

2024年09月11日

证券研究报告·新股分析报告

中草香料(920016) 美容护理



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

WS系列凉味剂主要供应商，募投项目再助产能突破

投资要点

- 推荐逻辑：**1) 国内 WS 系列凉味剂主要供应商，WS-23 产品 2021-2022 年国内市占率均约 30%，居于行业领先地位；2) WS 系列凉味剂行业快速扩张，根据上海市食品添加剂和配料行业协会数据，WS 系列凉味剂有望部分取代薄荷醇，发展空间广阔；3) 募投项目助力产能突破，达成后每年将新增脘类 1170 吨、酰胺类（凉味剂）900 吨、醛类 20 吨、酯类 550 吨的产能，有助于形成规模效应，同时延伸至产业链上游，保障关键原料 DIPPN 供应。
- 国内 WS 系列凉味剂主要供应商，与多家国际大型知名企业进行紧密合作。**目前，公司已掌握 WS-3、WS-23 等多种核心产品的工艺技术并实现量产，公司主要产品 WS-23、WS-3 的理化指标在纯度等方面高于国家标准。根据上海市食品添加剂和配料行业协会开具的证明，公司生产 WS-23 等产品在国内销售市场处于领先地位，2021 年及 2022 年度国内市场占有率均约 30%，目前已成为凉味剂 WS 系列产品在国内的主要供应商与生产企业之一。同时，公司积累了优质、稳定的客户渠道和资源，与德之馨、奇华顿、芬美意、高砂等全球十大香精香料公司建立了稳定的合作关系。
- WS 系列凉味剂下游需求旺盛，市场规模快速扩张。**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。WS-23 等凉味剂下游需求旺盛，2019 年 WS-23 产品全球需求量约为 350 吨，2022 年国内 WS-23 等凉味剂国内需求量约为 1346 吨，2019-2022 年年均增速超 40%。上海市食品添加剂和配料行业协会的数据显示，WS 系列凉味剂产品有望在不久的将来可部分取代薄荷醇市场，发展空间广阔。
- 募投项目助力产能再突破，延伸至上游保障原料稳定供应。**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。公司计划投资 2.6 亿元建设“年产 2600 吨凉味剂及香原料项目（一期）”，一方面将新增产能 2010 吨，较目前 900 吨的产能有大幅提升，有助于形成规模效应，利于抓住凉味剂系列产品快速增长的市场机会。另一方面将延伸至产业链上游保障关键原料 DIPPN 的供应，突破原料瓶颈，向产业链上游发展，提升全产业链规模化生产能力，同时丰富公司凉味剂产品种类，有望形成公司新的盈利增长点。
- 投资建议：**本次公司发行价为 7.50 元/股，对应 PE 为 13.7 倍（不行使超额配售选择权）。可比公司 PE 平均值 25.2 倍。考虑到公司作为国内 WS 系列凉味剂的主要供应商，受下游食品、日化等行业稳步增长带动，WS 系列凉味剂市场规模快速扩张，公司募投项目助力产能突破，同时丰富产品品类，业绩有望持续增长，建议积极关注。
- 风险提示：**原材料价格波动风险、募投项目效益不及预期的风险、固定资产折旧等增加导致利润下滑的风险、存货减值风险、市场竞争风险、原材料供应短缺风险、实际控制人不当控制风险、新股发行失败风险。

西南证券研究发展中心

分析师：刘言

执业证号：S1250515070002

电话：023-67791663

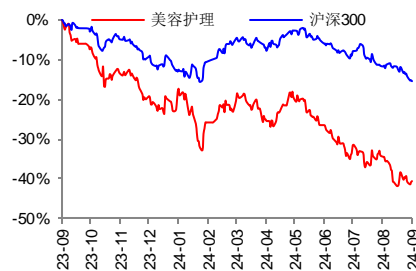
邮箱：liuyan@swsc.com.cn

联系人：李艾菀

电话：17396222897

邮箱：liac@swsc.com.cn

所属行业市场表现



数据来源：ifind

本次发行情况

发行前总股本(万股)	5978.94
本次发行(万股)	1495.00
发行后总股本(万股)	7473.94
2023 年扣除非经常性损益后的每股收益(摊薄后)(元)	0.69

主要指标 (2023 年)

每股净资产(元)	3.74
毛利率(%)	33.33
流动比率	1.75
速动比率	1.00
应收账款周转率(次)	7.69
资产负债率(%)	47.07
净资产收益率(%)	20.28

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 香精香料行业领先企业，盈利能力持续上行	1
1.1 深耕香精香料行业十五载，占据行业重要地位	1
1.2 股权结构较为集中，员工持股共享企业成长	1
1.3 营收规模稳定提高，盈利能力逐步提升	2
2 香精香料行业快速发展，国内市场进入转型关键期	4
2.1 下游需求扩张叠加政策驱动，香精香料行业市场规模持续扩张	4
2.2 WS 系列凉味剂升级替代薄荷醇，市场规模快速增长	5
2.3 全球香精香料行业集中，国内香精香料企业集中于细分领域	6
3 国内 WS 系列凉味剂主要供应商，募投再助产能突破	7
3.1 产品质量高于行业标准，WS 系列产品工艺领先行业	7
3.2 国内 WS 系列凉味剂主要供应商，供应多家大型香料企业	9
3.3 募投项目再助产能突破，延伸至上游保障原料稳定供应	10
4 投资建议	12
5 风险提示	12

图 目 录

图 1: 公司股权结构 (截至 2024 年 8 月 31 日)	2
图 2: 2020-2024H1 公司营业总收入及增速	2
图 3: 2020-2024H1 公司归母净利润及增速	2
图 4: 2020-2023 年公司分产品营收情况	3
图 5: 2020-2024H1 公司分区域营收情况	3
图 6: 2020-2024H1 公司毛利率及净利率情况	3
图 7: 2020-2024H1 公司各项费用率	3
图 8: 2017-2023 年我国食品制造业规模以上工业企业营业收入	4
图 9: 2017-2023 年我国酒、饮料、精制茶规模以上企业营收	4
图 10: 2016-2020 年我国日化行业市场规模情况	4
图 11: 2017-2023 年我国烟草规模以上企业营业收入情况	4
图 12: 2008-2021 年全球香精香料行业市场规模	5
图 13: 2016-2022 年我国香料香精行业市场规模	5
图 14: 2021-2023 年公司产能、产量及利用率	11
图 15: 2021-2023 年公司产销率	11

