

**安塞股份 (871863)**
**以食用香精为核心的食品整体解决方案提供商**
**基本数据**

2018年7月19日	
收盘价(元)	
总股本(万股)	12000
流通股本(万股)	4307
总市值(亿元)	
每股净资产(元)	1.86
PB(倍)	

**财务指标**

	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
营业收入(万元)	13919.80	24005.63	31453.63	36171.67	41597.43
归属于挂牌公司净利润(万元)	4986.38	3963.20	6600.81	7637.34	8886.96
毛利率(%)	63.38	47.06	40.81	40.81	40.81
净利率(%)	35.46	15.23	20.99	21.11	21.36
ROE(%)	61.13	57.76	27.64	75.05	48.20
EPS(元)	0.86	1.37	0.63	0.64	0.74

浙江安赛生物科技股份有限公司是一家专业从事食用香精的研发、生产和销售，并提供以香精为核心，集食品行业咨询、新产品策划、个性化风味创新于一体的食品整体解决方案的高新技术企业。重点服务于乳制品行业、饮料行业、冷饮行业、糖果行业、炒货烘焙行业等食品领域。此外公司下属子公司全腾贸易还从事食品配料的贸易业务。

公司技术研发能力突出，拥有丰富的客户资源。香精制品是“艺术与科学”(Art and Science)的结合，既需要调香师的创造性和艺术气质进行研发，也要求企业拥有先进的科技和装备实现分析、生产和检测。公司实际控制人之一王颖具有30多年香精香料的研究、生产及推广应用工作的经验。公司通过自主研发和合作开发的方式，拥有多项技术专利。公司深耕食用香精行业，依托技术和成本优势，拥有了丰富的客户资源，客户粘性较强。目前，公司已与国内多家大型食品生产厂商建立了稳定的合作关系。

随着居民生活水平的日益提高，消费者对于食品以及生活日用品香味的需求在不断增加；同时由于消费领域日趋激烈的市场竞争，下游企业需要不断创新销售产品，调整香气和风味取得消费者的青睐，也因此拉动食用香精需求的持续增长。

**盈利预测**

根据对行业状况及公司情况的分析，预测公司2018、2019年归属于挂牌公司股东净利润为7637.34万元和8886.96万元，每股收益0.64元和0.74元。

**风险提示**

市场竞争风险，原材料价格波动风险，核心人才流失风险。

李菲菲

[lifefei@wtneeq.com](mailto:lifefei@wtneeq.com)

010-85715117



## 目 录

■ 风险分析 .....	1
■ 专业从事食用香精研发、生产和销售 .....	2
■ 公司实际控制人及员工概况 .....	3
■ 食用香精拥有巨大的市场空间 .....	5
■ 技术研发能力优秀，深受客户认可 .....	11
■ 香精和食品配料贸易业务增长良好，业绩再创新高 .....	11
■ 盈利预测及估值 .....	12

## 图表目录

图表 1 公司的部分特色食用香精产品.....	2
图表 2 公司近三年来各业务板块营收.....	3
图表 3 公司股权结构.....	4
图表 4 公司人员结构.....	4
图表 5 公司员工学历结构.....	4
图表 6 食用香精行业产业链上下游示意图.....	6
图表 7 全球食用香精下游市场分布.....	7
图表 8 我国食品制造企业主营业务收入变动（亿元） .....	7
图表 9 我国食品饮料行业主营业务收入（亿元） .....	8
图表 10 全球香料香精市场规模（亿美元） .....	8
图表 11 公司的部分主要竞争对手.....	10
图表 12 公司 2015 年以来营业收入和扣非净利润.....	12
图表 13 公司 2015 年以来毛利率、净利润率和期间费用率.....	12
图表 14 公司盈利预测.....	12

## ■ 风险分析

### 公司实际控制人及管理团队方面：

通过公开信息，未发现实际控制人及管理团队存在明显风险。

### 财务方面：

通过公开信息，未发现公司在财务方面存在明显风险。

### 公司业务及行业方面：

#### 1、原材料价格波动风险

公司香精业务涉及原材料主要包括丙二醇、酒精、天然原料(柠檬油、白柠檬油等)、香兰素等,原材料成本合计占主营业务成本的比重约 80%。丙二醇是由石油分解而得到的下游产品,属于石油化工的下游产品。由于石油价格受国内外政治形势、经济形势、外汇汇率、运输价格等多方面因素影响,加之近年来国内外经济环境动荡,石油价格走势难以预测,未来公司原材料市场价格仍存在一定不确定性。

#### 2、核心人才流失风险

公司目前虽拥有优秀的技术研发团队,亦制定了稳定管理层及核心技术人员的相关措施,但在后备人才的培养储备方面仍有欠缺。倘若公司无法形成完善的内部人员培养与激励机制,则将面临核心技术人员流失断档的风险。

