

## 亚香股份 (301220.SZ)

## 公司前三季度盈利短期承压，看好泰国项目投产贡献业绩增长点

| 财务指标        | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)   | 705   | 630   | 775   | 1,093 | 1,383 |
| 增长率 yoy (%) | 13.6  | -10.7 | 22.9  | 41.1  | 26.5  |
| 归母净利润(百万元)  | 132   | 80    | 66    | 181   | 234   |
| 增长率 yoy (%) | 44.2  | -39.2 | -17.1 | 173.0 | 28.7  |
| ROE (%)     | 8.5   | 5.0   | 4.1   | 10.0  | 11.5  |
| EPS 最新摊薄(元) | 1.63  | 0.99  | 0.82  | 2.25  | 2.89  |
| P/E(倍)      | 18.9  | 31.0  | 37.4  | 13.7  | 10.6  |
| P/B(倍)      | 1.6   | 1.6   | 1.5   | 1.4   | 1.2   |

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

**事件：**2024年10月28日，亚香股份发布2024年三季度报告，公司2024年前三季度营业收入为5.76亿元，同比上涨21.37%；归母净利润0.45亿元，同比下跌34.58%；扣非净利润0.44亿元，同比减少30.96%。对应3Q24公司实现营业收入2.15亿元，同比上涨14.84%，环比上升14.72%；归母净利润0.10亿元，同比下跌57.10%，环比减少44.22%。

**点评：**2024年前三季度公司盈利有所承压，看好泰国基地项目投产打开未来成长空间。2024年前三季度公司总体销售毛利率为27.81%，较上年同期减少3.35pcts。2024年前三季度财务费用同比增加90.33%，主要因为汇率变动收益减少；销售费用同比增加17.71%；管理费用同比上升25.58%；研发费用同比增加35.76%，主要因为研发材料投入增加。2024年前三季度公司净利率为7.77%，较上年同期降低6.70pcts。我们认为，2024年前三季度公司营收整体维持增长，但产品售价下降、期间费用上升，导致公司盈利表现承压。公司泰国生产基地项目投产有望巩固并扩大公司在香精香料行业的市场份额和市场地位，增强公司盈利能力与市场竞争力。

**公司2024年前三季度经营活动产生的现金流同比下降。**2024年前三季度公司经营活动产生的现金流量净额为0.12亿元，同比减少38.25%，主要由于经营性应收账款增加。投资性活动产生的现金流量净额为-1.93亿元，同比增长231.83%，主要因为公司增加子公司投资。筹资活动产生的现金流量净额为0.48亿元，同比增加173.86%，主要因为公司3Q24借款增加。期末现金及现金等价物余额为1.78亿元，同比下降41.63%。应收账款2.43亿元，同比增加16.24%，应收账款周转率上升，从2023年同期的2.37次变为2.69次。存货周转率上升，从2023年同期的0.75次变为0.93次。

**公司是国内中高端香料主要生产企业之一，打造部分天然香料产品的规模优势。**公司主要产品可分为天然香料、合成香料、凉味剂等，经过多年的发展已成为国内中高端香料主要生产企业之一，在天然香料和凉味剂领域具有较强的竞争力和品牌影响力，如丁香酚、香兰素和WS-23等产品在全球同类产品市场中占据重要地位。

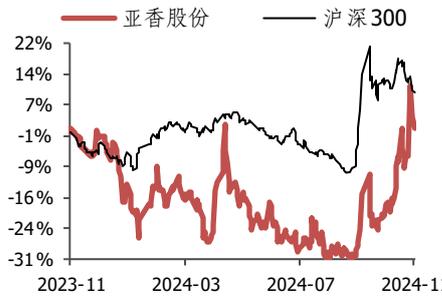
**公司在香料品种及部分产品具备生产经营的规模优势。**截至1H24，公司能够量产各类香料近300种，其中天然香料有160多种，能够满足香精厂商在香

## 买入(首次评级)

## 股票信息

|                   |          |
|-------------------|----------|
| 行业                | 基础化工     |
| 2024年11月25日收盘价(元) | 33.46    |
| 总市值(百万元)          | 2,703.57 |
| 流通市值(百万元)         | 1,576.30 |
| 总股本(百万股)          | 80.80    |
| 流通股本(百万股)         | 47.11    |
| 近3月日均成交额(百万元)     | 62.91    |

