

中草药料 (920016)

国内凉味剂生产龙头，募投项目助力公司业绩放量

投资评级 (暂无)

2024年09月12日

证券分析师 朱洁羽

执业证书: S0600520090004

zhujiayu@dwzq.com.cn

证券分析师 易申申

执业证书: S0600522100003

yishsh@dwzq.com.cn

研究助理 钱尧天

执业证书: S0600122120031

qianyt@dwzq.com.cn

研究助理 薛路熹

执业证书: S0600123070027

xuelx@dwzq.com.cn

研究助理 武阿兰

执业证书: S0600124070018

wual@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	189.40	205.91	226.54	298.57	371.85
同比 (%)	26.16	8.72	10.02	31.80	24.54
归母净利润 (百万元)	37.71	41.04	47.78	58.16	72.40
同比 (%)	63.43	8.81	16.42	21.73	24.50
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.63	0.69	0.80	0.97	1.21
P/E (现价&最新摊薄)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

投资要点

- 研发与生产并重，深耕香精香料产业：**（1）公司凭借强大的研发生产实力，打造香精香料生产龙头。公司通过聚焦技术研发与生产能力的双效提升以及积极开拓国内外市场来保证毛利率的稳定，促进多板块业务协同发展。（2）公司经营保持稳健增长态势。2023年，公司营收2.06亿元，同比增长8.72%，归母净利润0.41亿元，同比增长8.81%，营收与归母净利润均创下新高。最新报告期2024H1公司实现营业收入0.96亿元，同比增加9.58%，实现归母净利润0.26亿元，同比增加36.05%。
- 军工行业稳定增长，细分领域市场广阔：**（1）行业集中度低，国产替代空间大：我国香料香精行业集中度较低，市场体量大但格局较为分散。根据公司招股说明书数据，我国香料香精生产企业超过1,000家，但规模较小。随着国内企业技术实力的提升，高端市场国产替代发展空间巨大，优质公司有望在产业转型升级中脱颖而出。（2）香料香精行业市场持续扩大：根据中国香料香精化妆品工业协会的数据，我国香料香精市场规模从2016年的252亿元增长至2022年的424亿元，显示出行业的稳定增长态势。下游产业发展空间广阔，例如食品饮料行业、日化行业与烟草行业等，根据前瞻产业研究院等的的数据，这些行业2022年的规模均在百亿级别以上，且年增长率均达到5%以上，呈现出较大的规模与蓬勃的发展趋势。（3）政策为香料行业发展提供良好环境：政府出台行业政策扶持相关产业、规范企业生产经营，并加强了对企业环境保护的要求。这些都有利于淘汰不合规产能，促进有一定规模、治理规范的企业的发展。
- 技术创新国内领先，募投项目提升公司核心竞争力：**（1）WS系列新型凉味剂克服了传统清凉剂薄荷醇有苦味、挥发性强、作用时间短、用量大等劣势，有望对薄荷醇形成逐步替代。公司的核心产新型凉味剂产品上技术先进，有望受益于对传统清凉剂薄荷醇的替代。（2）公司募投项目“年产2600吨凉味剂及香原料项目(一期)”项目有利于丰富公司产品种类、提升全产业链规模化生产能力，提升公司核心竞争力。中草药料有望通过本次募投项目提升盈利能力，保持公司在行业内的市场竞争力。
- 盈利预测与投资评级：**我们预计公司2024-2026年的归母净利润分别为0.48/0.58/0.72亿元，对应EPS分别为0.80/0.97/1.21元/股；公司主要从事香精香料的研发、生产与销售，我们同样从事香精香料销售的新和成、爱普股份、亚香股份作为中草药料的可比公司。从上述可比公司来看，2024年可比公司平均PE为15倍。基于公司募投项目产能规划带来的未来成长性以及下游应用场景稳定增长的业务需求，业绩有望稳步发展，建议关注。
- 风险提示：**主要原材料价格波动的风险；环保风险；安全生产的风险。

市场数据

发行价(元/股) 7.50

基础数据

每股净资产(元,LF) 4.18
 资产负债率(%LF) 53.14
 总股本(百万股) 74.74

内容目录

1. 研发与生产两翼并重，打造香料香精产业龙头	4
1.1. 以技术护航产品，香料产业“专精特新”	4
1.2. 股权结构稳定集中，管理层经验丰富	4
1.3. 公司财务结构较为稳定，营业收入增长稳健	5
1.4. 三大业务领域共同发力，业务体系成熟	7
2. 香料行业稳定增长，市场规模持续增长	8
2.1. 竞争格局：行业集中度低，高端香料市场国产替代空间大	8
2.2. 下游应用领域广，各行业需求旺盛	9
2.3. 政策规范企业发展，为行业生长提供丰厚“土壤”	12
3. 技术创新国内领先，客户合作关系稳定	14
3.1. 凉味剂有望部分取代薄荷醇，公司核心产品受益	14
3.2. 募投项目增强产业链规模化生产能力，盈利能力将持续提升	15
4. 盈利预测与评级	16
4.1. 核心假设	16
4.2. 估值	17
5. 风险提示	18

图表目录

图 1: 公司产品结构.....	4
图 2: 股权结构 (截至 2024 年 8 月 7 日)	5
图 3: 公司高管介绍 (截至 2024 年 8 月 7 日)	5
图 4: 公司营收和归母净利润变化.....	6
图 5: 销售毛利率及净利率变化.....	6
图 6: 分业务毛利率变化.....	6
图 7: 公司外销与内销占比情况 (%)	7
图 8: 各产品板块营收比例变化 (单位: %)	8
图 9: 2016-2022 我国香料香精行业市场规模.....	9
图 10: 我国食品制造业规模以上企业营业收入 (亿元)	9
图 11: 我国酒、饮料和精制茶规模以上企业营业收入 (亿元)	10
图 12: 我国日化行业市场规模 (亿美元)	11
图 13: 全球美妆护肤市场规模变化.....	11
图 14: 中国化妆品市场规模变化.....	11
图 15: 我国烟草规模以上企业营业收入情况 (亿元)	11
图 16: 香料香精行业的政策汇总.....	12
图 17: WS 系列凉味剂产品详情.....	14
图 18: 募投资金拟使用情况.....	15
图 19: 募投项目情况.....	16
图 20: 公司未来盈利预测假设.....	16
图 21: 可比公司估值 (截至 2024 年 9 月 12 日)	17

1. 研发与生产两翼并重，打造香料香精产业龙头

1.1. 以技术护航产品，香料产业“专精特新”

公司主营业务是研发、生产和销售香料、香精。主要产品和服务为凉味剂、天然香料、合成香料等。公司为国家高新技术企业、安徽省专精特新中小企业，拥有省认定企业技术中心、安徽省天然香料提取工程技术研究中心、博士后科研工作站（博士后创新实践基地），曾荣获“省农业产业化龙头企业”、“安徽十佳优秀品牌企业”、安徽省企业研发中心、“安徽省专利优秀奖”、“安徽省劳动保障诚信示范单位”、“食安安徽品牌”等荣誉称号。公司主要凉味剂产品 N,2,3-三甲基-2-异丙基丁酰胺（WS-23）曾获得“安徽工业精品”称号。截至本招股说明书签署日，公司拥有 10 项发明专利，5 项外观设计专利。