#### 3、市场竞争风险

目前,国内香料香精行业的市场竞争日趋激烈。随着行业整体发展重心转向亚非等发展中区域,以及我国市场的良好走势,国外知名业内企业纷纷涌入,国际行业巨头在高端市场形成了垄断型优势,给国内企业的竞争环境带来巨大冲击。

## ■ 专业从事食用香精研发、生产和销售

浙江安赛生物科技股份有限公司成立于 2005 年 12 月，2017 年 8 月挂牌新三板。

公司是一家专业从事食用香精的研发、生产和销售，并提供以香精为核心，集食品行业咨询、新产品策划、个性化风味创新于一体的食品整体解决方案的高新技术企业，重点服务于乳制品行业、饮料行业、冷饮行业、糖果行业、炒货烘焙行业等食品领域。此外公司下属子公司全腾贸易还从事食品配料的贸易业务，包括奶粉、白糖、果汁、果浆等。其应用行业与公司食用香精产品的下游行业重合度较高，公司通过全腾贸易获得优质食品配料资源，作为食品整体解决方案的一部分与食用香精产品一同供应给有需求的客户，拓宽了业务市场；全腾贸易依靠公司在香精行业多年发展积累的客户资源，打开了销售渠道。

公司主要产品包括：

### (1) 食用香精

公司生产的食用香精种类丰富多样，目前公司食用香精产品主要应用于乳制品、饮料、冷饮、糖果及烘焙几大领域。

公司部分特色食用香精产品信息如下：

图表 1 公司的部分特色食用香精产品

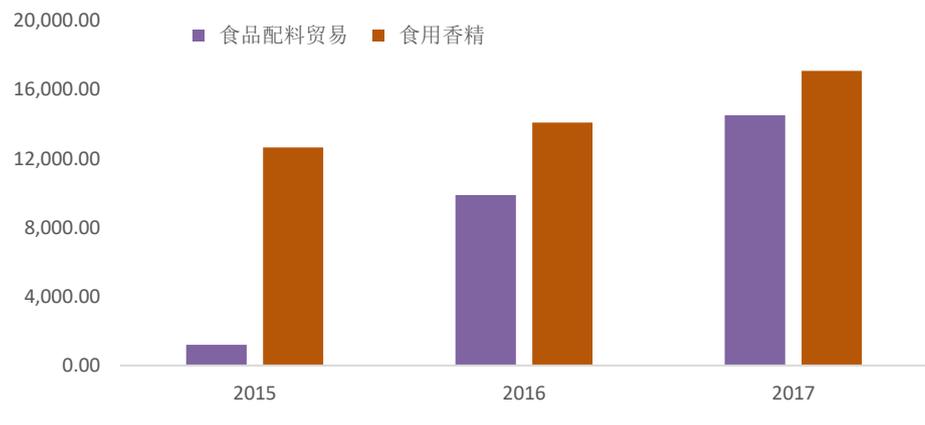
产品名称	产品特点	应用产品
红枣香精	主要用于各类红枣风味的乳制品及烘焙食品等，红枣气味细腻逼真，果肉感强劲	
酸奶香精（养乐多型）	主要用于奢华酸奶及常温酸奶，体现出发酵酸奶的油厚感	
浓香麦片香精	主要用于风味牛奶及烘焙食品，麦香浓郁，口感醇厚	
咖啡油香精	主要用于各类糖果、烘焙食品及槟榔，咖啡香气混合焦香，口感纯正浓郁	

资料来源：公开转让说明书

## 2、食品配料

食品配料指的是公认的、安全的可食用物质，可指用于生产制备某种食品并在成品中出现的任何物质，但不包括食品添加剂。公司下属子公司全腾贸易是一家经营食品配料的贸易公司，与多家知名公司（如伊藤忠、金色康辉等）达成了长期稳定的合作关系，为其提供奶粉、饮料原料等产品。

图表 2 公司近三年来各业务板块营收



资料来源：Choice

## ■ 公司实际控制人及员工概况

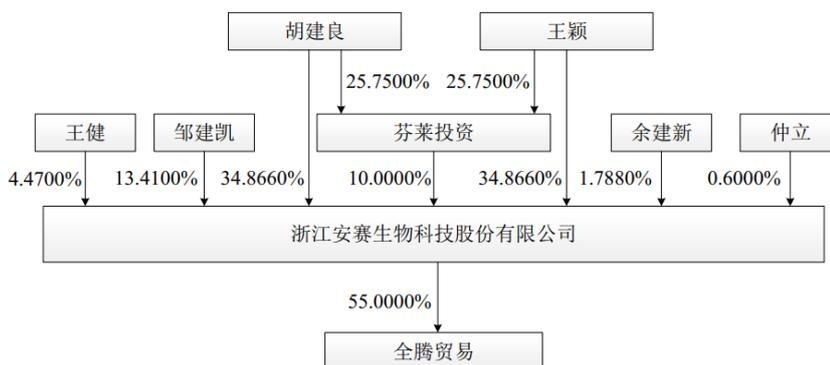
公司控股股东和实际控制人为胡建良先生和王颖先生，二人签署了一致行动协议，目前二人合计持股比例为 74.88%。

