

减糖潮涌顺势起，又踏层峰辟新天

买入 (首次)

2023年1月16日

证券分析师
陈睿彬

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	1,053	1,450	2,002	2,655
同比 (%)	34%	38%	38%	33%
归母净利润 (百万元)	118	213	329	478
同比 (%)	38%	80%	54%	45%
每股收益 (元/股)	0.16	0.29	0.44	0.64
P/E (现价&最新股本摊薄)	59.52	33.07	21.44	14.76

关键词: #新需求、新政策

投资要点

■ **公司概况: 植物提取行业龙头, 大单品战略明确。**公司深耕植提行业 20 余年, 2021 年实现营收 10.53 亿元, 同比+34.4%, 归母净利润 1.18 亿元, 同比+37.7%, 其中植提业务共实现收入 10.16 亿元, 同比+33%, 占营收比重约为 96%, 产品结构方面, 目前公司坚持代糖、工业大麻、茶叶提取物三主业并行, 其中: **1) 天然甜味剂为业绩增长主要驱动力:** 产能及销量居全球天然甜味剂供应商前三, 21 年实现收入 6.34 亿元, 同比+54.86%, 占营收比重约为 60%。**2) 工业大麻正式量产, 开疆扩土进行时。**2019 年正式进军工业大麻领域, 目前美国工业大麻项目正式进入量产环节。**3) 并购布局茶叶提取物, 业务收入稳定增长。**2020 年并购华高生物, 21 年茶叶提取业务实现收入 1.64 亿元, 占营收比重约为 16%。

■ **核心优势: 全产业链覆盖, 深度绑定大客户提供业绩保障。**公司为行业少数全产业链布局者, 竞争优势明显: **1) 上游: 资源优势得天独厚, 原料采购地缘优势明显。**公司所在地为广西, 主要特有品种罗汉果等提取物原料是地方特产; 持续通过种苗研发、合作模式创新等保障原料供应及价格稳定。**2) 中游: 坚持“成本领先”战略, 稳步推进产能释放。**坚持严格生产标准、持续推进技改, 持续加码研发, 实现降本增效; 稳步推动产能扩张, 新工厂 4000 吨年产能投产后甜叶菊提取产能有望位列全球第一。**3) 下游: 战略合作全球香料龙头, 持续开拓客户资源。**2018 年公司战略合作全球香料龙头, 以保底订单额计算, 未来仍有 1.63 亿美元采购需求等待释放; 加速国内市场拓展成效显著, 21 年植提业务国内收入 3.9 亿元, 同比+77.72%; 同时已初步发力 C 端, 丰富业绩贡献点。

■ **未来空间: 代糖行业景气上行, 工业大麻空间广阔。**全球植提市场规模预计 2025 年将达到 594 亿美元, 中国植提行业市场规模 2025 年有望突破 600 亿元, 龙头优势显著, 未来集中度提升是行业趋势, 从细分赛道看: **1) 天然甜味剂: 减糖热潮下顺势而上:** 从替代率角度看行业有望拓展翻倍增量空间。**2) 工业大麻迎风口, 新业绩增长点未来可期:** 若美国工业大麻项目完全投产后, 我们保守预计每年可贡献公司营收约 1.2 亿美元。

■ **盈利预测与投资评级:**天然甜味剂已进入快速成长期; 后续工业大麻有望打开新增长极。我们预计 2022-2024 年归母净利润分别为 2.13、3.29、4.78 亿元, 同比+80%、54%、45%。当前市值对应 2022-24 年 PE 为 33/21/15X, 首次覆盖, 予以“买入”评级。

■ **风险提示:** 汇率波动风险、疫情风险、政策不确定性。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	9.91
一年最低/最高价	7.30/14.92
市净率(倍)	2.36
流通 A 股市值(百万元)	4,622.42
总市值(百万元)	7,354.04

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.19
资产负债率(% ,LF)	30.09
总股本(百万股)	742.08
流通 A 股(百万股)	466.44

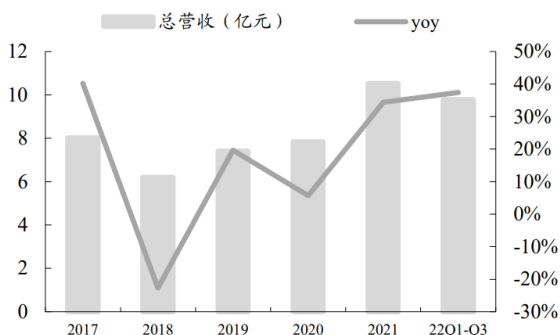
相关研究

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持, 尤其感谢**汤军**和**王颖洁**的指导。

莱茵生物是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，主要产品包括天然甜味剂（甜叶菊提取物、罗汉果提取物）、工业大麻提取物、茶叶提取物等，广泛应用于食品饮料、保健品、药品等行业，远销欧美等全球 60 多个国家和地区。

