

► **亚香股份：全球天然香料细分龙头企业。**亚香股份主营天然香料、合成香料、凉味剂等，主要作为配置香精的原料或直接作为食品添加剂，终端产品主要应用于食品饮料、日化等行业。截至2024年中报公告日，公司能够量产各类香料近300种，其中天然香料有160多种。近年来公司营收、归母净利润整体稳定，2023年公司实现营收6.30亿元，同比降低10.66%；实现归母净利润0.80亿元，同比降低39.18%。2024Q1-3，公司实现营收5.76亿元，同比增长21.37%；实现归母净利润0.45亿元，同比降低34.58%。

► **全球香精香料市场稳定增长，国际巨头占据绝对主导地位。**香精香料是具有增赋、调整、固定、改善产品气味等功能的物质，其中香料是调配香精的主要原料，而香精则是人工调配而成的香料混合物，按照下游用途，可以划分为食用香精、日化香精、烟草香精和其他香精。2022年全球香精香料市场规模为292亿美元，市场整体呈现稳定增长的局面。从下游市场而言，食品与日化行业作为下游主要应用领域，整体需求相对稳定；烟草香精特别是电子烟市场有望打开新的增量需求，据商企研究院数据及预测，2019年全球电子烟市场规模为137亿美元，2023年有望增长至266亿美元，CAGR达6.25%。从供给格局来看，2013-2019年，全球香精香料市场高度集中；国内由于起步较晚，整体市场呈现小且分散的格局，其中部分优秀香精香料企业在特定品种已形成较为明显的优势，如亚香股份香兰素及凉味剂2019年市场份额分别达到30%、80%。

► **产品品类丰富+客户资源丰富，泰国基地投产盈利再上新台阶。**公司主业产品品类丰富、客户资源丰富，实现了对奇华顿、芬美意、国际香精香料公司等国际十大香精香料公司的全覆盖，在玛氏箭牌、亿滋国际、悦刻等国内外知名消费品品牌公司也实现了销售。2024年11月，公司发布公告称，募投项目“亚香生物科技(泰国)有限公司生产基地项目”项目一期经过前期试生产，已完成对生产工艺、机器设备的安装调试，**相关产线已于近日正式投产。**一期项目的建设内容包括香兰素1000吨、橡苔200吨、苯甲醛100吨、苯甲醇50吨、桂酸甲酯100吨、凉味剂150吨、叶醇150吨香精香料装置生产线，预计带来1.25亿元的利润增量。我们认为，泰国基地项目的建成投产能够有效规避关税影响、扩充产品产能规模，进而提升公司整体盈利水平，打开公司长期成长空间。

► **投资建议：**我们预计2024-2026年归母净利润分别为0.65、1.29、1.61亿元，对应动态PE分别为38X、19X、15X。公司系天然香料及凉味剂领先企业，客户资源丰富，生物技术布局前景广阔，泰国基地一期项目的投产有望助力盈利迈入新台阶。我们看好公司未来发展空间，首次覆盖，给予“推荐”评级。

► **风险提示：**主要原材料价格波动、新产品开发、环保、海外业务拓展不及预期等。

盈利预测与财务指标

| 项目/年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 630 | 780 | 1,030 | 1,206 |
| 增长率(%) | -10.7 | 23.8 | 32.1 | 17.0 |
| 归属母公司股东净利润(百万元) | 80 | 65 | 129 | 161 |
| 增长率(%) | -39.2 | -18.9 | 98.4 | 25.2 |
| 每股收益(元) | 0.99 | 0.80 | 1.60 | 2.00 |
| PE | 31 | 38 | 19 | 15 |
| PB | 1.6 | 1.5 | 1.4 | 1.3 |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为2024年11月14日收盘价)

推荐

首次评级

当前价格：

30.30元

**分析师 刘海荣**

执业证书：S0100522050001

邮箱：liuhairong@mszq.com

分析师 李金凤

执业证书：S0100524070003

邮箱：lijinfeng@mszq.com

目录

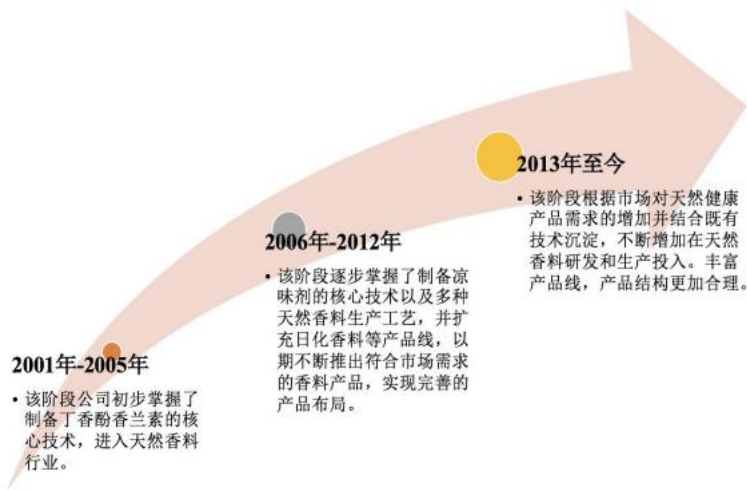
| | |
|--------------------------------------|-----------|
| 1 亚香股份：全球天然香料细分龙头企业 | 3 |
| 1.1 国内中高端香料企业之一，天然香料部分产品规模优势突出 | 3 |
| 1.2 营收整体维持增长态势，利润表现较为承压 | 7 |
| 1.3 股权结构合理集中，回购股份看好长期发展 | 9 |
| 2 全球香精香料市场稳定增长，国际巨头占据绝对主导地位 | 10 |
| 2.1 香精香料品类繁多，主要起到增赋、调整、固定、改善产品气味等功能 | 10 |
| 2.2 生产工艺不断完善，生物技术成为业内发展新趋势 | 11 |
| 2.3 食品、日化整体稳中有升，烟用特别是电子烟市场或将成为需求新增量 | 13 |
| 2.4 全球市场规模稳定增长，行业高度集中于国际香精香料龙头 | 16 |
| 2.5 细分品类分析：应用范围广泛，成长空间值得期待 | 19 |
| 3 产品品类丰富+客户资源丰富，泰国基地投产盈利再上新台阶 | 29 |
| 3.1 公司产品客户资源丰富，盈利能力稳定 | 29 |
| 3.2 高度重视研发投入，合成生物助力公司长期发展 | 30 |
| 3.3 泰国工厂即将投产，打开公司长期成长新空间 | 34 |
| 3.4 贸易壁垒呈加重趋势，出海布局打造人无我有新开端 | 35 |
| 4 盈利预测与投资建议 | 36 |
| 4.1 盈利预测假设与业务拆分 | 36 |
| 4.2 估值分析 | 37 |
| 4.3 投资建议 | 39 |
| 5 风险提示 | 40 |
| 插图目录 | 42 |
| 表格目录 | 42 |

1 亚香股份：全球天然香料细分龙头企业

1.1 国内中高端香料企业之一，天然香料部分产品规模优势突出

公司成立于 2001 年，随着新技术、新产品的研发推进，公司主要产品及核心技术可以分为三个阶段。**(1) 第一阶段 (2001 年-2005 年)：公司顺利进入香料行业，并在香料行业形成了初步的技术沉淀。**该阶段，公司通过持续的研发投入和技术攻关，初步掌握了制备了丁香酚香兰素的核心技术，成为了 IFF 等国际香精香料公司的供应商；**(2) 第二阶段 (2006 年-2012 年)：公司产品布局不断完善，成为国内主要香料生产企业。**该阶段，依托于多年来的行业、技术等积累，公司逐步掌握了制备凉味剂的核心技术以及多种天然香料生产工艺，同时扩充了日化香料等合成香料产品线，不断推出符合市场需求的香料产品，公司逐步实现较为完善的产品布局，成为玛氏箭牌等国际快消品公司的供应商；**(3) 第三阶段 (2013 年-至今)：天然香料优势逐步形成，公司成为国内中高端香料主要生产企业之一。**该阶段，随着市场对天然健康产品的需求增加，公司基于已有的技术沉淀不断加大在天然香料中的研发和生产投入，不断丰富公司产品线，公司丁香酚香兰素、桂酸甲酯、苯乙酸等品类的天然香料规模逐步在行业内形成规模优势，主要下游客户已覆盖国际十大香精香料公司。

图1：公司历史发展阶段



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

公司主营香料的研发、生产和销售。公司的主要产品可以分为天然香料、合成香料、凉味剂等，前述产品主要作为配置香精的原料或直接作为食品添加剂，终端产品主要应用于食品饮料、日化等行业。经过多年发展，截至公司 2024 年中报发布日，公司能够量产各类香料近 300 种，其中天然香料有 160 多种，多项产品在细分市场具有领先地位。

表1：公司主要产品情况

| 产品类别 | 代表产品 | 产品特点 | 产品用途 |
|------|--------|-----------------------------------|--|
| 天然香料 | 丁香酚香兰素 | | 主要用于食用香精中，尤其是在糖果、巧克力、饮料、冰淇淋、酒类中应用广泛，在烟用香精中也很有用途； |
| | 阿魏酸香兰素 | 白色或微黄色针状结晶或结晶粉末；具有甜香、奶香和香草香气 | 常作粉底香用，可广范用于几乎所有香型，如紫罗兰、草兰、葵花等东方香型。可作定香剂，是配制香草型香精的主要原料。也可直接用于饼干、糕点、糖果、饮料等食品的加香。 |
| | 天然桂酸甲酯 | 白色至浅黄色结晶；果香、膏香 | 主要用于配制樱桃、草莓和葡萄等型食用香精，用于香料工业作定香剂，常用于调配康乃馨、东方型花香香精，也用于肥皂、洗涤剂。 |
| | 天然覆盆子酮 | 类白色至白色针状或颗粒状结晶；具有甜的果香，类似复盆子酱香温和香气 | 食用香精中，用于配制草莓、菠萝、桃子、李子、悬钩子等香精，通常在果香型的香精中作为定香剂。在日化香精中，应用于茉莉、梔子、晚香玉等花香型日用香精中，也可用于化妆品及皂用香精中。 |
| 合成香料 | 女贞醛 | 无色至浅黄色液体；强烈的青香、草香，带有柑橘香韵 | 用于香精调香。与花香、木香和草香气息能很好和谐，非常适合与柑橘油共用。它的清新可用于香水、古龙水，能调和柑橘、松木、药草及木香；也适用于某些花香型、醛香型、近代新香型；使用在香水、泡沫浴剂、香皂、洗涤剂香精中有新鲜香气。 |
| | 格蓬酯 | 无色透明液体；浓烈的果香，略带菠萝样的香味 | 用于日化香精配方。 |
| | 苹果酯 | 无色透明液体；新鲜的果香香气 | 用于调配花香型和果香型日用香精。 |
| 凉味剂 | WS-23 | 白色粉末；轻凉薄荷味道 | 能在食品和化妆品中产生持久的清凉感觉，广泛用于食品、饮料、糖果、化妆品、烟制品、医药等。 |
| | WS-3 | 白色粉末；轻微薄荷醇味 | 能在食品和化妆品中产生持久的清凉感觉，多用作皮肤和唇膏的凉爽剂。在薄荷型配方、各种辛香料配方和口腔护理产品中作凉味增强剂，在口香糖及儿童糖中作凉味剂。 |

资料来源：公司公告，民生证券研究院

2017年初，公司昆山亚香基地拥有900吨产能，据江苏省委、省政府《关于印发〈“两减六治三提升”专项行动方案〉的通知》（苏发〔2016〕47号）和《省政府关于深入推进全省化工行业转型发展的实施意见》（苏政发〔2016〕128号），公司产品虽不属于“两减”中减少落后化工产能范围，但因其属于化工行业仍为当地环保部门重点关注的企业，因此经与当地政府协商，**公司决定昆山工厂逐步向其他地区转移产能，并于2019年末拆除全部生产设备；**

在逐步拆除昆山亚香生产设备的同时，为实现生产与业务的快速链接，公司一方面收购具有良好合作基础的供应商江西亚香，另一方面积极建设武穴坤悦、南通亚香两处生产基地。2018年，公司决定收购具有良好合作基础的委外加工供应商

金溪润坤香料有限公司(江西亚香前身),整体产能增加了2000吨,2018年8月公司完成对江西亚香的收购;在收购江西亚香的同时,2018年7月,公司于江苏省南通市开始建设新的生产基地,后于2019年1月在湖北省武穴市又开始建设另一处生产基地,上述两处新的生产基地分别于2020年8月和4月开始试生产,其中武穴坤悦已于2021年7月完成试生产验收,南通亚香一期已于2021年12月达到预计可使用状态;

为响应国家遏制“高耗能、高排放”项目盲目发展的环保要求,公司出具了主要产品香兰素的压降计划,2022年1月压降计划正式启动。2023年5月,结合下游客户全体构成以及未来发展规划,公司综合分析香精香料未来发展趋势,拟变更剩余募资资金用于投建“亚香生物科技(泰国)有限公司生产基地项目”。

至此,目前公司共拥有四个生产基地,分别为江西亚香、武穴坤悦、南通亚香、泰国亚香-在建。据招股说明书披露,待募投项目“6500t/a 香精香料及食品添加剂和副产 15 吨肉桂精油和 1 吨丁香轻油和 20 吨苧烯项目”项目全部建成并转入正式生产后,江西亚香将以完全自产为主、武穴坤悦和南通亚香将以完全自产为辅,同时三处生产基地协作生产,具体协作关系为:江西亚香提供少部分、武穴坤悦提供大部分经合成等前道工序生产加工的中间体,供南通亚香进行精馏、结晶等后续工序的生产加工,并最终生产出成品。但随着国家对环保的要求日益严格及环保标准的逐步提高,公司出具了主要产品香兰素的压降计划,原募投项目中涉及的香兰素新增产能将调整为其他适销的产品产能,原募投项目二期进展缓慢,为统筹公司整体产能、适配客户产品需求、消化中美贸易摩擦导致的关税成本,公司对原募集资金进行调整,将剩余募集资金全部投入到“亚香生物科技(泰国)有限公司生产基地项目”。

表2: 公司四大生产基地

| 生产基地 | 地址 | 设计产能 | 是否投产 | 备注 |
|------|---------------------|-----------|------|---|
| 江西亚香 | 江西省抚州市 | 3795 吨 | 是 | 系 2018 年公司并购所得 |
| 武穴坤悦 | 湖北省黄冈市 | 2830 吨 | 是 | 已于 2020 年 4 月完工并开始试生产,并于 2021 年 7 月完成生产验收 |
| 南通亚香 | 江苏省南通市 | 3450.50 吨 | 是 | 原募集资金投资项目“6500t/a 香精香料及食品添加剂和副产 15 吨肉桂精油和 1 吨丁香轻油和 20 吨苧烯项目”一期于 2021 年 12 月达到预计可使用状态;该项目剩余募集资金及募集资金累计产生的净利息收入将用于泰国基地的建设 |
| 泰国亚香 | 泰国巴真武里府 304 工业园区 | 1750 吨 | 否 | - |

资料来源:公司公告,民生证券研究院

注:(1)昆山基地已于2019年拆除全部生产设备,不具备生产条件;

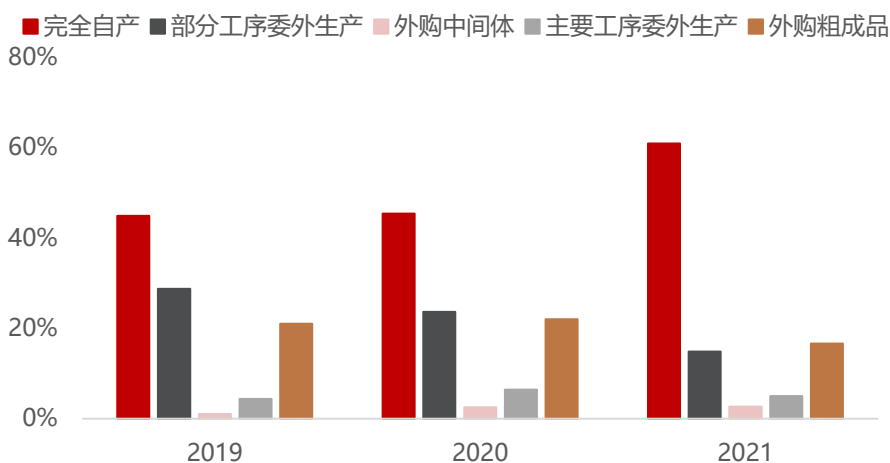
(2)南通亚香设计产能为募集资金改变后的参考数据;

(3)上表中的实际产能为公司完全自产、外购中间体生产和部分工序委外生产的产能,不包括主要工序委外生产或外购粗成品生产的产能。

公司采取自产与委外加工相结合的生产模式。公司分步骤进行香料产品生产，结合公司产能情况，以及内外部环境多变、产品多样化的特点，公司会直接采购原材料、中间体进行自主生产，或者委托外协加工商进行单一或多种工序的生产。但由于发行人产能限制、精益化生产等原因，公司将委托加工作为补充生产能力的重要手段。具体来说，公司委外加工模式包括一般委托加工和卖断式委托加工两种：

