

中国波顿 (03318)

证券研究报告

2023年04月20日

香精香料&电子烟产品双轮驱动，铸就产业链一体化龙头企业

中国波顿：香精香料及电子烟行业市场引领者之一

公司成立于1991年，于2005年在香港主板上市，是中国香精香料行业首家在港上市企业。30多年来公司持续深耕香料香精产业链，业务实现烟用、食用、日用香精全覆盖。2016年，公司完成对吉瑞电子烟的收购，正式布局电子烟雾化器市场。

行业解析：深耕香精香料与新型烟草全产业链

1. 新型烟草行业：需求方兴未艾，监管落地加速供应端格局优化

需求端：2021年新型烟草市场增速在疫情后重回上升通道。根据欧睿国际数据，2021年全球新型烟草销售规模达到545.7亿美元，在全球疫情逐步得到管控的背景下，同比增速达到30.0%，重回疫情前较高增长区间。

供给端：全球主要国家和地区陆续落地对于雾化类产品的监管措施，我们认为随着监管的逐步落地，行业准入门槛将进一步上升，未来产业链集中度有望加速提升。国内层面，2022年3月国家烟草专卖局发布《电子烟管理办法》，其中符合新国标的产品于2022年10月1日起正式销售。

2. 香精香料行业：下游需求细分，我国香精香料企业集中度低：1) 在香精制造环节，龙头企业壁垒优势显著，掌握的资源越多，香精制造企业越可以更好服务客户；2) 品牌效应显著：香精生产企业会与上下游企业在香精的研发和试制上进行协作，并在此基础上确定长期供求关系，为保证口味稳定性，通常不会轻易更换上游香精供应商，从而形成固定品牌效应。

中国波顿：多用途香精香料&电子烟产品双轮驱动

- 香味增强剂：科研实力强化+业务外延扩张，业绩稳中向好。**目前深圳波顿生产经营的烟用香精、天然香精、合成香料、生物技术香料等产品种类多达2000种。其中，核心产品烟用香精已全面覆盖国内18家烟草企业。
- 食品&日用香精：内外共促，夯实研发实力。**东莞波顿的两大核心技术中心共同搭建了化学分析、有机合成、生物催化、植物化学和微胶囊五大平台。同时，公司拟分拆东莞波顿并筹备其于深圳证券交易所A股上市，并做出承诺东莞波顿2020年至2024年的收入及净利润将保持不低于10%的年增长速度。
- 新生物技术致香产品：前瞻布局合成生物学技术平台。**上海波顿专注探索高附加值天然化合物的生物合成与制造技术，将生物技术与传统香精香料深度跨界融合，形成出包括香原料生物制造、未知组分的核酸溯源、微生物产香菌剂、生物仿生产香等新生物技术致香产品。
- 电子烟产品：全产业链布局，已获八张烟草专卖生产企业许可证；**目前公司已就电子烟油、为自有品牌生产电子烟(亦包括为客户代工生产电子烟)以及持有电子烟品牌取得一系列许可证，销售给烟草公司、独立电子烟制造商及多个品牌旗下的其他客户，覆盖来自全球多个国家的终端用户。

盈利预测与投资建议

我们认为，随着国内监管的落地，公司产业链一体化布局优势突出，有望进一步推动国内外的渠道网络布局。我们预计公司23-25年营收为27.4/31.5/35.6亿元，净利润为2.9/3.7/4.1亿元；对应23-25年的PE为9.5/7.5/6.7X。基于公司作为同时布局国内电子烟产业链及香精香料的上市公司，具有一定稀缺性，我们给予2023年17倍PE，对应目标市值49.1亿元人民币（对应56.0亿港元，1港币约合0.876元人民币），目标价为4.55元人民币（对应5.2元港币，1港币约合0.876元人民币），首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：市场发展不及预期、政策风险、国际贸易风险、新型烟草板块业务不及预期

投资评级

行业	必需性消费/食品饮料
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	2.89 港币
目标价格	5.2 港币

基本数据

港股总股本(百万股)	1,080.51
港股总市值(百万港元)	3,165.90
每股净资产(港元)	3.09
资产负债率(%)	49.43
一年内最高/最低(港元)	4.63/2.10

作者

吴立	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002 wuli1@tfzq.com	
刘章明	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001 liuzhangming@tfzq.com	
蒋梦晗	分析师
SAC 执业证书编号：S1110519110001 jiangmenghan@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《中国香精香料-公司点评:上半年业绩承压前行，新型烟草业务趋势强劲!》 2019-08-24
- 《中国香精香料-公司点评:18年香精业绩承压前行，19年期待新型烟草再添助力》 2019-03-24
- 《中国香精香料-公司深度研究:香精香料为基，新型烟草为翼，助力公司再腾飞》 2018-11-06

内容目录

1. 公司简介：香精香料及电子烟行业市场引领者之一	4
1.1. 发展历程	4
1.2. 业务板块	4
1.3. 股权结构	5
1.4. 业绩一览	5
2. 行业解析：深耕香精香料与新型烟草全产业链	7
2.1. 新型烟草：需求方兴未艾，监管落地加速供应端格局优化	7
2.1.1. 需求端：新型烟草市场增速在疫情后重回上升通道	7
2.1.2. 供给端：监管趋严，加速行业竞争格局优化	8
2.2. 香精香料行业：下游需求细分，我国香精香料企业集中度较低	11
2.2.1. 受下游需求多元化驱动，关注新兴市场潜在高增长机遇	11
2.2.2. 应用市场分散，我国香精香料企业集中度较低	12
3. 业务梳理：多用途香精香料&电子烟产品双轮驱动	13
3.1. 香味增强剂：科研实力强化+业务外延扩张，业绩稳中向好	13
3.2. 食品&日用香精：内外共促，夯实研发实力	15
3.3. 电子烟产品：全产业链布局，已获八张烟草专卖生产企业许可证	18
4. 盈利预测与投资建议	21
5. 风险提示	23

图表目录

图 1：公司发展历程一览	4
图 2：公司产业板块示意图	5
图 3：公司股权结构示意图（截止 2022 年 12 月 31 日）	5
图 4：公司历年营业收入与净利润（万元，%）	6
图 5：公司各板块历年营收（亿元）	6
图 6：公司历年毛利率及净利率（%）	6
图 7：新型烟草各品类市场规模（单位：百万美元，%）	7
图 8：我国电子烟产品出口及内销规模（单位：亿元人民币）	8
图 9：2021 年我国电子烟出口品类占比（单位：%）	8
图 10：各国卷烟用户的渗透率（卷烟消费者/总人口）（单位：%）	8
图 11：新型烟草用户渗透率（新型烟草消费者/总人口）（单位：%）	8
图 12：主要地区和国家的新型烟草监管制度一览	9
图 13：电子烟产业链示意图	10
图 14：我国 2022 年电子烟监管主要时间节点和加税前后销售价构成变化示意图	10
图 15：香精香料产业链示意图	11
图 16：全球香精香料市场规模预测（单位：十亿美元）	12
图 17：2021 年全球香精香料分区域销售占比（%）	12

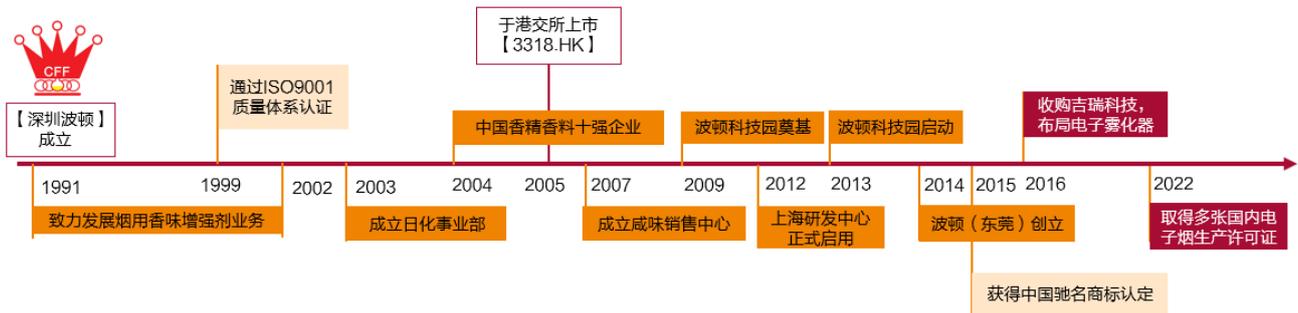
图 18: 2017 年全球香精香料下游市场构成占比 (%)	12
图 19: 香味增强剂分部营收及同比增长 (亿元, %)	13
图 20: 香味增强剂分部营运利润率 (%)	13
图 21: 东莞波顿全球共享技术平台	16
图 22: 上海波顿创新平台示意图	16
图 23: 上海波顿创新产品示意图	16
图 24: 食品香精分部营收及同比增长 (亿元, %)	17
图 25: 食品香精分部营运利润率 (%)	17
图 26: 日用香精分部营收及同比增长 (亿元, %)	17
图 27: 日用香精分部营运利润率 (%)	17
图 28: 公司电子烟产品示意图	18
图 29: 公司旗下电子烟供应链产品示意图	19
图 30: 中香香料产品示意图	19
图 31: “宽窄·功夫” 新型烟草示意图	20
图 32: 华商旗下品牌示意图	20
图 33: 吉盛科技园区示意图	20
图 34: 电子烟产品分部营收及同比增长 (亿元, %)	21
图 35: 电子烟产品分部营运利润率 (%)	21
表 1: 公司所生产的香味增强剂种类及用途	13
表 2: 波顿研发技术实力强大	14
表 3: 2016 年公司从 4 公司处收购烟用香精之香味增强剂业务	15
表 4: 东莞波顿收入及利润保证 (人民币元)	15
表 5: 东莞波顿主营产品	15
表 6: 东莞波顿五大自有技术平台	16
表 7: 业务板块拆分预测 (人民币, 亿元)	22
表 8: 截止 2023 年 4 月 20 日, 可比公司估值	22

1. 公司简介：香精香料及电子烟行业市场引领者之一

1.1. 发展历程

中国波顿集团于 1991 年在深圳成立，前身为深圳波顿香料有限公司，公司于 2005 年在香港主板上市，是中国香精香料行业首家在港上市企业。30 多年来公司持续深耕香料香精产业链，业务实现烟用、食用、日用香精全覆盖。2016 年，公司完成对 Kimree, Inc. (吉瑞电子烟) 的收购，正式布局电子雾化器市场。波顿旗下目前已拥有多家电子雾化器公司，形成从供应链整合、雾化液调制、产品设计与研发、生产制造、品牌营销、国内外市场拓展等全方位于一体的产业链体系。

