

莱茵生物(002166)

深度报告

行业公司研究—食品饮料行业—

证券研究报告

植提龙头快速崛起，海外工业大麻前景广阔

——莱茵生物首次覆盖报告

✍️：杨骥 执业证书编号：S1230522030003
✍️：杜宛泽 执业证书编号：S1230521070001
✉️：duwanze@stocke.com.cn

报告导读

莱茵生物是植物提取行业领军企业，核心业务天然甜味剂业务在行业替代效应的持续显现下，将驱动公司后续业务的快速增长，后续成长空间广阔。海外工业大麻业务稳步推进，预计22年将实现量产；作为全美生产规模第一的工业大麻工厂，具备客户和规模化优势，后续将和现有业务协同，持续贡献业绩。看好公司在蓝海赛道下凭借自身产业链和客户优势，实现业务的快速增长。

投资要点

❑ 莱茵生物：植物提取行业领军者，国家级专精特新小巨人

莱茵生物成立于2000年，是一家专业从事植物提取产品研发、生产及销售的龙头企业，2021年实现收入10.53亿元(+34.40%)，归母净利润1.18亿元(+37.74%)。公司核心植物提取业务2021年增速达58.24%，其中天然甜味剂业务占比60%，同时公司积极在美国布局工业大麻、茶叶等其他提取物业务，力争打造植提细分龙头单品。

❑ 天然甜味剂：乘行业高速增长之风，驱动公司业绩加速释放

替代效应下增量空间客观，大客户订单提供营收高速增长保障。

在“需求侧消费水平提升和健康意识提高+供给侧创新和成本驱动+国内外政策支持力度加大”三因子驱动下，天然甜味剂行业规模快速增长，在逐步迭代蔗糖和人工合成甜味剂的趋势下，中性假设替代率下行业存5.4倍的发展空间。

1) 甜叶菊提取物：整合业内优质资源，产能释放保障营收高速增长。甜叶菊提取物常年稳居出口植提物冠军，伴随国外天然甜味剂需求的扩张，国内甜叶菊出口规模大幅提升。公司在甜叶菊提取物行业市场份额目前超10%，其募投项目甜叶菊提取工厂预计达产后将新增4000吨年产能，为现有产能的3倍，保障后续的供给同时有望进一步提升公司的市占率。

2) 罗汉果提取物：公司产区优势明显，后续增长潜力巨大。得益于其药食两用的属性及纯净的口感，罗汉果提取物国外行业增速超20%位列天然甜味剂第一。公司地处桂林，其产量约占全球90%，区位优势叠加后续在技改项目的升级推动下，罗汉果提取物业务具备高成长性，有望为公司带来新的需求增量。

❑ 海外工业大麻：22年在美有望实现量产，后续将和现有业务形成协同

海外工业大麻行业快速增长，后续空间广阔。从全球市场来看，工业大麻预计25年将实现266亿美元，复合增速达到34%；而美国市场的工业大麻预计25年达到168亿美元，20-25年的CAGR为32%，当前海外工业大麻市场正处于快速增长过程中。与此同时海外工业大麻全面合法化正在推进，后续行业空间广阔。

公司建立全美生产规模第一的工业大麻加工处理工厂，22年将实现量产，后续将持续贡献业绩。公司投资8000万美元在美国印第安纳州建设工业大麻提取及应用工程建设项目，年处理工业大麻原料5000吨，预计在22年6月30日前达成量产；与此同时，公司于22年3月签订《受托加工意向协议》，初步预

评级

买入

上次评级 首次评级
当前价格 ¥10.09

单季度业绩

元/股

1Q/2022	0.07
4Q/2021	0.06
3Q/2021	0.06
2Q/2021	0.07



公司简介

相关报告

计该协议将实现 255-570 万美元的营收，预计项目毛利率 50%左右。

公司海外工业大麻业务与当前植提业务的客户资源和应用领域高度重合，有利于后续公司海外工业大麻业务的市场拓展和业务协同；与此同时全美生产规模第一的工业大麻处理工厂也将具备规模化优势，有助于后续盈利能力的持续提升。我们预计 22 年公司海外工业大麻业务能够实现盈亏平衡，贡献收入 1 亿元左右。

□ 盈利预测及估值

我们预计 2022-2024 年公司实现营业收入分别为 17.29/26.15/39.31 亿元，同比增长分别为 64.13%、51.27%、50.34%；实现归母净利润分别为 2.13/3.33/5.46 亿元，同比增长分别为 80.07%、56.14%、64.04%。预计 22-24 年 EPS 分别为 0.38/0.59/0.97 元，对应 PE 分别为 26.66/17.07/10.41 倍（22 年 6 月 24 日收盘价，下同）。

我们选取行业内代糖行业的上市公司，由于公司业务正处于快速增长过程中，成长性较好，未来三年 CAGR 为 66%，我们选取 PEG 进行估值，行业内可比公司的平均 PEG 为 0.73，公司仅 0.4，当前股价被低估。我们基于行业可比公司 PEG 水平，给予公司 22 年 40-50 倍 PE，对应当前市值仍有较大空间。首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：

汇率波动风险、下游需求不及预期的风险、政策风险。

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	1053.24	1728.72	2614.95	3931.44
(+/-)	34.40%	64.13%	51.27%	50.34%
归母净利润	118.44	213.27	333.01	546.27
(+/-)	21.47%	80.07%	56.14%	64.04%
每股收益(元)	0.21	0.38	0.59	0.97
P/E	48.01	26.66	17.07	10.41

正文目录

1. 莱茵生物：首家植物提取上市公司，海外工业大麻稳步推进	6
1.1. 发展历程：全球拓展发展稳健，战略升级业务实现新增长	6
1.2. 公司管理：股权结构清晰，高管团队经验丰富	6
1.3. 主营业务：发力天然甜味剂业务，实现全球全产业链布局	7
1.4. 财务分析：公司业绩平稳增长，费用率稳中向好	9
2. 行业：植物提取前景广阔，美国工业大麻市场快速发展	10
2.1. 植物提取：应用空间不断扩展，行业迈入黄金发展期	10
2.2. 天然甜味剂：代糖领域明星产品，市场潜力空间巨大	12
2.2.1. 甜菊糖苷：稳居出口榜首，需求保持平稳增长	16
2.2.2. 罗汉果甜苷：甜味剂新秀，优势明显增速第一	17
2.3. 海外工业大麻行业：合法化持续推进，蓝海市场空间广阔	18
2.3.1. 行业现状：海外 CBD 规模快速扩容，需求端应用广阔	18
2.3.2. 竞争格局：产业链存在门槛，行业集中度持续提升	20
2.3.3. 发展进程：美国大麻合法化加快，CBD 应用范围增加	20
3. 优势：全产业链一体化优势，客户资源优势显著	21
3.1. 植物提取业务：全产业链一体化，竞争优势显著	21
3.1.1. 上游：原料采购具备区位优势，原料资源掌控力较高	21
3.1.2. 中游：研发优势长期积累，自动化产线保证质量	22
3.1.3. 下游：大客户深度绑定，布局全球市场	23
3.2. 海外工业大麻：规模、管理、客户优势快速打开海外 CBD 市场	25
3.2.1. 生产规模：规模优势明显，拥有全美最大的工业大麻提取工厂	25
3.2.2. 管理团队：高管经验丰富，客户开发进展顺利	26
3.2.3. 客户资源：优质资源储备充足，实现协同效应	26
4. 未来增长：天然甜味剂为主驱动，工业大麻打开后续空间	27
4.1. 天然甜味剂业绩确定性高，驱动植提业务高速增长	27
4.1.1. 芬美意客户订单加速释放，积极整合同业优质资产	27
4.1.2. 甜叶菊工厂建设持续推进，2023 年底有望实现投产	27
4.2. 海外工业大麻：预计 22 年 6 月底量产，后续产能逐步释放持续贡献业绩	28
5. 盈利预测及估值	29
5.1. 盈利预测	29
5.2. 相对估值	30
6. 风险提示	30

图表目录

图 1: 公司发展历程	6
图 2: 公司股权结构清晰 (截至 2022Q1)	7
图 3: 公司实现全球全产业链产业布局	8
图 4: 2017-2021 年植物提取物收入占比增加	9
图 5: 2017-2021 年国外业务收入占比增加	9
图 6: 自 2018 年以来公司营收保持稳定增长	9
图 7: 自 2018 年以来公司业绩呈现加速增长趋势	9
图 8: 2017-2021 年毛利率平稳运行	10
图 9: 2017-2021 年费用率较为稳定	10
图 10: 植物提取行业产业链连接领域广泛	10
图 11: 我国植物提取物出口额呈波动式增长	11
图 12: 我国植物提取行业规模保持年化 10.3% 的稳定增长	11
图 13: 十四五规划各省市支持植物提取行业政策	11
图 14: 全球糖尿病患者预计增长人数分布	14
图 15: 2000-2020 年我国成人超重率和肥胖率提升 7.6%/12.2%	14
图 16: 2016-2021 年我国无糖饮料市场规模 CAGR 达 39.3%	15
图 17: 近两年我国甜叶菊出口金额和出口数量大幅提升	16
图 18: 2026E 美国甜叶菊提取物市场规模将增至 2.5 亿美元	16
图 19: 公司甜叶菊提取物市占率有望进一步提升	17
图 20: 罗汉果甜苷具备多项药理性益处	17
图 21: 罗汉果甜苷在欧美地区市场份额较高	17
图 22: 自 2017 年以来罗汉果采购单价呈上行趋势	18
图 23: 我国罗汉果种植面积不断扩大至 2019 年约 23 万亩	18
图 24: 全球合法大麻市场 24 年将达到 587 亿美元 (亿美元)	19
图 25: 全球市场 2020 年工业大麻应用占比 19.39% (%)	19
图 26: 美国 CBD 市场规模高速增长 (亿美元, %)	19
图 27: 美国大麻消费人数持续上升 (百万人)	19
图 28: 美国医用大麻合法州人数占 74% (千人)	21
图 29: 美国成人用大麻合法州人数占 44% (千人)	21
图 30: 公司具备区位优势	21
图 31: 公司上游原料采购掌控力较强	22
图 32: 公司近五年研发费用率稳步提升 (亿元, %)	23
图 33: 公司 21 年研发人员数量大幅上涨 (人, %)	23
图 34: 公司第四代植提工厂采用最先进生产设备	23
图 35: 芬美意分销合同贡献稳定增长 (亿元, %)	24
图 36: 公司前五大客户销售额占比处于合理增速 (亿元, %)	24
图 37: 芬美意食品风味业务对天然甜味剂需求稳定	24
图 38: 公司四大销售中心布局全球	25
图 39: 芬美意订单采购额逐年加速释放	27
图 40: 公司产能持续扩张路径	28

表 1: 公司管理层履历史经验丰富	7
表 2: 公司各业务情况	8
表 3: 甜叶菊近 5 年位居植物提取物出口榜首	11
表 4: 植物提取行业竞争格局较为分散	12
表 5: 主要甜味剂种类特点对比	13
表 6: 中性假设下, 天然甜味剂市场具备 5.4 倍行业空间	14
表 7: 国内品牌纷纷布局天然甜味剂赛道	15
表 8: 2017 年以来全球多国相继实施糖税征收政策	15
表 9: 我国控糖、减糖相关政策梳理	16
表 10: 大麻分为工业大麻、中间型大麻等	18
表 11: 行业内龙头种植情况对比	22
表 12: 公司两种研发模式充分发挥优势	23
表 13: 公司工厂的占地面积与处理原料能力优于北美其他工厂	25
表 14: HempRise 核心团队相关领域从业经验丰富	26
表 15: 海外 CBD 产品应用场景与现有客户资源高度重叠	27
表 16: 芬美意主要合作客户群	27
表 17: 公司非公开发行募集资金 9.68 亿元使用计划	28
表 18: 公司盈利预测 (百万元, %)	30
表 19: 可比公司相对估值	30
表附录: 三大报表预测值	32

1. 莱茵生物：首家植物提取上市公司，海外工业大麻稳步推进

莱茵生物是全球植物提取行业领军企业、国内首家植物提取行业上市公司，业务范围涵盖天然甜味剂、工业大麻等。桂林莱茵生物科技股份有限公司成立于2000年11月，2007年于深交所上市，专业从事天然健康产品研发、生产及销售。公司秉承“绿色科技，健康未来”的经营理念，着力原料基地的开发和建设，构建食品饮料、膳食补充剂、化妆品及医药等下游产业品牌和渠道运营平台，形成全产业链生态闭环。2021年公司实现营业收入10.53亿元，同比增长34.40%，其中植物提取业务占比为96.39%。公司天然甜味剂业务同比增长54.86%，占营业总收入60.15%。

