

## 爱普股份(603020.SH)

# 香精香料+食品配料一体化龙头，外延并购推动市值提升

## 买入（首次）

### 投资要点

■ **香精香料行业稳定增长，集中度低，毛利率高。**2010-2014 年，行业总体营收 CAGR 为 15.3%。2015 年 10 月，香料香精行业当年累计营收 518 亿元，同比+4%，受宏观经济景气度下降影响，增速放缓。预计未来五年，经济升温，行业仍可保持平均 10%左右的增速。国内行业 CR3 市场规模占比不足 12%提升空间大（国际市场行业 CR4 占比超 50%）。行业龙头毛利率在 40%以上，盈利能力强。

■ **口味升级带动食品配料需求激增，消费升级推动原料高端化。**受益于下游食品制造行业高景气度，预计 2016 年爱普食品原料业务可延续 17%高增长。爱普下游客户群体主要为国内高端焙烤企业。2009 至 2014 年，焙烤行业营收 CAGR 为 22.9%。2015 年 10 月，焙烤产品当年累计营收 2285 亿元，同比+9.4%，市场规模大。但 2015 年我国人均焙烤产品消费量仅 6.6 公斤/人，不足日本 1/3，增长潜力大。预计未来五年，焙烤市场可维持在 10%左右的增速。乳脂、可可类产品是烘焙重要的原材料，支出营收占比达 5%到 7%。受消费升级+口味升级，原材料高端化成新趋势，乳脂类、可可类原材料支出营收占比提升。爱普依托完善的营销网路品牌渗透度持续提高。2015 年爱普食品配料业务营收 12.6 亿元，同比+17.2%，毛利 1.8 亿，同比+47.6%。业务营收 CAGR5 为 17%，增长稳定。预计 2016 年，爱普食品配料业务可延续 17%高增长。

■ **总营收 CAGR5 为 10.1%，夯实行业领军地位；一体化策略加强业务板块优势协同效应。**2015 年爱普营业收入 18.3 亿元，同比+10.4%，净利润 1.8 亿元，同比+18.1%。总营收 CAGR5 为 10.1%，位列龙头企业第一。爱普致力于将香精香料+食品配料“产品一体化”，延伸至“服务一体化”，为客户提供“一站式”解决方案，业务板块优势协同效应加强，竞争力提升。

■ **爱普有望借鉴国际香料香精行业巨头奇华顿、凯瑞并购路径，和国内龙头华宝国际并购扩张历程，解决香料香精业务发展承压的现状，发挥全产业链优势，释放增长潜力。**1Q16 爱普持有现金 9.5 亿；股东魏中浩持股 35.4%，将于 2018 年 3 月解禁。截至 2016 年 6 月 30 日，馨宇投资持有无限售条件流通股 2880 万股，占公司总股本的 9%，存在稀释股权资本运作空间，并购优势明显。

■ **盈利预测：**预计公司 16-18 年净利润分别为 2.2/3.2/4.2 亿，EPS 为 0.7/1.0/1.3，鉴于公司外延并购预期 我们给与公司 17 年 35xPE 目标价 35 元，还有 35%空间，买入评级。

■ **风险提示：**食品安全风险、行业竞争加剧

2016 年 7 月 12 日

证券分析师 马浩博

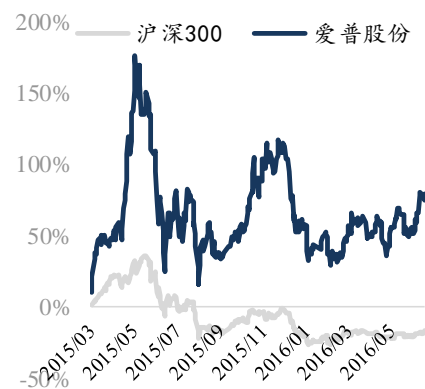
执业资格证书号码：S0850513090003

[mahb@research.dwstock.com.cn](mailto:mahb@research.dwstock.com.cn)

研究助理 汤玮亮

[tangwl@dwzq.com.cn](mailto:tangwl@dwzq.com.cn)

### 股价走势



### 市场数据

收盘价（元）	25.78
一年最低/最高价	19.2/64.5
市净率	4.9
流通市值（亿元）	49.87

### 基础数据

每股净资产	5.3
资产负债率	13.27
总股本（亿股）	3.2
流通股 A 股（亿股）	1.93

## 目录

<b>1. 营收 CAGR5 为 10.1%，夯实行业领军地位.....</b>	<b>5</b>
<b>2. 消费升级+口味升级，食品原料可延续 17%高增长</b>	<b>7</b>
2.1. 上游食品配料制造商为行业全球巨头，品牌优势明显.....	7
2.2. 消费升级+口味升级，高端食品配料的需求激增 .....	7
2.3. 完善的食品配料营销网络助力 17%高增长延续 .....	13
<b>3. 香精香料行业整合空间大，并购重组预期强烈 ..</b>	<b>14</b>
3.1. 激烈竞争常态难改，行业整合空间大.....	14
3.2. 有望借鉴国内外并购重组路径，扩张市场规模.....	16
3.3. 资本运作可充分发挥爱普香料香精全产业链优势.....	19
<b>4. 香料香精+食品配料核心优势构建一体化服务体</b>	<b>19</b>
<b>系 .....</b>	<b>19</b>
<b>5. 投资建议 .....</b>	<b>21</b>

## 图表目录

图表 1: 营收稳定增长, 2015 年同比+10.4%	5
图表 2: 毛利波动增长, 2015 年同比+12.6%	5
图表 3: 食品配料业务增长迅速, 同比 17.2%	5
图表 4: 香料香精业务增长缓慢, 2015 同比-2.5%	5
图表 5: 香料香精业务营收占比降低至 30.1%	6
图表 6: 香料香精业务为毛利主要来源, 贡献 55.6%	6
图表 7: 香料香精毛利率稳定在 40% 以上, 食品配料毛利率不足 15%	6
图表 8: 2011 年至 2015 年, CAGR 为 10.1%, 位列行业龙头第一	6
图表 9: 2014 年食品配料业务前五名供应商采购金额占年度采购总额 82.98%	7
图表 10: 爱普食品配料下游食品制造企业	8
图表 11: 黄油销售量增长稳定, 2015 年同比+5.7%	8
图表 12: 零售渠道较食品服务渠道消费量增长更快	8
图表 13: 黄油均价逐年提升, 2015 年达 69.2 元/千克	9
图表 14: 我国黄油人均消费低, 仅为日本 1/21	9
图表 15: 2015 年安佳(Anchor)黄油市场份额 24.4%	9
图表 16: 安佳(Anchor)黄油市场份额逐年上升	9
图表 17: 奶酪销量高速增长, 2015 年同比+18.6%	10
图表 18: 零售渠道较食品服务奶酪消费量增长更快	10
图表 19: 2015 年人均奶酪消费不足 0.5 美元	10
图表 20: 2015 年天然奶酪零售销量占比不足日本 1/2	10
图表 21: 天然奶酪占比零售微升, 食品服务微降	10
图表 22: 零售奶酪单价逐年上升	10
图表 23: 奶酪进口量增长迅速, 1Q16 同比+39.8%	11
图表 24: 奶酪进口量增长迅速, 1Q16 同比+39.8%	11
图表 25: 巧克力消费量增长稳定, 2015 同比+4.9%	12
图表 26: 2010 年至 2015 年巧克力销量 CAGR 为 8%	12
图表 27: 巧克力均价攀升, 2015 年达 136.6 元/千克	12
图表 28: 盒装巧克力均价较高	12
图表 29: 焙烤产品营收增长速度稳定	13
图表 30: 2015 年焙烤产品人均消费量较低	13
图表 31: 消费升级+口味升级带动下游食品制造销量品质提升	13
图表 32: 香料香精制造行业营收增长稳定	14
图表 33: 香料香精制造龙头毛利率高	15
图表 34: 国际香精香料行业领导者竞争格局稳定, 华宝国际是唯一上榜中国企业	15
图表 35: 国际行业 CR4 超 50%, 垄断程度高	16
图表 36: 国内 CR3 市场规模占比不足 12%	16
图表 37: 奇华顿并购路径	16
图表 38: 凯瑞并购路径	17
图表 39: 华宝国际终成全球第十强, 并购扩张三步走	18

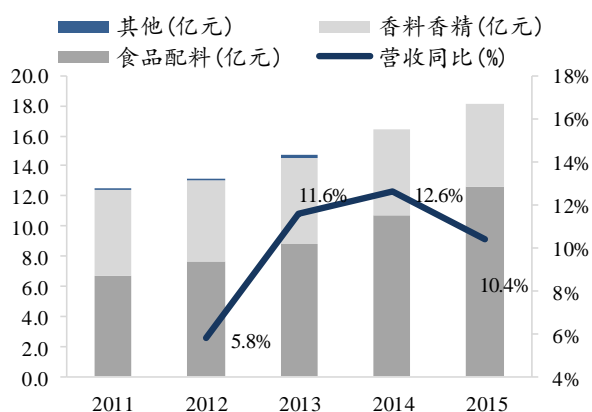
图表 40：华宝国际并购扩张，市场规模激增.....	18
图表 41：2015 年华宝国际主营业务占比.....	18
图表 42：香料香精全产业链+食品配料营销网络优势整合 .....	20
图表 43：自内向外的一体化客户服务体系，提供全方位解决方案.....	20
图表 44：三年预测财务报表.....	22