图1：公司产品结构

类别	产品名称	产品特点	产品用途
凉味剂	凉味剂 WS-23	白色粉末；清凉薄荷味；持久、无刺激味、无苦味	产生持久清凉味，广泛应用于食品、饮料、化妆品等
	凉味剂 WS-3	白色粉末；轻微薄荷香气、持久凉味	产生持久清凉味，多用于口腔护理产品、口香糖、唇膏等
	乳酸薄荷酯	白色粉末；轻微薄荷香气	广泛用于化妆品、护肤品、洗涤用品、烟草、食品、饮料、糖果、薄荷水等产品
合成香料	双丁酯	无色液体，具有柔和的奶油和烤面包香气	主要供配制香草、奶油香精
	丁酸乙酯	无色液体，清灵强烈的甜果香，有菠萝、香蕉、苹果气息	主要用作香料，用于菠萝、香蕉、苹果等食用香精和威士忌酒香精中，也可用作溶剂和萃取剂
天然香料	大茴香油	无色/淡黄色液体，八角茴香味	用于合成大茴香醛、茴香醇、大茴香酸及其酯类；亦可用于调配酒类、烟用、食用香精
	大蒜油	淡黄色液体，浓烈大蒜味；广谱抗菌性	主要用于食品、保健品领域
	生姜油	浅黄色/黄色液体，生姜香气	主要用于调配食用香精、饮料、糖果、日化及保健品等
	红橘油	橙红色/褐色液体，橘子响起；	主要用于糖果类、饮料、洗涤护理用品、医药产品等
	留兰香油	淡黄色/淡黄绿色液体，留兰香味	主要用于牙膏、漱口水等

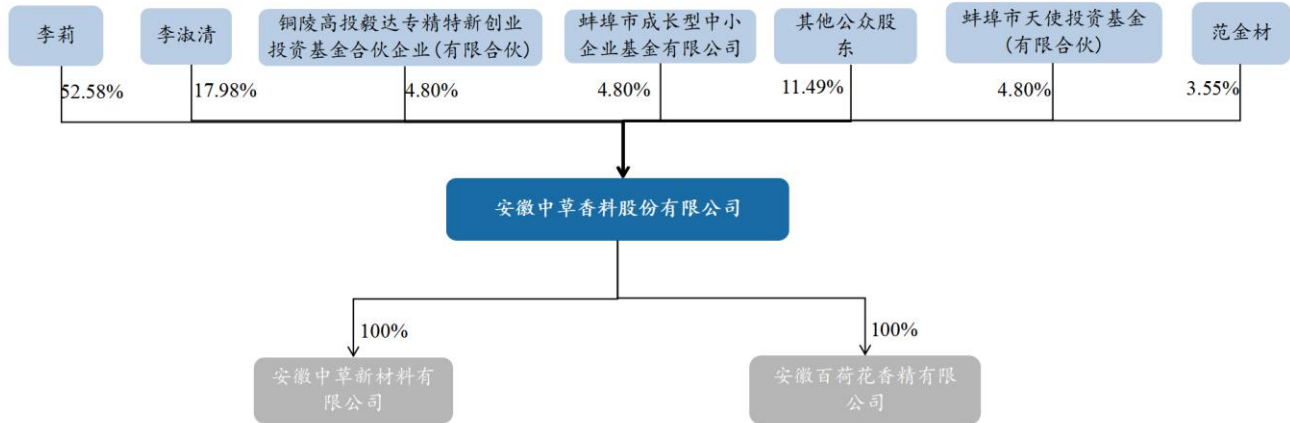
数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

1.2. 股权结构稳定集中，管理层经验丰富

中草药香料股权结构稳定集中，公司管理一致性较强。中草药香料拥有安徽中草药新材料

有限公司和安徽百荷花香精有限公司 2 家控股子公司，截至 2024 年 8 月 7 日，李莉为公司实际控制人，直接持股比例为 52.58%。中草药香料股权集中度相对较高，且股权变动小，有利于公司管理的一致性，公司经营效率相对较高。

图2: 股权结构 (截至 2024 年 8 月 7 日)



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

中草药香料高级管理人员共 6 人，李莉任总经理，党亚等 3 人任副总经理，赵娅任董 事会秘书，赵慧任财务总监。高管们各司其职，专业能力涉及工程、销售、财会等领域， 拥有丰富的经历和经验。

图3: 公司高管介绍 (截至 2024 年 8 月 7 日)

姓名	职务	履历
李莉	总经理	1968年生，大专在读，高级工程师。1987年7月至1995年10月任职于怀远县粮贸公司，1995年 11月至2007年11月自主创业，2007年12月至2014年10月任职上海仙奇食品科技有限公司执行 董事兼总经理，2009年3月至2016年5月担任中草有限执行董事兼总经理。2016年5月至今，担 任中草药香料董事长兼总经理。
党亚	副总经理	1986年生，硕士研究生学历，高级工程师。2014年3月至2015年3月，任宁波广博纳新材料 股份有限公司研发工程师；2015年4月至2016年5月，任中草有限研发部经理。2016年5月至 今，任中草药香料研发部经理。2020年4月至今，任中草药香料副总经理。
李淑清	副总经理	1959年生，本科学历，高级工程师、高级经济师。1986年10月至1995年8月，历任黑龙江省农 垦建筑总公司经济承包部科员、负责人；1995年9月至2002年2月，任哈尔滨实发房地产开发 公司副总经理、总经理。2002年3月至2012年3月，任黑龙江俊博房地产开发公司部门经理； 2003年12月至今，任黑龙江农垦俊博岩土工程有限公司（正在申请注销）执行董事兼总经 理；2005年5月至今，任哈尔滨俊博装饰材料商城有限责任公司（已于2013年7月吊销）经 理；2012年4月至2016年5月，任安徽中草药香料有限公司副总经理；2016年5月至2019年5月， 任中草药香料董事兼副总经理、董事会秘书；2019年5月至今任中草药香料董事、副总经理。
范金材	副总经理	1975年生，高中学历，高级工程师。1996年1月至2009年3月，自由职业；2009年3月至2016年 5月，任中草有限采购负责人；2016年5月至今，任中草药香料董事、副总经理。
赵慧	财务总监	1970年生，大专学历，中级会计师职称。1990年11月至2004年4月，历任蚌埠起重机厂出纳、 会计、财务主管等职位；2004年4月至2008年2月，蚌埠市振冲安利起重机器有限公司主管会 计；2008年2月至2015年5月，任安徽柳工起重机械有限公司财务经理；2015年6月至2016年5 月，任中草有限财务经理；2016年5月至2017年8月，任中草药香料董事、财务总监；2017年8月 至今，任中草药香料财务总监。
赵娅	董事会秘书	1989年生，本科学历，工程师。2013年5月至2013年9月，任安徽国能电力设备发展有限公司 文员；2013年9月至2016年2月，任中草有限办公室文员；2016年2月至2019年5月，任中草香 料总经理助理；2019年5月至今，担任中草药香料董事会秘书；2021年11月至今，任中草药香料 董事、董事会秘书。

