

亚香股份 (301220)

立足香料中高端市场，泰国项目成长可期 买入 (首次)

2023年08月13日

证券分析师 陈淑娴

执业证书: S0600523020004

chensx@dwzq.com.cn

证券分析师 陈李

执业证书: S0600518120001

021-60197988

yjs_chenl@dwzq.com.cn

证券分析师 郭晶晶

执业证书: S0600523020001

010-66573538

guojingjing@dwzq.com.cn

研究助理 何亦桢

执业证书: S0600123050015

heyzh@dwzq.com.cn

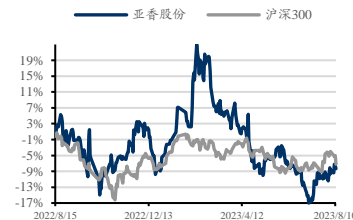
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	705	748	960	1,236
同比	14%	6%	28%	29%
归属母公司净利润 (百万元)	132	127	177	245
同比	44%	-4%	40%	39%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.63	1.57	2.19	3.03
P/E (现价&最新股本摊薄)	21.70	22.60	16.20	11.67

关键词: #产能扩张 #新需求、新政策

投资要点

- **国内香精香料中高端市场领军企业，实现十大国际香精香料公司全覆盖：**公司作为国内中高端香料主要生产企业，主要产品涵盖天然香料、合成香料、凉味剂等，公司目前重点发展天然香料及凉味剂，其中，天然香料占总营收5成左右，毛利率近40%，为公司核心产品。公司通过直接销售、贸易商间接销售等方式，实现对IFF、奇华顿、芬美意等国际十大香精香料公司全覆盖，并与亿滋国际等知名快消公司建立稳定合作关系。
- **下游食品、日化行业发展前景广阔：短期来看，**我国城镇人均可支配收入、人均食品烟酒消费支出2023Q1同比增长5%、2%，在疫后扩内需主旋律下，预计2023年下游消费领域前景广阔。**长期来看，**《香精香料行业“十四五规划”》预计，2025年我国香精产量将达到40万吨，香料产量将达到25万吨，5年CAGR分别为3%、2%。
- **客户稳定+技术优势，凉味剂、香兰素在国际市场上拥有高占有率：**公司凭借产品质量、技术优势，通过玛氏箭牌严格的审批程序，历经一年以上审核周期，与玛氏箭牌建立稳定的合作关系。**2019年公司凉味剂WS系列、香兰素在全球同类产品占有80%、30%的市场份额。**
- **泰国子公司项目持续推进，有利于缓解高关税压力，提高利润率：**泰国子公司建立将有利于缓解高关税压力，优化海外业务布局，提高公司产能，扩张业绩。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2023-2025年归母净利润分别1.3、1.8、2.5亿元，同比增速分别-4%、40%、39%，3年CAGR为23%，按2023年8月11日收盘价计算，对应PE为23、16、12倍。考虑到公司与客户关系稳定、研发能力较强、凉味剂和香兰素在细分领域具备领先优势，同时受益于天然香料的政策支持与泰国基地的建设，我们看好公司发展前景，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济波动风险；原材料价格波动风险；市场竞争加剧及需求变化风险；在建项目不及预期风险；环保风险；客户集中风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	35.40
一年最低/最高价	32.00/48.74
市净率(倍)	1.83
流通 A 股市值(百万元)	1,492.19
总市值(百万元)	2,860.32

基础数据

每股净资产(元,LF)	19.37
资产负债率(% ,LF)	10.41
总股本(百万股)	80.80
流通 A 股(百万股)	42.15

相关研究

内容目录

1. 国内香精香料中高端市场领军企业，客户覆盖国际十大香精香料公司	4
1.1. 国内中高端香料主要生产企业，海外项目投资布局积极推进	4
1.2. 深耕二十年，公司实现十大国际香精香料公司全覆盖	7
1.3. 天然香料为公司核心产品，高研发投入丰富产品品类	9
2. 香料香精应用广泛，行业市场规模不断扩大	12
2.1. 香料香精对产品品质至关重要，下游行业发展前景广阔	12
2.2. 政府相继出台政策支持，安全与环保成为香精香料行业发展趋势	16
2.3. 亚洲正成为全球新兴市场，我国香精香料行业发展空间大	17
3. 公司与国内外知名客户建立稳定合作关系，产品在细分市场具有领先优势	20
3.1. 品牌与客户资源积累深厚，产品质量优良稳定	20
3.2. 香兰素、凉味剂细分市场优势明显，泰国项目提供新产能	22
4. 盈利预测与投资建议	25
4.1. 关键假设与盈利预测	25
4.2. 相对估值	26
5. 风险因素	27

图表目录

图 1:	公司主要产品与核心技术发展演变.....	4
图 2:	公司股权图 (截止至 2023 年 8 月)	5
图 3:	公司境外销售额及占比 (亿元)	8
图 4:	公司主要产品产量 (吨)	8
图 5:	公司主要产品销售价格 (万元/吨)	8
图 6:	2018 年-2023Q1 公司营业收入及增速	9
图 7:	2018 年-2023Q1 公司归母净利润及增速	9
图 8:	2018 年-2022 年公司主要产品营业收入 (亿元)	10
图 9:	2018 年-2022 年公司主营业务毛利占比	10
图 10:	2018 年-2022 年公司主要产品毛利率	10
图 11:	2018 年-2022 年公司研发投入及研发费用率	11
图 12:	2020 年-2022 年公司研发人员数量及占比	11
图 13:	2019 年-2022 年同行业可比公司研发费用率	11
图 14:	2019 年-2022 年同行业可比公司销售费用率	11
图 15:	香料香精产业链图.....	13
图 16:	2020、2025E 中国香精香料产量	14
图 17:	2018 年-2022 年中国食品行业营业收入及增速 (亿元)	15
图 18:	2018 年-2021 年中国日化行业市场规模及增速 (亿元)	15
图 19:	2022Q1-2023Q1 中国城镇人均可支配收入和城镇人均食品烟酒消费支出	15
图 20:	2018 年-2023E 全球香料香精行业市场规模.....	17
图 21:	2021 年全球香料香精企业市场份额.....	18
图 22:	2018 年-2022 年中国香料香精市场规模及增速 (亿元)	18
图 23:	2021 年中国香料香精行业竞争格局.....	19
图 24:	亚香股份国外、国内主要客户	20
图 25:	公司前五大客户销售额 (亿元)	21
图 26:	公司应收账款账龄分布.....	21
图 27:	2019 年-2022 年公司凉味剂主要产品销售额 (亿元)	23
图 28:	2019 年-2022 年同行业可比公司毛利率	26
图 29:	2019 年-2022 年同行业可比公司净利率	26
表 1:	公司项目情况 (截止至 2023 年 3 月)	6
表 2:	公司主要产品.....	7
表 3:	香料分类.....	12
表 4:	美国、欧盟、中国天然香料定义.....	13
表 5:	下游行业香精应用产品及添加量.....	14
表 6:	我国香料行业相关政策.....	16
表 7:	公司与同业公司情况对比.....	22
表 8:	公司与同业公司凉味剂产能情况对比.....	23
表 9:	公司盈利预测拆分.....	25
表 10:	可比上市公司相对估值 (参考 2023 年 8 月 11 日收盘价)	26

1. 国内香精香料中高端市场领军企业，客户覆盖国际十大香精香料公司

1.1. 国内中高端香料主要生产企业，海外项目投资布局积极推进

亚香股份是国内中高端香料主要生产企业之一。公司主要生产和销售天然香料、合成香料、凉味剂等，能够满足下游应用领域的较多品类需求。公司生产的天然香料和合成香料被广泛应用于调制花香香精、果香型香精、风味剂、糕点、化妆品及皂用香精等领域，凉味剂被广泛应用于糖果、口香糖等领域。经过多年的发展，公司已成功开发天然香料、合成香料和凉味剂三大系列共计逾 160 种产品。

自公司成立以来，随着产品与技术的不断推进，公司主要产品与核心技术发展演变分为三个阶段：

2001年-2005年：公司初步掌握了制备丁香酚香兰素的核心技术，拥有了一定的技术基础，成为 IFF 等国际香料香精公司的供应商，并顺利进入天然香料行业。

2006年-2012年：公司深入研发现有核心技术，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，已成为国内香料主要生产企业。公司积极扩充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，实现较为完善的产品布局，并成为玛氏箭牌等国际快速消费品公司供应商。

2013年-至今：公司结合已有的技术基础，不断增加在天然香料研发和生产的投入，丰富产品线，使产品结构更加合理。公司生产的丁香酚香兰素、桂酸甲酯、苯乙酸等品类天然香料的规模逐渐在行业中形成优势。亚香股份已经成为国内中高端香料主要生产企业之一，产品覆盖国际十大香料香精公司。