## 1. 营收 CAGR5 为 10.1%，夯实行业领军地位

业绩增速位列行业龙头第一，香精香料高毛利+食品配料高增长，实现互补，竞争优势凸显。2015 年公司实现营业收入 18.3 亿元，同比+10.4%，毛利 4.7 亿元，同比+12.6%，净利 1.8 亿元，同比+18.1%。2011 年至 2015 年，营收保持稳定增长势头，CAGR 为 10.1%，位列龙头企业第一；毛利波动增长，CAGR 为 7.2%。其中，香料香精业务营收 CAGR 为 -0.8%，增速放缓，2015 年营收 5.5 亿元，同比-2.5%，占比下滑至 30.1%；食品配料业务营收 CAGR5 为 17%，增长迅速，2015 年营收 12.6 亿元，同比+17.2%，占比提升至 68.8%。由于香料香精业务毛利率水平较高，维持在 40% 以上，在营收占比下降的趋势下，依然是公司毛利的主要来源。2015 年，香料香精业务贡献毛利 2.4 亿元，占比 55.6%。

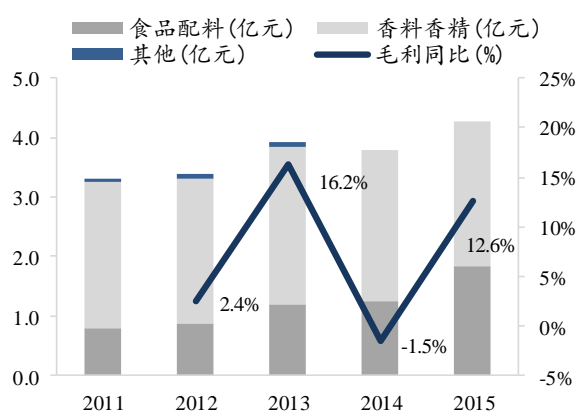
爱普依托香料香精行业高毛利优势，挖掘食品配料需求增长潜力，多元发展，使得公司在香料香精业务拓展承压时，实现了稳增长保利润的目标，相比单一业务板块龙头企业，更有竞争优势。

图表 1：营收稳定增长，2015 年同比+10.4%



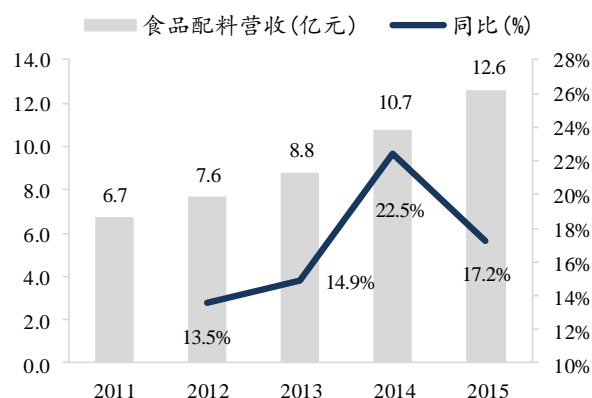
资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 2：毛利波动增长，2015 年同比+12.6%



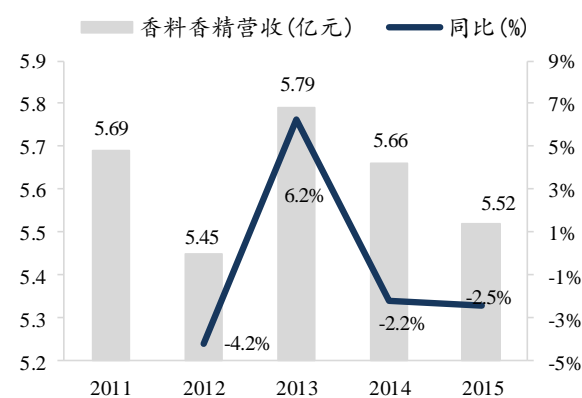
资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 3：食品配料业务增长迅速，同比 17.2%



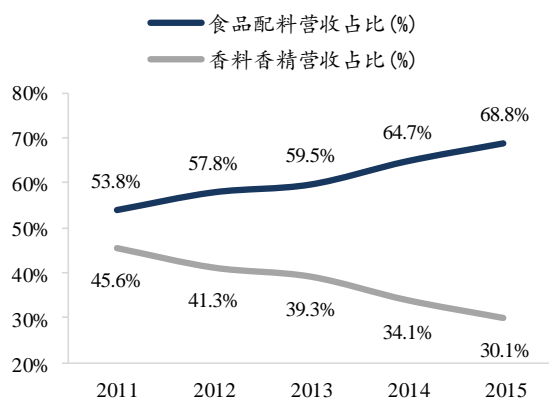
资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 4：香料香精业务增长缓慢，2015 同比-2.5%



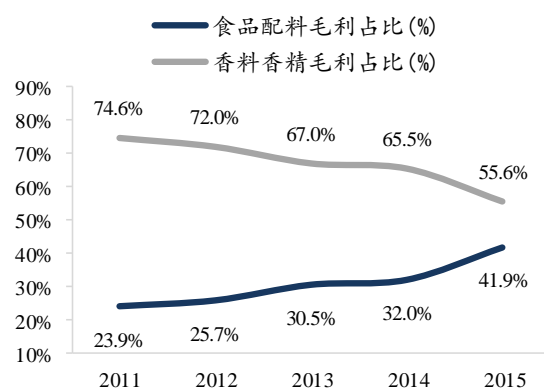
资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 5: 香料香精业务营收占比降低至 30.1%



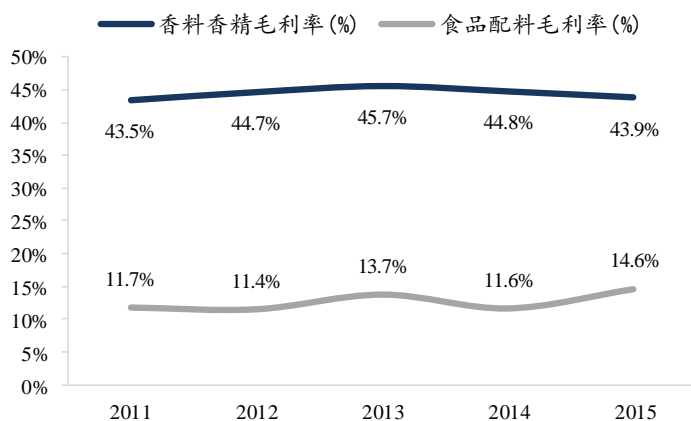
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 6: 香料香精业务为毛利主要来源, 贡献 55.6%



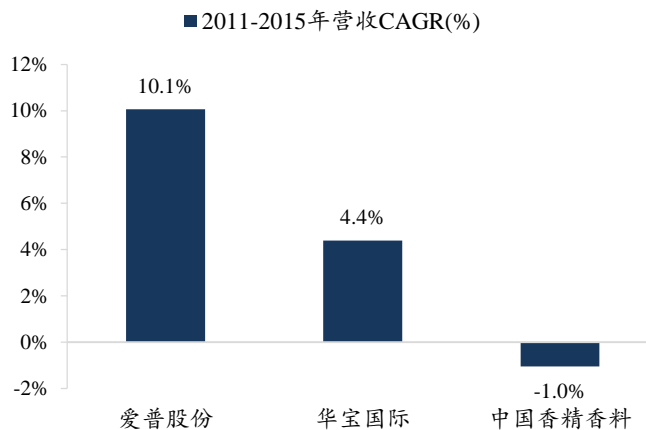
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 7: 香料香精毛利率稳定在 40% 以上, 食品配料毛利率不足 15%



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 8: 2011 年至 2015 年, CAGR 为 10.1%, 位列行业龙头第一



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所



## 2. 消费升级+口味升级，食品原料可延续 17%高增长

### 2.1. 上游食品配料制造商为行业全球巨头，品牌优势明显

爱普股份食品配料经营范围以乳脂制品（黄油、奶酪、稀奶油）和可可、巧克力制品为主。其中乳脂制品主要是从新西兰恒天然采购(占采购总额的 60% 以上)，黄油和奶酪通过直销的方式采购旗下小包装安佳