1.1. 发展历程：全球拓展发展稳健，战略升级业务实现新增长

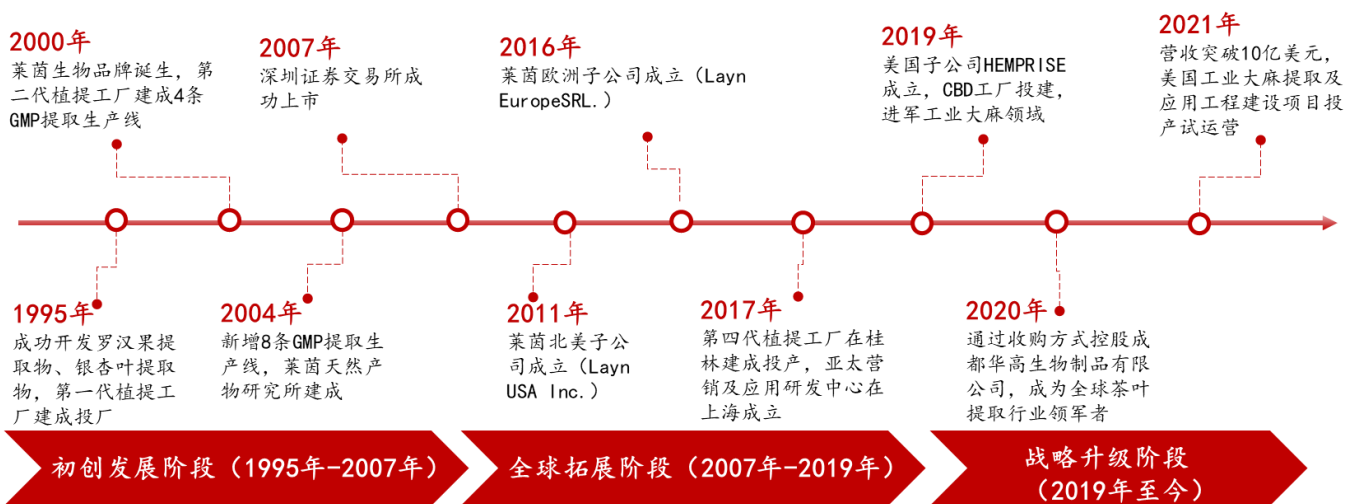
莱茵生物在发展历程中可分为以下几个阶段：

1) 初创发展阶段(1995-2007): 1995年公司成功开发罗汉果提取物、银杏叶提取物，第一代植提工厂建成投产。2000年莱茵生物品牌正式诞生，第二代植提工厂建成4条GMP提取生产线。此后，公司业务迅速发展，2007年成功于深交所上市。

2) 全球拓展阶段(2007-2019): 2011年莱茵北美子公司成立(Layn USA Inc.)，2016年莱茵欧洲子公司成立(Layn EuropeSRL.)，确定公司全球化布局。

3) 战略升级阶段(2019至今): 2019年美国子公司HEMPRISE成立，CBD工厂投建，进军美国市场工业大麻领域。公司通过收购、投产等方式积极打通上下游产业链，致力于实现全产业链布局。

图 1：公司发展历程

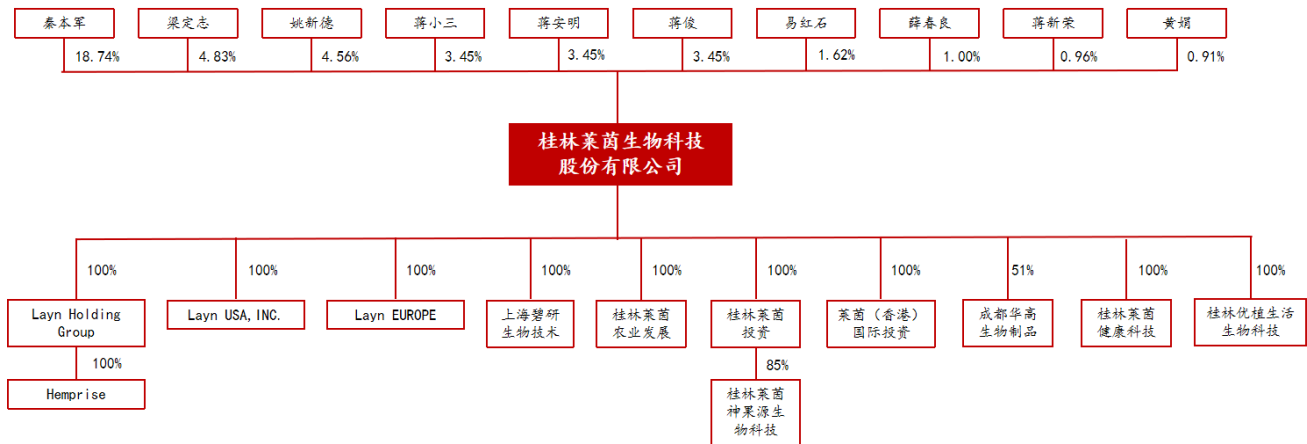


资料来源：公司官网，浙商证券研究所

1.2. 公司管理：股权结构清晰，高管团队经验丰富

公司股权结构清晰，创始人秦本军为实际控制人。截至2022年Q1，创始人秦本军共持有1.06亿股股票，占比18.74%，为公司实际控制人。

图 2：公司股权结构清晰（截至 2022Q1）



资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所

公司高管团队行业经验丰富，成员稳定。公司管理层平均年龄 44.29 岁，正值事业黄金期，为公司发展带来活力；专业及行业经验丰富，为公司发展掌舵把航。主要管理人员均在公司任职时间较长，较为稳定。

表 1：公司管理层履历经验丰富

姓名	职务	任职日期	性别	学历	出生年份	年龄	持股数(万)	履历
秦本军	董事长、总经理	2014 年 7 月	男	硕士	1974	48	10,592	历任桂林君御投资有限公司董事长、广西兴安农村合作银行董事、本欣国际投资有限公司董事，为广西壮族自治区政协委员、桂林市人大代表
谢永富	常务副总经理	2020 年 11 月	男	大专	1978	44		
白昱	董事、副总经理	2014 年 7 月	男	硕士	1976	46		
罗华阳	副总经理、董事会秘书	2011 年 7 月	男	本科	1981	41		历任浙江锐德董事、华高生物董事
李元元	监事会主席	2020 年 11 月	男	硕士	1974	48		
王雪婷	监事	2017 年 11 月	女	本科	1984	38		
郑辉	财务总监	2017 年 11 月	女	本科	1977	45		历任深圳富士康企业集团、桂林桂联客车厂会计

资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

1.3. 主营业务：发力天然甜味剂业务，实现全球全产业链布局

公司主营业务为植物提取业务，具备天然甜味剂、工业大麻提取物、茶叶提取物等大单品，重点发力天然甜味剂业务。公司主要产品包括天然甜味剂（包括罗汉果、甜叶菊

等)、风味剂、保健食品原料等。其中大单品天然甜味剂、工业大麻提取物及茶叶提取物的表现强劲,市场地位具备优势:

1) **天然甜味剂**: 产能及年度销量居全球天然甜味剂前三; 产品主要包含甜叶菊提取物、罗汉果提取物等;

2) **工业大麻提取物**: 公司在美国工业大麻 CBD 提取产能排名全美第一; 产品主要是医用 CBD、CBG、CBN、水溶性 CBD、全谱油、广谱油等;

3) **茶叶提取物**: 公司茶叶提取产品市场份额排名第一; 主要是茶多酚、茶多酚棕榈酸酯、速溶茶、茶氨酸、茶黄素等

4) **其他提取物**: 主要包含红景天提取物、积雪草提取物、葡萄籽提取物、莽草酸提取物、桑叶提取物、牛至提取物等。

表 2: 公司各业务情况

业务	主要产品
天然甜味剂	甜叶菊提取物(甜菊糖苷)、罗汉果提取物(罗汉果甜苷)
工业大麻提取物	医用 CBD、CBG、CBN、水溶性 CBD、全谱油、广谱油...
茶叶提取物	茶多酚、茶多酚棕榈酸酯、速溶茶、茶氨酸、茶黄素、白藜芦醇...
其他提取物	红景天提取物、积雪草提取物、葡萄籽提取物、莽草酸提取物、牛至提取物、桑叶提取物...

数据来源: 公司官网, 浙商证券研究所

公司业务覆盖全产业链, 打通上游种植与下游营销, 实现全球布局。公司通过在上游建立合作种植基地及收购等方式打通上游农业, 同时在下游积极布局全球营销中心, 实现三大生产基地、四大营销中心、五大研发中心的全球全产业链布局。

图 3: 公司实现全球全产业链产业布局

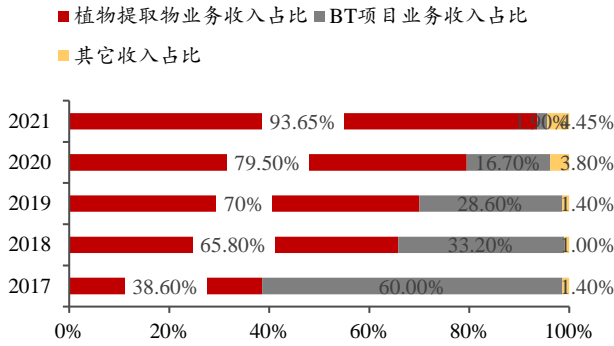


资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

分业务看, 植物提取物业务占主营收入比重逐年上升。2021 年, 植物提取物业务在营收中占比达 93.65%, 为公司主营业务, BT 项目业务收入占比 1.90%。

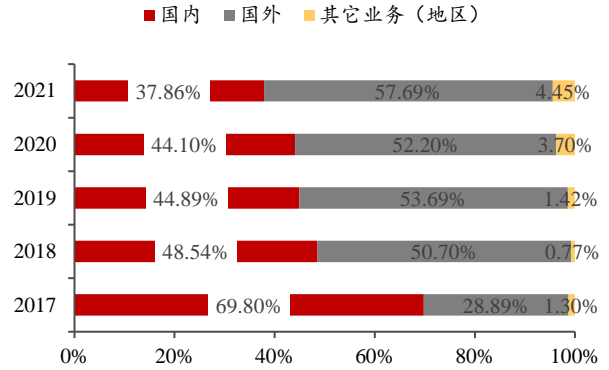
分地区看，目前国外市场为公司营收主力，占比超 50%。得益于公司全球业务布局与美国工业大麻业务增长，国外业务占比近五年逐年上升，2018 年占比超过国内业务收入。2021 年国外业务收入占比达 57.69%。

图 4：2017-2021 年植物提取物收入占比增加



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 5：2017-2021 年国外业务收入占比增加

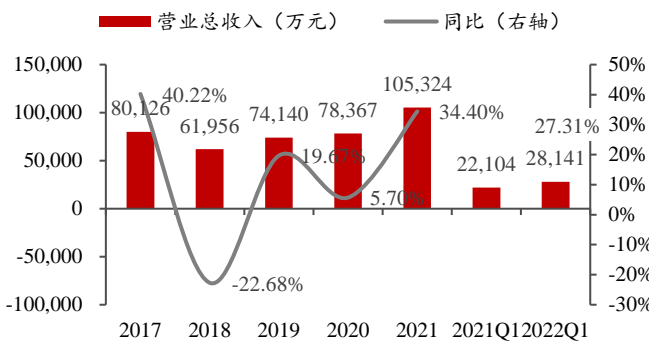


资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.4. 财务分析：公司业绩平稳增长，费用率稳中向好

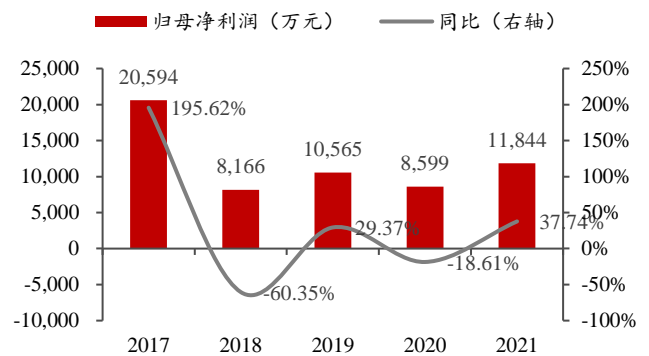
1) 经营业绩：公司营收保持稳定增长，业绩呈现加速增长趋势。2017-2021 年公司营业收入从 8.01 亿元上升至 10.53 亿元，CAGR 达 7.08%；同期归母净利润从 2.05 亿元下降至 1.18 亿元，CAGR 为 -12.92%，其中 2018 年系公司 BT 项目进入尾声，工程量减少导致公司确认的收入及利润减少。目前公司 BT 项目主体工程已建设完毕且该项目结束后公司将不再开展新的 BT 项目，预计将不再会对公司收入业绩产生较大影响。2021 年/2022Q1 净利润增速分别达 37.74%/78.45%，整体业绩呈现加速增长的趋势。