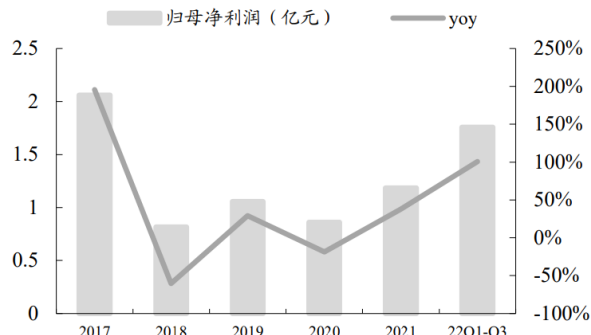
2021 年，公司实现总营收 10.53 亿元（同比+34%），植物提取业务共实现收入 10.16 亿元（同比+33%），占营收比重约为 96%，其中天然甜味剂实现收入 6.34 亿元（同比+55%），占营收比重约为 60%，茶叶提取物实现收入 1.64 亿元，占营收比重约为 16%。

图 1：2017-2022 年前三季度总营收及同比增速



数据来源：Wind，东吴证券（香港）

图 2：2017-2022 年前三季度归母净利润及同比增速



数据来源：Wind，东吴证券（香港）

打造植提细分市场拳头产品，产品体系完善。公司目前已形成以天然甜味剂、茶叶提取物、工业大麻提取物为核心，其他提取物以销定产的产品结构。**1) 天然甜味剂为主要收入来源，打造代糖行业明星品种。**受全球代糖知识的普及和消费者对低糖、无糖产品的认知提升，公司天然甜味剂业务发展迅速，2021 年实现营业收入 6.34 亿元，同比+55%，营收占比达 60.15%。**2) 工业大麻项目正式量产，开疆扩土进行时。**公司于 2020 年 2 月启动建设工业大麻项目，该项目为当前全美最大的工业大麻提取工厂，目前已正式进入量产环节。**3) 茶叶提取业务稳步增长，并购成效凸显。**2020 年 10 月公司通过受让及竞拍方式成功获得华高生物控股权，华高生物是国内茶叶及虎杖提取领域的龙头企业，其产品线与公司存在很高的互补性。2021 年华高生物茶叶提取业务实现营收 1.64 亿元，占公司总营收的 15.54%，为公司经营业绩表现做出了一定贡献。

公司是行业少数全产业链布局者，竞争优势明显。

上游：资源优势得天独厚，原料采购地缘优势明显。植提行业上游主要为植物原材料领域和植物提取物生产检验设备，上游成本结构中原材料成本占比超过 90%。公司所在地广西是除云南以外中国最大的植物资源省份之一，公司主要特有品种罗汉果、荔枝皮等提取物的原料是广西地方特产，特别是这些产品需要采用新鲜原料进行提取，不适合长途运输，更使得公司在原料采购上的地缘优势表现明显。

中游：坚持“成本领先”战略，稳步推进产能释放。公司坚持“成本领先”战略，2021 年累计完成 40 多个工艺优化任务，20 多个配套工艺、生产、回收工艺的优化，有效提升生产线原料日处理量及回收率，实现降本增效。产能方面，2014 年公司非公开募集资

金投资建设植物资源综合应用产业化工程项目，2017年11月项目正式投产，全面达产后植物提取业务原材料处理量将达到6万吨/年以上，处理能力可达老工厂的4倍以上。2022年9月，公司再次非公开募资9.68亿元，本次募集资金将用于甜叶菊专业提取工厂建设项目及莱茵天然健康产品研究院建设项目。预计项目投产后公司甜叶菊提取产能有望位列全球第一，将进一步巩固公司产能优势。

表 1：公司持续推进产能建设

时间	方式	项目效果	投产情况
2014年	通过非公开发行股票募集资金，投资32690.16万元建设“植物资源综合应用产业化工程项目”	计划为年产各类植物提取物合计 1155吨 ，全面达产后植物提取业务的原材料处理量将达到 60,000吨/年以上 ，产能为老工厂的 4倍	已投产
2020年	通过非公开发行股票募集资金，投资73001.65万元建设“甜叶菊专业提取工厂建设项目”	项目建成后，计划产能为年产 4000吨甜叶菊提取物	稳步推进，预计工厂所需建设期为18-24个月

数据来源：东吴证券（香港）

下游：战略合作全球香料龙头，持续开拓客户资源。2018年公司与国际著名香精香料公司芬美意签订了为期五年、累计目标收入为4亿美元(最低累计收入3.45亿美元)的天然无糖甜味剂产品独家分销《商业合同》，该合同的实施为公司植物提取业务发展提供了强有力的保障。目前芬美意天然甜味剂的供应，主要采购源自莱茵生物。截至22Q3芬美意已向公司累计采购天然甜味剂1.82亿美元，占公司营收比重相对保持稳定，如果以保底金额3.45亿美元计算，未来仍有1.63亿美元的采购需求将加速释放。除芬美意外，公司已有一大批全球知名的食品、饮料、保健品、化妆品领域客户群，客户采购量逐步提高，与嘉吉、奇华顿、达能、雀巢、可口可乐、百事可乐、安利等众多国际知名客户建立合作关系。

