

万绿生物年报点评:芦荟龙头业绩稳增长, 终端产品研发“荟”更好

■事件: 3月11日, 公司发布2015年年报, 公告2015年实现营业收入1.48亿元, 同比增长6.07%, 归母净利2104.27万元, 同比增长13.53%, 对应EPS 0.22元。基本符合我们此前预期。公司同时拟向全体股东每10股派发现金股利1元。

■终端产品取得较大进展, 为公司转型打下坚实基础。全资子公司云南天美天康生物科技有限公司昆明研发中心在终端产品研发方面已取得重大进展。预计2016年: 2种保健食品有望拿到批文, 1种保健食品可完成申报资料编写, 2种保健食品可申请注册检验, 5种特殊功能化妆品有望获得批文, 非特殊功能化妆品满足投产条件。

■“芦荟原料唯一的供应商”模式锁定下游客户, 复制模式打开市场。2015年7月, 公司与广东雅丽洁签订战略合作协议, 雅丽洁承诺公司为其芦荟原料唯一的供应商。公司拟将该模式推广到完美(中国)等其他重点战略客户上, 预计将在2016年取得新的重大突破。

■芦荟市场潜力巨大, 看好公司转型战略。芦荟终端产品市场远大于原材料市场。我国的芦荟应用开发产业目前仍然处于初级阶段, 终端产品市场尤为不足。公司是国内最大的芦荟工业原料提供商, 研发能力突出, 市场主流的芦荟终端品牌皆是公司的客户。公司已向芦荟产业链下游延伸, 开发高附加值的芦荟终端产品, 产品也将逐步落地, 有望成为全国领先的生物资源开发企业。

■投资建议: 我们预计公司2016年-2018年的收入增速分别为14.0%、19.5%、25.2%, 净利润增速分别为28.5%、14.5%、39.1%, EPS分别为0.28 / 0.32 / 0.44元, 对应16-18年22.4 / 19.6 / 14.1xPE, 给予增持-A的投资评级。

■风险提示: 未来国内外宏观经济走势可能将继续低迷; 市场需求减少; 突发事件和自然灾害; 终端产品研发及推广不及预期等

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	139.1	147.6	168.3	201.2	251.9
净利润	18.5	21.0	27.0	30.9	43.0
每股收益(元)	0.19	0.21	0.28	0.32	0.44
每股净资产(元)	1.41	1.95	2.17	2.49	2.93

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	33.4	29.4	22.4	19.6	14.1
市净率(倍)	4.5	3.2	2.9	2.5	2.1
净利润率	13.3%	14.3%	16.1%	15.4%	17.1%
净资产收益率	13.3%	10.9%	12.9%	12.8%	15.1%
股息收益率	0.0%	0.0%	1.6%	0.0%	0.0%
ROIC	11.0%	9.5%	9.0%	9.6%	11.4%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

投资评级 **增持-A**

维持评级

股价 (2016-03-10) **6.25 元**

交易数据

总市值(百万元)	618.13
流通市值(百万元)	429.92
总股本(百万股)	98.90
流通股本(百万股)	68.79
12个月价格区间	1元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.86	21.0	-22.08
绝对收益	0.81	4.17	-38.0