(1) 一般委托加工模式：采用支付加工费模式，采购金额以加工费净额结算；(2) 买断式委托加工模式：通常根据成本加成法定价，公司提供给委托加工厂商的原材料作为销售处理，委托加工厂商完成生产加工后由发行人向其采购。公司委外加工的产品主要包括香兰素粗品、天然覆盆子酮、WS-23 和女贞醛等产品的生产环节委外。

图2：2019-2021 年公司各生产模式的产品情况



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

从公司产销情况来看，(1) 产能：2019-2021 年，公司产能分别为 2012.67 吨、1875.00 吨、2004.17 吨，其中，2019 年，昆山亚香正在拆除进程中，全年产能为昆山亚香产能按生产时间折算及江西亚香全年合计；2020 年度，由于昆山亚香生产设备已完成拆除，同时武穴坤悦、南通亚香处于试生产阶段，因此公司产能仅为江西亚香全年产能；2021 年，武穴坤悦于 7 月完成试生产验收，同时公司根据生产规划，将江西亚香部分产能与武穴坤悦、南通亚香协同生产，而南通亚香由于正处于试生产阶段，协同生产的产能尚不能形成完整产能。因此，公司 2021 年产能由剔除春节假期、增建、检修设备等因素后的江西亚香全年完全自产产能、武穴坤悦 8-12 月折算的完全自产产能以及江西亚香与武穴坤悦 8-12 月折算的协同产能构成。**(2) 产量-自主生产：**2019-2021 年，公司自主生产产品产量分别为 1536.89 吨、1496.00 吨、1472.17 吨，其中 2020、2021 年为与产能相匹配，因而剔除了南通亚香、武穴坤悦试生产阶段的自产产量 86.60 吨、40.24 吨。整体来看，公司产能利用率均位于 70% 以上，年度之间因新基地的陆续投产以及公司整体对合成香料的收缩调整，导致产能利用率整体呈现下降趋势。

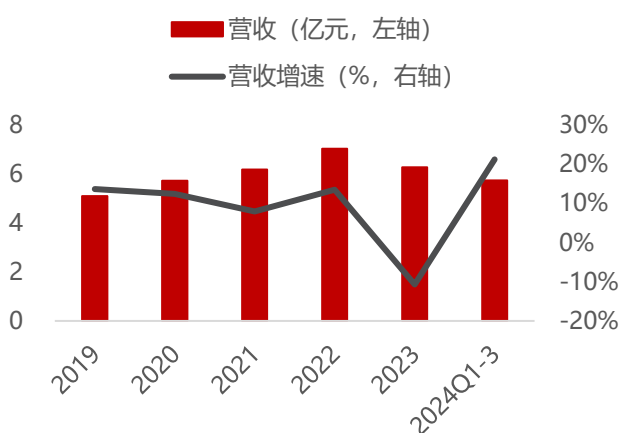
表3：2019-2021 年公司产能、产量及产能利用率情况

| 项目 | 2019 年度 | 2020 年度 | 2021 年度 |
|-------|---------|---------|---------|
| 产能 | 2012.67 | 1875.00 | 2004.17 |
| 产量 | 1536.89 | 1496.00 | 1472.17 |
| 产能利用率 | 76.36% | 79.82% | 73.46% |

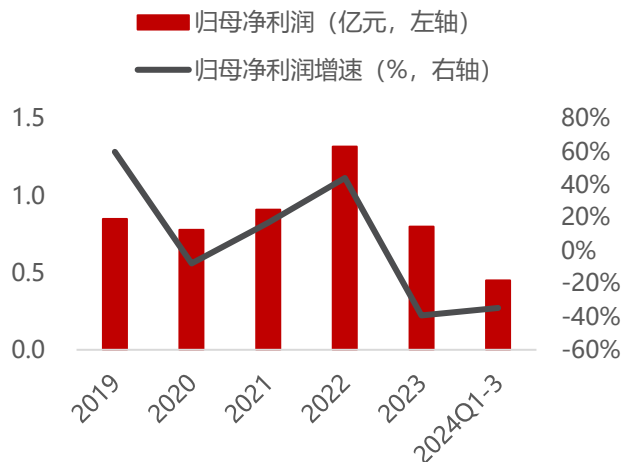
资料来源：招股说明书，民生证券研究院

1.2 营收整体维持增长态势，利润表现较为承压

近年来公司营收整体维持增长趋势，利润在 22 年达到高点后有所承压。据公告，2019-2023 年，公司营收从 5.11 亿元增长至 6.30 亿元，CAGR 为 5.37%；归母净利润由 0.85 亿元下降至 0.80 亿元，CAGR 为 -1.50%。2024Q1-3，公司实现营收 5.76 亿元，同比增长 21.37%；实现归母净利润 0.45 亿元，同比下降 34.58%。

图3：2019-2024Q1-3 营收及增速


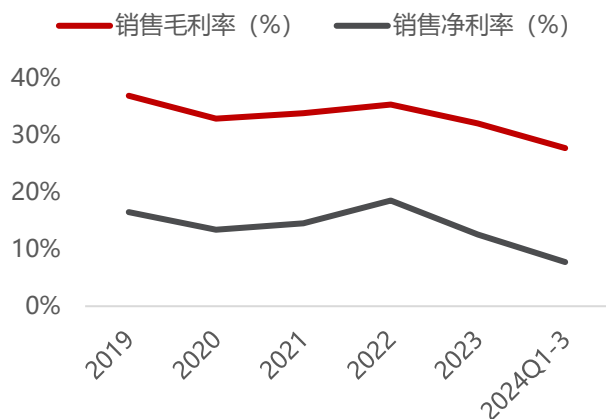
资料来源：wind，民生证券研究院

图4：2019-2024 Q1-3 归母净利润率及增速


资料来源：wind，民生证券研究院

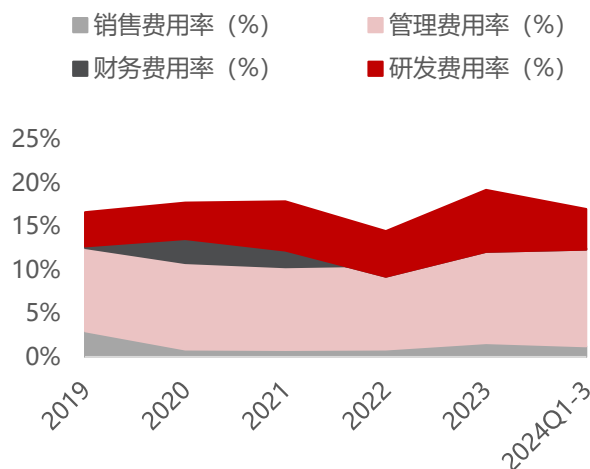
毛利率、净利率整体维持较高水平，期间费用率整体维持稳定。2019-2024Q1-3，公司毛利率、净利率整体维持在较高水平，毛利率分别为 37.02%、33.01%、33.95%、35.45%、32.17%、27.81%，净利率分别为 16.54%、13.46%、14.59%、18.59%、12.61%、7.77%；期间费用方面，2019-2024 Q1-3 公司三大费用率整体呈现稳定趋势，2024 Q1-3 公司财务、管理、销售费用率分别为 0.01%、11.28%、1.22%。研发费用方面，近年来公司研发费用率整体呈现提升趋势，2019-2024 Q1-3 的研发费用率分别为 3.91%、4.17%、5.64%、5.25%、7.14%、4.69%。

图5: 2019-2024 Q1-3 毛利率及增速 (%)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

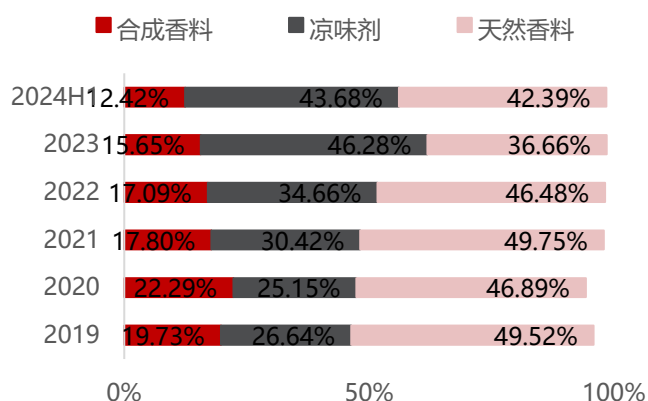
图6: 2019-2024 Q1-3 期间及研发费用率 (%)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

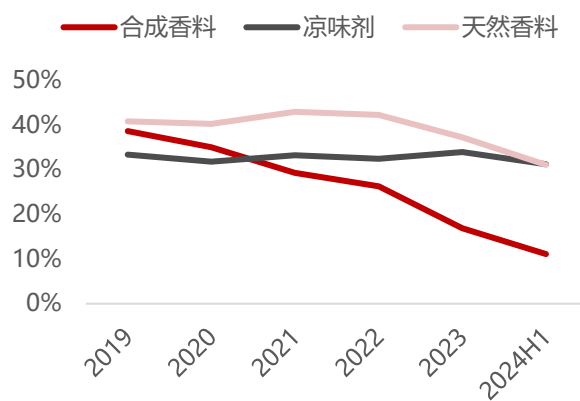
公司产品包括天然香料、凉味剂、合成香料, 其中主要产品天然香料+凉味剂 2023 年占比超 80%。2019-2024H1, 公司天然香料产品营收占比分别为 49.52%、46.89%、49.75%、46.48%、36.66%、42.39%, 凉味剂产品营收占比分别为 26.64%、25.15%、30.42%、34.66%、46.28%、43.68%, 合成香料营收占比分别为 19.73%、22.29%、17.80%、17.09%、15.65%、12.42%, 2023 年天然香料+凉味剂产品合计占比为 82.94%, 2024H1 天然香料+凉味剂产品合计占比为 86.07%, 系公司主要产品。产品毛利率方面, 公司主要产品毛利率均维持在 30% 以上, 2023 年天然香料、凉味剂毛利率分别为 37.20%、33.94%, 合成香料毛利率水平次之, 毛利率为 16.92%; 2024H1 天然香料、凉味剂毛利率分别为 31.08%、31.22%, 合成香料毛利率较低, 为 11.11%。

图7: 2019-2024H1 公司主要产品营收占比



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图8: 2019-2024H1 公司主要产品毛利率表现

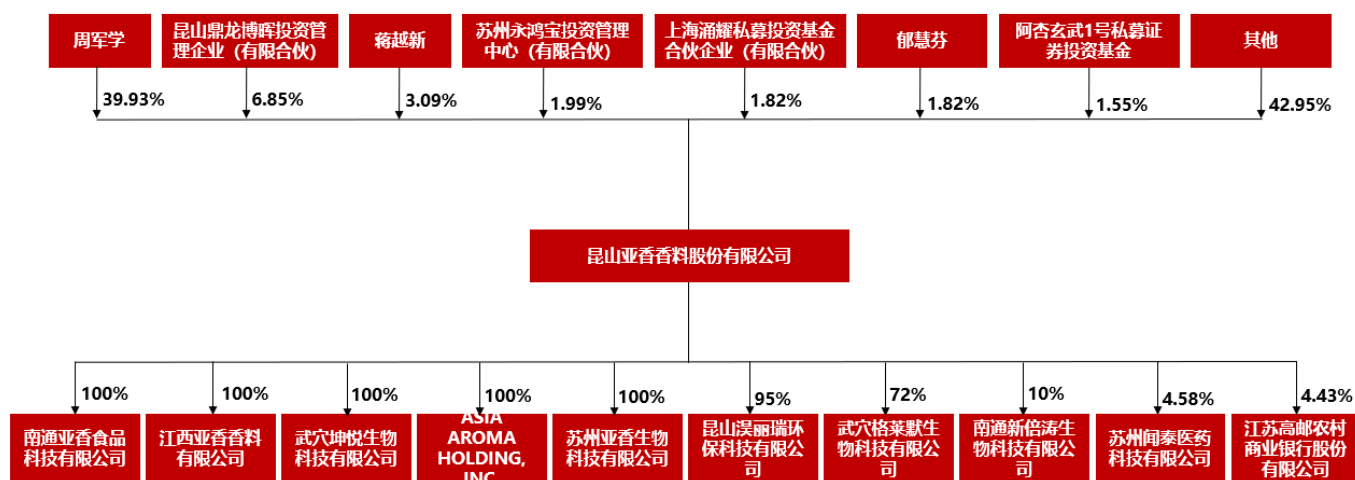


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

1.3 股权结构合理集中，回购股份看好长期发展

公司股权结构较为集中，回购利好长期健康发展。据 wind，截至 2024 年 11 月 15 日，周军学直接持有公司 39.93% 的股份，是公司的第一大股东和实际控制人，周军学作为亚香有限创始股东，并历任公司执行董事、董事长等职务，控股比例较高，持股比例较为稳定。此外，2023 年 7 月，基于对未来发展前景的信心，公司审议通过了《关于回购公司股份方案的议案》，拟使用自有资金以集中竞价的方式回购公司股份，回购的公司股份拟用于实施员工持股计划或股权激励计划，截至 2023 年 9 月，公司已回购股份 87.29 万股，已回购股份占当时公司总股本的比例为 1.08%，最高成交价为 35.68 元/股，最低成交价为 33.17 元/股，成交总金额为 0.30 亿元（不含交易费用），至此股份回购计划已实施完毕。我们认为，公司本次回购股份实施员工持股计划或股权激励计划，有利于进一步完善公司长效激励机制，充分调动公司管理人员及核心团队的工作积极性，促进公司长期、持续、健康发展。

图9：公司股权穿透图（截至 2024 年 11 月 15 日）



资料来源：wind，民生证券研究院

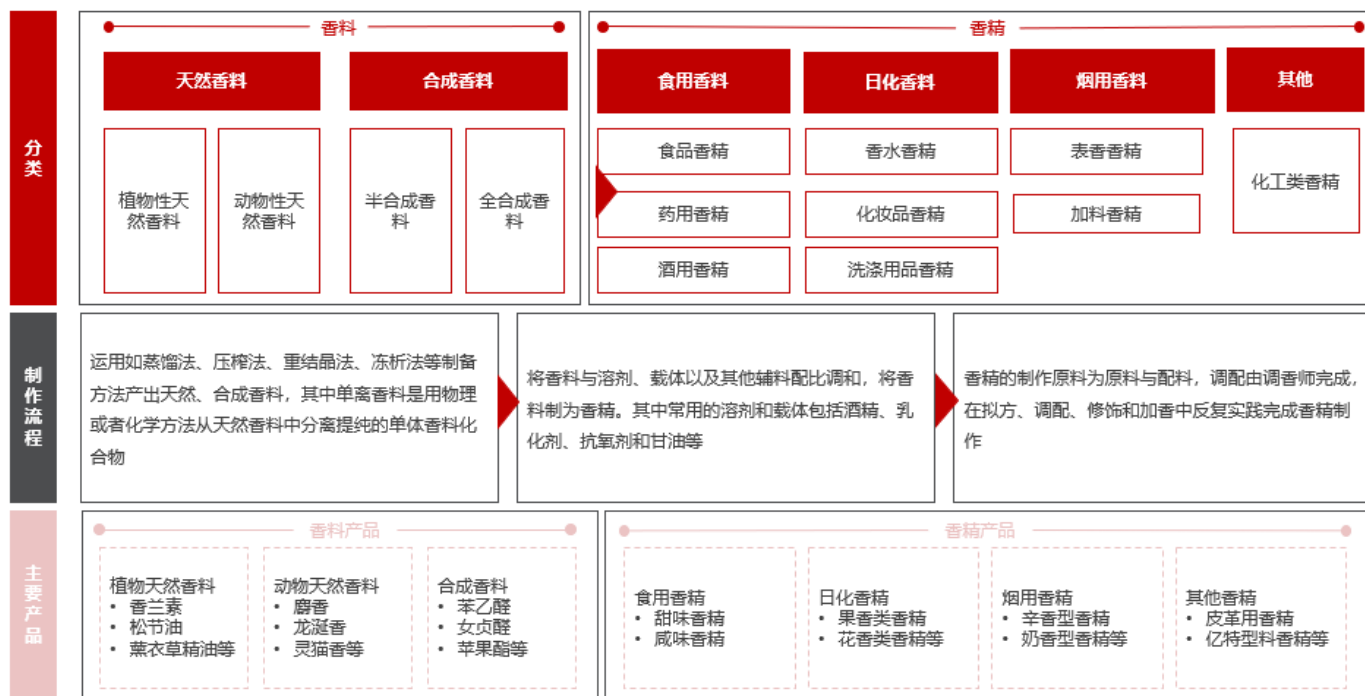
2 全球香精香料市场稳定增长，国际巨头占据绝对主导地位

2.1 香精香料品类繁多，主要起到增赋、调整、固定、改善产品气味等功能

香精香料是具有增赋、调整、固定、改善产品气味等功能的物质。其中，香料是调配香精的主要原料，其分子量一般不大于 400，具有相当大的挥发性，是一种能被嗅觉嗅出气味或味觉尝出香味的物质，可以是“单一体”也可以是“混合体”，其按照来源可以划分为天然香料和合成香料，前者是指以植物、动物（或微生物）为原料，经物理方法、生物技术法或者传统的食品工艺法加工所得的原料，后者是指天然动植物或煤炭石油原料经化学方法加工所得的香料；而香精也被称为调和香料，是由人工调配而成的香料混合物。由于单一的香料大多数气味比较单调，无法单独直接使用，采用专门的技术（成为调香），将各种香料按照一定的比例调配成香精后，可以赋予香精一定的香型以适应加工对象的特定要求，以直接应用在各种加香产品中，按照用途，香精可以划分为食用香精、日化香精、烟草香精和其他香精。