表 目 录

表 1: 公司主要产品	1
表 2: WS 系列凉味剂详情	6
表 3: 全球香料香精行业的主要企业	6
表 4: 国内香料香精行业的主要企业	7
表 5: 公司的主要产品 WS-23、WS-3 技术指标和国家标准对比情况	8
表 6: 公司核心技术在原料利用率、产品纯度等方面与同行业主流技术的比较情况	8
表 7: 公司在研项目情况	9
表 8: WS-23 产品主要供应商概况	10
表 9: 公司与亚香股份凉味剂产品市场情况	10
表 10: 客户收入来源分布情况 (万元)	10
表 11: 公司募投项目情况	11
表 12: 可比公司估值	12

1 香精香料行业领先企业，盈利能力持续上行

1.1 深耕香精香料行业十五载，占据行业重要地位

香精香料行业领先企业，与多家国际大型知名企业进行紧密合作。公司成立于 2009 年，专注于香精香料的研发、生产和销售。公司的主要产品包括凉味剂、合成香料和天然香料。公司产品可应用于食品饮料、日化、烟草、医药等行业，具有广泛的下游应用领域和发展空间。公司已积累了优质、稳定的客户渠道和资源，与德之馨、奇华顿、芬美意、高砂等全球十大香精香料公司建立了稳定的合作关系。目前公司拥有 10 项发明专利，5 项外观设计专利，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”等荣誉称号。同时，公司主要产品 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。

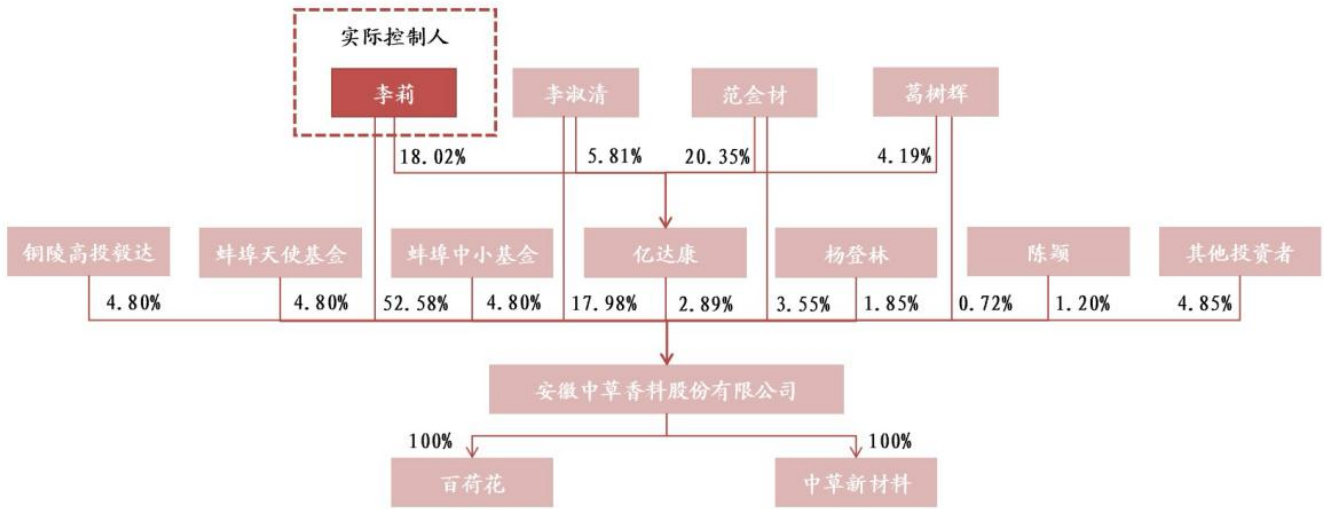
表 1：公司主要产品

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、烟制品、医药等
	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、医药等产品
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、奶油等香精
	丁酸乙酯	无色液体，具有清灵强烈的甜果香，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、保健品等领域
	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/橙褐色液体，橘子香气	主要用于糖果类、饮料、洗涤护理用品、医药、口腔护理产品等
	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，西南证券整理

1.2 股权结构较为集中，员工持股共享企业成长

公司股权结构较为集中，员工持股共享企业成长。截至 2024 年 8 月 31 日，公司董事长、总经理李莉直接持有公司 52.6% 股份，同时通过亿达康间接持有公司 0.5% 的股份股权，为公司实际控制人。公司董事、副总经理李淑清直接持有公司 18.0% 股份，并通过亿达康间接持有公司 0.2% 的股份。亿康达为公司员工持股平台，持有公司 2.9% 的股份。本次发行后（未行使超额配售选择权），李莉女士、李淑清女士将分别直接持股 42.1%、14.4%，公司股权集中。

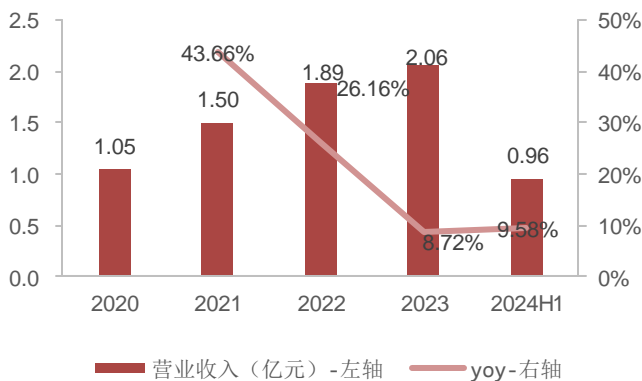
图 1：公司股权结构（截至 2024 年 8 月 31 日）


数据来源：Wind, 公司招股说明书, 西南证券整理

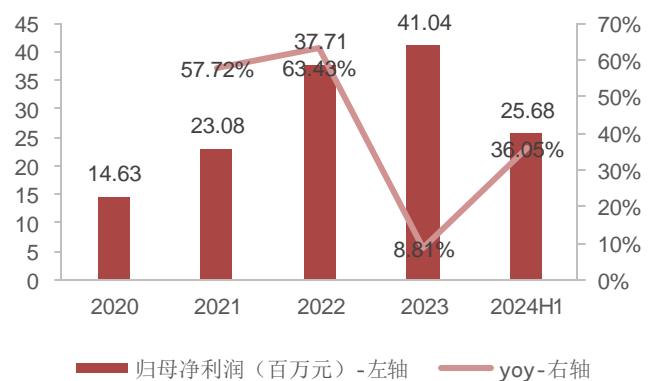
1.3 营收规模稳定提高，盈利能力逐步提升

营业收入逐年稳步增长，盈利能力逐步提升。1) 从营收端看，下游食品、日化等领域对凉味剂等产品需求旺盛，公司积极开拓市场和客户，凉味剂等产品市场认可度提升，2020-2023 年，公司营收由 1.1 亿元稳步增长至 2.1 亿元，复合增长率为 34.4%。2024 年上半年营业收入为 1.0 亿元，同比增长 9.6%。