图 6：自 2018 年以来公司营收保持稳定增长



资料来源：Wind，浙商证券研究所

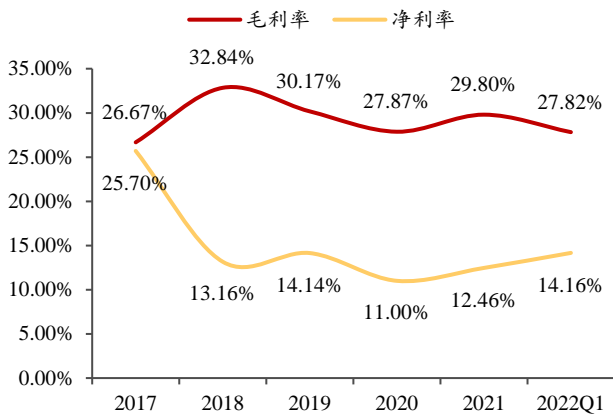
图 7：自 2018 年以来公司业绩呈现加速增长趋势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

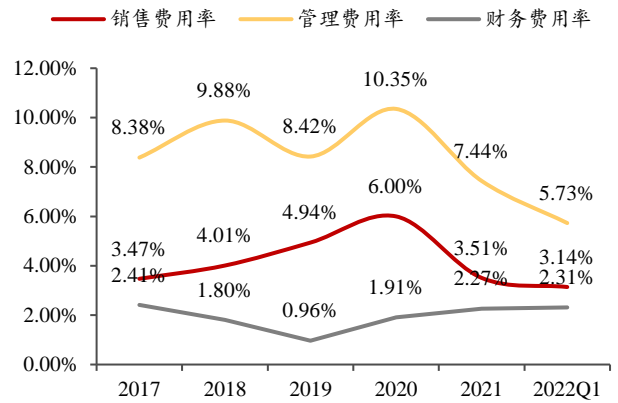
2) 盈利能力：毛利率平稳运行，净利率有待改善。2017-2021 年毛利率分别为 26.67%/32.84%/30.17%/27.87%/29.80%，在 25%-35% 的区间平稳运行。2017-2020 年净利率由于净利润增速不及营收增速出现逐年下滑趋势，2021 年净利率明显改善回升至 12.46%。费用率较为稳定，2021 年销售和管理费用率均有所下降，公司盈利能力进一步上涨有待观望。

图 8：2017-2021 年毛利率平稳运行



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 9：2017-2021 年费用率较为稳定



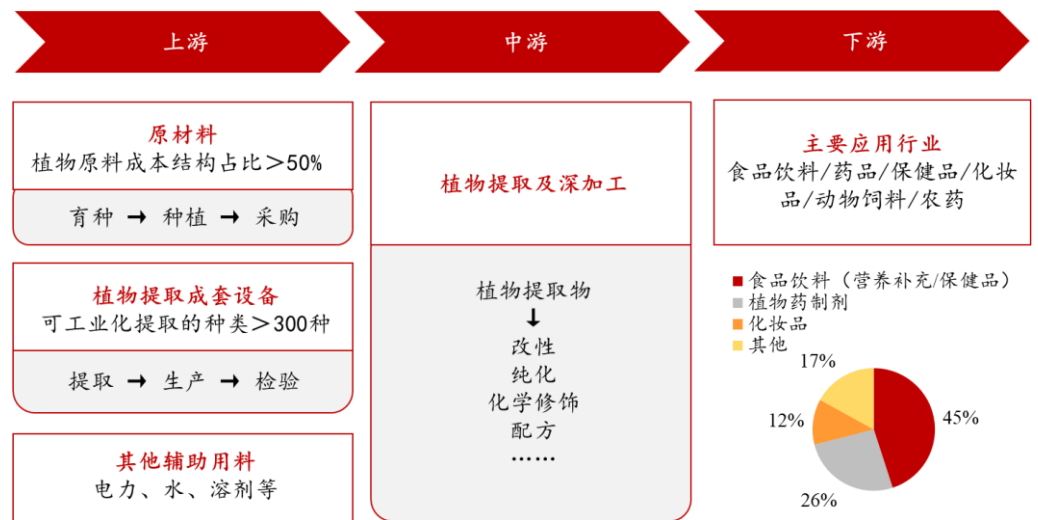
资料来源：Wind，浙商证券研究所

2. 行业：植物提取前景广阔，美国工业大麻市场快速发展

2.1. 植物提取：应用空间不断扩展，行业迈入黄金发展期

行业应用空间不断拓展，议价能力逐渐增强。植物提取行业源于传统中草药行业，产业链延伸至多个领域，上游主要包括自主研发植物提取成套设备及原材料种植，中游主要包括提取及深加工，下游为终端产品的销售，涵盖食品饮料、医药、化妆品等各个领域，具体分析来看：

图 10：植物提取行业产业链连接领域广泛

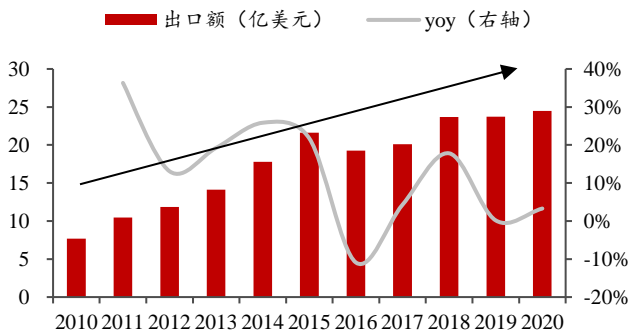


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1) **上游**：由于产业高度依赖于植物原料的获取，其成本结构中植物原料占比约 50%-60%，作物普遍受上游原料的种植及自然灾害的影响而呈现明显的区域性、季节性特征，但由于植物提取物设备制造厂商较多、进入工业化提取的种类超 300 种，加之下游应用领域的广泛，因此单一市场波动对植物提取带来的影响较小，行业自身未呈现明显周期性。

2) 下游: 据前瞻产业研究院, 早在 2017 年食品饮料已成为全球植物提取物最大的需求市场, 占比达 45%。由于国外大健康产业发展较为成熟, 我国依托丰富的植物资源与持续优化的提取技术, 已成为全球植物提取的生产与出口大国。据医保商会数据, 2020 年美国为最大出口市场, 占比达 25%。据中国海关总署数据, 2010-2020 年植物提取物行业出口额波动式增长, 2020 年出口量 9.6 万吨 (+11.0%)、出口额 24.5 亿美元 (+3.3%), 其中甜叶菊近 5 年位居出口榜首。

图 11: 我国植物提取物出口额呈波动式增长



资料来源: 海关总署, 浙商证券研究所

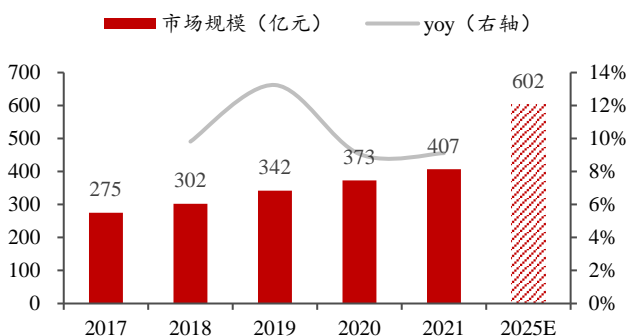
表 3: 甜叶菊近 5 年位居植物提取物出口榜首

序号	2020	2019	2018	2017	2016
1	甜叶菊提取物	甜叶菊提取物	甜叶菊提取物	甜叶菊提取物	甜叶菊提取物
2	辣椒色素	薄荷醇	桉叶油	桉叶油	桉叶油
3	薄荷醇	桉叶油	薄荷醇	薄荷醇	薄荷醇
4	桉叶油	万寿菊提取物	甘草提取物	辣椒色素	甘草提取物
5	万寿菊提取物	辣椒色素	万寿菊提取物	万寿菊提取物	万寿菊提取物

资料来源: 医保商会植提分会, 浙商证券研究所

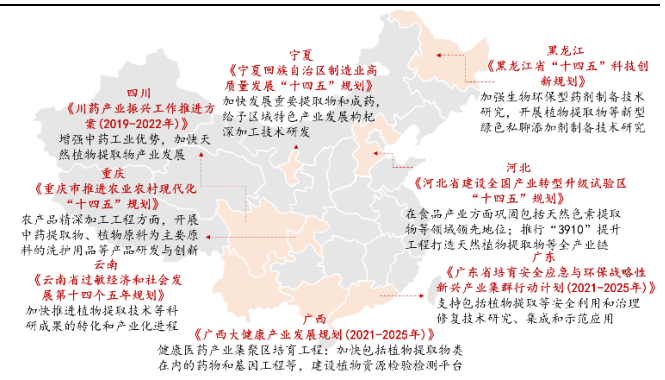
充分竞争期后行业发展规范化, 有望保持 10% 的稳健增长。我国植物提取行业起步于 20 世纪 70 年代部分中药厂在生产环节对植物成分的提取, 随着国际自然概念的兴起和我国对外贸易的扩张, 上世纪 90 年代行业逐步发展, 相关生产企业注册数量由 2011 年 305 家提升至 2019 年 2022 家, 充分竞争期后行业发展逐步规范化, 且受疫情影响行业入局者减少至 2021 年 376 家, 但行业仍保持年化约 10.3% 的稳健增长, 2017-2021 年行业规模由 275 亿元增至 407 亿元, 2025 年行业规模有望突破 600 亿。在 2020 年国家《“十四五”发展规划》的推动下, 各省市陆续出台关于植物提取行业的支持政策, 加快植物提取技术等科研成果的转化和产业化进程, 行业已迈入黄金发展期。

图 12: 我国植物提取行业规模保持年化 10.3% 的稳定增长



资料来源: Freedonia Group, 浙商证券研究所

图 13: 十四五规划各省市支持植物提取行业政策



资料来源: 各省市官网, 浙商证券研究所

细分领域龙头林立, 行业整体集中度较低。由于植物提取物细分产品多样、应用领域较广, 部分细分领域出现龙头企业, 行业具备一定的进入壁垒, 但各企业多基于自身业务进行纵向产业链布局, 因此整体市场集中度较分散, 2020 年 CR3 (晨光生物、莱茵生物、欧康医药) 为 8.16% (+1.58pct)。在环保要求提升和行业标准完善的背景下, 龙头企业具备的规模、技术及成本优势持续增强, 行业集中度有望进一步提升。

表 4：植物提取行业竞争格局较为分散

	收入体量	代表公司	植提业务占比	重点布局区域	主要产品
第一梯队	48.7 亿	晨光生物	51%	大陆 81%、大陆外 19%	天然色素、香辛料提取物和精油、营养及药用提取物等
	10.5 亿	莱茵生物	94%	国内 38%、国外 58%	天然甜味剂、茶叶提取物、工业大麻提取物等
	3.0 亿	欧康医药	100%	国内 75%、国外 25%	槐米提取物、枳实提取物、黄连提取物等
第二梯队	1.6 亿	天然谷	99%	国内 54%、国外 46%	淫羊藿提取物、刺蒺藜提取物、红景天提取物等
	0.9 亿	康隆生物	100%	绝大部分为海外市场	植物提取物
	0.8 亿	华康生物	100%	国内 15%、国外 85%	人参皂甙提取物、蓝莓提取物、卡瓦提取物等
	0.3 亿	岳达生物	77%	西北、华北地区	人参提取物、万寿菊提取物、葛根提取物等
	0.2 亿	红星药业	100%	/	茶多酚、咖啡因等

注：收入体量口径为 2021 年公司总收入规模

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2.2. 天然甜味剂：代糖领域明星产品，市场潜力空间巨大

天然甜味剂综合优势凸显，具备高健康附加值。甜味剂是指能赋予食品或饮水以甜味的食品添加剂，据我国《食品添加剂使用标准(GB2760-2014)》，甜味剂产品主要分为人工合成、天然和糖醇类甜味剂。**人工合成甜味剂**过去由于成本低、甜度高的特性占据了市场的主导地位，但多国因其存在损害人体健康的可能已限制或禁止了部分人工合成甜味剂的使用；**天然甜味剂**则凭借高甜度倍数（甜度为蔗糖的 200-300 倍）、天然健康的属性（植物提取且无化学性质改变）和性价比优势（单位甜度成本下甜叶菊提取物/罗汉果提取物为赤藓糖醇的 1/15 和 1/3），逐渐获得全球主流国家及星巴克、百事、立顿等知名食品饮料企业的认可，且甜菊糖苷和罗汉果甜苷均已通过美国 FDA 的 GRAS 认证。