香料香精品种繁多。据爱普股份招股说明书，目前世界上的香料品种约有 7000 种，数量众多，其中合成香料 6000 多种，天然香料（国际市场有名录的）约 500 种；而作为香料和相应辅料构成的负责混合物，香精的品种数量则更为庞大。

图10：香精香料图谱



资料来源：头豹研究院著《2023年中国香精香料行业发展白皮书》，民生证券研究院

表4：香料产品种类划分

| 分类 | 特点 | 全球年均用量 | 数量 | 品种举例 |
|------|-----------|------------|---------|---|
| 合成香料 | 大宗常用 | 5000 吨以上 | 100 多种 | 芳樟醇、香叶醇、香兰素、桃醛、椰子醛、麦芽酚等 |
| | 一般常用 | 500-5000 吨 | 300 多种 | 麝香 T、丁位十二内酯、乙偶姻、薄荷酰胺等 |
| | 次常用 | 20-500 吨 | 1000 多种 | 草莓酸、丙位己内酯、硫磺唑等 |
| | 不常用或非普遍使用 | 几十公斤至几吨 | 5000 多种 | 茶香酮、茶螺烷、糖内酯、1 - 辛烯 - 3 - 醇、2, 4 - 癸二烯醛等 |
| 天然香料 | - | - | 约 500 种 | 玫瑰油、茉莉浸膏、香荚兰酊、白兰香脂等 |

资料来源：爱普股份招股说明书，民生证券研究院

2.2 生产工艺不断完善，生物技术成为业内发展新趋势

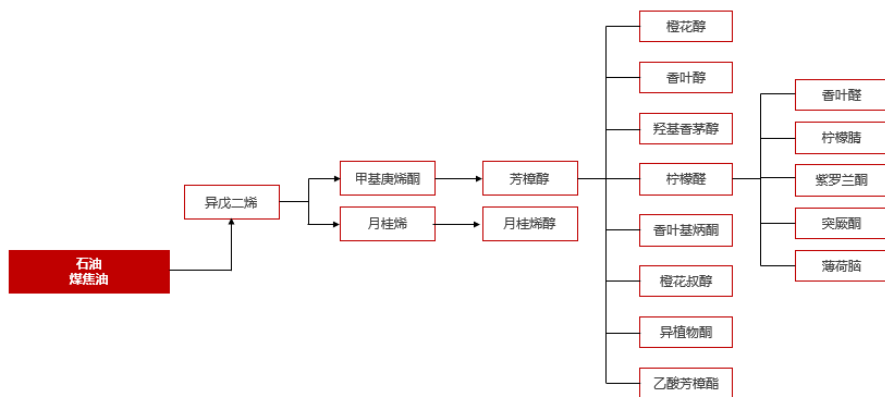
天然香料提取技术多样，新兴技术逐步实现清洁生产；合成香料技术亦取得重大进步，经过化学和生物合成手段生成多品类产物。天然植物香料的分离提取技术针对不同的来源以及产品的需求具有不同的提取分离技术，如水蒸气蒸馏法、萃取法、冷榨冷磨法、吸附法，而一些新兴技术例如分子蒸馏、超临界 CO2 萃取技术、超声提取法等更是在生产效率、产品品质以及清洁生产层面相较于传统技术有了进一步的提升；合成香料的合成工艺技术以原油为起点，早前使用的部分化学合成法例如红矾钠氧化工艺遭到淘汰，生物合成技术在合成香精香料中不断完善和发展。

表5：天然植物香料提取分离技术与新兴技术

| 传统/新兴 | 方法 | 特点 |
|--------------|--------------|---|
| 天然植物香料提取分离技术 | 水蒸气蒸馏法 | 优点： 操作简便，成分低、应用范围广 缺点： 只适用于香气成分不因水蒸气加热而发生显著变化的原料 |
| | 萃取法 | 优点： 较好地保留植物原有香气，主要适用于花香类精油 缺点： 投资大、技术要求高 |
| | 冷榨冷磨法 | 优点： 适用于柑橘类果实和果皮；营养成分保留完整 缺点： 出油率相对较低、产品不纯等 |
| | 吸附法 | 优点： 产品香气质量较高、芳香成分不易被破坏 缺点： 吸附剂需要再生，给连续化操作带来困难 |
| 天然植物香料新兴技术 | 分子蒸馏 | 优点： 产品的率高、品质好、有效脱除热敏性物质中轻分子物质、清洁生产 缺点： 能耗较大、应用领域受限 |
| | 超临界 CO2 萃取技术 | 优点： 不发生化学变化、清洁生产、安全性高、出油率及产品品质高 缺点： 应用受限、投资费用大 |
| | 超声提取法 | 优点： 提取时间短、产率高、条件温和 缺点： 需注意参数选择 |

资料来源：头豹研究院著《2023 年中国香精香料行业发展白皮书》，民生证券研究院

图11：合成香料产业链图



资料来源：头豹研究院著《2023 年中国香精香料行业发展白皮书》，民生证券研究院

各大香精香料企业加强研发力度，利用先进生物技术制备天然香料。从动植物原料中提取的天然香料符合消费者的安全性需求，但天然香料受到原料来源的限制无法满足日益增加的需求，同时价格相对高昂，各大香精香料企业纷纷加大研发力度，利用包括基因工程、细胞工程、酶工程、发酵工程等先进生物合成技术制备天然香料。许多生物技术公司正在投资合成生物学，以生产香气化合物，如 Evolva 正在使用一种改良酵母从葡萄糖中生产香兰素。此外，部分香精香料企业也开始关注合成生物法的优势，开启了生物技术发展布局，如 2021 年 8 月，国际香精香料巨头奇华顿宣布与领先合成生物公司 Ginkgo Bioworks (DNA:US) 合作，加强

通过发酵生产更多创新和可持续成分的研发；2021年，帝斯曼收购美国生物技术公司 Amyris 的香精和香水业务；2022年，合成生物技术捕获公司 LanzaTech 与奇华顿达成合作协议，双方将共同开发香料产品中所运用的关键香氛成分等等。伴随着香精香料市场日益全球化，以合成生物学为指导的香精香料行业面临广阔的市场发展前景。

表6：部分香精香料企业技术发展布局情况

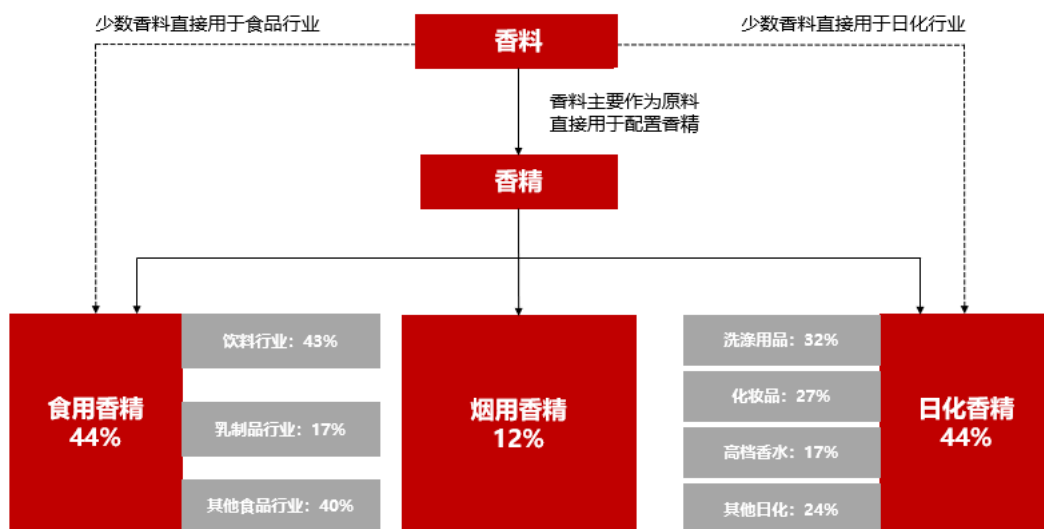
| 年份 | 事件 |
|------|--|
| 2010 | Firmenich 与 Amris 合作 |
| 2014 | Firmenich 推出 Clerawood 香原料 |
| 2016 | Takasago 收购 CTT |
| 2019 | 1、BASF 收购 Isobionics 2、Conagen 与 BASF 合作生产香兰素 |
| 2020 | Givaudan 收购了 Alderys，并宣布与 Novozymes 建立研究合作伙伴关系 |
| 2021 | 1、DSM 收购了 Amyris 的香料业务； 2、IFF 与 Dapont Nutrition and Biosciences 合并； 3、Givaudan 与 Ginkgo Bioworks 合作 |
| 2022 | LanzaTech 与 Givaudan 合作生产关键香氛成分 |

资料来源：王孝源著《萜类香料生物合成的研究进展》，民生证券研究院

2.3 食品、日化整体稳中有升，烟用特别是电子烟市场或将成为需求新增量

食品与日化为香精香料的主要下游应用领域。香料多直接用于香精的生产，少数直接用于食品添加和日化行业；而香料的下游应用包括食品、日化、烟草以及其他化工工业。从下游的具体应用领域占比来看，据《2023年中国香精香料行业发展白皮书》援引自 IAL Consultants、国家卫健委的有关数据，食用香精和日化香精为香精香料主要的需求来源，各自在香精香料市场份额占比均约为 44%，其中饮料市场、乳制品市场在食用香精香料市场份额占比分别约为 43%和 17%；洗涤用品、化妆品和高档香水在日化香精香料市场份额的占比分别约为 32%、27%和 17%；除食用及日化外，烟用香精在香精香料市场份额占比约为 12%。

图12：全球香精香料下游应用分布



资料来源：头豹研究院著《2023年中国香精香料行业发展白皮书》，民生证券研究院

表7：下游常用香精香料种类

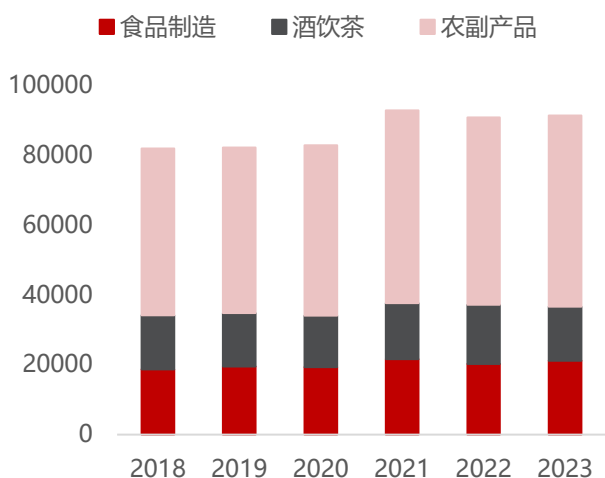
| 应用行业 | 应用作用 | 香精添加量 | 常用产品 |
|------|---|--|--------------|
| 食用 | 赋予食品香味多样性；稳定食品香气；改善和补充加工食品香味；掩盖不良气味；杀菌防腐、抗氧化 | 参考用量：0.1%-0.6% | 香兰素、麦芽酚等 |
| 日化 | 主香剂（赋予主要香气）；调和剂（和主香调和，协调气味）；变调剂（变化香气成分）；定向型（延长留香时长） | 香水：8%-20% 花露水：1.5%-3% 护肤品：0.05%-0.2% | 芳樟醇、柠檬醛等 |
| 烟用 | 增补并突出香烟风味特征，以达到显示某种牌号香烟特有的香型 | - | 烟草精馏物、可可反应物等 |

资料来源：头豹研究院著《2023年中国香精香料行业发展白皮书》，民生证券研究院

2.3.1 食品与日化行业整体较为稳定

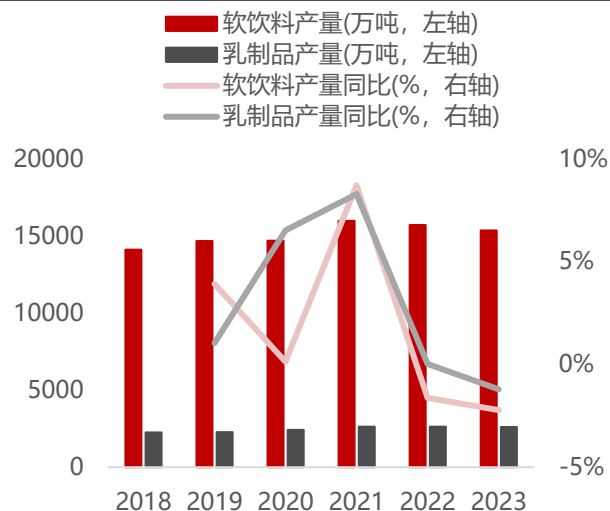
食品行业发展较为稳定，细分饮料及乳制品多样化发展为香精香料行业提供稳定需求。食品香精香料给予食物原料赋予香味，矫正食品中的不良气味，同时补充食品的香气不足，稳定和辅助食品中的固定香气。中国食品行业营收呈现稳步增长趋势，据 wind，食品制造、酒饮茶及农副产品营收 2023 年分别达到 21142.49 亿元、15516.2 亿元、54735.61 亿元，同比增速分别为 4.24%、-8.44%、2.06%。就细分领域来说，据 wind，软饮料及乳制品行业整体表现较为稳定，2023 年软饮料、乳制品产量分别达到 15379.36 万吨、2604.5 万吨，同比增速分别为-2.22%、-1.21%。

图13: 2018-2023 年中国食品行业营业收入 (亿元)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

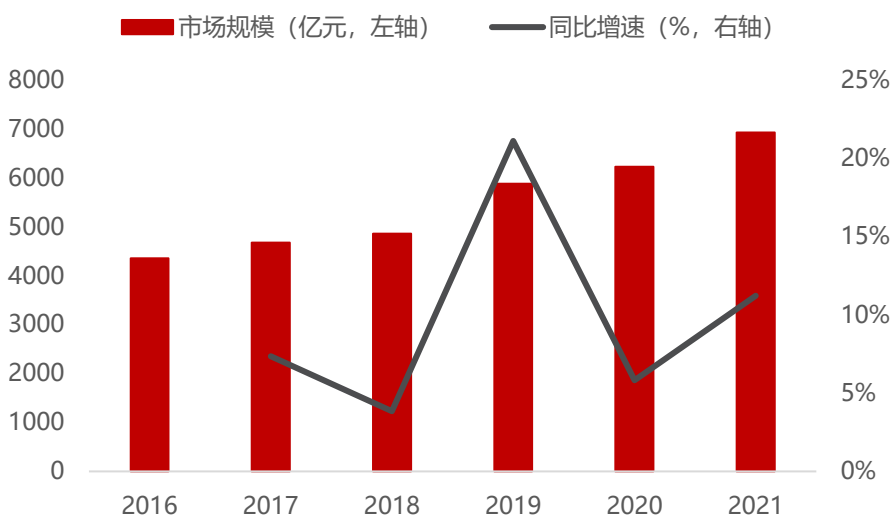
图14: 2018-2023 年中国软饮料和乳制品产量及增速



资料来源: Wind, 民生证券研究院

日化行业市场规模不断扩大, 日用香精需求整体稳定。因为香精香料行业以销定产的生产模式, 中国日化香精的销售伴随着中国日化行业的变化更迭, 2016-2021 年中国日化行业整体处于加速增长阶段, 截至 2021 年中国日化市场规模达到 6927 亿元, 保持相对平稳增长的态势。就细分领域来说, 个护市场的海外品牌在销量上取得绝对优势, 所使用的海外香精品牌占到 7 成以上, 家居护理则较为本土化, 约 6 成以上的香精需求为中国香精产品。

