

# 莱茵生物 (002166)

证券研究报告

2023年03月29日

## 2022年天然甜味剂业务延续高增长，持续夯实核心竞争力

**事件：公司发布 2022 年年报，2022 年实现营业收入 14.01 亿元，同比增长 32.99%，实现归母净利润 1.79 亿元，同比增长 50.92%，实现扣非归母净利润 1.49 亿元，同比增长 74.66%；单 Q4 公司实现营业收入 4.22 亿元，同比增长 23.72%，实现归母净利润 0.03 亿元，同比下降 90%，主要由于 22Q4 公司对存货、应收账款等各项资产计提减值准备以及工业大麻原料诉讼赔偿款所致。**

### 天然甜味剂业务延续高增长，新工厂建设加速推进，持续夯实核心竞争力

公司主营植物提取业务 2022 年实现营收 13.29 亿元，同比增长 30.95%，占比总收入 95%，毛利率为 28.51%，同比提升 0.41pct，其中**天然甜味剂产品实现收入 8.89 亿元，同比增长 40.36%，领先行业增速**，占比总收入 64%。分地区来看，国外市场，公司与大客户芬美意合作深度与广度不断提升，2022 年芬美意采购额达 8954.53 万美元，同比增长 48.62%，未来仍有约 1.4 亿美元订单需求加速释放，公司 2018 年与其签订独家分销合同，战略绑定大客户，我们预计后续续签可能性较大；国内市场，随着控糖消费理念的普及，公司紧抓市场机遇，依托品牌、研发等综合优势与数家国内主流新型食品品牌达成业务合作，客户涵盖茶饮、休闲食品、乳制品等多品种领域。同时公司 2022 年顺利完成天然甜味剂业务上游供应链优化工作，投资 2500 万元进一步提升罗汉果大单品产能，并且非公开发行项目落地，预计新增甜叶菊提取物年产能 4000 吨。我们认为，公司天然甜味剂产能加速扩张，并且通过技改、工艺优化等手段持续提升内生增长动力，亦率先行业布局合成生物技术路线，持续夯实天然甜味剂业务核心竞争力，未来业绩有望延续高增长态势。

### 于美国建立全球最大工业大麻提取工厂，享受行业快速增长红利

公司于 2019 年正式布局工业大麻，于美国建立全球最大工业大麻提取工厂，被印第安纳州政府列为示范项目，预计年处理原料 5000 吨，项目毛利率可达 50%；2022 年该工厂完成调试优化，正式达到量产状态，同时公司加快推动工厂员工技能培训、GMP 认证申请、销售团队搭建、客户拓展等工作，积极参与海外工业大麻展会对接下游品牌与客户，推动工厂运营迈向正轨。美国为目前全球工业大麻经济中心，根据 Brightfield Group 数据，2022 年美国工业大麻衍生 CBD 零售市场规模有望达 50 亿美元，欧洲为第二大应用市场，2022 年其受监管 CBD 市场销售额有望达 15 亿美元。我们认为，随着各国工业大麻下游应用政策陆续放开，市场有望加速扩容，未来公司有望复用其在植物提取领域打造的渠道、客户、品牌优势，快速打开 CBD 国际市场，享受行业快速增长红利。

**盈利预测及投资建议：**我们认为，受益于减糖大趋势，公司天然甜味剂业务有望维持高速增长；同时随着全球工业大麻相关政策持续向好，CBD 提取物需求有望加速释放，但考虑到海外政策放开进程具备不确定性以及市场供需或出现阶段性不平衡，下调公司 23-25 年营收至 17.8/22.6/28.4 亿元（23-24 前值为 25.74/36.38 亿元），归母净利润为 2.9/4.1/5.6 亿元（23-24 前值为 3.91/5.94 亿元），维持“买入”评级。