王颖先生，1964 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，上海应用技术大学（原上海轻工业专科学校）香料工艺专业大专学历。1987 年 7 月至 2000 年 10 月历任杭州西湖香精香料有限公司（原杭州香料厂）技术员、技术部部长等职务；2000 年 11 月至 2002 年 9 月任浙江巨邦高新技术有限公司副总经理职务；2002 年 11 月至 2014 年 9 月任杭州安赛生物科技有限公司执行董事职务；2005 年 12 月起任有限公司执行董事、总经理职务。现任公司董事长职务。

胡建良先生，1970 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，浙江工商大学项目管理专业硕士学历。1991 年 7 月至 1994 年 10 月任湖州市光明冷制品厂技术员职务；1994 年 11 月至 1998 年 10 月任湖州市恒宇冷食技术工程有限公司经理职务；1998 年 11 月至 2002 年 9 月任浙江绿晶香精有限公司副总经理职务；2002 年 11 月至 2014 年 9 月任杭州安赛生物科技有限公司总经理职务；2005 年 12 月起任有限公司监事职务。现任公司总经理职务，本届任期自 2016 年 6 月 6 日至 2019 年 6 月 5 日。

公司股权结构，如下图所示。

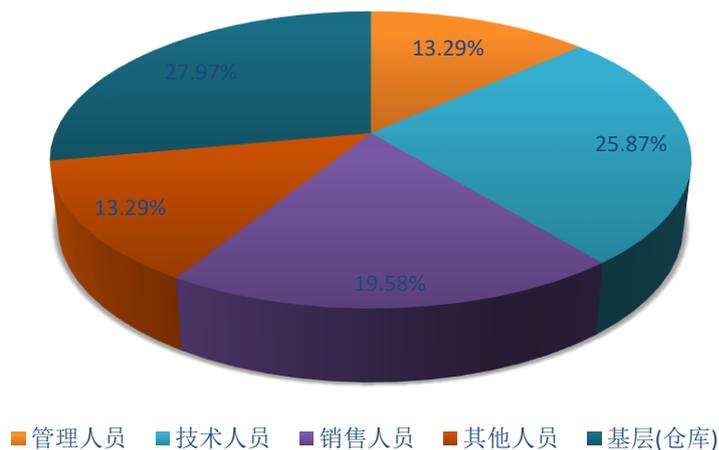
图表 3 公司股权结构



资料来源：公开转让说明书

截至 2017 年末，公司共拥有员工 143 人，员工结构中技术人员占比 25.87%，销售人员占比 19.58%。

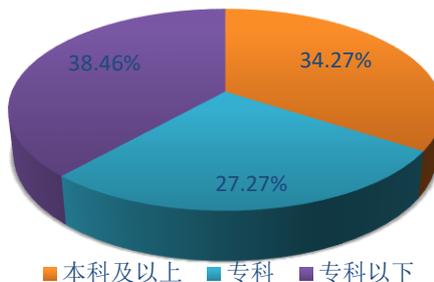
图表 4 公司人员结构



资料来源：公开转让说明书

员工学历结构本科及以上学历占比 34.27%，专科学历占比 27.27%，员工整体素质较高。

图表 5 公司员工学历结构



资料来源：公开转让说明书

## ■ 食用香精拥有巨大的市场空间

### ● 香精在诸多行业应用广泛

香精是由多种香原料、溶剂或载体以及其他辅料调配而成的芳香类混合物，通常直接用于增加各类终端产品的香气和香味，具有独特和不可替代的作用。在食品、饮料、日化、烟草、制药、纺织、饲料、皮革等众多行业中，香精都有着广泛的应用。香精的调配包含精湛的科学技术，又具有高超的艺术性，而且对终端产品的品质起着重要作用。

香精产品具有以下一些特点：

#### (1) 满足客户个性化的需求

随着居民生活水平的日益提高，消费者对于食品以及生活日用品香味的需求在不断增加；同时由于消费领域日趋激烈的市场竞争，下游企业需要不断创新销售产品，调整香气和风味取得消费者的青睐。因此香精生产企业必须根据下游客户各种不同的需求，不断研发新的配方，生产出符合市场流行趋势以及满足客户创新需要的香精产品。另外一方面，目前下游食品、卷烟、日化行业都已经是工业化生产模式，但各批次原材料的品质却无法完全一致，为保证出产的终端产品符合自身品牌的香味特征，需要根据原材料的不同特点不断调整香精配方。因此，香精产品通常需要满足客户的个性化需求。

