

中草香料 (920016)

新型凉味剂国内领先，募投产能垂直整合夯实优势

增持 (首次)

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	205.91	222.15	234.30	296.67	370.34
同比	8.72	7.89	5.47	26.62	24.83
归母净利润 (百万元)	41.04	36.63	20.75	29.97	40.76
同比	8.81	(10.75)	(43.34)	44.44	35.97
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.53	0.48	0.27	0.39	0.53
P/E (现价&最新摊薄)	37.88	42.44	74.90	51.86	38.14

投资要点

- **新型凉味剂 WS 系列细分龙头，受益于传统薄荷醇替代增量。**公司是国内 WS 系列凉味剂领军企业，深耕香精香料领域十余年，已构建覆盖 WS-23、WS-3、乳酸薄荷酯的新型凉味剂产品矩阵，核心产品纯度达 99.5% 以上，高于国家标准，凭借凉味持久、无刺激、耐高温等优势，规避传统薄荷醇苦味、易挥发等缺陷。公司下游应用场景多元，与德之馨、奇华顿、爱普股份等全球头部客户稳定合作。根据上海市食品添加剂和配料行业协会数据，公司 2021-2022 年 WS-23 国内市占率约 30%。未来随着无糖饮料、电子烟等新兴需求崛起，叠加 WS 系列对薄荷醇的替代加速，公司作为新型凉味剂 WS 系列细分龙头有望显著受益。
- **募投打造原材料自产优势，拓展日化香料拓展新增长曲线：**公司募投项目分两期推进，形成“原料自供 - 产能扩容 - 品类拓展”的完整增长路径。一期“年产 2600 吨凉味剂及香原料项目”已投产，年产腈类中间体 1170 吨（630 吨自用），实现核心原料自主可控，有效对冲外购价格波动风险，有望优化公司成本结构。二期项目聚焦产能扩张与品类延伸，新增酰胺类凉味剂 900 吨/年，巩固主业优势，同时布局醛类 120 吨/年、酯类 600 吨/年等日化香原料产能，有望打造在日化领域的第二增长曲线，打开长期成长天花板。
- **利润端因需求疲软承压，静待市场回暖与募投产能释放：**2025H1 公司利润端受行业需求疲软及市场竞争加剧影响有所承压，但长期增长逻辑未改。业务层面，公司募投一期项目正在稳步释放产能，有效缓解原料依赖瓶颈；二期项目已完成设备安装，我们预计新厂区 2026 年进入产能爬坡、2027 年全面放量。随着下游食品饮料、日化行业需求回暖，叠加薄荷醇替代红利持续释放，募投项目带来的规模效应与产品结构优化将逐步显现，公司业绩有望迎来修复。
- **盈利预测与投资评级：**预计公司 2025~2027 归母净利润为 0.21/0.30/0.41 亿元，对应最新 PE 为 75/52/38 倍。考虑公司下游覆盖日化、食品、医药、电子烟等多赛道，尤其是凉味剂在新型烟草（电子烟）、口腔护理等领域的需求正快速增长，公司作为北交所唯一的消费香料个股，具备长期投资价值，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**募投项目效益不及预期；环保风险；市场竞争加剧；国内电子烟政策调整风险。

2026 年 02 月 13 日

证券分析师 朱洁羽

执业证书：S0600520090004

zhujieyu@dwzq.com.cn

证券分析师 余慧勇

执业证书：S0600524080003

yuhy@dwzq.com.cn

证券分析师 易申申

执业证书：S0600522100003

yishsh@dwzq.com.cn

研究助理 武阿兰

执业证书：S0600124070018

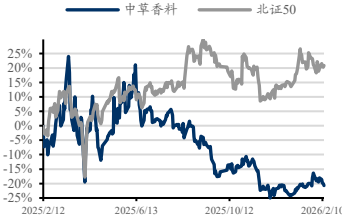
wual@dwzq.com.cn

研究助理 陈哲晓

执业证书：S0600124080015

sh_chenzhx@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	20.19
一年最低/最高价	19.03/33.30
市净率(倍)	4.09
流通 A 股市值(百万元)	751.69
总市值(百万元)	1,554.27

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.94
资产负债率(% ,LF)	40.38
总股本(百万股)	76.98
流通 A 股(百万股)	37.23