图 1：公司发展历程一览



资料来源：中国波顿官网，天风证券研究所

1.2. 业务板块

目前，公司已涵盖香精香料产业、电子雾化器产业、大健康产业、产业园运营管理四大核心板块：

- **香精香料产业：**公司香精香料版块业务涉及烟用香精、食品香精、日化香精、天然香料、合成香料、生物技术香料等高科技香精香料产品，品种已达 7000 多个，系统涵盖了提取、研发、应用、生产、销售至服务的各个环节，是国内香精香料行业头部企业。
- **电子雾化器产业：**公司在 2016 年成功收购惠州市吉瑞科技有限公司，宣告正式布局电子雾化器市场。公司旗下目前已拥有多家电子雾化器公司，形成从供应链整合、雾化液调制、产品设计与研发、生产制造、品牌营销、国内外市场拓展等全方位于一体的产业链体系。旗下产品丰富，远销欧美、中东、东南亚等地区，并在韩国保持同类产品市场占有率第一的成绩。
- **大健康产业：**公司积极拓展生物科技、医疗大健康等新兴领域，致力于大健康及生物医药产业技术的应用开发。在上海、深圳、云南、山东等地设立技术研究中心，通过基因工程、代谢工程及合成生物学等生物技术，构建高效微生物细胞工厂，研究开发范围涵盖中草药提取物、天然化合物、天然功效分子、药物中间体等多领域。
- **产业园运营管理：**波顿科技园建设成为集产业展示、企业集聚、创业实践、品牌孵化、人才培养的电子烟产业改革创新实验园和转型升级核心园。波顿产业园运营管理体系结构完善，拥有一套规范的管理制度和孵化服务体系，形成了多元化产业结构和产业链配套协作的孵化服务模式。2019 年中国首个电子雾化器产业园——波顿电子烟产业园获得官方核准对外挂牌。

图 2：公司产业板块示意图

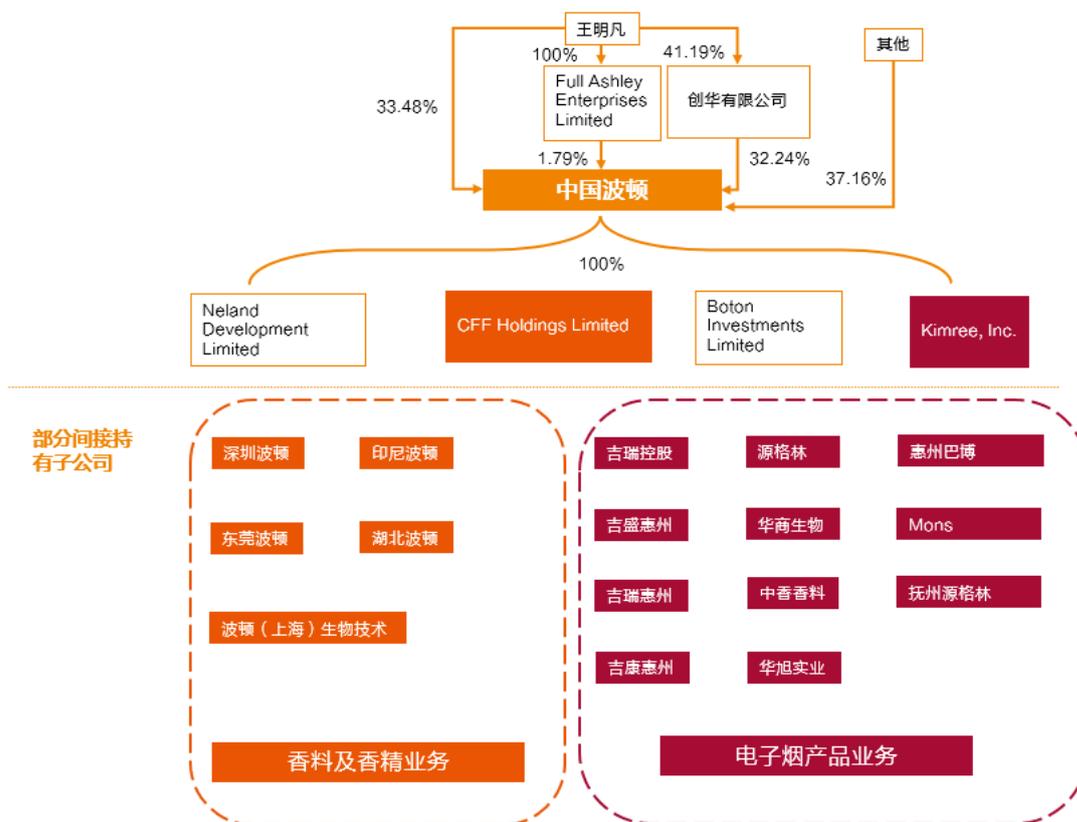


资料来源：中国波顿官网，天风证券研究所

1.3. 股权结构

实际控制人权力集中，两大业务架构独立清晰，利于集中力量专注发展。截止 2022 年 12 月 31 日，公司实际控制人为王明凡先生，其直接持有公司股份 33.48%，与间接持有公司股份合计为 67.51%。公司香料香精业务与电子雾化器业务分别由旗下数十家子公司各自开展，此种结构有利于两大类业务板块各自调配专业资源，针对不同区域客户和供应商特点独立开展业务，发挥优势拓展多元化经营。

图 3：公司股权结构示意图（截止 2022 年 12 月 31 日）



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

1.4. 业绩一览

整体业绩分阶段发展，总营收长期呈上行趋势。公司自上市以来，业绩成长可分为三个阶段：

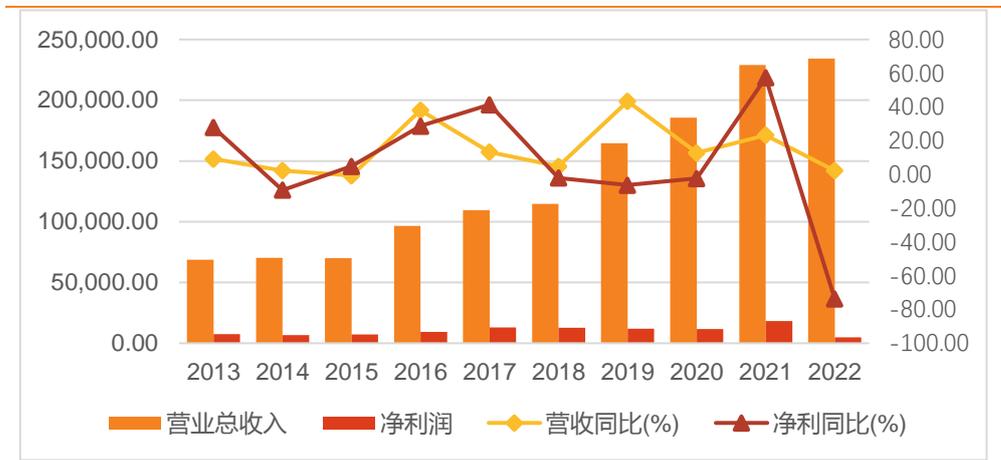
- 阶段一：成立日起至 2014 年，专注横向扩展香料香精业务。1991 年至 2000 年，公司主要发展烟用香精之香味增强剂业务。2003 年至 2014 年，公司开始扩大香料香精

产品种类，主要产品从烟用香精拓展至食品和日用香精。

- **阶段二：2015年至2018年，公司外延收购多项业务，业绩实现快速增长。**2014-2018年公司营收 CAGR 达 13.0%，净利润 CAGR 达到 16.9%，整体保持较快增长。**主要受益于多项业务外延收购。**2015年，公司开始进行对 Kimree 公司的收购，其贡献的电子烟产品收入于 2016 年 5 月起并入公司保健品板块业绩；2016 年，公司从四间公司处收购 4 项烟用香精业务，提升了香味增强剂板块的获客及盈利能力。
- **阶段三：2019年至今，公司完成从香精香料到烟油再到电子烟产品全产业链的布局，业绩进入高速增长阶段。**2019-2021 年公司营收 CAGR 达 18.0%，净利润 CAGR 达到 24.0%，公司业绩再上新台阶。主要受益于，一方面公司自 2019 年下半年开始加大在韩国及美国的电子烟产品分销和贸易业务布局，电子烟产品板块业绩连年呈现快速增长态势；另一方面公司持续开发香味增强剂产品的新定制优质配方，从而保持该板块收入的稳定持续增长。

2022 年收入端表现平稳，利润端受一次性拨备影响下滑。2022 年公司实现营收 23.25 亿元，同比增长 1.7%；实现净利润 0.85 亿元，同比下滑 62.5%，主要受法律诉讼一次性拨备所致；若不计上述拨备，公司实现净利润 2.28 亿元，同比增长 0.9%。

图 4：公司历年营业收入与净利润（万元，%）

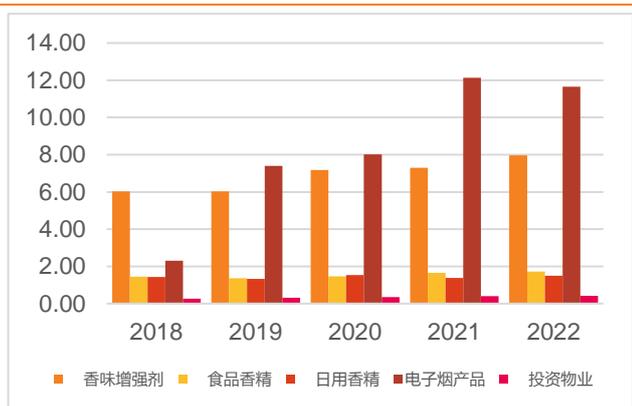


资料来源：Wind，营收及净利润（左轴），营收及净利同比增速（右轴），天风证券研究所

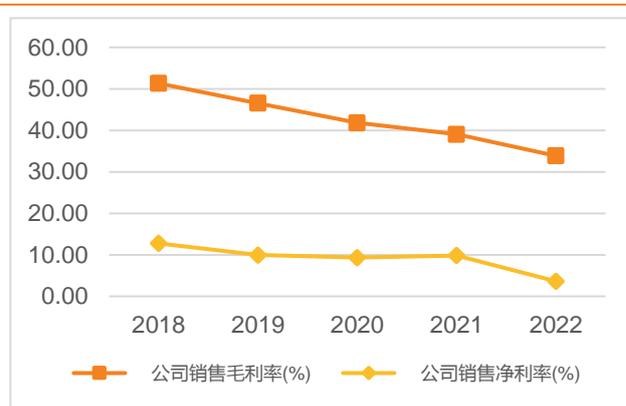
电子烟产品势头迅猛，香味增强剂及食品、日用香精稳步发展。目前，公司营收主要由电子烟产品、香味增强剂、食品香精和日用香精四个板块组成。自 2016 年公司成功收购惠州吉瑞后，公司电子烟板块业绩快速增长，从 2016 年的 1.54 亿元增长至 2022 年的 11.65 亿元，2016-2022 年复合增速达 40.1%，目前电子烟产品已成为公司主要营收和利润来源，2022 年电子烟板块营收占比为 50.1%。香味增强剂、食品香精和日用香精营收增速均表现较为稳定，2016-2022 年香味增强剂、食品香精、日用香精板块的营收复合增速分别为 7.2%、2.7%和 1.4%。此外，因电子烟板块的营运利润率低于香味增强剂板块，电子烟板块占比的快速提升使得公司综合毛利率逐步下行，2018-2021 年公司净利率基本保持稳定（2022 年受到法律诉讼一次性拨备影响）。