2) 从利润端看，得益于公司营业收入的快速增长，公司盈利情况亦相应提升增速较快，由 2020 年的 1463.0 万元上升至 2023 年的 4103.6 万元；2021-2023 年复合增长率为 41.0%。公司 2024 年上半年归母净利润为 2568.2 万元，同比增长 36.1%。

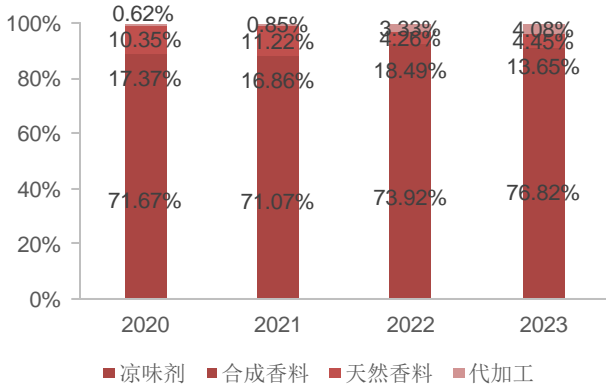
图 2：2020-2024H1 公司营业总收入及增速


数据来源：iFinD, 西南证券整理

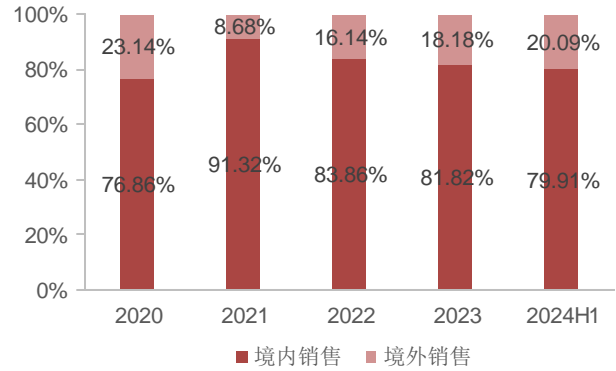
图 3：2020-2024H1 公司归母净利润及增速


数据来源：iFinD, 西南证券整理

核心产品凉味剂是最主要的收入来源，以境内销售为主。公司的核心产品凉味剂、合成香料、天然香料以及代加工自 2020 年来销售占比变化不大。2023 年，凉味剂、合成香料占比分别为 76.8%、13.7%，是公司的主要收入来源。分区域来看，公司 2021-2024 年上半年，公司约 8 成销售于境内实现，境外销售仅占约 2 成。

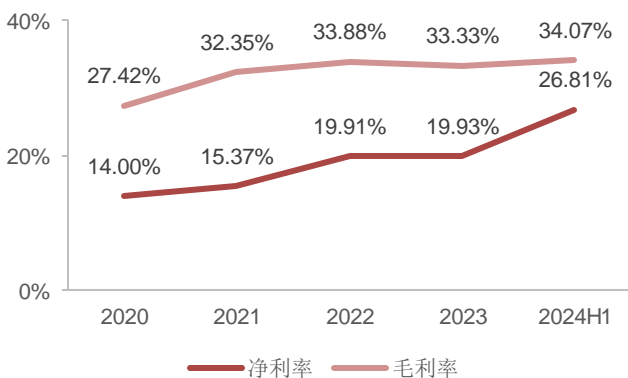
图 4：2020-2023 年公司分产品营收情况


数据来源：公司招股说明书，公司公告，西南证券整理

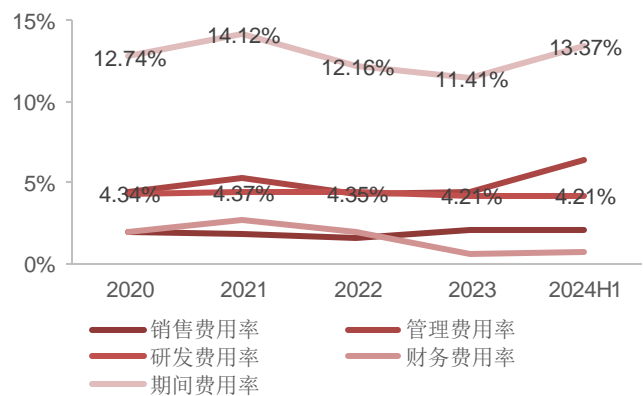
图 5：2020-2024H1 公司分区域营收情况


数据来源：公司招股说明书，公司公告，西南证券整理

规模效应显现盈利能力持续上行，期间费用率较为稳定。2020-2023 年公司毛利率由 27.4% 上升至 34.1%，公司净利率由 14.0% 上升至 26.8%，主要是公司凉味剂市场需求旺盛、供给相对紧张，公司销售议价能力较强，凉味剂销售规模扩大，同时合成香料中 5 号茶香精、6 号茶香精等高毛利率产品占比提升。从费用端看，公司整体费用率水平较为稳定，其中 2021 年受经济复苏带来的业务招待费用、人员薪酬增加的影响，期间费用率上升至 14.1%；2022 年，人民币对美元汇率持续走低，公司汇兑收益提升，整体费用率下降；2024H1，由于子公司中草新材料项目招聘新员工及各种费用化支出增加，当期管理费用率提升至 6.4%，使得整体期间费用率略有上浮。