表 5：主要甜味剂种类特点对比

甜味剂种类	制成方式	甜味剂名称	甜度倍数 (相对蔗糖)	甜价比 (甜度/元)	上市时间	甜感描述	主要特征
天然甜味剂	植物提取	甜菊糖苷	200-450	0.91	1984	随浓度的上升逐渐增加显著的苦涩的后味，呈现后甜感	不参加代谢，其安全性已被 FAO 和 WHO 确认，且被认为是一种更安全、更有效的抗生素替代品
		罗汉果甜苷	300	0.21	1995	较甜菊糖苷甜味持续时间长、苦味弱	具有良好的溶解度和稳定性；药食同源，无添加量限制，对体重管理及心血管健康有支持作用
糖醇甜味剂	微生物发酵/化学合成	木糖醇	1-1.2	0.04	1983	温度较低时和砂糖天威相近，但相对甜度在温度较高时较低	与强力甜味剂复配，产生协调增效作用，并能掩盖其不良后味
		赤藓糖醇	0.6-0.7	0.07	1991	具有爽口甜味和清凉感	吸湿性小、熔点低，用于披覆食品(糕点等)，可防潮保湿，延长保质期
人工合成甜味剂	化学合成	甜蜜素	30-50	3.33	1937	略带酸味，常与糖精钠等协同使用消除酸味	安全性饱受争议，目前国外的大企业已经禁止使用
		阿斯巴甜	160-220	2.5	1981	甜味纯正，具有和蔗糖极近似的清爽甜味，无苦涩后味和金属味	对热相当不稳定，不适用于高温烘焙食品
		三氯蔗糖	650	3.25	1976	甜感呈现速度、最大甜味的感受强度、甜度持续时间等均类似蔗糖	不会引起人体血糖波动，不参与新陈代谢，抗龋齿
		安赛蜜	200	3.33	1982	甜味强烈，有一定的不良后味	不参与代谢，热稳定性好，但酸碱条件下甜度下降

注：甜价比代表单位蔗糖价格下，对应代糖能够买到的相对蔗糖甜度，其数值越高厂商使用成本越低

资料来源：CKNI，食品研发与生产，浙商证券研究所

对标美国代糖市场迭代趋势确定，长期行业存巨大增长空间。 1) **美国：**作为领先的代糖应用市场，美国经历了由阿斯巴甜、安赛蜜为主的人工合成甜味剂为主向以赤藓糖醇为代表的主流代糖产品的转变，而随着消费认知更全面及对健康重视度的提高，天然甜味剂已逐步成为更优选项，天然甜味剂产品占比由 2010 年 30.2% 提升至 2019 年 50.0%。据 Expert Market Research，北美天然甜味剂的市场规模 2017-2021 年 CAGR 约 8.5%，远超同期整体甜味剂规模 4.4% 的 CAGR。

2) **我国：**据 Mintel 数据库，2011-2020 年国内减糖代糖产品中人工甜味剂占比从 2011 年 72.73% 下降至 2020 年 52.38%，近几年在无糖饮料的带动下，安全性更高、热量更低的天然甜味剂逐步受到消费者的青睐。据公司公告，全球蔗糖市场规模约 900 亿美元，人工合成甜味剂规模约 80 亿元，天然甜味剂行业总量约 8 亿美元。据 IBIS World，2016-2021 年蔗糖规模 CAGR 为 -6.45%，但 2018 年以来整体规模较为稳定，因此我们给予天然甜味剂 1%/3%/5% 的蔗糖替代率假设，有望带来增量绝对值为 9.0/27.0/45.0 亿美元；在天然甜味剂复合增速高于人工合成甜味剂约 5% 的背景下，我们给予天然甜味剂 8%/10%/12% 的人工合成甜味剂替代率假设，有望带来增量绝对值为 6.4/8.0/9.6 亿美元。综合蔗糖及人工合成甜味剂行业增量，加总天然甜味剂原市场规模 8 亿美元，可得不同

假设下行业整体规模为 23.4/43.0/62.6 亿美元，中性假设下天然甜味剂具备 5.4 倍的行业发展空间，长期来看，随着替代率的进一步提升，天然甜味剂市场空间潜力巨大。

表 6：中性假设下，天然甜味剂市场具备 5.4 倍行业空间

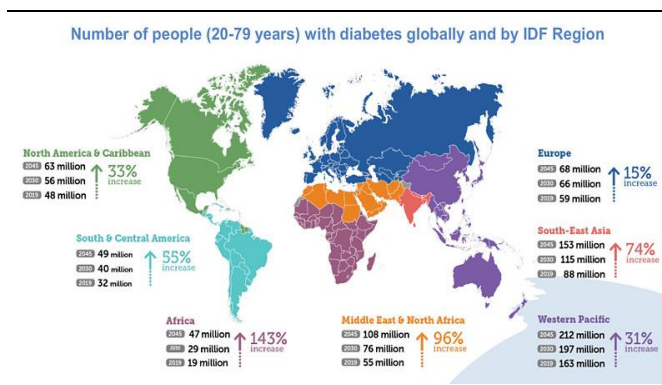
甜味剂种类	市场规模 (亿美元)	替代率/替代行业规模		
		假设 1	假设 2	假设 3
蔗糖	900	1%	3%	5%
增量绝对值		9.0	27.0	45.0
人工合成甜味剂	80	8%	10%	12%
增量绝对值		6.4	8.0	9.6
蔗糖+人工合成甜味剂行业增量		15.4	35.0	54.6
天然甜味剂	8	23.4	43.0	62.6
整体行业空间		2.9	5.4	7.8

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

消费偏好变化+创新成本驱动+政策支持推动，行业有望迈入高速发展黄金期。具体来看，驱动天然甜味剂行业实现快速增长的三因素为：

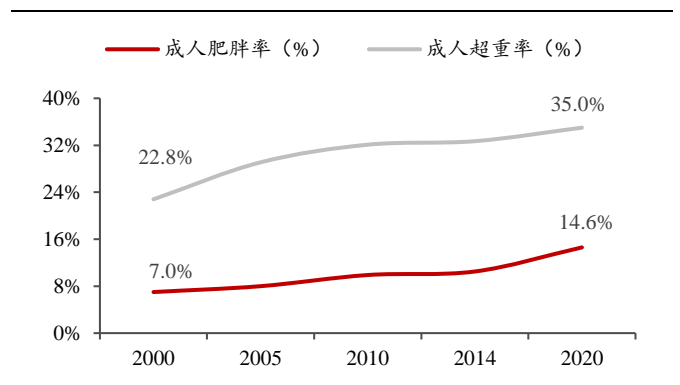
1) 需求侧：饮食结构和消费偏好变化拉动“无糖”消费热潮。据 IDF 预计至 2045 年，全球糖尿病患者人数最多为中国、印度和美国分别达到约 1.47 亿、1.34 亿和 0.36 亿人。据《中国居民营养与慢性病状况报告（2020 年）》，我国占人口基数最多的 18 岁以上群体超重或肥胖率超 50%且呈逐年增加的趋势，2000-2020 年超重率和肥胖率分别提升 7.6%/12.2%。因此在居民健康意识的觉醒下，减糖、降糖已成为消费重点需求，并且对于蔗糖的替代角色，随着消费者购买力的提升和对成分认知水平的提高，在无热量、安全性的基础上更具健康价值的天然甜味剂将更受到消费者的青睐。

图 14：全球糖尿病患者预计增长人数分布



资料来源：IDF，浙商证券研究所

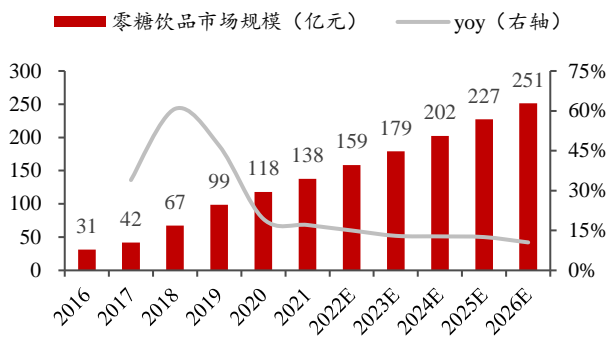
图 15：2000-2020 年我国成人超重率和肥胖率提升



资料来源：国民体质检测公报，浙商证券研究所

2) 供给侧：零糖赛道布局火热，成本控制及配方应用能力提升推动行业创新。由于代糖下游应用中饮料占比达 50%，我国无糖饮料市场规模 2016-2021 年 CAGR 高达 39.3%，在整体饮料市场中占比也从 1.0%提升至 3.5%。因此，在无糖概念已逐步成为全球食品饮料公司推新的核心卖点背景下，植物提取技术工艺的成熟和高甜价比带来的低成本加快了天然甜味剂的替代进程，欧美主要天然甜味剂品牌 Truvia 和 Stevia In The Raw 在美消费人数分别从 2013 年 1342 万/1114 万增至 2019 年 1965 万/2182 万，增幅达 46.4%/95.9%，国内品牌喜茶、加多宝、奈雪的茶等均加速推出使用天然甜味剂的新品。

图 16：2016-2021 年我国无糖饮料市场规模 CAGR 达 39.3%



资料来源：产业信息研究院，浙商证券研究所

表 7：国内品牌纷纷布局天然甜味剂赛道

推出时间	产品名称	代糖	代糖分类
可口可乐	可口可乐(零度)	阿斯巴甜、安赛蜜、蔗糖素	人工合成甜味剂
雪碧	零卡雪碧	安赛蜜、蔗糖素	人工合成甜味剂
元气森林	白桃味苏打气泡水	赤藓糖醇、三氯蔗糖	糖醇甜味剂、人工合成甜味剂
雀巢	冰极青柠味气泡水	赤藓糖醇、甜菊糖苷	糖醇甜味剂、天然甜味剂
喜茶	所有门店产品	甜菊糖苷	天然甜味剂
健力宝	微泡水风味饮料	赤藓糖醇、三氯蔗糖	糖醇甜味剂、人工合成甜味剂
加多宝	加多宝凉茶(零热量)	赤藓糖醇、三氯蔗糖、甜菊糖苷	糖醇甜味剂、人工合成甜味剂、天然甜味剂
农夫山泉	佛晓白桃苏打气泡水	赤藓糖醇、木糖醇	糖醇甜味剂
奈雪的茶	蜜桃乌龙茶	罗汉果甜苷	天然甜味剂

资料来源：公开资料整理，浙商证券研究所

3) 政策端：国外糖税征收+国内控糖计划推广，健康风向标加快天然甜味剂迭代。自 2016 年 WHO 提出向高糖食品、饮料征收糖税的提议以控制蔗糖添加量以来，全球各国已逐步将降糖提升至国家强制管控层面，相继实施征收糖税的法规。我国 2017 年也发布了《国民营养计划(2017-2030 年)》，提出积极推进减糖的健康生活方式；2019 年发布《健康中国行动(2019-2030 年)》，提出人均每日添加糖摄入量不超过 25g；2021 年发布《减糖白皮书》，预计未来 5 年我国零糖饮料行业均将保持双位数的快速增长，且高端代糖有望兴起成为新的潮流。

表 8：2017 年以来全球多国相继实施糖税征收政策

国家	日期	具体政策
葡萄牙	2017 年 2 月	对含糖量低于 80g/L 的饮料征税 0.15 欧元，高于 80g/L 的饮料征税 0.3 欧元
沙特阿拉伯	2017 年 6 月	对能量饮料和碳酸饮料的分别征税 100%和 50%
印度	2017 年 7 月	对果汁或果肉饮料征税 12%，对含糖碳酸饮料征税 40%
阿联酋	2017 年 10 月	对能量饮料和其他软饮料分别征税 100%和 50%
法国	2017 年 10 月	改为累进制，含糖量越高则税费越高，含糖量在 11g/100ml 以上的饮料征税 20 欧元/100ml
美国	2018 年 1 月	对含糖量大于 25 千卡/12 盎司的饮料征税，适用于糖浆和粉类浓缩
英国	2018 年 4 月	在英国本土生产和进口的所有软饮料糖税分每 100ml 含糖 >5g 或 >8g，最高税率达 20%
南非	2018 年 4 月	对含糖量在 4g/ml 以上的饮料征税 0.21 兰特/g
秘鲁	2018 年 5 月	对含糖饮料按含糖量征收从价税(纯净水、100%果汁、纯牛奶、可饮酸奶除外)
卡塔尔	2019 年 1 月	对能量音量和含气软饮料分别征税 100%和 50%
马来西亚	2019 年 7 月	对每公升含糖饮料的最高税额为 0.4 林吉特
泰国	2019 年 10 月	10-14g/100ml 含糖饮料征税 1 泰铢；14-18g/100ml 含糖饮料征税 3 泰铢；>18g/100ml 含糖饮料征税 5 泰铢