图15: 2016-2021 年中国日化行业市场规模

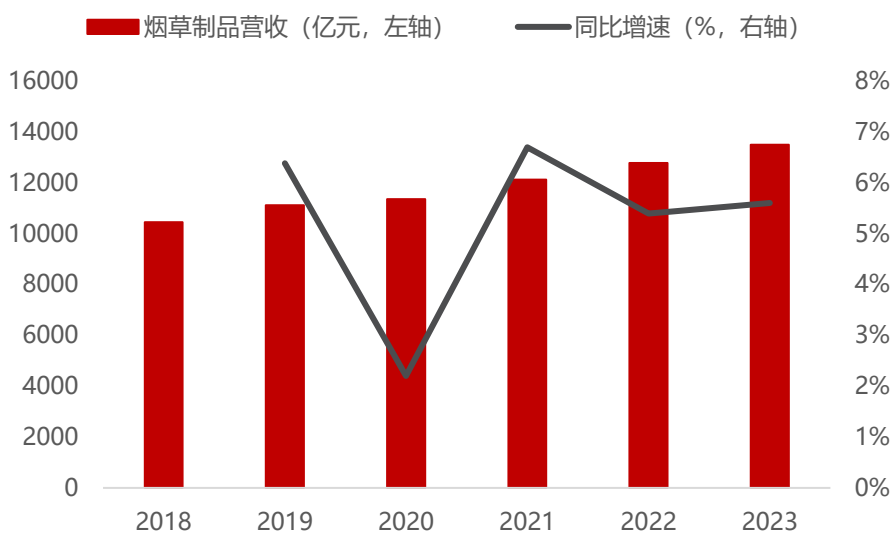


资料来源: 头豹研究院著《2023 年中国香精香料行业发展白皮书》, 民生证券研究院

2.3.2 传统烟草需求稳定，新型烟草需求迅速增长，未来烟用香精需求量有望进一步提升

受政策影响，中国烟草市场规模增速有所减缓；传统烟草之外，新型烟草获奖带来烟用香精需求的快速提升。中国烟草行业市场规模整体稳定，据 wind，中国烟草制品营业收入从 2018 年的 10465.4 亿元增长至 2023 年的 13519.29 亿元，CAGR 为 5.25%；而在传统烟草以外，新型烟草所包含的雾化电子烟以及 HNB 呈现快速增长的态势，预计 HNB 进入收获期后将进一步拉动烟用香精的需求量。

图16：2018-2023 年中国烟草制品行业营业收入

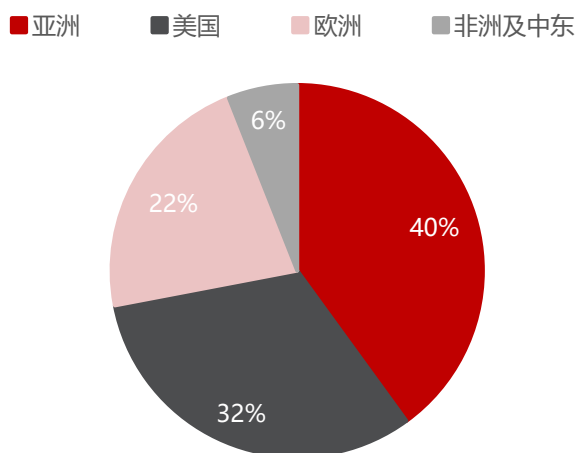


资料来源：Wind，民生证券研究院

2.4 全球市场规模稳定增长，行业高度集中于国际香精香料龙头

全球香精香料市场呈现稳定增长。2018 年，全球香精香料市场收入在 276 亿美元，2022 年全球香精香料收入增长至 292 亿美元，其中香精与香料的收入基本持平。分区域来看，亚洲市场 2021 年全球市场份额占比为 40%，主要原因系亚洲线下线上食品消费增长可观。

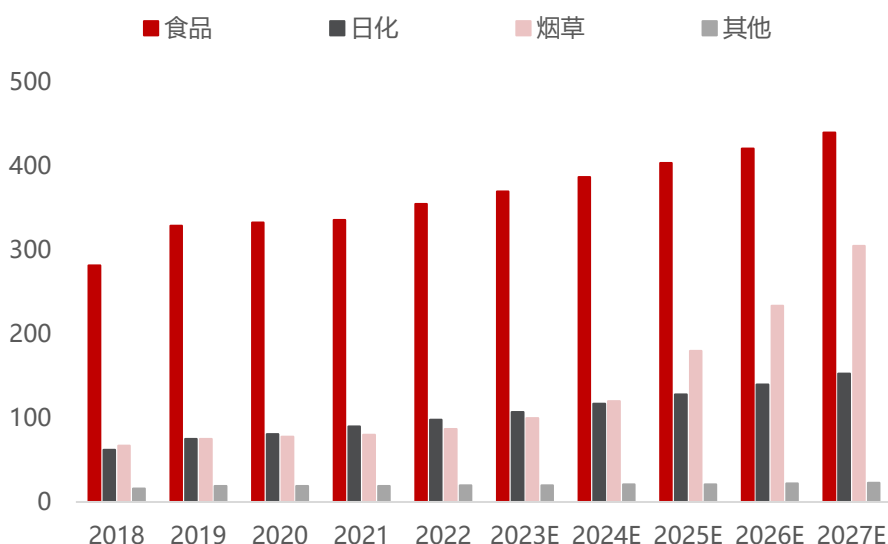
图17: 2021 年全球香精香料市场份额情况 (%)



资料来源: 头豹研究院著《2023 年中国香精香料行业发展白皮书》, 民生证券研究院

国内香精香料供需双增长, 2022 年中国市场规模达 560 亿元。香精香料行业与下游食品、日化以及烟草等行业关联度高, 2018-2022 年受益于中国经济的发展和国民生活水平的提升, 我国香精香料需求和供给双向增长, 2022 年市场规模达到 560 亿元; 由于下游加香产品具有较强的消费属性, 伴随着国内消费者口味多元化趋势日益明显, 同时对“绿色健康”、“纯天然”的认可度不断提升, 据头豹研究院预计, 中国香精香料行业市场规模有望在 2027 年突破 900 亿元。

图18: 2018-2027E 中国香精香料行业市场规模及预测 (亿元)



资料来源: 头豹研究院著《2023 年中国香精香料行业发展白皮书》, 民生证券研究院

全球香精香料市场集中度高度集中于全球前十大香精香料企业中。欧洲、美国、日本已成为世界上最先进的香精香料工业中心, 全球重要的香精香料生产企业主要来自于上述国家或地区。2013-2019 年, 国际前十大香精香料企业在全中国香精香料市场

香料市场份额中的占比约为 75%，行业整体呈现出极高的市场集中度。凭借雄厚的资金实力、人力储备等，并通过对关键香精的品种以及核心技术的控制，香精香料行业的国际大公司保持其领先地位。

表8：全球主要香精香料企业情况

| 企业名称 | 所属国家 | 基本情况 |
|----------------------------|------|--|
| 奇华顿 (Givaudan) | 瑞士 | 成立于 1768 年，全球最大的香精香料公司 |
| 芬美意 (Firmenich) | 瑞士 | 成立于 1895 年，全球排名第二的香精香料公司 |
| 国际香精香料 (IFF) | 美国 | 成立于 1909 年，制造和提供食品、饮料、个人护理及家居用品行业的香精香料 |
| 德之馨 (Symrise) | 德国 | 由德威龙公司 (成立于 1919 年) 与 H&R 公司 (成立于 1874 年) 合并的一家国际香料公司，是世界主要的香精香料和植物提取物公司之一 |
| 曼氏 (Mane) | 法国 | 成立于 1871 年，从事各类日化、食用及烟用等香精香料的生产，法国最大的香精香料公司 |
| 花臣 (Fruarom) | 以色列 | 创建于 1933 年，是以色列最早的工业企业之一，逐步发展为拥有全球优势原料资源、掌握香精香料工业各项核心技术的跨国企业集团 |
| 高砂 (Takasago) | 日本 | 创建于 1920 年，现已发展成为一个跨国性的香料集团，生产日化香精、食品香精、合成香料等，其规模与业绩名列世界前茅 |
| 森馨 (Sensient Technologies) | 美国 | 成立于 1882 年，为世界上许多最著名的消费和工业公司生产广泛的创新产品。提供定制的食品和饮料系统，药用颜料和涂料，化妆品和个人护理配方，特种油墨和颜料以及其他精细化学品 |
| 罗伯特 (Robertet) | 法国 | 创办于 1850 年，总部位于法国南部山城-世界闻名的“香都”格拉斯 (Grasse)，天然香料生产规模最大的香精公司之一 |
| 长谷川 (T.Hasegawa) | 日本 | 成立于 1903 年，是一家拥有百年历史的食用、日化香精制造商 |

资料来源：《中草药香料及民生证券关于第一轮问询的回复(2023 年半年报财务数据更新版)》，民生证券研究院

国内香料香精行业市场较为分散，部分香精香料企业在特定品种已形成较明显的优势。由于我国香料香精行业起步较晚，国内企业与龙头企业差距较大，但随着相关企业不断加强新产品、新工艺研发投入，差异逐步缩小。我国香料香精行业分散度较高，但国内部分香精香料企业更是在特定品种已形成了较明显的优势，如亚香股份是全球主要的香兰素、凉味剂供应商；格林生物的甲基柏木酮产品在全球市场占据领先优势，是国内突厥酮系列产品的重要开拓者、合成檀香的主要供应商；青松股份为我国最大的松节油深加工企业，也是全球最大的合成樟脑及系列产品的供应商；金禾实业麦芽酚、安赛蜜、三氯蔗糖等产能和市场占有率在全球范围内均处于领先地位；新化股份为全球范围内排名前列的脂肪胺产品生产企业之一等。

表9：中国主要香精香料企业情况

| 企业名称 | 主营业务 | 香料产品市场份额 |
|------------|---|----------|
| 格林生物 | 主要从事生物源香料和全合成香料的研发、生产与销售，主要产品包括甲基柏木酮、甲基柏木醚、檀香 208、檀香 210、丁位突厥酮等 | 1.38% |
| 青松股份 | 主营面膜、护肤品、湿巾等化妆品以及松节油深加工产品，其中香料产品主要为合成樟脑等 | 2.93% |
| 金禾实业 | 主营精细化工产品和基础化工产品的生产、研发和销售；香料产品主要为麦芽酚系列产品 | 4.66% |
| 新化股份 | 主营脂肪胺、有机溶剂、香料香精、双氧水及其他精细化工产品的生产经营、销售；香料产品主要包括檀香 208、二氢月桂烯醇等 | 0.93% |
| 科思股份 | 主营日用化学品原料的研发、生产和销售，香精香料产品主要包括铃兰醛、对甲氧基苯甲醛、合成茴脑等 | 0.78% |
| 亚香股份 | 专注于香料的研发、生产和销售，产品主要包括香兰素、天然桂酸甲酯、天然覆盆子酮、女贞醛、格蓬酯、苹果酯、凉味剂等 | 1.33% |
| 丰乐种业 | 主营业务为种子和农化、香料产业，其中香料主要产品为天然薄荷脑系列、合成凉味剂系列 | 0.78% |
| 爱普股份 | 专注于香料、香精和食品配料领域 | 1.85% |
| 华宝股份 | 主要从事香精的研发、生产和销售，同时经营少量食品配料业务 | 5.13% |
| 华业香料 | 主要从事内酯系列合成香料的研发、生产和销售 | 0.50% |
| 新和成 | 主要从事营养品、香精香料、高分子新材料、原料药生产和销售，其香精香料产品主要包括芳樟醇系列、柠檬醛系列、叶醇系列、二氢茉莉酮酸甲酯、覆盆子酮、女贞醛等 | 4.79% |
| 波顿香料股份有限公司 | 食品用香精、日用香精、香料和天然植物提取物的研发、生产、销售 | - |

资料来源：《中草药香料及民生证券关于第一轮问询的回复(2023 年半年报财务数据更新版)》，民生证券研究院

注：(1) 因公开数据来源有限，市场份额=该公司 2020 年度香精香料业务营业收入/中国香料香精化妆品工业协会公布的 2020 年度香精香料行业市场规模数据；

(2) 格林生物未公开 2020 年营业收入，以 2019 年营业收入替代

2.5 细分品类分析：应用范围广泛，成长空间值得期待

2.5.1 香兰素——广谱高级香料

香兰素是一广谱型的高级香料。香兰素化学名为 3-甲氧基-4-羟基苯甲醛，又名甲基原儿茶醛、香草醛，是香荚兰豆的主要成分，最早来自于墨西哥，是一种广谱型高级香料，其广泛存在于自然界中，如在爪哇香茅、安息香、秘鲁香脂、丁香子芽、香子兰的荚中等许多精油及植物中均有发现。由于从植物中提取单离的天然香兰素数量少、价格昂贵，难以满足市场需求，也因此香兰素成为人类合成的第一种香料，由德国的 M·哈尔曼博士与 G·泰曼博士于 1874 年成功合成。香兰素的分子式为 $C_8H_8O_3$ ，分子量为 152.15，熔点 $81\sim 83\text{ }^{\circ}\text{C}(\text{lit.})$ 。

香兰素具有香荚兰香气及浓郁奶香，下游市场应用广泛。香兰素是具有一种香荚兰豆香气以及浓郁奶香的食用调香剂，是食品添加剂行业中不可缺少的重要原料，也是世界上产量最大的合成香料，多用于食品、化妆品、化学工业、农业和制药等行业。在食品行业，它主要作为一种增味剂应用在乳制品、冰淇淋、饼干、软饮料、糕点、巧克力、烤糖果和酒类中，也作为一种食品防腐剂应用在香肠、调味料中；在化妆品行业，作为一种香味成分应用在香水和面霜中；在化学工业上，作

为电镀添加剂、印制线路板导电剂、消泡剂、硫化剂、防臭剂、鞣革剂、抗硬化助剂和化学前体等；在农业上，作为引诱剂，用于杀虫药剂和除草剂中，还可以作为甘蔗的催熟剂和增产剂；在制药行业，合成摇头碱、甲氧苄氨基嘧啶和 L-甲基多巴等，还可以作为屏蔽气味的药剂。最近，还有报道认为香兰素具有一定的抗氧化性和预防癌症的作用，并且可以参与细菌细胞间信号的传递。

图19：全球香兰素市场的主要参与者



资料来源：Mordor Intelligence，民生证券研究院

市场上供应的香兰素产品主要有两种——合成香兰素和天然香兰素，其中合成香兰素市场份额近 9 成。其中合成香兰素是以普通石化原料经化学合成法而得到的香兰素，其方法有接近 10 种，具有原料来源和生产技术稳定、供应充足、市场价格较低的优点（每公斤约为 15 美元），成为市面上主要香兰素的生产方法，占据了香兰素市场份额的 90%；但合成香兰素生产的产品具有香型单一，缺乏天然香兰素的复合香气，同时生产过程容易带来环境污染等问题。

而天然香兰素最传统的生产技术为萃取单离法，其因生产条件相对受限、劳动强度大具有价格昂贵的特点。香兰素天然存在于香荚兰豆等植物中，可从热带香草兰花的豆荚中提取香兰素，热带香草兰花主要生长在马达加斯加、印度尼西亚和中国等国，由于香草兰花植物对土壤及气候因素要求非常高，而且天然加工的发酵处理工艺复杂，所以香兰素的天然来源非常有限。从天然植物中提取香兰素产品在全球的产量占比中不足 1%；而且香荚兰豆等天然香草植物的种植、采收、提取和制备过程需要大量的劳工，使得其每公斤售价约高达 4000 美元，约为合成香兰素的 300 倍。

天然香兰素的另一种公认的生产技术为生物法（又可以分为微生物发酵法、植物细胞培养法和酶法），其中，以丁香酚、阿魏酸等可再生物质为原料生产天然香兰素的研究最多。由于丁香酚、阿魏酸等具备可再生的特性，且质量接近天然产品而受到重视，目前以丁香酚、阿魏酸等可再生物质为原料生产的香兰素约占世界产量的 5%。

(1) 丁香酚存在于多种天然精油中，其中丁香油、月桂叶油、丁香罗勒油中丁香酚含量最高，樟脑油、紫罗兰油、依兰油和金合欢油中均有存在。由于以丁香酚作为原材料制得的天然级香兰素香气诱人、食用安全且使用价值高，因此受到了高端食品饮料市场的青睐；

(2) 阿魏酸是目前全球最为丰富的酚类化合物之一，广泛存在于木质纤维素、植物细胞壁、玉米和小麦等农作物的细胞壁上，且对微生物的毒性作用小，对于转化香兰素是一种很好的底物。以阿魏酸作为底物酶转化生产的香兰素产品工艺简便，具有收效高、低能耗、污染小以及食用安全等优点。

在世界石油资源日益消耗和枯竭的背景下，以丁香酚、阿魏酸等可再生物质为天然原料生产香兰素技术的普及对全球香精香料市场具有重要意义。近年来以丁香酚、阿魏酸等天然原料制备的香兰素越来越受到高端市场的青睐，全球市场需求量持续增长，目前年需求量约为 **500~600 吨**，其需求主要来自于全球知名的香精香料企业，如奇华顿公司。