图 6：2020-2024H1 公司毛利率及净利率情况


数据来源：公司招股说明书，公司公告，西南证券整理

图 7：2020-2024H1 公司各项费用率


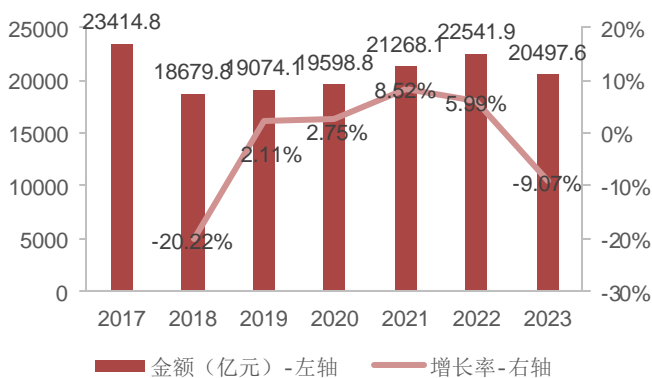
数据来源：公司招股说明书，公司公告，西南证券整理

2 香精香料行业快速发展，国内市场进入转型关键期

2.1 下游需求扩张叠加政策驱动，香精香料行业市场规模持续扩张

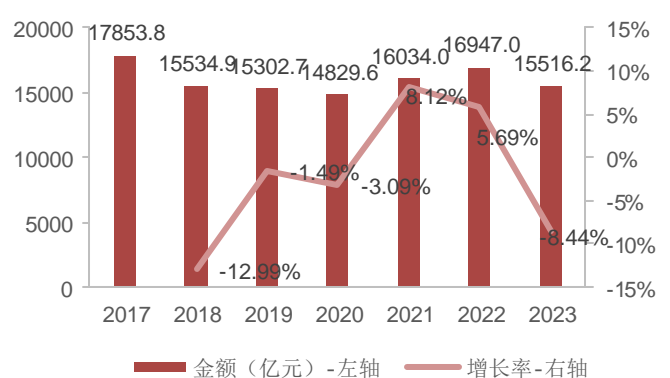
下游行业稳步扩张，带动国内香精香料行业发展。香精香料下游应用领域广泛，是食品、饮料、医药、化妆品、烟草、饲料、洗涤护理等领域不可或缺的原料。在国内经济持续增长、内部需求不断扩大的环境下，食品饮料、日化、烟草等下游行业持续发展，国内香料香精行业保持持续增长。其中，食品饮料行业是香料香精行业最大的下游市场之一，根据《中国统计年鉴》数据，2023年，我国食品制造业规模以上工业企业营业收入为2.0万亿元，我国酒、饮料、精制茶规模以上企业营收达1.6万亿元；在日化行业，香料香精主要用于香水、化妆品、洗涤护理等日化用品的赋香、矫香，根据《中国统计年鉴》数据，2020年我国日化行业市场规模达906.8亿美元，2017-2020年CAGR达9.3%；在烟草行业，烟用香精不断为香料香精行业带来新的消费去向，根据《中国统计年鉴》数据，2023年我国烟草行业规模以上企业营收1.3万亿元，2018-2023年CAGR达4.1%。2022年4月，GB41700-2022《电子烟》国家标准将WS-23、WS-3列入雾化物中允许使用添加剂，为WS-3、WS-23产品带来新的消费需求。