诸海滨

分析师

SAC 执业证书编号: S1450511020005
zhuhb@essence.com.cn
021-68766170

曾捷

报告联系人

zengjie@essence.com.cn
010-66581645

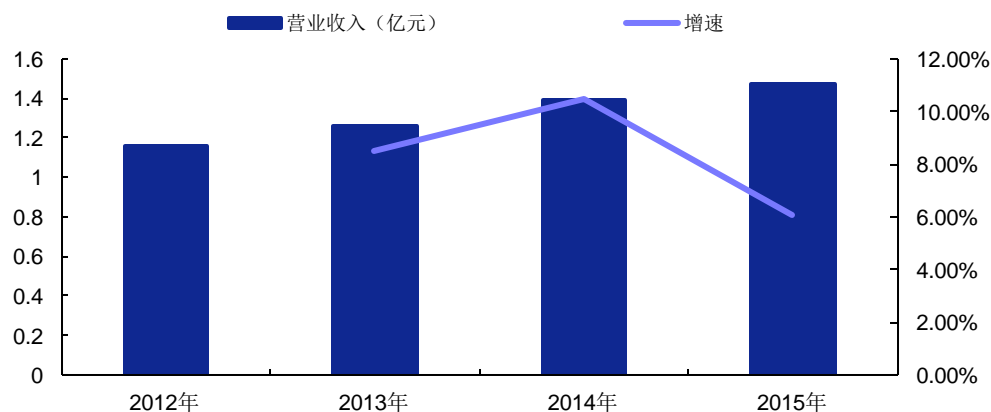
相关报告

万绿生物(830828): 踞风
水宝地, 产规模优“荟” 2015-10-13

1. 财务数据分析

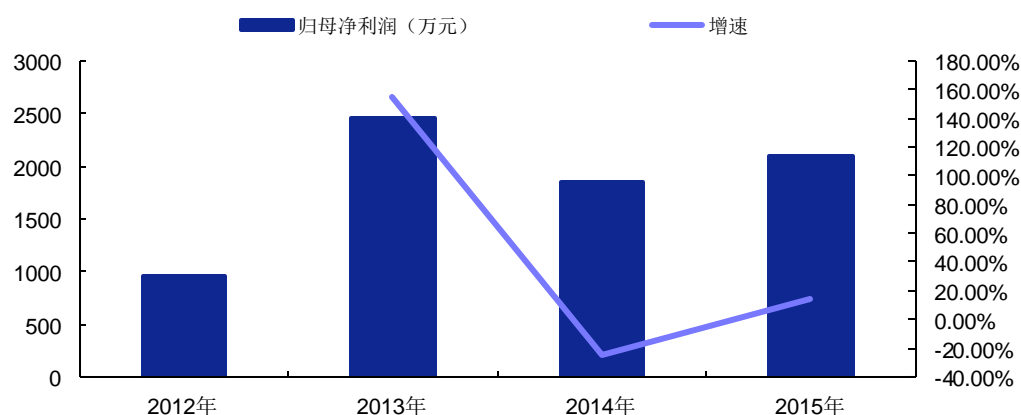
公司业绩稳健增长。2015 年公司实现主营业务收入 14760.2 万元，比上年同期增长 6.07%；利润总额 2541.55 万元，比上年同期增长 8.3%；归属于上市公司股东的净利润 2104.27 万元，比上年同期增长 13.53%，实现业绩平稳增长。