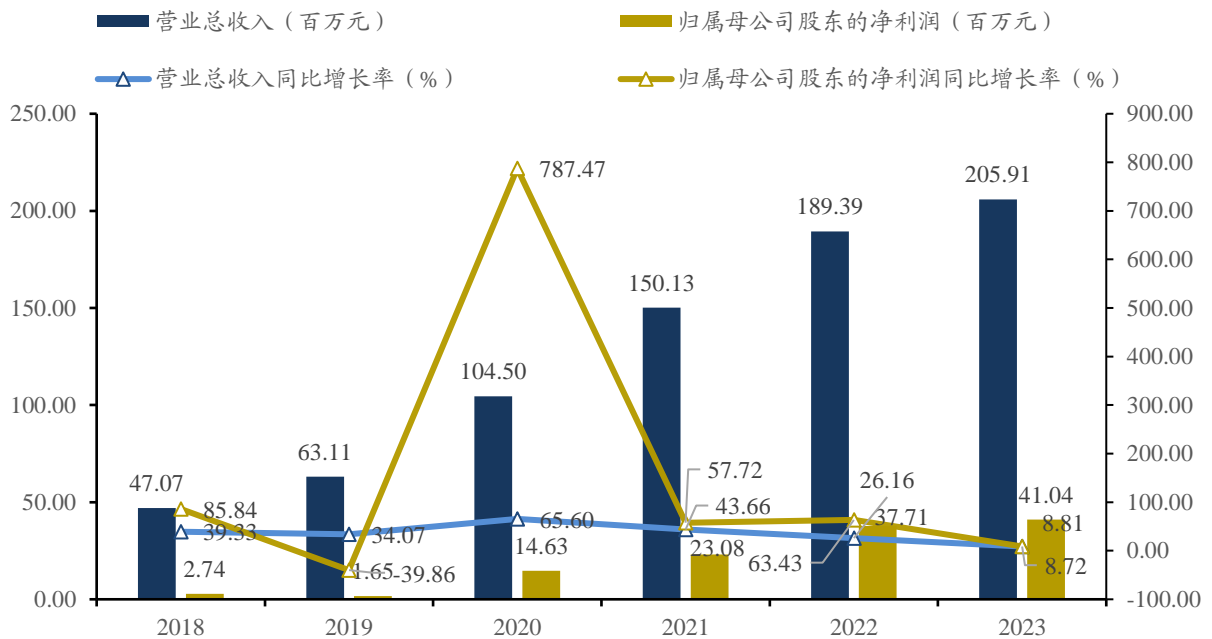
数据来源：iFinD，东吴证券研究所

1.3. 公司财务结构较为稳定，营业收入增长稳健

(1) 2018-2023 年营收与归母净利润整体呈现稳步上升态势。2018-2023 年，公司 营业收入同比增长分别为 39.33%、34.07%、65.60%、43.66%、26.16%、8.72%。2018- 2023 营收年复合增长率为 34.33%，归母净利润复合增长率为 11.57%；2023 年营收增长

率与归母净利润增长率趋于稳定，公司经营情况呈现企稳态势。(2) 2023年，公司营收创下新高。营收2.06亿元，同比增长8.72%，归母净利润0.41亿元，同比增加8.81%。主要系2023年公司积极拓展海外市场的同时持续挖掘国内市场而形成。

图4：公司营收和归母净利润变化

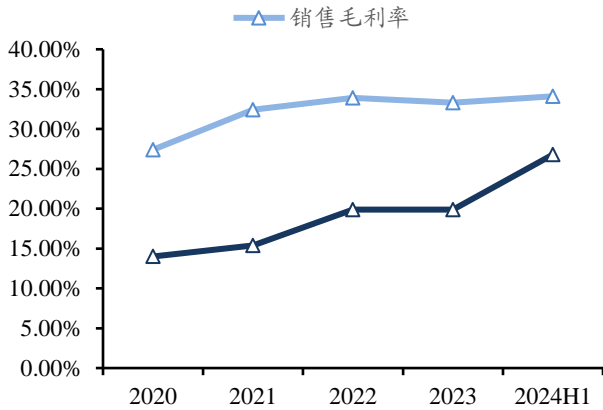


数据来源：公司年报，iFinD，东吴证券研究所

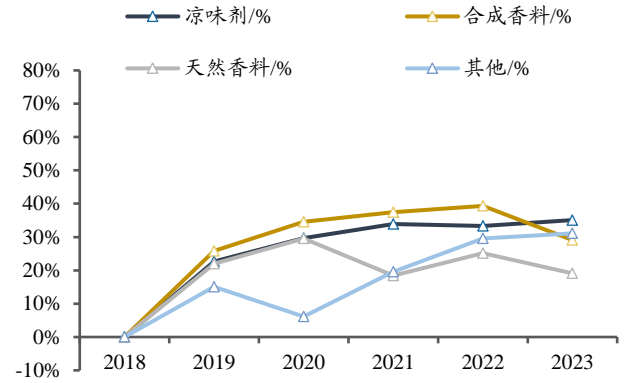
盈利能力方面：(1) 2018-2023年中草香料的销售毛利率和净利率均呈现波动上升趋势。销售毛利率从2020年的27.40%上升至2023年的33.33%；销售净利率从2020年的14.00%上升至2023年的19.90%。(2) 销售毛利率与净利率提升主要系2020-2023年公司积极调整产品结构、拓展海内外市场，推动营业收入增加，同时合理控制财务等费用，进而保证了稳定的销售毛利率与净利率。(3) 公司毛利率水平将进一步提升。公司拥有稳定的技术团队、较强的技术研发能力和产品分析技术，能为下游客户提供优质、健康、安全的香料、香精产品。目前公司与德之馨、奇华顿等众多国内外知名公司建立了稳定合作关系，同时，公司坚持自主研发，严格控制质量，品牌形象进一步提升。未来公司将进一步加强市场开拓和客户服务，完善精益管理模式，提高管理效率，不断提升市场份额和行业影响力，保持主营业务的持续增长。