图 5：公司各板块历年营收（亿元）

图 6：公司历年毛利率及净利率（%）



资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

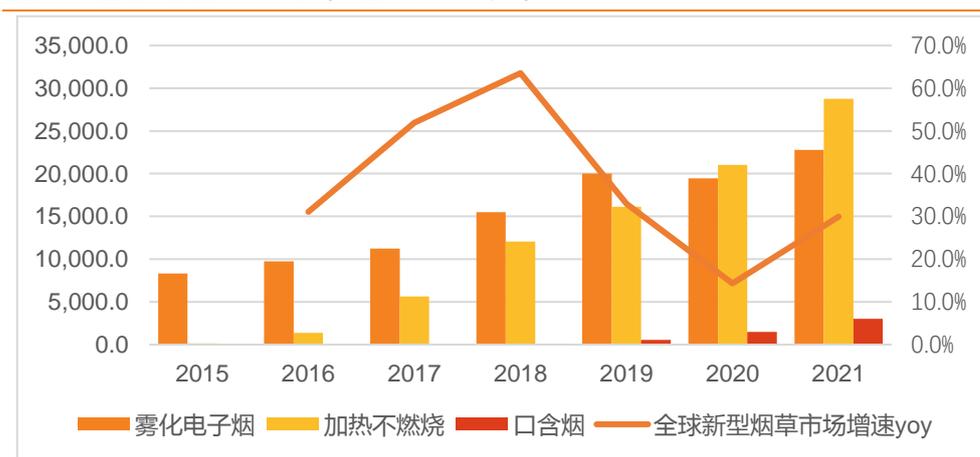
2. 行业解析：深耕香精香料与新型烟草全产业链

2.1. 新型烟草：需求方兴未艾，监管落地加速供应端格局优化

2.1.1. 需求端：新型烟草市场增速在疫情后重回上升通道

2021 年新型烟草市场增速在疫情后重回上升通道。根据欧睿国际统计，2021 年全球新型烟草销售规模达到 545.7 亿美元，在全球疫情逐步得到管控的背景下，同比增速达到 30.0%，重回疫情前较高增长区间。2015-2021 年间新型烟草市场持续高速增长，CAGR 达到 36.4%，2022 年全球新型烟草规模预计达到近 650 亿美元，同比增速约 18%。从具体品类来看，在 2017 年之前电子烟产品以开放式大烟为主，因 IQOS、JUUL 的兴起，带动全球加热不燃烧（HNB）、封闭式小烟品类迅速崛起，2021 年 HNB 市场约 288 亿美元（对应渗透率 3.1%），雾化电子烟市场约 228 亿美元（对应渗透率 2.4%），口含烟市场约 30 亿美元，预计到 2026 年 HNB、雾化的市场将分别达到 610 亿（对应渗透率 5.0%）、410 亿美元（对应渗透率 3.4%）。根据 BAT 最新统计，2022 年全球雾化电子烟市场规模增速为 30%，其中主要系一次性小烟贡献增量（同比+158%），换弹式增速仅为 4%。

图 7：新型烟草各品类市场规模（单位：百万美元，%）

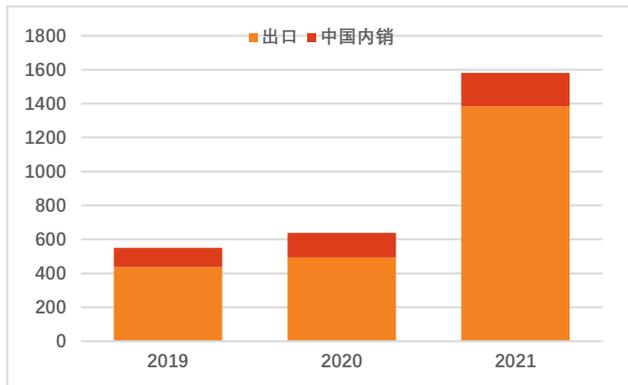


资料来源: 欧睿国际, 天风证券研究所

根据中国电子商会电子烟行业委员会数据统计，2021 年我国电子烟出口规模达到 1383 亿人民币，在全球疫情负面影响背景下，同比增速达 180%；我国内销零售额预估为 197 亿人民币，同比增长 36%。其中，出口品类占比第一的为一次性电子烟产品，占比达 65%，其次为开放式及封闭式产品，一次性电子烟海外销售如火如荼。此外根据海关统计，2022 年深圳市电子烟出口总值为 460.9 亿元，占全国出口总值的 68.3%；2023 年前 2 个月，深圳市电子烟出口总值为 71 亿元，同比增长 38.9%，占全国电子烟出口总值的 66.9%，继续

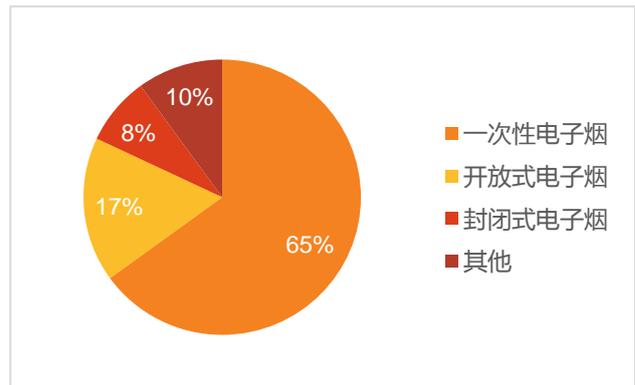
保持全国最大电子烟出口城市地位。

图 8：我国电子烟产品出口及内销规模（单位：亿元人民币）



资料来源：中国电子商会电子烟行业委员会公众号，天风证券研究所

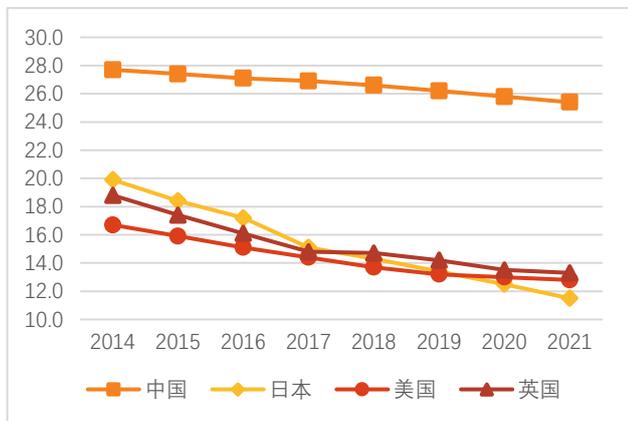
图 9：2021 年我国电子烟出口品类占比（单位：%）



资料来源：中国电子商会电子烟行业委员会公众号，天风证券研究所

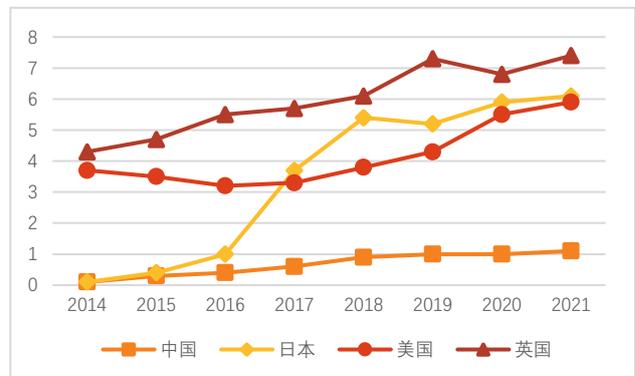
在不断趋严的控烟背景下，卷烟吸烟率下降，新型烟草用户渗透率不断提升。根据欧睿国际最新数据，2014-2021 年间，全球主要国家和地区的卷烟吸烟率都呈现下降趋势，中国的吸烟率由 2014 年的 27.7% 下降至 2021 年的 25.4%，日本的吸烟率由 2014 年的 19.9% 下降至 2021 年的 11.5%，美国的吸烟率由 2014 年的 16.7% 下降至 2021 年的 12.8%；但另一方面，近年来由于新型烟草产品的技术不断迭代、体验逐步完善，新型烟草的用户渗透率不断上升，其中英国的用户渗透率由 2014 年的 4.3% 上升至 2021 年的 7.4%，美国的用户渗透率由 2014 年的 3.7% 上升至 2021 年的 5.9%，日本的用户渗透率由 2014 年的 0.1% 上升至 2021 年的 6.1%。

图 10：各国卷烟用户的渗透率（卷烟消费者/总人口）（单位：%）



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 11：新型烟草用户渗透率（新型烟草消费者/总人口）（单位：%）



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

2.1.2. 供给端：监管趋严，加速行业竞争格局优化

综合近几年的监管动态来看，我们认为严监管将是未来行业发展趋势之一，也将带动行业上下游的集中度进一步提升：

- **加热不燃烧**：由于加热不燃烧产品由传统烟叶制成，目前已上市加热不燃烧的市场均按照烟草类产品进行管辖，同时进行该品类布局的公司均为传统卷烟生产公司（例如菲莫国际、英美烟草、日本烟草等），行业总体呈现寡头垄断特征，集中度非常高。
- **雾化电子烟**：2021 年 10 月 12 日，美国 FDA 放行第一款雾化电子烟-英美烟草旗下的 Vuse Solo 上市销售；2022 年 3 月 25 日 FDA 通过日本烟草 Logic 品牌电子烟的上市申请，4 月 27 日通过 NJOY 品牌上市申请，进一步认可电子烟减害作用；截止到