相关研究

内容目录

1. 新型凉味剂 WS 系列细分龙头，受益于传统薄荷醇替代增量4

1.1. 凉味剂由简单“增凉”转向系统感官设计，应用场景持续丰富4

1.2. 全球薄荷醇消耗量约 4 万吨/年，新型凉味剂市场增速较快5

1.3. 公司核心业务聚焦香料香精领域，凉味剂细分赛道国内领先6

2. 募投打造原材料自产优势，拓展日化香料拓展新增长曲线9

2.1. 关键中间体实现自供，垂直整合构筑成本与供应链护城河9

2.2. 产能扩张与品类拓展并举，日化香料打造第二成长曲线9

3. 利润端因需求疲软承压，静待市场回暖与募投产能释放 11

3.1. 专注香精香料研产销，深耕凉味剂细分领域 11

3.2. 营收端持续扩容，2024 年以来受行业竞争加剧承压下滑 13

4. 盈利预测与投资建议 15

5. 风险提示 17

图表目录

图 1: 天然凉味剂与合成凉味剂的特性对比.....4

图 2: WS 系列新型凉味剂特点及用途.....5

图 3: 中国薄荷醇进出口金额及数量（年度）.....6

图 4: 中国薄荷醇进出口平均单价（月度）.....6

图 5: 中草药香料业务布局图.....7

图 6: 中草药香料研发费用及研发费用率.....8

图 7: 中草药香料主要客户简介.....9

图 8: 2020-2024 年中草药香料客户集中度.....9

图 9: 中草药香料发展历程.....11

图 10: 中草药香料股权结构图（截至 2026 年 2 月 8 日）.....12

图 11: 2020-2025 Q1-3 公司营业收入及同比增速.....13

图 12: 2020-2025 Q1-3 公司归母净利润及同比增速.....13

图 13: 2020-2025 H1 公司各类业务营业收入占比.....14

图 14: 2020-2025 H1 公司各项业务毛利率.....14

图 15: 2020-2025 Q1-3 公司销售毛利率与销售净利率.....14

图 16: 2020-2025 Q1-3 公司期间费用率情况.....14

图 17: 分业务盈利预测.....16

图 18: 可比公司估值（截至 2026 年 2 月 12 日）.....17

表 1: 中草药香料核心技术特点及先进性表征情况.....7

表 2: 中草药香料产能布局及释放节奏明细.....10

表 3: 公司管理层行业经验丰富.....12

1. 新型凉味剂 WS 系列细分龙头，受益于传统薄荷醇替代增量

1.1. 凉味剂由简单“增凉”转向系统感官设计，应用场景持续丰富

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。凉味剂能赋予人清凉、新鲜等感受，起到提神、醒脑的作用，包括天然凉味剂和合成凉味剂。天然凉味剂如薄荷醇、薄荷酮、乙酸甲酯和薄荷油用于造成清爽、新鲜等感觉，并提供薄荷香气，广泛用于沐浴乳、香波等日用产品中。但随着市场对凉味制品要求不断提高，传统凉味剂的不足和缺点也暴露出来，主要表现在：(1)不耐高温、易挥发，在一些需要经过高温处理的食品、香烟等使用场景中受到限制；(2)在人的皮肤和口腔中凉味持续时间短，凉味瞬时作用强烈，并带有苦味，也影响了其在食品(如口香糖)和个人护理用品的使用效果。为了克服上述缺点，从二十世纪 60 年代开始，行业开始对传统凉味剂进行改造或者寻求它们的替代物，以适应不同场合的使用要求，由此许多新型凉味剂被合成出来。

图1：天然凉味剂与合成凉味剂的特性对比

分类	类别	特性
天然凉味剂	薄荷醇、薄荷酮、乙酸甲酯和薄荷油等	安全性高：天然提取物适合食品、药品和化妆品使用，如薄荷脑被FDA认定为安全成分（GRAS）
		气味自然、无化学异味：薄荷、樟脑等天然成分带有清新香气，而合成凉味剂（如WS-3）可能缺乏自然香味
		可持续环保：天然凉味剂来自可再生植物资源，生产过程污染较小，符合绿色化学趋势
		多功能性：除凉感外，部分天然成分还具有抗菌、镇痛、提神等作用，如薄荷脑可用于缓解头痛和肌肉疼痛
合成凉味剂	WS系列、薄荷醇衍生物	高强度凉感：如WS-23微量即可产生强烈冰凉感。WS-5、WS-12等能提供更持久的凉感，不易挥发，适合长效产品（如电子烟、防晒霜）
		耐高温、耐储存：合成凉味剂（如WS-3）在高温下仍能保持稳定，适用于热加工食品或高温环境下的护肤品
		可定制，适用性更广：通过化学修饰，可调整凉味剂的溶解性（如WS-10水溶性好）、挥发性（如低挥发性WS-27）或刺激性（如温和型乳酸薄荷酯）。许多合成凉味剂（如WS-23）几乎无味，不会影响产品原有香气，适合需要纯净凉感的应用（如无色牙膏、电子烟油）
		原料易得，合成工艺成熟：天然凉感剂（如薄荷油）受种植环境影响，成分可能波动，而合成凉味剂纯度高、质量稳定，可通过标准化化工生产