图5：销售毛利率及净利率变化

图6：分业务毛利率变化



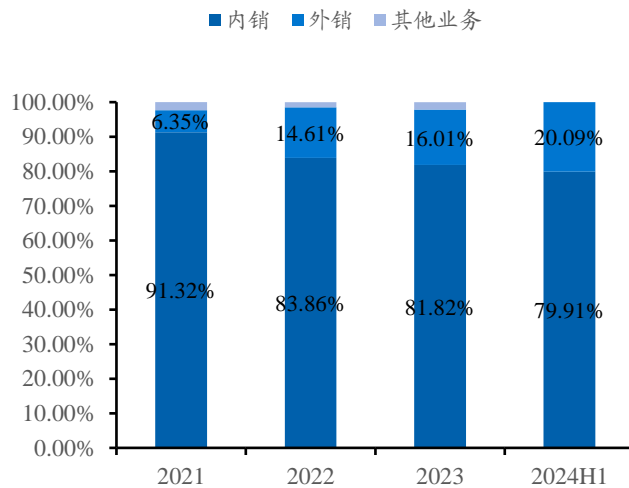
数据来源：公司年报，iFinD，东吴证券研究所



数据来源：公司年报，iFinD，东吴证券研究所

公司销售以内销为主，持续拓展海外市场。2021-2024H1，公司内销占比逐年下降，但仍保持在 80%左右；外销占比逐年扩大，2024H1 已突破 20%。公司销售模式为直接销售，即公司（或子公司）直接与客户建立业务关系，直接将货物销售给客户并进行结算。公司通过参加行业展会、行业会议以及行业介绍等方式进行业务拓展，并在建立一定联系后通过商业谈判获取订单；此外，公司紧紧围绕客户特定的产品使用环境和技术要求开展研发、生产工作，能够更加准确地把握客户需求，促进双方建立长期稳定的合作关系。

图7：公司外销与内销占比情况 (%)

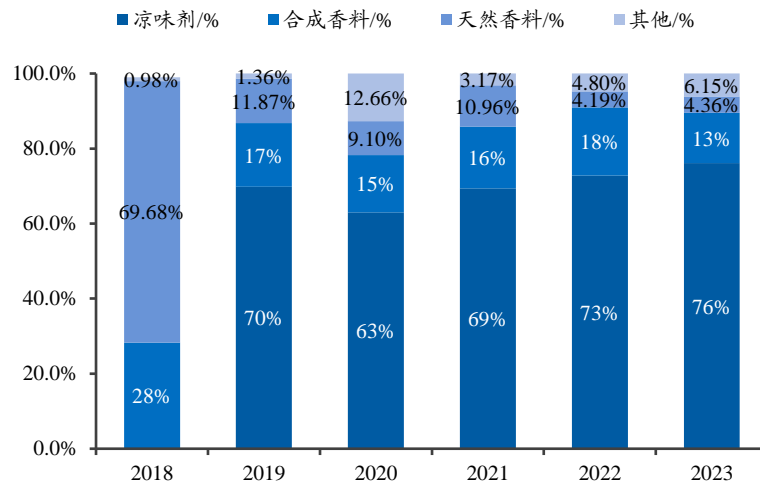


数据来源：公司年报，东吴证券研究所

1.4. 三大业务领域共同发力，业务体系成熟

中草药香料在三大主要业务领域持续共同发力，坚持研发与生产齐头并进。公司坚持以完善生产工艺保证产品质量，以凉味剂生产为主，促进各项业务稳定发展。2018-2023 年，公司主营业务中凉味剂业务营收占比稳定在 60%-70%区间，天然香料营收占比呈现大幅缩减趋势，各年合成香料占比稳定在 15%左右，其他业务的占比逐年扩张，2023 年已超过 6%。

图8: 各产品板块营收比例变化 (单位: %)



数据来源: iFinD, 东吴证券研究所

2. 香料行业稳定增长, 市场规模持续增长

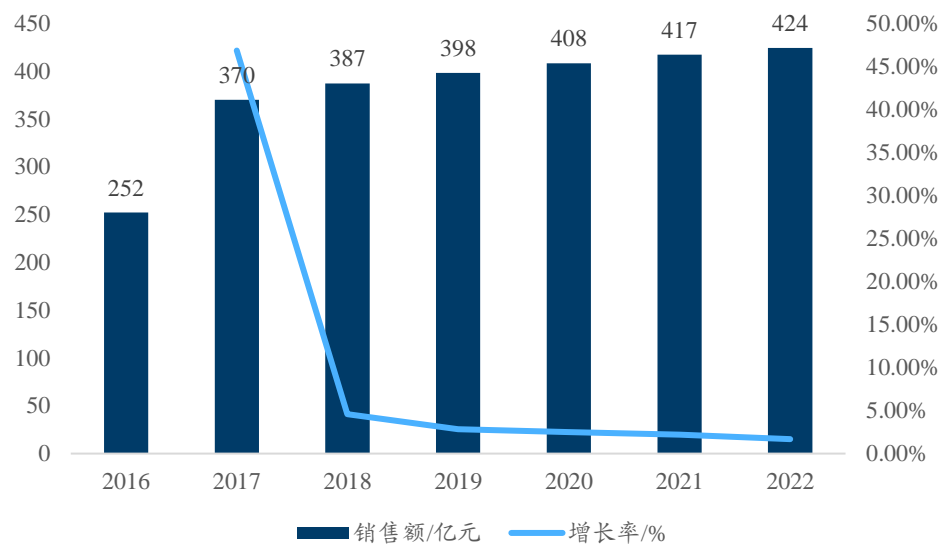
2.1. 竞争格局: 行业集中度低, 高端香料市场国产替代空间大

我国香精香料行业集中度较低, 市场体量大但格局较为分散, 中小企业众多, 高端市场国产替代发展空间巨大, 优质公司将在产业转型升级中脱颖而出。(1) 我国香料香精市场规模巨大。由于技术、人才、资金等方面的限制, 我国香精香料行业集中度较低, 我国香料香精生产企业超过 1,000 家, 但整体规模较小。根据招股说明书披露的数据显示, 十三五期间, 我国香料香精行业市场规模占全球市场约五分之一, 其中国际贸易超过 40 亿美元, 我国已成为全球主要的香料供应国之一, 也是全球香料香精行业最重要的市场之一。(2) 国际企业在我国高端香料市场占有率高, 本土企业有望随着技术发展逐步完成国产替代。中国市场上的香料香精企业既包括国际知名企业, 如奇华顿、德之馨等, 也包括本土企业, 如新和成、华宝股份、中国波顿等。国际企业通常在高端市场占有率较高, 而本土企业则在中低端市场活跃。随着国内企业技术实力的提升和市场需求的增长, 高端市场将成为国内企业的重要发展方向。(3) 在产业转型升级的过程中, 行业集中度将逐步提升。我国香料香精工业处于产业结构转型升级、转变发展方式, 由追求速度增长转为高质量增长的关键时期, 同时, 国家化工、环保等方面监管政策趋严, 部分中小企业加快出局或整合, 中国香料香精行业的市场集中度将逐步提升, 优质企业通过扩大规模、加强品牌建设、提升研发创新能力, 有望进一步增强市场竞争力。预计未来行业集中度将进一步提高, 形成若干具有国际竞争力的企业集团, 中草香料将在行业的转型进程中受益。