2023年3月15日，FDA已经完成99%以上在法院规定的截止日期（2020年9月9日）前提交申请的近670万种产品的审查，已批准23种烟草味电子烟产品和设备。除美国之外，其他地区也陆续正在落地对于雾化类产品的监管措施，我们认为随着监管的逐步落地，行业准入门槛以及监管趋严所带来的经营成本将进一步上升，未来产业链集中度将有望加速提升。

图 12：主要地区和国家的新型烟草监管制度一览

		欧盟	英国	美国	
监管机构	雾化电子烟	欧盟委员会	公共卫生部（PHE）【负责英国市场烟草控制、电子烟产品性质界定、相关研究证据提供】 药品及保健品管理局（MHRA）【负责消费品/药品的审批】	FDA、各州政府	
	HNB	欧盟委员会	公共卫生部	FDA	
划分类别	雾化电子烟	无明确要求	消费品/药品	烟草制品（含有尼古丁且不用作药物、器械）	
	HNB	无明确要求	无明确规定	烟草制品	
监管制度	雾化电子烟	1、申请制：只要提前六个月向各国有关部门通报即可。无批准环节。 2、EUTPD监管对象包括所有电子烟产品的进口商、生产商；对电子烟的产品要求具体包括对尼古丁浓度水平的限制、电子烟包装和标签的规则、防止儿童吸烟的指导方针等。 3、欧盟成员国基于EUTPD的要求独立制定监管政策。 4、对电子烟产品的任一改进均须进行公示。 5、禁止任何形式的、旨在直接或间接推广电子烟的商业性广告。 6、若某类电子烟被至少三个成员国合理禁止，则委员会可将该禁令拓展至所有成员国。	1、申请制：新的电子烟和替换装产品（或有重大改变的旧产品）生产商必须在产品投放英国市场前六个月向MHRA提交申请。申请公示在MHRA的网站后方可上市。零售商无需提交其销售的任何产品的信息，除非它们也具有生产者资格。零售商必须在2017年5月20日之前通过库存销售不符合TPD标签和产品成分要求的产品。 2、英国国家医疗服务体系(NHS)于2021年宣布，将把电子烟作为处方药物以帮助烟民戒烟。	1、审批制：2016年8月之后发行的电子烟产品必须要通过PMTA（Premarket Tobacco Product Application）认证才能上市；2016年8月之前上市的产品需要在2020年5月之前提交PMTA申请，提交申请后产品可以获得一年的流通过期，FDA也将在这一年内对产品进行审核，审核不通过将禁止在市场上流通。FDA同时规定企业在提交申请报告时需要同时提交证明新型烟草产品比传统烟草减害的调查。 2、自2019年12月，禁止烟草零售商向21岁以下的个体出售电子烟等烟草产品。 3、制造商须每年向FDA报告2次其对烟草产品清单所做的更改。 4、多个州立法禁止非烟草口味的调味产品、不允许在线销售	
	HNB	无明确制度，目前只有制度建议	1、无明确制度，目前只有制度建议。 2、2021年10月，英国税务海关总署HMRC将HNB税率由每公斤251.6英镑提高至270.22英镑。	审批制：在PMTA的基础上，如果企业希望以“减害”的名义宣传产品，需要额外通过FDA的MRTPA（modified risk tobacco product application）认证	
		日本	韩国	澳大利亚	墨西哥
监管机构	雾化电子烟	厚生省（卫生部）	卫生与福利部	治疗用品管理局（TGA）	卫生部
	HNB	财务部	卫生与福利部		
划分类别	雾化电子烟	医药产品（含尼古丁烟油）	烟草制品（含尼古丁） 消费品或准药物（不含尼古丁）	限制性药物	烟草制品
	HNB	烟草制品	烟草制品	无明确规定	无明确规定
监管制度	雾化电子烟	1、等同禁止：含尼古丁的电子香烟油被视为医药产品，销售、营销、制造、进口、分销均需依法获得许可证，但目前暂时无产品获批，允许私人进口少量医用电子烟。 2、允许私人进口药用电子烟，前提是仅供私人使用，且供应量少于一个月。	1、韩国对液体型电子烟税率视其尼古丁含量而定，税率通常较低（为传统香烟的43.2%） 2、不含尼古丁的电子烟视为消费品进行监管，含有尼古丁的电子烟被视为烟草制品进行监管，禁止向未成年人（19岁以下）销售，每毫升需缴纳税款1799韩元。 3、2019年9月韩国卫生和福利部表示将修订“国家健康促进法”以禁止电子烟的促销、营销、免费商品或服务发放、在线商业发布使用电子烟或相关产品的经验。违规者将被罚款300万韩元（2,533美元）至500万韩元。 4、对电子烟产品征收24韩元/盒的废物处理费和10%的增值税。	1、自2021年10月起，所有含尼古丁的电子烟产品纳入Therapeutic Goods Act 1989法案监管中。 2、处方模式：个人进口和国内购买均需提供处方证明，国内供应还需要相关州、地区的治疗品许可证。 3、处方的获取途径包括：授权处方计划（由医生向TGA申请权限并定期报告）、特殊访问计划（由医生代单个患者向TGA申请批准）、个人进口计划（医生直接为患者提供，可供进口最多3个月剂量）。 4、非法进口尼古丁可被处以最高222,000美元的罚款。	1、禁止：2008年《烟草控制法》禁止电子烟销售，2020年《进出口税总法》禁止电子烟进口。 2、2022年2月，对《烟草控制总法》进行修订，完全禁止烟草广告。
	HNB	HNB烟具可自由销售，HNB烟弹根 据《烟草商业法》与烟草为同类产品，允许销售流通，监管同烟草产品。（烟草制品批发、零售、进出口必须经过财务大臣批准登记，烟草制品零售价格需经其批准）	1、监管同卷烟制品，市场化制度，非专卖专营。允许在各渠道销售流通。主要渠道为便利店。 2、税收以传统香烟税率的90%对HNB电子烟统一征税。 3、HNB制品须说明尼古丁含量，还须额外说明甲醛含量。	无明确制度	禁止加热烟草制品的进出口

资料来源：Eurofins, Ecigintelligence, Vaping360, Ec.Europa.EU, 英国公共卫生部, FDA, 日本厚生省, 烟草市场, 《电子烟》公众号, 香烟网, 产业信息网, Reuters, 蓝洞新消费公众号等, 天风证券研究所

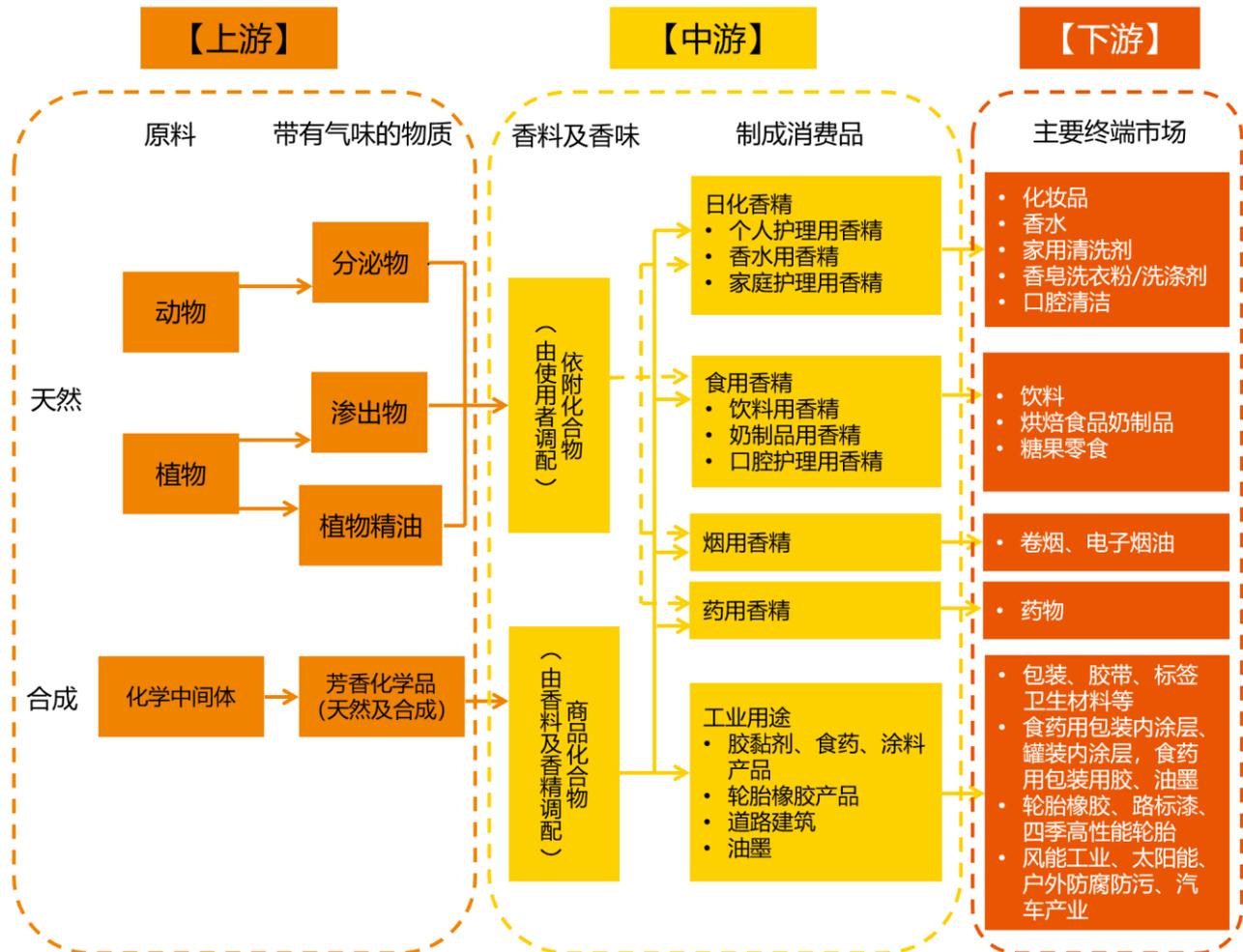
国内层面，2022年3月11日下午，国家烟草专卖局发布《电子烟管理办法》，自2022年5月1日起施行，其中符合新国标的产品于2022年10月1日起正式销售。核心监管内容包括：

- **生产端**：牌照制管理。设立电子烟生产企业（含产品生产、代加工、品牌持有企业等）、雾化物生产企业和电子烟用烟碱生产企业等，必须经国务院烟草专卖行政主管部门批准，取得烟草专卖生产企业许可证。
- **销售端**：1）取得烟草专卖批发企业许可证的企业，应当经国务院烟草专卖行政主管部门