2.5.2 凉味剂——凉型风味料

凉味剂又称凉型风味料，能给予人清凉、新鲜的感觉，起到提神醒脑、抗疲劳的作用，是所有能够使得人体生理上产生凉意并且药物作用不强的化学物质的总称。通常认为凉味剂是由于其在皮肤、皮腔黏膜、口腔黏膜、咽喉黏膜等神经末梢上的作用会产生清凉的感觉，使得凉味剂具有这样的作用。凉味剂作为人们日常生活中不可缺少的添加剂，其广泛应用于食品、医药和日化等领域的产品中，如糖果、口香糖、感冒冲剂、清咽利嗓类药品、牙膏、化妆品和洗浴用品等。目前，凉型风味料中的主要配料有薄荷、留兰香、桉叶油、龙脑和冬青等，食用最广泛的是 L-薄荷醇，实践表明，在上述诸多凉型风味料中，只有从薄荷中提取的 L-薄荷醇凉感最好，其他成分均有杂味。

表10：凉味成分介绍

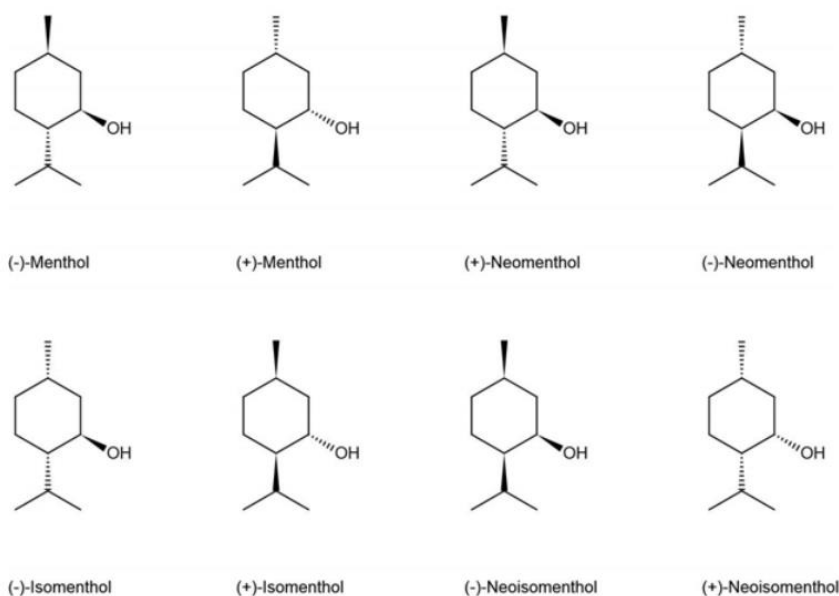
| 名称 | 凉味特征 |
|-------|--------------------------------|
| 薄荷脑 | 清凉、清甜和令人愉快的薄荷特征样香味 |
| 薄荷酮 | 略带苦味的薄荷样特征香味，凉味较薄荷脑弱 |
| 异薄荷酮 | 类似薄荷脑的清凉口感，凉味较薄荷脑稍强 |
| 桉叶素 | 强烈的清凉味感，有樟脑和清凉的草药气味 |
| 硫代桉叶素 | 十分强烈的薄荷样清凉味，有硫醚类、柠檬类水果、樟脑样和清香味 |
| 龙脑 | 强烈尖刺的凉味，带有明显的辛味和樟脑药味 |
| 香芹酚 | 强烈的清凉和麝香草酚气味，但味觉上无凉味 |

资料来源：李天赋著《N-乙基-L-薄荷基甲酰胺的制备及工程化研究》，民生证券研究院

L-薄荷醇是薄荷醇类凉味剂应用最广泛的，具有清新的凉味、价廉和容易获得

等特点。L-薄荷醇系一种饱和的环状醇，为 1-1-甲基-4-异丙基环己醇-3，是环类单萜的一种，其具有 3 个手性中心，8 个光学异构体。实际应用表明，薄荷醇的 8 个异构体中，单就凉味而言，只有 L-薄荷醇的凉感最纯，是日常用品、食品中最常见的凉味剂，具有令人愉快的薄荷特征性香气且凉感较强，主要是对人体皮肤和口腔生成刺激性的感觉，而其他构型均有杂味。L-薄荷醇，俗称薄荷脑，主要来源于薄荷植株经土法水蒸气蒸馏法获得的薄荷原油，通过物理提取的方式得到。L-薄荷醇能赋予产品清凉感和新鲜感，且其阈值极低，在食品、化妆品、洗浴用品、清凉饮料、电子烟、药物和外用药等方面获得了广泛的应用。随着人民生活水品的不断提升，凉味剂的需求量也越来越大，2020 年全球天然 L-薄荷醇的产量约为 3.5 万吨，中国天然 L-薄荷醇的产量超过 1 万吨。

图20：薄荷醇的 8 种光学异构体



资料来源：李天赋著《N-乙基-L-薄荷基甲酰胺的制备及工程化研究》，民生证券研究院

然而，伴随着人们对凉味制品要求的不断提升，薄荷脑的不足和缺点也暴露出来，主要表现为：（1）薄荷脑易挥发、不耐高温，在一些需经高温处理的食物、香烟等中使用受到限制；（2）由于其在人的皮肤和口腔中凉味持续时间短而凉味瞬时作用强烈让人难受并带有苦味影响了它在食品（如口香糖）和个人护理用品的使用效果。基于 L-薄荷醇的上述缺点，其在诸多产品中的应用中受到了限制，尤其在食品和一些化妆品，对其要求非常严格，需要更持久的凉味、清凉的程度要更强、没有香味或弱香味，传统凉味剂达不到这些要求。

以 WS 系列为代表的新型凉味剂产品综合特性优于传统薄荷醇。为了克服常用凉味剂 L-薄荷醇的缺点，从 20 世纪 60 年代开始，许多化学工作者开始对薄荷脑和薄荷酮的结构进行改造，或者寻找他们替代品，经过多年的研究，许多新型的凉味剂被合成出来，其中 WS 系列能够使人产生清凉的感觉，而不会跟 L-薄荷醇一样具有苦味、或由于其挥发的副作用而对眼睛产生刺激，且凉感时间长。

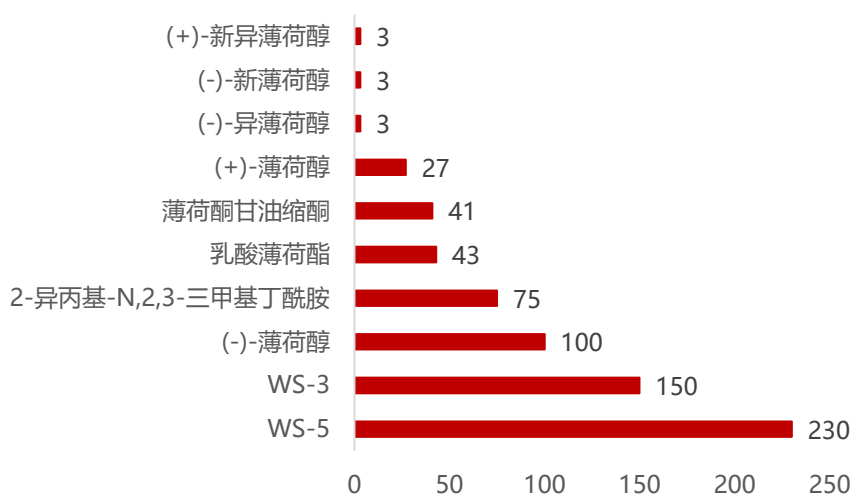
表11: 主要新型凉味剂的产品分类

| 主要产品 | | 原料 | 生产工艺图 |
|---------|---------------------|-----------------------|-------|
| 薄荷醇酯类产品 | 丁二酸单薄荷酯 | 薄荷脑与丁二酸 | |
| | 戊二酸单薄荷酯 | 薄荷脑与戊二酸 | |
| | 薄荷脑甘油碳酸酯 | L-薄荷醇、碳酸氯、醇类 | |
| | 薄荷脑乙二醇碳酸酯 | | |
| | 薄荷脑丙二醇碳酸酯 | | |
| 乳酸薄荷酯 | L-薄荷醇、乳酸 | | |
| 薄荷醇醚类产品 | 薄荷脑甘油醚 (TK-10) | L-薄荷醇、HNa、1-氯丙烯、HCO3H | |
| | 3-薄荷氧基-2-甲基-1,2-丙二醇 | - | - |
| 缩羰基系列产品 | 薄荷酮甘油缩酮 (MGA) | 薄荷醇、丙三醇 | |
| | TK-10 香兰素缩醛 | TK10、香兰素 | - |
| WS 系列产品 | WS-3 | WS-1、乙胺 | |
| | WS-5 | - | - |
| | WS-23 | DIPPN、氯化亚砷 | |
| 其他 | 左旋异胡薄荷醇 | 右旋香茅醛 | |
| | 3,8-对孟二醇 | 右旋香茅醛 | |
| | N,N-二甲基琥珀酰胺酸薄荷酯 | - | |

4-甲基-3 (1-吡咯烷基) -2[5H]-
咪喃酮

资料来源：李天赋著《N-乙基-L-薄荷基甲酰胺的制备及工程化研究》，吴奇林等著《凉味剂的研究进展》，民生证券研究院

图21：凉味剂强度表（以 L-薄荷醇为 100）



资料来源：李天赋著《N-乙基-L-薄荷基甲酰胺的制备及工程化研究》，民生证券研究院

表12：WS 系列主要产品特性

| 项目 | WS-3 | WS-23 |
|--------|---|---|
| 产品特性 | 1、长效凉味剂，本身具有较强的凉味以及缓释和延长凉味的作用，清凉效果显著持久，可持续 15-30 分钟；2、持续高温 200°C 不会影响产品的清凉强度，便于工艺生产中烘烤等高温处理；3、用量低；4、水溶性好，溶解度达到 0.7%；5、产品无异味，清怡、持久、新鲜，无辛辣、刺激感，与其他香精混合使用不会影响其香气而达到制凉效果。 | 1、长效凉味剂，本身具有极强的凉味以及缓释和延长凉味的作用，清凉效果显著持久，可持续 10-20 分钟，凉感效果是薄荷醇的 1.5 倍；2、用量低；3、纯粹的冲击性很强的新鲜持久的凉味，轻微的薄荷气息，与任何凉味料都能很好地配合。 |
| 主要清凉补位 | 口腔和口腔前部 | 口腔顶部，口腔后部、舌头后部和喉咙 |
| 制备方法 | 主要原材料为薄荷脑，通过化学方法获得 | 主要原材料为 DIPPN，通过化学方法获得 |
| 主要用途 | 主要用于口腔护理产品、口香糖、唇膏等 | 广泛应用于食品、饮料、化妆品、烟制品、医药等 |

资料来源：《中草药料中草药料及民生证券关于第二轮问询的回复(2023 年半年报财务数据更新版)》，民生证券研究院

近年来伴随着下游客户的强劲需求，WS 系列产品实现持续增长。据中草药料招股说明书内容，2019 年 WS-23 产品全球需求量约为 350 吨，2021 年、2022 年国内 WS-23 等凉味剂分别约为 1115 吨、1346 吨；据上海市食品添加剂和配料行业协会的数据显示，WS 系列凉味剂产品有望在未来取代部分薄荷醇市场，未来市场空间较为广阔。

凉味剂产品及下游客户集中度相对较高。凉味剂的主要国内供应商是亚香股

份、爱普股份及中草香料,其中亚香股份 2019 年共计销售 WS 产品约为 280 吨,约占全球同类产品 80%的市场份额,下游客户主要客户为玛氏箭牌、亿滋国际、湖南口味王集团有限责任公司、国际香料香精 IFF 等,同时公司也在与全球知名食品企业卡夫食品和国内电子烟龙头企业深圳芳芯科技有限公司 (RELX 电子烟生产商) 持续合作中,其凉味剂产品订单也在不断增加。在前述客户中,除国际香精香料 IFF 外均为食品领域生产企业,其中玛氏箭牌为全球最大的 WS-23 产品用户,使用量超过该产品全球使用量的一半以上,下游行业集中度同样较高。玛氏箭牌作为全球最大的口香糖厂商,其生产的无糖口香糖品牌产品在全球消费者中具备较高的知名度,而为了确保其产品在全球的优势地位,玛氏箭牌对供应商同样设置了较为严格的审核程序,这也意味着为了确保连续生产、产品口味的稳定性,玛氏箭牌在选定供应商后不会轻易更换,据亚香股份招股说明书数据,目前 WS-23 产品国内供应商较少,主要为亚香股份、爱普股份均系玛氏箭牌的主要供应商,合作规模得以持续增长。

表13: 主要凉味剂生产企业对比

| 公司 | 项目 | 2023 年度 | 2022 年度 | 2021 年度 |
|------|------------|---------|---------|---------|
| 亚香股份 | 产量 (吨) | - | 502.44 | 462.66 |
| | 销量 (吨) | - | 517.84 | 503.63 |
| | 凉味剂毛利率 (%) | 33.94% | 32.44% | 32.01% |
| 中草香料 | 产量 (吨) | 513.35 | 384.14 | 400.08 |
| | 销量 (吨) | 505.17 | 403.74 | 334.61 |
| | 凉味剂毛利率 (%) | 35.08% | 33.30% | 33.93% |

资料来源: 中草香料招股说明书, 民生证券研究院

注: (1) 因爱普股份未单独披露凉味剂相关数据, 表中暂无爱普股份相关数据;

(2) 亚香股份 2022 年仅披露 WS-23 产品的产销量数据; 2023 年末未披露凉味剂产品数据。

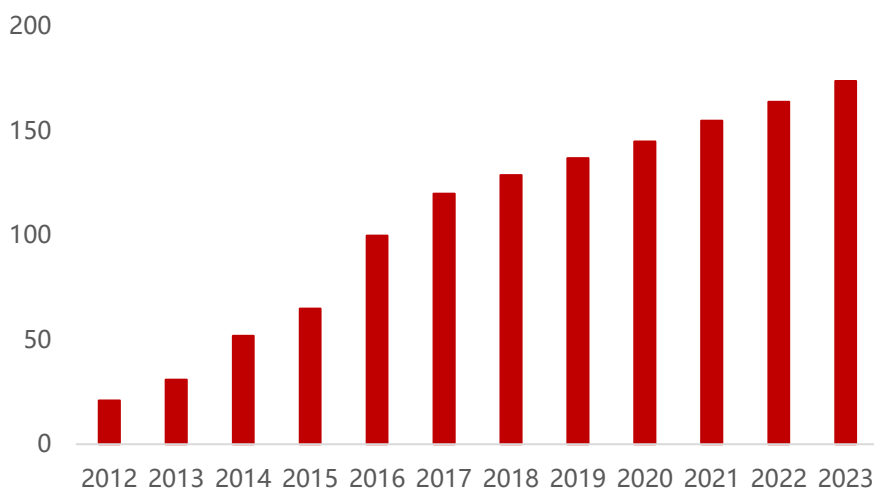
电子烟是一种利用雾化设备, 将含尼古丁的液体雾化成气体, 模拟吸烟时烟雾的手持电子设备, 根据出烟原理分类, 电子烟产品可以分为烟油雾化型电子烟和加热不燃烧电子烟 (HNB)。电子烟主要由烟油、雾化器、动力舱和电池组成, 其中烟油是一种液体, 主要构成成为微蔬菜甘油 (VG)、丙二醇 (PG)、香精, 可选择性添加烟碱 (尼古丁)。凉味剂产品在电子烟中的应用主要是为了一种清凉的口感, 增强用户的吸食体验, 而根据电子烟液体的重量和预期的凉味强度, 凉味剂通常添加比例在 1-3% 范围内。

HNB 独特的烟芯制造工艺和吸食方式利好烟用香精使用量的提升。据华宝集团公告, 与传统烟草相比, 烟用香精在 HNB 产品烟芯中的使用量会有所提升, 因为 HNB 的烟芯制造工艺和吸食方式决定了它的制香成份少于传统烟草, 需要通过香精还原和模拟传统卷烟的口感。

关注电子烟市场带来的凉味剂增量需求。从全球电子烟市场规模来看, 自

2012 年美国 FDA 禁止销售电子烟败诉、美国电子烟市场打开以来，全球电子烟市场规模高速增长，2016 年达到增速顶峰，同比增速实现 53.85%，2017 年开始回落，2019 年全球电子烟市场规模达到 137 亿美元，同比增长 6.20%；2023 年全球电子烟市场规模达到 174 亿美元，同比增长 6.10%。

图22：2012-2023 年全球电子烟市场规模（单位：亿美元）



资料来源：商启产业研究院，民生证券研究院

2.5.3 叶醇——象征植物“绿色”的气味

叶醇别名青叶醇，学名顺-3-己烯-1-醇，其外观为无色油状液体，具有绿叶的清香香气，微溶于水，溶于乙醇等大多数有机溶剂中。稀释后的叶醇具有鲜草割下时的清香，给人一种清新、怡然和置身大自然的感觉。叶醇及衍生物是世界流行的清香型名贵香料之一，目前至少已在 40 种以上合成香料和香精中应用，已成为世界香料行业绿色革命的象征。