2.2. 下游应用领域广，各行业需求旺盛

香精香料行业具有广泛的下游应用领域和发展空间。(1) 香料香精行业的下游应用领域主要应用于食品饮料、日化、烟草、医药等行业，其中食用香精和日化香精是主要的需求来源。(2) 近年来，随着我国人民对于生活水平要求持续提高，食品、医药、饮料、日化等行业的规模不断扩张，带动我国香精香料行业的持续稳定的增长，根据中国香料香精化妆品工业协会公布的数据，我国香精香料市场规模由 2016 年的 252 亿元增长至 2022 年的 424 亿元。(3) 我们预计我国香料香精行业产量及销售额将呈现持续增长态势。根据中国香料香精化妆品协会发布的《香料香精行业“十四五”发展规划》，提出到 2025 年我国香精产量达到 40 万吨，香料产量达到 25 万吨，行业主营业务收入达到 500 亿元。

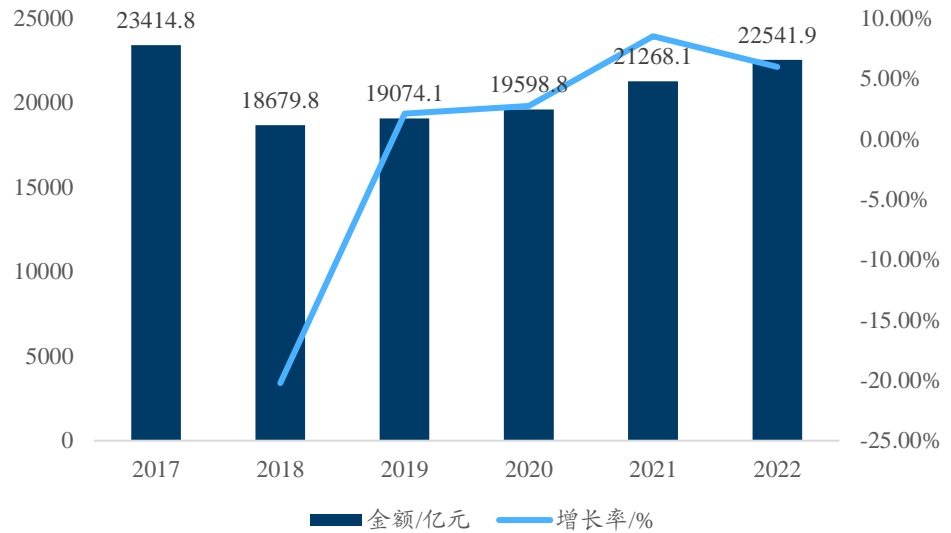
图9：2016-2022 我国香料香精行业市场规模



数据来源：中国香料香精化妆品工业协会，东吴证券研究所

食品饮料行业是香料香精行业最大的下游市场之一，食品和饮料发展趋势是决定香料香精行业整体需求的关键因素之一，食品饮料行业的高速发展将带动香精香料行业的高增长。(1) 香料香精对食品的风味起着举足轻重的作用，起到增香、赋香、矫香等作用。(2) 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，我国食品饮料行业呈现出持续增长的态势。根据统计数据，我国食品制造业规模以上企业 2022 年营业收入为 22,541.9 亿元，同比增长 5.99%。