资料来源：《低糖/无糖健康产业分析》，浙商证券研究所

表 9：我国控糖、减糖相关政策梳理

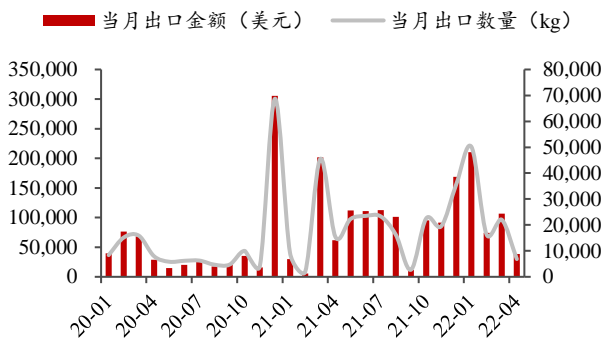
发布时间	发布机构	政策名称	具体政策
2017年4月	国家卫生健康委 疾控中心	《全民健康生活方式行动方案(2017-2025年)》	引导餐饮企业、集体食堂积极采取控制食盐、油脂和 添加糖使用量 的措施， 减少含糖饮料供应
2017年7月	国务院办公厅	《国民营养计划(2017-2030年)》	积极推进“三减三健”(即减盐、减油、 减糖 ，健康口腔、健康体重、健康骨骼)的全民健康生活方式
2019年2月	国家卫生健康委	《健康口腔行动方案(2019-2025年)》	结合健康校园建设，中小学校及托幼机构限制销售高糖饮料和零食，食堂 减少含糖饮料和高糖食品的供应 ；鼓励企业进行“ 低糖 ”或“ 无糖 ”的声称，提高消费者正确认读食品营养标签添加糖的能力
2019年7月	国家卫生健康委	《健康中国行动(2019-2030年)》	倡导人均每日添加糖摄入量不超过25g；尽快研究制定我国儿童添加蔗糖摄入的限量指导，倡导 天然甜味物质和甜味剂饮料替代饮用
2021年9月	中国饮品健康消费论坛	《健康中国饮料食品减糖行动白皮书(2021)》	我国“0糖”饮料市场规模将在2027年达到276.6亿元，预计未来数年我国“0糖”饮料行业都将保持两位数的增长

资料来源：国务院，国家卫生健康委员会，中国保健协会食物营养与安全专业委员会，浙商证券研究所

2.2.1. 甜菊糖苷：稳居出口榜首，需求保持平稳增长

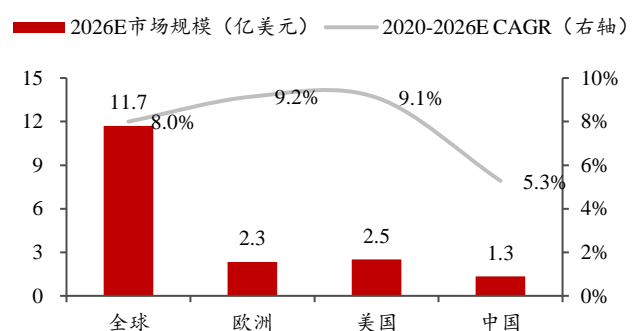
国外天然甜味剂需求高速增长，带动国内甜叶菊出口规模大幅提升。甜菊糖苷为从菊科草本植物甜叶菊中提取的新型天然甜味剂，被誉为“世界第三糖原”，中国为主要生产国，近12个月甜叶菊出口量和金额的月平均增速为207.01%/331.52%。据 Innova Market Insights，2016-2020年全球推出的含有甜菊糖苷的产品数量CAGR约为16%，整体行业规模预计在年化8.0%的增速下，2026年全球甜菊糖苷市场规模将达11.7亿美元，其中最主要的应用市场美国2021年甜菊糖苷市场规模达1.6亿美元，预计将以高于平均的9.1%的增速增至2026年的2.5亿美元。

图 17：近两年我国甜叶菊出口金额和出口数量大幅提升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

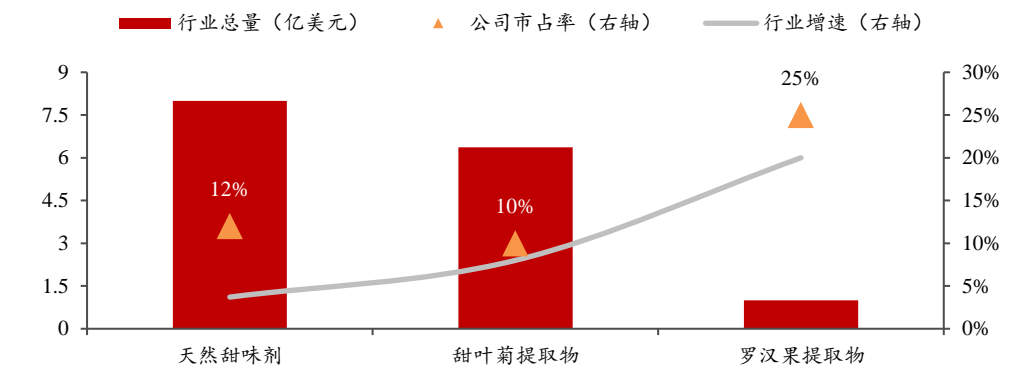
图 18：2026E 美国甜叶菊提取物市场规模将增至 2.5 亿美元



资料来源：Market Data Forecast，浙商证券研究所

甜叶菊提取物行业总量占比近80%，公司市占率提升空间广阔。据 Spins 数据，天然甜味剂行业总量约8亿美元，其中甜叶菊提取物行业总量6.37亿美元（占比达79.6%）。从市占率角度看，公司在整体天然甜味剂市占率约12%，其中得益于公司的区位优势其在罗汉果提取物行业的市占率约25%，而甜叶菊提取物市占率超10%，在后续公司甜叶菊工厂建设的产能逐步释放下，公司市占率有望得到大幅提升。

图 19：公司甜叶菊提取物市占率有望进一步提升



资料来源：Spins, Ingredion, 浙商证券研究所

2.2.2. 罗汉果甜苷：甜味剂新秀，优势明显增速第一

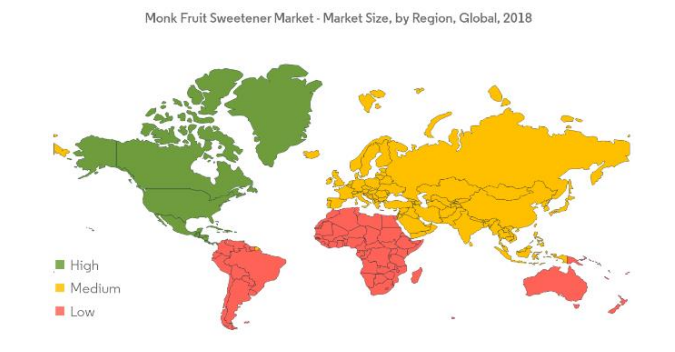
药食两用属性+纯净口感，罗汉果甜苷在美市场增速超 20%位列第一。罗汉果甜苷是以罗汉果为原料，经提取、浓缩等工艺制成，具有止咳祛痰、调节消化道运动、抗氧化、抗炎抗菌及降血糖的药食两用的属性，现产品应用数量已达约 5000 种，2019 年全球罗汉果甜苷市场规模约 4.0 亿美元，预计到 2026 年将达到 5.3 亿美元。近年来罗汉果甜苷在美国市场增速极快，凭借其明显的清洁标签属性可直接以粉、浓缩汁等形式直接添加，不受到添加量的限制，因此据 Spins 数据，2021 年罗汉果甜苷在美市场位列天然甜味剂增速第一达到 23%，得益于其药理益处和标签属性，未来或有更大的发展潜力。

图 20：罗汉果甜苷具备多项药理性益处



资料来源：The Daily Coin, 浙商证券研究所

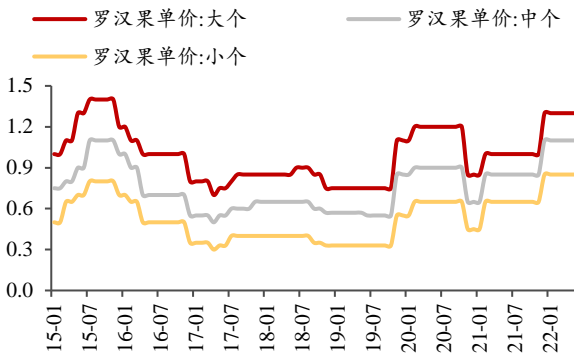
图 21：罗汉果甜苷在欧美地区市场份额较高



资料来源：Mordor Intelligence, 浙商证券研究所

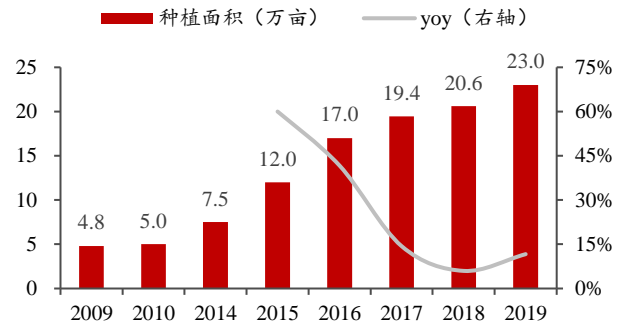
罗汉果产区优势明显，产业集中度较低。桂林为罗汉果最大的生产地区，其种植面积及产量约占全国的 90%，随着罗汉果甜苷终端市场应用的不断扩大，原料供应缺口及上游原料价格上行下，近一年罗汉果单价上涨 29.4%，目前湖南、广东及江西等地也在大力推广罗汉果种植基地以扩充原料供应。行业格局来看，国内罗汉果甜苷生产厂家约 200 家，但多以中小企业为主，较有影响力的龙头企业基本分布在桂林、湖南，供应商间规模无较大差异，未来在生产技术的改进和环保投入的强监管下，粗放型生产有望逐步转向集约型生产，行业集中度将得到进一步提升。

图 22：自 2017 年以来罗汉果采购单价呈上行趋势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 23：我国罗汉果种植面积不断扩大至 2019 年约 23 万亩



资料来源：嘉肯咨询，浙商证券研究所

2.3. 海外工业大麻行业：合法化持续推进，蓝海市场空间广阔

根据大麻中所含四氢大麻酚(THC)质量浓度的不同，大麻可分为工业大麻、中间型大麻等。其中工业大麻是指 THC 含量低于 0.3% 的大麻，不显示精神活性，纤维含量高；中间型大麻 THC 含量介于 0.3%-0.5%，精神活性较低，具有药用价值。

表 10：大麻分为工业大麻、中间型大麻等

	工业大麻	中间型大麻	娱乐大麻
THC 含量	<0.3%	0.3%-0.5%	>0.5%
培育方式	种子培育	/	无性繁殖
生长周期	108-120 天	/	60-90 天
外观区别	植株高大、叶片细长	/	植株矮胖、叶片宽阔

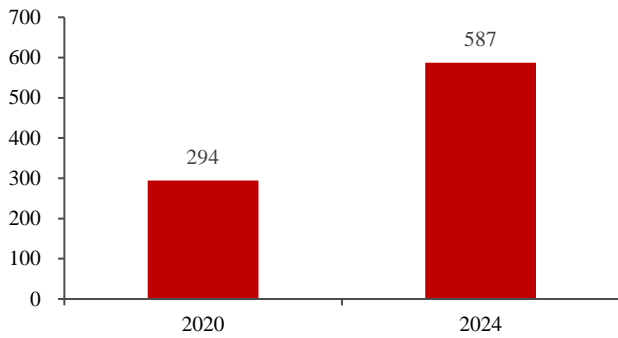
资料来源：中研网，浙商证券研究所

大麻二酚(CBD)应用场景广阔，海外市场景气度高。大麻二酚(CBD)全称 cannabidiol，是从工业大麻花叶中提取出的大麻酚类化合物。不同于四氢大麻酚(THC)，CBD 无毒、无成瘾性，且具有滋润皮肤、缓解疼痛、抗菌消炎等功效。近年来，伴随着对 CBD 研究的不断深入，全球 CBD 产业市场热度不断增高。

2.3.1. 行业现状：海外 CBD 规模快速扩容，需求端应用广阔

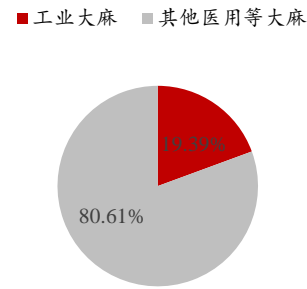
全球大麻行业预计 2024 年将达到 587 亿美元。根据 New Frontier Data 数据，中性假设下 2020 年全球大麻行业市场规模约为 294 亿美元，预计到 2024 年全球大麻行业市场规模将增加至 587 亿美元，20-24 年 CAGR 为 18.88%。其中 2020 年工业大麻仅占比 19.39%。

