

莱茵生物 (002166)

证券研究报告
2024年04月17日

23Q4 业绩加速好转，看好天然甜味剂大订单持续放量

事件

公司发布 2023 年年报，2023 年实现营业收入 14.94 亿元，同比增长 6.65%，实现归母净利润 0.83 亿元，同比下降 53.84%，实现扣非归母净利润 0.21 亿元，同比下降 86.17%。单 Q4 公司实现营业收入 6.05 亿元，同比增长 43.40%，实现归母净利润 0.42 亿元，同比增长 1322.72%，主要系 Q4 行业回暖，市场需求恢复增长。

下游客户去库存业绩承压，23Q4 曙光已现

公司 2023 年全年营业收入 14.94 亿元，同比增长 6.65%。2023 年上半年，下游客户库存去化需求迫切导致新增需求萎缩，业内竞争加剧，引发产品市场价格出现历年来的首次较大幅度下滑，公司迅速调整经营策略，丰富天然甜味剂产品线，打造“常规+定制配方”的多元产品体系，公司前三季度实现 8.89 亿收入，同比下降 9.18%，毛利率下滑明显。2023 年第四季度，行业回暖，市场需求恢复增长，在此前较为扎实的布局基础上，23Q4 公司天然甜味剂业务迅速恢复，单季度毛利率较前三季度平均水平提升 12pct，推动公司 2023 年收入增速回正。公司 2023 年归母净利润下滑主要是受到核心植物提取物产品市场价格下滑影响，以及本年度公司部分存货计提减值、费用增加。费用方面，23 年公司管理费用 1.40 亿元，同比增长 33.88%，主要系股权激励分摊的股份支付费用，以及因工业大麻工厂业务体量暂无法覆盖工厂运营费用与成本而造成的停工损失费用；销售费用为 0.54 亿元，同比增长 20.20%，展览费、差旅费等有所增加；财务费用 0.24 亿元，同比增长 210.88%，利息支出增加及因汇率变动汇兑收益相比上年同期减少；研发费用为 0.48 亿元，主要是人工费的增长。

与客户签订 5 年合作新协议，2024 年甜叶菊产能释放，天然甜味剂业务持续增长可期

公司主营植物提取物业务 2023 年实现营业收入 14.84 亿元，同比增长 12.27%，占比总收入 99.34%，毛利率为 23.87%，同比下降 5.13pct。其中天然甜味剂业务持续稳健增长，核心业务优势不断提升。公司产能及年度销量居全球天然甜味剂供应商前三。2023 年甜味剂产品实现收入 9.03 亿元，同比增长 1.51%，占比总收入 60.42%。分地区来看，国外市场，公司与大客户芬美意 2018 年 9 月签署的五年合同于 2023 年到期，合同总金额 3.45 亿美元，已履行金额 3.03 亿美元，实际达成率为 87.73%。双方于 2023 年 6 月 16 日签署未来五年合作新协议，将于 2024 年正式启动，本协议累计目标收入金额为 8.4 亿美元，最低累计目标收入金额为 6.8 亿美元。国内市场，公司加大天然甜味剂产品的开拓力度，依托品牌、研发等竞争优势加速抢占国内新兴食品饮料市场，成功与部分国内主流食品饮料品牌达成合作，2023 年公司国内业务营业收入占比持续提升。2024 年公司将全面完成甜叶菊专业提取工厂和合成生物车间的建设，释放更大的产能与成本优势，奠定业务发展根基。我们认为，公司天然甜味剂产能、销量全球领先并已掌握天然甜味剂部分高价值成分的生物合成生产技术，未来或将建立全球领先的天然甜味剂一站式采购与服务基地，成为天然甜味剂行业一流标杆。

工业大麻业务发展不及预期，市场未来有望实现快速提升。

公司拥有全美最大的工业大麻提取工厂，其在生产规模、工艺技术、质量标准等方面均大幅领先同行业。受行业政策进程缓慢及市场发展不及预期的影响，公司工业大麻市场拓展、产能释放进度延缓，导致业务仍处于亏损状态。据 Mordor Intelligence 的预测，全球工业大麻市场规模将从 2023 年的 22.1 亿美元快速增长至 2028 年的 49.7 亿美元，未来五年的复合平均增长率为 17.56%。法国、乌克兰、美国、老挝、日本、欧洲、德国等国家和地区皆出台大麻放宽政策，随着全球范围内政策的不断松绑，全球工业大麻应用拓展与市场需求有望实现快速提升，公司拥有全美产能最大的工业大麻提取工厂，有望享受行业快速增长红利，提升业绩空间。