数据来源：武汉时间科技有限公司,东吴证券研究所

饮食与日化是凉味剂的主要应用领域。食品领域对凉味剂的需求不仅包含传统口香糖、糖果、冰淇淋等场景，近年来随着消费升级，凉味剂在气泡水、能量饮料、无糖茶饮及酒精饮料中的应用也快速渗透，其作用从提供基础清凉感向提升风味层次、掩盖代糖后味、创造新颖口感体验拓展，成为现代饮品研发中不可或缺的感官调节组分。在个人护理及日化领域，凉味剂广泛应用于牙膏、漱口水、洗发水、沐浴露、护肤品及男士理容产品中，尤其是在高端口腔护理与“清凉型”洗护品类中，凉味剂能强化洁净、醒肤、控油等产品特性推动差异化竞争。在医药领域，凉味剂常用于喉糖、外用镇痛膏、退热贴及滴眼液等产品，利用其清凉感转移不适注意力、增强产品功效感知。此外，在烟草（特别是电子烟）、宠物用品、纺织涂层等新兴或细分领域，凉味剂的应用亦逐步拓展中。

凉味剂的性能差异核心体现在凉感强度、持久性、香气特征、安全性及成本等维度，下游应用场景的选择高度依赖性能匹配度。具体而言，WS-23 与 WS-12 因其低浓度高效且不影响风味，在食品饮料领域更受欢迎；在日化产品领域，WS-12 因无辛辣感，常用于唇部护理；WS-23 则用于乳液及凝胶类护肤品，此外 WS-23 凭借高温稳定性和无味特性，是雾化液冷却剂的首选。在医药领域，薄荷醇仍用于部分传统药物，但合成凉味剂逐步替代以降低副作用。在电子烟领域，以 WS-23 为代表的凉味剂几乎成为标配，为用户提供清爽击喉感的同时，不干扰烟弹本身的风味层次。随着消费市场对感官体验需求日益精细化，凉味剂的应用已从早期简单的“增凉”转向系统性感官设计，包括凉感曲线的定制、微胶囊缓释技术的结合以及复合凉感方案开发。

图2：WS 系列新型凉味剂特点及用途

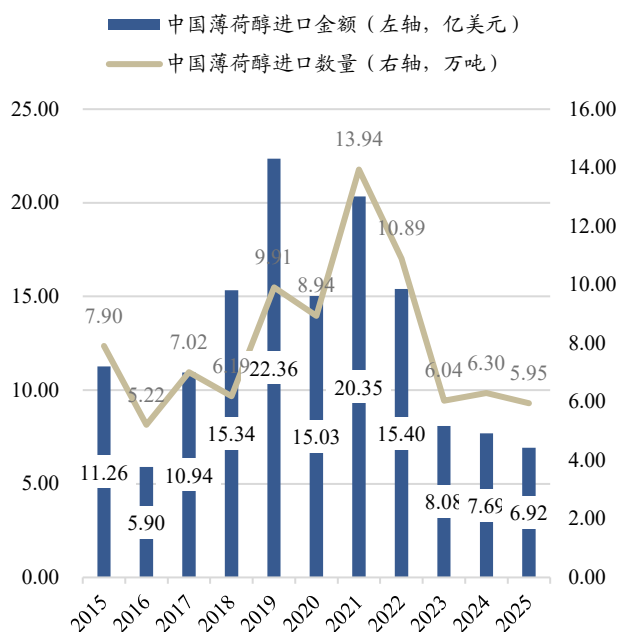
类型	应用简述
凉味剂 WS-1	几乎不溶于水，溶于酒精或油脂。可应用于日化产品、食品、医药以及香烟等诸多领域。
凉味剂 WS-2	具有极强的凉味，清凉效果持续时间长。可应用于日化产品、食品、医药以及香烟等诸多领域。
凉味剂 WS-3	水溶性 < 0.1%，薄荷香味，强烈的凉感。可应用于日化产品、食品、医药以及香烟等诸多领域。
凉味剂 WS-5	轻微的薄荷味道，可应用于日化产品、食品、医药以及香烟等诸多领域。
凉味剂 WS-10	微弱的近乎无的清凉香气，可应用于日化产品、食品、医药以及香烟等诸多领域。
凉味剂 WS-12	有薄荷样凉味，可用于口腔护理凉味增强剂，口香糖及儿童糖中作凉味剂。还可用作皮肤和唇膏的凉爽剂。
凉味剂 WS-23	具有极强的凉味，清凉效果持续时间长。可应用于日化产品、食品、医药以及香烟等诸多领域。
凉味剂 WS-27	几乎无气味，很强的薄荷型凉味。可应用于日化产品、食品、医药以及香烟等诸多领域。