（Anchor）品牌。恒天然是世界十大乳制品供应商之一，致力于向全世界提供安全、优质的乳品原料，承揽了全球约 30% 乳制品的出口量；巧克力制品主要是来自爱普与百乐嘉利宝合资的上海乐嘉可可有限公司。百乐嘉利宝是全球最大的高质量的巧克力制品制造商，也是大型食品制造企业，如卡夫食品的供应商。可可制品，主要采购自贝蒂可可(BTCOCOA)。贝蒂可可印度尼西亚规模最大、加工能力最强的专业可可生产企业，全球 50 多个国家的客户提供优质的可可产品，目前已经达到 15 万吨的年加工能力。与知名品牌原料制造商合作，既可以保证货源充足、质量稳定，又可借助品牌效应，提升市占率。

图表 9：2014 年食品配料业务前五名供应商采购金额占年度采购总额 82.98%。

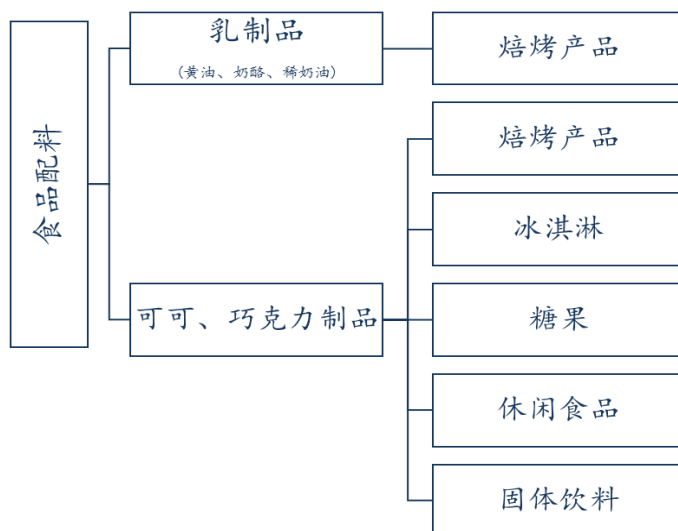
采购商	性质	经营品牌(食品配料相关)	采购物	份额
<b>FONTERRA</b> (新西兰恒天然)	制造商		(Anchor)	约 73%
			黄油	(35%)
			奶酪	(44%)
广州羊城食品	代理商		无水奶油	约 12%
			奶粉	
			黄油	
<b>AgroHub Commodities</b>	推广商		可可粉	约 8%
			可可脂	
上海乐嘉可可	代理商		巧克力	约 4%
(爱普与苏州百乐嘉利宝合资成立)				
广州利澳贸易	代理商		奶粉	约 3%
				

资料来源：招股说明书，公司网站东吴证券研究所

### 2.2. 消费升级+口味升级，高端食品配料的需求激增

爱普 2011 年至 2015 年食品配料业务营收 CAGR 为 17%，发展迅速。2015 年，食品配料业务营收达 12.6 亿，同比 17.2%，占比提升至 68.8%。乳脂制品的下游客户群体主要为国内高端焙烤企业；可可及巧克力制品主要应用在焙烤产品、冰淇淋、糖果、休闲食品、固体饮料等。下游行业景气度高，增长速度快，对食品制造原材料的需求激增，消费升级+口味升级，对原材料品质要求提升，天然、进口食品被消费者追捧。爱普以经销全球知名品牌产品高端品牌为主，具有先发优势。

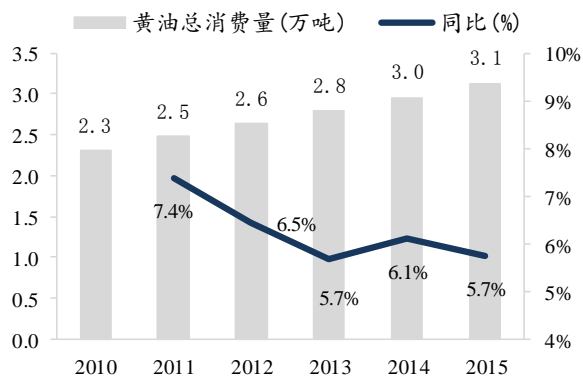
图表 10：爱普食品配料下游食品制造企业



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

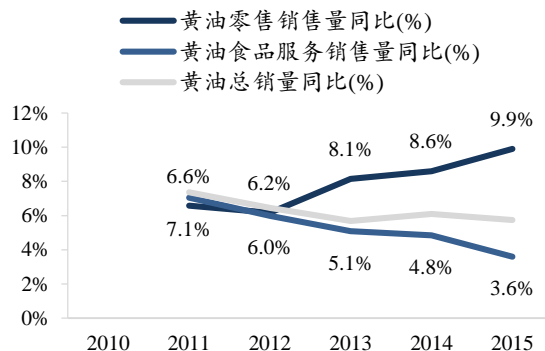
- **黄油消费增长稳定，均价逐年提升，但人均消费仍然很低，增长潜力大。**根据 Euromonitor 的统计，2015 年，黄油消费总量达 3.1 万吨，同比+5.7%，营收 7.7 亿，同比+14.7%。其中，零售渠道销售量为 1.1 万吨，同比+9.9%。从增长趋势上看，2010 年至 2015 年，黄油总消费量 CAGR 为 6.3%，零售渠道销售量 CAGR 为 7.9%，增长稳定。口味升级带动了黄油消费。由于采用黄油煎、烤，相比传统植物油奶香味更加浓郁，色泽更加鲜美，逐渐为消费者所接受。家庭烘焙的兴起，如吐司、泡芙的制作需要黄油作为原材料，均增加了零售端黄油销量。同时，消费升级带动了黄油消费均价的提升。黄油零售均价呈现逐年上升的趋势，2015 年达 69.2 元/千克。健康意识的日渐加强，黄油信息的日渐普及，消费者在购买脂质制品时，更加注重成份是天然度、健康度，推高了黄油均价。但目前我国总体人均黄油消费还很低，仅为 0.1 美元，仅为日本的 1/21，增长空间大。

图表 11：黄油销售量增长稳定，2015 年同比+5.7%



资料来源：Euromonitor，东吴证券研究所

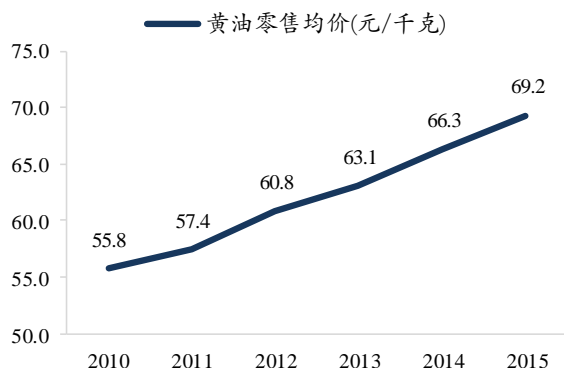
图表 12：零售渠道较食品服务渠道消费量增长更快



资料来源：Euromonitor，东吴证券研究所

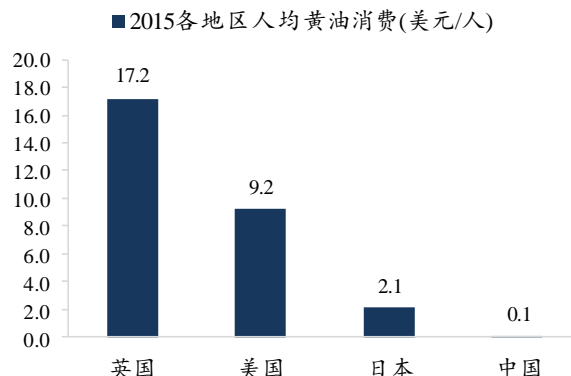


图表 13: 黄油均价逐年提升, 2015 年达 69.2 元/千克



资料来源: Euromonitor, 东吴证券研究所

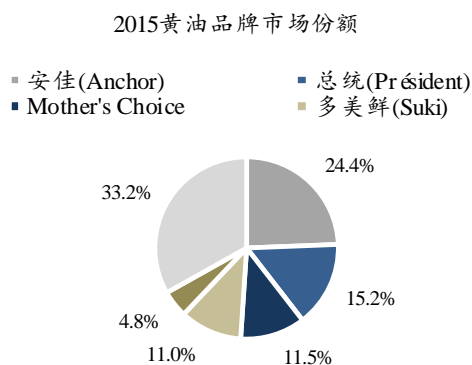
图表 14: 我国黄油人均消费低, 仅为日本 1/21



资料来源: Euromonitor, 东吴证券研究所

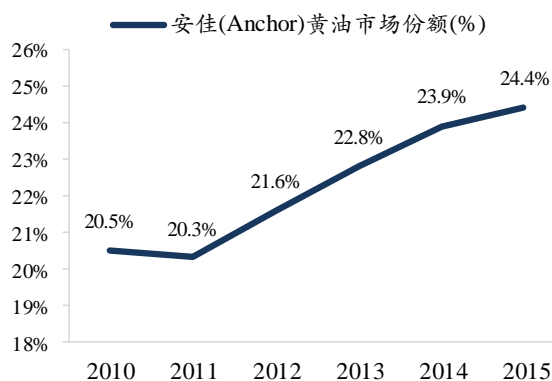
安佳(Anchor)黄油市场份额位列第一, 并呈现逐年提升趋势, 爱普直销商可借品牌效应提高市场占有率。2015 年, 安佳(Anchor)黄油的市场占有率为 24.4%, 位列第一, 是位列第二的总统(President)黄油市场份额的 1.6 倍。同时, 安佳的市场份额呈现逐年上升的趋势, 预计 2016 年, 市场份额可以超过 25%。爱普是恒天然直销商, 主要经销安佳品牌, 其中 30% 至 40% 采购额来自黄油产品。爱普将受益于该品牌的品牌效应和市场份额的扩张。

