一致预期, 股价截至 2020 年 10 月 12 日收盘价

5. 风险提示

疫情风险。新冠肺炎疫情对全球经济造成了重大影响，且海外疫情还呈现出持续恶化趋势，公司海外收入占比较高，如果海外疫情始终得不到有效遏制，势必对公司的正常经营产生不利影响。

汇率波动风险。公司海外业务收入占比较高，受各国政策的影响比较大，如果汇率发生较大波动可能会对公司收益造成一定影响。

政策扰动风险。公司正积极推进工业大麻项目，如果全球对工业大麻的使用范围发生调整，有可能会对公司业绩造成一定影响。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	741	781	933	1,147	净利润	105	119	149	198
YoY (%)	19.7%	5.4%	19.4%	23.0%	折旧和摊销	37	32	32	32
营业成本	518	535	641	770	营运资金变动	-320	131	-249	-234
营业税金及附加	2	3	3	4	经营活动现金流	-169	274	-84	-26
销售费用	37	41	48	60	资本开支	-54	-34	-29	-31
管理费用	62	71	83	102	投资	5	0	0	0
财务费用	7	9	0	0	投资活动现金流	-40	-16	-12	-9
资产减值损失	-6	0	0	0	股权募资	473	0	0	0
投资收益	9	18	17	22	债务募资	425	-270	0	0
营业利润	126	140	174	232	筹资活动现金流	347	-279	0	0
营业外收支	-3	0	0	0	现金净流量	138	-22	-96	-35
利润总额	123	140	174	232	主要财务指标				
所得税	18	21	25	34	成长能力				
净利润	105	119	149	198	营业收入增长率	19.7%	5.4%	19.4%	23.0%
归属于母公司净利润	106	120	150	199	净利润增长率	29.4%	13.9%	24.6%	32.9%
YoY (%)	29.4%	13.9%	24.6%	32.9%	盈利能力				
每股收益	0.19	0.21	0.27	0.35	毛利率	30.2%	31.6%	31.3%	32.8%
资产负债表 (百万元)					净利率率	14.1%	15.3%	16.0%	17.2%
货币资金	169	147	51	16	总资产收益率 ROA	4.1%	4.4%	5.2%	6.2%
预付款项	34	22	28	36	净资产收益率 ROE	6.0%	6.4%	7.4%	8.9%
存货	1,212	1,375	1,604	1,924	偿债能力				
其他流动资产	223	206	248	298	流动比率	2.40	2.58	2.73	2.67
流动资产合计	1,639	1,750	1,931	2,274	速动比率	0.57	0.52	0.42	0.37
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	0.25	0.22	0.07	0.02
固定资产	550	538	525	512	资产负债率	32.4%	30.8%	29.9%	31.2%
无形资产	50	58	61	66	经营效率				
非流动资产合计	961	964	960	959	总资产周转率	0.29	0.29	0.32	0.35
资产合计	2,600	2,714	2,892	3,233	每股指标 (元)				
短期借款	270	0	0	0	每股收益	0.19	0.21	0.27	0.35
应付账款及票据	364	459	546	638	每股净资产	3.11	3.32	3.59	3.94
其他流动负债	51	220	162	213	每股经营现金流	-0.30	0.48	-0.15	-0.05
流动负债合计	684	679	708	851	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	158	158	158	158	PE	47.40	41.61	33.38	25.12
非流动负债合计	158	158	158	158	PB	2.60	2.67	2.47	2.25
负债合计	842	837	866	1,009					
股本	565	565	565	565					
少数股东权益	-1	-2	-3	-4					
股东权益合计	1,758	1,877	2,026	2,224					
负债和股东权益合计	2,600	2,714	2,892	3,233					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。