香精产品与人们生活密切相关，不同国家、不同地区的人们在生活习惯、以及爱好存有差异，导致其在香精产品需求方面存有差异。香精产品的消费具有一定的区域特性。

#### (2) 由调香师艺术化调配香精

调配香精简称调香，就是将几种甚至数十种香原料，通过一定的调配技术配置成具有一定香型、香韵的混合物。调香师调香不仅是一项科学技术，同时也是一门艺术。像音乐和绘画一样，音乐家以一系列音符建立主题，画家凭色调创作题材，而调香师则通过调配一定的香基，创造出令人愉悦的香气。调香师通过艺术化的创造给香精配方赋予了香气的灵魂，因此香精配方的水平直接决定着香精的水平。

#### (3) 香精产品用量小，香精生产企业一般“以销定产”

香精在单个终端产品上的使用量有严格的限制，通常的加香产品中仅含0.2%-2%的香精。例如 1 公斤香精可用于生产 200 公斤糖果、饼干，或 1,500 瓶汽水，或 20,000 包香烟，或 67 公斤牙膏，或 100 公斤香皂等。因此下游企业每一批次采购香精的数量有限，而且由于下游客户众多，为满足各类企业不同的需求，香精生产企业只能通过多批次、小批量的方式组织生产。

香精生产企业一般“以销定产”，同时保持一定量的存货；通过计划部门衔接销售、生产和采购，按计划组织生产和原材料采购。为保证能及时的保质保量完成销售订单，香精企业通常保持一定量的原材料存货以及少量产成品存货。由于香精产品需满足客户个性化需求，香精生产企业通常以直销为主；考虑到部分中小型企业实际需求和成本承受能力，香精企业也会预先开发部分市场所

需通用香精配方，采用经销方式向中小客户销售。

(4) 香精配方及其开发能力是香精企业最核心的竞争力

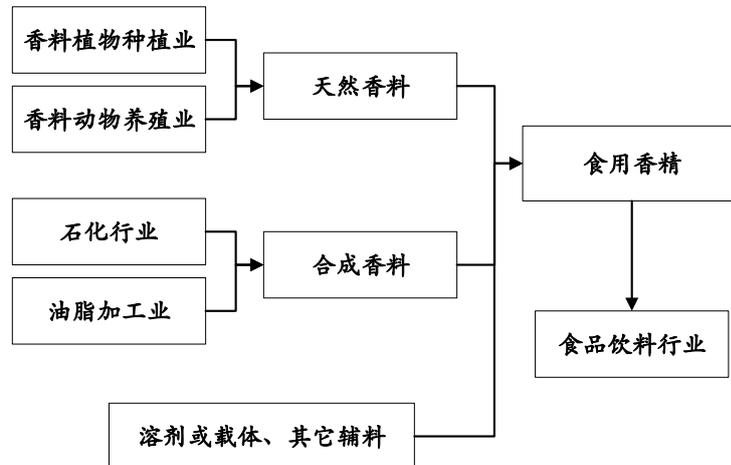
香精配方是各种不同香味物质按不同比例在不同条件下的组合，对于同一香型，可以由不同的配方达到近似的效果，而香精企业则可以根据原材料的不同而对同一香型的配方进行调整。由于香精产品配方不一，原材料及其构成不同，因此，不同香精产品成本可能差异较大。

配方及其开发能力是香精企业最核心竞争力。香精配方，是香精企业为客户开发出的香精产品的核心成果，如同云南白药、可口可乐配方之于其产品的重要性，香精配方属于香精企业的核心机密，客户通常也无法知晓其采购的香精产品的具体配方，无从判断香精产品的具体原材料构成。因此，香精企业的核心竞争力在于配方开发能力，并在深刻洞察客户需求后，开发出适合客户产品风格、感官品味需求的香精，以满足客户独特的需求，为其塑造独特的产品风格。

● 下游行业增长，催生食用香精市场空间

香料香精行业的上游行业主要为香料植物种植业和煤炭石化产业。香料作为香精的主要原料，分为合成香料和天然香料两大类。天然香料来源于上游香料植物种植业，而合成香料多为基础化工产品，来源于上游石化行业、煤化工行业和盐化工行业。