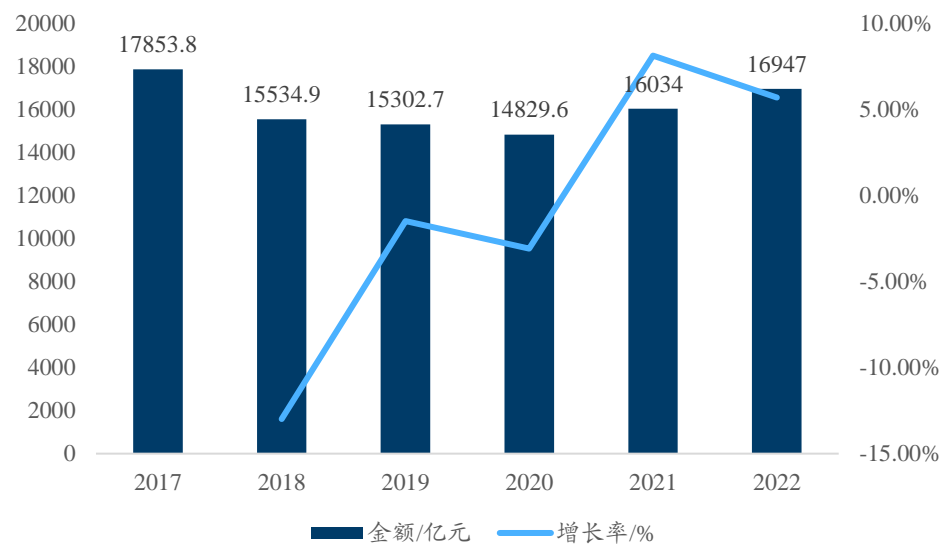
图10：我国食品制造业规模以上企业营业收入（亿元）



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

根据公司招股说明书数据，我国酒、饮料和精制茶制造业规模以上企业 2022 年营业收入为 16,947 亿元，同比增长 5.69%。

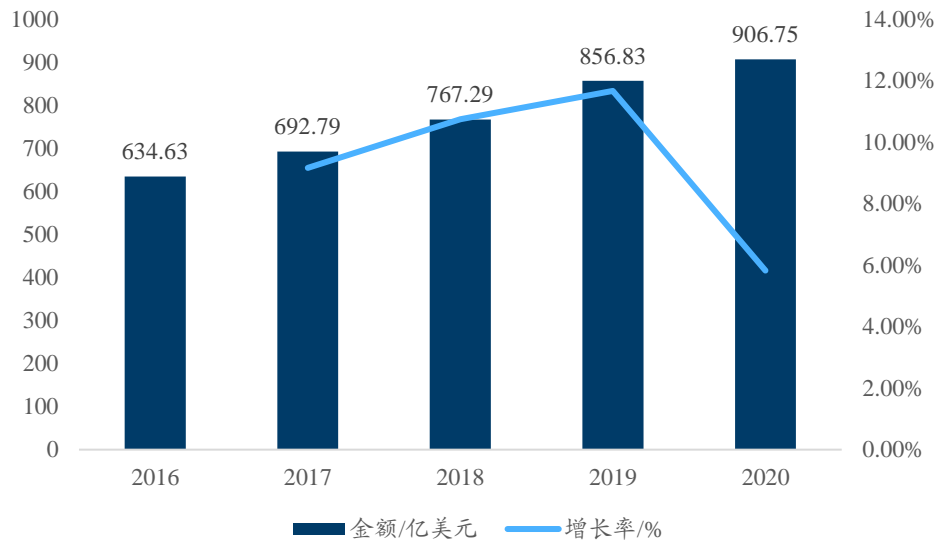
图11：我国酒、饮料和精制茶规模以上企业营业收入（亿元）



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

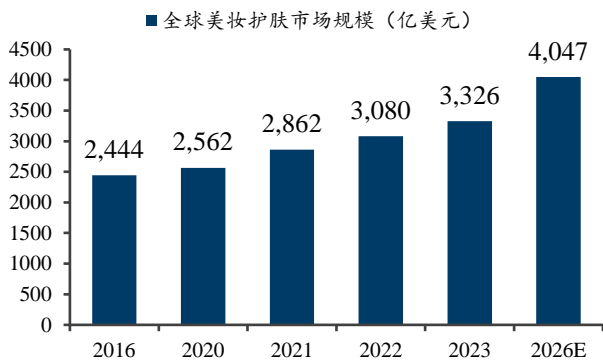
国内外日化行业蓬勃发展，公司业务将受益。（1）香料香精在日化行业应用主要是用于香水、化妆品、洗涤护理等日化用品的赋香、矫香，使得日化用品的使用体验感更佳。据 Euromonitor 数据显示，2016 年至 2023 年全球美妆护肤市场规模从 2444 亿美元增长至 3326 亿美元，年复合增长率 4.50%，预计到 2026 年，全球化妆品市场规模将达到 4047 亿美元。（2）中国化妆品消费市场是仅次于美国的全球第二大市场。以中国为首的亚太区是全球主要化妆品品牌的重要增长引擎，我国的化妆品行业正蓬勃发展。据 iFind 数据显示，2013 年-2023 年期间，除 2022 年外，我国化妆品零售总额不断增长，从 2013 年的 1.02 万亿元增加到 2021 年的 2.59 万亿元，年复合增长率 9.78%。

图12: 我国日化行业市场规模 (亿美元)



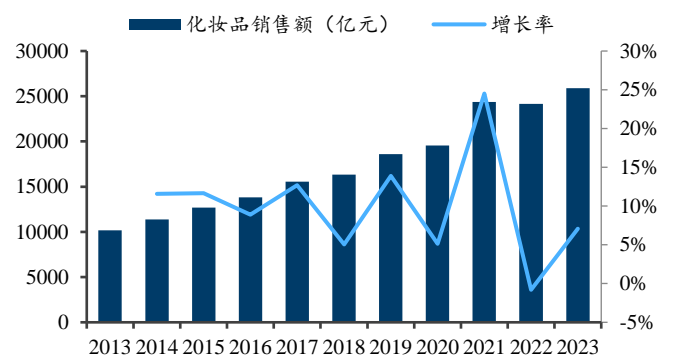
数据来源: 前瞻产业研究院, 东吴证券研究所

图13: 全球美妆护肤市场规模变化



数据来源: Euromonitor, 东吴证券研究所

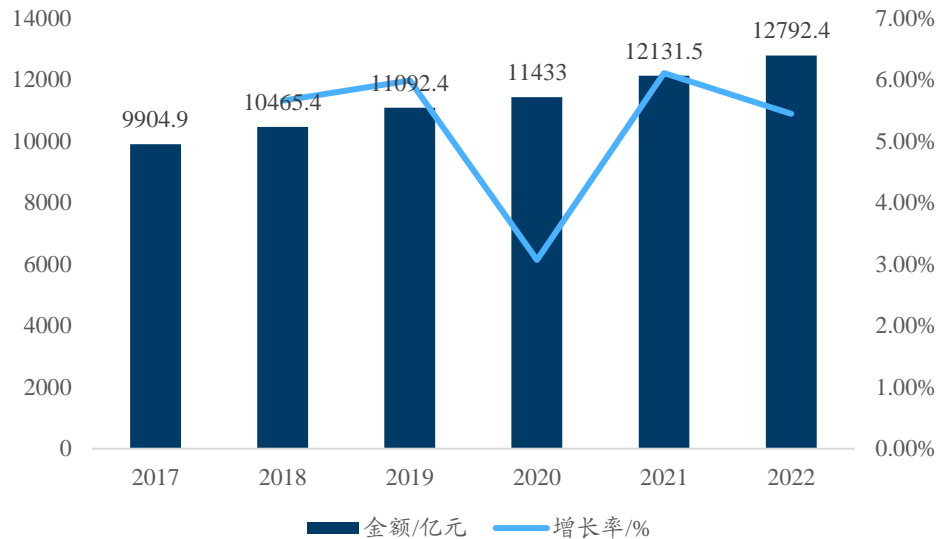
图14: 中国化妆品市场规模变化



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

我国目前是世界上最大的烟草生产和消费国, 烟用香精通过增加新品种、新配方等方式将持续满足烟草市场的不同需求。(1) 烟用香精主要用于调节烟草的香气和口味, 以及掩盖或修饰烟草原料的香味缺陷, 从而使香烟达到更好的口感。(2) 随着国民经济的不断增长以及国内烟草行业的发展, 烟用香精通过增加新品种、新配方等方式满足烟草市场的不同需求, 不断为香料香精行业带来新的消费去向。根据招股说明书披露, 2022年我国烟草行业规模以上企业营业收入为12792.4亿元, 较2017年增长了2887.5亿元, 年均复合增长达5.25%。

图15: 我国烟草规模以上企业营业收入情况 (亿元)



数据来源：中国统计年鉴，东吴证券研究所

2.3. 政策规范企业发展，为行业生长提供丰厚“土壤”

行业政策的大力扶持相关产业，为公司提供了良好的市场环境和发展机遇。(1) 发展规划制定目标、指导框架有助于行业的良性发展，对行业的发展制定基调。2021年12月，中国香料香精化妆品工业协会发布《香料香精行业“十四五”发展规划》，规划提出到2025年，我国香料香精行业主营业务收入达到500亿元，年均增长2%以上的总体经济目标。同时，提出以下主要任务：以市场需求为导向，抓住产品趋势；以企业为主体，构建规模化天然香料的生产基地；拓宽应用范围，加强新用途和安全性的研究；传统大宗合成香料产品绿色工艺改造开发新的香料品种；推进数字化、智能化工厂建设，打造香料香精行业制造优势等。(2) 香料香精行业设计食品饮料的生产安全，食品安全关乎人民群众身体健康，国家制定了系列的法律法规以规范企业生产经营。香精香料行业的产品用途多样，在食品添加剂等领域占据重要角色，食品安全关乎人民群众身体健康，国家制定了系列的法律法规以规范企业生产经营，保证食品安全。高标准行业法律法规的提出将提高行业准入门槛，优质企业将获得更多发展及整合资源的机会，相关法律法规将对公司的经营及资源整合带来有利因素。(3) 香精香料行业为化学原料和化学制品制造业细分行业，国家对企业的环境保护要求趋严格。一方面部分不合规的小企业因为不断趋严的环保执法要求不得不停产、关闭或转产，另一方面现存企业需不断增加环境保护投入和支出，提升污染处理能力。相关政策提高了行业经营资质获取及环境准入门槛、淘汰不合规产能，对有一定规模的、环保治理规范的企业提供了良好的发展机遇。