图 1：公司 2012-2015 年营业收入及增速



资料来源：安信证券研究中心，公司公告

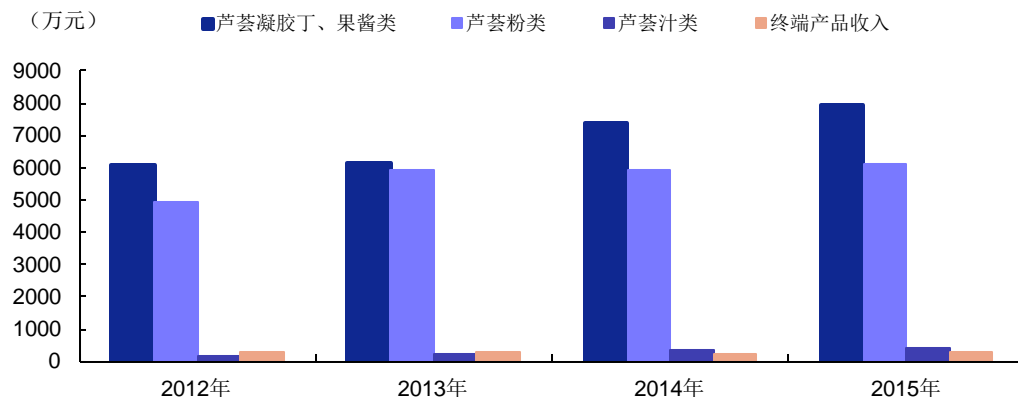
图 2：2012-2015 年归母净利润及增速



资料来源：安信证券研究中心，公司公告

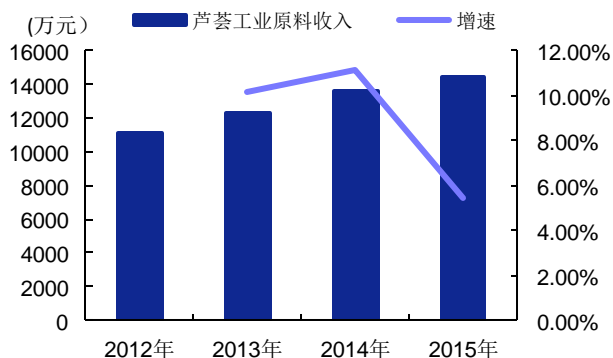
公司盈利稳定，收入结构优化进行中。公司主营业务收入构成主要包括芦荟工业原料和终端产品，芦荟工业原料按生产工艺划分，可分为芦荟凝胶丁及果酱类、芦荟汁类、芦荟粉类等三大类，各板块发展态势良好。2015 年凝胶丁果酱类、粉类业务和汁类业务分别实现营业收入 7,933.49 万元、6,083.69 万元和 390.21 万元，分别同比增长 7.49%、2.18%和 18.27%；终端产品实现营业收入 308.67 万元，较去年同期相比增长 52.95%。公司终端产品对公司营业收入贡献有所提高，占比从去年的 1.46%上升到 2.1%。终端产品对收入的贡献有所提高，说明公司业务结构已经开始调整与完善，从单纯的芦荟原料供应商向芦荟应用综合解决方案供应商转型。