**风险提示：**宏观经济风险，技术风险，汇率波动风险；政策风险；工业大麻与中间型大麻、娱乐大麻与毒品严格区分，坚决反对娱乐大麻等合法化；我国目前从未批准工业大麻用于医用和食品添加；相关业务或有政策变动/法律/经营管理/自然/研发操作风险。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,053.24	1,400.74	1,780.85	2,255.34	2,843.74
增长率(%)	34.40	32.99	27.14	26.64	26.09
EBITDA(百万元)	262.24	410.58	464.12	645.26	830.94
归属母公司净利润(百万元)	118.44	178.75	290.48	409.42	555.09
增长率(%)	37.74	50.92	62.51	40.95	35.58
EPS(元/股)	0.16	0.24	0.39	0.55	0.75
市盈率(P/E)	59.65	39.52	24.32	17.26	12.73
市净率(P/B)	3.78	2.31	1.71	1.56	1.40
市销率(P/S)	6.71	5.04	3.97	3.13	2.48
EV/EBITDA	21.76	15.98	11.63	10.85	6.69

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	9.52 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	742.08
流通 A 股股本(百万股)	466.44
A 股总市值(百万元)	7,064.62
流通 A 股市值(百万元)	4,440.51
每股净资产(元)	4.13
资产负债率(%)	30.12
一年内最高/最低(元)	14.92/7.30

### 作者

**吴立** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517010002  
wuli1@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-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
- 《莱茵生物-公司点评:拟新增合成生物工艺技术路线，持续夯实天然甜味剂业务核心竞争力》2022-11-04
- 《莱茵生物-季报点评:2022 年前三季度业绩延续高增长，天然甜味剂需求强劲》2022-10-25

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	97.41	551.74	1,808.98	225.53	1,580.35
应收票据及应收账款	281.40	494.34	414.55	742.30	752.67
预付账款	88.09	145.16	41.40	219.38	128.07
存货	680.71	925.37	799.45	1,224.36	1,189.14
其他	33.46	48.67	575.41	1,404.84	771.46
<b>流动资产合计</b>	<b>1,181.07</b>	<b>2,165.28</b>	<b>3,639.79</b>	<b>3,816.42</b>	<b>4,421.68</b>
长期股权投资	1.17	1.85	1.85	1.85	1.85
固定资产	613.18	1,057.66	1,247.87	1,529.73	1,627.82
在建工程	352.97	2.04	91.02	88.20	57.64
无形资产	113.84	121.40	140.44	155.91	166.81
其他	401.44	624.29	479.97	500.18	533.86
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,482.61</b>	<b>1,807.24</b>	<b>1,961.15</b>	<b>2,275.87</b>	<b>2,387.98</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,259.00</b>	<b>4,455.36</b>	<b>5,600.93</b>	<b>6,092.29</b>	<b>6,809.66</b>
短期借款	655.86	420.86	500.00	503.44	400.00
应付票据及应付账款	447.02	377.16	617.92	596.36	912.07
其他	92.06	253.52	117.81	204.95	147.17
<b>流动负债合计</b>	<b>1,194.94</b>	<b>1,051.54</b>	<b>1,235.73</b>	<b>1,304.75</b>	<b>1,459.24</b>
长期借款	0.00	93.08	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	159.01	195.27	170.84	175.04	180.38
<b>非流动负债合计</b>	<b>159.01</b>	<b>288.35</b>	<b>170.84</b>	<b>175.04</b>	<b>180.38</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,358.21</b>	<b>1,342.11</b>	<b>1,406.57</b>	<b>1,479.79</b>	<b>1,639.62</b>
少数股东权益	32.14	48.50	62.12	89.98	121.06
股本	565.21	742.08	742.08	742.08	742.08
资本公积	604.10	1,458.41	2,254.05	2,254.05	2,254.05
留存收益	728.21	906.96	1,165.62	1,560.09	2,088.15
其他	(28.88)	(42.70)	(29.51)	(33.70)	(35.30)
<b>股东权益合计</b>	<b>1,900.79</b>	<b>3,113.25</b>	<b>4,194.36</b>	<b>4,612.51</b>	<b>5,170.04</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3,259.00</b>	<b>4,455.36</b>	<b>5,600.93</b>	<b>6,092.29</b>	<b>6,809.66</b>