图1：公司主要产品与核心技术发展演变



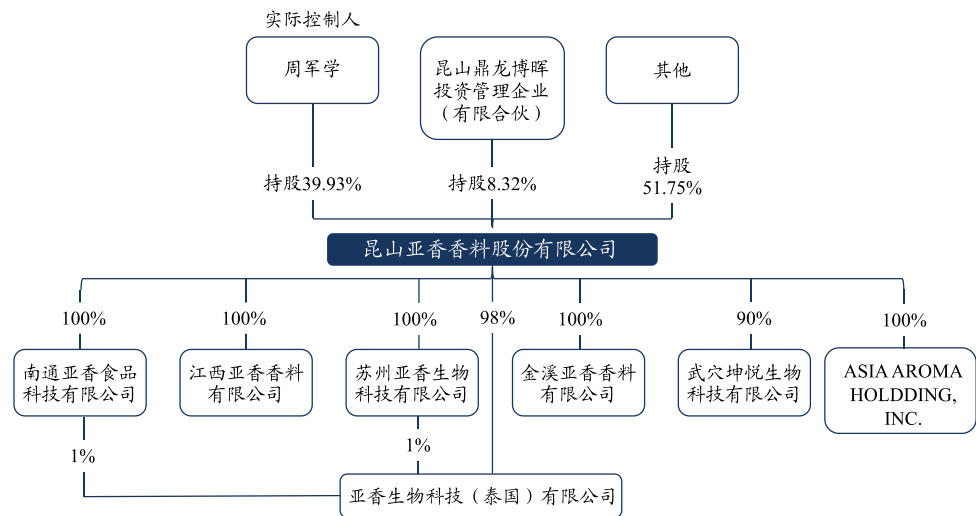
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

截止至 2023 年 8 月，公司实际控制人为周军学先生，持股 39.93%。周军学先生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。

积极推进海外项目投资布局，拓宽公司业务范围。公司除了下设南通、江西、苏州、金溪、武穴亚香子公司外，还出资新设美国亚香全资子公司（ASIA AROMA HOLDING, INC），负责香料销售业务。2023 年 2 月，公司及全资子公司（南通亚香食品科技有限公司、苏州亚香生物科技有限公司）拟以自有资金合计人民币 5000 万元设立亚香生物科技（泰国）有限公司。海外项目的投资布局，有利于拓宽公司业务的辐射范围，满足海外客户的需求，进一步提高公司经济效益，提升公司综合竞争力。

公司建立健全激励机制，拟回购部分股票用于实施员工持股计划或股权激励计划。2023 年 7 月，公司拟以 1500 万元至 3000 万元自有资金通过集中竞价交易方式回购公司部分 A 股股票，回购价不超过 38 元/股，全部用于实施员工持股计划或股权激励计划，有利于维护广大投资者合法权益，增强投资者对公司的信心，并进一步健全公司长效激励机制，充分调动公司管理人员及核心团队的工作积极性。

图2: 公司股权图（截止至 2023 年 8 月）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司现有江西、武穴、南通三个生产基地。2018 年 8 月，公司收购江西亚香。2021 年，武穴基地生产验收完成。截止至 2022 年，南通基地仍处于试投产中。

泰国亚香项目正在推进，争取在 2024 年底前投产。2023 年 2 月，公司发布《关于投资建设亚香泰国生产基地项目的公告》，拟在泰国设立全资子公司亚香生物科技（泰国）有限公司，项目投资估算总额为 4290 万美元，并争取在 2024 年 12 月 31 日前投产。

公司主要产品出口地为美国，泰国子公司可帮助缓解高关税压力。公司天然香料、合成香料和凉味剂产品出口地主要为美国、欧洲等国家和地区。过去4年，公司境外销售额稳步提高，且占总营收比例均超60%。2022年，境外销售额达4.64亿元，占总营收65.77%。受中美贸易摩擦影响，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%关税。为缓解产品出口美国高关税税率导致公司成本上升、毛利率下降压力，公司积极推进泰国亚香子公司项目，有利于进一步优化公司海外业务布局，减轻关税税率提高带来的消极影响。

表1: 公司项目情况 (截止至2023年3月)

项目类型	项目名称	项目实施主体
现有项目	年产2830吨香精、香料、食品添加剂系列产品项目	武穴亚香
	3795t/a 香精香料项目	江西亚香
在建项目	6500t/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	南通亚香
	泰国项目 (建设香兰素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)	亚香生物 (泰国)

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

注: 2022年, 南通基地“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。

1.2. 深耕二十年，公司实现十大国际香精香料公司全覆盖

公司拥有丰富的产品品类，主要产品包括天然香料、合成香料、凉味剂等。1) 天然香料主要包括丁香酚香兰素、阿魏酸香兰素、天然桂酸甲酯、天然覆盆子酮等产品，2) 合成香料主要包括格蓬酯、合成橡苔、苹果酯等产品。3) 凉味剂主要包括 WS-3、WS-23 等产品。

表2: 公司主要产品

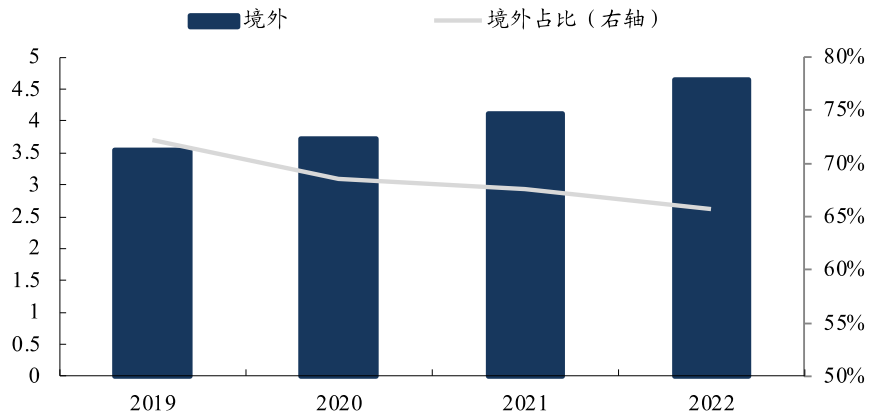
产品类别	代表产品	产品特点	产品用途	主要客户
天然香料	丁香酚香兰素 阿魏酸香兰素	白色或微黄色针状结晶或结晶粉末；具有甜香、奶香和香草香气	主要用于食用香精中，尤其是在糖果、巧克力、饮料、冰淇淋、酒类中应用广泛，在烟用香精中也很有用途；常作粉底香用，可广泛用于几乎所有香型，如紫罗兰、草兰、葵花、东方香型。可作定香剂，是配制香草型香精的主要原料。也可直接用于饼干、糕点、糖果、饮料等食品的加香。	ABT、Prinova集团，苏州春旭化工进出口有限公司等境内外贸易商
	天然桂酸甲酯	白色至浅黄色结晶；果香、膏香	主要用于配制樱桃、草莓和葡萄等型食用香精，用于香料工业作定香剂，常用于调配康乃馨、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	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。	国际香料香精、奇华顿、芬美意
	合成橡苔	白色粉末；强烈的橡苔、木香和酚类香气	用于日化香精、美容用品、肥皂、洗烫护理、家居用品中。	
	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-3	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。	玛氏箭牌、亿滋国际、口味王、卡夫、悦刻
	WS-23	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。	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司作为香精香料行业中高端领军企业，投身于香精香料行业国际贸易。《香精香料行业“十四五规划”》指出：“贯彻国际国内双循环战略，以打造香料香精产业国内大循环为中心节点，结合‘一带一路’，优化出口香料香精产品结构，扩大优势产品出口规模，提高天然香料香精出口占比，提高香料香精行业国际贸易水平。”目前，公司通过与国际知名贸易商的合作，增加公司主打天然香料产品在境外市场的销售规模，增加市场占有率和客户黏性。公司天然香料、合成香料和凉味剂产品出口地主要为美国、欧洲等国家和地区，2019年-2022年境外销售收入占主营业务收入的比例分别为72%、68%、67%和65%，2019年-2021年美国地区收入分别占42%、40%和39%。

天然香料以向贸易商卖断式销售为主，合成香料、凉味剂以向终端客户销售为主。1) 天然香料：以向贸易商卖断式销售为主，主要贸易商客户包括ABT、Prinova集团等境外贸易商，以及苏州春旭化工进出口有限公司等境内贸易商，主要出口地为美国、欧洲等天然香料主要消费市场。2) 合成香料：以向终端客户销售为主，主要客户包括IFF、奇华顿、芬美意等国际香精香料生产企业。3) 凉味剂：以向终端客户销售为主，主要客户包括玛氏箭牌、亿滋国际、湖南口味王等快速消费品公司，以及国际香料香精等国际香精香料生产企业。

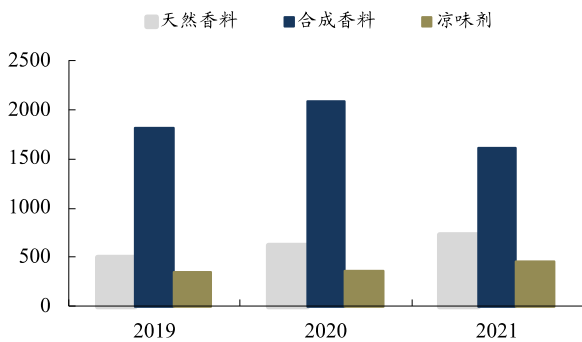
图3: 公司境外销售额及占比 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