图表 6 食用香精行业产业链上下游示意图

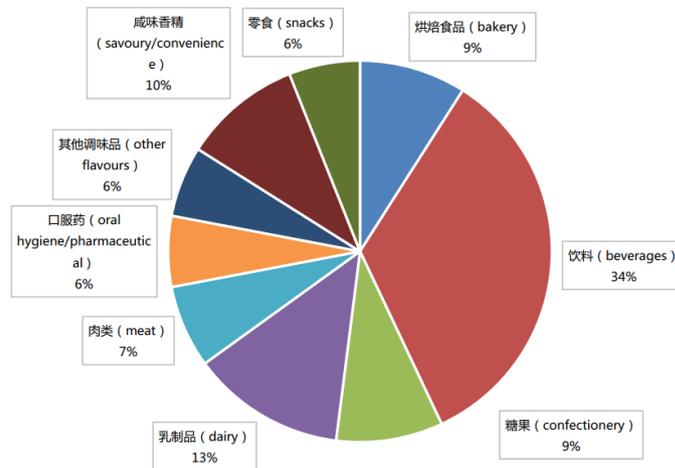


资料来源：梧桐理想

我国天然香料植物资源丰沛，为国内香料香精行业的长期稳定发展提供了有效的资源保障。从国内香料工业地域分布来看，我国香料产地主要集中在长江以南地区，而由于天然香料资源的产出情况受气候、地域等自然条件影响，相关原材料收购价格也存在一定的波动。合成香料种类繁多，已知品种已超过7,000种，其上游石化行业、煤化工行业和盐化工行业均为大规模基础型行业，供应量稳定充分，但同时也直接受到行业原材料价格即国际石油价格波动的影响。

香料香精行业的下游产业主要包括食品制造行业、日化行业及烟草行业。结合 Leffingwell & Associates 对食用香料香精应用分布的相关统计，涉及的下游产业主要包括乳制品业、饮料业、冷饮业、糖果业及烘焙食品业，上述行业目前均呈健康发展趋势。

图表 7 全球食用香精下游市场分布



资料来源：公开转让说明书

随着我国居民的可支配收入提高、居民消费结构升级以及城镇化建设步伐加快，食品消费将保持快速增长的势头，拉动食用香精需求的持续增长。

2010~2016 年，我国食品制造行业销售收入始终保持快速增长，年均复合增长率均超过 15%。2015 年国内食品制造行业实现销售收入 21,700 亿元，2016 年国内食品制造行业实现销售收入 23,619.20 亿元，同比增长 8.84%。

图表 8 我国食品制造企业主营业务收入变动 (亿元)



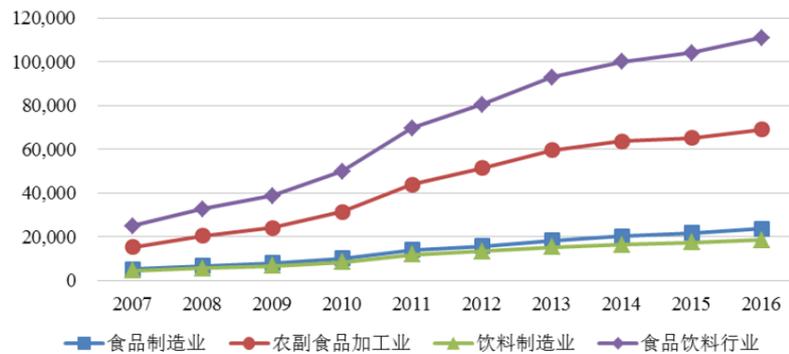
资料来源：国家统计局

近年来，中国饮料市场发展迅速，已成为中国食品行业中发展最快的市场之一，但从饮料消费水平分析，我国居民人均饮料消费量仍处于较低水平。2010 年至 2016 年，国内饮料行业销售收入保持较快增长，年复合增长率保持在 14% 以上；2016 年中国饮料行业实现销售收入 18,414.80 亿元，同比增速为 6.49%。

从长期发展趋势来看，随着我国全面建设小康社会和城市化建设步伐的不

断加快，以及餐饮服务业的快速发展和居民收入水平的逐年提高，饮料产品将成为居民生活消费必需品的重要组成部分，饮料消费市场需求将长期保持快速增长的发展态势。

图表 9 我国食品饮料行业主营业务收入（亿元）



资料来源：《华宝股份招股说明书》

随着饮料产品市场需求的不断扩大，必将进一步催生香精的增量需求，为国内食用香精行业提供了广阔的市场空间。

● 国际香精市场集中度较高

随着全球经济的发展，人们对生活质量要求的逐步提升，全球香料香精行业于上世纪七十年代开始，呈现高速发展态势，根据相关统计，国际香精市场1970年的销售额约为10亿美元，1990年达到近80亿美元，2010年则增长至约220亿美元，较之1990年的市场规模增长近3倍。