2.2. 香精香料行业：下游需求细分，我国香精香料企业集中度较低

香精香料产业链由上游的香原料业、中游的香精业、下游的消费品制造业组成，其中香原料业和香精业属于精细化工领域，二者结合构成通常所说的“香精香料行业”。

图 15：香精香料产业链示意图



资料来源：Chemical & Industry，天风证券研究所

2.2.1. 受下游需求多元化驱动，关注新兴市场潜在高增长机遇

香精香料产业链具有如下特点：

1) **在香精制造环节，龙头企业壁垒优势显著：**香精是由人工调配或由发酵、酶解、热反应等方法制造出来的含有多种像成分的混合物，香料是原料，香精也被称为调和香料。由此可知，掌握的资源越多，香精制造企业越可以更好服务客户；

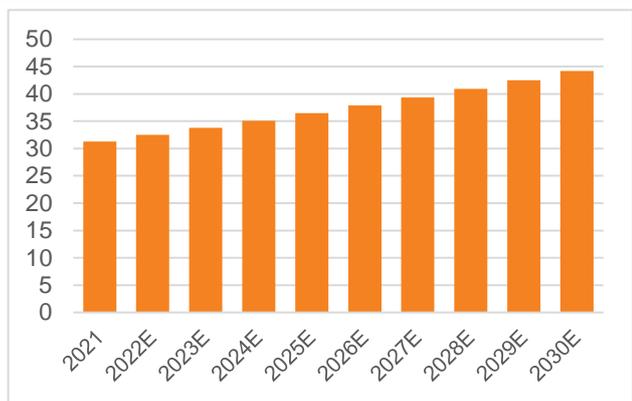
2) **品牌效应显著：**通常情况下为了达到下游客户在香气、口感等方面的要求，香精生产企业会与上下游企业在香精的研发和试制上进行协作，并在此基础上确定长期供求关系。因此，食品饮料、日化、烟草、饲料等生产企业为能长期保持产品特有的香气和口感，保持产品口味的稳定性，通常不会轻易更换上游香精供应商，形成固定品牌效应；相对应的，香精生产企业也不会轻易改变香料供应商。致使香精、香料企业在各自的产品细分市场中形成了一定的品牌壁垒。

下游需求多元化是香精香料行业的发展动力。香精香料作为添加剂主要应用于食品、日用品、化妆品等工业，近年来，下游行业细分领域的快速增长，给香精香料行业带来了发展动力，比如乳品、部分休闲零食等。根据 Precedence research 统计，2021 年全球香精香

料市场销售规模达到了 312.7 亿美元，并预测至 2030 年市场规模有望达到 441.8 亿美元，2021-2030 年 CAGR 约为 3.91%。

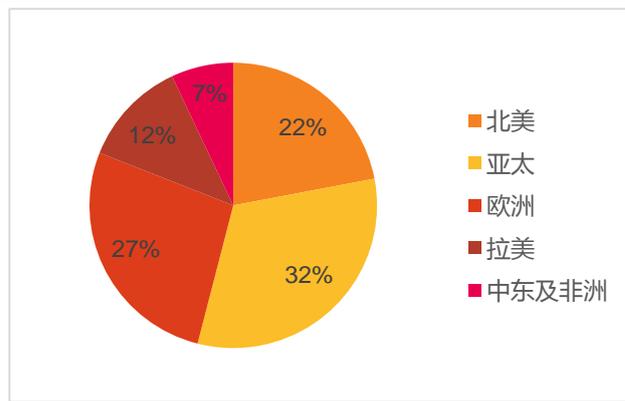
新兴经济体市场为香精香料下游的发展提供了广阔空间。全球香精香料市场主要集中在亚太、北美及欧盟地区，其他市场需求规模较小，其中新兴国家需求增长较快。分区域来看，Precedence research 统计显示，受益于快速增长的经济和不断变化的生活方式，印度、中国、越南和印度尼西亚等发展中国家的香精香料市场持续快速增长，2021 年亚太地区的销售规模占比约为 32%，欧洲及北美地区的销售占比为 27%和 22%。

图 16：全球香精香料市场规模预测（单位：十亿美元）



资料来源：Precedence research, 天风证券研究所

图 17：2021 年全球香精香料分区域销售占比 (%)



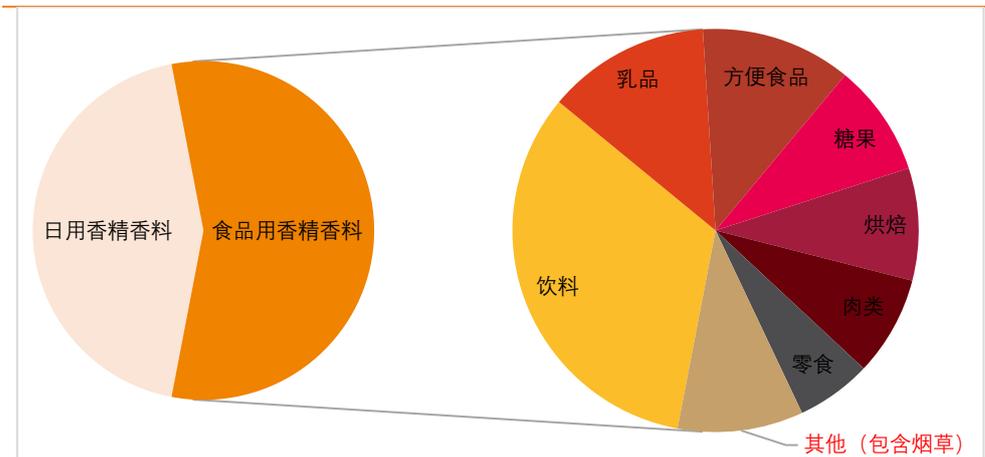
资料来源：Precedence research, 天风证券研究所

2.2.2. 应用市场分散，我国香精香料企业集中度较低

我国香精香料企业普遍偏小，集中度较低。2011 年，全国规模以上香料香精企业为 317 家，年销售额 469.72 亿元；2017 年全国规模以上香料香精企业为 351 家，年销售额 660.02 亿元。香料产品小批量、交货快的特点，以及客户对产品质量保证的需求上升，都对中小企业都构成了一定挑战，而原材料价格上涨以及环保压力迫使无力扩张的中小企业逐步退出市场或融入大企业。未来我国香精香料行业将加快淘汰落后的小企业，壮大龙头企业规模，有利于资源优化配置、知识产权保护和解决环保问题，集中资金建立强大的研发队伍，从而提高整体行业的研发能力、创新能力和市场竞争能力。

下游应用市场分散，烟草用香精占比较小。对应下游市场来看，根据产业信息网报告数据，2017 年，全球香精香料市场中食品用香精香料占比为 56%，日用香精香料占比约为 44%。其中食品用香精又可以分为多个种类，其中规模占比最大的为饮料，约占食品用香精规模的 33%，而烟草用香精实际占比不足 4%，若按照 4%的烟草用占比进行估算，全球每年烟草用香精香料市场规模约为 12 亿美元（约合 75 亿人民币）。

图 18：2017 年全球香精香料下游市场构成占比 (%)



资料来源：产业信息网, 天风证券研究所

烟草用香精领域里，我国下游烟草工业企业的需求以“卷烟上水平”为任务，“中式卷烟”为指导方向：“卷烟上水平”是我国烟草行业在烟叶种植面积和烟叶产量双降的同时，又要保持卷烟销量上升、利税稳定增长的重要手段，也是中烟工业公司的长期任务。“卷烟上水平”的做法是优化卷烟结构，提升卷烟档次，这意味着要提高五类烟草制品中三类以上烟草的销量占比。“中式卷烟”则是具体到卷烟产品本身，“中式卷烟”概念要求的“高香气、低焦油、低危害”是我国卷烟产品的优化方向。但是，在卷烟焦油量降低的同时，卷烟的香气量、浓度大大降低，会直接影响卷烟的吸食舒适度和生理满足感。因此，香精香料技术已经成为中式卷烟尤其是中式低焦油卷烟的核心技术之一，这也对相关香精香料企业的技术水平和研发能力提出了更高要求。

3. 业务梳理：多用途香精香料&电子烟产品双轮驱动

3.1. 香味增强剂：科研实力强化+业务外延扩张，业绩稳中向好

从单一到多元，从多元到专一。公司旗下专门进行烟用香精业务的子公司为深圳波顿香料有限公司（简称：深圳波顿）。公司1991年起家于深圳波顿，当时专门从事烟用香精之香味增强剂业务的制造，后在此基础上公司逐渐发展食品香精、日用香精等业务。2014年，深圳波顿将非烟用香精业务（日用、食品用香精）分出，装入新成立子公司东莞波顿香料有限公司（简称：东莞波顿），此后深圳波顿仅专注烟用香味增强剂业务。

专注烟用加料香精，产品种类齐全。深圳波顿负责运营公司的香味增强剂业务，其产品主要属于烟用香精中的加料香精大类，可分为烟叶加料香精、烟丝加香香精、烟用复烤香精三类，可在卷烟生产过程及烟叶复烤工序中优化烟叶各项性能。目前，深圳波顿生产经营的烟用香精、天然香精、合成香料、生物技术香料等产品种类多达2000种。其中，核心产品烟用香精，已全面覆盖国内18家烟草企业。

表 1：公司所生产的香味增强剂种类及用途

产品类型	工艺环节	用途	主要溶剂
烟叶加料香精	主要在卷烟的生产过程中，用于在【烟叶】上喷洒料液的工序。	可改善吸入味感、增加烟草香气浓度及加强烟香。	丙二醇
烟丝加香香精	主要在卷烟的生产程序中，用于在【烟丝】上喷洒香精的工序。	能去除气味，减少刺激性影响，改善余味，增加烟香。	乙醇及丙烯
烟用复烤香精	用于在烟叶复烤工序中将液体注入烟草。	有助于烟叶控制湿度、防霉、防虫，并能缩短片烟醇化周期。	丙烯