图16：香料香精行业的政策汇总

政策名称	适用产品	对发行人业务开展的影响
关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见	合成香料、凉味剂	1、提出到 2025 年，石化化工行业基本形成“自主创新能力强、结构布局合理、绿色安全低碳的高质量发展格局”；2、对公司的发展产生积极影响：一方面要求公司提高环保意识，不断增加环保投入，提升污染处理能力，另一方面提高了行业经营资质获取及环境准入门槛、淘汰不合规产能，对有一定规模的、环保治理规范的企业提供了良好的发展机遇。
香料香精行业“十四五”发展规划	天然香料、合成香料、凉味剂	1、该规划提出“到 2025 年，我国香料香精行业主营业务收入达到 500 亿元，年均增长 2%以上的总体经济目标。”2、香精香料行业协会的职能主要是“受政府委托起草行业发展规划，对行业发展进行指导”；该规划体现了主管部门在香精香料行业的发展上的支持，对公司未来的扩产计划、募投项目的建设等均有积极作用。
石油和化学工业“十四五”发展指南	合成香料、凉味剂	1、该政策提出“石化行业发展的总体思路是以推动行业高质量发展为主题，以绿色、低碳、数字化转型为重点”；2、对公司业务发展的影响参见第 1 条。
食品安全标准与监测评估“十四五”规划	天然香料、合成香料、凉味剂	1、提出要“完善最严谨的食品安全标准体系。立足食品安全治理需求，提高食品安全标准的科学性与严谨性。完善食品添加剂和食品相关产品等标准。”2、公司的天然香料、合成香料、凉味剂应用范围广泛，食品添加剂系主要下游应用领域之一，高标准行业法律法规的提出将提高行业准入门槛，优质企业将获得更多发展及整合资源的机会，相关法律法规将对公司的经营及资源整合带

		来有利因素。
--	--	--------

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

3. 技术创新国内领先，客户合作关系稳定

3.1. 凉味剂有望部分取代薄荷醇，公司核心产品受益

(1) 薄荷醇（也叫薄荷脑）是使用范围最广的传统凉味剂，广泛应用于食品、医药、日化、烟草等行业。根据公司招股说明书数据显示，全世界目前的薄荷醇消耗量每年约 4 万吨，2021 年我国薄荷醇进口量达 2.15 万吨。根据辰宇信息咨询发布的《全球及中国天然与合成薄荷醇行业研究及十四五规划分析报告》显示，2021 年全球天然与合成薄荷醇市场规模大约为 47 亿元人民币，预计 2028 年将达到 75 亿元，2022-2028 期间年复合增长率为 7.2%。(2) 随着人们对凉味剂制品要求的不断提高，薄荷醇的缺点和不足也逐渐暴露出来，薄荷醇的应用受到了一定的限制。科研人员开始了对凉味剂的结构进行改造，满足各个行业的需求及消费者的口感需要。WS 系列凉味剂属于薄荷醇的升级替代产品，具有薄荷醇的清凉味，但是没有或者微弱的薄荷醇刺激感，具有较好的清凉感体验，且不易挥发、耐高温，在皮肤、口腔中凉感持续时间长、爆发力强，并且没有苦味，理化特性优于薄荷醇。(3) WS 系列凉味剂产品有望部分取代薄荷醇市场，公司核心产品凉味剂产品将受益。近年来，WS-23 等凉味剂需求量的持续增长主要得益于下游客户的强劲需求。根据公司招股说明书数据显示，2019 年 WS-23 产品全球需求量约为 350 吨。2021 年国内 WS-23 等凉味剂国内需求量约为 1,115 吨，2022 年国内 WS-23 等凉味剂国内需求量约为 1,346 吨，2019-2022 年间，以年均超 40% 的增速在增长。

图17: WS 系列凉味剂产品详情

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

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

3.2. 募投项目增强产业链规模化生产能力，盈利能力将持续提升

募投项目募投项目向产业链上游延申，提升公司全产业链规模化生产能力。公司主要产品凉味剂系列产品近几年发展迅速，销量和市场占有率不断上升，且市场供不应求。公司百荷花厂区投产后，原材料的供应已成为限制公司发展的重要因素之一。募投项目中生产的脘类产品（2,2-二异丙基丙脘、2,2-二异丙基丁脘）系公司凉味剂产品的主要原材料，有利于公司突破原料瓶颈，募投项目达产后公司产量将进一步提升，满足不断增长的市场需求，为公司未来持续发展提供支撑，进一步提升公司的核心竞争力。

图18：募投资金拟使用情况

项目名称	投资总额（万元）	拟使用募集资金（万元）
年产 2600 吨凉味剂及香料项目（一期）	25705.66	14950.00
合计	25705.66	14950.00

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

募投项目丰富公司产品种类，开辟第二增长曲线。以 WS-23、WS-27、WS-3、WS-12 等为代表的凉味剂系列产品因其具有更清新、持久的凉感，在食品、医药、日化、烟

草等行业得到了广泛的使用且需求量增长强劲，国际与国内市场接受度在逐年提升，市场空间巨大，具有较好的发展前景。募投将使得公司凉味剂相关产品种类将更加丰富，形成新的盈利增长点，同时产能的扩大，有助于形成规模效应，提高生产效率，进一步增加公司的竞争优势，提升盈利能力。

图19: 募投项目情况

序号	产品方案	单位	数量	备注
1	脘类 2,2-二异丙基丙脘、2,2-二异丙基丁脘	t/a	1170.00	其中 630t/a 自用
2	酰胺类(凉味剂) N-乙基-2-异丙基-5-甲基-环己烷甲酰胺(ws-3)、N,2,3-三甲基-2-异丙基丁酰胺(ws-23)等	t/a	900.00	产品
3	醛类 2,4-癸二烯醛、5-甲基-2-苯基-2-己烯醛	t/a	20.00	产品
4	酯类 白脱酯、乙酸薄荷酯、丁酰乳酸丁酯等	t/a	550.00	产品
合计			2010.00	

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

4. 盈利预测与评级

4.1. 核心假设

凉味剂有望在未来部分取代薄荷醇，使得公司核心产品受益；根据招股说明书数据，公司募投项目投资“年产 2600 吨凉味剂及香原料项目(一期)”项目，建设期拟 18 个月，新增年产能脘类 1170 吨、酰胺类 900 吨、醛类 20 吨、酯类 550 吨有助于丰富凉味剂产品种类有利于丰富公司产品种类、提升全产业链规模化生产能力，提升公司核心竞争力。中草药香料有望通过本次募投项目提升盈利能力，保持公司在行业内的市场竞争力，建议关注。

我们预计公司 2024-2026 年凉味剂产品的毛利率为 35%；合成香料产品的毛利率为 30%；天然香料产品的毛利率为 19%；受托加工业务的毛利率为 44%；其他业务的毛利率为 7%。