图 24：全球合法大麻市场 24 年将达到 587 亿美元（亿美元）



资料来源：New Frontier Data，浙商证券研究所

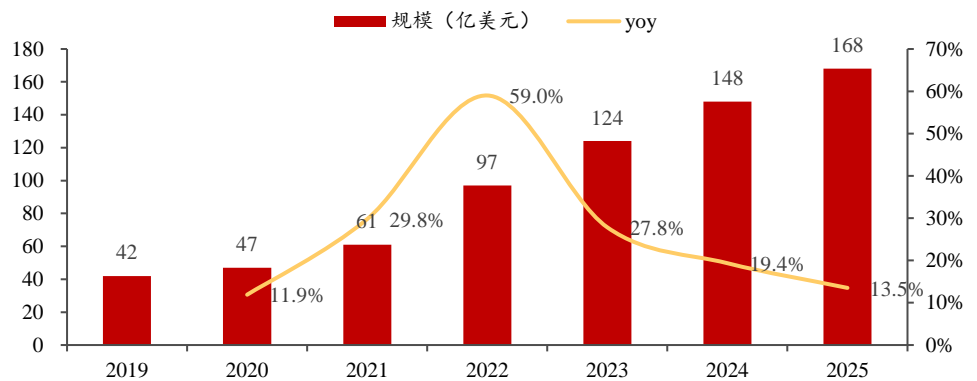
图 25：全球市场 2020 年工业大麻应用占比 19.39%（%）



资料来源：New Frontier Data，浙商证券研究所

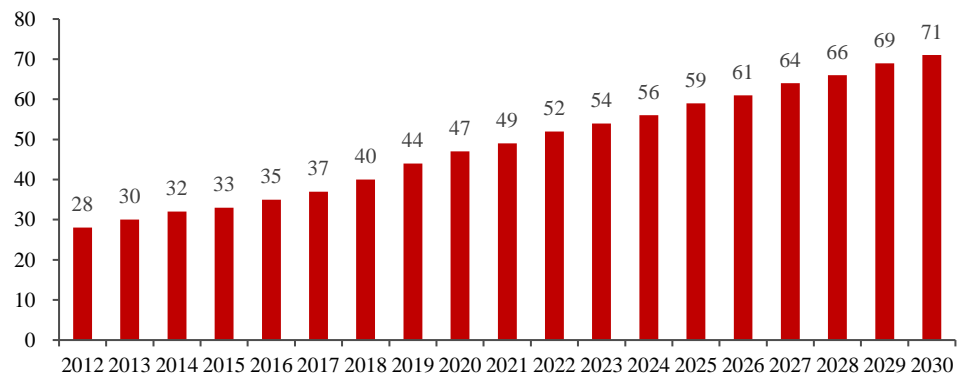
美国 CBD 行业迎来高速增长期，市场需求加速释放。根据 Brightfield Group 的数据，2019 年美国 CBD 市场规模为 42 亿美元，预计 2025 将达到 168 亿美元，20-25 年 CAGR 高达 32%。相比于传统的大麻，CBD 具有更好的商业附加值，从最初的用于生物制药到美容美妆再到保健品，特别是软糖、雾化等快速增长产品类型大大增加了 CBD 的市场需求。截止到目前为主，诸如可口可乐、万宝路、科罗娜等众多品牌都已经宣布加入对 CBD 的研发中。

图 26：美国 CBD 市场规模高速增长（亿美元，%）



资料来源：Brightfield Group，浙商证券研究所

图 27：美国大麻消费人数持续上升（百万人）



资料来源：Brightfield Group，浙商证券研究所

2.3.2. 竞争格局:产业链存在门槛,行业集中度持续提升

海外工业大麻产业链分为上游培育种植、中游加工提取合成以及下游的应用。

1)上游培育种植:根据具体用途对大麻品种进行定向改良,种植环节通过控制温度、光照等生长环境等方式提高植株中有效成分的含量;

2)中游加工提取:对大麻植株中有效部分进行提取加工,目前主流提取工艺有“溶剂萃取法”、“连续式浸泡法”和“超临界二氧化碳萃取法”三种。

3)下游应用:将加工提取出的原材料制成消费品在市场销售;

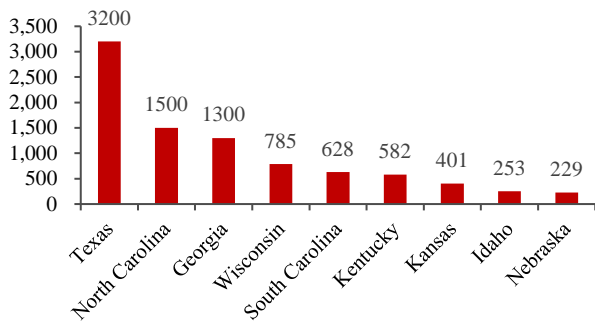
北美 CBD 行业呈现高度分散性,后续市场集中度有望持续提升。根据 MJBizDaily 测算,目前美国有大约 2.7 万家大麻相关企业,但是缺少能够规模供应 CBD 的工业化企业。2021Q4 Charlotte's Web 和 Your CBD Store (SunMed) 两家老牌企业继续分别以 2.9% 和 2.1% 的收入占比保持美国 CBD 行业的前两名。但是伴随行业的快速发展,MediPharm Labs、Tilray 等多家大麻行业龙头积极进场布局,新兴品牌 NuLeaf Naturals 也被专注于零售的大麻公司 High Tide 收购,后续拥有技术、生产和规模优势的公司有望抢占更大的市场份额。

2.3.3. 发展进程:美国大麻合法化推进,海外 CBD 应用范围增加

多项法案提交通过,美国推进合法化。2022 年 3 月,美国参议院全体议员一致通过《大麻二酚和大麻研究扩展法案》,简化医用大麻研究人员申请流程、鼓励 FDA 开发研究医用大麻衍生药物,允许将科学研究范围扩展到大麻及大麻衍生物,包含大麻二酚 CBD; 22 年 4 月通过联邦层面医用大麻合法化法案,旨在将大麻从美国联邦管控物质名单中剔除,取消与其有关的刑事处罚。伴随多项相关法案的通过和部分领导人对大麻合法化持开放的态度,美国在未来有望实现联邦层面的合法化。

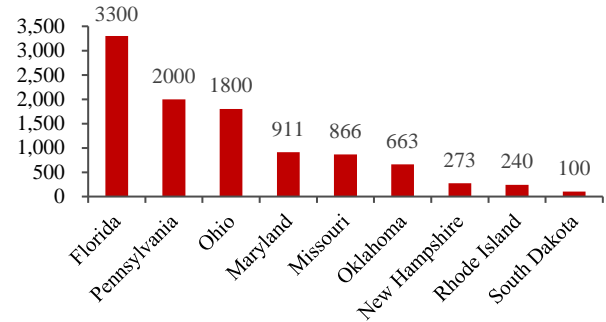
美国合法州数量持续增加,74%民众可合法使用医用大麻。伴随 21 年四个新州(CT、NM、NY 和 VA)成人用大麻合法化,两个州(AL 和 MS)医用大麻合法化,使得截止到 21 年年底美国高 THC 大麻成人用合法化州达到 19 个和高 THC 大麻医用合法化州总数达到 39 个。同时根据 New Frontier Data 对州合法化努力的分析,确定 9 个州有成人使用大麻合法化的巨大可能性,将带来约 6700 万的新增人口;还有 9 个州可能在 2030 年之前将医疗用途合法化。

图 28：美国医用大麻合法州人数占 74%（千人）



资料来源：Brightfield Group，浙商证券研究所

图 29：美国成人用大麻合法州人数占 44%（千人）



资料来源：Brightfield Group，浙商证券研究所

海外工业大麻营业品类不断扩展，CBD 占比持续提升。由于 CBD 作为大麻酚类化合物，能够相对简单的添加到其他产品中，比如 Bluebird Botanicals 推出了含有维生素 D3 的全谱 CBD 油，用于增强免疫力；同时依托于 2021 年含大麻橡皮糖的热度，便利店和杂货店等新兴渠道成为 CBD 增长的新动力之一。伴随美国《大麻二酚和大麻研究扩展法案》的通过，CBD 后续有望探索更加广阔的产品边界，进一步提升消费者的使用频率。

3. 优势：全产业链一体化优势，客户资源优势显著

3.1. 植物提取业务：全产业链一体化，竞争优势显著

公司拥有全产业链平台，竞争优势显著。上游依靠区位优势合作建立种植基地，有力掌控原料资源；中游掌握多项核心技术，积累研发优势，自动化生产保证质量；下游深度绑定大客户，布局覆盖全球的营销中心。

3.1.1. 上游：原料采购具备区位优势，原料资源掌控力较高

地理位置：广西资源丰富，公司具备区位优势。公司位于植物资源丰富的广西桂林；而作为公司天然甜味剂业务的主要产品，罗汉果提取物的原料是广西桂林的特产，中国 90% 的罗汉果产于桂林的永福县和龙胜县，该地区种植历史悠久且产量丰富。由于这类产品需要新鲜原料进行加工，不适合长途运输，使得公司在原料采购端具备显著的区位优势。

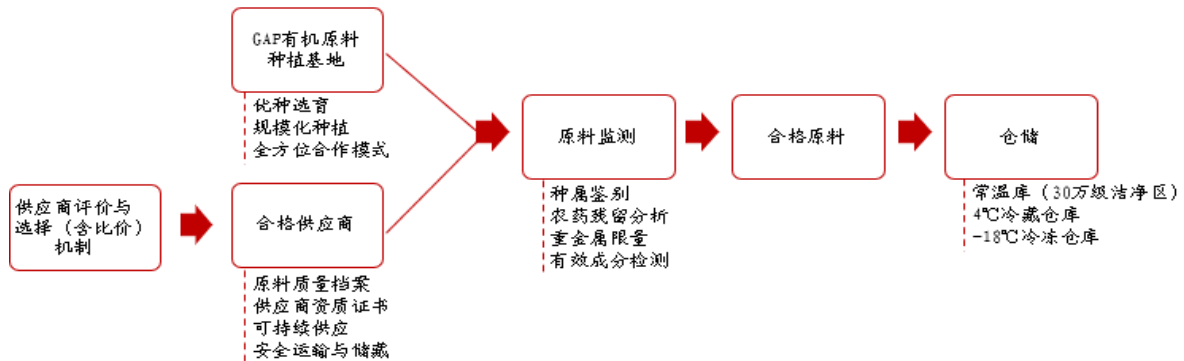
图 30：公司具备区位优势



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

采购机制：种植基地全方位合作掌控原料，供应商评选机制保证原料质量。1) 种植基地：公司建立了甜叶菊、罗汉果 GAP 规范种植基地，采用“公司+合作社+农户”的全方位合作模式，此类生产模式优势经过了行业龙头验证，既保证公司对原料的管控以及产品稳定供应，同时又降低采购成本，保证产品利润空间。此外，公司进行优种选育栽培实验工作，复制经验建立更多原料种植基地，品种涉及甜茶、苦橙等，为原料采购提供有力的保障。2) 供应商机制：公司设立专门的采购部门，制定原料采购标准与计划，建立供应商评价与选择（含比价）机制，有效保证原材料质量，同时降低采购成本。

图 31：公司上游原料采购掌控力较强



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

表 11：行业内龙头种植情况对比

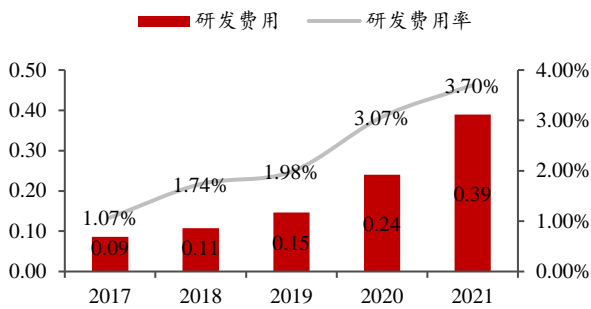
	莱茵生物	晨光生物
种植模式	公司+合作社+农户，GAP 规范种植基地	农户+政府+企业
种植基地	成都、桂林、美国印州	新疆、云南、印度、赞比亚
种植作物	甜叶菊、罗汉果、甜茶、苦橙	辣椒、万寿菊、甜叶菊

数据来源：公司年报，浙商证券研究所

3.1.2. 中游：研发优势长期积累，自动化产线保证质量

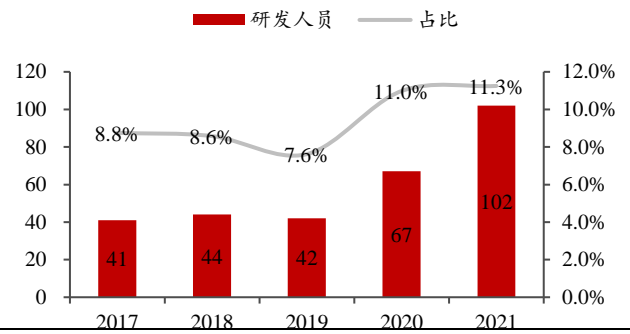
研发：自主和联合研发模式相结合，长期积累研发优势。研发投入方面，近五年公司研发费用率稳步提升，近两年科研人员数量大幅上涨；2021 年研发费用为 0.39 亿元（+62.1%），研发费用率为 3.7%，研发人员已达 102 人。经过多年的研发投入和技术积累，截止 21 年末公司掌握了 300 多项核心技术，已取得 68 项发明专利，主要采用自主和联合研发相结合的模式。自主研发方面，公司内部设立博士后科研工作站、植物科学创新中心、上海健康产品研发平台等，进行新产品、应用配方、新工艺的研发。联合研发方面，公司与国内多所高校和研究做建立了长期合作关系，充分利用科研院校的资源优势，巩固研发和技术优势。

图 32：公司近五年研发费用率稳步提升（亿元，%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 33：公司 21 年研发人员数量大幅上涨（人，%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 12：公司两种研发模式充分发挥优势

