

竞争压力短期显现，泰国基地关税红利护航长期盈利

2025 年 04 月 24 日

► **事件。**2025 年 4 月 23 日，公司发布 2024 年年报。2024 年全年，公司实现营收 7.97 亿元，同比增长 26.42%；实现归母净利润 0.56 亿元，同比下降 30.51%；实现扣非后归母净利润 0.55 亿元，同比下降 24.70%。其中 4Q2024，公司实现营收 2.21 亿元，同比增长 41.79%，环比增长 2.97%；实现归母净利润 0.11 亿元，同比下降 5.32%，环比增长 7.88%；实现扣非后归母净利润 0.11 亿元，同比增长 15.01%，环比增长 24.44%。

► **分业务经营情况。**2024 年，合成香料、凉味剂、天然香料以及其他产品分别实现收入 0.85 亿元、3.17 亿元、3.83 亿元、0.12 亿元；毛利率水平分别为 16.18%、31.98%、23.00%、2.41%。公司全年归母净利润同比下降 30.51%，主要系产品价格竞争日趋激烈，利润空间进一步缩小所致。

► **泰国基地税收破局，天然+合成香兰素成长可期。**2024 年以来，香兰素产品接连遭遇欧盟反倾销（24 年 5 月）、美国双反（24 年 6 月）的调查，2024 年 11 月 13 日，美国商务部反补贴税初裁结果已公示，税率为 27.33%；2025 年 1 月 10 日，美国商务部反倾销初裁结果已公示，税率为 186.20%。在此行业背景下，2024 年 11 月，亚香股份募投项目“亚香生物科技（泰国）有限公司生产基地项目”项目一期相关产线已开始正式投产，一期项目产能包括香兰素 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 吨香精香料生产装置，同时据公司公开投资者问答内容，泰国工厂已经实现正常运行满负荷生产；此外，2025 年 1 月 6 日，亚香股份、泰国亚香和欣欣向荣公司基于长远发展战略考虑，由泰国亚香作为实施主体，在泰国亚香现有工厂区域内拟新建一条 4000 吨合成香兰素生产线，建成后将实现 4000 吨合成香兰素的产能，将带来 4 亿元的年营业收入（上述数据系合作各方根据目前的市场状况估算）。我们认为，在关税之墙高筑的背景下，泰国基地的建成投产一方面能够丰富产品结构、增加产品产能，另一方面得以规避关税影响，打造“人无我有、人有我优”的竞争实力。

► **投资建议：**我们预计 2025-2027 年归母净利润分别为 2.60、3.42、4.06 亿元，现价（2025/4/24）对应 PE 分别为 25X、19X、16X。公司系天然香料及凉味剂领先企业，客户资源丰富，生物技术布局前景广阔，泰国基地一期项目的投产有望助力盈利迈入新台阶。我们看好公司未来发展空间，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**主要原材料价格波动、新产品开发、环保、海外业务拓展不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	797	1,780	2,119	2,461
增长率（%）	26.4	123.4	19.0	16.2
归属母公司股东净利润（百万元）	56	260	342	406
增长率（%）	-30.5	366.8	31.4	18.9
每股收益（元）	0.69	3.22	4.23	5.03
PE	119	25	19	16
PB	4.1	3.5	3.1	2.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 4 月 24 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

81.99 元



分析师 刘海荣

执业证书：S0100522050001

邮箱：liuhairong@mszq.com

分析师 李金凤

执业证书：S0100524070003

邮箱：lijinfeng@mszq.com

相关研究

1.亚香股份 (301220.SZ) 深度报告：全球香精香料细分龙头，泰国工厂助力业绩迈入新台阶-2024/11/15

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	797	1,780	2,119	2,461
营业成本	593	1,180	1,368	1,579
营业税金及附加	8	14	17	20
销售费用	14	27	32	37
管理费用	95	178	212	246
研发费用	45	100	119	138
EBIT	38	277	366	435
财务费用	-21	12	18	22
资产减值损失	-2	-1	-1	-1
投资收益	-1	0	0	0
营业利润	58	264	347	412
营业外收支	-2	0	0	0
利润总额	57	264	347	412
所得税	2	7	9	11
净利润	55	257	337	401
归属于母公司净利润	56	260	342	406
EBITDA	87	329	426	504

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	211	215	252	275
应收账款及票据	239	524	624	725
预付款项	13	27	31	36
存货	465	490	569	657
其他流动资产	73	74	75	69
流动资产合计	1,001	1,330	1,550	1,762
长期股权投资	19	19	19	19
固定资产	848	957	1,103	1,273
无形资产	49	69	89	109
非流动资产合计	1,104	1,343	1,582	1,822
资产合计	2,105	2,673	3,133	3,584
短期借款	214	414	564	664
应付账款及票据	122	239	278	321
其他流动负债	39	49	57	63
流动负债合计	375	703	899	1,048
长期借款	85	85	85	85
其他长期负债	5	5	5	5
非流动负债合计	90	90	90	90
负债合计	465	793	989	1,138
股本	81	81	81	81
少数股东权益	11	7	3	-2
股东权益合计	1,640	1,881	2,143	2,446
负债和股东权益合计	2,105	2,673	3,133	3,584

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	26.42	123.40	19.05	16.17
EBIT 增长率	-51.09	626.64	32.13	19.02
净利润增长率	-30.51	366.85	31.38	18.89
盈利能力 (%)				
毛利率	25.52	33.72	35.43	35.86
净利率	6.99	14.61	16.12	16.50
总资产收益率 ROA	2.65	9.73	10.91	11.33
净资产收益率 ROE	3.42	13.88	15.96	16.59
偿债能力				
流动比率	2.67	1.89	1.72	1.68
速动比率	1.29	1.10	1.01	0.98
现金比率	0.56	0.31	0.28	0.26
资产负债率 (%)	22.08	29.65	31.58	31.75
经营效率				
应收账款周转天数	95.97	77.18	97.57	98.68
存货周转天数	276.91	145.82	139.39	139.71
总资产周转率	0.40	0.74	0.73	0.73
每股指标 (元)				
每股收益	0.69	3.22	4.23	5.03
每股净资产	20.16	23.19	26.49	30.30
每股经营现金流	0.39	1.56	3.48	4.40
每股股利	0.20	0.92	1.21	1.44
估值分析				
PE	119	25	19	16
PB	4.1	3.5	3.1	2.7
EV/EBITDA	77.23	20.40	15.76	13.31
股息收益率 (%)	0.24	1.13	1.48	1.76

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	55	257	337	401
折旧和摊销	49	52	60	69
营运资金变动	-70	-208	-148	-153
经营活动现金流	31	126	281	355
资本开支	-378	-292	-300	-309
投资	93	0	0	0
投资活动现金流	-284	-292	-299	-309
股权募资	3	0	0	0
债务募资	156	200	150	100
筹资活动现金流	133	170	55	-23
现金净流量	-104	3	37	24

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、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，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048