图表 15: 2015 年安佳(Anchor)黄油市场份额 24.4%



资料来源: Euromonitor, 东吴证券研究所

图表 16: 安佳(Anchor)黄油市场份额逐年上升

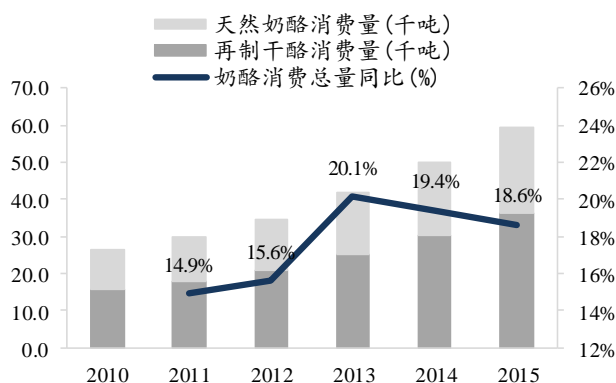


资料来源: Euromonitor, 东吴证券研究所

- 奶酪消费量增长速度快, 人均消费增长空间大, 天然奶酪占比有待提升。根据 Euromonitor 的统计, 2010 至 2015 年奶酪销售量 CAGR 为 17.7%, 营收 CAGR 为 25%, 市场规模扩张迅速。2015 年我国奶酪消费约 10 万吨, 其中进口奶酪 7.6 万吨。零售渠道奶酪的消费量较食品服务渠道销量增速更快, 高出 2pct 左右。但目前我国人均奶酪消费还很低, 仅 0.4 美元, 不足日本的 1/50, 奶酪消费市场具有广阔的前景。消费结构中, 食品服务渠道中天然奶酪的占比呈现微降的趋势, 2015 年降至 57.7%, 但因天然乳酪味道更香醇口味加, 因此在食品服务渠道占比依旧超过 50%; 零

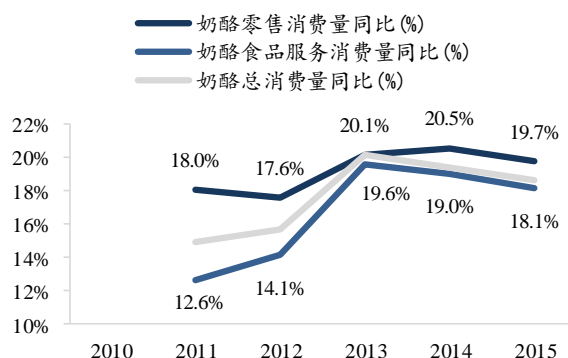
售渠道中天然奶酪的消费量占比呈现逐年微升趋势，2015 年占比达 16.1%，但不足日本占比的 1/2。随着天然奶酪在零售渠道中占比提升，奶酪的零售均价也随之提升至 131.5 元/千克。消费升级+口味升级带动效果明显。

图表 17：奶酪销量高速增长，2015 年同比+18.6%



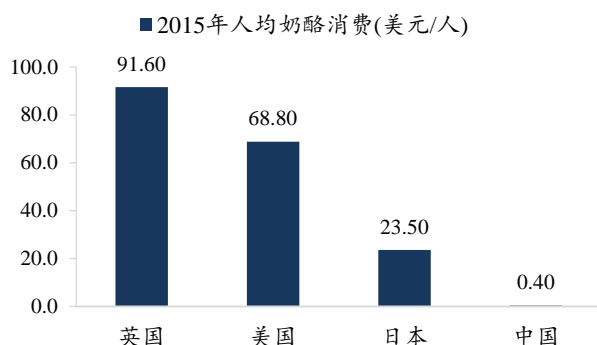
资料来源：Euromonitor，东吴证券研究所

图表 18：零售渠道较食品服务奶酪消费量增长更快



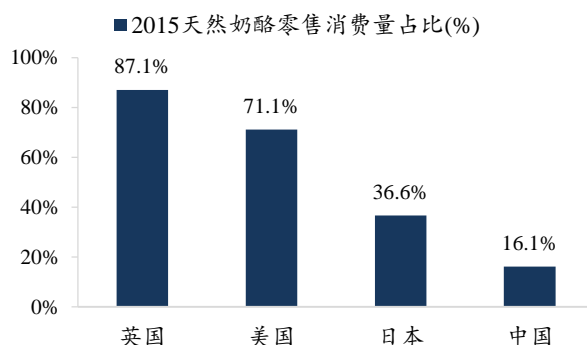
资料来源：Euromonitor，东吴证券研究所

图表 19：2015 年人均奶酪消费不足 0.5 美元



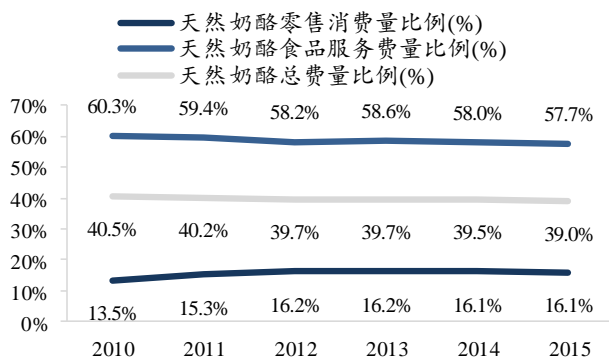
资料来源：Euromonitor，东吴证券研究所

图表 20：2015 年天然奶酪零售销量占比不足日本 1/2



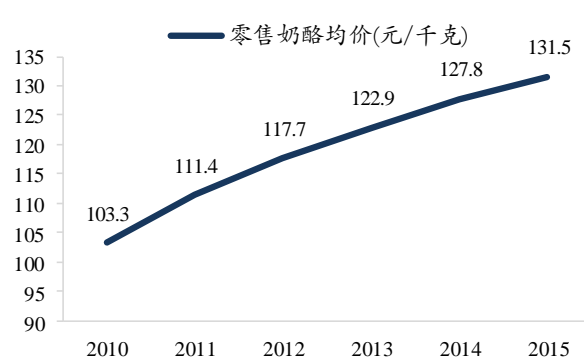
资料来源：Euromonitor，东吴证券研究所

图表 21：天然奶酪占比零售微升，食品服务微降



资料来源：Euromonitor，东吴证券研究所

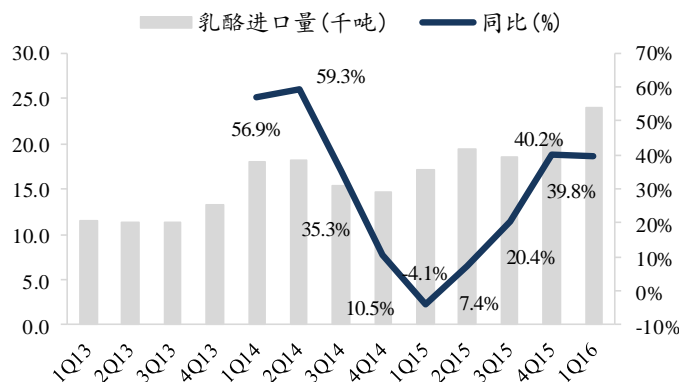
图表 22：零售奶酪单价逐年上升



资料来源：Euromonitor，东吴证券研究所

进口奶酪销量增长迅速，市场抢占效果明显。2013 年至 2015 年，奶酪进口量 CAGR 为 26.4%，高于同期奶酪消费量 CAGR 为 19.0%，市场抢占效果明显。1Q16 我国奶酪进口量达 2.4 万吨，同比+39.8%，增长迅速。根据 Euromonitor 统计，2015 年，零售端国内奶酪品牌占比仅 24.9%，进口奶酪市场优势明显，消费升级将持续推动进口奶酪的消费。

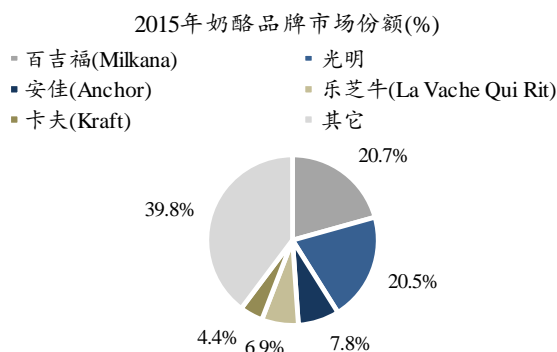
图表 23：奶酪进口量增长迅速，1Q16 同比+39.8%



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

安佳(Anchor)奶酪市场份额位列第三，仍有提升空间。2015 年，零售端安佳(Anchor)奶酪的市场份额为 7.8%，位列第三，较之位列第一、第二的百吉福、光明 20%左右的市场份额，有较大的提升空间。进口奶酪抢滩市场效果明显，爱普可依托安佳(Anchor)品牌效应，提高市场占有率。