研发模式	研发中心/合作机构	主要工作和机构
自主研发	植物科学创新中心	开展优质高产罗汉果、甜叶菊种苗的研发及培育
	上海健康产品研发中心	开展终端消费品的配方应用研发 为客户的产品创新、配方开发等提供整体解决方案
	莱茵天然健康产品研究院（拟建）	开展天然产物中的功能性成分在健康产品特别是食品中的应用研究与推广 推动所研发的各种健康产品走向市场
	国内高校	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
联合研发	湖南农业大学 研究所	植物提取物应用研发、关键平台建设、人才培养与学术交流等方面合作 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

资料来源：公司年报，浙商证券研究所

生产：自动化生产线实时监控，保证产品质量。公司目前的第四代综合植物提取工厂拥有最先进的生产设备和符合 GMP 标准的自动化智能生产线。生产部门对产品的生产过程、质量标准等执行情况严格监督管理；QA 对关键生产环节的原料、中间产品、半成品的质量进行检验监控，有力保证了产品的质量。

图 34：公司第四代植提工厂采用最先进生产设备



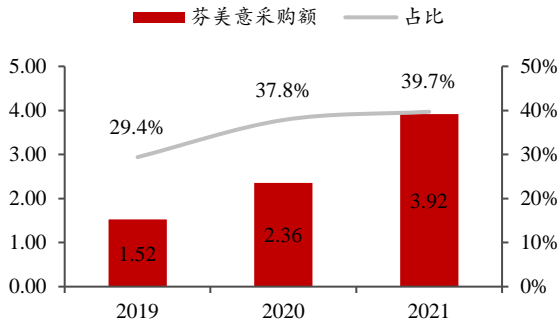
资料来源：公司官网，浙商证券研究所

3.1.3. 下游：大客户深度绑定，布局全球市场

客户资源：深度绑定大客户，保障业绩稳定增长。2018 年 9 月，公司与国际香精香料巨头芬美意签订了 5 年累计收入 4 亿美元（最低 3.45 亿美元）的独家分销合同。2019

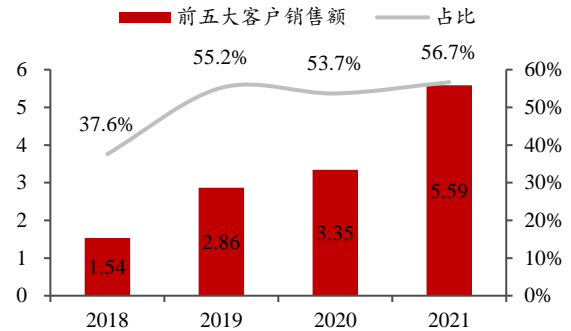
年开始，公司深度绑定芬美意，销售额占比逐步提升，截止 2021 年末，芬美意采购额为 3.92 亿元 (+66.1%)，占销售额比重上涨至 39.7%，合同履行进度为 34.3%。未来两年的合同履行将保障公司业绩稳定增长，同时，也有助于公司开拓国内外大客户，控制依赖单一大客户的风险。

图 35：芬美意分销合同贡献稳定增长（亿元，%）



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

图 36：公司前五大客户销售额占比处于合理增速（亿元，%）



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

图 37：芬美意食品风味业务对天然甜味剂需求稳定

国际香精香料巨头-芬美意



食用风味

CHF1.42 亿 (+5.2%)，占比 33%

- **口味解决方案**：提供丰富的食用香精和香原料产品方案
- **营养与健康**：提供减糖、替代蛋白等口味修饰方案



香氛&香原料

CHF28.6 亿 (+4.4%)，占比 66%

- **高级香水**：采用高级香原料以及创新技术，为客户提供香水配方
- **消费者香氛**：根据消费者需求，创建可再生的香原料及香气释放系统为客户产品增值
- **天然原料**：应用传统工艺、先进天然萃取技术提供天然香原料
- **合成原料**：花香、麝香、龙涎香、木香和清香
- **DRT 香原料**：可再生天然香原料

资料来源：公司年报，浙商证券研究所

销售模式：推进大品种战略，销售覆盖全球市场。公司聚焦罗汉果提取物、甜叶菊提取物两大拳头产品，注重产品市场属性分析，明确产品定位，提供深度的产品配方解决方案，与多家国际知名企业建立了紧密的合作。同时，公司陆续建立了桂林、上海、美国洛杉矶、意大利萨沃纳四大销售中心，销售范围覆盖全球市场。

图 38：公司四大销售中心布局全球



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

3.2. 海外工业大麻：规模、管理、客户优势快速打开海外 CBD 市场

3.2.1. 生产规模：规模优势明显，拥有全美最大的工业大麻提取工厂

公司具备全美最大的工业大麻 CBD 提取工厂，已被印第安纳州政府列为当地示范性项目。从规模来看，该工厂于 2020 年 2 月启动建设，预计将于 2022 年 6 月 30 日前正式量产，预计处理原料能力达 5,000 吨。对比美国其他大麻供应商来看，大部分供应商普遍占地面积较小且多采用种植与加工一体化的生产模式，处理原料能力受限；少数如 Neptune Wellness Solutions 在 2019 年收购的专业加工工厂可以达到较高年产量。而公司在占地面积以及处理效率方面高于北美其他工厂；且工厂整体设计、施工、设备、安全均处于行业高标准水平，生产效率大幅领先，具备优于其他竞争者的规模优势。

表 13：公司工厂的占地面积与处理原料能力优于北美其他工厂

公司	公司介绍	工厂位置	面积(平方英尺)	工厂信息	产品
HempRise	莱茵生物孙公司，负责美国工业大麻工厂及研发中心的建设和运营	印第安纳州	100,000	加工工厂 年产量 5000 吨	CBD (大麻二酚) 及其相应衍生物
Neptune Wellness Solutions	领先的产品开发和供应链解决方案供应商	北卡罗来纳州	24,000	加工工厂 年产量 1500 吨	CBD (大麻二酚) 及其相应衍生物, CBD 油
Curaleaf	美国领先的大麻消费品供应商，全美拥有 30 家加工工厂	亚利桑那州 肯塔基州(2 个)	63,500 74,000	种植与加工工厂	酞剂, CBD 浓缩物, 电子大麻烟油
Red White& Bloom	美国大麻产业多州运营商	伊利诺伊州 印第安纳州	360,000 15,000	种植与加工工厂 加工工厂	CBD、THC、电子烟

数据来源：公司年报，浙商证券研究所

3.2.2. 管理团队：高管经验丰富，客户开发进展顺利

工业大麻业务的管理团队从业经验丰富，且拥有一定客户资源。孙公司 HempRise 的主要管理人员和业务骨干均拥有多年行业工作经验，HempRise 的 CEO 有超过 15 年的食品和饮料领域的工作经验，先后就职于奇华顿（Givaudan）、可口可乐（The Coca-Cola Company）、嘉吉（Cargill）等多家知名公司，其多年的实验室以及企业管理经验使他具备了对行业、产品深刻的认识以及对市场需求高度的敏感性。此外，销售副总裁拥有 20 多年 B2B 业务销售经验，在多家企业担任销售高管，对客户挖掘与维护有深刻理解，具有工业化工、配料、食品和饮料、制药以及运动和户外等多类客户开发经历；技术副总裁在天然产品/营养品行业拥有超过 30 年的研发经验。在核心团队的领导下，公司积极开展团队建设以及客户开发工作，管理人员对于行业的认识以及客户开发经验使得工作进展顺利，部分客户已经签订意向协议。

表 14：HempRise 核心团队相关领域从业经验丰富

高管	届期	公司	职位
Zheng Yang	2021.04 至今	HempRise	首席执行官
	2015.07-2021.04	Cargill	产品和工艺创新经理（淀粉、甜味剂和增味剂）
	2011.11-2015.07	The Coca-Cola Company	外部技术采购负责人（2013-2015） 全球果汁分析化学实验室负责人（2011-2015）
	2008.04-2011.11	Givaudan	全球成分研发部资深科学家
Kyle Einhorn	2021.05 至今	HempRise	销售副总裁
	2019.08-2021.05	Alpine Advanced Materials	户外产品与运动业务发展副总裁
	2008.01-2019.01	Viachem Ltd	营销和业务发展副总裁
James Roza	2021.05 至今	HempRise	技术副总裁
	2020.06 至今	Layn Natural Ingredients	首席科学官
	2008.03-2020.07	Reliance Vitamin Company	产品开发总监

数据来源：公司官方账号，浙商证券研究所

3.2.3. 客户资源：优质资源储备充足，实现协同效应

公司深耕甜味剂业务多年，储备大量优质客户资源。在营销上，公司营销体系辐射全球，公司凭借优质的产品、服务优势，与多家全球 500 强企业建立了稳定的合作关系，并拥有了分布于全球食品、饮料、保健品及化妆品领域的优质客户资源。在品牌上，公司培育形成了“莱茵”品牌，拥有“莱茵生物”、“layn”、“神果物语”等商标，在植物提取行业具备一定的知名度和美誉度。公司在甜味剂业务上的精耕细作为公司海外工业大麻业务储备了大量的优质客户资源。

海外 CBD 产品应用场景与现有客户资源高度重叠，有望实现协同效应。海外工业大麻应用场景非常丰富，基本涵盖所有植物提取物产品的应用场景，如膳食补充剂、食品、饮料、化妆品、医药、宠物食品等众多领域。其应用场景和现有客户资源的业务板块高度重叠，有望进一步实现协同效应。

表 15：海外 CBD 产品应用场景与现有客户资源高度重叠

公司	公司介绍	业务板块	CBD 应用场景
芬美意	总部位于瑞士日内瓦的国际香精香料巨头	食用风味、香氛、香原料	膳食补充剂、食品、饮料、化妆品、医药、宠物食品等
嘉吉公司	位于美国的世界最大的动物营养品和农产品制造商,农产品供应链服务提供商	农业服务、采购和深加工、食品原料和应用、风险和财务管理	

数据来源：公司官网，浙商证券研究所

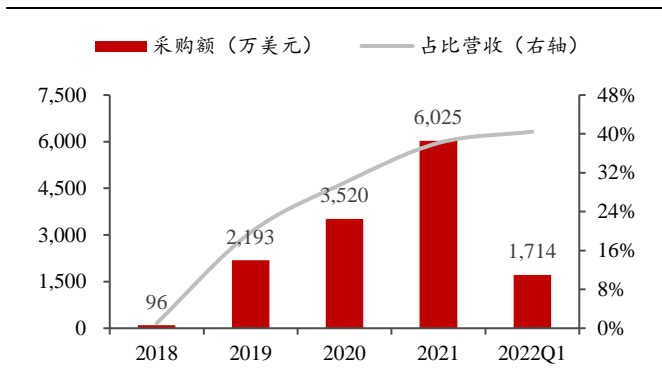
4. 未来增长：天然甜味剂为主驱动，工业大麻打开后续空间

4.1. 天然甜味剂业绩确定性高，驱动植提业务高速增长

4.1.1. 芬美意客户订单加速释放，积极整合同业优质资产

芬美意战略合作进展顺利，22-23 年订单将加速释放。2018 年 9 月公司与国际香精香料聚头芬美意签订 5 年重大战略合作协议，授权其独家开展天然甜味剂业务的海外市场销售，双方约定年度采购额呈阶梯式逐年递增。截止 2022Q1，芬美意合同期内累计采购额为 1.35 亿美元，履行进度达 39.27%，占比营收增至 40.46%，合同待履行金额为 2.1 亿美元，未来两年订单销售额年化增速将高达 70.99%，芬美意合同订单的加速释放奠定了公司未来两年业绩高速增长的基础。

图 39：芬美意订单采购额逐年加速释放



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

表 16：芬美意主要合作客户群

公司	对应关系	主要业务
气味王国	战略合作	人工智能增强型洗衣护理香氛/食用香精
莱茵生物	战略合作	天然甜味剂
安赛生物	战略合作	食用香精
HARMAY 话梅	战略合作	高级香水
蜜思肤	战略合作	家居香氛品系
阿里巴巴	战略合作	数字化转型
Finlays	战略合作	冷酿咖啡产品组合和茶提取物产品组合
摇滚动物园	战略合作	身体护理品
MG 国际香水公司	战略合作	香精解决方案
万香科技	第一大供应商	环烯酮
赢创工业集团	收购业务部门	二氧化碳萃取
VKL Seasoning Pvt. Ltd	收购	印度调味品和香料
蒂斯曼	业务合并	香水与化妆品、食品饮料、营养与护理
法国公司 Jungle	战略合作	天然香原料解决方案

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

依托芬美意庞大客户群，公司海外天然甜味剂业务版图扩张。1)在产品代理基础上，公司与芬美意通过共享客户信息等方式共同开展新客户拓展，目前芬美意天然甜味剂业务客户中，几乎全部采购来源为公司产品。2)在配方应用能力上，公司与其在技术交流、配方研发等方面也建立了更深入的合作，强化公司配方应用实力，为客户提供更高附加值的产品与服务。3)在合同价格执行上，公司在每年年末根据原料采购价格与芬美意约定来年天然甜味剂的产品价格，根据市场情况进行一定范围内的调整，确保公司产品利润。