图 8: 2017-2023 年我国食品制造业规模以上工业企业营业收入



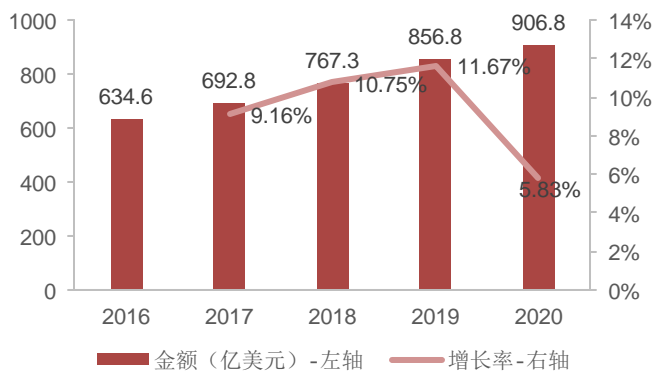
数据来源：中国统计年鉴，公司招股说明书，西南证券整理

图 9: 2017-2023 年我国酒、饮料、精制茶规模以上企业营收



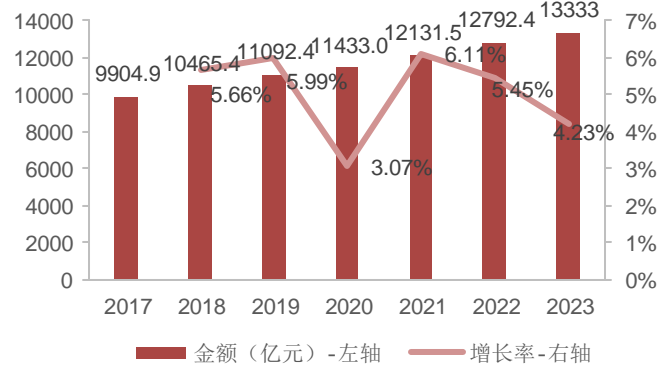
数据来源：中国统计年鉴，公司招股说明书，西南证券整理

图 10: 2016-2020 年我国日化行业市场规模情况



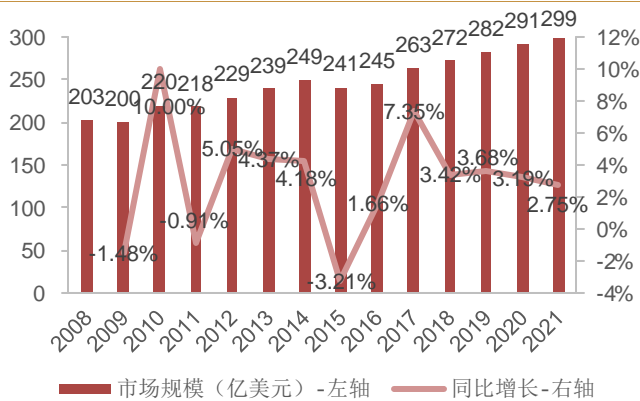
数据来源：前瞻产业研究院，公司招股说明书，西南证券整理

图 11: 2017-2023 年我国烟草规模以上企业营业收入情况

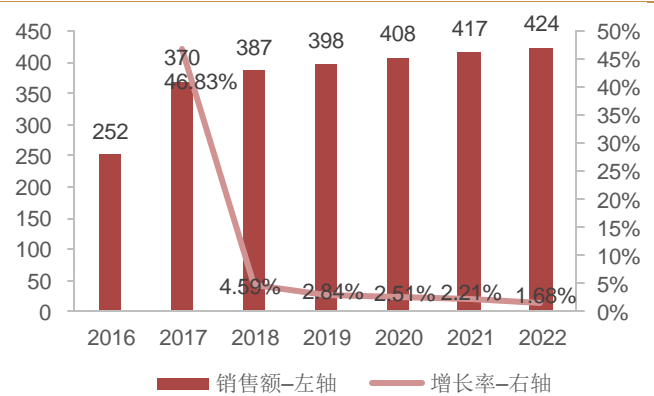


数据来源：中国统计年鉴，公司招股说明书，西南证券整理

国内香精香料市场规模超 400 亿元,我国已成为全球主要的香料供应国。根据 Leffingwell & Associates 数据,国际香精香料市场规模持续稳定增长,由 2008 年的 203 亿美元增长至 2021 年的 299 亿美元,年复合增长达 2.8%。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。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。根据《香料香精行业“十四五”发展规划》,到 2025 年我国香精产量将达到 40 万吨,香料产量将达到 25 万吨,行业主营业务收入将达到 500 亿元。在国内经济持续增长、内部需求不断扩大的环境下,食品饮料、日化等下游行业的持续发展,国内香料香精行业保持持续增长。

图 12: 2008-2021 年全球香精香料行业市场规模


数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

图 13: 2016-2022 年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, 公司招股说明书, 西南证券整理

2.2 WS 系列凉味剂升级替代薄荷醇, 市场规模快速增长

传统凉味剂薄荷醇需求持续增长, 预计 2028 年市场空间将达 75 亿元。凉味剂是所有能产生清凉效果且药性不强的化学物质的总称, 能赋予人清凉、新鲜等感起到提神、醒脑的作用。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, 预计 2028 年将达到 75 亿元, 市场空间巨大, 需求持续增长。

传统凉味剂难以满足新的市场需求, WS 系列凉味剂为升级替代产品。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: 1) 薄荷的香气和香味非常明显, 并有苦味; 2) 挥发性强, 凉味作用时间短; 3) 不耐高温, 几乎不溶于水, 其在人的口腔和皮肤的作用凉味持续时间短而凉味瞬时作用强, 让人难以忍受。因此, 市场对传统凉味剂提出了更高的要求, 为了进行改善, 科研人员开始了对凉味剂的探索研究, 以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。

表 2: WS 系列凉味剂详情

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° C 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：公司招股说明书，西南证券整理

2019-2022 年 WS 系列凉味剂年均增速超 40%，有望部分取代薄荷醇市场。《食品添加剂使用标准》(GB2760-2014) 中，将 WS-3、WS-23 等产品列为许可使用的食品添加剂。国家药监局发布《已使用化妆品原料目录(2021 版)》中，将 N,2,3-三甲基-2-异丙基丁酰胺 (WS-23)、N-乙基-2-异丙基-5-甲基-环己烷甲酰胺 (WS-3) 等凉味剂系列产品列入使用目录中。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，2019 年 WS-23 产品全球需求量约为 350 吨。2022 年国内 WS-23 等凉味剂国内需求量约为 1346 吨，2019-2022 年年均增速超 40%。上海市食品添加剂和配料行业协会的数据显示，WS 系列凉味剂产品有望在不久的将来可部分取代薄荷醇市场，市场空间广阔。

2.3 全球香精香料行业集中，国内香精香料企业集中于细分领域

全球香精香料行业集中，欧美日本企业保持领先地位。当前，欧洲、美国、日本已成为世界上最先进的香料香精工业中心，全球重要的香料香精生产企业主要来自上述国家和地区，代表企业有瑞士的芬美意和奇华顿、美国的 IFF 和森馨、德国的德之馨、法国的曼氏和罗伯特，以及日本的高砂和长谷川等，香料香精行业的国际大公司以香精为核心产品带动香料行业的发展，凭借着雄厚的资金实力、人才储备等，并通过对关键香精的品种以及核心技术的控制保持其领先地位。

表 3: 全球香料香精行业的主要企业

企业名称	所属国家	基本情况
奇华顿 (Givaudan)	瑞士	成立于 1768 年，全球最大的香精香料公司，2021 财年集团销售额 66.84 亿瑞士法郎
芬美意 (Firmenich)	瑞士	成立于 1895 年，全球排名第二的香精香料，2021 财年集团销售额 42.72 亿瑞士法郎
国际香精香料 (IFF)	美国	成立于 1909 年，制造和提供食品、饮料、个人护理及家居用品行业的香精香料，2021 财年集团销售额 116.56 亿美元。
德之馨 (Symrise)	德国	由德威龙公司 (成立于 1919 年) 与 H&R 公司 (成立于 1874 年) 合并的一家国际香料公司，是世界主要的香精香料和植物提取物公司之一，2021 财年集团营业额 38.26 亿欧元。
曼氏 (Mane)	法国	成立于 1871 年，从事各类日化、食用及烟用等香精香料的生产，法国最大的香精香料公司。
花臣 (Frutarom)	以色列	创建于 1933 年，是以色列最早的工业企业之一，逐步发展为拥有全球优势原料资源、掌握香精香料工业各项核心技术的跨国企业集团。
高砂 (Takasago)	日本	创建于 1920 年，现已发展成为一个跨国性的香料集团，生产日化香精、食品香精、合成香料等，其规模与业绩名列世界前茅。

企业名称	所属国家	基本情况
森馨 (Sensient Technologies)	美国	成立于 1882 年, 为世界上许多最著名的消费和工业公司生产广泛的创新产品。提供定制的食品和饮料系统, 药用颜料和涂料, 化妆品和个人护理配方, 特种油墨和颜料以及其他精细化学品。
罗伯特 (Robertet)	法国	创办于 1850 年, 总部位于法国南部山城-世界闻名的“香都”格拉斯 (Grasse), 天然香料生产规模最大的香精公司之一。
长谷川 (T.Hasegawa)	日本	成立于 1903 年, 是一家拥有百年历史的食用、日化香精制造商。