图表 24：奶酪进口量增长迅速，1Q16 同比+39.8%

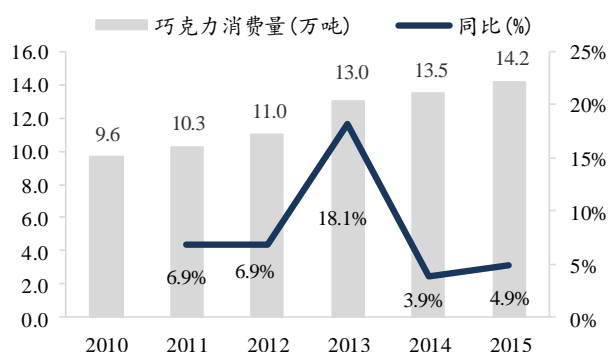


资料来源：Euromonitor，东吴证券研究所

- 巧克力制品消费增长稳定，巧克力口味接受程度提升。2015 年，我国巧克力消费量达 14.2 万吨，同比+4.9%。2010 年至 2015 年，巧克力消费量 CAGR 为 8%，其中巧克力棒 CAGR 为 13%，巧克力棒作为能力补充剂具有食用方便的特点被消费者迅速接受。消费者对巧克力口味的喜爱程度上升，也带动了相关产品销量。同期，巧克力酱销量的 CAGR 为 3.3%，巧克力涂层饼干的 CAGR

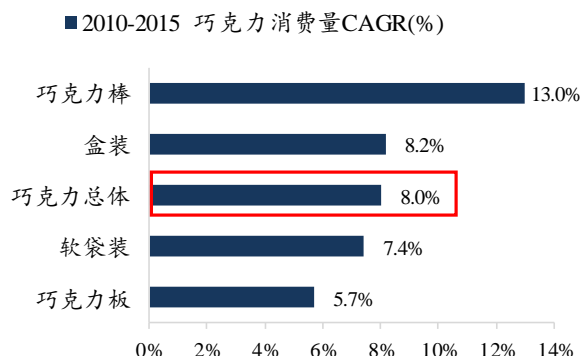
为 6.4%，口味升级趋势明显。

图表 25：巧克力消费量增长稳定，2015 同比+4.9%



资料来源：Euromonitor，东吴证券研究所

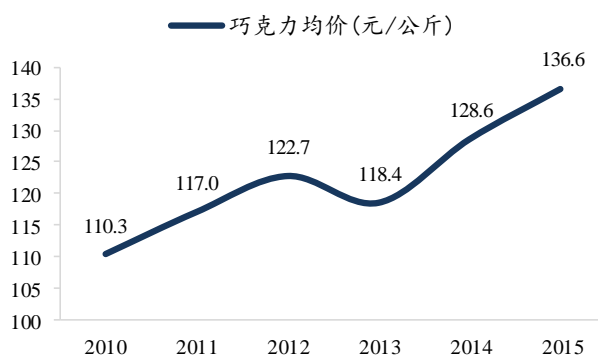
图表 26：2010 年值 2015 年巧克力销量 CAGR 为 8%



资料来源：Euromonitor，东吴证券研究所

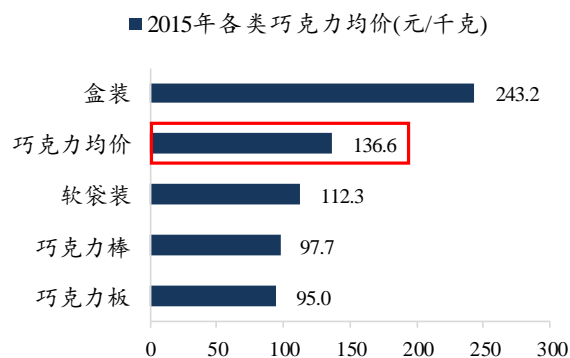
消费升级推动巧克力均价逐年攀升。2011 年至 2015 年，盒装巧克力 CAGR 为 8.2%，较普通巧克力增速高 1-2pct，2015 年盒装巧克力均价达 243.2 元/千克，约是软袋装巧克力均价的 2 倍，消费升级趋势明显。受益于高端巧克力迅速增长，巧克力整体均价同步提升，2015 年巧克力均价达 136.6 元/公斤。高端巧克力的天然可可脂含量可达 30% 以上，是普通巧克力添加比例 1.5 倍以上，口感更顺滑，熔点低。消费升级+口味升级，带动高端产品消费提升，将促进天然可可脂的消费量。

图表 27：巧克力均价攀升，2015 年达 136.6 元/千克



资料来源：Euromonitor，东吴证券研究所

图表 28：盒装巧克力均价较高

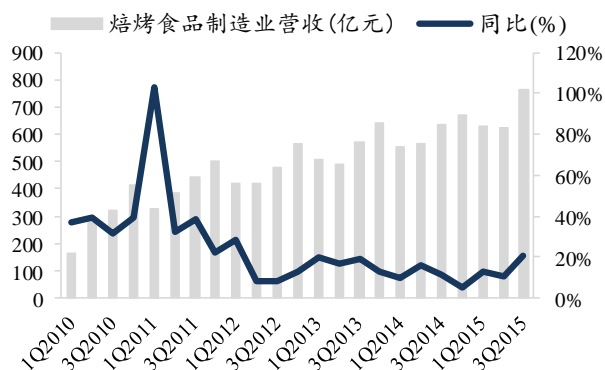


资料来源：Euromonitor，东吴证券研究所

- 焙烤产品人均消费增长空间大，原材料高端化成新趋势。2009 至 2014 年，焙烤产品营收 CAGR 为 22.9%，增长稳定。2015 年 10 月，焙烤产品累计营收 2285 亿元，同比+9.4%，增速放缓。2015 年，我国人均焙烤产品消费量不足 10 公斤，增长空间大。预计未来五年，焙烤市场可维持在 10% 左右的增速。虽然不同的烘焙产品，原料配比差别很大，乳脂、可可类产品是重要的原材料，平均支出营收占比可达 5% 到 7%，乳脂使得产品具有香浓奶味，可可类产品添加了巧克力风味，是产品口感、口味控制的关键。同

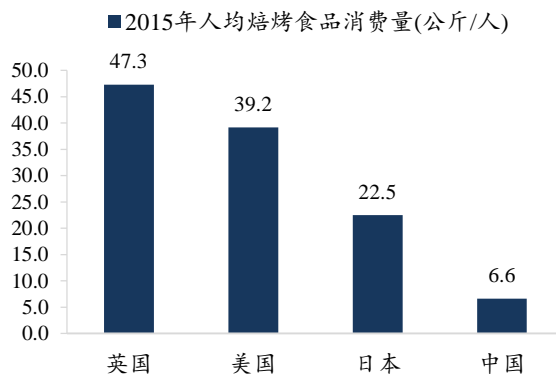
时，使用天然原料制作的产品，口感更香醇，也更健康。消费升级+口味升级，使得原材料高端化已成为烘焙产品新趋势。以爱普食品配料客户上海克莉丝汀饼屋为例，2013 至 2015 年，乳脂类原材料支出营收占比提高了约 1pct。爱普主营高端烘焙材料，客户均以国内高端焙烤企业为主，可以依托先发布局优势，深耕客户需求，提高渗透率。

图表 29：焙烤产品营收增长速度稳定



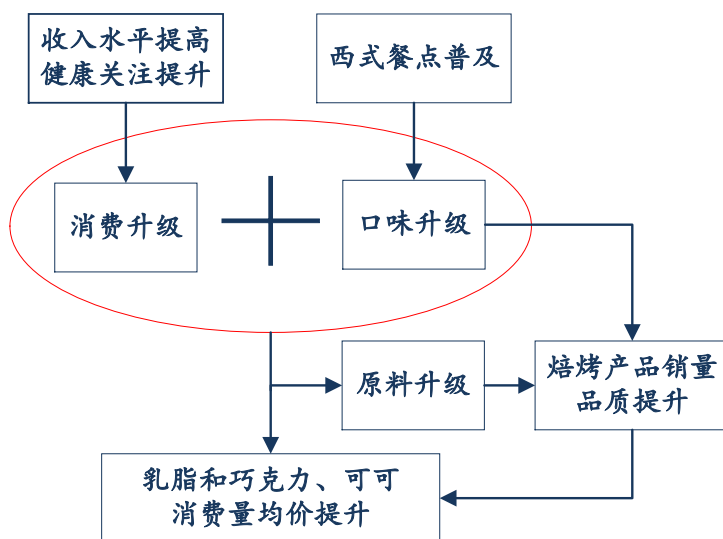
资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 30：2015 年焙烤产品人均消费量较低