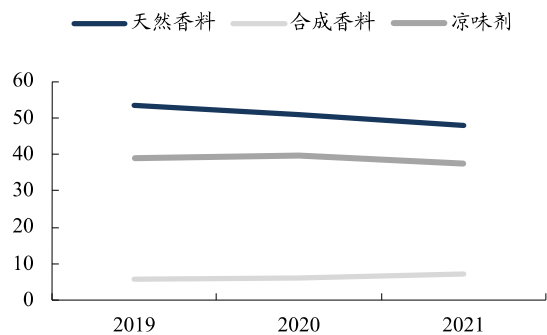
公司逐步提高价格较高的天然香料、凉味剂产量, 收缩价格较低的合成香料生产规模。产量方面, 2019年-2021年, 公司合成香料产量最高, 合成香料三年产量均高于1500吨, 天然香料三年产量均高于400吨, 凉味剂三年产量均高于300吨。2021年, 合成香料产量下降, 主要原因系公司为满足客户需求, 增加毛利率高、工艺复杂的天然香料产品和凉味剂产品的生产规模, 相应收缩批量生产、工艺成熟的合成香料生产规模, 从而导致整体产量下降。销售价格方面, 三种产品价格均较为稳定, 由于天然香料原材料受自然条件限制, 且加工工艺复杂, 因此天然香料价格较高, 其次为凉味剂、合成香料。

图4: 公司主要产品产量 (吨)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所
注: 公司未披露2022年主要产品产量。

图5: 公司主要产品销售价格 (万元/吨)

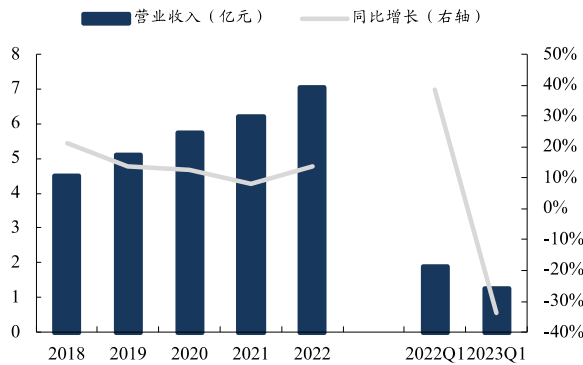


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所
注: 公司未披露2022年主要产品销售价格。

1.3. 天然香料为公司核心产品，高研发投入丰富产品品类

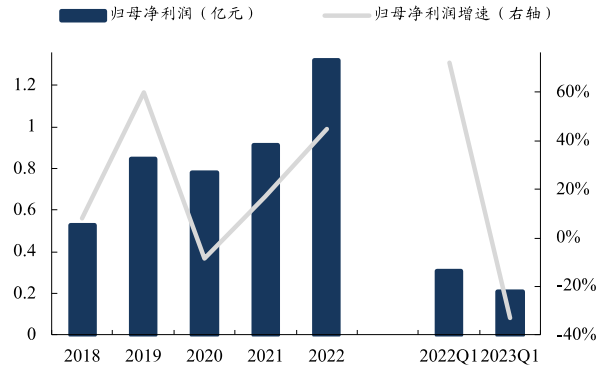
公司营收及归母净利润快速增长，过去五年复合增速分别达9%、20%。受行业景气度高、公司新项目产能逐渐释放等因素影响，公司营收、归母净利润在过去五年实现快速增长。2018年营收为4.49亿元，归母净利润为0.53亿元；2022年营收达7.05亿元，归母净利润达1.32亿元。

图6：2018年-2023Q1公司营业收入及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图7：2018年-2023Q1公司归母净利润及增速

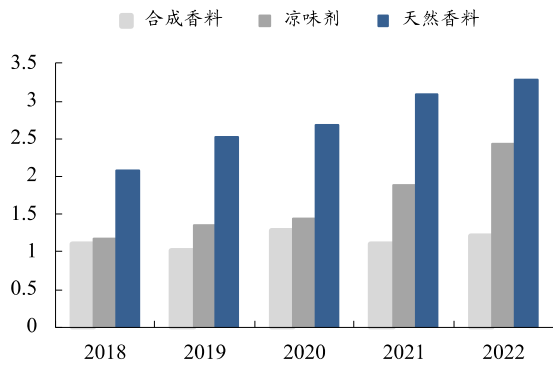


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

天然香料为公司核心产品，2022年营收占比与毛利率最高。亚香股份主要生产和销售天然香料、合成香料、凉味剂等产品。营收占比方面，2018年-2022年，公司天然香料营业收入占比均近5成，天然香料营业收入从2018年2.08亿元提升到2022年3.28亿元，系下游客户对天然香料需求增长所致；凉味剂占比有所提升，主要受下游客户需求增加，WS系列产品销售规模增长所致；合成香料营业收入占比略微下降，系下游客户对女贞醛的需求减少所致。毛利率方面，天然香料在过去五年是公司毛利率最高的产品，2022年毛利率为42.25%。2018年-2019年，规模效应初步显现，三种产品毛利率均有所提升；2019年-2022年，合成香料毛利率呈现下降趋势，主要受下游客户对合成味喃酮和女贞醛需求减少的影响。由于子公司美国亚香向玛氏箭牌销售WS-23占比较高，受中美贸易摩擦影响，凉味剂毛利率2020年较2019年有所下降；受下游客户需求影响，2021年凉味剂毛利率有所提升。

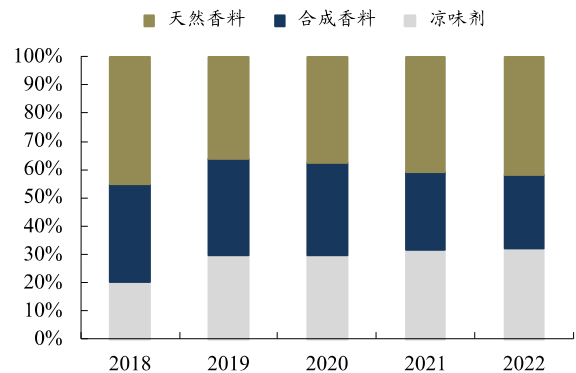
公司将天然香料作为重点投入和发展方向。近年来，国家大力支持天然香料技术开发与生产，公司不断加强在天然香料领域的研发投入，在产品质量、环境保护等方面的投入能够满足天然香料生产的要求，公司得以抓住机遇，逐步扩大市场规模，目前已成为国内中高端天然香料主要生产商之一。

图8: 2018年-2022年公司主要产品营业收入(亿元)



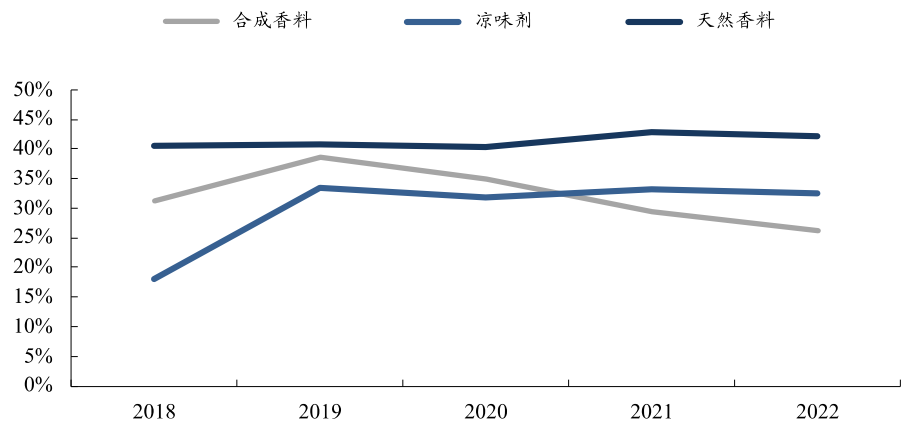
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 2018年-2022年公司主营业务毛利占比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

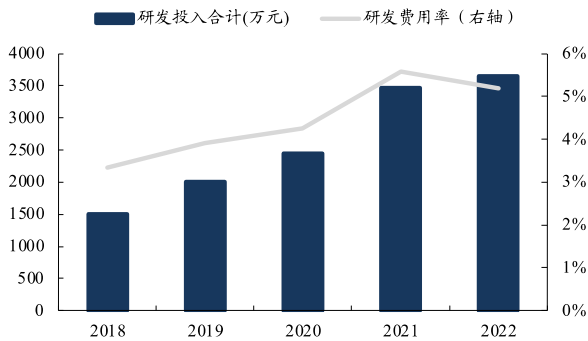
图10: 2018年-2022年公司主要产品毛利率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

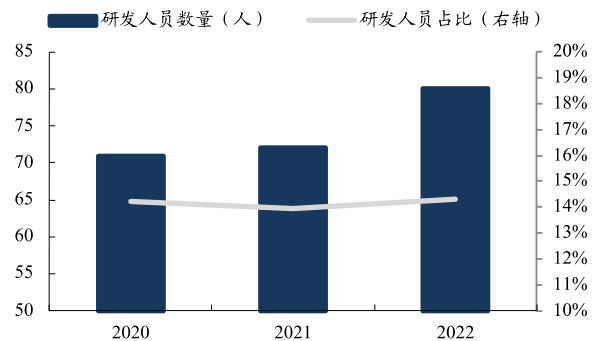
公司重视研发, 高研发投入丰富产品种类。公司坚持自主创新与产学研合作相结合的研发模式, 与国内知名高等院校及科研院所合作, 大力研发具有自主知识产权的核心技术。同时, 公司积极提高企业转化技术成果和提升企业高端技术人才的培育能力, 以巩固和保持公司在行业中的技术领先地位及核心竞争力。