资料来源：公司公告，天风证券研究所

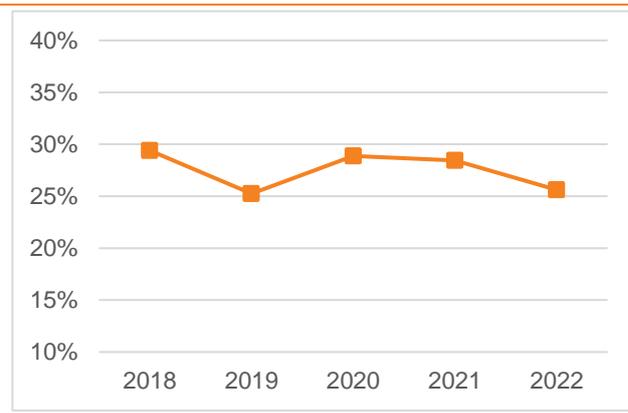
业绩持续稳步增长，盈利能力稳中向好。根据公司历年年报，2018-2022年，香味增强剂业务为公司营收贡献从6.03亿元稳步增长至7.96亿元，2018-2022年CAGR为7.2%，营运利润率基本保持稳定。2022年，公司香味增强剂实现营收7.96亿元，同比增长9.1%，主要受益于国内市场需求稳定增长，营运利润率为26%，我们认为香味增强剂分部的稳定发展或主要得益于公司研发实力的不断强化和烟用香精用户的保持与拓展：

图 19：香味增强剂分部营收及同比增长（亿元，%）

图 20：香味增强剂分部营运利润率（%）



资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

- 1) **研发实力是提高烟用香精产品附加值的关键，波顿研发中心助力各板块研发需求。**公司持续在深圳强化科研实力：2004 年筹建深圳市天然香料工程技术研究开发中心；2009 年建立波顿科技园，2013 年波顿科技园生产基地启动。目前主要聚焦于烟用香精、烟用天然香原料、加热卷烟香料及制品、新材料等领域，可实现植物源香料合成技术、分子囊化技术、纳/微乳化技术、多功能缓释载体制备技术等先进技术。

表 2：波顿研发技术实力强大

类型	用途
植物源香料合成技术	利用天然植物资源，通过高效的分离技术，获得优质的天然原料，这些原料不但可以直接应用在香精配方中，还能作为合成的起始原料，通过绿色合成化学技术，合成出更高价值的天然等同香料，产品质量更高，具有更高的安全保证。 如利用香茅油开发香叶醇系列产品；山苍子油开发紫罗兰酮系列产品等。
分子囊化技术	利用高分子化合物分子结构中与其具有的几何空腔结构（如网状、线状、锥状空腔等），通过物理化学方法在分子水平上对香精进行嵌合、包合，使香精得以包埋，人们形象的称之为“分子囊”，是一种分子水平上的微胶囊化方法。 公司运用该方法制备的分子囊化粉末香精具有良好的稳定性、抗氧化性和缓释性能。
纳/微乳化技术	微乳、纳米乳是由水相、油相、表面活性剂与助表面活性剂在适当比例形成的一种油水混合系统，分散相质点微小，在 1-500nm 之间，具有高的稳定性，在化妆品和新型药物制备方面已经进行了深入的研究。波顿集团将纳/微乳化技术用于食品功能成份传递体系（如香精香料、着色剂、微量营养元素、抗菌剂等），改善亲脂性物质的水溶性、稳定性，延缓释放。另外，由于纳/微乳的分散质点处于纳米级，能够使功能成分更容易被吸收，提高生物利用率，具有广阔的应用前景。 公司具有各种规格的搅拌罐，能够满足小试、中试及放大生产等多种生产要求。
多功能缓释载体制备技术	采用特定的工艺设备对粉状产品进行成型深加工，成型处理能提高产品流动性，降低粉尘污染，符合环保需求。 多功能缓释载体技术已成为公司用于处理香精香料、植物提取物、色素、维生素、抗衰老因子、美白因子、祛皱因子、保湿因子等功能因子，制备多功能缓释香精的重要技术手段，能够有效解决香味挥发和敏感香料变质问题，延长留香时间及缓控释放，在食品、日化用品、卷烟、医药保健等方面具有广阔的应用前景。

资料来源: 深圳波顿官网, 天风证券研究所

- 2) **在稳定的客户基础之上，持续扩大市场份额。**公司客户覆盖广泛，粘性较高。公司烟用香精客户为烟草工业公司，已全面覆盖国内 18 家烟草工业企业。2016 年，公司从深圳市辉际实业有限公司、深圳市大合荣香料实业有限公司、广州市芳源香料有限公司、海南中南岛香精香料有限公司处收购其烟用香精之香味增强剂业务，目标业务涉及配方合计 153 个，进一步加强覆盖辽宁、黑龙江、北京、山东、河南、安徽、云南、

贵州、四川、湖南、广东、广西、海南地区的业务。

表 3：2016 年公司从 4 公司处收购烟用香精之香味增强剂业务

标的业务所在公司	深圳市辉际实业有限公司	深圳市大合荣香料实业有限公司	广州市芳源香料有限公司	海南中南岛香精香料有限公司
涉及配方 (个)	40	50	33	30
覆盖客户所在地	安徽、云南、四川及河南省	安徽、辽宁、黑龙江省及北京市	广西、贵州及湖南省	海南、广东、山东及云南省
2015 年订单总额 (亿元)	0.34	0.51	0.36	0.45
2016-2018 年业绩承诺 (亿元)				
- 营业收入	0.6	0.6	0.45	0.5
- 净利润	0.27	0.27	0.2	0.23

资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.2. 食品&日用香精：内外共促，夯实研发实力

细分香精业务，食品&日用香精与烟用香精业务分开运营。自 2015 年初以来，公司将日用香精、食品香精装进新设公司——东莞波顿香料有限公司（东莞波顿），该公司前身为东莞天成香料科技有限公司。公司此举顺应香精香料行业发展趋势，在满足下游细分需求上或将提升效率。

拟分拆东莞波顿并筹备其于深圳证券交易所 A 股上市。2020 年，为了分拆东莞波顿于深圳证券交易所 A 股上市，公司及王明凡先生对外出售东莞波顿合共 30% 股权，现金代价为 6885 万人民币（约 7558 万港元）。交易完成后，深圳波顿于东莞波顿的持股将降至 37.1%，深圳波顿仍为东莞波顿的单一最大股东。同时，**公司做出保证及承诺，东莞波顿 2020 年至 2024 年的收入及净利润将不低于 10% 的年增长速度。**东莞波顿 2022 年净利润及收入分别达到 0.57 亿元及 3.22 亿元，利润达到业绩承诺目标，收入数据低于业绩承诺。

表 4：东莞波顿收入及利润保证（人民币元）

	2020	2021	2022	2023	2024
收入	295521600	325073760	357581136	393339250	432673175
净利润(不包括非经常性项目)	34168200	37585020	41343522	45477874	50025662

资料来源：公司公告，天风证券研究所

食品&日用香精产品品类丰富，覆盖场景广泛。目前，东莞波顿的产品包括：1) 给食品生产商提供的用于饮料、日常食品、罐头食品以及糖类食品的食品类香精；2) 给日用品生产商提供的用于美容品、香水、肥皂、化妆品、护发用品、除臭剂、洗涤剂以及空气清新剂等产品的日用类香精；3) 香料和天然植物提取物的研发。

表 5：东莞波顿主营产品

	商用范围
食用香精	乳品、饮料、糖果、烘焙、速冻食品、调味品、肉制风味食品、休闲食品等
日用香精	厨卫清洁、衣物洗护、香薰在内的多类应用领域
日用植物和食用植物提取物*	口腔护理、皮肤护理等场景

资料来源：东莞波顿官网，天风证券研究所

内部研发与对外合作共同配合，提升食品&日用香精研发实力。东莞波顿目前已搭建了化学分析、有机合成、生物催化、植物化学和微胶囊五大平台。在打造内部技术平台的硬实力的同时，公司也培育了研发团队的软实力，在超 260 人的研发团队中，教授、研究员、高级工程师和博士占比 10.4%，同时与合肥工业大学、云南省科学技术院、中科院昆明植物研究所等 10 多所大学及机构开展产学研合作。强大且稳定的合作研发网络，为公司提供了将创新成果加以商业化的高效短路径。

表 6：东莞波顿五大自有技术平台

五大平台	技术能力
化学分析平台	拥有国际领先的 GC-MS、LC-MS、UPLC、UPCC 等分析仪器设备，发展出 4 大技术能力：了解预测、发现创新、安全保障、大数据支持。
有机合成平台	利用高效催化剂精馏技术实现新的香料分子的化学合成，发展处 4 大核心技术：绿色环保化学合成、手性香料合成、植物源天然等同香料合成、新分子及其同系物合成技术。
生物催化平台	利用现代生物工程技术制备香料和生物活性物质：微生物发酵、酶催化、静息细胞催化、基于分子生物学平台的酶定向进化及菌种选育技术。
植物化学平台	利用 4 大优势，开展天然香料和植物提取物的研究开发：植物资源优势、标准安全优势、分离纯化技术优势、功效评价技术优势。
微胶囊平台	利用新材料、新工艺，实现香精状态、剂型和功效的多元化，已形成 5 大系列产品：喷雾干燥微胶囊香精、多功能缓释香精、纳米香精、分子囊香精、长效控释微胶囊香精。

资料来源：东莞波顿官网，天风证券研究所

图 21：东莞波顿全球共享技术平台



资料来源：东莞波顿官网，天风证券研究所

上海波顿前瞻性布局生物技术合成生物学技术平台，提升公司综合研发竞争力。集团子公司波顿（上海）生物技术有限公司（简称“上海波顿”）是波顿集团布局于上海市浦东新区的前沿生物技术产品研发与生产中心。上海波顿专注探索高附加值天然化合物的生物合成与制造技术，致力于利用合成生物学、代谢工程、基因工程等生物学手段，在酵母等底盘细胞的基础上人工设计与重构出高效的细胞工厂，用于合成那些植物中含量丰度极低的天然功效化合物。

此外，上海波顿也结合集团传统香精香料产业的技术优势，发挥自身在生物技术领域的技术积累，积极探索生物技术与传统香精香料深度跨界融合，形成出包括香原料生物制造、未知组分的核酸溯源、微生物产香菌剂、生物仿生产香等新生物技术致香产品。产品涉及生物香料、天然功效分子、药物中间体、植物提取物、产香微生物菌剂等生物大健康领域。**公司于 2018 年通过国家高新技术企业认定，目前，研发技术人员占公司员工总人数的 55% 以上，博士占研发人员比例 10.0%，公司近年已累积拥有各类专利 20 余项。**未来，波顿上海将打造一个具有香特色的高水平生物技术研发中心，为食品、化妆品、医药、新材料和环境保护行业的国内外客户提供有竞争力的产品和技术解决方案。