近年来，国际香精市场总量趋于稳定，2014年及2015年全球市场规模均超过240亿美元，在世界精细化工大行业中仅次于医药行业位居第二。根据美国福利多尼亚集团的研究预测，未来几年全球香精市场的年均增长率约为4%，2019年市场规模可达近290亿美元。而由于欧洲、北美洲等发达国家集中地区的香料香精消费已趋于饱和状态，全球市场的增长将主要依赖于亚洲、大洋洲和南美洲等发展中国家集中地区的生产需求。中国、东南亚国家及澳大利亚已逐步成为最具潜力同时也是竞争最为激烈的市场。

图表 10 全球香料香精市场规模（亿美元）



资料来源：公开转让说明书

从整个国际香精工业发展的过程和实际情况分析有以下特点：

(1) 高度垄断

从全球前十大香精香料公司的销售数据来看，1999年总销售额为129亿美元，占全球总销售额的64.60%；至2016年，该比例达到76.50%。尤其奇华顿公司、芬美意公司、IFF和德之馨公司四家公司，近年来合计市场份额均保持在50%左右。预期未来全球香精市场将继续保持较高的行业集中度。

(2) 充分竞争

由于欧洲、北美洲的香精消费市场竞争格局已趋于稳定，国际前十大香精香料公司香精产品的主要竞销地区目前是亚洲、大洋洲和南美洲等第三世界国家和地区。整体来看，全球香精市场属于充分竞争的市场。

(3) 高额研发投入

国际知名香精公司在产品研发方面每年都投入巨额资金，一般占总销售额的5%至10%，例如IFF每年投入研发的费用接近年销售额的8%；芬美意公司投入的费用约为销售收入的10%。

(4) 产业逐步转移

目前国际前十大香精香料公司都集中在西欧、美国和日本，由于西方发达国家市场日趋饱和，为进一步拓展市场，世界香精产业正逐步向发展中国家转移。改革开放以后，中国的香精产业蓬勃发展，随着综合国力的发展以及国际影响力的日益提升，中国生产的香精产品已开始进入亚非拉等发展中国家市场。

● 国内香精行业集中度较低

近年来，由于中国经济的发展和国民生活水平的提高，以及全球香精工业的跨国转移，我国香精的需求和供给出现双向增长，香精行业发展较快、市场规模不断扩大。Wind资讯数据显示，2006-2013年中国规模以上香精企业营收年均增速高达17.8%。另据中国香料香精化妆品工业协会披露，到2016年，我国香精总产量约24.9万吨，年主营业务收入约201亿元。

(1) 行业集中度低，企业规模普遍偏小

目前，我国共有香料香精企业1,000余家，大多属于中小型企业，行业集中度仍较低。国内中小型香精企业在消费前端信息采集、市场研究、原料的使用、基础研究、实验设备等环节投入较少，难以形成核心竞争力，主要集中于细分领域的产品开发及销售。由于香料香精生产、尤其是香精生产在人才、工艺技术、配方及专利等方面的特殊需求，单一香精企业的成长进程缓慢，因此我国香精行业集中度较低、大量中小企业竞争激烈的市场格局短期内难以改变。

(2) 跨国公司进入，行业竞争加剧

世界前十大香料香精公司目前均已进入中国市场，我国香精市场已形成“国内市场、国际化竞争”的局面。近年来，国际知名香精企业纷纷在中国加大投资力度，新建研发中心和生产中心。这些在中国投资建设的项目均达到世界级水准，为中国香精行业的发展注入了活力，同时也进一步加剧了国内香精市场的

竞争。

### (3) 技术投入不足

在国内香精企业中，除少数几家在人才、设备、科研上进行了一定规模的投入外，绝大多数生产企业的投入还相当不足，具有先进的检测分析技术、创新能力强的企业则更少。与此同时，跨国香精企业和包括本公司在内的国内领先企业凭借其知名的品牌、雄厚的技术力量、现代化的生产设备、稳定的产品质量和规范的经营理念，在国内中高端香精产品市场中成为主角。

### (4) 消费升级带来的巨大发展前景

中国的消费升级为香精行业带来广阔的发展前景。中国的新生代消费群体逐步成为消费主流；消费者愈来愈关注食品的天然成份、碳水化合物含量、脂肪含量、清洁标签等健康因素；消费升级带来的食品品质、健康、个性化、体验感属性逐渐凸显，食品产业的产业升级正成为时下的主流，香精作为食品工业的灵魂，仍然具有广阔的发展前景。对比发达国家，中国香精的使用仍有很大的差距，据前瞻产业研究院《香精香料行业研究报告》显示，目前中国人均香精消费值仅为美国的 22%，随着中国食品技术的发展及消费升级的变化，会逐步缩减与发达国家差距。

尽管目前能够成功打入中高端市场的企业屈指可数，大部分国内企业在资金、技术等方面也缺乏实际竞争力，但本土企业基于其生产环境和运营模式，以及对国内市场环境、饮食消费文化的熟悉，仍然可以充分挖掘自身优势，提高行业竞争力。例如通过对服务一体化模式的探索，通过全程全方位的跟进服务，满足客户个性化的定制需求，让客户体验更优质的合作氛围等，在竞争日趋激烈的中高端市场中获取一席之地。