数据来源：武汉时间科技有限公司,东吴证券研究所

1.2. 全球薄荷醇消耗量约 4 万吨/年，新型凉味剂市场增速较快

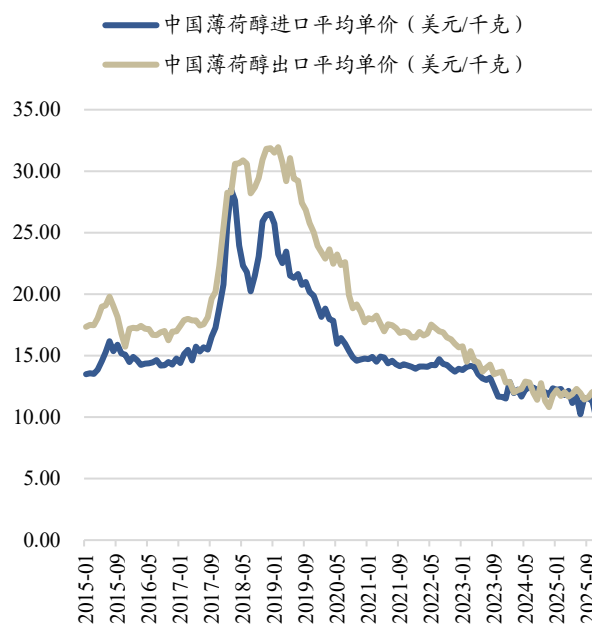
薄荷醇是使用范围最广的传统凉味剂，根据公司招股书数据，全球薄荷醇消耗量每年约 4 万吨。QYResearch 调研显示，2024 年全球薄荷醇市场规模约为 8.18 亿美元，其中天然型薄荷醇应用最为广泛，占比约 71.2%。QYResearch 预计 2031 年全球薄荷醇市场规模将达到 12.30 亿美元，2025-2031 期间年复合增长率（CAGR）为 6.1%。

图3: 中国薄荷醇进出口金额及数量(年度)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 中国薄荷醇进出口平均单价(月度)



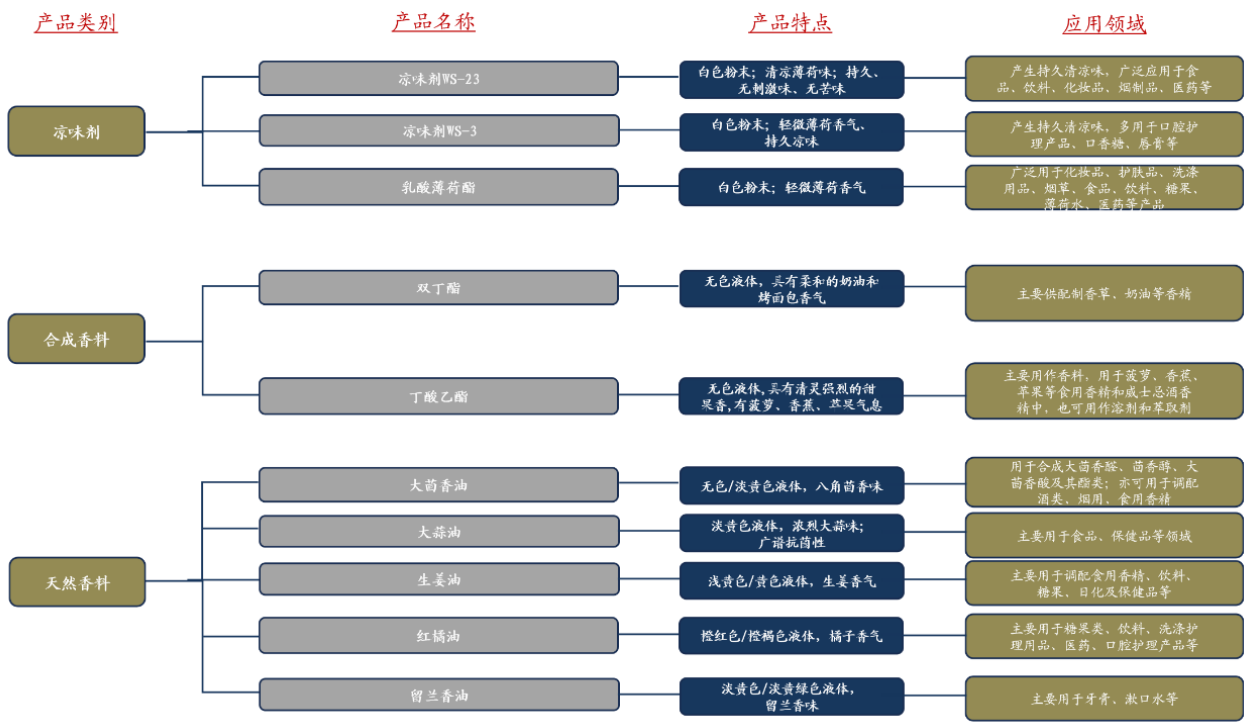
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