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 31：消费升级+口味升级带动下游食品制造销量品质提升



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

### 2.3. 完善的食品配料营销网络助力 17% 高增长延续

**食品配料营销网络优势。**食品配料业务是公司的增长点。2015 年，同比 17.2%，营收贡献 68.8%。公司在食品经销领域竞争优势明显：

#### (1) 完善的销售网络。

公司食品科技及下属公司布局在国内沿海重要港口和部分重点二线城市等 10 余个地区均有布局，有助于市场下沉，辐射面拓展。

### (2) 专业的销售团队。

公司的销售团队形成销售人员，应用工程师和调查师共同协作的体系，在提供产品的基础上，销售专业创意和技术支持，为客户提供全方位解决方案。

### (3) 先进的冷链物流。

公司拥有较为先进的食品冷链物流系统，以保证乳脂制品等的口感和食品安全。筹备在建的“食品配料物流中心”投产后，优势将得到强化。

### (4) 丰富的运作经验。

公司是国内香料香精行业的龙头企业，和下游食品制造企业建立了持久良好的合作关系，对下游行业整体的发展状况、服务需求有清晰的认识。这些信息在移植到食品配料业务板块后，受益于板块业务下沉深入，覆盖面广的特点，得到了丰富，可以实现客户发现、需求挖掘、专业产品选择等市场营销策略服务。

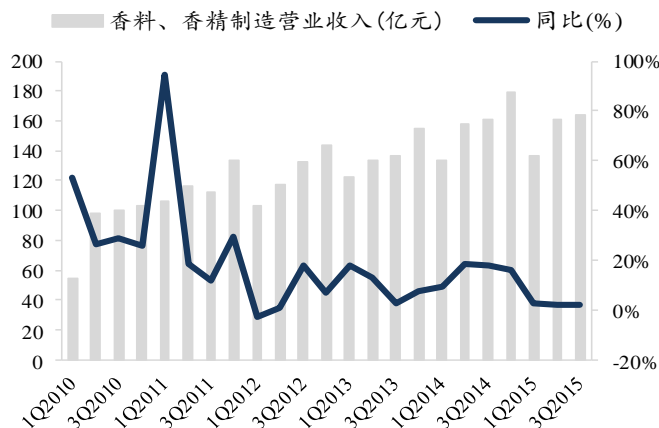
下游消费需求增长迅速，消费升级+口味升级推动高端食品原材料的需求量，同时上游食品配料生产商品品牌具有品牌优势，市场竞争力强，辅以爱普食品配料营销网络优势，我们预计，2016 年爱普的食品配料业务将延续 17% 的高增长。

## 3. 香精香料行业整合空间大，并购重组预期强烈

### 3.1. 激烈竞争常态难改，行业整合空间大

香料香精行业营收增长稳定，增速放缓。2010 年至 2014 年，行业营收年均复合增长率为 15.3%，增长迅速。2015 年 10 月，香料香精行业当年累计营收 518 亿元，同比+4%。宏观经济景气度下降，消费升级叠加食品安全聚焦，产品成分透明度、食品材料天然度成消费关注核心，致使香精香料行业规模增长呈现放缓趋势。预计未来 5 年，经济热度回升，行业规模将保持稳定增长，但增速将降至 10% 以内。

图表 32：香料香精制造行业营收增长稳定



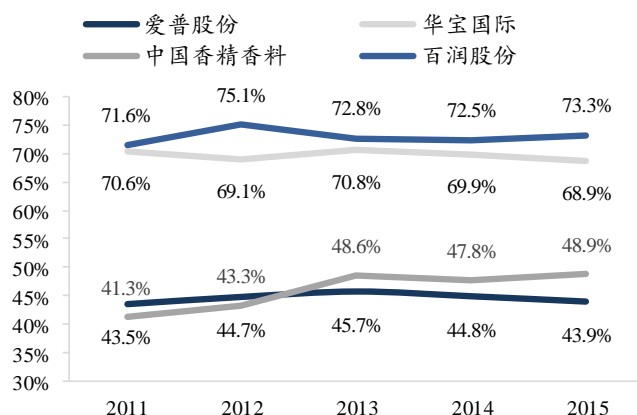
资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

龙头企业盈利能力较强，毛利率较高。行业龙头整体毛利率较高，



均在 40% 以上。专注于食品香精的企业，如华宝国际和百润股份，毛利率在 70% 以上；香料香精并重的企业，如爱普股份、中国香精香料，毛利率在 40% 以上，均高于行业平均约 10% 的毛利率水平。

图表 33：香料香精制造龙头毛利率高



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

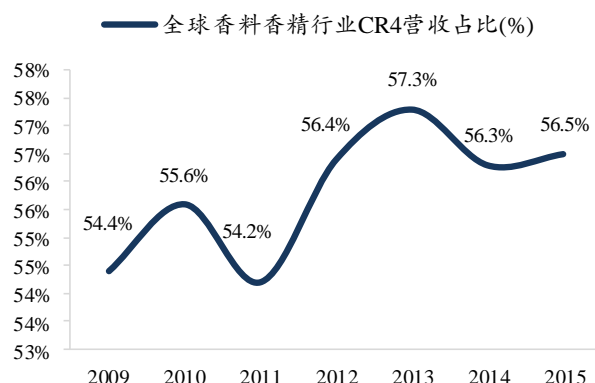
行业集中度低，CR3 占比不足 12%，整合空间大。国际市场行业竞争格局成熟，呈现行业巨头高垄断的状态，行业 CR4 营收占比超 50%，CR10 营收占比超 70%。相比，国内行业集中度低，CR3 市场规模占比不足 12%。由于内部市场竞争激烈，龙头企业发展受阻，营收同比增速低于行业营收同比+15%的速度，2014 年市场规模占比微降，为 10.6%。同时，国际行业巨头不断介入，抢占市场份额，加剧行业竞争激烈程度，如奇华顿 1988 年进入中国后，以食用香精和日用香精为主，陆续在上海、北京、广州、南通、成都和香港，设立多家分公司，拓展事业版图。多数中小型企业难抵外资竞争，部分企业退出市场，龙头企业布局空间大。

图表 34：国际香精香料行业领导者竞争格局稳定，华宝国际是唯一上榜中国企业

公司	国别	2013		2014		2015		
		收入	占比	收入	占比	收入	占比	
(以当期 12 月 31 日汇率换算)		(亿美元)	(%)	(亿美元)	(%)	(亿美元)	(%)	
1	奇华顿(Givaudan)	瑞士	47.2	19.7%	48.2	19.4%	45.8	19.0%
2	芬美意(Firmenich)	瑞士	31.9	13.3%	32.9	13.2%	31.4	13.0%
3	国际香料(IFF)	美国	29.5	12.4%	30.9	12.4%	30.2	12.5%
4	德之馨(Symrise)	德国	24.3	10.2%	28.2	11.3%	28.9	12.0%
5	高砂(Takasago)	日本	13.5	5.6%	12.5	5.0%	11.7	4.9%
6	曼氏(Mane)	法国	9.6	4.0%	10.2	4.1%	10.5	4.4%
7	花臣(Frutarom)	以色列	6.7	2.8%	8.2	3.3%	8.7	3.6%
8	森馨(Sensient )	美国	7.4	3.1%	7.2	2.9%	6.7	2.8%
9	罗伯特(Robertet )	法国	5.2	2.2%	5.2	2.1%	4.8	2.0%
10	华宝(Huabao)	中国	4.1	1.7%	4.3	1.7%	4.1	1.7%
11	长谷川(Hasegawa)	日本	4.6	1.9%	4.3	1.7%	3.9	1.6%
.	合计		183.9	76.9%	191.9	77.1%	186.7	77.5%

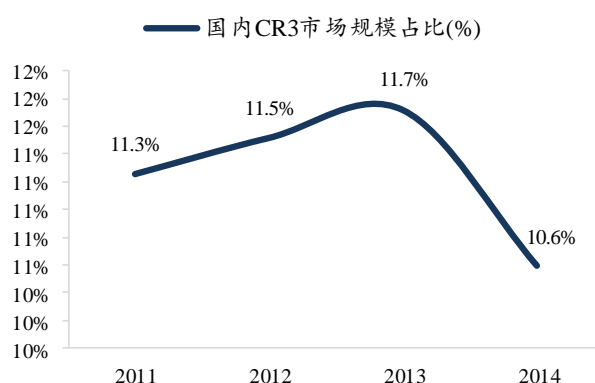
资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 35: 国际行业 CR4 超 50%，垄断程度高