## 股价走势



## 作者

分析师 肖亚平

执业证书编号：S1070523020001

邮箱：xiaoyaping@cgws.com

联系人 王彤

执业证书编号：S1070123100005

邮箱：wangtong@cgws.com

## 相关研究

料质量一致性、批量供货及时性与稳定性，以及多品种集合采购的需求，并提高原材料采购议价能力，增强公司盈利能力。

**公司具有客户优势，与国际知名香精香料公司以及快速消费品行业的知名公司建立长期稳定合作关系。**截至 1H24，公司产品直接销售给国际十大香精香料公司中的奇华顿（Givaudan）、芬美意（Firmenich）、国际香料香精（IFF）、德之馨（Symrise）、花臣（Frutarom）、高砂（Takasago）等，通过 ABT 等贸易商间接销售给曼氏、森馨等，实现对十大国际香精香料公司的全覆盖；公司产品直接销售给玛氏箭牌、亿滋国际、高露洁、都市牧场、悦刻、口味王、艾普生物等国内外知名快速消费品公司。我们认为，公司优化产品结构、提高产品质量，销售收入保持良好增长态势，与众多国内外知名公司建立稳定业务关系，将为公司持续发展奠定坚实基础。

**公司加大研发与建设投入，积极扩充现有产能。**公司目前共拥有四个生产基地，国内产能分别布局在江西抚州、湖北黄冈、江苏南通，并在泰国有序推进海外产能建设。

公司近年募投项目方面，根据公司执行香兰素压降计划的要求，“6500t/a 香精香料及食品添加剂和副产 15 吨肉桂精油和 1 吨丁香轻油和 20 吨萜烯项目”一期项目中涉及香兰素产品新增产能将调整为其他适销产品产能，对涉及生产线调整及对设备进行改造，并重新进行安全生产验收。根据公司 2024 年半年报，该建设项目于 2024 年正式建成投产。该项目尚未使用的剩余募集资金和募集资金累计产生的利息净收入已投资于公司泰国生产基地项目。

**国内外香料香精市场规模稳步扩大。**据艾媒数据显示，近年来全球香料香精行业市场规模稳步增长，2023 年市场规模约为 306 亿美元，同比增长 2.3%，预计 2025 年将增至 321 亿美元。目前，北美、欧洲等发达国家的市场已趋近饱和，需求增速较低，香料香精产业逐渐向发展中国家转移。随着发展中国家消费水平的提高，香料香精行业作为配套产业将进一步发展。同时，全球食品饮料行业趋向生产更多由天然原料制成的产品，天然香料的需求呈不断上升的趋势。

国内香料香精市场方面，近年来居民生活水平提高、消费结构升级，为我国香料香精行业的发展提供了广阔的市场空间。据艾媒数据中心、《香精香料行业“十四五发展规划”》数据显示，2023 年中国香料香精行业市场规模约为 439 亿元，同比增长 2.6%，预计 2026 年有望突破 500 亿元。

**泰国生产基地项目建成投产，产能释放贡献业绩增长点。**根据公司 2024 年 8 月 29 日《关于募投项目中部分生产线进入试生产阶段的公告》，泰国亚香生产基地项目一期建成并进行试生产工作；2024 年 11 月 11 日，公司发布《关于募投项目投产的公告》，该产线经过前期试生产已正式投产，公司将新增香兰素 1000 吨、橡苔 200 吨、苯甲醛 100 吨、苯甲醇 50 吨、桂酸甲酯 100 吨、凉味剂 150 吨、叶醇 150 吨产能。我们认为，公司泰国项目产能释放，将加强公司规模化优势，巩固并扩大公司在香精香料行业的市场份额和市场地位，提升盈利能力和市场竞争力，推动公司长期成长。

**国内香兰素产品欧美市场面临反倾销，公司合理布局海外产能。**据中国贸易救济网信息，2024 年 5 月 24 日，欧盟委员会发布公告称，应欧盟生产商 Syensqo 于 2024 年 4 月 9 日提出的申请，欧盟委员会对原产于中国的香兰素（Vanillin）发起反倾销调查。据中国贸易救济网信息，2024 年 11 月 12

日，美国商务部发布公告，对进口自中国的香兰素（Vanillin）作出反补贴初裁，初步裁定 Jiaxing Guihua Chemical Import and Export Co., Ltd. 和中国其他生产商/出口商的税率均为 27.33%。美国商务部预计将于 2025 年 3 月 24 日作出反补贴终裁。我们认为国内国内香兰素产品欧美市场面临反倾销，公司在泰国合理布局海外产能，有望利好公司中长期盈利。