WS 新型凉味剂凭借特性优势有取代薄荷醇作为凉味剂使用的趋势，使用范围持续拓展至食品、酒类、饮料、日化、烟草等场景。根据公司招股书数据，2019 年 WS-23 产品全球需求量约为 350 吨，2021 年 WS-23 凉味剂国内需求量约为 1,115 吨，2022 年 WS-23 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。上海市食品添加剂和配料行业协会的数据显示，未来 WS 系列凉剂产品有望部分取代薄荷醇市场份额，2027 年 WS 系列凉味剂产品用量有望达到 8,000 吨，市场空间较为广阔。根据 HengCe（恒策咨询）的统计及预测，2024 年全球 WS 系列凉味剂市场销售额达到 1.41 亿美元，预计 2031 年将达到 2.12 亿美元。

1.3. 公司核心业务聚焦香料香精领域，凉味剂细分赛道国内领先

核心业务聚焦香料香精领域，凉味剂细分赛道国内领先。中草药香料主营业务聚焦凉味剂、合成香料、天然香料的研发、生产与销售，其中凉味剂产品主要包括 WS-23、WS-3、乳酸薄荷酯等；合成香料主要包括双丁酯、丁酸乙酯等；天然香料主要包括留兰香油、大蒜油、生姜油、红橘油等，公司产品广泛应用于食品饮料、日化、烟草、医药等多下游领域。其中，凉味剂为公司核心优势品类，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约 30%。

图5： 中草药香料业务布局图



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

自研技术构筑竞争壁垒，产学研融合深化研发深度。自设立以来，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，尤其在凉味剂系列等方面的深入研发。经过多年研发积累，公司已掌握新型凉味剂 WS-23 生产技术、WS 系列中间体生产技术、副产物中低含量凉味剂提取技术等核心技术。公司技术的先进性主要体现在提高产品质量（纯度）、节能降耗、成本控制等方面。产品纯度等理化指标方面，公司产品高于国家标准。

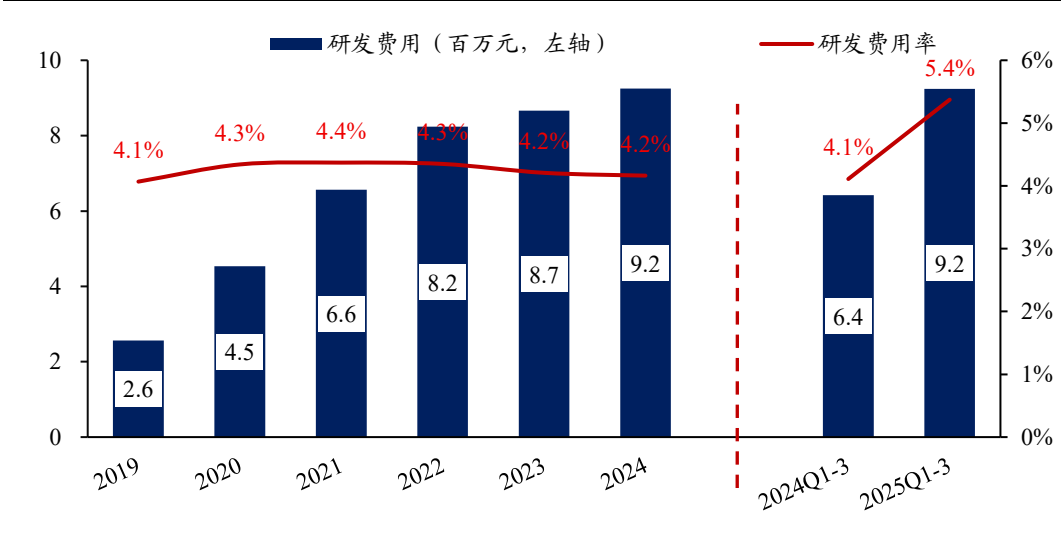
表1： 中草药香料核心技术特点及先进性表征情况

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 (截至 2024 年 8 月 31 日)
新型凉味剂 WS-23 生产技术	通过特殊滴加工工艺操作合成 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
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	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；可以不断的连续性体系反应，减少废液排放，环保经济；
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	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	纯度与一般成品相同，已取得下游	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，降低单位生产成本。

	中凉味剂产品含量较高，本技术采用重结晶技术提取副产物中的凉味剂产品	术	客户认可
戊二酸单-1-薄荷酯高效催化技术	戊二酸单-1-薄荷酯生产过程中容易产生戊二酸双-1-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，使反应向产生活性戊二酸单-1-薄荷酯进行，阻碍戊二酸双-1-薄荷酯的合成	通过阻碍戊二酸双-1-薄荷酯的合成，提高原料利用率	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。