图 22：上海波顿创新平台示意图

图 23：上海波顿创新产品示意图

<p>分子生物学实验平台</p> <p>从细胞和分子水平对天然化合物分子的合成基因、调控机制进行深入的发掘与系统研究，并据此人工设计与构建高效的微生物细胞工厂。</p>	<p>发酵及工程化放大平台</p> <p>完备的过程参数监控电极、尾气质谱的行业领先的监测设备，同时具备10L-50 L-500L-10T从实验室至产业化生产转化的完备的逐级放大平台，能够迅速将实验室产品转化为高效的产业化生产。</p>
<p>分离纯化工艺开发实验室</p> <p>定制符合食品、化妆品、医药中间体等不同纯度及体系要求的产品分离路线。</p>	<p>生物技术与香精香料深入的融合应用研究</p> <p>并以此为基础开发天然仿生产香、植物基原料的生物改性、发酵增香以及高活性产香菌（酶）剂等相关产品及技术。</p>

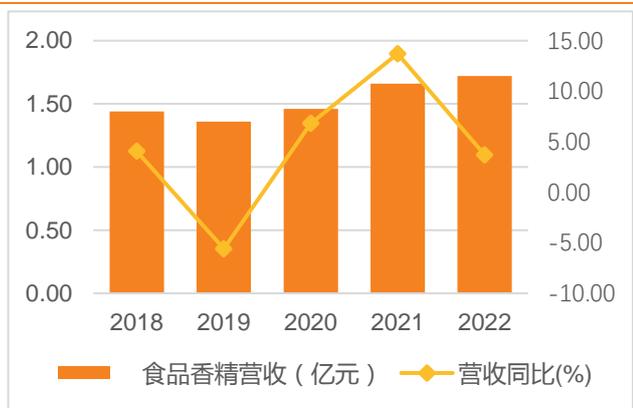
资料来源：上海波顿官网，天风证券研究所



资料来源：上海波顿官网，天风证券研究所

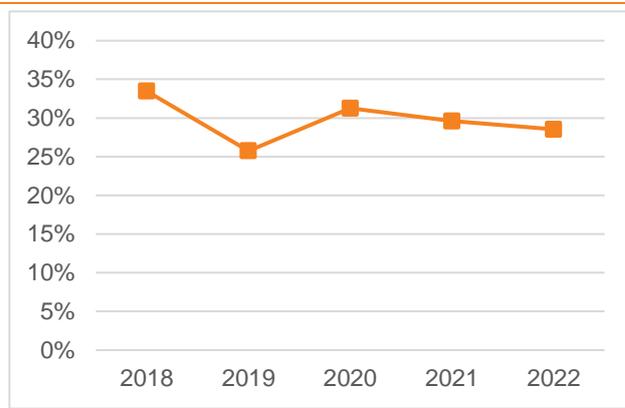
与香味增强剂业务的盈利能力相比，食品香精&日用香精业务由于竞争较为激烈，利润率相对较低，尤其是日用香精。近年来，公司一方面持续扩大客户基础及食品香精行业国际市场（特别是印尼市场）的销售，另一方面持续开发更受市场趋势认可的天然提取的新香精，从而保证公司食品香精板块的稳定持续增长。日用香精方面，2020年由于疫情期间对个人卫生关注度的提高，公司清洁、个人卫生及洗衣产品用的日用香精板块收入迎来较高速增长。

图 24：食品香精分部营收及同比增长（亿元，%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 25：食品香精分部营运利润率（%）

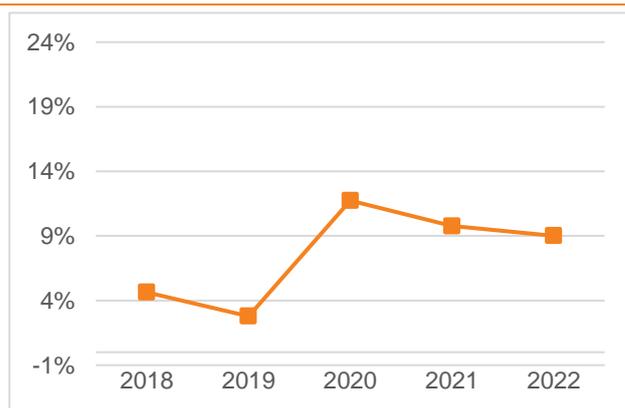


资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 26：日用香精分部营收及同比增长（亿元，%）



图 27：日用香精分部营运利润率（%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

资料来源：公司公告，天风证券研究所

我们认为，香精香料产业链下游竞争趋势将随消费者需求的满足而在总量增速上放缓，这意味着香精香料生产企业能否满足不同客户定制化需求或将影响企业未来的综合竞争力，而这也与生产企业的研发能力与生产水平所关联。在这一点上，**东莞波顿拥有完备的研发能力及产能潜力，随着对客户资源的持续拓展，食品与日用香精分部业绩未来或存较大提升空间。**

3.3. 电子烟产品：全产业链布局，已获八张烟草专卖生产企业许可证

收购电子烟企业 Kimree 后，积极布局新型烟草业务领域。公司于 2015 年开始布局新型烟草市场。2015 年 11 月与 Kimree 订立谅解备忘录，后于 2016 年完成全部股本的收购。收购前，标的公司客户已遍布 20 余个国家，其中包括大多数全球烟草公司及顶尖的电子香烟品牌。目前公司的电子烟产品，如一次性电子烟、可充电电子烟及电子烟配件等销售给烟草公司、独立电子烟制造商及多个品牌旗下的其他客户，覆盖来自全球多个国家的用户。

国内首个电子烟产业园落户波顿科技园。2019 年 10 月，由深圳市南山区工业和信息化局核准，国内首个电子烟产业园落户波顿科技园。作为国内电子烟行业的先行者，波顿旗下拥有深圳波顿、中香香料、吉瑞科技、源格林科技、华商生物等一系列电子烟产业链布局，拥有国内香精香料行业优秀的技术研发团队和数千项国际 PCT 和国内专利，不仅在产品研发上发挥行业带头作用，在产业辐射上也发挥着集聚示范作用。

波顿电子烟产业园位于公司总部所在的南山区西丽波顿科技园内，园区占地 80,000 多平方米，建筑面积 200,000 平方米，是目前亚洲规模最大的香精香料生产研发基地，目前已进驻多家电子烟企业，从事产品设计、硬件代工、信息服务等电子烟产业各项服务，形成了贯穿上游生产制造、下游渠道售卖的电子烟全产业链。

图 28：公司电子烟产品示意图

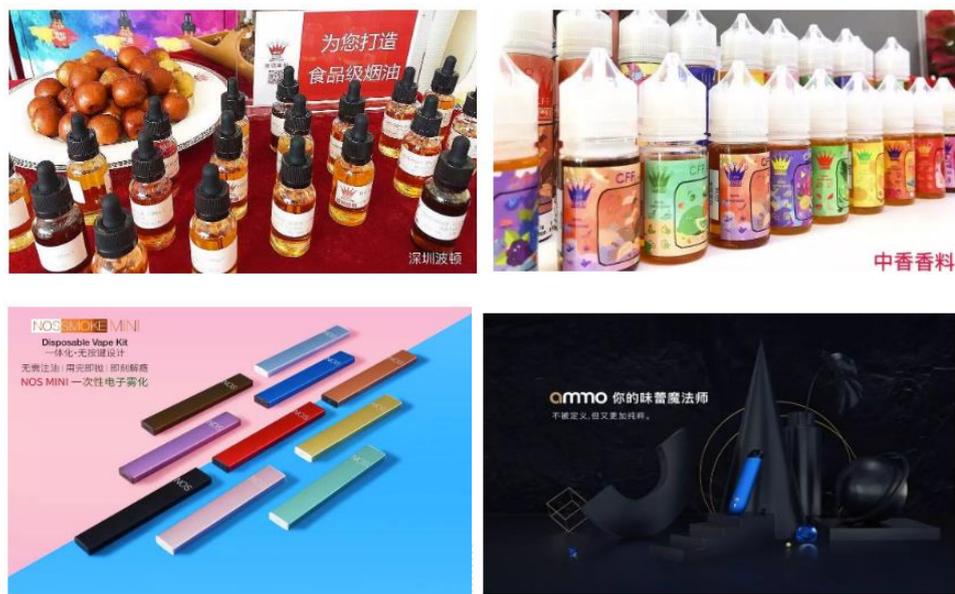


资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司已获八张烟草专卖生产企业许可证，完成上游产业链全覆盖布局。2022 年 10 月公司公告，截止公告日期，公司已有八家附属公司获得国家烟草专卖局颁发的许可证，其中包括：1) 深圳波顿香料有限公司；2) 中香香料(深圳)有限公司；3) 吉盛科技(惠州)有限公司；4) 惠州市吉瑞科技有限公司；5) 深圳市华商生物科技有限公司；6) 抚州源格林科技有限公司；7) 深圳市源格林科技有限公司及 8) 惠州巴博科技有限公司。目前公司已就电子烟油、为自有品牌生产电子烟(亦包括为客户代工生产电子烟)以及持有电子烟品牌取得一系列许可证。随着与许可证相关法律的颁布，公司将会加快电子烟业务布局，以配

合电子烟市场的快速发展。

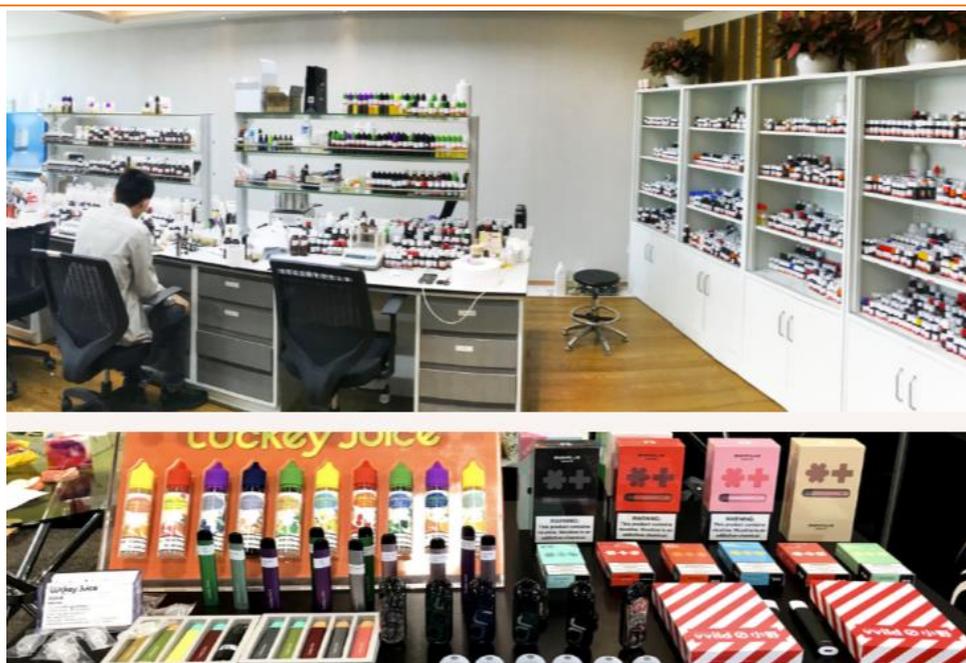
图 29：公司旗下电子烟供应链产品示意图



资料来源：深圳市侨商会微信公众号，天风证券研究所

- **中香香料—电子雾化液一站式解决方案商和生产商。**中香香料（深圳）有限公司(简称“中香”)成立于 2007 年 6 月，是中国波顿集团旗下电子雾化液一站式解决方案商和生产商，集电子雾化液研发、生产、销售于一体。基于波顿集团三十年强大的香精香料技术积累和全球领先电子雾化液研发技术，中香拥有强大的调香体系，在植物提取、生物技术致香物分离、微胶囊乳化、活性天然香料等技术方面在国内都处于领先地位，调香技术积淀深厚。中香拥有严格的品控体系及 GMP 生产车间控制，产品通过各项权威认证和检测，确保品质与安全。