叶醇的提取方式可以分为天然植物提取法、化学合成法和生物合成法。

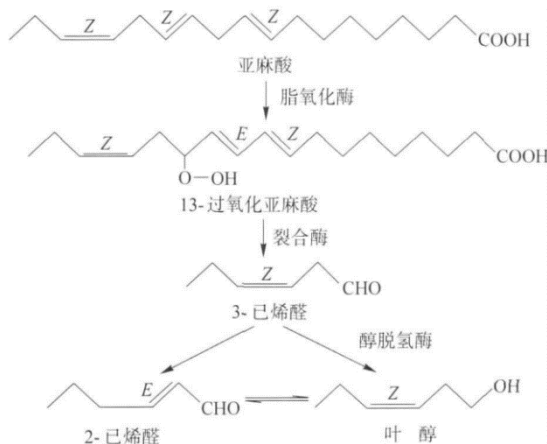
(1) 天然植物提取法：叶醇几乎存在于所有绿色植物中，所谓象征植物“绿色”的本体在气味上的体现就是叶醇。叶醇在茶叶、大花茉莉、小花茉莉、薄荷、香茅、紫花地丁、番茄、百里香、山竹果、香叶天竺葵、鸡桑、草莓、葡萄、猕猴桃、圆柚、悬钩子、桂花、栀子花、紫罗兰叶、红三叶草、萝卜、覆盆子和刺槐等都存在，在洋槐和桑树中叶醇的含量可达 50%，绿茶中近 30%。叶醇的天然提取法可由这些植物中分离提取，主要是由精油中提取，然后与相应的邻苯二酸盐或脲基甲酸盐反应而提纯，得到的顺势异构体占 95%，但由于植物中提取的精油本身数量有限，且精油中往往含有种类繁多的化合物，因此想要提取、分离到某一具体的化合物（如叶醇）相当困难，且提取的得率也极微，产量很低且价格高昂，无法满足日益增加的市场需求；

(2) 化学合成法：系目前制备叶醇的主要方法，化学合成法的关键是如何高

引率和立体选择性地引入 3-顺式双键，主要方法有 5 种：一是 3-乙炔-1-醇的催化氢化；二是共轭己二烯醇的选择性还原；三是 3-氯-2-乙基四氢呋喃的还原开环；四是顺式烯烃衍生物的转化；五是利用 Witting 反应。尽管化学合成叶醇已经实现工业化生产，但仍然存在多种缺陷：如有的合成路线反应条件较为苛刻（需要高温或低温、高压等）、难以控制，有的路线试剂制备困难，不易和产物分离，有的得率低，催化剂价格昂贵不易制备等，因此给其产业化带来了很大的麻烦。

(3) 生物合成法：生物合成叶醇的最常用底物大多集中于亚油酸和亚麻酸两种，其中尤以亚麻酸的研究最多，而以亚麻酸或亚油酸底物的叶醇生物合成过程主要需要三种酶：脂氧化酶、裂合酶和醇脱氢酶，前两种酶主要来源于植物原料，而醇脱氢酶一般来源于酵母特别是酿酒酵母。整体的代谢途径而言，底物亚麻酸首先在脂氧化酶的作用下形成 13-过氧化亚麻酸，13-过氧化亚麻酸在裂合酶的作用下形成 3-己烯醛，3-己烯醛通过醇脱氢酶转化为叶醇，3-己烯醛也可能发生副反应生成 2-己烯醛，3-己烯醛和 2-己烯醛可以自发重排互换。生物合成法所需要的原料多、得率低，很难以实现工业化生产，但其反应条件温和，一般具有较高的选择性，环境污染小，因此生物合成叶醇具备较大的发展潜力。

图23：亚麻酸合成叶醇的代谢途径



资料来源：华栋梁著《生物法合成叶醇的研究进展》，民生证券研究院

叶醇广泛应用于食品、日化、生物防治等领域，其中食品领域市场份额占 8 成以上。 (1) **食品：**叶醇广泛分布于绿色植物的叶、花和果实中，因此自人类有史以来就随食物链被人体摄取，我国 GB2760-1996 标准规定可按生产需要适量用于食品香精。在日本，叶醇广泛应用于有香蕉、草莓、柑桔、玫瑰香葡萄、苹果等天然新鲜风味香精的调配，也与乙酸、戊酸、乳酸等酯类并用，以改变食品扣非，主要用于抑制清凉饮料和果汁的甜味余味。据《香精香料化妆品》，食品调味料的市场份额占比约达到 8 成以上；(2) **日化：**由于叶醇具有强烈的新鲜青草香气，是一种流行的清香型名贵香料，叶醇及其酯类在香精生产中是不可缺少的调香剂，目前在世界上 40 多种著名香精配方中均含有叶醇成分，通过只需要加入 0.5%或者

更少的叶醇，既可得到显著的叶清香气味。在化妆品行业，叶醇用于调配各种与天然香料类似的人造精油，如铃兰型、丁香型、橡苔型、薄荷型和薰衣草型精油等，也可以用于调配各种花香型香精，使人造精油和香精具有青草的头香香韵，叶醇也是合成茉莉酮和茉莉酮酸甲酯的重要原料。**(3) 生物防治：**叶醇是植物和昆虫两方面不可缺少的生理活性物质，昆虫利用叶醇作为警报、集合等信息素或性激素，如用叶醇和苯垚以一定比例混合后，可诱导雄性金龟子、甲虫的聚集，从而用以大面积的捕杀诸如此类的森林害虫。

叶醇产品行业集中度极高，属于少数玩家参与的“高利润精细化产品”。据《香精香料化妆品》，2023 年全球叶醇市场规模大约为 2.32 亿美元，预计 2023 年将达到 2.96 亿美元，2024-2030 年 CAGR 为 3.9%；据 Global Info Research，2020 年，全球叶醇销量达到 2178.4 吨，其中美国和日本占据大部分的市场份额。就具体生产厂家而言，全球前五大叶醇生产商包括 Zeon、NHU、ShinEtsu、IFF、Firmenich，其中 Zeon、NHU 是全球合成叶醇的领导者，而 Firmenich 则是全球天然香料的领导者。

3 产品品类丰富+客户资源丰富，泰国基地投产盈利再上新台阶

3.1 公司产品客户资源丰富，盈利能力稳定

公司客户资源丰富、粘性高。公司产品直接销售给国际十大香精香料公司中的奇华顿(Givaudan)、芬美意(Firmenich)、国际香料香精(IFF)、德之馨(Symrise)、花臣(Frutarom)、高砂(Takasago)等，通过ABT等贸易商间接销售给曼氏、森馨等，**实现了对国际十大香精香料公司的全覆盖**；公司产品直接销售给玛氏箭牌、亿滋国际、高露洁、都市牧场、悦刻、口味王、艾普生物等国内外知名快速消费品公司。由于香精行业存在一定的品牌壁垒，食品饮料、日化等生产企业为了长期保持产品特有的口感和香气，保持产品口味的稳定性，通常不会对上游香精供应商进行大幅度的调整和更换，因此**香精生产企业也不会轻易改变香料供应商**。公司通过产品结构的优化、产品质量的提高，与国内外众多知名企业建立了稳定的业务关系，积累了深厚的品牌和客户资源。

图24：公司下游客户资源丰富



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

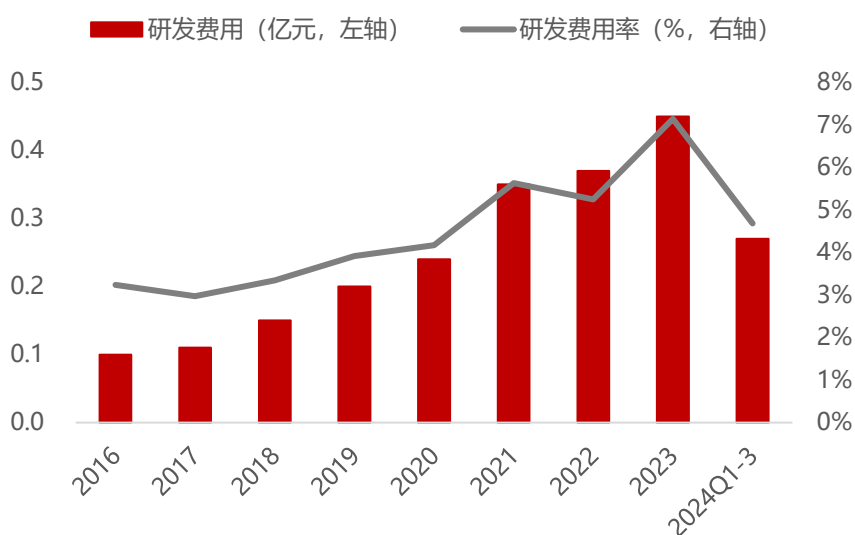
产品品类丰富，香兰素、凉味剂产品等细分市场具备领先优势。公司生产的天然香料和合成香料产品广泛应用于调制花香香料、果香型香精、风味剂、糕点、化妆品以及皂用香精等领域，凉味剂则被广泛应用于糖果、口香糖等领域。据公司公告，截至2024年半年报公告日，公司能够量产各类香料近300种，其中天然香料有160多种；据公司招股说明书，2019年公司主要产品香兰素、凉味剂产品在全球同类产品的市场份额分别约为30%、80%。基于公司在香料品种以及部分产品生产经营规模上的优势，公司能够满足香精香料厂商香料质量一致性、批量供货及时性、以及多品种集中采购等方面的需求，同时也能够提高原材料采购中的议价能力，充分降低生产成本，从而增强公司整体盈利能力及抗风险能力。

3.2 高度重视研发投入，合成生物助力公司长期发展

公司高度重视研发投入，研发费用逐年提升。香精香料产品品种众多，相应的研发和生产技术日新月异，不断开发新产品和新技术，适应市场需求变化与行业发展趋势，是香精香料行业生产商能够保持长久竞争力的关键。公司坚持进行工艺改进、原料筛选相关香料技术的创新，为客户提供高品质的各类香料产品，致力于提升公司产品产出率，并减少生产中能耗以及环境影响。据 wind，2016-2024Q1-3，公司研发费用投入呈现逐年增长的趋势，2023 年公司研发费用为 0.45 亿元，研发费用率为 7.14%；2024Q1-3，公司研发费用为 0.27 亿元，研发费用率为 4.69%。

合成生物积极布局，助力公司长期发展。公司于 2023 年搭建完成了合成生物学的团队，该团队由毕业于江南大学的陈博士作为公司合成生物学的带头人，进行合成生物相关的研究，同时公司也通过高效以及一些外部研发公司合作进行相关产品的开发。截至 2024 年 5 月 8 日，公司新建的研发大楼已基本完工，搭建了 1200 平方米的合成生物学实验室，未来公司将会与合成生物学领域的专家、院士等通过建立联合实验室的方式将合成生物学的技术应用到香精香料中。我们认为，合成生物学的研发不仅能进一步扩产公司产品种类，还可以将公司现有产品成本降低，进而助力公司业绩步入新的台阶。

图25：2016-2024Q1-3 公司研发费用及研发费用率



资料来源：wind，民生证券研究院

表14：公司主要研发项目

| 主要研发项目名称 | 项目目的 | 项目进展 | 拟达到的目标 | 预计对公司未来发展的影响 |
|-----------------------|---|---|--|--|
| WS-14 凉味剂制备及其生产工艺的研发 | 针对 WS-14 凉味剂制备及其生产工艺的研发, 开始对薄荷脑和薄荷酮的结构进行改造, 且寻求它们的替代物, 以适应不同场合的使用要求。 | 该项目已完成各项技术经济指标, 结合本公司其他香料使用, 效果良好, 解决了目前行业存在的技术问题, 已通过验收。 | 采用乳酸薄荷酯与薄荷脑复配的方法得到液态凉味剂, 通过负压浓缩的方式回收, 达到循环经济及环保优势的目的。 | 除了传统的饮料和食品领域, 凉味剂还可以应用于新型饮料、运动营养品、医药品等领域。公司根据客户的需求, 开发一种 WS-14 凉味剂的生产工艺, 形成自己的专利技术, 最终实现商品化, 并尽快推向市场, 提升公司的同类产品市场占有率。 |
| 松柏醛合成方法及生产工艺的研发 | 以丁香酚为底物, 对实验室筛选的能降解丁香酚的 141 株菌进行转化试验, 通过利用生物催化剂进行合成松柏醛。 | 该项目已完成各项技术经济指标, 结合本公司其他香料使用, 效果良好, 解决了目前行业存在的技术问题, 已通过验收。 | 开发一种利用生物催化剂进行合成松柏醛的生产工艺, 提高纯度, 降低污染。 | 松柏醛具有镇静, 抗惊厥, 镇痛, 抗炎等作用, 可用于药用, 也可用于香料和化妆品行业或合成其他具有特定功能的化学物质, 应用范围广泛, 市场前景可观。 |
| 顺式茉莉酮合成工艺的研发 | 不涉及到常规顺式茉莉酮合成方法中的溴元素, 通过环戊二烯和乙烯酮反应生成 7,7-二氯二烯(3.2.0)庚-2-烯-6-酮, 再通过一类型反应最终合成顺式茉莉酮。 | 该项目已完成各项技术经济指标, 于 2023 年如期完成, 处于工业化试生产阶段。 | 开发一种具有工艺路线短、反应选择性和转化率高、产品收率高、成本低等优点的顺式茉莉酮合成方法, 有利于大规模生产应用。 | 茉莉酮在茉莉花、留兰香、香柠檬中存在广泛, 凭借其独特气味, 茉莉酮可配制茉莉香精, 广泛应用在化妆品、食用香料等领域, 此外茉莉酮还具有抗线虫功能, 在农业领域亦具有广阔应用前景。随着消费升级、农药绿色化发展, 未来茉莉酮市场可开发潜力较大。 |
| 反式 2,4 癸二烯醛的研发 | 采用工业价格较为低廉的常见原料进行开发一种反式 2,4 癸二烯醛的合成方法, 在合成路线中加入合适的助催化剂, 提高反应的速率。 | 该项目已完成各项技术经济指标, 于 2023 年如期完成, 处于工业化试生产阶段。 | 能以较低的成本规模化工业生产反式 2,4 癸二烯醛, 实现商品化, 并推向市场。 | 反式-2, 4-癸二烯醛有青香、柑桔、脂肪、油炸鸡肉香、芫荽的香气, 可用在柠檬、柑桔香精中, 用来表现这类水果脂蜡的香气, 增加青韵和鲜韵, 可用于麻油、巧克力香精配方中。该产品市场应用较广, 潜力较大。 |
| 3-甲硫基丙酸甲酯合成工艺的研发 | 通过改进合成方法, 避免有毒溶剂苯的使用, 省去反应前制备甲硫醇苯溶液和反应后回收溶剂苯两步操作, 使 3-甲硫基丙酸甲酯的合成操作更为简便。 | 该项目已完成各项技术经济指标, 效果良好, 解决了目前行业存在的技术问题, 已通过验收, 处于工业化试生产阶段。 | 改进传统 3-甲硫基丙酸甲酯合成工艺路线操作复杂、溶剂苯毒性大的缺点, 达到提升工作效率, 降低生产损耗, 提高合成提取纯度的目的。 | 该项目有助于推动行业不断发展, 有一定的市场前景, 带动相关企业技术优化升级。3-甲硫基丙酸甲酯在食品行业中的应用主要集中在新一代功能性食品和保健品领域, 同时在日化行业中的应用广泛, 主要用作香料和化妆品原料, 市场前景开阔。 |
| 2,3-二乙基-5-甲基吡嗪制备工艺的研发 | 开发出简单、易控的 2,3-二乙基-5-甲基吡嗪制备工艺, 有效提升 2,3-二乙基-5-甲基吡嗪产出率。 | 该项目已完成各项技术经济指标, 于 2023 年如期完成, 处于工业化试生产阶段。 | 开发一种 2,3-二乙基-5-甲基吡嗪的制备工艺, 操作简单, 能耗成本低, 三废少, 有利于工业化生产。 | 掌握 2,3-二乙基-5-甲基吡嗪的制备工艺意味着能够以更低成本、更高效的方式生产出这种物质, 以满足食品和医药行业的需求。这不仅有助于提高企业的经济效益, 还可能推动整个行业的发展。此外, 对于 2,3-二乙基-5-甲基吡嗪制备工艺的研发, 还可以促进相关科技领域的 |

| | | | | |
|----------------------------|--|---------------------------------------|---|--|
| 天然植物香料的研发 | 项目规划采用特殊的提取制备装置,并设有移位机构,同时采用新型天然植物香料蒸馏设备,使制品香气更加接近天然原料。 | 目前该项目进行顺利,处于工业化试生产阶段。 | 通过研发新的设备和方法,提高天然植物香料的提取率和纯度。 | 天然香料在国内外香精香料市场都有着广阔的市场,公司的产品一直供应给国际香精香料、芬美意、奇华顿、可口可乐等国际大公司,有着良好的声誉,国外对该产品的巨大需求以及公司拥有的稳定国外客户群,将为公司创造良好的收益。 |
| 异甲基紫罗兰酮合成工艺的研发 | 通过使用少量催化剂减少反应后处理步骤,减少副反应的发生生产出工业化绿色合成 α -异甲基紫罗兰酮。 | 该项目已完成各项技术经济指标,于2023年如期完成,处于工业化试生产阶段。 | 降低能耗,减少三废,降低生产总成本,提高提取率。 | 公司根据客户的需求,公司决定独立自主研发一种异甲基紫罗兰酮的制备方法并形成自己的专利技术,最终实现商品化,并尽快推向市场。 |
| 肉桂酸合成酶(PAL酶)及通用蛋白酶固定化技术的研发 | 针对肉桂酸合成酶(PAL酶)生产工艺及其应用研发主要进行三个方面的研究:1)酶制备技术;2)酶促反应工艺;3)桂酸提取工艺。 | 目前该项目进行顺利,处于中试放大研究阶段。 | 通过研发使得酶在保持高效、专一、温和及酶的活性可调节控制等酶催化反应特性以外,还有分离回收容易、可重复多次使用、操作连续及可控、工艺简便等系列优点,有效地促进酶的工业化应用。 | PAL在植物中起着重要的生理和生化作用,同时,PAL也是一种重要的工业酶,被广泛应用于食品、医药、化妆品等领域。固定化酶技术已应用于食品工业、医学分析、环保技术、三废处理等领域,已经取得了许多重要成果充分发挥了固定化酶和固定化细胞在改革工艺和降低成本方面的巨大潜力。 |
| 香兰素生物合成发酵工艺的研发 | 以丁香酚、异丁香酚和阿魏酸主要底物,利用微生物转化法生产香兰素。 | 目前该项目进行顺利,处于项目调研,优化实验室工艺阶段。 | 天然底物经生物转化产生的香兰素被称为“天然香兰素”,项目利用生物技术手段(微生物转化法)生产天然香兰素,生产过程清洁无污染,快速高效。 | 香兰素是世界上使用最广泛的调味料之一,在食品、药品、化妆品、农业等领域被广泛应用。香兰素是公司原重要产品,因原化学合成方法会产生较大污染,故公司已逐步压降产能。开发一种无污染、低能耗的生物技术来生产天然香兰素,形成自己的专利技术,最终实现商品化,可以为公司创造良好的收益。 |