数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

国内香精香料行业整体集中度较低, 更多集中于细分领域。由于技术、人才、资金等方面的限制, 我国香精香料行业整体集中度较低, “十三五”期间, 我国香料香精生产企业超过 1000 家。我国香料香精企业大宗品种规模优势、特定品种类别优势明显, 国内主要香料在细分产品的市场占有率较高。受行业转型升级、结构调整和国家化工、环保等方面监管政策趋严的影响, 部分中小企业加快出局或整合, 规模以上企业凭借规模化生产技术创新等不断降低生产成本, 竞争优势日益凸显, 行业集中度逐渐提升。我国香料香精企业

表 4: 国内香料香精行业的主要企业

企业名称	基本情况	竞争情况
亚香股份	成立于 2001 年, 专注于香料的研发、生产和销售, 产品主要包括香兰素、天然桂酸甲酯、天然覆盆子酮、女贞醛、格蓬酯、苹果酯、凉味剂等	该公司生产的 WS-3、WS-23 与公司存在竞争关系
丰乐种业	成立于 1997 年, 主营业务为种子和农化、香料产业, 其中香料主要产品为天然薄荷脑系列、合成凉味剂系列	该公司生产的 WS-23、WS-3、薄荷素油、椒样薄荷油与公司存在竞争关系
爱普股份	成立于 1995 年, 专注于香料、香精和食品配料领域	该公司生产的凉味剂与公司存在竞争关系
华业香料	成立于 2002 年, 主要从事内酯系列合成香料的研发、生产和销售	与公司主要产品不存在竞争关系
华宝股份	成立于 1996 年, 主要从事香精的研发、生产和销售, 同时经营少量食品配料业务	与公司主要产品不存在竞争关系
新和成	成立于 1999 年, 一家主要从事营养品、香精香料、高分子新材料、原料药生产和销售的国家级高新技术企业, 其香精香料产品主要包括芳樟醇系列、柠檬醛系列、叶醇系列、二氢茉莉酮酸甲酯、覆盆子酮、女贞醛等	与公司主要产品不存在竞争关系
波顿香料股份有限公司	前身为东莞波顿香料有限公司, 成立于 2014 年, 承接波顿集团多年行业经验及创新研发实力, 打造集食品用香精、日用香精、香料和天然植物提取物的研发、生产、销售为一体的高科技企业	与公司主要产品不存在竞争关系

数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

3 国内 WS 系列凉味剂主要供应商, 募投再助产能突破

3.1 产品质量高于行业标准, WS 系列产品工艺领先行业

主要产品理化指标均优于国家标准及行业标准, 核心产品生产工艺行业领先。公司始终坚持自主研发、技术创新的发展理念, 围绕着提高生产效率、优化产品质量、丰富产品结构、降低生产成本等方面, 不断加大在香精香料领域的研发投入。目前, 公司已掌握 WS-3、WS-23 等多种核心产品的工艺技术并实现量产, 公司主要产品 WS-23、WS-3 的理化指标在纯度等方面高于国家标准。公司 WS-23 产品于 2021 年 12 月获得安徽省经济和信息化厅授予的“安徽工业精品”称号。

表 5：公司的主要产品 WS-23、WS-3 技术指标和国家标准对比情况

检验项目	WS-23 国家标准 (GB25593-2010)	公司 WS-23 技术指标	WS-3 国家标准 (GB29981-2013)	公司 WS-3 技术指标
色状	白色结晶性固体	白色结晶性固体	白色结晶性固体	白色结晶性固体
香气	薄荷样凉味	薄荷样凉味	轻微的薄荷样凉味	轻微的薄荷样凉味
含量	≥99.0%	≥99.6%	≥99.0%	≥99.5%
熔点	60°C-63°C	62.5°C-63°C	91°C-98°C	97°C-98°C
酸值	≤1.0	≤0.5	—	—
重金属 (以 Pb 计) / (mg/kg)	≤10.0	≤10.0	—	—
砷 (mg/kg)	≤3.0	≤3.0	—	—

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

表 6：公司核心技术在原料利用率、产品纯度等方面与同行业主流技术的比较情况

序号	对应的核心技术	技术特点	原料利用率	产品纯度	公司核心技术特点 及先进性表征
1	新型凉味剂 WS-23 生产技术	通过特殊滴加工操作合成 WS-23 粗品，反应时间短，没有副产物生成	平均收率达到 87% 以上	纯度达到 99%	获得 1 项发明专利，该工艺原料利用率高，产品纯度高，只采用一次结晶，结晶时间短，母液可直接循环使用，降低能耗，环保、经济性好
2	WS-系列中间体 生产技术	以钨碳或铂碳为催化剂，将氯代水芹烯进行反应制得 5-甲基-2-异丙基氯代环己烷，反应条件温和、环保、产物收率高；两步法制备，静置分离沉淀，循环使用原料，反应时间短，原料利用率高，减少原料的损失率；节约溶剂，对于反应条件要求不苛刻，可以不间断的连续性制备	得率达 98%	纯度达 98%	获得两项发明专利，反应时间短且没有副产物，原料利用率高；可以不间断的连续性格氏反应，减少废液排放，环保经济；
3	副产物中低含量 凉味剂提取技术	由于凉味剂产品的本身热敏特性只能通过结晶和蒸馏技术进行提取，副产物中凉味剂产品含量较高，本技术采用重精馏技术提取副产物中的凉味剂产品	从副产物中重新提取凉味剂，实现废物利用，属于公司独创技术	纯度与一般成品相同，已取得下游客户认可	独创的提纯技术，能够达到从原废弃物副产物中提取产品，提高了产品收率，降低单位生产时间。
4	戊二酸单-薄荷酯 高效催化技术	戊二酸单-薄荷酯生产过程中容易产生戊二酸双-薄荷酯，从而降低产品纯度并产生原料浪费；本技术采用自制的高效催化剂和极性溶剂，促使反应向产生戊二酸单-薄荷酯进行，阻碍戊二酸双-薄荷酯的合成。	通过阻碍戊二酸双-薄荷酯的合成，提高原材料利用率	产品纯度达 95%-98%	获得 1 项发明专利，该工艺可以提高产品纯度，提高原料利用率。
5	新型凉味剂中间体 4-氨基苯基乙酰胺 的生产技术	采用一锅法反应与结晶，使用原料简单，避开加氢危险工艺，反应时间短，无副产物，易于得到纯度较高 4-氨基苯基乙酰胺产品，不使用有机溶剂，降低了工业生产的危险性，经济环保。	4-氨基苯基乙酰胺收率能够达到 89% 以上	产品纯度达到 98% 以上	获得 1 项发明专利，相比同类，该工艺可以缩短 4-氨基苯基乙酰胺的制备时间，减少副产物，提高 4-氨基苯基乙酰胺的纯度。