图11: 2018年-2022年公司研发投入及研发费用率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 2020年-2022年公司研发人员数量及占比

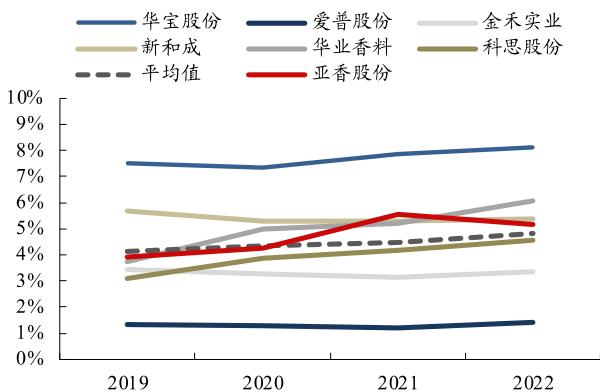


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

市场需求响应度快, 公司研发费用率高于多数可比公司。公司积极改进技术, 降本增效, 例如: 利用合成生物学技术进行产品生产, 以降低产品成本, 提高毛利率。此外, 良好的客户基础和市场地位使得公司能够及时地按照客户需求改进工艺, 准确把握市场动向, 每年推出新的产品。

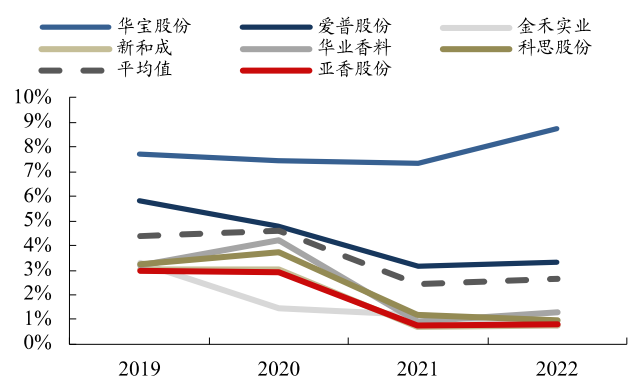
规模效应逐步实现, 公司销售费用率低于多数可比公司。2020年公司销售费用率有所下降, 系随着公司产品销售收入的持续增长, 规模效益得以逐步实现。2021年公司销售费用率有所上升, 主要系运费价格上涨所致。与同行业多数公司相比, 公司主要客户集中且基本稳定, 客户维护成本及市场推广开拓成本低, 所以公司销售人员规模占比小, 销售费用率较低。

图13: 2019年-2022年同行业可比公司研发费用率



数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

图14: 2019年-2022年同行业可比公司销售费用率



数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

2. 香料香精应用广泛，行业市场规模不断扩大

2.1. 香料香精对产品品质至关重要，下游行业发展前景广阔

香料应用广泛，用量虽微，但对产品品质至关重要。香料是一种能够依靠嗅觉或味觉感受到香味的有机化合物，主要用于调配成香精用于给食品增香，或直接作为食品添加剂使用。香精是由香料和相应辅料构成的具有特定香气或香味的混合物。香料香精并不是人们生活中的直接消费品，而是作为配套的原料添加在其他产品中，其被广泛应用于食品、烟草、日化、医药、饲料、化妆品、纺织和皮革等各行各业，用量虽然不多，但是却对产品质量有重要作用。

香料可分为天然香料、合成香料等。天然香料成分来源于天然，具有符合健康理念、产品味道层次丰富的优点，但受自然条件限制，数量有限，价格较高；合成香料成分来源于化工原料或者由化学手段合成，原料来源广泛，产品品类丰富，但是味道层次单一，需要组合调配使用。

表3: 香料分类

香料分类	成分来源	优点	缺点
天然香料	天然	符合健康理念、产品味道层次丰富	受自然条件限制，数量有限；价格较高
合成香料	化工原料或化学手段合成	原料来源广泛；产品品类较为丰富	味道层次单一，需要组合调配使用

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

天然香料定义各国有所不同，行业通常以美国标准为主。中国、欧盟规定的传统意义的天然香料对于原料来源及加工过程有严格的限制，但是除了某些大规模种植品种外，自然界中能够满足其限制条件的天然植物大多属于小众产品，产量较低，或受天气影响价格波动较大，市场覆盖度较小，因此目前市场上中高端、用于食品的天然香料主要为符合美国标准的产品，行业也通常将其视为天然香料。

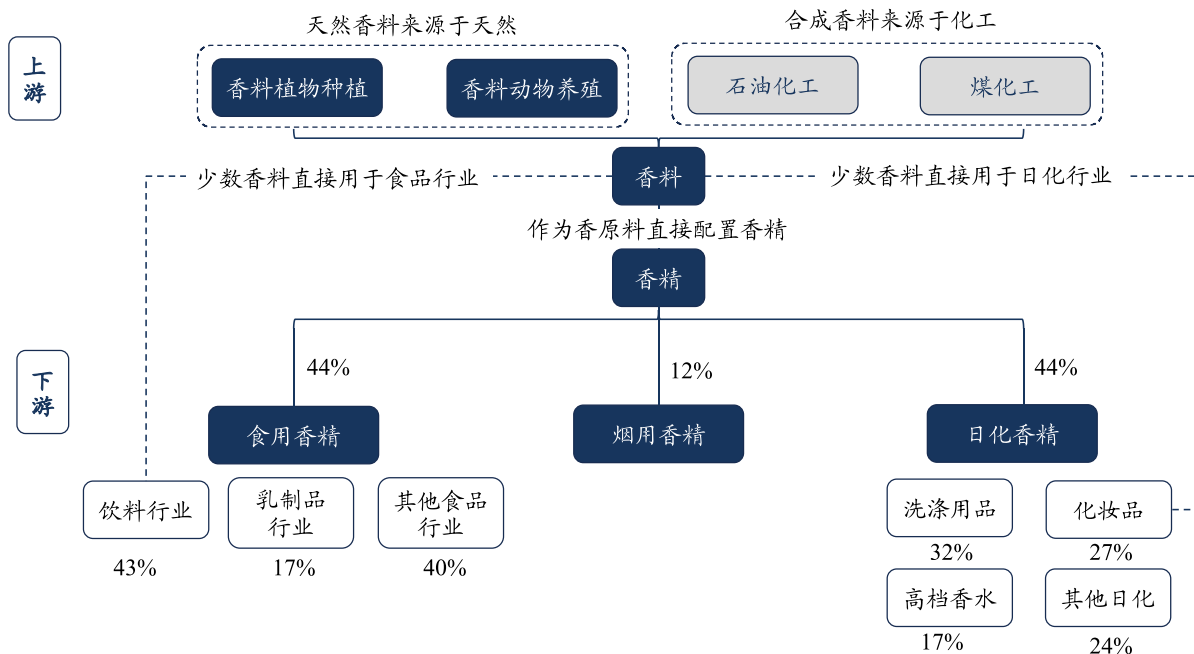
表4: 美国、欧盟、中国天然香料定义

国家	天然香料定义	法律法规依据
美国	精油、油树脂、提取物、蛋白水解物、蒸馏生成物，或烘焙、加热及酶解产物，它们含有的香料成分是来自香辛料、水果或果汁、菜或蔬菜汁、可食用酵母、香草、植物的皮根茎叶花果及类似植物原料、肉、海鲜、家禽、蛋、奶制品及其发酵产品，其在食品中主要作用是增香而不是提供营养。	美国联邦法规(CFR)21 Part 101 食品标注
欧盟	天然食品香料的原料是动、植物，这些原料可处于未加工的原始状态，也可以已经历了适合人类消费的传统食品加工过程。从这些原料中获得的香料的方法是适当的物理过程是从酶法或微生物工艺（过程）。	欧洲议会和欧盟理事会《关于食用香料香精和某些具有香味性质的食品配料在食品中和食品上的应用》Regulation(EC) No.1334/2008 Article 3.2©
中国	以植物、动物或微生物为原料，经物理方法、酶法、微生物法或经传统的食品工艺法加工所得的香料。	29938-2013《食品安全国家标准食品用香料通则》；GB/T21171—2018 中华人民共和国国家标准《香料香精术语》

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

香料多直接用于生产香精，少数香料直接用于食品日化行业。产业上游，天然香料主要来源于天然，上游产业为天然香料植物种植业以及初级加工业，合成香料主要来源于化工。**产业下游**，香料多直接应用于香精生产，少数直接用于食品添加和日化行业。香精下游产业包含食品、日化、烟草以及其他化工业行业，下游消费领域整体较为分散。