图 3：公司营业收入明细



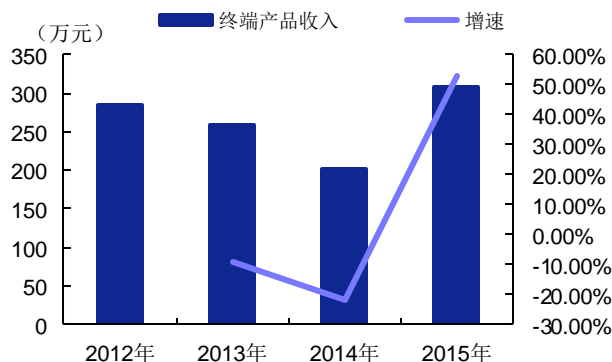
资料来源：安信证券研究中心，公司公告

图 4：公司芦荟工业原料收入稳定增长



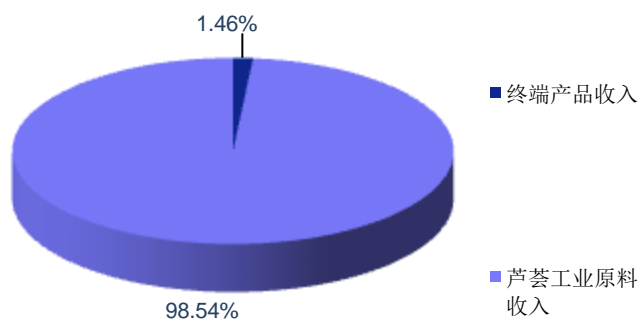
资料来源：安信证券研究中心，公司公告

图 5：公司终端产品收入增长迅速



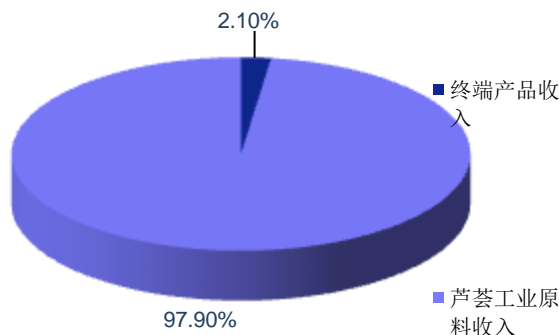
资料来源：安信证券研究中心，公司公告

图 6：2015 年公司收入结构



资料来源：安信证券研究中心，公司公告

图 7：2015 年公司收入结构

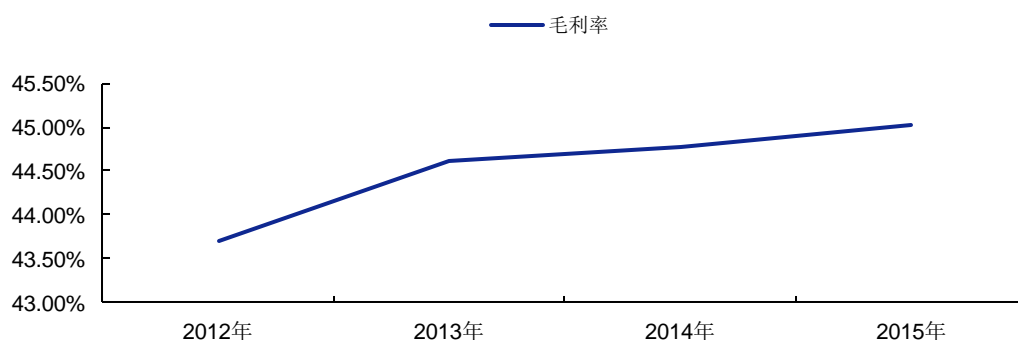


资料来源：安信证券研究中心，公司公告

毛利率持续提高，终端产品毛利率持续提升。公司综合毛利率为 45.03%，较去年同期增长 0.25 个百分点，主要原因为公司芦荟凝胶丁/果酱类、芦荟粉类和终端产品毛利率略有上升，分别上升 0.58、0.39 和 0.57 个百分点，芦荟汁类毛利率略

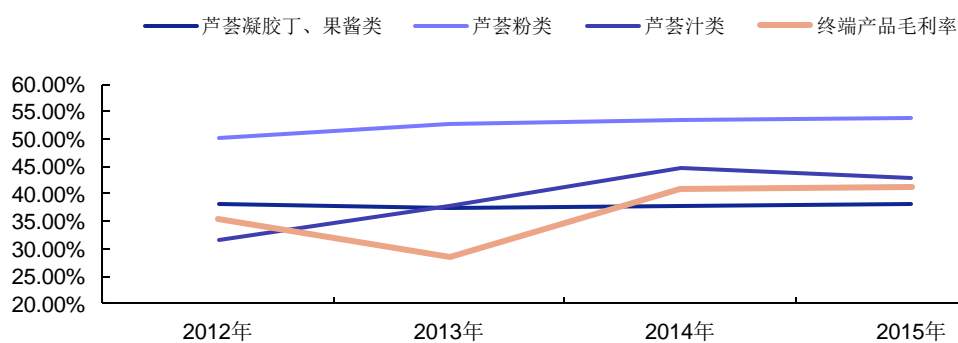
有下降，约下降 1.54 个百分点。

图 8：公司毛利率持续提升



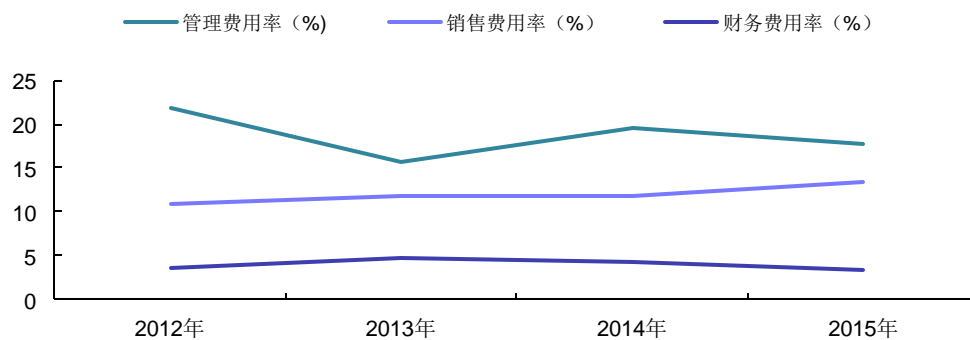
资料来源：安信证券研究中心，公司公告

图 9：终端产品毛利率提升较快



资料来源：安信证券研究中心，公司公告

图 10：公司三项费用率变化情况



资料来源：安信证券研究中心，公司公告

2. 主营业务回顾

公司业务立足于芦荟的种植、加工与销售，利用规模化的芦荟种植基地、强大的研发技术能力和知名的品牌，主要通过直销的方式，为下游的可口可乐、伊利、蒙牛、光明乳业、屈臣氏、完美（中国）、相宜本草、汤臣倍健、青春宝药业等食品饮料、化妆品和医药保健品企业提供各种规格、各种技术指标的芦荟工业原料。依托芦荟产业多年的从业经验，正式从单纯的芦荟原料供应商逐步向芦荟应用综合解决方案供应商转型。