未来空间：代糖行业景气上行，工业大麻空间广阔。1) **减糖热潮起，天然甜味剂乘势而上。**根据Innova Market Insights，2016年至2020年间，全球推出的含有甜菊糖的产品数量每年增长16%以上。根据Ingredion，到2028年，全球甜菊糖市场的规模估计将超过16亿美元；2019年全球罗汉果市场为3.96亿美元，预计到2026年将达到5.32亿美元，CAGR约为4.3%。2) **工业大麻迎风口，新业绩增长点前景可期。**数据显示，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，2020-2024年复合增长率可达到18.88%。

投资建议：天然甜味剂已进入快速成长期；后续工业大麻有望打开新增长极。我们预计2022-2024年归母净利润分别为2.13、3.29、4.78亿元，同比+80%、54%、45%。当前市值对应2022-24年PE为33/21/15X，首次覆盖，予以“买入”评级。

风险提示：汇率波动风险，疫情风险，政策不确定性。

莱茵生物三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1,776	2,738	3,263	4,102	营业收入	1,053	1,450	2,002	2,655
现金	97	1,010	1,183	1,601	减:营业成本	739	995	1,344	1,752
应收账款	369	547	695	845	营业税金及附加	5	7	10	13
存货	681	675	914	1,194	销售费用	37	38	56	72
其他流动资产	628	507	470	462	管理费用	88	90	126	167
非流动资产	1,483	1,745	1,857	1,973	研发费用	39	52	73	96
长期股权投资	1	1	1	1	财务费用	25	8	21	27
固定资产	616	948	884	819	资产减值损失	8	6	6	6
在建工程	353	23	123	223	加:投资净收益	4	3	4	5
无形资产	114	142	170	198	其他收益	24	29	40	53
其他非流动资产	399	631	679	732	资产处置收益	12	3	3	3
资产总计	3,259	4,484	5,120	6,075	营业利润	152	289	413	583
流动负债	1,199	1,215	1,509	1,973	加:营业外净收支	0	-17	0	0
短期借款	657	706	756	856	利润总额	152	272	413	583
应付账款	447	379	585	907	减:所得税费用	21	48	70	93
其他流动负债	95	131	168	210	减:少数股东损益	13	11	14	12
非流动负债	159	168	169	169	归属母公司净利润	118	213	329	478
长期借款	0	0	0	0	EBIT	161	269	393	555
其他非流动负债	159	168	169	170	EBITDA	217	339	479	642
负债合计	1,358	1,384	1,678	2,142	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	32	43	57	69	每股收益(元)	0.16	0.29	0.44	0.64
归属母公司股东权益	1,869	3,057	3,386	3,863	每股净资产(元)	3.31	1.98	2.20	2.51
负债和股东权益	3,259	4,484	5,120	6,075	发行在外股份(百万股)	742	742	742	742
					ROIC(%)	5.62	6.96	8.14	10.36
					ROE-摊薄(%)	6.34	6.97	9.71	12.36
现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	毛利率(%)	29.80	31.42	32.87	34.00
经营活动现金流	26	255	340	545	归母净利率(%)	11.25	14.70	16.42	17.99
投资活动现金流	-97	-344	-191	-195	资产负债率(%)	41.68	30.86	32.76	35.27
筹资活动现金流	-7	1,002	24	68	收入增长率(%)	34.40	37.70	38.02	32.64
现金净增加额	-79	912	173	418	归母净利润增长率(%)	37.74	80.02	54.19	45.30
折旧和摊销	56	70	86	87	P/E(现价&最新股本摊薄)	59.52	33.07	21.44	14.76
资本开支	-178	-117	-150	-150	P/B(现价)	2.87	4.79	4.32	3.79
营运资本变动	-187	-127	-147	-96					

数据来源: Wind, 东吴证券(香港)

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告, 报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点; 本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来, 不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证, 亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督, 并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司(下称「东吴证券国际」或「本公司」)或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的1%或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的12个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写, 仅供东吴证券国际的客户使用, 本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告, 收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发, 并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求, 亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估, 于作出任何投资或订立任何交易前, 阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源, 但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证(不论明示或默示), 于法律及/或法规准许情况下, 东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断, 并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外, 本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现, 过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期, 东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设, 任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响, 东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、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表达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。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门, 如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时, 其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密, 仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有, 未经本公司同意, 不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途, 任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任, 损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易, 也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务, 及 / 或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及 / 或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突, 请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808(客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>