图20: 公司未来盈利预测假设

分业务盈利预测						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
凉味剂						
收入(百万元)	104.20	137.87	156.76	172.44	230.44	288.33
增长率(%)	58.31%	32.30%	13.70%	10.00%	33.64%	25.12%
毛利率(%)	33.93%	33.30%	35.08%	35.00%	35.00%	35.00%
合成香料						
收入(百万元)	24.72	34.49	27.51	28.17	37.01	45.54
增长率(%)	54.96%	39.54%	-20.25%	2.41%	31.36%	23.04%
毛利率(%)	37.44%	39.36%	29.06%	30.00%	30.00%	30.00%
天然香料						
收入(百万元)	16.45	7.94	8.97	10.32	12.38	14.85
增长率(%)	73.03%	-51.73%	13.01%	15.00%	20.00%	20.00%
毛利率(%)	18.43%	25.15%	19.14%	19.00%	19.00%	19.00%
受托加工						
收入(百万元)	1.25	6.21	8.21	10.26	12.32	14.78
增长率(%)	120.32%	397.35%	32.32%	25.00%	20.00%	20.00%
毛利率(%)	34.93%	40.19%	44.16%	44.00%	44.00%	44.00%
其他业务						
收入(百万元)	3.51	2.89	4.46	5.35	6.42	8.35
增长率(%)	-72.26%	-17.58%	54.11%	20.00%	20.00%	30.00%
毛利率(%)	14.00%	6.54%	7.05%	7.00%	7.00%	7.00%
总计(百万元)	150.13	189.39	205.91	226.54	298.57	371.85
总增速(%)	43.66%	26.16%	8.72%	10.02%	31.80%	24.54%
整体毛利率(%)	32.35%	33.88%	33.33%	33.40%	33.49%	33.48%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4.2. 估值

我们预计公司 2024-2026 年的归母净利润分别为 0.48/0.58/0.72 亿元, 对应 EPS 分别为 0.80/0.97/1.21 元/股; 公司主要从事香精香料的研发、生产与销售, 我们同样从事香精香料销售的新和成、爱普股份、亚香股份作为中草香料的可比公司。从上述可比公司来看, 2024 年可比公司平均 PE 为 15 倍。基于公司募投项目产能规划带来的未来成长性以及下游应用场景稳定增长的业务需求, 业绩有望稳步发展, 建议关注。

图21: 可比公司估值(截至 2024 年 9 月 12 日)

股票代码	公司名称	总市值(亿元)	股价(元/股)	归母净利润(亿元)			PE		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
002001.SZ	新和成	581.40	18.81	47.37	54.33	61.18	12	11	10
301220.SZ	亚香股份	19.19	23.75	1.26	1.96	2.48	15	10	8
603020.SH	爱普股份	24.07	6.28	1.37	1.60	1.82	18	15	13
	平均						15	12	10
920016.BJ	中草香料	-	-	0.48	0.58	0.72	-	-	-

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 除中草香料外其他盈利预测为 Wind 一致预期

5. 风险提示

1、主要原材料价格波动的风险：随着公司外销业务规模的逐步扩大，人民币对美元若出现持续升值，将会对公司盈利能力带来不利影响，公司存在因汇率变动而导致经营业绩波动的风险。香料生产的原材料主要来源于香料植物或基础化工产品。香料植物容易受自然气候影响，年产出失衡，造成原材料供应量和价格不稳定，基础化工产品受原油价格波动等因素影响，导致公司原材料采购价格有所波动。若未来原材料价格波动过大，将影响公司的生产成本、加大存货管理难度，进而影响公司的盈利能力

2、环保风险：公司生产过程伴有“三废”排放。随着社会对环保问题的日益重视，政府对环保监管的不断加强，未来可能出台更为严格的环保标准，提出更高的环保要求。若公司不能及时对生产设施进行升级改造以提高“三废”的处理能力，满足更为严格的环保标准与要求，或者公司环保设施未能有效运作，发生意外停产、减产、限产、生产设备拆除事件或遭受行政主管部门行政处罚，将对公司盈利能力造成不利影响。同时，随着相关环保标准的提高，公司的环保投入将随之增加，从而导致公司生产经营成本提高，影响收益水平。

3、安全生产风险：公司部分原材料为危险化学品，在运输、储存、生产环节均存在一定的安全风险。如果公司在生产经营过程中安全防护工作不到位，则可能造成安全事故，从而对公司的生产经营带来不利影响。

中草药料三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	157	148	210	273	营业总收入	206	227	299	372
货币资金及交易性金融资产	61	45	78	111	营业成本(含金融类)	137	151	199	247
经营性应收款项	30	33	43	54	税金及附加	2	2	4	4
存货	53	59	77	96	销售费用	4	3	6	7
合同资产	0	0	0	0	管理费用	9	9	13	16
其他流动资产	11	11	12	12	研发费用	9	9	13	16
非流动资产	266	398	403	401	财务费用	1	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	1	2	1	1
固定资产及使用权资产	62	79	72	65	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	117	277	289	294	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	32	31	31	31	减值损失	(1)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	43	54	65	81
其他非流动资产	55	12	12	12	营业外净收支	3	0	0	0
资产总计	423	547	613	674	利润总额	47	54	65	81
流动负债	90	123	132	140	减:所得税	6	6	7	9
短期借款及一年内到期的非流动负债	57	97	97	97	净利润	41	48	58	72
经营性应付款项	28	21	28	34	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	1	1	1	1	归属母公司净利润	41	48	58	72
其他流动负债	4	5	6	8	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.69	0.80	0.97	1.21
非流动负债	109	151	151	131	EBIT	45	54	65	81
长期借款	108	150	150	130	EBITDA	50	68	72	88
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	33.33	33.40	33.49	33.48
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	19.93	21.09	19.48	19.47
其他非流动负债	1	1	1	1	收入增长率(%)	8.72	10.02	31.80	24.54
负债合计	199	274	283	271	归母净利润增长率(%)	8.81	16.42	21.73	24.50
归属母公司股东权益	224	273	331	403					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	224	273	331	403					
负债和股东权益	423	547	613	674					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	58	47	44	58	每股净资产(元)	3.74	4.56	5.53	6.74
投资活动现金流	(154)	(147)	(12)	(5)	最新发行在外股份(百万股)	60	60	60	60
筹资活动现金流	69	43	0	(20)	ROIC(%)	12.08	10.53	10.61	11.99
现金净增加额	(26)	(16)	32	33	ROE-摊薄(%)	18.34	17.53	17.59	17.96
折旧和摊销	5	14	7	7	资产负债率(%)	47.07	50.17	46.09	40.22
资本开支	(154)	(190)	(12)	(5)	P/E(现价&最新股本摊薄)	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资本变动	9	(14)	(21)	(21)	P/B(现价)	0.00	0.00	0.00	0.00

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），北交所基准指数为北证 50 指数），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>