图表 11 公司的部分主要竞争对手

1	华宝股份 ( 300741.SZ)	主要从事烟用香精、食品用香精、日用香精及食品配料的研发、生产、销售及服务,是一家国际化、现代化大型企业集团,是中国香精行业龙头企业。2017 年营业收入 21.98 亿元。其中食品用香精销售额 1.84 亿元。
2	中国香精香料 ( 3318.HK)	主要产品为烟草用香精、食品用香精和日用香精， 2017 年实现营业收入 10.98 亿元。食品用香精营收约占 20% 左右。
3	百润股份 ( 002568.SZ)	主要产品包括香精香料和预调鸡尾酒， 2017 年实现营收 11.72 亿元，其中食用香精销售收入分别为 1.39 亿
4	爱普股份 ( 603020.SH)	主要产品包括香料、香精和食品配料， 2017 年营业收入分别为 23.25 亿元。香精收入 5.13 亿元，其中食品香精约占 80%。
5	旭梅科技 (871203.OC)	公司目前主要从事食用香精和香料的研发、生产和销售。2017 年营业收入 1.90 亿元，其中食用香精 1.57 亿元。

资料来源：各公司公告

## ■ 技术研发能力优秀，深受客户认可

### ● 能够提供食品整体解决方案

公司一直致力于对客户提供的食品行业咨询、新产品策划、个性化风味创新于一体的食品整体解决方案服务，而不是简单的香精销售。公司依靠强大的技术销售团队和研发力量，并依托公司丰富的产品资源不断协助客户制定引领市场发展潮流的个性化的产品解决方案。

### ● 技术研发能力优秀

香精制品是“艺术与科学”（Art and Science）的结合，既需要调香师的创造性和艺术气质进行研发，也要求企业拥有先进的科技和装备实现分析、生产和检测。公司实际控制人之一王颖具有 30 多年香精香料的研发、生产及推广应用工作的经验。公司设有研发中心，并被评为省级高新技术企业食品风味研究开发中心。公司通过自主研发和合作开发的方式，拥有多项专利权，其中发明专利 6 项，并拥有顶空香气分析技术、超高压萃取技术、美拉德反应技术、前驱体香精技术等主要生产技术。

公司在坚持自主创新的同时，高度重视与外部研发机构及行业协会的合作，建立了技术交流和协作机制，积极与高校和科研机构建立多层次、多方位的合作关系，形成紧密的产学研合作体系，在基础配方、生产工艺、包装外观以及生产设备等方面加强专业化协作攻关，为公司新产品研发、在产品的改良、设备改造以及知识产权的产业化运用等方面提供了有力的支持。

### ● 客户资源丰富稳定

公司是中国香料香精化妆品工业协会会员单位，中国食品添加剂和配料协会理事单位，深耕食用香精行业，依托技术突破和成本优势，拥有了丰富的客户资源，客户粘性较强。目前，公司已与国内多家大型食品生产厂商建立了稳定的合作关系，包括蒙牛乳业、伊利股份、新希望乳业、湖南胖哥食品、河南中沃实业等。

大型食品生产厂商往往对香精产品的质量稳定性及产品研发能力非常重视，对香精生产厂商建立了严格的供应商准入制度，需要通过“供应商实地考察、技术认可、样品测试、技术专家评审、试用、规模采购”等一系列步骤，整体周期较长，且较为严格。因此，一旦通过大型食品生产厂商的供应商准入门槛后，不会轻易更换。公司凭借自身产品的技术优势及严格的质量控制体系，赢得了市场上众多食品生产厂商的认可。

## ■ 香精和食品配料贸易业务增长良好，业绩再创新高

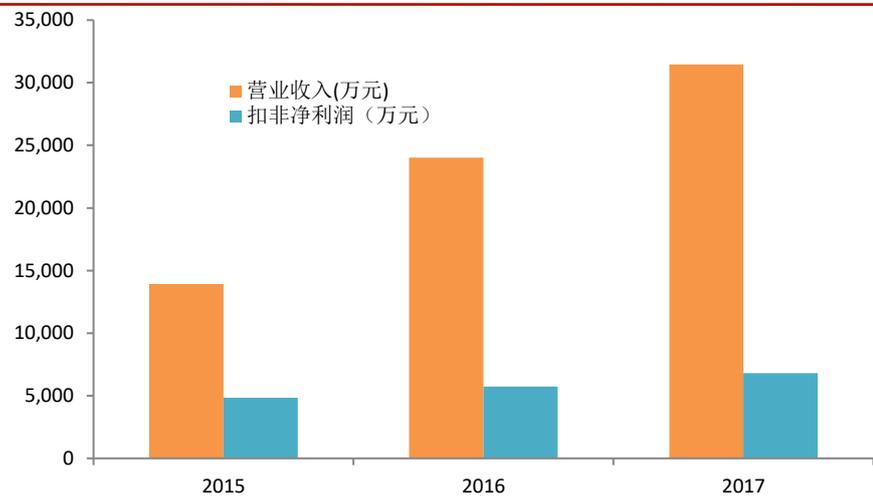
公司 2017 年公司全年实现营业收入 31,453.63 万元，同比增长 31.03%；实现净利润 6,760.69 万元，同比增长 70.59%，业绩再创新高。