图15: 香料香精产业链图



数据来源：头豹研究院《2023年中国香精香料行业发展白皮书》，东吴证券研究所

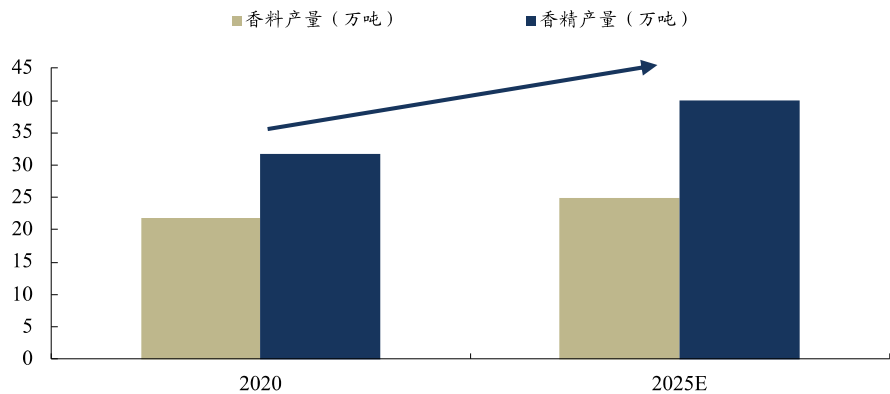
表5: 下游行业香精应用产品及添加量

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); 调剂剂 (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

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

香精香料行业产量稳步增加, 预计 2025 年香精产量达到 40 万吨, 香料产量达到 25 万吨, 5 年 CAGR 分别达 3%、2%。《香精香料行业“十四五”发展规划》指出: “2020 年国内香精产量约 31.7 万吨, 销售额约 240 亿元; 香料产量约 21.8 万吨, 销售额约 168 亿元。以下游市场变化为导向, 在稳定传统产品产量的基础上, 扩大新产品的增量, 继续加大香精产品比例。到 2025 年, 香精产量达到 40 万吨, 香料产量达到 25 万吨。”

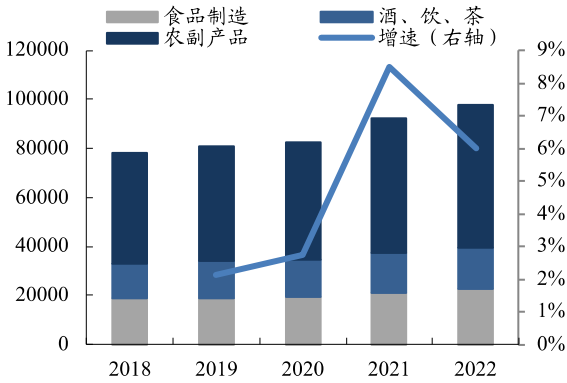
图16: 2020、2025E 中国香精香料产量



数据来源: 《香精香料行业“十四五”发展规划》, 东吴证券研究所

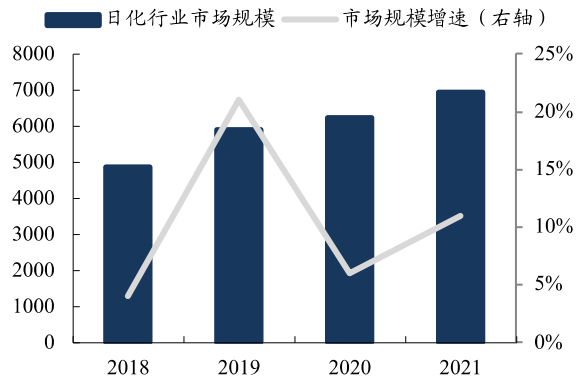
下游食品、日化行业保持稳步增长。1) 食品行业: 食用香料香精能为食物原料赋予香味, 矫正食品中的不良气味, 同时补充食品的香气不足, 稳定和辅助食品中的固有香气。中国食品行业营收在过去五年呈现稳步增长的趋势。从食品行业细分板块来看, 2022 年, 农副产品达 58503 亿元, 同比增长 6%; 食品制造达 22542 亿元, 同比增长 5.9%; 酒、饮、茶达 16947 亿元, 同比增长 4.9%。2) 日化行业: 市场规模不断扩大, 2021 年达市场规模 6927 亿元, 3 年 CAGR 为 9%, 行业发展前景可观。

图17: 2018年-2022年中国食品行业营业收入及增速 (亿元)



数据来源: 头豹研究院, 东吴证券研究所

图18: 2018年-2021年中国日化行业市场规模及增速 (亿元)



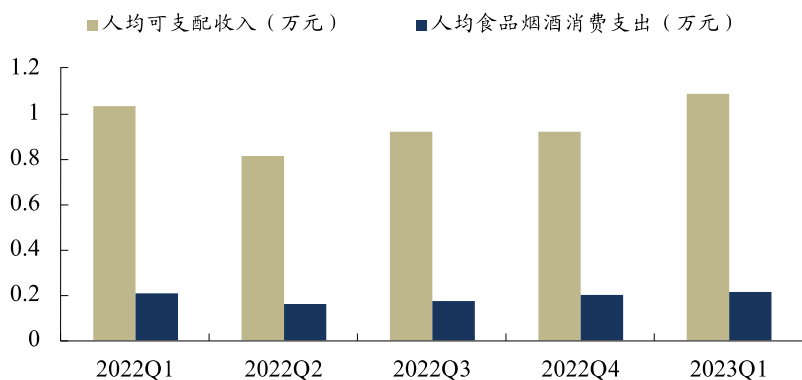
数据来源: 头豹研究院, 东吴证券研究所

我们预计未来下游食品、日化行业发展前景广阔，带动香精香料行业快速发展。

1) 食品行业: 中国城镇人均可支配收入、人均食品烟酒消费支出稳步提高, 2023年1季度分别同比增长5%、2%, 环比增长1%、0.3%, 主要由于人们对于多样化、个性化、品质化消费的需求持续增加, 线下消费场景有序恢复。在疫后扩内需主旋律下, 我们预计食品、烟草等生活服务消费类领域将持续恢复, 香精香料行业前景可观。

2) 日化行业: 随着经济复苏、消费需求回暖提升, 人们对食品与个人护理、居家护理多样化、差异化需求持续增长, 有利于催生香精香料需求。

图19: 2022Q1-2023Q1中国城镇人均可支配收入和城镇人均食品烟酒消费支出



数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

2.2. 政府相继出台政策支持，安全与环保成为香精香料行业发展趋势

绿色健康的天然原料成为香料香精行业发展趋势。天然涵盖安全、健康、绿色、可持续发展等多重含义的概念，随着人们愈发追求高质量生活、社交媒体与民众对食品安全关注度提高，消费者往往更偏好拥有安全保证、天然原料制成的产品。未来，公司以天然香料、凉味剂为重点发展方向，并逐步提高前述产品产量，缩减合成香料产量。

政府相继出台政策支持，推进香料香精企业规范化发展。近年来，不少政策对香精香料行业管理、安全、环境治理、食品多样化等方面提出更高要求。**安全方面**，政策提出“推动食品安全现代化治理体系建设”，并大力发展天然香料技术和加工；**环境治理方面**，政策强调要做到“绿色低碳，生态文明”，促进香精香料行业规范化、安全化发展；**食品多样性方面**，政策鼓励食品工业转型升级，从而促进香精香料下游产业发展。香精香料行业作为化学原料和化学制品制造业细分行业，趋严的政策环境将使环境治理不严的小企业面临较大压力，一定规模的、环保治理规范的企业则拥有良好的发展机遇。

表6: 我国香料行业相关政策

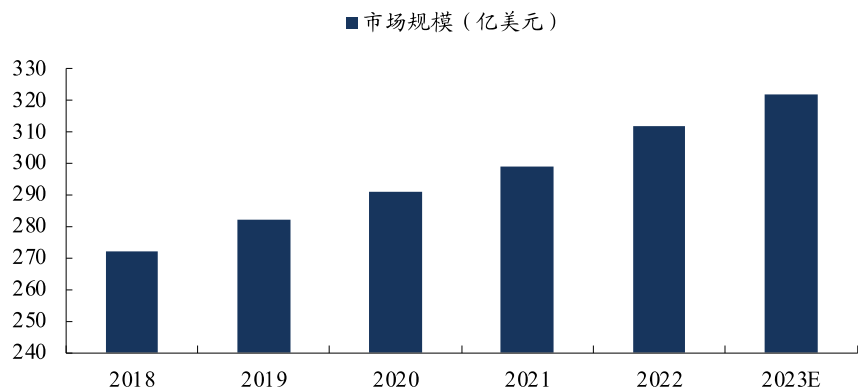
相关政策	颁布时间	颁布主体	主要内容
《高新技术企业认定管理办法》	2016-01	科技部、财政部、国家税务总局	将“天然产物有效成分的分离提取技术”列入国家重点支持的高新技术领域，为天然香精香料加工提供支持
《食品安全国家标准与监测评估“十三五”规划（2016-2020）》	2016-11	国家卫计委	改革和加强新食品原料、食品添加剂新品种、食品相关产品新品种等“三新食品”管理
《促进食品工业健康发展的指导意见》	2017-01	国家发改委、工业和信息化部	加快食品行业发展，推动食品工业转型升级，满足城乡居民安全、多样、健康、营养、方便的食品消费需求，到2020年，食品工业规模化、智能化、集约化、绿色化发展水平明显提升，供给质量和效率显著提高
《“十三五”国家食品安全规划》	2017-02	国务院	全面实施食品安全战略，着力推进改革创新和依法治理；推动食品安全现代化治理体系建设
《关于激发科技创新活力调动“两个积极性”的若干意见》	2017-12	国家烟草专卖局	提出要持续加大研发经费投入力度、健全科技奖励体系，通过制度建设促进HNB等新型烟草制品研发
《产业结构调整目录》	2019-10	发改委	将“香料、野生花卉等林下资源人工培育与开发”、“天然食品添加剂、天然香料新技术开发与生产”和“绿色食品生产允许使用的食品添加剂开发”列为国家鼓励类的产业目录
《香料香精行业“十四五”发展规划》	2021-12	中国香料香精化妆品工业协会	香料香精发展的基本原则包含：1) 坚持产业结构调整，提升发展质量；2) 坚持创新驱动，提升技术水平；3) 坚持“两化”融合，走新型工业化发展道路；4) 坚持绿色低碳，走生态文明的发展道路；5) 坚持顺应市场，开发满足消费趋势的绿色产品；6) 坚持品牌战略，培育更多的优势香精品牌
《关于推动轻工业高质量发展的指导意见》	2022-06	工业和信息化部、人力资源社会保障部、生态环境部、商务部、市场监管总局	加快关键技术突破，针对“香料香精生物发酵制造”等行业薄弱环节，研究制定和发布一批重点领域技术创新路线图。实施“揭榜挂帅”等举措，深入推进技术研发与工程化、产业化，加快建立核心技术体系，提升行业技术水平。面向未来重大消费需求，推动建立跨行业、跨学科交流机制，加强战略前沿技术布局。