创新研发成果显著，主营业务发展有支撑。公司创新研发效果显著，新申报 10 项发明专利，其中 6 项已初步审查通过。2015 年 12 月，公司研发中心被云南省科学技术厅认定为“云南省芦荟加工工程技术研究中心”，提高了公司技术研发能力，增强公司在芦荟加工提取领域的核心竞争优势。公司成功推出了一系列新型芦荟工业原料，其中大分子芦荟原液、万绿牌芦荟粉已被客户接受，市场反应良好。新型芦荟工业原料的成功研发，支撑主营业务发展。

终端产品开发取得重大进展，为公司从单纯的芦荟原料供应商向芦荟应用综合解决方案供应商转型打下坚实基础。为开拓芦荟终端市场，公司设立子公司云南天美天康生物科技有限公司专门从事芦荟终端产品（食品、保健食品及化妆品）的应用型研究开发。报告其内，天美天康生物科技有限公司昆明研发中心在终端产品研发方面已取得重大进展：2 个保健食品正在 CFDA 注册审批中，预计 2016 年底可获得批文；1 个保健食品正在湖南省疾控中心进行注册检验，现正进行人体试验，预计 2016 年 6 月可完成申报资料编写；2 个保健食品正进行功能预试验，预计 2016 年 7 月可申请注册检验；5 个特殊功能化妆品正进行注册检验最后阶段的人体测试阶段，预计 2016 年 8 月前可获得批文；非特殊功能化妆品已完成六大系列 26 个产品的配方、工艺研发。满足投产条件。

表 1：公司终端产品进展情况

类别	细分	所处阶段	2016 预期
保健食品	2 种保健食品	CFDA 注册审批中	预计 2016 年底可获得批文
	1 种保健食品	正在湖南省疾控中心进行注册检验，现正进行人体试验	预计 2016 年 6 月可完成申报资料编写
	2 种保健食品	正进行功能预试验	预计 2016 年 7 月可申请注册检验
化妆品	5 种特殊功能化妆品	正进行注册检验最后阶段的人体测试阶段	预计 2016 年 8 月前可获得批文
	非特殊功能化妆品	已完成六大系列 26 个产品的配方、工艺研发，满足投产条件	

资料来源：安信证券研究中心，公司公告

芦荟原料唯一的供应商模式复制可期，锁定更多下游客户，协同发展。2015 年 7 月，广东雅丽洁与公司签订战略合作协议，广东雅丽洁承诺，公司为其芦荟原料唯一的供应商。雅丽洁模式的核心是：依托公司十多年芦荟产业从业经验及强大的技术实力，把芦荟工业原料销售工作向前端推移，使公司从被动适应客户既定成型配方，转为主动引导、协助客户策划新产品，使对方用新型原料研发新配方，开发新产品。2015 年 9 月，广东雅丽洁采用公司的新型芦荟工业原料，重点推

出了拥有 13 个单品的“芦荟家族”系列化妆品，并聘请范冰冰、杨颖等众多明星代言，在全国推广。“雅丽洁模式”彰显了公司芦荟原材料产品质量过硬的实力，帮助公司从被动提供产品到主动引导客户，增强客户对公司的粘性。公司已将该模式推广到完美（中国）等其他重点战略客户的开发上，预计 2016 年还将取得更多市场上重大突破。

图 11：雅丽洁以公司为芦荟原料唯一供应商宣传资料



资料来源：安信证券研究中心，雅丽洁

表 2：公司下游领域的主要客户众多，有复制雅丽洁模式的基础

下游领域	公司主要客户
食品	可口可乐、蒙牛、伊利、光明、喜之郎
日化	完美、相宜本草、屈臣氏、雅丽洁
医药保健品	正大青春宝药业、杭州养生堂、汤臣倍健、台州海辰药业