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	131.19	188.30	290.48	409.42	555.09
折旧摊销	55.73	73.76	105.44	126.64	139.04
财务费用	28.08	27.88	(7.87)	(2.99)	(2.85)
投资损失	(4.44)	(2.78)	(4.00)	(4.00)	(4.00)
营运资金变动	(147.80)	(734.53)	551.47	(1,721.15)	965.18
其它	(36.52)	188.94	15.30	28.92	32.67
<b>经营活动现金流</b>	<b>26.24</b>	<b>(258.42)</b>	<b>950.82</b>	<b>(1,163.16)</b>	<b>1,685.12</b>
资本支出	193.95	137.00	428.10	416.96	212.12
长期投资	1.17	0.68	0.00	0.00	0.00
其他	(292.35)	(419.43)	(827.77)	(834.11)	(425.58)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(97.23)</b>	<b>(281.75)</b>	<b>(399.67)</b>	<b>(417.15)</b>	<b>(213.46)</b>
债权融资	45.51	(55.35)	(69.24)	17.06	(86.62)
股权融资	(11.94)	1,017.36	775.33	(20.20)	(30.22)
其他	(40.11)	33.57	0.00	(0.00)	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(6.53)</b>	<b>995.57</b>	<b>706.09</b>	<b>(3.13)</b>	<b>(116.84)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(77.53)</b>	<b>455.40</b>	<b>1,257.24</b>	<b>(1,583.45)</b>	<b>1,354.82</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>1,053.24</b>	<b>1,400.74</b>	<b>1,780.85</b>	<b>2,255.34</b>	<b>2,843.74</b>
营业成本	739.32	969.33	1,194.10	1,457.14	1,810.12
营业税金及附加	5.36	5.82	8.34	9.92	13.32
销售费用	36.58	44.94	58.77	72.17	85.31
管理费用	88.28	104.39	121.10	146.60	179.16
研发费用	38.98	44.26	49.86	60.89	73.94
财务费用	25.43	7.86	(7.87)	(2.99)	(2.85)
资产/信用减值损失	(7.73)	(26.43)	(6.00)	(6.00)	(6.00)
公允价值变动收益	12.54	36.81	0.00	0.00	0.00
投资净收益	4.44	2.78	4.00	4.00	4.00
其他	(41.91)	(42.71)	0.00	0.00	(0.00)
<b>营业利润</b>	<b>151.95</b>	<b>253.69</b>	<b>354.55</b>	<b>509.61</b>	<b>682.75</b>
营业外收入	0.34	0.61	1.00	0.65	0.75
营业外支出	0.35	15.97	1.00	2.00	2.00
<b>利润总额</b>	<b>151.94</b>	<b>238.34</b>	<b>354.55</b>	<b>508.26</b>	<b>681.51</b>
所得税	20.75	50.04	48.77	69.92	93.75
<b>净利润</b>	<b>131.19</b>	<b>188.30</b>	<b>305.78</b>	<b>438.34</b>	<b>587.76</b>
少数股东损益	12.75	9.55	15.30	28.92	32.67
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>118.44</b>	<b>178.75</b>	<b>290.48</b>	<b>409.42</b>	<b>555.09</b>
每股收益(元)	0.16	0.24	0.39	0.55	0.75

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入	34.40%	32.99%	27.14%	26.64%	26.09%
营业利润	52.95%	66.95%	39.76%	43.73%	33.98%
归属于母公司净利润	37.74%	50.92%	62.51%	40.95%	35.58%
<b>获利能力</b>					
毛利率	29.80%	30.80%	32.95%	35.39%	36.35%
净利率	11.25%	12.76%	16.31%	18.15%	19.52%
ROE	6.34%	5.83%	7.03%	9.05%	10.99%
ROIC	8.56%	9.90%	11.61%	17.72%	13.14%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	41.68%	30.12%	25.11%	24.29%	24.08%
净负债率	29.41%	1.84%	-30.45%	6.95%	-21.74%
流动比率	1.48	2.51	2.95	2.93	3.03
速动比率	0.91	1.63	2.30	1.99	2.22
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	4.21	3.61	3.92	3.90	3.80
存货周转率	1.54	1.74	2.06	2.23	2.36
总资产周转率	0.33	0.36	0.35	0.39	0.44
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.16	0.24	0.39	0.55	0.75
每股经营现金流	0.04	-0.35	1.28	-1.57	2.27
每股净资产	2.52	4.13	5.57	6.09	6.80
<b>估值比率</b>					
市盈率	59.65	39.52	24.32	17.26	12.73
市净率	3.78	2.31	1.71	1.56	1.40
EV/EBITDA	21.76	15.98	11.63	10.85	6.69
EV/EBIT	27.59	19.34	15.05	13.50	8.03

### 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
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	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：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com