数据来源：政府官网，东吴证券研究所

2.3. 亚洲正成为全球新兴市场，我国香精香料行业发展空间大

全球香精香料行业规模持续扩大，前景广阔。自上世纪七十年代开始，随着经济发展，发达国家居民的生活水平不断提高，对于食品、日用品品质要求越来越高，香精香料行业发展迅速。过去五年，全球香精香料市场规模稳步增加，4年CAGR为2%。根据中商产业研究院预测，2023年全球香精香料行业市场规模将达到322亿元。全球香精香料行业持续发展，前景广阔。

图20：2018年-2023E全球香料香精行业市场规模

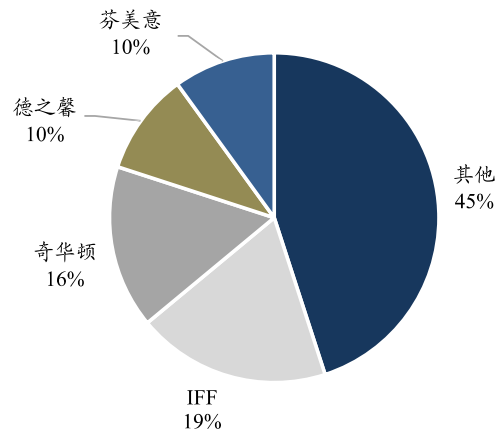


数据来源：Leffingwell&Associates，中商产业研究院，东吴证券研究所

全球香精香料产业整体呈现向发展中国家市场转移趋势，亚洲正逐渐成为具有潜力的新兴市场。由于亚洲具有得天独厚的资源优势与人力成本优势，香精香料产业整体呈现向发展中国家市场转移的趋势，亚洲正逐渐成为具有潜力的新兴市场。

全球香精香料行业呈现高集中度，国际巨头持续加大在华投资。近年来，国际香料香精企业在华发展的营商环境和契机不断向好，奇华顿、德之馨、芬美意、IFF等巨头企业持续加大在华投资，并凭借其综合优势，不断扩大生产经营规模，持续占领香料香精行业中高端市场。2021年，仅IFF、奇华顿、德之馨、芬美意4家公司便占领了55%的全球市场份额。

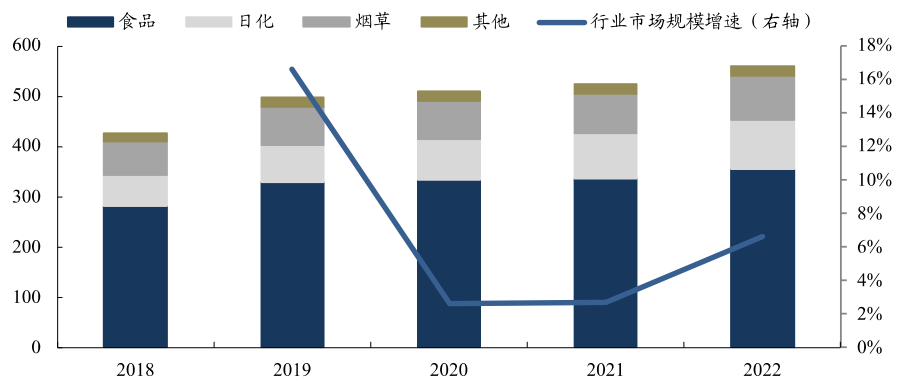
图21: 2021 年全球香料香精企业市场份额



数据来源: 头豹研究院, 东吴证券研究所

中国香料香精行业发展迅速, 市场规模不断扩大。随着国民生活水平提高, 行业市场规模不断增长。2022 年, 中国香料香精市场规模达 560 亿元。其中, 下游食品、日化行业保持稳步增长, 烟草行业基本稳定。

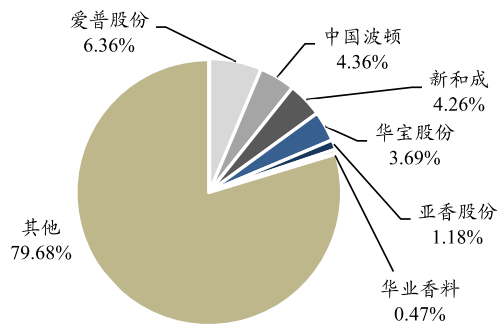
图22: 2018 年-2022 年中国香料香精市场规模及增速 (亿元)



数据来源: 头豹研究院, 东吴证券研究所

我国香料香精行业集中度仍较低，CR6 仅 20%。目前，我国香精香料企业在体量、技术、人才、创新能力等多方面仍与国际龙头企业存在较大差距。国内企业多集中于细分领域，行业集中度低，低端市场竞争激烈。2021 年，我国香精香料行业前 6 大公司行业集中度仅 20%，其中亚香股份占 1% 市场份额。原材料价格上涨、环保等压力迫使部分无力扩张的中小企业逐步退出市场或者并入大企业。随着香料香精行业的快速增长，落后的小企业将加速淘汰，龙头企业规模持续壮大，这有利于优化资源配置、提高行业创新能力、研发能力，亚香股份作为我国第 5 大香精香料生产企业，积极推进泰国子公司项目，不断扩大产能，有望在行业内落后产能出清的情况下，扩大其市场份额。

图23: 2021 年中国香料香精行业竞争格局



数据来源：头豹研究院，东吴证券研究所

3. 公司与国内外知名客户建立稳定合作关系，产品在细分市场具有领先优势

3.1. 品牌与客户资源积累深厚，产品质量优良稳定

公司与国际知名客户建立稳定合作关系。亚香股份经过多年发展，已成为我国香料香精行业的知名企业，香料产品销售区域涵盖了我国及欧美、日本、东南亚等国家和地区，并积累了深厚的品牌和客户资源。香料具有一定的品牌壁垒，食品饮料、日化等生产企业为能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，亚香股份与众多国内外知名公司建立了稳定的业务关系，包括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，实现对十大国际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、口味王、艾普生物等国内外知名快速消费品公司。

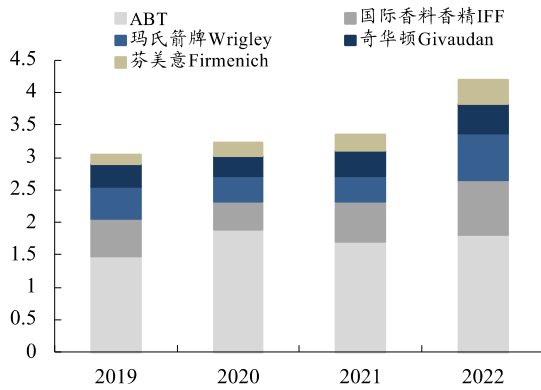
图24: 亚香股份国外、国内主要客户



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

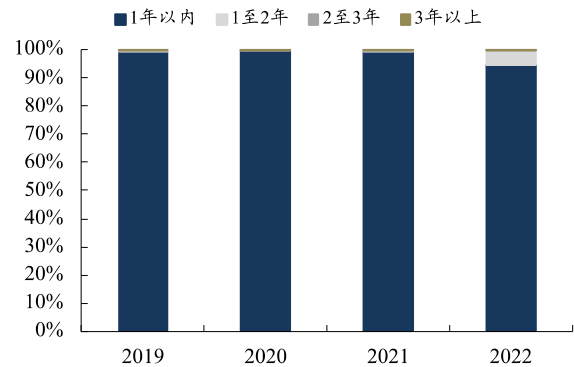
公司客户实力雄厚，回款风险低。公司前五大客户稳定为：ABT、国际香精香料、玛氏箭牌、奇华顿、芬美意，均为香精香料行业世界领先、规模较大的供应商或快速消费品知名公司。过去四年，公司前五大客户销售收入持续增加；2019年-2022年，公司一年以内应收账款占比均高于90%。客户资信良好、实力雄厚，回款风险低。

图25: 公司前五大客户销售额 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图26: 公司应收账款账龄分布