盈利预测：我们认为，随着与芬美意五年新订单的签约，公司天然甜味剂业务或将迎来高速增长期；工业大麻全球政策的不断松绑，全球工业大麻市场有望快速提升，公司有望享受行业红利，提升业绩空间。考虑到海外政策开放进程具备不确定性以及市场供需或出现阶段性不平衡，我们下调此前盈利预测，现调整为：预计 24-26 年营收为 19.12/24.09/29.15 亿元（24-25 前值为 21.5/26.9 亿元），归母净利润为 1.93/2.63/3.46 亿元，（24-25 前值为 3.5/5.3 亿元），公司天然甜味剂业务稳健增长，看好天然甜味剂大订单持续放量，以及对未来工业大麻市场的快速提升有信心，维持“买入”评级。

风险提示：市场风险；原材料采购风险；依赖大客户风险；政策风险；工业大麻提取物应用于食品、饮料领域等具体政策的落地时间周期尚存在不确定性；国家出口政策的调整，将对出口外向型企业的经营带来较大影响；工业大麻与中间型大麻、娱乐大麻/毒品大麻应严格区分；坚决反对娱乐大麻合法化；相关业务或有政策变动/法律/经营管理/自然/研发操作风险；具体合作实施进度和效果存在不确定性；我国目前从批准工业大麻用于医用和食品添加。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,400.74	1,493.93	1,912.23	2,409.41	2,915.39
增长率(%)	32.99	6.65	28.00	26.00	21.00
EBITDA(百万元)	410.58	339.97	410.05	530.02	651.67
归属母公司净利润(百万元)	178.75	82.51	192.54	263.19	345.92
增长率(%)	50.92	(53.84)	133.34	36.70	31.43
EPS(元/股)	0.24	0.11	0.26	0.35	0.47
市盈率(P/E)	29.10	63.04	27.01	19.76	15.04
市净率(P/B)	1.70	1.66	1.28	1.16	1.08
市销率(P/S)	3.71	3.48	2.72	2.16	1.78
EV/EBITDA	15.98	16.46	10.13	10.13	6.94

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	基础化工/化学制品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	7.01 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	741.99
流通 A 股股本(百万股)	513.53
A 股总市值(百万元)	5,201.33
流通 A 股市值(百万元)	3,599.84
每股净资产(元)	4.22
资产负债率(%)	30.72
一年内最高/最低(元)	9.26/5.75

作者

吴立	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002	wuli1@tfzq.com
林逸丹	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520110001	linyidan@tfzq.com
杨松	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020001	yangsong@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《莱茵生物-季报点评:短期业绩受海外市场需求变化影响，长期仍看好天然甜味剂快速发展趋势》2023-04-27
- 《莱茵生物-年报点评报告:2022 年天然甜味剂业务延续高增长，持续夯实核心竞争力》2023-03-29
- 《莱茵生物-公司点评:美国联邦层面 cannabis 合法化加速推进，利好公司美国 CBD 提取业务!》2022-12-03

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	551.74	130.45	1,184.53	240.94	772.92
应收票据及应收账款	494.34	556.00	547.69	925.31	912.94
预付账款	145.16	30.44	212.28	115.66	247.32
存货	925.37	971.30	990.35	1,386.60	1,374.47
其他	48.67	113.34	564.63	1,338.21	852.22
流动资产合计	2,165.28	1,801.54	3,499.48	4,006.72	4,159.87
长期股权投资	1.85	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,057.66	1,021.10	1,347.43	1,732.36	1,844.31
在建工程	2.04	277.38	228.69	115.74	63.15
无形资产	121.40	129.36	141.81	148.29	155.17
其他	624.29	761.95	597.42	655.96	666.29
非流动资产合计	1,807.24	2,189.80	2,315.34	2,652.35	2,728.91
资产总计	4,455.36	4,625.58	5,814.83	6,659.08	6,888.78
短期借款	420.86	372.35	500.00	733.80	400.00
应付票据及应付账款	377.16	448.59	683.13	743.04	982.63
其他	253.52	375.58	236.81	294.38	298.30
流动负债合计	1,051.54	1,196.52	1,419.94	1,771.22	1,680.93
长期借款	93.08	60.00	60.00	92.26	60.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	195.27	162.39	172.22	176.63	170.41
非流动负债合计	288.35	222.39	232.22	268.89	230.41
负债合计	1,342.11	1,421.12	1,652.17	2,040.11	1,911.34
少数股东权益	48.50	72.80	91.84	117.00	160.28
股本	742.08	741.99	741.99	741.99	741.99
资本公积	1,458.41	1,476.64	2,272.28	2,487.38	2,487.38
留存收益	906.96	915.26	1,081.16	1,295.78	1,604.47
其他	(42.70)	(2.24)	(24.61)	(23.18)	(16.67)
股东权益合计	3,113.25	3,204.46	4,162.66	4,618.96	4,977.44
负债和股东权益总计	4,455.36	4,625.58	5,814.83	6,659.08	6,888.78