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

图6： 中草香料研发费用及研发费用率



数据来源：Wind,东吴证券研究所

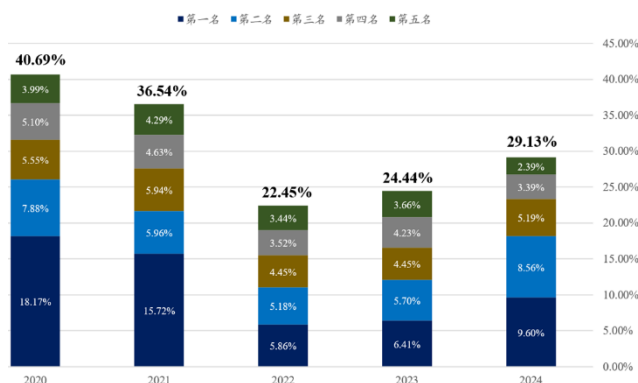
积累优质稳定的客户资源，客户集中度保持合理区间。经过十余年技术积累和市场开拓，公司已积累了优质、稳定的客户渠道和资源，与德之馨、奇华顿、高砂等全球前十大香精香料公司建立稳定的合作关系。优质客户资源增强公司竞争优势：一方面，龙头客户的品牌背书大幅提升公司行业声誉，为新市场开拓和新客户获取奠定基础；另一方面，通过深度参与客户需求对接，公司能够快速捕捉行业前沿趋势，针对性开展产品研发与工艺优化，形成“需求反馈 - 技术迭代 - 产品落地”的良性循环，进一步强化客户粘性。2024 年公司前五大客户合计销售占比 29.13%，未形成单一客户依赖，客户结构健康稳健。

图7：中草药香料主要客户简介

分类	客户名称	国别	业务简介
终端客户	爱普股份	中国	成立于 1995 年，主营香精、香料和食品配料的研发、制造和销售及食品配料贸易，产品涵盖食用香精、日化香精、香料及食品添加剂，应用于乳品、冰品、饮料等多个领域。
	德之馨	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，服务于香水、化妆品、食品饮料、医药等领域客户。
	奇华顿	瑞士	成立于 1768 年，全球日用及食用香精领域领先，业务覆盖风味与健康、香氛与美容，提供香精香料研发、生产与销售，服务全球 40 多个国家客户。
	口味王	中国	大型槟榔食品加工企业，集采购、加工、生产、销售、科研于一体，主营“口味王”“和成天下”等系列产品，产品畅销全国 30 多个省市。
	振丰药业	中国	薄荷产品加工制造商，专注天然、合成香料及医药中间体的研发、生产及销售，产品包括薄荷脑、薄荷素油、凉味剂等，涉及食品添加剂、药品生产等领域。
贸易商客户	上海世杰生物	中国	从事生物科技领域内技术开发、咨询、服务与转让，食品流通，食品添加剂、化工原料及产品销售，货物及技术进出口业务。
	上海巨隆香料	中国	综合性进出口企业，是德国德之馨香料中国地区经销商，主营薄荷脑、薄荷素油、香精香料等进出口及国内贸易，服务食品、日化等领域。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：2020-2024 年中草香料客户集中度



数据来源：Wind,东吴证券研究所

2. 募投打造原材料自产优势，拓展日化香料拓展新增长曲线

2.1. 关键中间体实现自供，垂直整合构筑成本与供应链护城河

募投实现核心原材料腈类自产,提升全产业链规模化生产能力。公司募投“年产 2600 吨凉味剂及香原料项目一期”拟建设腈类（2,2-二异丙基丙腈、2,2-二异丙基丁腈）产能 1170 吨/年，其中 630 吨为自用。作为公司凉味剂产品的主要原材料，腈类产能将帮助公司有效突破原料瓶颈，更好地保障生产节奏与产品品质一致性，提升公司全产业链规模化生产能力；同时降低外购成本，平滑原材料价格波动对利润的影响，在市场竞争加剧的背景下增强成本控制能力。2024 年 10 月，腈类产能已正式进入试生产阶段。

2.2. 产能扩张与品类拓展并举，日化香料打造第二成长曲线

募投二期项目大幅扩充凉味剂及多种香原料产能，奠定规模增长基础。项目二期产品包括醇类产品(190t/a)、酯类产品(50t/a)、酮类产品(100t/a)、醛类产品(100t/a)、盐类产品(150t/a)。项目二期生产设备已全部完成安装、调试，全面投产后，公司凉味剂总产能将实现跨越式增长，有力支撑其把握凉味剂市场需求增长及替代传统薄荷醇的战略机遇。新厂区自动化程度高，我们预计该厂区将于 2026 年进入产能爬坡阶段，2027 年实现放量，成为公司未来业绩增长的核心驱动。

品类拓展至日化香料领域，构建多元化产品矩阵以打开成长天花板。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。本项目的建设，有利于优化产品结构，分散经营风险，提高生产效率，更有望打造继凉味剂之后的第二条增长曲线，提升整体抗周期能力和长期成长潜力。