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 36: 国内 CR3 市场规模占比不足 12%

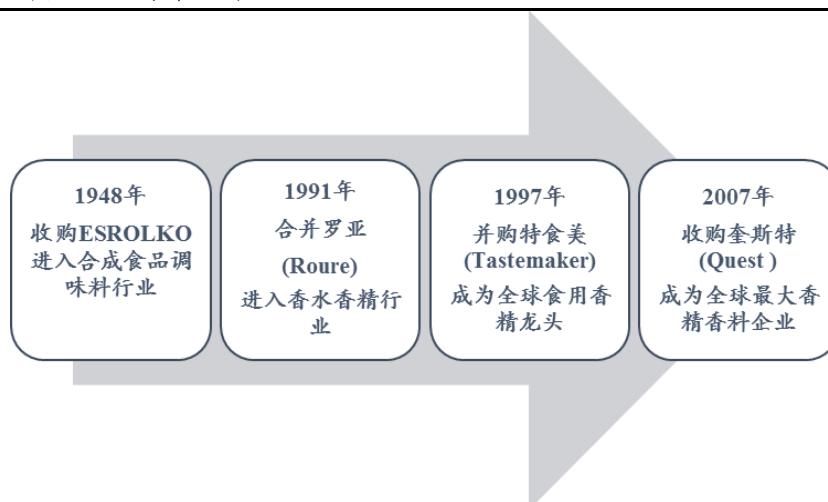


资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

### 3.2. 有望借鉴国内外并购重组路径, 扩张市场规模

**并购重组做强主业, 整合资源扩展经营范围, 多元发展。**应对激烈竞争, 国际香料香精行业巨头通过并购重组突出重围的经验方式, 一种是奇华顿模式——专注香料香精主业, 通过并购重组, 优势互补, 拓展细分行业市场。建立初期, 奇华顿以经营日用香精为主。1948 年奇华顿收购 Esrolko SA, 切入合成食品级调味料行业。1991 年奇华顿与罗亚强强联合, 借助罗亚高级香水研发能力, 进入香水行业。1997 年奇华顿并购美国食用香精企业特食美 (Tastemaker), 跃升为全球食用香精龙头。2007 年奇华顿收购奎斯特公司 (Quest International), 成为全球最大的香精香料企业。

图表 37: 奇华顿并购路径

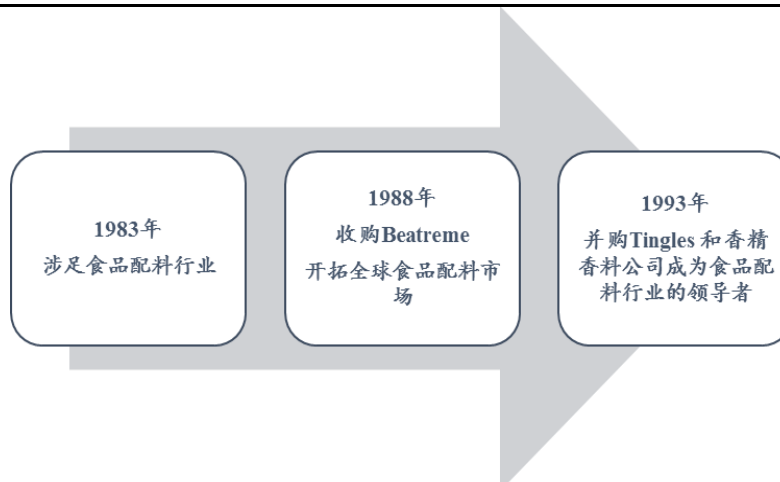


资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

另一种是凯瑞模式——多元化发展, 产业链延伸, 整合资源, 通过渠道优势, 抢占食品配料和下游食品制造市场, 迅速壮大。1983 年, 凯瑞集团开始涉足食品配料行业。1988 年凯瑞集团收购美国专业食品配料提供商 Beatreme, 开拓全球市场。1993 年, 凯瑞继续并购 Tingles Ltd 和

伊斯特利香精香料公司，成为欧美食品配料行业的领导者。

图表 38：凯瑞并购路径



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

爱普股份在做强香精香料产业的同时，将经营范围拓展至食品配料业务。这两种发展模式对爱普股份均有借鉴意义。

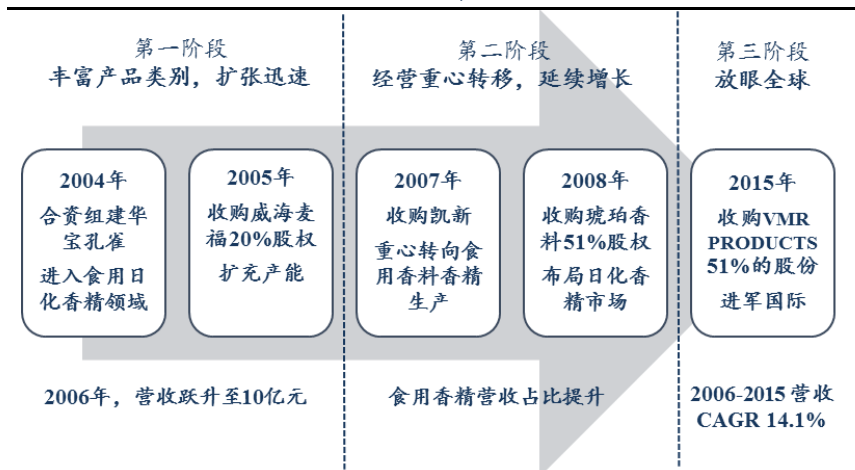
**国内龙头企业示范并购扩张路径，爱普有望借鉴经验发挥优势。**华宝国际是唯一进入全球香精香料行业十强榜单的中国企业。2006 年至 2015 年间，华宝国际营收年均复合增长率为 14.1%，扩张迅速。华宝国际是奇华顿模式的成功践行者。适时的并购扩张，优势整合互补，是华宝国际成为行业领军者的重要原因。

**第一阶段：丰富产品类别，扩张迅速。**成立初期，烟用香精是华宝集团唯一业务。2004 年 4 月，华宝集团与上海孔雀香精香料有限公司合资组建华宝孔雀，进入食用和日化香精领域。后因发展需要，华宝集团收购上海孔雀所持华宝孔雀全部股份。2005 年 1 月，华宝集团收购威海麦福绿色产业科技有限公司 20% 的股权(更名威海华元)，扩充产能。2006 年，公司营收跃升为 10 亿元，食用香精占比 10%，烟用香精占比 90%。

**第二阶段：经营重心转移，延续增长。**2007 年 7 月，华宝国际以 6.52 亿港币，收购凯新集团，重心转向食用香料香精生产。2008 年 5 月华宝国际收购厦门琥珀香料有限公司(琥珀)51% 股权，发展日化香精。2009 年，华宝集团食用香精营收占比提升至 96.6%，日化香精营收占比为 3.3%。通过并购，平台资源整合，公司重心转向景气度更高的细分行业，延续了规模高速增长。

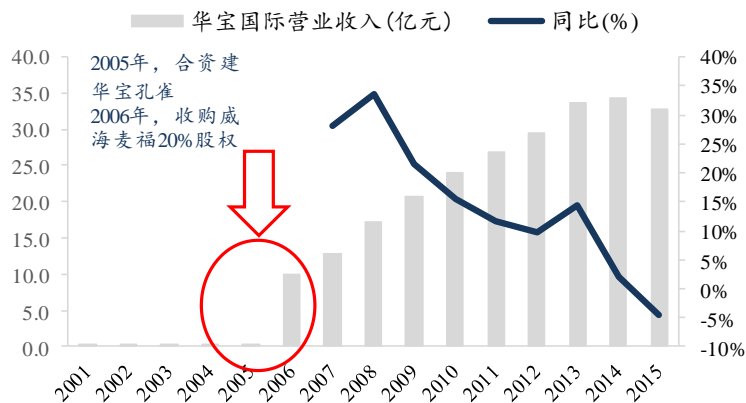
**第三阶段：并购海外企业，发展高端市场。**2015 年 12 月，华宝国际以 2295 万美元收购美国 VMR PRODUCTS 51% 的股份。VMR 是全球销售量最大的独立电子烟企业，产品在高端客户群中有较高的粘性。华宝国际通过收购 VMR 迈出了布局新型烟草制品板块、进军高端产品市场、拓展国际业务的重要步伐。

图表 39：华宝国际终成全球第十强，并购扩张三步走



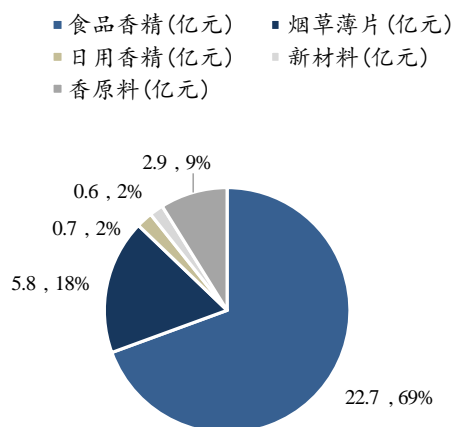
资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 40：华宝国际并购扩张，市场规模激增