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司产品质量优良稳定，拥有多项权威认证。亚香股份拥有优良的质量控制体系，通过了 ISO9001:2015 质量管理体系认证、ISO22000:2018 和 CNCA/CTS0020-2008A (CCAA0014-2014) 相关食品安全管理体系认证, 公司部分产品已通过包括欧盟 REACH、美国 FDA、BRCGS、印尼 MUI HALAL、美国 KOSHER、苏州市伊斯兰教协会清真证明等在内的多项认证。经过多年发展，公司形成了具有丰富行业经验和企业管理经验的管理队伍，该团队熟悉行业、技术全面，有利于把握行业发展的最新技术动态，提高公司的自主创新能力，保证产品质量的优良稳定。

3.2. 香兰素、凉味剂细分市场优势明显，泰国项目提供新产能

聚焦香料产品，公司优势产品为香兰素、WS 系列凉味剂产品。公司聚焦香精香料中高端市场，主要生产天然香料、合成香料、凉味剂等产品。可比公司中，爱普股份、新和成部分产品与公司产品存在竞争关系，与爱普股份相比，公司拥有更高的香兰素、WS 系列产品市场占有率。

表7：公司与同业公司情况对比

企业名称	主营业务和产品	2022年相关可比产品营业收入	备注
华宝股份	香精和食品配料	香精营收18.94亿元	烟草用香精占比较高，与公司现有产品不存在直接竞争关系。
爱普股份	香料、香精和食品配料	香料营收2.17亿元	2019年-2022年香料销售收入占比分别为9.05%、8.92%、6.70%、6.81%，该公司生产WS-3、WS-23、香兰素等产品与公司存在竞争关系，公司前述产品市场占有率较高。
新和成	营养品、香料香精、高分子新材料和原料药	香精香料类营收29.67亿元	2019年-2022年香精香料销售占比分别为23.53%、18.96%、15.13%、18.62%，该公司生产覆盆子酮、柠檬醛等产品与公司存在竞争关系。
金禾实业	食品添加剂、大宗化学品、医药中间体、功能性化工品及中间体	食品添加剂营收45.58亿元	2019年-2022年食品添加剂销售占比分别为46.60%、51.86%、51.82%、62.86%，主要为安赛蜜、三氯蔗糖和麦芽酚等，与公司现有产品不存在直接竞争关系。
华业香料	合成香料	香料香精营收2.55亿元	该公司主营丙位内酯、丁位内酯系列合成香料，与公司现有产品不存在直接竞争关系。
科思股份	化妆品活性剂及日化合成香料	合成香料营收2.89亿元	2019年-2022年合成香料产品销售占比分别为22.03%、31.43%、29.60%、16.36%，其生产的铃兰醛、合成茴脑等香料产品与公司不存在竞争关系。
亚香股份	香料	香精香料营收7.05亿元	公司主要生产天然香料、合成香料和凉味剂。

数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

香兰素为一种重要的广谱型高档香料，是目前全球产量最大的香料之一。香兰素具有清甜的豆香、粉香气息，广泛应用于食品、饮料、化妆品、日用化学品及医药等行业。在食品行业，香兰素作为一种增味剂，用于蛋糕、冰淇淋、巧克力、酒类等；在化妆品行业，香兰素作为调香剂调配于香水和面霜中；在日用化学行业，香兰素可以用在日化用品中修饰香气；在医药行业，香兰素可以作为屏蔽气味的药剂，同时由于香兰素本身具有抑菌作用，可被应用于皮肤病的治疗药物中。

公司主要以可再生物质为原料生产丁香酚香兰素、阿魏酸香兰素。公司天然香料主要产品为丁香酚香兰素、阿魏酸香兰素等，即采用丁香酚、阿魏酸等可再生物质为原料生产的香兰素，该种工艺具有有收效高、污染小、食用安全等优点，公司香兰素产品获得了美国 FDA 和 TTB 的认可，公司目前已成为全球该类产品主要生产企业之一。

公司香兰素在全球同类产品中占有 30% 市场份额。2019 年，公司共计销售丁香酚香兰素、阿魏酸香兰素合计约 200 吨，约占全球同类产品 30% 的市场份额。

凉味剂一般被直接添加在食品日化产品中，提供清凉效果。凉味剂作为香料产品的一类，特点为：1) 凉味剂通常被直接添加在食品或日化等产品中使用，而其他香料产品通常作为香原料用于调配香精。2) 凉味剂更侧重提供清凉效果的体验，其味觉或体感效果相对较为单一，而其他香料产品能够提供香气、口感等较为丰富的嗅觉或味觉体验。

同行业公司纷纷布局凉味剂，凉味剂市场竞争激烈。除公司外，中草药香料、丰乐种业也在布局凉味剂产品，扩大产能。2022 年公司凉味剂销售额为 2.4 亿元，WS-23 系列销量 518 吨，泰国工厂建成后预计将提供 150 吨凉味剂产能。随着同行业公司凉味剂产能扩张，凉味剂市场竞争将愈发激烈。

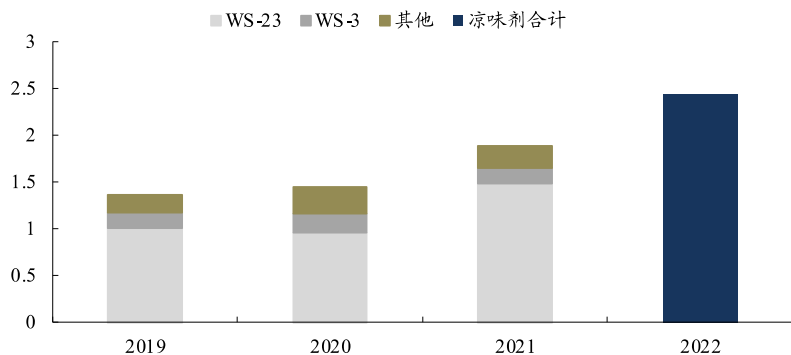
表8: 公司与同行业公司凉味剂产能情况对比

公司名称	凉味剂当前情况	凉味剂新建产能情况
亚香股份	2022年凉味剂销售收入2.4亿元，其中主要为WS-23产品，WS-23销量约518吨。	泰国工厂拟建设年产凉味剂150吨生产装置、生产线。
中草药香料	凉味剂产品主要包括WS-23、WS-3、乳酸薄荷酯等。2022年凉味剂销售收入约1.4亿元，2022H1公司WS-23销量约126吨。	“年产2600吨凉味剂及香原料项目”2022年底开工建设。一期年产凉味剂及香原料2010吨，包括500吨WS-23、200吨WS-3、200吨WS-27等；二期年产凉味剂及香原料590吨。
丰乐种业	公司天然薄荷系列有亚洲薄荷素油、天然薄荷脑、椒样薄荷油、薄荷酮，合成凉味剂系列有WS-23、WS-3，年产能2500吨。	全资子公司丰乐香料拟建设天然香料及合成香料生产线共8条14个产品，合计年产5000吨，分别为年产3000吨薄荷脑生产线；年产700吨薄荷素油、100吨椒样薄荷油、100吨留兰香油、100吨薄荷酮生产线；年产225吨WS-23、25吨WS-27生产线；年产200吨WS-3、60吨WS-5、40吨WS-12生产线；年产50吨乳酸薄荷酯生产线；年产50吨香兰醇丁醚生产线；年产50吨西瓜酮生产线；年产300吨苹果酯生产线。2022年7月开始建设，建设周期为18个月。

数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

2019年，公司凉味剂WS-23产品在全球同类产品中占有80%市场份额。凉味剂作为公司较早实现规模化生产销售的主要大类产品之一，近年来在销售规模及占主营业务收入比例较高，公司已成为全球凉味剂主要生产企业之一。2019年，公司共计销售凉味剂WS-23产品约280吨，约占全球同类产品80%的市场份额。

图27: 2019年-2022年公司凉味剂主要产品销售额（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：2022年年度报告未披露凉味剂具体产品销售额。

玛氏箭牌供应商壁垒高，公司为玛氏箭牌凉味剂 WS-23 主要供应商。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。玛氏箭牌对其供应商设置了严格的审批程序，审核周期通常在一年以上，因此，玛氏箭牌在选定供应商后，不会轻易更换。公司与爱普股份均为玛氏箭牌供应商，近年来，公司通常取得玛氏箭牌凉味剂 WS-23 主要的采购份额。此外，公司凉味剂产品主要销售客户还包括亿滋国际、湖南口味王、国际香料香精 IFF 等知名企业。

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 关键假设与盈利预测

- 天然香料:** 天然香料在技术开发、生产方面受到政策鼓励支持,加之天然香料的需求呈不断上升的趋势,公司实施加大天然香料产品研发投入及市场布局的经营策略,优先安排天然香料产品生产,预计未来将进一步提高天然香料产量。
- 合成香料:** 2021年公司新开发合成香料橡胶苔,并取得客户广泛认可,我们预计未来公司将加大橡胶苔产量。
- 凉味剂:** 凉味剂为公司未来重点发展对象,客户稳定,另外泰国项目预计增加150吨凉味剂产能,我们预计未来凉味剂销量将稳中有升。2022年12月,中草药香料“年产2600吨凉味剂及香原料项目”正式开工建设,投产时间尚未确定,可能会对公司凉味剂销量、价格形成一定冲击,但由于下游客户供应商要求壁垒高等因素,预计项目投产影响有限,因此我们预计凉味剂价格保持稳定。