其中香精业务全年收入 17,064.49 万元，较上期增长 21.02%，公司紧跟市场动向改进产品配方、生产工艺，在乳品行业、饮料行业等细分领域影响力稳步增强；另外公司加快整合营销渠道，增加对大客户尤其是大型直销客户的开

发力度，保证香精业务收入持续增长。食品配料贸易业务全年收入 14,373.11 万元，较上期增长 45.50%，受益于下游客户需求增长，公司的贸易收入增长较快。

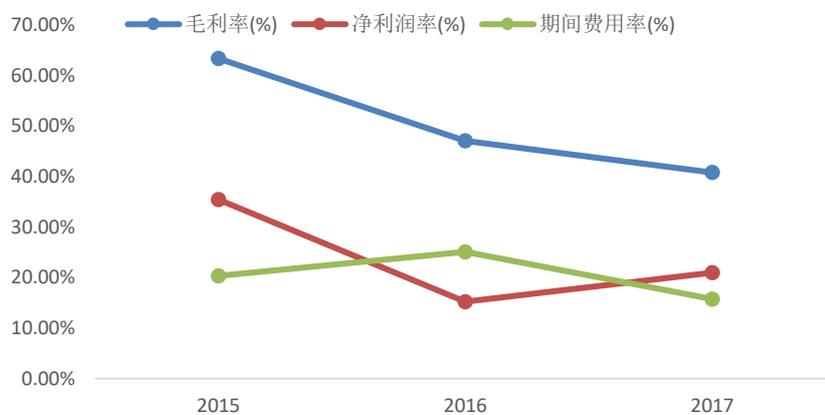
由于毛利率较低的食品配料贸易业务增速相对较快，占公司整体营收比例进一步提高，公司整体毛利率有所下滑。公司香精业务的毛利率基本变化不大。

图表 12 公司 2015 年以来营业收入和扣非净利润



资料来源：Choice

图表 13 公司 2015 年以来毛利率、净利润率和期间费用率



资料来源：Choice

## ■ 盈利预测及估值

根据对行业状况及公司情况的分析，预测公司 2018、2019 年归属于挂牌公司股东净利润为 7637.34 万元和 8886.96 万元，每股收益 0.64 元和 0.74 元。

图表 14 公司盈利预测

	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
营业收入(万元)	13919.80	24005.63	31453.63	36171.67	41597.43
归属于挂牌公司净利润(万元)	4986.38	3963.20	6600.81	7637.34	8886.96

---

毛利率 (%)	63.38	47.06	40.81	40.81	40.81
净利率 (%)	35.46	15.23	20.99	21.11	21.36
ROE (%)	61.13	57.76	27.64	75.05	48.20
EPS(元)	0.86	1.37	0.63	0.64	0.74

---

## 【分析师声明】

本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该行业或公司的看法,并且以独立的方式表述,研究员薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本研究报告中所表述的观点无直接或间接的关系。

## 【免责声明】

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的观点、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,不保证该信息未经任何更新,也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下,报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价,亦不构成个人投资建议。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其它人,或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

## 【评级说明】

买入—未来 6 个月的投资收益率领先三板成分指数指数 15% 以上;

中性—未来 6 个月的投资收益率与三板成分指数的变动幅度相差-15%至 15%;

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后三板成分指数 15% 以上。

流动性评级参考债券评级,暂定为 A(AA、A)、B(BA、B、BC)、C、D 等 4 类 7 级,分别代表新三板全体挂牌股票中流动性较好、一般、较差、很差等四个等级。

本报告将首次发布于 D3 研究平台。D3 研究是一个付费研究报告交流分享平台。在平台中您可以阅读别人的研究成果,提出对某家特定企业的研究需求,也可以完成别人的悬赏任务,或者将您的研究成果直接变现。微信用户在微信端通过搜索 D3 研究或扫描二维码的方式查找到 D3 研究公众号并关注后,即可成为 D3 研究的用户。

梧桐研究公会

电话: 010-85715117

传真: 010-85714717

电子邮件: wtlx@wtneeq.com