资料来源:公司公告,民生证券研究院

表15: 公司研发人员情况

| | 2023年 | 2022年 | 2021年 |
|-----------|--------|--------|--------|
| 研发人员数量(人) | 108 | 80 | 72 |
| 研发人员数量占比 | 18.98% | 14.29% | 13.95% |
| 研发人员学历 | | | |
| 本科 | 15 | 10 | - |
| 硕士 | 9 | 3 | - |
| 博士 | 2 | 1 | - |
| 本科以下 | 82 | 66 | - |
| 研发人员年龄构成 | | | |

| | | | |
|--------|----|----|---|
| 30岁以下 | 17 | 14 | - |
| 30~40岁 | 41 | 24 | - |
| 40岁以上 | 50 | 42 | - |

资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：2021年公司招股书未披露具体研发人员构成情况

表16：公司核心技术人员具体情况

| 姓名 | 公司职务 | 工作履历及研究经验 |
|-----|---------|---|
| 周学军 | 董事长 | 高中学历，曾任昆山正仪中心小学日用香料厂长，亚香有限总经理、执行董事，现任公司董事长，具有丰富的研究开发经验，指导、参与公司多项专利技术的研发。 |
| 陈清 | 董事、副总经理 | 化学工艺专业博士研究生学历，曾任欧劳福林精细化工有限公司研发经理、昆山市亚香日用香料有限公司副总经理，现任公司董事、副总经理，具有丰富的研究开发经验，领导团队自主研发了一种复配凉味剂组合物及其制备工艺等并申请发明专利；指导并参与了公司呋喃酮、洋茉莉醛等产品的研发，并形成产品销售；指导并参与多项核心技术的研发，并形成公司多项技术诀窍。2018年入选昆山市双创人才计划（创新类）。 |
| 沈正元 | 研发部副经理 | 高分子材料专业专科学历，工程师，曾任昆山市塑料厂技术员、江苏昆宝集团有限责任公司质检主任，现任公司研发部副经理，参与公司多项专利技术的研发。 |

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

公司积极拓展生物技术天然香料业务线，以丰富产品品类、提升盈利能力。

2024年2月公司发布《亚香股份昆山亚香香料股份有限公司以简易程序向特定对象发行股票预案》，公告称，公司拟采用以简易程序向特定对象发行股票的方式，募集资金总额不超过1.8亿元，扣除发行费用后的募集资金全部用于投资：（1）年产432吨香精、香料、食品添加剂系列产品项目；（2）补充流动资金项目。其中年产432吨香精、香料、食品添加剂系列产品项目实施主体为公司控股子公司武学格莱默生物技术有限公司，拟在湖北省武穴市马口工业园区内进行。通过此次项目建设，公司将依托长期以来积累的技术研发优势和丰富的生产经验，**利用酶与发酵的生物技术，扩大在天然香料领域的产品布局，实现癸内酯、十二内酯、十一内酯、壬内酯、辛内酯、胡萝卜素、番茄红素、苯乙醇及桂酸等天然香料的产业化生产**，丰富产品品类，优化产品结构，进步提升公司产品的市场占有率，进而提升公司整体盈利能力。

表17：以简易程序向特定对象发行股票募集资金投资项目

| 序号 | 项目名称 | 投资总额（万元） | 拟使用募集资金金额（万元） |
|----|-------------------------|------------------|------------------|
| 1 | 年产432吨香精、香料、食品添加剂系列产品项目 | 23,309.13 | 13,000.00 |
| 2 | 补充流动资金 | 5,000.00 | 5,000.00 |
| 合计 | | 28,309.13 | 18,000.00 |

资料来源：《亚香股份昆山亚香香料股份有限公司以简易程序向特定对象发行股票预案》，民生证券研究院

3.3 泰国工厂即将投产，打开公司长期成长新空间

泰国香精香料生产基地即将建成投产，利好公司长期发展。2023年2月，公司审议通过了《关于投资建设亚香泰国生产基地项目的议案》，拟以自有资金合计人民币5000万元在泰国设立全资子公司亚香生物科技（泰国）有限公司；2023年5月，公司审议通过了《关于变更募集资金用途的方案》，拟将IPO募投项目“6500t/a香精香料及食品添加剂和副产15吨肉桂精油和1吨丁香轻油和20吨蒎烯项目”尚未使用的剩余募集资金和该项目募集资金累计产生的利息净收入投资于“亚香生物科技（泰国）有限公司生产基地项目”，该项目建设地点位于泰国304工业园区314和315地块，厂区占地面积约164.23亩，项目建设内容为：**香兰素1000吨、橡苔200吨、苯甲醛100吨、苯甲醇50吨、桂酸甲酯100吨、凉味剂150吨、叶醇150吨香精香料装置生产线**，建设期为**2年**，预计建成后将实现年均营业收入人民币8.09亿元（不含税），年均税后净利润为**1.25亿元**；2023年12月，公司审议通过了《关于使用剩余超募资金增加募投项目拟投入募集资金金额的议案》，同意将剩余5994.18万元超募资金全部投入到“亚香生物科技（泰国）有限公司生产基地项目”；2024年8月，公司发布公告称，截至2024年8月底“亚香生物科技（泰国）有限公司生产基地项目”中香兰素、凉味剂生产按计划已完成主体工程建设及生产设备安装、调试工作，并获得泰国颁发的生产许可证，上述生产线已具备生产条件；2024年11月，公司发布公告称，募投项目“亚香生物科技（泰国）有限公司生产基地项目”项目一期经过前期试生产，已完成对生产工艺、机器设备的安装调试，**相关产线已于近日正式投产。**

表18：募集资金调整后公司首次公开发行股票募集资金投资项目情况

| 项目 | 项目投资总额 (万元) | 调整前募集资金拟投入金额 (万元) | 调整后募集资金拟投入金额 (万元) |
|---|------------------|-------------------|-------------------|
| 亚香生物科技（泰国）有限公司生产基地项目 | 30,466.72 | 22,116.24 | 28,110.42 |
| 偿还银行贷款项目 | 4,000.00 | 4,000.00 | 4,000.00 |
| 补充流动资金项目 | 10,000.00 | 10,000.00 | 10,000.00 |
| 6500t/a 香精香料及食品添加剂和副产 15 吨肉桂精油和 1 吨丁香轻油和 20 吨蒎烯项目 | 43,255.49 | 16,463.13 | 16,463.13 |
| 合计 | 87,722.21 | 52,579.37 | 58,573.55 |

资料来源：《关于使用剩余超募资金增加募投项目拟投入募集资金金额的公告》，民生证券研究院

注：具体金额以实际结转时募集资金专户余额为准

泰国基地布局将有效规避关税影响，公司盈利能力有望提升。公司部分香料产品出口地为美国，而受到中美贸易摩擦的影响，公司出口美国产品平均承担20-25%左右的关税，如果公司产品生产和销售转移至泰国基地，则该产品将视同从泰国对美国出口，不适用美国对华加征关税的政策，因此不考虑其他因素，生产销售地的变化将有利于直接增厚公司业绩。

承接本部香兰素压降产能，继续扩充凉味剂产能规模。据公司招股说明书，国家生态环境部发布的《高污染、高环境风险产品名录（2021年版）》，公司主要产品丁香酚香兰素、阿魏酸香兰素被列为“高污染、高环境风险产品”，尽管国家级地方部门未针对“双高产品名录”产品出台强制性压降要求，但公司还是采取了更为积极稳妥的压降计划：（1）自2022年起，本次募投项目“6,500t/a 香精香料及食品添加剂和副产15吨肉桂精油、1吨丁香轻油和20吨蒎烯项目”涉及香兰素产品不再投产，其规划产能调整给其他适销产品；（2）自2022年起，公司香兰素产品的年产量和销量向下压降，2022年压降至150吨以内、2023年压降至120吨以内、2024年及之后压降至100吨以内并将香兰素产品的销售收入占主营业务收入的比例降至10%以内。**泰国基地新建1000吨香兰素产品建设完成后，有望承接国内香兰素压降产能，巩固提升公司香兰素产品全球市场份额；150吨凉味剂的建设完成后，亦有助于提升公司凉味剂产品全球市场占有率，为公司主要产品的业务收入增长提供产能保障。**

布局高毛利香精香料新产品，继续丰富公司产品结构。除主要产品香兰素、凉味剂，泰国基地同样新布局了橡苔、苯甲醛、苯甲醇、桂酸甲酯、叶醇等产品，其中合成橡苔、合成叶醇系公司在2021年新开发的天然香料产品，毛利率分别高达35.18%、81.20%，我们认为伴随泰国基地项目的建成投产，公司主要产品产能得到提升的同时，高毛利香精香料新产品的产能规模也将得到提升，有助于更好地满足下游客户需求，提升公司整体盈利水平和盈利能力，增强公司整体竞争力。

3.4 贸易壁垒呈加重趋势，出海布局打造人无我有新开端

美国市场加征关税+欧盟执行香兰素反倾销调查，“走出来”或成避开贸易壁垒的有效方式。受中美贸易摩擦的影响，目前公司出口美国的香兰素产品、其他产品被分别加征7.5%、25%的关税，如果未来中美之间的贸易摩擦升级，美国进一步提高加征关税的税率或加征关税的情形长期存在，公司向美国客户直接销售的产品因客户需要承担新增的关税成本，进而客户实际采购成本将会进一步升高，未来美国客户可能会以降低销售价格或者减少采购量的方式影响香兰素产品在美国的销售；此外，2024年5月24日，欧盟委员会发布公告称，应欧盟生产商 Syensqo 于2024年4月9日提交的申请，欧盟委员会对原产于中国的香兰素发起反倾销调查，该倾销调查期为2023年1月1日至2023年12月31日，损害调期为2020年1月1日至倾销调查期结束。在此背景下，**亚香股份作为国内香精香料行业率先“走出去”在泰国建设工厂的香料公司**，有利于借助泰国工厂特有的关税优势规避贸易壁垒，能够有效地满足国际客户需求的同时增厚公司产品利润，利好公司长期业绩发展。

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

(1) 天然香料业务：为响应国家遏制“高耗能、高排放”项目盲目发展的环保要求，公司出具了主要产品香兰素的压降计划，2022年1月压降计划正式启动；且受中美贸易摩擦的影响，目前公司出口美国的香兰素产品、其他产品被分别加征7.5%、25%的关税，在产能压降、关税加征等不利因素的影响下，公司天然香料业务23年收入及毛利率均相对承压，24H1天然香料业务营收同比实现较大增长，同比增速达到60.85%，而毛利率同比依然承压。然而，伴随24年年底泰国基地项目一期项目的正式投产，一方面能够承接并增长本部香兰素压降的产能规模，为利润提升奠定基础；另一方面泰国基地能够规避关税影响，进而直接增厚公司利润，因此我们判断天然香料业务收入在24年将实现正向增长，但毛利率全年仍相对承压，预计天然香料收入及毛利率在25-26年将迎来较大提升。我们预计2024-2026年天然香料板块收入增速分别为50%、55%、20%，毛利率水平分别为30%、34%、35%。

(2) 凉味剂业务：与天然香料业务类似，凉味剂业务面临关税加征的影响，然而伴随着下游烟用香精尤其是新型烟用香精需求的增加，加之公司凉味剂市场份额优势（2019年市场份额占比约为80%）和客户资源优势，23-24H1公司凉味剂业务仍实现了收入和毛利率的正增长。伴随着24年年底泰国基地一期项目的投产，公司凉味剂产能新增150吨，加之前文提到的关税优势，我们认为凉味剂板块收入及毛利率在24-26年同样有望得到持续提升。我们预计2024-2026年凉味剂板块收入增速分别均为15%，毛利率水平分别为31%、34%、36%。

(3) 合成香料业务：合成香料业务盈利历史表现处于下滑趋势，泰国基地一期项目的投产能够增强公司综合竞争实力进而间接利好公司合成香料业务的发展，因此我们预计合成香料业务的收入及毛利率在24年短期承压结束后，25-26年业绩有望实现正增长。我们预计2024-2026年合成香料业务收入增速分别为-10%、10%、10%，毛利率水平分别为11%、12%、13%。

(4) 其他业务：其他业务预计业务增长较为稳定，我们预计2024-2026年其他板块收入增速均为5%，毛利率水平预计均为12%。

表19：公司盈利预测假设

| | | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------|---------|------|-------|-------|-------|
| 天然香料 | 收入(百万元) | 231 | 347 | 537 | 645 |
| | 收入增速(%) | -30% | 50% | 55% | 20% |
| | 毛利率% | 37% | 30% | 34% | 35% |
| 凉味剂 | 收入(百万元) | 292 | 335 | 386 | 444 |

| | | | | | |
|------|----------|------|------|-------|-------|
| | 收入增速 (%) | 19% | 15% | 15% | 15% |
| | 毛利率% | 34% | 31% | 34% | 36% |
| 合成香料 | 收入 (百万元) | 99 | 89 | 98 | 107 |
| | 收入增速 (%) | -18% | -10% | 10% | 10% |
| | 毛利率% | 17% | 11% | 12% | 13% |
| 其他 | 收入 (百万元) | 9 | 9 | 10 | 10 |
| | 收入增速 (%) | -29% | 5% | 5% | 5% |
| | 毛利率% | 12% | 12% | 12% | 12% |
| 营收总计 | 收入 (百万元) | 630 | 780 | 1,030 | 1,206 |
| | 收入增速 (%) | -11% | 24% | 32% | 17% |
| | 毛利率% | 32% | 28% | 32% | 33% |

资料来源: wind, 民生证券研究院预测

4.2 估值分析

可比公司: 公司主营香料的研发、生产和销售, 主要产品可以分为天然香料、合成香料、凉味剂等, 终端产品主要应用于食品饮料、日化等行业。市场中布局同类香精香料业务的公司普遍业务较为多元化, 鲜有完全以香精香料业务作为全部主营业务的上市公司, 基于行业上市公司特点以及亚香股份主业的考虑, 我们选取业务有类似业务的爱普股份、新和成、科思股份进行对比。

爱普股份: 公司主营业务为香料、香精和食品配料的研发、制造和销售及食品配料贸易。主要产品包括香料 (含合成香料和天然香料)、香精 (含食用香精和日用香精)、食品配料 (主要包括工业巧克力), 同时经销国际知名品牌的乳制品 (主要包括奶粉、黄油、奶酪、稀奶油) 等食品配料。其中公司主要销售的香料、食用香精以及食品配料产品, 最终被广泛应用于乳品、饮料、糖果、烘焙食品、冷饮及肉制品、休闲食品、宠物食品、电子烟等领域; 烟草用香精涵盖烤烟香精、混合型香精、膨胀烟丝加料香精和复烤烟叶醇化剂等产品; 日用香精被广泛应用于包括香水类、牙膏类、香皂类、洗衣粉类、膏霜类、彩妆类、香波沐浴露类、蜡烛类、空气清新剂类等多类产品。