表2： 中草香料产能布局及释放节奏明细

项目类型	产品类别	规划产能 (t/a)	核心用途	产能释放节奏
旧产能	凉味剂	730	糖果、牙膏、电子烟等现有下游场景	持续稳定供应 (老厂产能可灵活切换)
	合成香料	650	食品、日化基础香原料	
	天然香料	50	高端香氛、化妆品配套	
募投一期项目	腈类（2,2 - 二异丙基丙腈等）	1170	630 吨自用保障凉味剂原料供应； 剩余对外销售	已完成投产， 产能稳定释放
	酰胺类（WS 系列凉味剂）	900	巩固凉味剂主业，承接薄荷醇替代需求	
募投二期项目	醛类	120	日化香精核心原料，拓展个人护理、美妆领域	设备已安装， 2026 年产能爬坡、2027 年放量
	酯类	600	日化香精核心原料，拓展家居清洁、护肤领域	
	其他类	590	配套香原料，补充食品/日化场景	

数据来源： 公司招股说明书，公司公告，东吴证券研究所

3. 利润端因需求疲软承压，静待市场回暖与募投产能释放

3.1. 专注香精香料研产销，深耕凉味剂细分领域

专注香精香料研产销、深耕凉味剂细分领域，技术驱动打造专精特新企业。中草香料（证券代码：920016.BJ）成立于2009年，是一家专注香精香料的研发、生产和销售的高新技术企业。自成立以来，公司坚持自主研发与技术创新，围绕提高生产效率、优化产品质量、丰富产品结构、降低生产成本，持续在香精香料领域加大研发投入，尤其在凉味剂系列等产品上形成了深入的技术积累，已成为国内凉味剂产品主要生产企业之一，在销售市场处于领先地位。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，并曾获“省农业产业化龙头企业”、“安徽十佳优秀品牌企业”等荣誉。2024年9月13日，公司正式登陆北交所。

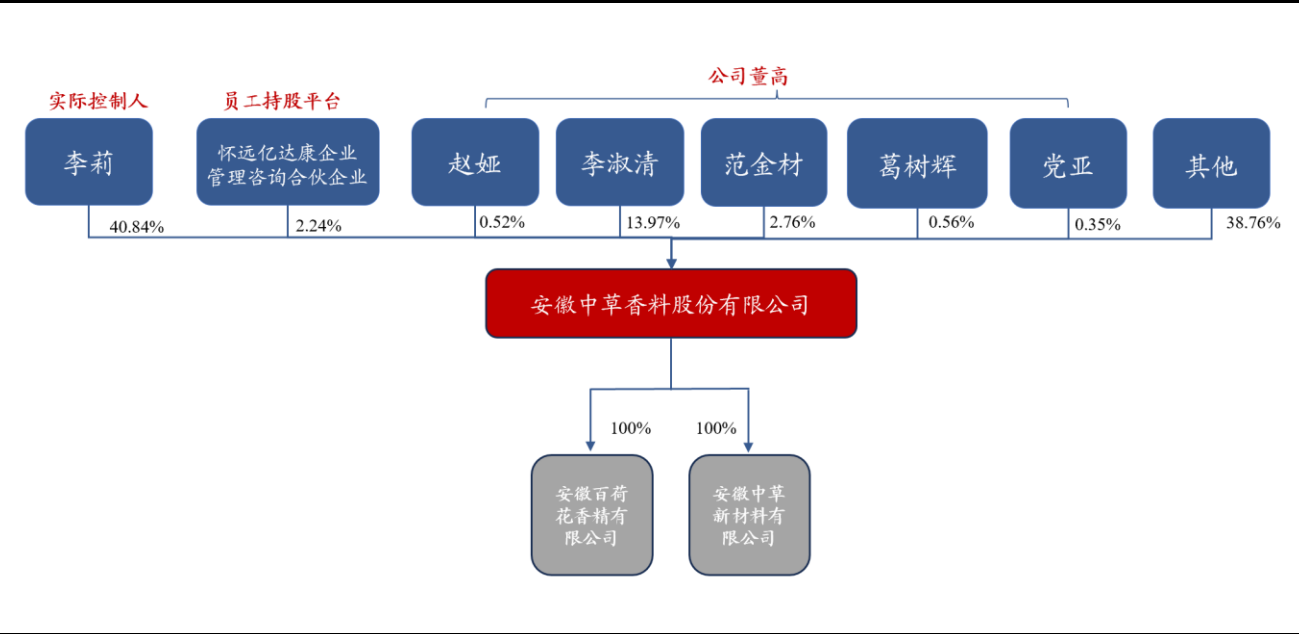
图9：中草香料发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