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	188.30	98.35	192.54	263.19	345.92
折旧摊销	73.76	87.92	105.84	132.01	145.22
财务费用	27.88	30.92	23.79	36.30	36.56
投资损失	(2.78)	(4.83)	(3.30)	(4.00)	(4.00)
营运资金变动	(734.53)	(277.70)	392.44	(1,425.47)	586.41
其它	188.94	181.93	21.73	31.03	48.50
经营活动现金流	(258.42)	116.59	733.03	(966.93)	1,158.61
资本支出	137.00	363.61	386.09	406.08	217.67
长期投资	0.68	(1.85)	0.00	0.00	0.00
其他	(419.43)	(825.76)	(777.96)	(812.93)	(425.12)
投资活动现金流	(281.75)	(464.00)	(391.87)	(406.85)	(207.45)
债权融资	(55.35)	48.53	(30.65)	267.93	(383.23)
股权融资	943.15	58.60	743.57	162.27	(35.95)
其他	107.78	(168.61)	0.00	(0.00)	0.00
筹资活动现金流	995.57	(61.47)	712.92	430.19	(419.18)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	455.40	(408.88)	1,054.08	(943.59)	531.98

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,400.74	1,493.93	1,912.23	2,409.41	2,915.39
营业成本	969.33	1,129.19	1,358.07	1,711.40	2,070.80
营业税金及附加	5.82	10.44	10.35	10.60	15.78
销售费用	44.94	54.02	61.57	79.51	81.63
管理费用	104.39	139.75	137.68	151.79	174.92
研发费用	44.26	48.39	59.28	72.28	75.80
财务费用	7.86	24.43	23.79	36.30	36.56
资产/信用减值损失	(26.43)	(38.63)	(16.00)	(10.00)	(6.00)
公允价值变动收益	36.81	45.35	(0.37)	0.19	0.00
投资净收益	2.78	4.83	3.30	4.00	4.00
其他	(42.71)	(42.16)	0.00	(0.00)	(0.00)
营业利润	253.69	118.32	248.42	341.71	457.89
营业外收入	0.61	0.23	1.00	0.61	0.61
营业外支出	15.97	2.19	1.00	2.00	2.00
利润总额	238.34	116.36	248.42	340.32	456.51
所得税	50.04	18.02	33.79	46.28	62.08
净利润	188.30	98.35	214.64	294.04	394.42
少数股东损益	9.55	15.84	22.10	30.85	48.50
归属于母公司净利润	178.75	82.51	192.54	263.19	345.92
每股收益(元)	0.24	0.11	0.26	0.35	0.47

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	32.99%	6.65%	28.00%	26.00%	21.00%
营业利润	66.95%	-53.36%	109.96%	37.55%	34.00%
归属于母公司净利润	50.92%	-53.84%	133.34%	36.70%	31.43%
获利能力					
毛利率	30.80%	24.41%	28.98%	28.97%	28.97%
净利率	12.76%	5.52%	10.07%	10.92%	11.87%
ROE	5.83%	2.63%	4.73%	5.85%	7.18%
ROIC	9.90%	4.69%	7.94%	10.80%	9.15%
偿债能力					
资产负债率	30.12%	30.72%	28.41%	30.64%	27.75%
净负债率	1.84%	17.21%	-12.24%	15.99%	-2.82%
流动比率	2.51	2.03	2.46	2.26	2.47
速动比率	1.63	1.22	1.77	1.48	1.66
营运能力					
应收账款周转率	3.61	2.84	3.47	3.27	3.17
存货周转率	1.74	1.58	1.95	2.03	2.11
总资产周转率	0.36	0.33	0.37	0.39	0.43
每股指标(元)					
每股收益	0.24	0.11	0.26	0.35	0.47
每股经营现金流	-0.35	0.16	0.99	-1.30	1.56
每股净资产	4.13	4.22	5.49	6.07	6.49
估值比率					
市盈率	29.10	63.04	27.01	19.76	15.04
市净率	1.70	1.66	1.28	1.16	1.08
EV/EBITDA	15.98	16.46	10.13	10.13	6.94
EV/EBIT	19.34	21.95	13.66	13.49	8.93

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com