序号	对应的核心技术	技术特点	原料利用率	产品纯度	公司核心技术特点及先进性表征
6	新型凉味剂中间体 1,2-环氧-3-L-薄荷氧基丙烷生产技术	通过一锅法操作合成 1,2-环氧-3-L-薄荷氧基丙烷, 反应时间短, 无副产物, 降低了能耗, 采用线性沸差混合溶剂外循环技术代替惰性气体, 加入去离子水提高溶剂回收率, 获得的中间体纯度 99% 以上, 一次收率能够达到 98.5% 以上, 工艺过程环保、安全。	1,2-环氧-3-L-薄荷氧基丙烷, 一次收率能够达到 98.5% 以上	产品纯度达到 99%	获得 1 项发明专利, 相比同类, 该工艺可以反应时间短, 无副产物, 提高原料利用率和产品纯度。

数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

深耕新产品工艺研发与工艺优化试验, 在研项目市场潜力充足。公司的研发主要为新产品工艺研发与工艺优化试验, 涉及到香料、香精、植物提取、医药中间体、食品配料、食品添加剂等多个领域。公司以市场需求为出发点, 把握市场动态和行业发展方向, 始终坚持以技术引领生产、指导生产, 不断改进生产工艺和丰富产品结构。未来公司将进一步拓宽产品品类、优化制造工艺、提升产品质量, 以满足香精香料行业未来绿色化、低成本、高质量产品的发展特点。目前公司在研项目共 5 个, 所涉及的产品类型符合行业未来发展趋势, 市场潜力较好。

表 7: 公司在研项目情况

序号	在研项目名称	所处阶段进展	主要人员	预算投入 (万元)	拟达到的目标
1	凉味剂 WS-23 结晶余料组分耦合提取工艺的探索	小试	8 人	180	探索新的检测方法对副产物中包裹的凉味剂产品的分析; 研究新的分离设备对低含量产品进行分离; 探索出新的分离工艺对低含量凉味剂产品的提纯。
2	探究去除影响檀香 803 香气的杂质技术	小试	7 人	110	研究去除某些组份对香气的影响; 探究提高某些组份, 采用主动干预提高组份, 提高香气; 探究粗品提纯过程中脱出副产物的各生产工艺段香气变化。
3	资源化回收副产物中有机相再利用探究	小试	7 人	280	研究回收有机物中 WS-23 再提纯工艺控制参数, 使其能够顺利进行反应, 探索出稳定、可靠的回收废水中少量 WS-23 工艺。
4	探究凉味剂 WS-27 高收率新工艺	小试	7 人	320	研究各物料的投料最优比例, 提高各物料的利用率及连续化生产问题; 研究反应和提纯工艺控制参数, 使其能够顺利进行反应, 探索出稳定、可靠的合成工艺。
5	红橘精油研究与应用	小试	5 人	61	受气候、产地、采收季节及制备方法等的影响, 使柑橘属精油产品品质不一致。去除红橘精油中的酸杂味, 使其呈现独特的新鲜及芳香扑鼻的鲜甜香气, 创造出具有市场竞争力的产品。

数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

3.2 国内 WS 系列凉味剂主要供应商, 供应多家大型香料企业

国内 WS 系列产品主要供应商, WS-23 系列凉味剂市占率约 30%。目前, 凉味剂 WS 系列产品的国内供应商主要有公司、亚香股份和爱普股份。根据上海市食品添加剂和配料行业协会开具的证明, 公司生产 WS-23 等产品生产工艺取得国家专利, 生产技术达到国际先进水平, 在国内销售市场处于领先地位, 2021 年及 2022 年度国内市场占有率均约 30%, 目前

已成为凉味剂 WS 系列产品在国内的主要供应商与生产企业之一。受限于原材料供给、产能等因素，公司规模略小于亚香股份，但公司相关产品的产能迅速扩张，在细分领域具有较强的竞争力。

表 8：WS-23 产品主要供应商概况

企业名称	基本情况和主要产品	WS-23 产品情况
亚香股份	成立于 2001 年，专注于香料的研发、生产和销售，产品主要包括香兰素、天然桂酸甲酯、天然覆盆子酮、女贞醛、格蓬酯、苹果酯、凉味剂等。	公司 2019 年共计销售凉味剂 WS-23 产品约 280 吨
爱普股份	成立于 1995 年，专注于香料、香精和食品配料领域，产品主要包括合成香料、天然香料、食用香精、日用香精、工业巧克力、果酱等。	未单独披露 WS-23 产品的详细情况
中草香料	成立于 2009 年，专注于香精香料的研发、生产和销售，产品主要包括凉味剂、双丁酯、丁酸乙酯、留兰香油、大蒜油、生姜油、红橘油等。	2021-2023H1，公司 WS-23 销量分别为 102.88 吨、217.75 吨、288.29 吨和 153.14 吨，处于快速成长阶段。

数据来源：ifind，公司问询函，西南证券整理

表 9：公司与亚香股份凉味剂产品市场情况

公司简称	项目	2021 年	2022 年	2023 年
亚香股份	产量 (吨)	462.66	—	—
	销量 (吨)	503.63	—	—
中草香料	产量 (吨)	400.08	384.14	513.35
	销量 (吨)	334.61	403.74	505.17

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

进入国内外多家大型香料企业供应体系，受下游客户广泛认可。依托在技术研发、制造工艺、产品质量及质量管理等方面的优势，公司客户群体保持稳定，报告期内原有客户的销售金额占比均在 70% 以上，产品受到下游客户广泛认可，公司已进入德之馨、奇华顿等知名客户的供应商体系。2020 年以来，公司原有客户收入规模持续增长，公司与原有客户业务合作关系持续深化。同时公司持续开拓新客户，2022 年新客户实现销售收入 3027.9 万元。

表 10：客户收入来源分布情况 (万元)