资料来源：安信证券研究中心，公司公告

国际市场开拓顺利，稳住可口可乐，出口韩国再下一城。在与可口可乐中国公司稳定合作六年的基础上，公司已于 2014 年成功开发了马来西亚可口可乐和印度尼西亚可口可乐并稳定供货，2015 年公司成功开发了欧洲可口可乐并实现稳定销售。2015 年，公司成功出口芦荟凝胶丁到韩国，打破了泰国、越南芦荟凝胶丁产品对韩国市场的垄断。

3. 公司下年度工作计划与未来展望

公司地处芦荟种植最佳地域云南元江，拥有全国最大的芦荟种植面积，具备优质芦荟的资源优势。公司已深耕芦荟行业十余年，在芦荟种植、采摘、提取和工业原料提取上具备领先优势，下游客户涵盖可口可乐、伊利、蒙牛、光明乳业、屈臣氏、完美（中国）、相宜本草、汤臣倍健、青春宝药业等。依托芦荟产业多年的从业经验，公司已开启单纯的芦荟原料供应商逐步向芦荟应用综合解决方案供应商转型的道路。

根据公司年报说明，公司发展目标是成为全国乃至全球知名的生物资源开发企业。未来公司将主要着力于：

1. 巩固加强公司主业，研发成功有核心技术优势、并为市场广泛认可的新型产品，作为公司在国际市场竞争中的“拳头产品”，力争成为世界芦荟工业原料领航企业。
2. 逐步向芦荟产业链下游延伸，开发高附加值的芦荟终端产品。
3. 时机成熟时，通过并购等方式涉足其他有国际比较优势的生物资源开发领域，使现有芦荟工业原料销售团队、销售渠道、现有客户价值最大化。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	139.1	147.6	168.3	201.2	251.9	成长性					
减:营业成本	76.8	81.1	91.2	106.3	122.8	营业收入增长率	10.5%	6.1%	14.0%	19.5%	25.2%
营业税费	0.6	0.5	0.6	0.7	0.9	营业利润增长率	-19.4%	24.3%	24.4%	27.0%	59.6%
销售费用	16.5	19.8	22.6	26.2	37.8	净利润增长率	-24.5%	13.5%	28.5%	14.5%	39.1%
管理费用	27.3	26.0	29.7	36.8	45.0	EBITDA 增长率	-12.0%	6.9%	29.4%	59.0%	26.0%
财务费用	6.0	5.0	5.2	7.0	6.9	EBIT 增长率	-13.6%	10.9%	19.4%	28.6%	45.9%
资产减值损失	-0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	NOPLAT 增长率	-18.7%	13.4%	20.1%	27.1%	46.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	31.2%	25.9%	19.6%	23.9%	-5.6%
投资和汇兑收益	0.4	0.3	-	-	-	净资产增长率	33.4%	38.7%	8.7%	14.3%	17.4%
营业利润	12.3	15.3	19.0	24.1	38.5	利润率					
加:营业外净收支	11.2	10.1	13.4	13.4	13.4	毛利率	44.8%	45.0%	45.8%	47.1%	51.3%
利润总额	23.5	25.4	32.5	37.6	52.0	营业利润率	8.8%	10.4%	11.3%	12.0%	15.3%
减:所得税	4.4	4.3	5.4	6.6	8.9	净利润率	13.3%	14.3%	16.1%	15.4%	17.1%
净利润	18.5	21.0	27.0	30.9	43.0	EBITDA/营业收入	22.7%	22.8%	25.9%	34.5%	34.7%
						EBIT/营业收入	13.1%	13.7%	14.4%	15.5%	18.0%
资产负债表						运营效率					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	固定资产周转天数	223	227	243	319	315
货币资金	29.5	31.2	35.6	42.5	53.3	流动营业资本周转天数	102	147	157	135	136
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	263	279	279	259	249
应收帐款	21.5	21.1	27.5	30.5	42.1	应收帐款周转天数	48	52	52	52	52
应收票据	-	0.4	0.0	0.4	0.2	存货周转天数	90	100	99	96	89
预付帐款	16.8	5.9	19.6	10.1	24.2	总资产周转天数	617	707	733	732	656
存货	39.4	42.7	49.5	58.1	66.2	投资资本周转天数	404	489	525	535	460
其他流动资产	0.0	20.5	6.8	9.1	12.1	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	13.3%	10.9%	12.9%	12.8%	15.1%
持有至到期投资	10.0	14.0	10.5	11.5	12.0	ROA	7.4%	6.5%	7.5%	6.8%	9.3%
长期股权投资	1.3	1.0	-	-	-	ROIC	11.0%	9.5%	9.0%	9.6%	11.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	87.3	98.5	128.7	227.3	213.2	销售费用率	11.9%	13.4%	13.4%	13.0%	15.0%
在建工程	21.5	46.7	51.3	34.1	6.8	管理费用率	19.6%	17.6%	17.7%	18.3%	17.9%
无形资产	26.8	26.3	25.8	25.2	24.6	财务费用率	4.3%	3.4%	3.1%	3.5%	2.7%
其他非流动资产	2.5	15.1	6.6	6.8	7.3	三费/营业收入	35.8%	34.5%	34.2%	34.8%	35.6%
资产总额	256.6	323.3	362.0	455.6	462.0	偿债能力					
短期债务	68.5	72.5	87.3	129.8	91.3	资产负债率	44.2%	38.5%	39.4%	43.9%	32.0%
应付帐款	7.8	18.5	11.0	23.4	16.4	负债权益比	79.1%	62.6%	65.1%	78.3%	47.1%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	1.09	1.27	1.18	0.89	1.62
其他流动负债	22.3	4.7	19.8	15.5	14.8	速动比率	0.69	0.82	0.76	0.55	1.08
长期借款	3.0	11.0	11.0	11.0	-	利息保障倍数	3.05	4.06	4.66	4.45	6.58
其他非流动负债	11.8	17.8	11.7	13.7	14.4	分红指标					
负债总额	113.3	124.5	140.8	193.5	136.8	DPS(元)	-	-	0.10	-	-
少数股东权益	4.2	5.8	5.9	5.9	6.0	分红比率	0.0%	0.0%	35.8%	0.0%	0.0%
股本	53.0	96.9	96.9	96.9	96.9	股息收益率	0.0%	0.0%	1.6%	0.0%	0.0%
留存收益	86.1	96.1	113.4	144.4	187.4						
股东权益	143.3	198.8	216.2	247.2	290.3						