新和成: 公司是一家主要从事营养品、香精香料、高分子材料、原料药生产和销售的国家级高新技术企业, 凭借领先的技术、科学的管理和诚信的服务, 公司已成为世界四大维生素生产企业之一、全国精细化工百强企业、中国轻工业香料行业十强企业和知名的特种工程塑料生产企业。其中香精香料业务板块, 公司主要生产芳樟醇系列、柠檬醛系列、叶醇系列、二氢茉莉酮酸甲酯、覆盆子酮、女贞醛、薄荷醇等多种香料, 被广泛应用于个人护理、家庭护理、化妆品和食品领域。无论是竞争力还是市场份额, 都是全球香精香料行业重要的供应商。

科思股份: 公司主要从事日用化学品原料的研发、生产和销售, 产品包括防晒

剂等化妆品活性成分、合成香料等。防晒剂广泛用于防晒膏、霜、乳液等化妆品中，是防晒化妆品的活性成分，主要产品有阿伏苯宗 (AVB)、奥克立林 (OCT)、对甲氧基肉桂酸异辛酯 (OMC)、原膜散酯 (HMS)、水杨酸异辛酯 (OS)、双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪 (P-S)、辛基三嗪酮 (EHT) 和二乙氨基羟苯甲酰基苯甲酸己酯 (PA) 等。同时，公司在防晒剂领域的优势基础上扩充了氨基酸表面活性剂、吡罗克酮乙醇胺盐 (PO) 等洗护类原料。合成香料是通过化学合成方法生产的香料，公司合成香料产品主要包括铃兰醛 (LLY)、合成茴脑 (AT)、2-萘乙酮 (β -U80)、对甲氧基苯甲醛 (PMOB)、对甲基苯乙酮 (TAP)、水杨酸苄酯 (BS) 和水杨酸正己酯 (NHS) 等，主要在配制各类香精后用于化妆品、洗涤用品、口腔护理品等日化用品中。

可比公司 2024-2026 年 PE 平均值分别为 16 倍、13 倍、12 倍，而亚香股份 2024-2026 年 EPS 预测值分别为 0.80 元、1.60 元、2.00 元，现价 (2024 年 11 月 14 日) 对应 PE 分别为 38 倍、19 倍、15 倍。公司 PE 高于行业平均值，考虑到：**(1) 亚香股份 2024-2026 年归母净利润复合增速远高于可比公司。**结合前文论述，香兰素产能压降、中美贸易摩擦关税等因素利空公司短期业绩表现，23-24Q1-3 公司业绩表现整体承压，而泰国工厂一期项目的建成投产在产能提升、税收规避等方面具备较大利好，因此我们预计亚香股份或将迎来底部反转机遇，2024-2026 年预计年均复合增长率为 57.38%；**(2) 亚香股份主要产品全部是香料产品，且高价天然香料产品收入占比较高，市场弹性较大。**结合前文论述，天然香料因受到自然条件限制、数量有限，因此通常价格较高。2023 年亚香股份的收入结构来看，香料、香精行业占比为 100%，其中天然香料收入占比达到 36.66%，高价天然香料较合成香料来说具备更高的市场弹性；**(3) 亚香股份系上述公司中唯一已经在海外拥有生产基地的公司。**结合前文内容，据公司 2024 年 11 月 11 日《关于募投项目投产的公告》，泰国工厂一期相关产线已于近期正式生产，本期募投项目投产后，公司将新增香兰素 1000 吨、橡苔 200 吨、苯甲醛 100 吨、苯甲醇 50 吨、桂酸甲酯 100 吨、凉味剂 150 吨、叶醇 150 吨产能，有助于巩固并扩大公司在香精香料行业的市场份额和市场地位，进而提高公司整体的盈利能力和市场竞争力；**(4) 香料行业内亚香股份直接布局合成生物新工艺香料项目建设。**结合前文内容，从动植物原料中提取的天然香料符合消费者的安全性需求，但天然香料受到原料来源的限制无法满足日益增加的需求，同时价格相对高昂，各大香精香料企业纷纷加大研发力度，利用包括基因工程、细胞工程、酶工程、发酵工程等先进生物合成技术制备天然香料。2024 年 2 月，公司拟以简易程序向特定对象发行股票预案拓展生物技术天然香料业务线，合成生物技术具备较为广阔的发展前景。我们认为，亚香股份具备投资价值。

表20: 可比公司 PE 数据对比

| 股票代码 | 公司简称 | 收盘价 (元) | EPS (元) | | | PE (倍) | | | CAGR (%) |
|---------------|------|------------|---------|-------|-------|--------|-------|-------|-------------|
| | | | 2024E | 2025E | 2026E | 2024E | 2025E | 2026E | |
| 603020.SH | 爱普股份 | 7.69 | 0.36 | 0.42 | 0.47 | 22 | 18 | 16 | 15.26% |
| 002001.SZ | 新和成 | 22.84 | 1.79 | 1.98 | 2.20 | 13 | 12 | 10 | 10.98% |
| 300856.SZ | 科思股份 | 27.52 | 2.20 | 2.67 | 3.17 | 12 | 10 | 9 | 19.98% |
| 可比公司均值 | | | | | | 16 | 13 | 12 | |
| 301220.SZ | 亚香股份 | 30.30 | 0.80 | 1.60 | 2.00 | 38 | 19 | 15 | 57.38% |

资料来源: wind, 民生证券研究院

注: 可比公司数据采用 Wind 一致预期, 股价时间为 2024 年 11 月 14 日; 年均复合增长率区间为 2024-2026 年

4.3 投资建议

我们预计 2024-2026 年归母净利润分别为 0.65、1.29、1.61 亿元, 对应动态 PE 分别为 38X、19X、15X。公司系天然香料及凉味剂领先企业, 客户资源丰富, 生物技术布局前景广阔, 泰国基地一期项目的投产有望助力盈利迈入新台阶。我们看好公司未来发展空间, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

5 风险提示

1) 主要原材料价格波动的风险。公司生产香料产品的主要原材料包括丁香油、天然薄荷脑等天然香原料及己二醇、2-溴丙烷等化工原材料。天然香原料的价格易受天气、产地、产量等因素影响，化工原材料受原油价格波动等因素影响，导致公司原材料采购价格有所波动。如果未来发生主要原材料供应短缺、价格大幅上升的情况，或公司内部采购管理措施未能得到有效执行，将可能导致公司不能及时采购生产所需的原材料或采购价格较高，从而对公司的生产经营产生不利影响。

2) 新产品开发的風險。香料香精产品品种众多，相应的研发和生产技术日新月异，随着技术进步和下游市场需求的不断变化，产品研发生产的新技术也不断涌现。不断开发新产品和新技术，适应市场需求变化和行业发展趋势，是香料香精行业生产商能够保持长久市场竞争力的关键。但新产品、新工艺需要投入大量资金和人力物力，开发过程中不确定因素较多，公司存在未来新产品开发不确定风险。

3) 环保风险。本公司产品生产过程涉及化学反应，会产生一定的废水、废气、固体废物等污染性排放物和噪声。随着国家对环保的要求日益严格以及社会对环境保护意识的不断增强或环保要求升级，国家及地方政府可能在将来颁布新的法律法规或加强环保监管，若公司在生产经营过程中因环保工作不到位等原因，或受政策环境变化等外部因素影响，发生意外停产、减产、限产、生产设备拆除事件或遭受行政主管部门行政处罚，将对公司盈利能力造成不利影响。同时，随着相关环保标准的提高，公司的环保投入将随之增加，从而导致公司生产经营成本提高，影响收益水平。

4) 海外业务拓展不及预期的风险。2019-2023 年公司境外收入占比分别为 72.27%、68.58%、67.58%、65.77%、66.56%，整体海外业务占比较高；另外，据公司 2024 年 11 月 11 日《关于募投项目投产的公告》，泰国工厂一期相关产线已于近期正式生产。由于泰国的政策环境、法律法规、税收政策以及生产条件方面面临诸多不确定性，如果未来海外市场需求下降或泰国工厂产能扩张及客户拓展不及预期，可能会对公司业绩能力产生不利影响。

公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 | 630 | 780 | 1,030 | 1,206 |
| 营业成本 | 427 | 562 | 704 | 805 |
| 营业税金及附加 | 5 | 6 | 8 | 9 |
| 销售费用 | 10 | 12 | 15 | 18 |
| 管理费用 | 70 | 78 | 93 | 109 |
| 研发费用 | 45 | 46 | 61 | 72 |
| EBIT | 78 | 73 | 155 | 200 |
| 财务费用 | -4 | 4 | 17 | 27 |
| 资产减值损失 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 3 | 1 | 1 | 1 |
| 营业利润 | 87 | 70 | 139 | 174 |
| 营业外收支 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 86 | 70 | 139 | 174 |
| 所得税 | 7 | 5 | 11 | 14 |
| 净利润 | 79 | 65 | 128 | 161 |
| 归属于母公司净利润 | 80 | 65 | 129 | 161 |
| EBITDA | 118 | 119 | 215 | 273 |

| 资产负债表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金 | 325 | 356 | 407 | 432 |
| 应收账款及票据 | 187 | 223 | 304 | 356 |
| 预付款项 | 3 | 4 | 5 | 6 |
| 存货 | 448 | 509 | 637 | 730 |
| 其他流动资产 | 164 | 67 | 68 | 69 |
| 流动资产合计 | 1,127 | 1,160 | 1,422 | 1,593 |
| 长期股权投资 | 18 | 18 | 18 | 18 |
| 固定资产 | 402 | 567 | 750 | 946 |
| 无形资产 | 43 | 63 | 83 | 103 |
| 非流动资产合计 | 712 | 1,062 | 1,301 | 1,541 |
| 资产合计 | 1,839 | 2,222 | 2,723 | 3,134 |
| 短期借款 | 125 | 385 | 735 | 985 |
| 应付账款及票据 | 88 | 115 | 144 | 165 |
| 其他流动负债 | 26 | 24 | 31 | 36 |
| 流动负债合计 | 239 | 524 | 910 | 1,186 |
| 长期借款 | 20 | 50 | 50 | 50 |
| 其他长期负债 | 3 | 5 | 5 | 5 |
| 非流动负债合计 | 23 | 55 | 55 | 55 |
| 负债合计 | 262 | 579 | 965 | 1,241 |
| 股本 | 81 | 81 | 81 | 81 |
| 少数股东权益 | -1 | -2 | -2 | -3 |
| 股东权益合计 | 1,577 | 1,643 | 1,758 | 1,893 |
| 负债和股东权益合计 | 1,839 | 2,222 | 2,723 | 3,134 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

| 主要财务指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 (%) | | | | |
| 营业收入增长率 | -10.66 | 23.78 | 32.08 | 17.04 |
| EBIT 增长率 | -45.40 | -6.35 | 112.90 | 28.73 |
| 净利润增长率 | -39.18 | -18.92 | 98.38 | 25.18 |
| 盈利能力 (%) | | | | |
| 毛利率 | 32.17 | 27.93 | 31.71 | 33.22 |
| 净利润率 | 12.72 | 8.33 | 12.51 | 13.38 |
| 总资产收益率 ROA | 4.36 | 2.92 | 4.73 | 5.15 |
| 净资产收益率 ROE | 5.08 | 3.95 | 7.32 | 8.51 |
| 偿债能力 | | | | |
| 流动比率 | 4.72 | 2.21 | 1.56 | 1.34 |
| 速动比率 | 2.74 | 1.17 | 0.82 | 0.69 |
| 现金比率 | 1.36 | 0.68 | 0.45 | 0.36 |
| 资产负债率 (%) | 14.24 | 26.08 | 35.44 | 39.60 |
| 经营效率 | | | | |
| 应收账款周转天数 | 107.89 | 93.92 | 91.31 | 97.73 |
| 存货周转天数 | 364.53 | 306.43 | 293.36 | 305.55 |
| 总资产周转率 | 0.35 | 0.38 | 0.42 | 0.41 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 0.99 | 0.80 | 1.60 | 2.00 |
| 每股净资产 | 19.54 | 20.35 | 21.78 | 23.46 |
| 每股经营现金流 | 0.94 | 0.32 | 0.40 | 1.78 |
| 每股股利 | 0.20 | 0.16 | 0.32 | 0.40 |
| 估值分析 | | | | |
| PE | 31 | 38 | 19 | 15 |
| PB | 1.6 | 1.5 | 1.4 | 1.3 |
| EV/EBITDA | 21.09 | 20.85 | 11.55 | 9.10 |
| 股息收益率 (%) | 0.66 | 0.53 | 1.05 | 1.31 |

| 现金流量表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润 | 79 | 65 | 128 | 161 |
| 折旧和摊销 | 40 | 46 | 59 | 73 |
| 营运资金变动 | -23 | -96 | -178 | -123 |
| 经营活动现金流 | 76 | 25 | 32 | 144 |
| 资本开支 | -231 | -386 | -298 | -313 |
| 投资 | 312 | 111 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | 85 | -274 | -297 | -311 |
| 股权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 债务募资 | 74 | 289 | 350 | 250 |
| 筹资活动现金流 | 17 | 280 | 316 | 193 |
| 现金净流量 | 181 | 31 | 51 | 25 |

插图目录

| | |
|--|----|
| 图 1: 公司历史发展阶段..... | 3 |
| 图 2: 2019-2021 年公司各生产模式的产品情况..... | 6 |
| 图 3: 2019-2024Q1-3 营收及增速..... | 7 |
| 图 4: 2019-2024 Q1-3 归母净利润率及增速..... | 7 |
| 图 5: 2019-2024 Q1-3 毛利率及增速 (%)..... | 8 |
| 图 6: 2019-2024 Q1-3 期间及研发费用率 (%)..... | 8 |
| 图 7: 2019-2024H1 公司主要产品营收占比..... | 8 |
| 图 8: 2019-2024H1 公司主要产品毛利率表现..... | 8 |
| 图 9: 公司股权穿透图 (截至 2024 年 11 月 15 日)..... | 9 |
| 图 10: 香精香料图谱..... | 11 |
| 图 11: 合成香料产业链图..... | 12 |
| 图 12: 全球香精香料下游应用分布..... | 14 |
| 图 13: 2018-2023 年中国食品行业营业收入 (亿元)..... | 15 |
| 图 14: 2018-2023 年中国软饮料和乳制品产量及增速..... | 15 |
| 图 15: 2016-2021 年中国日化行业市场规模..... | 15 |
| 图 16: 2018-2023 年中国烟草制品行业营业收入..... | 16 |
| 图 17: 2021 年全球香精香料市场份额情况 (%)..... | 17 |
| 图 18: 2018-2027E 中国香精香料行业市场规模及预测 (亿元)..... | 17 |
| 图 19: 全球香兰素市场的主要参与者..... | 20 |
| 图 20: 薄荷醇的 8 种光学异构体..... | 22 |
| 图 21: 凉味剂强度表 (以 L-薄荷醇为 100)..... | 24 |
| 图 22: 2012-2023 年全球电子烟市场规模 (单位: 亿美元)..... | 26 |
| 图 23: 亚麻酸合成叶醇的代谢途径..... | 27 |
| 图 24: 公司下游客户资源丰富..... | 29 |
| 图 25: 2016-2024Q1-3 公司研发费用及研发费用率..... | 30 |

表格目录

| | |
|--|----|
| 盈利预测与财务指标..... | 1 |
| 表 1: 公司主要产品情况..... | 4 |
| 表 2: 公司四大生产基地..... | 5 |
| 表 3: 2019-2021 年公司产能、产量及产能利用率情况..... | 7 |
| 表 4: 香料产品种类划分..... | 11 |
| 表 5: 天然植物香料提取分离技术与新兴技术..... | 12 |
| 表 6: 部分香精香料企业技术发展布局情况..... | 13 |
| 表 7: 下游常用香精香料种类..... | 14 |
| 表 8: 全球主要香精香料企业情况..... | 18 |
| 表 9: 中国主要香精香料企业情况..... | 19 |
| 表 10: 凉味成分介绍..... | 21 |
| 表 11: 主要新型凉味剂的产品分类..... | 23 |
| 表 12: WS 系列主要产品特性..... | 24 |
| 表 13: 主要凉味剂生产企业对比..... | 25 |
| 表 14: 公司主要研发项目..... | 31 |
| 表 15: 公司研发人员情况..... | 32 |
| 表 16: 公司核心技术人员具体情况..... | 33 |
| 表 17: 以简易程序向特定对象发行股票募集资金投资项目..... | 33 |
| 表 18: 募集资金调整后公司首次公开发行股票募集资金投资项目情况..... | 34 |
| 表 19: 公司盈利预测假设..... | 36 |
| 表 20: 可比公司 PE 数据对比..... | 39 |
| 公司财务报表数据预测汇总..... | 41 |

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

| 投资建议评级标准 | 评级 | 说明 |
|---|------|---------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 推荐 | 相对基准指数涨幅 15%以上 |
| | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间 |
| | 中性 | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间 |
| | 回避 | 相对基准指数跌幅 5%以上 |
| 行业评级 | 推荐 | 相对基准指数涨幅 5%以上 |
| | 中性 | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间 |
| | 回避 | 相对基准指数跌幅 5%以上 |

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026