表9: 公司盈利预测拆分

业务分类	假设项	2021	2022	2023E	2024E	2025E
天然香料	营业收入(亿元)	3.1	3.3	3.6	5.4	7.7
	毛利率	41%	42%	43%	44%	45%
合成香料	营业收入(亿元)	1.1	1.2	1.2	1.4	1.4
	毛利率	22%	26%	26%	26%	26%
凉味剂	营业收入(亿元)	1.9	2.4	2.5	2.7	3.1
	毛利率	32%	32%	32%	32%	32%
合计	营业收入(亿元)	6.2	7.1	7.5	9.6	12.4
	毛利率	34%	35%	36%	37%	38%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

我们预计公司 2023-2025 年的营业收入分别为 7.5、9.6、12.4 亿元,同比增速分别为 6%、28%、29%。2023-2025 年归母净利润分别为 1.3、1.8、2.5 亿元,同比增速分别为 -4%、40%、39%,3 年 CAGR 为 23%,EPS(摊薄)分别为 1.6、2.2 和 3.0 元/股。

4.2. 相对估值

我们选取 6 家国内行业的代表企业作为可比公司：**科思股份**是一家化学防晒剂制造商，同时也是铃兰醛、2-萘乙酮、合成茴脑等合成香料的主要生产商。**爱普股份**为香料香精和食品添加剂生产厂商。**金禾实业**主营业务包含食品添加剂、基础化工产品以及医药中间体。**新和成**业务涵盖营养品、香精香料、原料药、高分子材料等领域。**华业香料**专注于香料业务，主要从事内酯系列合成香料研发、生产和销售。**华宝股份**主要覆盖烟用香精、食品用香精、日用香精及食品配方领域。

根据 Wind 一致预期与我们的预测，2023 年可比公司 PE 均值为 18.0 倍，公司 2023 年的 PE 值为 22.6 倍，公司估值水平高于可比公司。考虑到公司与客户关系稳定、研发能力较强、凉味剂和香兰素在细分领域具备领先优势，同时受益于天然香料的政策支持与泰国基地的建设，我们看好公司发展前景，首次覆盖给予“买入”评级。

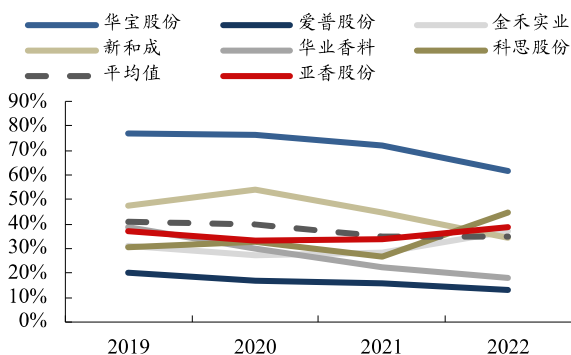
表10: 可比上市公司相对估值 (参考 2023 年 8 月 11 日收盘价)

代码	公司名称	股价 (人民币)	总市值 (亿人民币)	归母净利润 (亿人民币)				PE (倍)				PB (倍)			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
300856.SZ	科思股份	73.15	124	3.9	5.3	6.7	8.4	31.9	23.5	18.6	14.8	6.4	5.3	4.3	3.4
603020.SH	爱普股份	9.12	35	1.1	1.5	2.1	2.7	31.8	23.0	17.0	13.0	1.1	1.1	1.1	1.0
002597.SZ	金禾实业	23.06	129	17.0	10.4	13.7	16.5	7.6	12.5	9.5	7.9	1.9	1.7	1.4	1.3
002001.SZ	新和成	16.29	504	36.2	38.5	46.8	55.4	13.9	13.1	10.8	9.1	2.1	1.9	1.7	1.5
300886.SZ	华业香料	23.80	18	0.2	-	-	-	85.4	-	-	-	3.3	-	-	-
300741.SZ	华宝股份	22.52	139	7.2	-	-	-	19.1	-	-	-	1.8	-	-	-
行业平均								31.6	18.0	13.9	11.2	2.8	2.5	2.1	1.8
301220.SZ	亚香股份*	35.40	29	1.3	1.3	1.8	2.5	21.7	22.6	16.2	11.7	1.9	1.7	1.6	1.4

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

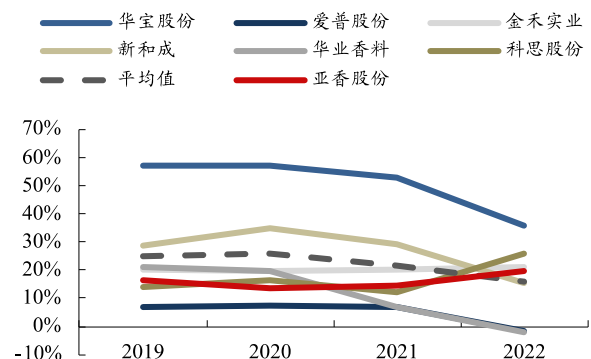
注: 标*为自行预测, 其他为 Wind 一致预期

图28: 2019年-2022年同行业可比公司毛利率



数据来源: 公司公告, Wind, 东吴证券研究所

图29: 2019年-2022年同行业可比公司净利率



数据来源: 公司公告, Wind, 东吴证券研究所

5. 风险因素

- 1、**宏观经济波动风险：**全球经济走势不明朗，如经济增速下滑将导致公司订单情况受到影响，引起业绩下滑。
- 2、**原材料价格波动风险：**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，导致公司原材料价格有所波动，进而影响公司业绩。
- 3、**市场竞争加剧及需求变化风险：**随着香料香精行业的快速发展，行业内产品不断推陈出新，若未来市场竞争加剧，可能会存在客户流失或销售下滑的风险。
- 4、**在建项目不及预期风险：**泰国项目涉及公司多项业务产能扩展，对公司未来业绩影响较大。
- 5、**环保风险：**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，随着政策端对环保要求趋严，若公司发生意外停产、减产、限产、生产设备拆除事件或受行政处罚，将对公司盈利能力造成不利影响。同时，随着环保标准的提高，公司环保投入增加，可能会导致公司收益水平下降。
- 6、**客户集中风险：**公司向前五名客户销售额占比当期营业收入比例较大，若主要客户生产经营状况发生重大不利变化导致需求下降，将会影响公司产品销售收入及利润。

亚香股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,234	1,144	1,130	1,282	营业总收入	705	748	960	1,236
货币资金及交易性金融资产	603	512	318	248	营业成本(含金融类)	455	482	609	761
经营性应收款项	202	230	297	372	税金及附加	5	5	7	9
存货	418	388	503	647	销售费用	6	6	8	10
合同资产	0	0	0	0	管理费用	68	82	96	126
其他流动资产	11	13	14	15	研发费用	37	37	50	64
非流动资产	493	688	880	993	财务费用	(9)	0	0	0
长期股权投资	13	17	23	31	加:其他收益	9	5	7	11
固定资产及使用权资产	367	498	665	757	投资净收益	(2)	0	0	(1)
在建工程	2	0	0	0	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	44	59	79	92	减值损失	(2)	0	0	0
商誉	6	6	6	6	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	3	3	3	3	营业利润	149	140	196	275
其他非流动资产	57	104	104	104	营业外净收支	4	0	0	0
资产总计	1,727	1,832	2,011	2,275	利润总额	153	140	196	275
流动负债	177	183	187	208	减:所得税	22	14	21	32
短期借款及一年内到期的非流动负债	69	50	32	13	净利润	131	125	175	243
经营性应付款项	91	114	131	165	减:少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(2)
合同负债	2	2	3	4	归属母公司净利润	132	127	177	245
其他流动负债	15	17	21	26	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.63	1.57	2.19	3.03
非流动负债	5	5	5	5	EBIT	143	140	196	275
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	179	169	240	330
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	35.45	35.54	36.53	38.38
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	18.68	16.92	18.40	19.84
其他非流动负债	5	5	5	5	收入增长率(%)	13.58	6.01	28.34	28.74
负债合计	182	189	193	214	归母净利润增长率(%)	44.16	(3.99)	39.55	38.85
归属母公司股东权益	1,545	1,644	1,821	2,066					
少数股东权益	(1)	(2)	(3)	(5)					
所有者权益合计	1,545	1,643	1,818	2,061					
负债和股东权益	1,727	1,832	2,011	2,275					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	89	177	61	118	每股净资产(元)	19.12	20.35	22.54	25.57
投资活动现金流	(549)	(222)	(237)	(169)	最新发行在外股份(百万股)	81	81	81	81
筹资活动现金流	515	(43)	(19)	(19)	ROIC(%)	9.54	7.59	9.89	12.41
现金净增加额	58	(91)	(194)	(69)	ROE-摊薄(%)	8.53	7.70	9.70	11.87
折旧和摊销	36	29	44	54	资产负债率(%)	10.56	10.31	9.59	9.39
资本开支	(57)	(173)	(231)	(160)	P/E(现价&最新股本摊薄)	21.70	22.60	16.20	11.67
营运资本变动	(77)	24	(159)	(181)	P/B(现价)	1.85	1.74	1.57	1.38

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

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

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
 苏州工业园区星阳街 5 号
 邮政编码: 215021
 传真: (0512) 62938527
 公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>