图 30：中香香料产品示意图



资料来源：IECFEXPO 微信公众号，天风证券研究所

- **吉瑞科技—电子烟雾化器研发、生产、销售一体化企业。**吉瑞科技成立于 2006 年，是一家电子烟雾化器研发、生产、销售一体化企业。公司拥有电子烟雾化器、加热不燃烧等产品线，拥有电子烟雾化器自主品牌“犀利”、“JEX”系列产品。吉瑞科技拥有一支多年从事电子烟雾化器及其配件产品研发、生产、销售的精英团队，其中高级技术人员占员工总人数的 60%，更有数名高级烟草、食品调香师，专注烟油口味研发。

同时作为专业的 HNB(低温加热不燃烧卷烟)器具研发生产企业，吉瑞科技早在 2017 年即成立专门的 HNB 事业部，与上海新型烟草研究院、广东有关中烟公司等众多机构展开深入战略合作，在设计研发、专利、量产等方面都取得了实质性成果，顺利推出功夫系列、ING 等上市机型。

图 31：“宽窄·功夫”新型烟草示意图



资料来源：“艾邦新消费电子资讯”公众号，天风证券研究所

- **华商生物—电子烟雾化器的研发、生产和销售。**产品涵盖电子烟雾化器成品、雾化液及电子烟雾化器配件等多个品系。华商旗下主要有火器 ammo、火器沙芬、火器 NOS 三个换弹电子烟雾化器品牌及 800 口一次性电子烟雾化器，以及近 80 种雾化液口味。

图 32：华商旗下品牌示意图



资料来源：IECFEXPO 微信公众号，天风证券研究所

- **吉盛科技—集电子烟雾化器研发、生产、销售为一体的国家高新技术企业。**吉盛科技成立于 2014 年，公司拥有 70 余人的研发团队，自主研发各种系列产品超过 500 款，产品几乎涵盖了市场上所有产品类型。吉盛科技在惠州拥有国际标准化生产基地，生产面积达 60000 平方米，国际标准生产线，工厂率先通过 Cgmp(GMP)、ISO9001、ISO14001、ISO13485 等八大国际质量体系认证，产品通过了 CE、FCC、RoHS、UL 等认证。目前产品远销美国、法国、德国等欧美国家及中东地区，被广大国内外客户认可。

图 33：吉盛科技园区示意图



资料来源：IECFEXPO 微信公众号，天风证券研究所

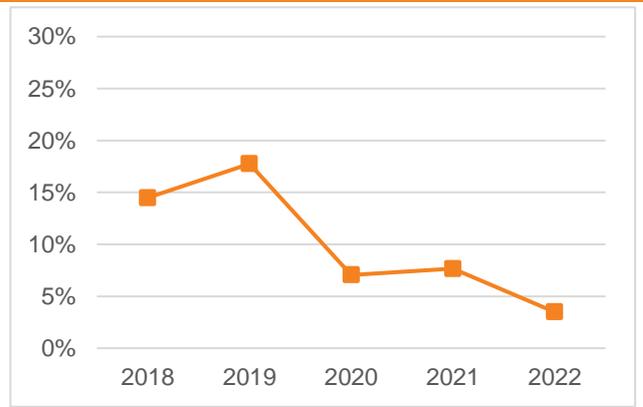
电子烟板块收入高速增长，已成为公司收入第一大来源。根据公司历年年报，2016-2022 年，电子烟产品业务为公司营收贡献从 1.54 亿元快速增长至 11.65 亿元，2016-2022 年 CAGR 为 50.0%，营运利润率或主要受到成本增加和电子烟产品税收增加的负面影响而有所下滑。2022 年，公司电子烟产品实现营收 11.65 亿元，同比略降 4%，主要因 22 年 10 月国内市场落地电子烟相关监管措施，影响了部分现有产品销售。

图 34：电子烟产品分部营收及同比增长（亿元，%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 35：电子烟产品分部营运利润率 (%)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

核心假设：

- 香味增强剂业务主要受益于烟用香精产品需求稳定增长，由此测算该业务在 2022-2025 年间的收入 CAGR 为 6.68%；
- 食品香精业务主要受益于消费升级导致的下游需求多样化，由此测算该业务在 2022-2025 年间的收入 CAGR 为 9.00%；
- 日用香精业务主要受益于卫生保健需求稳定增长，由此测算该业务在 2022-2025 年间的收入 CAGR 为 6.07%；

- 电子烟产品业务有望受益国内监管落地后渠道复苏及海外销售渠道不断拓展保持较高增速，给予 2022-2025 年间的收入 CAGR 为 22.27%；

表 7：业务板块拆分预测（人民币，亿元）

细分项目	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入按业务拆分											
香味增强剂											
收入	4.37	5.23	5.86	6.03	6.02	7.18	7.29	7.96	8.60	9.16	9.66
同比%	5.05%	19.68%	12.05%	2.83%	-0.06%	19.26%	1.53%	9.14%	8.12%	6.45%	5.48%
收入占比%	63%	54%	54%	52.56%	36.69%	38.76%	31.90%	34.23%	31.41%	29.11%	27.17%
食品香精											
收入	1.27	1.46	1.39	1.44	1.36	1.46	1.66	1.72	1.86	2.03	2.22
同比%	-16.99%	14.96%	-4.79%	3.88%	-5.62%	6.80%	13.71%	3.76%	8.40%	9.30%	9.30%
收入占比%	18%	15%	13%	12.60%	8.30%	7.86%	7.24%	7.39%	6.80%	6.47%	6.25%
日用香精											
收入	1.34	1.37	1.37	1.43	1.32	1.53	1.38	1.50	1.60	1.69	1.79
同比%	0%	2%	0%	4.31%	-7.37%	15.92%	-9.88%	12.40%	6.80%	5.70%	5.70%
收入占比%	19%	14%	13%	12.47%	8.06%	8.28%	6.05%	6.45%	5.84%	5.38%	5.03%
电子烟											
收入		1.54	2.00	2.30	7.39	8.01	12.13	11.65	14.85	18.05	21.29
同比%			29.87%	15.10%	221.17%	8.33%	51.50%	-4.00%	27.50%	21.50%	18.00%
收入占比%	0%	16%	18%	20.08%	45.04%	43.22%	53.08%	50.11%	54.21%	57.35%	59.87%
投资物业											
收入	0	0.03	0.27	0.26	0.31	0.35	0.40	0.43	0.48	0.53	0.60
同比%			800.00%	-2.59%	18.35%	11.90%	14.03%	7.04%	12%	12%	12%
收入占比%	0%	0%	2%	2.29%	1.90%	1.88%	1.74%	1.83%	1.74%	1.69%	1.68%
总收入	6.98	9.63	10.89	11.46	16.41	18.53	22.86	23.25	27.39	31.46	35.56
同比%		37.97%	13.08%	5.27%	43.17%	12.89%	23.38%	1.69%	17.84%	14.86%	13.03%

资料来源：Wind，天风证券研究所

我们认为，1) 在疫情后消费逐步复苏的大背景下，公司食品&日用香精香料有望继续保持稳定发展；2) 香味增强剂受益于国内卷烟市场平稳增长趋势有望继续稳中向好，持续增长；3) 电子烟产品业务公司已获得八张生产许可证，随着监管的落地，有望进一步推动国内外的渠道网络布局，公司产业链一体化布局优势突出。基于上述原因，我们预计公司 23-25 年营收为 27.4/31.5/35.6 亿元，净利润为 2.9/3.7/4.1 亿元；对应 23-25 年的 PE 为 9.5/7.5/6.7X。

通过对港股相关同类上市公司 PE 的对比，我们发现烟草供应链公司（中烟香港、思摩尔国际）的 2023E 的估值区间在 9.4-19.6X，我们认为，中国波顿具有产业链一体化布局优势，且香精香料业务稳步上升，目前估值水平低于其他可比上市公司平均水平，基于公司作为同时布局国内电子烟产业链及香精香料的上市公司，具有一定稀缺性，我们给予 2023 年 17 倍 PE，对应目标市值 49.1 亿元人民币（对应 56.0 亿港元，1 港币约合 0.876 元人民币），目标价为 4.55 元人民币（对应 5.2 元港币，1 港币约合 0.876 元人民币），首次覆盖，给予“买入”评级。

表 8：截止 2023 年 4 月 20 日，可比公司估值

股票代码	股票简称	2023E	2024E
6969.HK	思摩尔国际	19.6	15.8

6055.HK	中烟香港	9.4	7.5
均值		14.5	11.7

资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 风险提示

- 1) **市场发展不及预期。**公司产品的最终应用皆为消费品。香精香料、电子烟等产品产能的放量取决于下游市场的发展，若消费者嗜好发生改变而公司尚未具备相应的技术储备，将处于被动地位，影响公司业绩。
- 2) **政策风险。**电子烟业务为公司业绩的利润增长点。电子烟行业主要受政策导向，若公司对于行业政策预判偏差，则将对公司业绩增长产生影响。
- 3) **国际贸易风险。**公司香原料、香精产品部分销往境外，存在汇率变动风险。
- 4) **新型烟草板块业务不及预期。**因公司第一大收入来源为电子烟产品，若该板块因销售不及预期或市场偏好改变，将对公司业绩增长产生影响。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com