4.1.2. 甜叶菊工厂建设持续推进，2023 年底有望实现投产

产能扩张增强盈利能力，研究院建设助力业务领域扩张。公司 2021 年 2 月非公开发行募集 9.68 亿元资金，由董事长全额认购，充分彰显对公司未来发展的信心，其中 1)

7. 30 亿元用于在广西桂林市新建甜叶菊专业提取工厂,有望于 2023 年年底投产后新增产能 4000 吨,并将达到现有产能的 3 倍,公司预计全面达产将实现年均销售收入 14.57 亿元、年均净利润 1.59 亿元; 2) 公司拟投资 2.38 亿元在公司现有厂址内新建莱茵天然健康产品研究院,主要从事天然产物中功能性成分在健康食品中的应用研究与推广,研究院的建设将在带动现有植提业务的基础上,助力打通公司向下游健康产品市场发展通路。

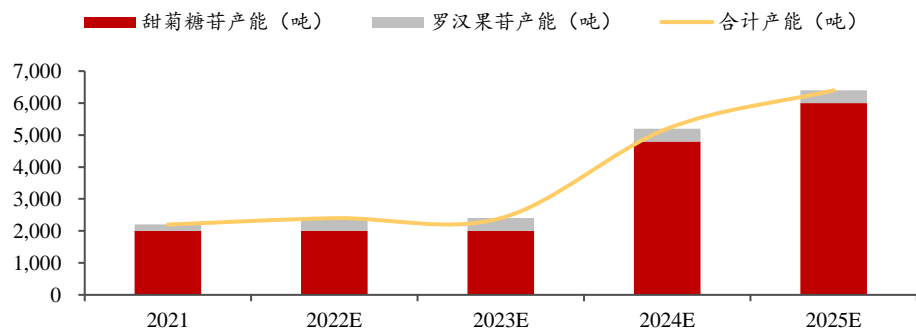
表 17: 公司非公开发行募集资金 9.68 亿元使用计划

序号	项目名称	项目总投资额	拟使用募集资金额
1	甜叶菊专业提取工厂建设项目	73,001.65	73000.00
2	莱茵天然健康产品研究院建设项目	23,800.00	23,800.00

资料来源:公司公告,浙商证券研究所

技改提升植物提取效率,规模化生产降低成本。目前公司桂林的第四代综合植提工厂车间日投料量均未达到上限,公司在建设工厂的基础上持续改进车间设备及技术工艺,项目将建成的甜叶菊专业提取车间为针对甜叶菊提取物专门设计的整个生产及配套系统,其日投放量有望提升 50%,具备更强的规模化优势,利于降低成本,且能够满足公司未来 2 年保持年均 30%营收增长的产能需求。

图 40: 公司产能持续扩张路径



资料来源:公司公告,浙商证券研究所

4.2. 海外工业大麻: 预计 22 年 6 月底量产, 后续产能逐步释放持续贡献业绩

海外工业大麻业务未来成长空间广阔, 预计今年能够量产, 贡献业绩。如前文所述, 海外工业大麻市场空间广阔, 公司工业大麻生产规模居全美第一, 未来产能释放后规模化优势将会得到凸显; 与此同时公司目前现有客户已经遍布全球 60 多个国家和地区, 与工业大麻提取产品的应用领域高度重合, 帮助公司更好的进行业务协同和工业大麻市场的拓展, 未来将持续贡献业绩。

产能: 公司在美国印第安纳州建设的工业大麻提取工厂已经在 21 年 10 月 1 日正式投产试运营, 年处理工业大麻原料能力 5000 吨, 预计在 22 年 6 月 30 日前达成量产状态。

订单: 2022 年 3 月公司签订《委托加工意向协议》, 初步估计该协议能够实现 255-570 万美元的营收, 打开公司后续的成长空间。

测算: 公司当前工厂年处理工业大麻原料能力 5000 吨, 我们按照原料 CBD 含量 6% (均值) 进行测算, 公司生产工艺水平较高, 回收率能够达到 90%左右, 则能够提取年

270 吨的 CBD，假设按照 500 美元-600 美元/kg 的平均价格计算，预计满产能够实现年 1.35-1.62 亿美元收入，按照项目 50%的毛利率水平测算，将贡献年毛利率 0.68-0.81 亿美元，伴随后续订单的逐步释放和产能的释放，将在后续持续贡献业绩。

5. 盈利预测及估值

5.1. 盈利预测

根据公司后的产能建设和扩张计划，我们进行如下假设：

1) 植物提取业务：收入端：作为公司未来发展的重要驱动业务，其业务占比有望持续提升，并且在公司加大天然甜味剂国内及国外市场的开拓下，整体植物提取物的收入增速为 56.2%、50.2%、51.2%，具体来看：

①甜叶菊提取物：预计 2022-2023 年在公司与芬美意的合同订单加速释放下业务增速提升，同时伴随 2024 年公司年产 4000 吨甜叶菊提取物工厂的投产，预投产第一年（2024 年）可释放 80%的产能、2025 年起可释放 100%的产能，其产量将逐年爬坡，预计将贡献 2024 年业务增速的提升，因此预计甜叶菊提取物业务 2022-2024 年收入增速为 53.5%、54.0%、54.5%；

②罗汉果提取物：2021 年罗汉果提取物收入增速高于甜叶菊提取物收入增速，预计 2022 年业务同样受益于芬美意合同订单的加速释放，同时在罗汉果提取工厂技改升级的带动下，其产量有望提升 50%+，因此预计 2022 年其收入增速仍将高于甜叶菊提取物收入增速。2023-2024 年在国内天然甜味剂应用市场的开拓下，预计仍将保持 50%+的增速，预计罗汉果提取物业务 2022-2024 年收入增速为 61.5%、57.5%、50.5%。

成本端：考虑到公司技改项目的升级推进及产能释放带来的规模增长，有望进一步降低生产成本，因此预计整体业务毛利率逐年提升，预计 2022-2024 年毛利率为 28.9%、29.5%、30.4%。

2) BT 项目业务：公司 BT 项目的主体工程已建设完毕，前期回款峰值期已过，近几年剩余回款金额对于利润和净利润影响逐渐降低，且该项目结束后，公司不再开展新的 BT 项目，基于去年的低基数，预计 2022-2024 年收入增速为 25%/-20%/-25%。

3) 海外工业大麻业务：公司海外工业大麻处理工厂年处理原料 5000 吨，预计 22 年 6 月 30 日能够实现量产；与此同时 22 年工业大麻业务有望实现盈亏平衡，我们预计 22 年下半年释放产能在 20%-30%；23 年预计产能释放 70%-80%，24 年产能继续爬坡并有望全部释放，由此给予公司 22 年全年 1 亿元左右的收入预期（若 22 年 6 月 30 日量产，贡献半年业绩）；23 年预计实现 2 亿元收入（贡献全年业绩），24 年考虑后续订单和价格变化，给予较保守预期，即实现 60%左右增速，实现 3.2 亿元，由此，预计公司 22-24 年工业大麻收入分别为 1 亿/2 亿/3.2 亿元。

4) 其他业务：公司其他业务主要系其他提取业务，占比较小，给予较为平滑增速预期，预计 22-24 年收入增速分别为 35%、28%、22%。

表 18：公司盈利预测（百万元，%）

	2021	2022E	2023E	2024E
植物提取物	986.38	1540.42	2313.94	3497.61
YOY	58.24%	56.17%	50.21%	51.15%
毛利率	28.10%	28.87%	29.45%	30.36%
BT 项目	19.97	25.00	20.00	15.00
YOY	-84.80%	25.19%	-20.00%	-25.00%
毛利率	34.28%	35.35%	35.43%	35.02%
其他业务	46.89	63.30	81.03	98.85
YOY	61.80%	35%	28%	22%
毛利率	63.72%	60.00%	60.00%	60.00%
工业大麻（海外）		100	200	320
YOY			100%	60%
毛利率		50%	50%	50%
营业总收入	1053.24	1728.72	2614.96	3931.46
YOY	34.40%	64.13%	51.27%	50.34%

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

由此，我们预计 2022-2024 年公司实现营业收入分别为 17.29/26.15/39.31 亿元，同比增长分别为 64.13%、51.27%、50.34%；实现归母净利润分别为 2.13/3.33/5.46 亿元，同比增长分别为 80.07%、56.14%、64.04%。预计 22-24 年 EPS 分别为 0.38/0.59/0.97 元，对应 PE 分别为 26.66/17.07/10.41 倍。

5.2. 相对估值

我们选取行业内代糖行业的上市公司：保龄宝、晨光生物、三元生物、云南白药作为可比公司，由于公司业务正处于快速增长过程中，成长性较好，未来三年 CAGR 为 66%，由此，我们选取 PEG 进行估值，行业内可比公司的平均 PEG 为 0.73，公司仅 0.4，当前股价被低估。我们基于行业可比公司 PEG 水平，给予公司 22 年 40-50 倍 PE，对应当前市值仍有较大空间。首次覆盖给予“买入”评级。

表 19：可比公司相对估值

代码	标的	22-24 年预测净利润 CAGR	2022PE	2023PE	2024PE	PEG
002286.SZ	保龄宝	29.36%	13.98	11.03	9.18	0.48
300138.SZ	晨光生物	25.70%	18.40	14.78	11.97	0.72
301206.SZ	三元生物	14.66%	14.56	12.05	11.08	0.99
	平均值	23.80%	17.83	12.75	10.97	0.73
002166.SZ	莱茵生物	66.42%	26.56	17.05	10.42	0.40

资料来源：Wind，浙商证券研究所

6. 风险提示

汇率波动风险。由于公司大部分市场和业务在海外，由此汇率波动将对公司业绩产生较大影响。

下游需求不及预期的风险。海外工业大麻和植物提取业务应用广泛，但若终端需求不及预期，则会对于中上游产生较大影响，从而影响公司业绩。

政策风险。工业大麻在美国的应用合法化仍在持续推进，若后续对于工业大麻等业务有政策上的限制或新的条例新规发布，可能会对公司业务造成影响。

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E	单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	1776	2993	3824	5264	营业收入	1053	1760	2640	3930
现金	97	160	157	138	营业成本	739	1207	1794	2644
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	5	8	12	16
应收账款	281	478	744	1088	营业费用	37	63	95	130
其它应收款	16	36	57	75	管理费用	88	148	222	314
预付账款	88	86	130	231	研发费用	39	62	92	130
存货	681	1805	2176	3199	财务费用	25	49	69	82
其他	613	429	560	534	资产减值损失	8	(6)	(3)	3
非流动资产	1483	1579	1749	1851	公允价值变动损益	13	13	13	13
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	4	9	9	9
长期投资	1	0	1	1	其他经营收益	23	19	20	21
固定资产	613	681	763	820	营业利润	152	269	401	653
无形资产	114	133	159	183	营业外收支	(0)	(0)	(0)	(0)
在建工程	353	375	422	447	利润总额	152	269	401	653
其他	401	390	405	400	所得税	21	34	50	78
资产总计	3259	4572	5573	7115	净利润	131	235	351	575
流动负债	1199	2278	2927	3895	少数股东损益	13	21	18	29
短期借款	656	1266	1407	1829	归属母公司净利润	118	214	333	546
应付款项	447	889	1343	1842	EBITDA	239	359	517	790
预收账款	0	1	1	1	EPS (最新摊薄)	0.21	0.38	0.59	0.97
其他	96	121	177	222					
非流动负债	159	158	159	159	主要财务比率				
长期借款	0	0	0	0		2021	2022E	2023E	2024E
其他	159	158	159	159	成长能力				
负债合计	1358	2436	3086	4053	营业收入	34.40%	67.08%	50.02%	48.88%
少数股东权益	32	53	71	100	营业利润	37.07%	76.97%	49.20%	62.75%
归属母公司股东权益	1869	2083	2416	2962	归属母公司净利润	21.47%	80.77%	55.76%	63.68%
负债和股东权益	3259	4572	5573	7115	获利能力				
					毛利率	29.80%	31.40%	32.04%	32.72%
					净利率	12.46%	13.37%	13.30%	14.62%
					ROE	6.38%	10.61%	14.43%	19.67%
					ROIC	6.26%	8.23%	10.66%	13.43%
					偿债能力				
					资产负债率	41.68%	53.28%	55.37%	56.97%
					净负债比率	48.34%	51.97%	45.59%	45.14%
					流动比率	1.48	1.31	1.31	1.35
					速动比率	0.91	0.52	0.56	0.53
					营运能力				
					总资产周转率	0.33	0.45	0.52	0.62
					应收账款周转率	4.61	5.11	4.85	4.85
					应付账款周转率	1.57	1.84	1.63	1.69
					每股指标(元)				
					每股收益	0.21	0.38	0.59	0.97
					每股经营现金	0.05	-0.64	0.23	-0.36
					每股净资产	3.31	3.68	4.27	5.24
					估值比率				
					P/E	48.01	26.56	17.05	10.42
					P/B	3.04	2.73	2.35	1.92
					EV/EBITDA	25.44	19.08	13.56	9.46

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>