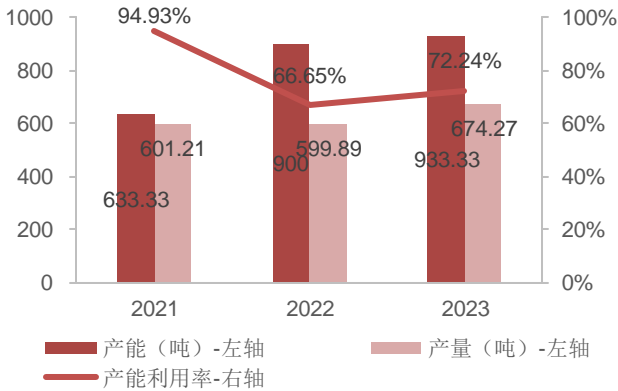
项目	2020 年	2021 年度	2022 年	2023H1
原有客户收入	7630.04	12558.54	15911.57	8005.04
新客户收入	2820.22	2454.10	3027.90	737.94
原有客户收入占比	73.01%	83.65%	84.01%	91.56%
新客户收入占比	26.99%	16.35%	15.99%	8.44%

数据来源：公司第三次问询函回复，西南证券整理。注：新客户指当年新增的客户，原有客户指 2019 年至收入确认前一年曾存在销售的客户

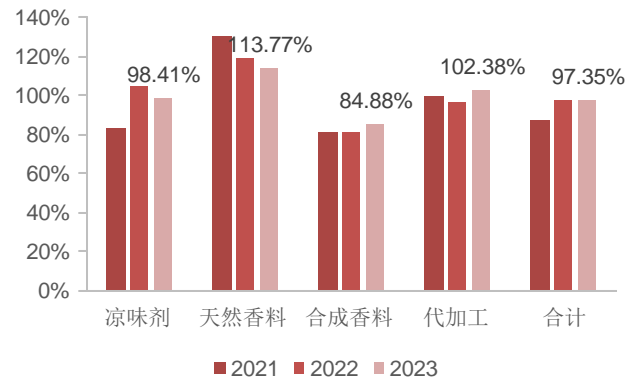
3.3 募投项目再助产能突破，延伸至上游保障原料稳定供应

凉味剂下游需求充分公司产销两旺，但仍受原材料供应紧张限制。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。2021 年公司产品产量较 2020 年度增长了 72.8%，产能利用率达到 94.9%。为缓解产能瓶颈问题，公司自 2020 年开始分批建设“年产 2000 吨食品添加剂项目”，其中用于生产凉味剂系列产品的四

车间于 2021 年 8 月完工，有效地缓解了公司产能瓶颈，但受区域封控、原材料 DIPPN 供应不足等问题影响，2022 年度公司凉味剂产能未得到充分释放。

图 14：2021-2023 年公司产能、产量及利用率


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 15：2021-2023 年公司产销率


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

募投建成后产能将提升至三倍有余，紧抓凉味剂市场增长机会。公司计划投资 2.6 亿元建设“年产 2600 吨凉味剂及香原料项目（一期）”，其中募集资金 1.5 亿元，项目建设期为 18 个月，达产后每年将新增腈类 1170 吨、酰胺类（凉味剂）900 吨、醛类 20 吨、酯类 550 吨。其中腈类产品为公司凉味剂产品的主要原材料，有利于公司突破原料瓶颈，提升盈利能力和抗风险能力；除自用原材料产能外，将新增产能 2010 吨，较目前 900 吨的产能有大幅提升，有助于形成规模效应，提高公司在细分领域市场竞争力，利于抓住凉味剂系列产品快速增长的市场机会。

表 11：公司募投项目情况

序号	产品方案		单位	数量	备注
1	腈类	2,2-二异丙基丙腈、2,2-二异丙基丁腈	t/a	1,170.00	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	产品
3	醛类	2,4-癸二烯醛、5-甲基-2-苯基-2-己烯醛	t/a	20	产品
4	酯类	白脱酯、乙酸薄荷酯、丁酰乳酸丁酯等	t/a	550	产品
合计				2,010.00	

数据来源：公司招股说明书，公司公告，西南证券整理。注：上述产品方案中，腈类（2,2-二异丙基丙腈、2,2-二异丙基丁腈）系生产凉味剂产品的原材料，其中 630T 自用，故实际一期项目实际产量为 2,010 吨

延伸至产业链上游保障关键原料供应，丰富公司凉味剂产品种类。公司百荷花厂区投产，原材料的供应已成为限制公司发展的重要因素之一。募投项目中生产的腈类产品为公司凉味剂产品的主要原材料，有利于公司突破原料瓶颈，向产业链上游发展，提升全产业链规模化生产能力。同时，募投项目将丰富公司凉味剂相关产品种类。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，凉味剂产品种类丰富后有望形成公司新的盈利增长点。

4 投资建议

本次公司发行价为 7.50 元/股，对应 PE 为 13.7 倍（不行使超额配售选择权）。我们选取了主营业务相近的爱普股份、亚香股份作为可比公司，可比公司 PE 平均值 25.2 倍。考虑到公司作为国内 WS 系列凉味剂的主要供应商，受下游食品、日化等行业稳步增长带动，WS 系列凉味剂市场规模快速扩张，公司募投项目助力产能突破，同时丰富产品品类，业绩有望持续增长，建议积极关注。

表 12：可比公司估值

证券代码	简称	总市值 (亿元)	股价 (元)	PE (TTM)	2023 年收入 (亿元)	2023 年归母净利润 (百万元)	2023 年毛利率 (%)	2023 年 ROE (%)
603020.SH	爱普股份	24.07	6.28	26.51	27.83	90.77	14.82	2.92
301220.SZ	亚香股份	19.19	23.75	23.94	6.30	80.16	32.17	5.13
平均值				25.23	17.07	85.46	23.49	4.03
920016.BJ	中草香料	/	/	/	2.06	41.04	33.33	20.28

数据来源：Wind，西南证券整理（数据截至 2024 年 9 月 11 日）。注：中草香料发行后市盈率为本次发行价格除以每股收益，每股收益按 2023 年归母净利润除以发行后总股本计算；可比公司市盈率为 9 月 11 日收盘市值除以每股收益，每股收益按 2023 年归母净利润除以总股本计算

5 风险提示

原材料价格波动风险、募投项目效益不及预期的风险、固定资产折旧等增加导致利润下滑的风险、存货减值风险、市场竞争风险、原材料供应短缺风险、实际控制人不当控制风险、新股发行失败风险。

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
上海	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljliong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gonggy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn

	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
广深	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn
