

## 亚香股份 (301220.SZ)

## 香兰素产能出海，泰国项目有望助力公司盈利改善-亚香股份 2024 年报及 2025 一季报点评

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	630	797	1,406	1,762	2,007
增长率 yoy (%)	-10.7	26.4	76.5	25.3	13.8
归母净利润 (百万元)	80	56	223	294	352
增长率 yoy (%)	-39.2	-30.5	299.6	31.9	19.9
ROE (%)	5.0	3.4	12.0	13.8	14.3
EPS 最新摊薄 (元)	0.99	0.69	2.75	3.63	4.36
P/E (倍)	73.7	106.1	26.5	20.1	16.8
P/B (倍)	3.7	3.6	3.2	2.8	2.4

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

**事件 1:** 2025年4月22日，亚香股份发布2024年年报，公司2024年营业收入为7.97亿元，同比上涨26.42%；归母净利润0.56亿元，同比下跌30.51%；扣非净利润0.55亿元，同比减少24.70%。对应4Q24公司实现营业收入2.21亿元，同比上涨41.79%，环比上升2.97%；归母净利润0.11亿元，同比下跌5.32%，环比增加7.88%。

**事件 2:** 公司1Q25归母净利润为0.82亿元，较2024年同期增长361.70%。

**点评: 2024年公司盈利短期承压。**2024年度公司总体销售毛利率为25.52%，较上年同期减少6.65pcts。2024年财务费用同比减少425.14%，主要因为汇率变动较大，公司实现汇兑收益；销售费用同比增加37.35%，主要是对应的职工薪酬有所增加，以及随着业务收入规模增加，公司增加了产品认证检测费用所致；管理费用同比上升34.78%主要是管理人员规模薪酬增加且新场地投入运行，其资产折旧与摊销费用有所增加；研发费用同比增加0.94%。2024年公司净利率为6.90%，较上年同期降低5.71pcts。我们认为，2024年公司营收整体维持增长，但净利润较上年同期有所下跌，主要系产品价格竞争日趋激烈，利润空间进一步缩小导致。

**公司 2024 年经营活动产生的现金流同比下降。**2024 年公司经营活动产生的现金流量净额为 0.31 亿元，同比减少 58.75%，主要由于产品成本上涨及生产规模扩大造成的采购支出上升。投资性活动产生的现金流量净额为 -2.84 亿元，同比下跌 433.73%，主要是处置交易性金融资产、交易性金融负债收回投资以及产生的投资收益所致。筹资活动产生的现金流量净额为 1.33 亿元，同比增加 700.33%，主要因为增加银行借款远大于归还银行借款。期末现金及现金等价物余额为 2.01 亿元，同比下降 33.97%。应收账款 2.39 亿元，同比增加 29.97%，应收账款周转率上升，从 2023 年的 3.34 次变为 3.75 次。存货周转率上升，从 2023 年同期的 0.99 次变为 1.30 次。

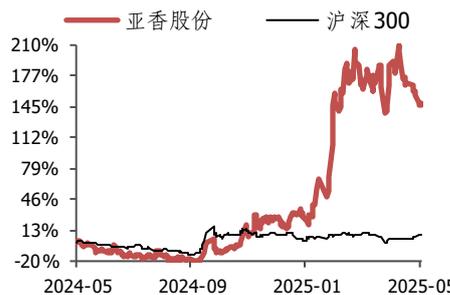
公司是国内中高端香料主要生产企业之一，品牌和客户资源积累深厚。公司主要产品可分为天然香料、合成香料、凉味剂等，经过多年的发展已成为国内中高端香料主要生产企业之一。多项产品如丁香酚香兰素、阿魏酸香兰素

## 买入 (维持评级)

## 股票信息

行业	基础化工
2025年5月15日收盘价 (元)	70.53
总市值 (百万元)	5,698.82
流通市值 (百万元)	3,322.67
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)	333.67

## 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

- 《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》2024-11-27

和 WS-23 等 WS 系列凉味剂产品在细分市场具有领先地位。

公司在香料品种及部分产品具备生产经营的规模优势。2024 年，公司目前能够生产各类香料近 310 多种，其中天然香料有 170 多种，能够满足下游应用领域中的较多品类需求。在香料品种和部分产品生产规模上的优势使公司能够满足香精厂商在香料质量一致性、批量供货及时性与稳定性，以及多品种集合采购等方面的需求，也能而增强盈利能力以及抵御风险的能力。

公司香料产品销售区域涵盖了我国及欧美、日本、东南亚等国家和地区，与行业的知名公司建立了长期稳定的合作关系。2024 年，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、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。

**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。截至 2024 年，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。

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。

**布局海外市场，应对政治风险。**2025 年 1 月，亚香股份及其全资子公司泰国亚香与欣欣向荣签署《合作框架协议》，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合成香兰素生产线，欣欣向荣为其合成香兰素生产线提供技术支持。其中，亚香股份出资 51 万元人民币，持股 51%，欣欣向荣出资 49 万元人民币，持股 49%。我们认为公司此次布局能够应对可能的地缘政治风险，进一步巩固和提升公司在全球香兰素市场的竞争地位。

**泰国生产基地满产运行，产能释放贡献业绩增长点。**2024 年，公司的泰国亚香一期项目正式投产，已实现满产运行。国内产能武穴格莱默“年产 432 吨香精、香料、食品添加剂系列产品项目”计划于 2025 年底前建设完成。2025 年美国对中国进口的香兰素实行反倾销税率，加征 186.15% 的关税，公司严格执行压降计划，调整香兰素产能。我们认为，公司泰国项目产能开始释放，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地位，提升盈利能力和市场竞争力，推动公司长期成长。

**投资建议：**预计公司 2025-2027 年实现营业收入分别为 14.06/17.62/20.07 亿元，实现归母净利润分别为 2.23/2.94/3.52 亿元，对应 EPS 分别为 2.75/3.63/4.36 元，当前股价对应的 PE 倍数分别为 26.5X、20.1X、16.8X。我们基于以下几个方面：1) 国内外香料香精市场稳步扩大，行业需求不断增长；2) 公司是国内中高端香料的领先企业之一，具备一定的规模优势，实现了十大国际香精香料公司的全覆盖，拥有优质、稳定的客户渠道和资源；3) 泰国生产基地项目一期正式建成并投产，国内新产能在建，有望加强公司规

模化优势，提升整体经济效益。我们看好香精香料行业发展及公司新增产能释放，给予“买入”评级。

**风险提示：**原材料价格波动风险；宏观经济波动风险；产品价格波动风险；汇率波动风险等。

## 财务报表和主要财务比率

## 资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	1127	1001	1964	1731	2685
现金	325	211	327	459	582
应收票据及应收账款	187	239	512	271	708
其他应收款	3	3	8	6	10
预付账款	3	13	16	21	21
存货	448	465	932	779	1138
其他流动资产	161	69	169	195	226
<b>非流动资产</b>	712	1104	1483	1662	1754
长期股权投资	18	19	18	17	16
固定资产	402	848	1208	1383	1475
无形资产	43	49	51	51	53
其他非流动资产	249	187	206	211	211
<b>资产总计</b>	1839	2105	3446	3393	4439
<b>流动负债</b>	239	375	1512	1203	1943
短期借款	125	214	369	741	614
应付票据及应付账款	88	122	1089	394	1267
其他流动负债	26	39	55	68	62
<b>非流动负债</b>	23	90	89	75	55
长期借款	20	85	84	70	51
其他非流动负债	3	5	5	5	5
<b>负债合计</b>	262	465	1602	1278	1999
少数股东权益	-1	11	9	6	3
股本	81	81	113	113	113
资本公积	949	947	915	915	915
留存收益	554	593	777	1006	1279
归属母公司股东权益	1579	1629	1836	2110	2437
<b>负债和股东权益</b>	1839	2105	3446	3393	4439

## 现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	76	31	510	96	519
净利润	79	55	221	291	349
折旧摊销	40	49	73	95	108
财务费用	-4	-21	2	3	-4
投资损失	-3	1	0	0	0
营运资金变动	-23	-74	212	-297	63
其他经营现金流	-14	21	3	3	3
<b>投资活动现金流</b>	85	-284	-551	-300	-230
资本支出	233	378	453	276	201
长期投资	312	112	1	1	1
其他投资现金流	6	-18	-99	-25	-30
<b>筹资活动现金流</b>	17	133	2	-36	-40
短期借款	56	90	154	372	-127
长期借款	20	65	-1	-14	-20
普通股增加	0	0	32	0	0
资本公积增加	5	-2	-32	0	0
其他筹资现金流	-65	-20	-151	-394	106
<b>现金净增加额</b>	181	-104	-39	-240	249

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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	630	797	1406	1762	2007
营业成本	427	593	908	1112	1246
营业税金及附加	5	8	11	14	17
销售费用	10	14	17	23	29
管理费用	70	95	148	191	223
研发费用	45	45	82	105	123
财务费用	-4	-21	2	3	-4
资产和信用减值损失	0	-6	-3	-4	-4
其他收益	5	2	4	5	4
公允价值变动收益	2	1	1	1	1
投资净收益	3	-1	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	87	58	239	316	374
营业外收入	0	0	2	2	1
营业外支出	1	2	1	1	1
<b>利润总额</b>	86	57	240	317	373
所得税	7	2	19	26	25
<b>净利润</b>	79	55	221	291	349
少数股东损益	-1	-1	-2	-3	-3
<b>归属母公司净利润</b>	80	56	223	294	352
EBITDA	129	108	325	437	509
EPS (元/股)	0.99	0.69	2.75	3.63	4.36

## 主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	-10.7	26.4	76.5	25.3	13.8
营业利润 (%)	-41.8	-32.9	310.9	32.4	18.1
归属母公司净利润 (%)	-39.2	-30.5	299.6	31.9	19.9
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	32.2	25.5	35.4	36.9	37.9
净利率 (%)	12.6	6.9	15.7	16.5	17.4
ROE (%)	5.0	3.4	12.0	13.8	14.3
ROIC (%)	4.8	3.0	10.0	10.6	12.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	14.2	22.1	46.5	37.6	45.0
净负债比率 (%)	-11.4	5.4	8.0	17.7	4.4
流动比率	4.7	2.7	1.3	1.4	1.4
速动比率	2.7	1.3	0.6	0.7	0.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	3.3	3.8	3.3	3.5	3.7
应付账款周转率	4.8	5.7	4.8	4.7	5.0
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.99	0.69	2.75	3.63	4.36
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.94	0.39	6.31	1.19	6.42
每股净资产 (最新摊薄)	19.54	20.16	22.72	26.11	30.16
<b>估值比率</b>					
P/E	73.7	106.1	26.5	20.1	16.8
P/B	3.7	3.6	3.2	2.8	2.4
EV/EBITDA	61.6	77.1	25.5	19.5	16.1

### 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