**投资建议：**预计公司 2024-2026 年实现营业收入分别为 7.75/10.93/13.83 亿元，实现归母净利润分别为 0.66/1.81/2.34 亿元，对应 EPS 分别为 0.82/2.25/2.89 元，当前股价对应的 PE 倍数分别为 37.4X、13.7X、10.6X。

我们基于以下几个方面：1) 作为国内中高端香料的领先企业，公司将持续打造香料香精产品的生产经营规模优势；2) 国内外香料香精市场稳步扩大背景下，公司实现了十大国际香精香料公司的全覆盖，具备突出的全球客户资源；3) 泰国生产基地项目一期正式建成投产，将巩固并扩大公司市场份额，提升市场竞争力，贡献业绩增长点。我们看好公司在香料香精行业的领先地位与规模优势，以及泰国项目推动业绩成长，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**主要原材料价格波动风险；宏观经济波动风险；境外市场经营风险；海外业务投产进度不及预期风险等。

## 财务报表和主要财务比率

## 资产负债表 (百万元)

| 会计年度           | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 1234  | 1127  | 1722  | 1344  | 2123  |
| 现金             | 124   | 325   | 554   | 244   | 345   |
| 应收票据及应收账款      | 195   | 187   | 283   | 203   | 471   |
| 其他应收款          | 3     | 3     | 4     | 6     | 7     |
| 预付账款           | 7     | 3     | 10    | 9     | 14    |
| 存货             | 418   | 448   | 727   | 713   | 1086  |
| 其他流动资产         | 487   | 161   | 144   | 169   | 199   |
| <b>非流动资产</b>   | 493   | 712   | 769   | 927   | 1057  |
| 长期股权投资         | 13    | 18    | 18    | 17    | 17    |
| 固定资产           | 367   | 402   | 478   | 644   | 778   |
| 无形资产           | 44    | 43    | 43    | 44    | 43    |
| 其他非流动资产        | 69    | 249   | 231   | 222   | 219   |
| <b>资产总计</b>    | 1727  | 1839  | 2492  | 2271  | 3180  |
| <b>流动负债</b>    | 177   | 239   | 843   | 451   | 1142  |
| 短期借款           | 69    | 125   | 125   | 155   | 184   |
| 应付票据及应付账款      | 91    | 88    | 686   | 262   | 922   |
| 其他流动负债         | 17    | 26    | 32    | 34    | 36    |
| <b>非流动负债</b>   | 5     | 23    | 22    | 23    | 21    |
| 长期借款           | 0     | 20    | 19    | 20    | 18    |
| 其他非流动负债        | 5     | 3     | 3     | 3     | 3     |
| <b>负债合计</b>    | 182   | 262   | 865   | 474   | 1163  |
| 少数股东权益         | -1    | -1    | -2    | -3    | -5    |
| 股本             | 81    | 81    | 81    | 81    | 81    |
| 资本公积           | 944   | 949   | 949   | 949   | 949   |
| 留存收益           | 498   | 554   | 613   | 772   | 969   |
| 归属母公司股东权益      | 1545  | 1579  | 1629  | 1800  | 2021  |
| <b>负债和股东权益</b> | 1727  | 1839  | 2492  | 2271  | 3180  |

## 现金流量表 (百万元)

| 会计年度           | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 89    | 76    | 307   | 113   | 293   |
| 净利润            | 131   | 79    | 66    | 180   | 232   |
| 折旧摊销           | 36    | 40    | 33    | 43    | 54    |
| 财务费用           | -9    | -4    | -7    | -5    | -6    |
| 投资损失           | 2     | -3    | -1    | -1    | -1    |
| 营运资金变动         | -83   | -23   | 214   | -105  | 11    |
| 其他经营现金流        | 11    | -14   | 1     | 1     | 1     |
| <b>投资活动现金流</b> | -549  | 85    | -72   | -225  | -213  |
| 资本支出           | 57    | 233   | 90    | 202   | 185   |
| 长期投资           | -492  | 312   | 0     | 0     | 1     |
| 其他投资现金流        | 0     | 6     | 18    | -24   | -28   |
| <b>筹资活动现金流</b> | 515   | 17    | -6    | -2    | -8    |
| 短期借款           | -107  | 56    | 0     | 30    | 29    |
| 长期借款           | -25   | 20    | -1    | 1     | -2    |
| 普通股增加          | 20    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 648   | 5     | 0     | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | -21   | -65   | -5    | -34   | -35   |
| <b>现金净增加额</b>  | 58    | 181   | 229   | -340  | 72    |