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	19.0	21.1	27.0	30.9	43.0	EPS(元)	0.19	0.21	0.28	0.32	0.44
加:折旧和摊销	14.1	14.3	19.4	38.2	42.0	BVPS(元)	1.41	1.95	2.17	2.49	2.93
资产减值准备	-0.0	0.1	-	-	-	PE(X)	33.4	29.4	22.4	19.6	14.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.5	3.2	2.9	2.5	2.1
财务费用	6.0	5.0	5.2	7.0	6.9	P/FCF	-23.7	-38.2	-205.9	-329.5	-73.3
投资损失	-0.4	-0.3	-	-	-	P/S	4.4	4.2	3.6	3.0	2.4
少数股东损益	0.5	0.0	0.0	0.0	0.1	EV/EBITDA	16.3	18.8	15.2	10.0	7.3
营运资金的变动	-14.4	-40.4	-15.7	8.8	-42.5	CAGR(%)	17.7%	26.9%	2.7%	17.7%	26.9%
经营活动产生现金流量	17.8	27.5	36.0	85.0	49.5	PEG	1.9	1.1	8.2	1.1	0.5
投资活动产生现金流量	-43.6	-66.6	-49.1	-120.0	-0.5	ROIC/WACC	1.1	1.0	0.9	1.0	1.2
融资活动产生现金流量	14.5	40.7	17.5	41.9	-38.3	REP	2.6	2.9	2.7	2.1	1.7

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先三板成分指数指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先三板成分指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与三板成分指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后三板成分指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后三板成分指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于三板成分指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于三板成分指数波动；

■ 分析师声明

诸海滨声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	潘艳		panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	张青	0755-82821681	zhangqing2@essence.com.cn
	邹玲玲	0755-82558183	zoull@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034