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 41：2015 年华宝国际主营业务占比



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

### 3.3. 资本运作可充分发挥爱普香料香精全产业链优势

**香精香料具有全产业链的优势。**香料香精是公司的核心业务，是毛利的主要来源，2015 年贡献毛利 55.6%。香精香料产业具有全产业链的优势：

#### (1) 核心香料自给。

公司的香料生产基地，能够生产合成香料和天然香料，在保证自给的同时向外销售，避免了原料被垄断成本高企的风险，保证香精产品优势。

#### (2) 研发能力强大。

公司依托完善的技术人员培养储备机制，拥有技术人员 200 人，占比 1/5，是公司研究能力的保证。截止 2015 年 12 月 31 日，公司共获得国际发明专利 2 项，国家发明专利 32 项，实用新型专利 1 项，有效地保障了公司在行业内的领先地位，为公司的发展增添了动力。截至 2013 年，公司拥有配方总数 24180 份，实用率 98.17%。为了加强研发优势，公司与高校开展合作，设立合作实验室，提供资金和设备支持，加快科研成果转化。公司注重技术创新，将销售收入 4% 以上的资金用于科研，维护已建立的技术壁垒优势，形成商业核心竞争力护城河。

#### (3) 产品种类齐全。

公司产品涉及食用、日用和烟草香精三类，下游客户行业分布广泛，下沉至各细分板块，避免了依赖单一品种，有限客户源带来的经营风险。

#### (4) 质量稳定可靠。

公司不仅有 IS9001，ISO14001 质量体系认证，HACCP(或 FSSC)、OHSAS18001 认证，还具有完整的质保体系，对生产过程，原材料采购和产成品保存运输都有严格的规范和监控制度，销售放心产品。

#### 爱普股份香料香精业务发展承压问题亟待解决，资本运作空间大。

目前，公司香料香精业务发展承压的主要原因为产能不足，生产工艺落后；资本实力不足，难以规模化生产国际领先技术产品；日化香精难以竞争外资企业。公司有望复制华宝国际并购路径，通过引入优势企业作为战略投资者，建立合资公司，投产领先技术产品，适时回购股份；并购重组中小企业，扩充现有产能；并购海外强势企业，提高生产工艺等。同时，爱普也可以通过并购下游食品制造企业，延伸产业链，扩张多元化发展的触角。若爱普股份可以通过资本运作，扩张香料香精板块，或延伸产业链，未来总体营收增速可期，毛利水平也将有所提高。1Q16 爱普持有现金 9.5 亿；股东魏中浩持股 35.4%，将于 2018 年 3 月解禁。1Q16 爱普持有现金 9.5 亿；股东魏中浩持股 35.4%，将于 2018 年 3 月解禁。截至 2016 年 6 月 30 日，馨宇投资持有无限售条件流通股 2880 万股，占公司总股本的 9%，存在稀释股权资本运作空间，并购优势明显。

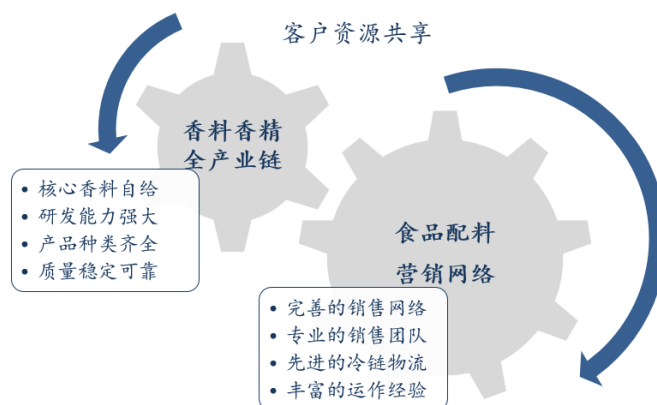
### 4. 香料香精+食品配料核心优势构建一体化服务体系

**香精香料全产业链优势+食品配料营销网络优势，形成“产品一体化”。**香精香料行业的全产业链优势，形成了品牌优势护城河，提高了下游客户的粘性；食品配料健全的营销体系，覆盖面广，深耕客户需求，以周到服务，充分发挥了上游代理厂商的产品优势。爱普将客户资源共享，顺应下游客户“采购权”集中的趋势，推出香料香精和食品配料产品组合，



形成“产品一体化”，推荐给重点客户。

图表 42：香料香精全产业链+食品配料营销网络优势整合



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

由“产品一体化”扩展到“服务一体化”，爱普形成自内向外的一体化服务体系，为客户提供全方位“一站式”解决方案，增强客户的忠诚度，提升市场占有率。围绕着“产品一体化”，爱普形成了销售人员、应用工程师和调查师共同协作的销售团队。依靠健全的机制保障体系，包括快速反应服务机制、问题服务机制、后勤保障服务机制、产品处理及召回机制，团队能够及时的获取客户需求、解决客户问题，实现为客户提供趋势分析、创意产品推荐、客户需求满足和售后服务全方位“一站式”解决方案的目标，深得客户的认可和信任，增强了客户粘性。同时，团队借助健全的销售网络，将产品和服务下沉，提升市场占有率。

图表 43：自内向外的一体化客户服务体系，提供全方位解决方案



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所



“一体化”加强了香精香料和食品配料板块间的协同作用。“一体化”可以实现客户资源共享,通过组合推荐,使得仅使用其中一类产品的客户,可以使用香料香精+食品配料的组合,增强品牌的渗透能力。同时,爱普的应用工程师队伍,具有丰富的食用香精及食品配料应用经验,深刻的理解下游的食品制造业的需求,不仅能推荐合适的食用香精+食品配料,还能协助客户产品开发或直接为客户设计产品,使得客户提高香料香精+食品配料组合的采购量,板块间的协同作用加强。

## 5. 投资建议

预计公司 16-18 年净利润分别为 2.2/3.2/4.2 亿, EPS 为 0.7/1.0/1.3 , 鉴于公司外延并购预期 我们给与公司 17 年 35xPE 目标价 35 元,还有 35% 空间, 买入评级。

图表 44：三年预测财务报表

资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	<b>1809.0</b>	<b>1978.5</b>	<b>2247.6</b>	<b>2609.1</b>	<b>营业收入</b>	<b>1831.0</b>	<b>2077.7</b>	<b>2422.7</b>	<b>2883.9</b>
现金及现金等价物	946.7	1207.4	1331.7	1538.7	营业成本	1394.2	1537.6	1720.1	1989.9
应收款项	215.7	227.7	258.9	300.2	营业费用	101.2	116.4	138.1	164.4
存货	306.4	335.6	366.3	424.1	管理费用	123.9	141.3	162.3	193.2
<b>非流动资产</b>	<b>242.9</b>	<b>239.8</b>	<b>226.4</b>	<b>212</b>	<b>营业利润</b>	<b>211.8</b>	<b>268.3</b>	<b>385.5</b>	<b>517.9</b>
固定资产	139.9	137.5	124.8	111.2	营业外净收支	16.4	17.0	18.0	18.0
<b>资产总计</b>	<b>2051.9</b>	<b>2218.3</b>	<b>2474.0</b>	<b>2821.2</b>	<b>利润总额</b>	<b>228.2</b>	<b>285.3</b>	<b>403.5</b>	<b>535.9</b>
<b>流动负债</b>	<b>270.2</b>	<b>274.0</b>	<b>302.6</b>	<b>348.1</b>	净利润	178.4	223.1	315.6	419.1
应付账款	167.8	184.6	201.9	231.1	EBIT	204.2	274.3	392.5	524.9
<b>非流动负债</b>	<b>2.0</b>	<b>1.9</b>	<b>2.0</b>	<b>2.3</b>	EBITDA	226.6	290.1	409.7	543.05
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
长期负债	2.0	1.9	2.0	2.4	每股收益(元)	0.6	0.7	1.0	1.3
<b>负债总计</b>	<b>272.2</b>	<b>275.9</b>	<b>304.6</b>	<b>350.5</b>	发行在外股份(百万股)	488.5	488.5	488.5	488.5
少数股东权益	14.8	19.1	25.2	33.1	毛利率(%)	23.9%	26.0%	29.0%	31.0%
股东权益	1764.9	1923.3	2144.2	2437.6	EBIT Margin(%)	11.2%	13.2%	16.2%	18.2%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	销售净利率(%)	9.8%	10.7%	13.0%	14.5%
经营活动现金流	188.1	340.0	234.6	348.3	资产负债率(%)	13.4%	12.5%	12.4%	12.6%
投资活动现金流	-868.5	-14.6	-15.6	-15.6	收入增长率(%)	10.4%	13.5%	16.6%	19.0%
筹资活动现金流	711.0	-64.7	-94.7	-125.7	净利润增长率(%)	15.4%	25.0%	41.4%	32.8%
现金净增加额	31.4	260.7	124.3	207.0	P/E	42.9	34.3	24.2	18.3
折旧和摊销	21.5	15.9	17.2	18.2	P/B	4.3	4.0	3.6	3.2
营运资本变动	-295.2	85.7	-116.3	-108.9	EV/EBITDA	33.6	26.2	18.6	14.1
企业自由现金流	-110.1	307.8	201.1	315.7					

资料来源：东吴证券研究所

## 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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上;

中性:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

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>