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

## 利润表 (百万元)

| 会计年度            | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 705   | 630   | 775   | 1093  | 1383  |
| 营业成本            | 455   | 427   | 580   | 711   | 888   |
| 营业税金及附加         | 5     | 5     | 5     | 8     | 10    |
| 销售费用            | 6     | 10    | 8     | 11    | 15    |
| 管理费用            | 68    | 70    | 78    | 110   | 142   |
| 研发费用            | 37    | 45    | 43    | 64    | 82    |
| 财务费用            | -9    | -4    | -7    | -5    | -6    |
| 资产和信用减值损失       | -2    | 0     | -2    | -2    | -2    |
| 其他收益            | 9     | 5     | 5     | 5     | 6     |
| 公允价值变动收益        | 0     | 2     | 0     | 1     | 1     |
| 投资净收益           | -2    | 3     | 1     | 1     | 1     |
| 资产处置收益          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>     | 149   | 87    | 72    | 198   | 257   |
| 营业外收入           | 5     | 0     | 2     | 2     | 2     |
| 营业外支出           | 1     | 1     | 1     | 1     | 1     |
| <b>利润总额</b>     | 153   | 86    | 73    | 199   | 259   |
| 所得税             | 22    | 7     | 7     | 19    | 27    |
| <b>净利润</b>      | 131   | 79    | 66    | 180   | 232   |
| 少数股东损益          | -1    | -1    | -1    | -1    | -2    |
| <b>归属母公司净利润</b> | 132   | 80    | 66    | 181   | 234   |
| EBITDA          | 193   | 129   | 101   | 240   | 315   |
| EPS (元/股)       | 1.63  | 0.99  | 0.82  | 2.25  | 2.89  |

## 主要财务比率

| 会计年度            | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 营业收入 (%)        | 13.6  | -10.7 | 22.9  | 41.1  | 26.5  |
| 营业利润 (%)        | 54.9  | -41.8 | -17.1 | 175.5 | 29.9  |
| 归属母公司净利润 (%)    | 44.2  | -39.2 | -17.1 | 173.0 | 28.7  |
| <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 毛利率 (%)         | 35.5  | 32.2  | 25.1  | 34.9  | 35.8  |
| 净利率 (%)         | 18.6  | 12.6  | 8.5   | 16.5  | 16.8  |
| ROE (%)         | 8.5   | 5.0   | 4.1   | 10.0  | 11.5  |
| ROIC (%)        | 8.3   | 4.8   | 3.5   | 9.0   | 10.5  |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 资产负债率 (%)       | 10.6  | 14.2  | 34.7  | 20.9  | 36.6  |
| 净负债比率 (%)       | -3.5  | -11.4 | -24.9 | -3.4  | -6.7  |
| 流动比率            | 7.0   | 4.7   | 2.0   | 3.0   | 1.9   |
| 速动比率            | 4.5   | 2.7   | 1.1   | 1.3   | 0.9   |
| <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率          | 0.5   | 0.4   | 0.4   | 0.5   | 0.5   |
| 应收账款周转率         | 3.7   | 3.3   | 3.3   | 3.3   | 3.3   |
| 应付账款周转率         | 5.2   | 4.8   | 13.2  | 13.2  | 13.2  |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益 (最新摊薄)     | 1.63  | 0.99  | 0.82  | 2.25  | 2.89  |
| 每股经营现金流 (最新摊薄)  | 1.10  | 0.94  | 3.80  | -1.40 | 3.63  |
| 每股净资产 (最新摊薄)    | 19.12 | 19.54 | 20.16 | 22.28 | 25.02 |
| <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |       |
| P/E             | 18.9  | 31.0  | 37.4  | 13.7  | 10.6  |
| P/B             | 1.6   | 1.6   | 1.5   | 1.4   | 1.2   |
| EV/EBITDA       | 10.1  | 16.8  | 19.4  | 9.5   | 6.9   |

### 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

### 投资评级说明

| 公司评级 |                                  | 行业评级 |                       |
|------|----------------------------------|------|-----------------------|
| 买入   | 预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上      | 强于大市 | 预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场  |
| 增持   | 预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间 | 中性   | 预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步 |
| 持有   | 预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间 | 弱于大市 | 预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场  |
| 卖出   | 预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上       |      |                       |
|      | 行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数           |      |                       |

### 长城证券产业金融研究院

#### 深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层  
邮编：518033

传真：86-755-83516207

#### 上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层  
邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

#### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层  
邮编：100044

传真：86-10-88366686