股权结构较为集中，董事长实际控制 41.24%。董事长李莉女士直接持有公司股份 31,438,274 股，占总股本的 40.84%；同时，李莉女士通过亿达康间接持有公司 0.40% 的股份，且担任公司董事长、总经理。由此，李莉女士为公司控股股东、实际控制人。公司下设两家全资子公司，其中安徽百荷花香精有限公司主要负责公司部分香精香料的生产；安徽中草新材料有限公司负责生产凉味剂及香原料等。

图10： 中草香料股权结构图（截至 2026 年 2 月 8 日）



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

管理层深耕行业多年，核心团队稳定。公司董事长、总经理李莉女士为高级工程师，拥有食品科技与香料企业的多年管理经验；董事兼副总经理李淑清女士为高级工程师、高级经济师，具备跨行业管理背景；其他核心管理人员亦在公司生产、采购等关键岗位拥有长期任职经历。公司管理团队对香精香料行业的研发、工艺、生产与市场均有深刻理解，且近年来保持稳定，有利于公司持续响应政策与市场需求。

表3： 公司管理层行业经验丰富

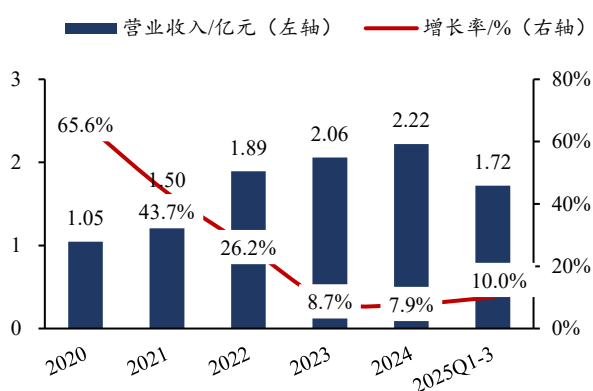
姓名	职务	主要经历
李莉	董事长,董事， 总经理	高级工程师。曾任上海仙奇食品科技有限公司执行董事兼总经理，安徽中草有限公司执行董事兼总经理，安徽中草香料股份有限公司董事长兼总经理，安徽百荷花香精有限公司总经理等职务
李淑清	董事、 副总经理	高级工程师、高级经济师。曾任黑龙江省农垦建筑总公司经济承包部科员、负责人；哈尔滨实发房地产开发公司副总经理、总经理，黑龙江俊博房地产开发公司部门经理；2003 年 12 月至今，安徽中草香料股份有限公司董事兼副总经理等职务
范金材	董事、 副总经理	高级工程师， 2009 年 3 月至 2016 年 5 月，任中草有限采购负责人；2016 年 5 月至今，任中草香料董事、副总经理。
葛树辉	董事	工程师。曾任安徽丰原生物技术股份有限公司（更名后）班长、工段长、车间主任，中粮生物科技股份有限公司生产管理部技术员、调度员、车间主任，安徽中草香料有限公司生产部经理，安徽中草香料股份有限公司监事会主席、生产部经理等职务

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

3.2. 营收端持续扩容，2024 年以来受行业竞争加剧承压下滑

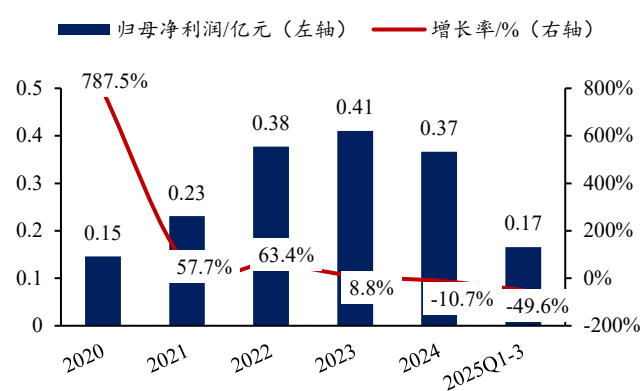
营收端持续扩容，2024-2025 年净利润受行业竞争加剧承压下滑。2020-2024 年，公司实现营业收入 1.05/1.50/1.89/2.06/2.22 亿元，年均复合增速达 20.58%；实现归母净利润 0.15 /0.23 /0.38 /0.41/0.37 亿元，年均复合增速达 25.29%；实现扣非后归母净利润 0.12/0.24/0.34/0.38/0.23 亿元，年均复合增速为 17.66%。2025 年前三季度，公司实现营业收入 1.72 亿元，同比增加 10.0%；实现归母净利润 0.17 亿元，同比下降 49.6%。2020-2023 年公司营业收入与归母净利润实现快速增长，驱动因素为核心产品市场需求释放与销售渠道拓展；2024 年以来增速逐步放缓，主要是因为行业竞争加剧导致产品价格承压，叠加子公司中草新材料建设及试生产期间运营成本较高所致。

图11：2020-2025 Q1-3 公司营业收入及同比增速



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

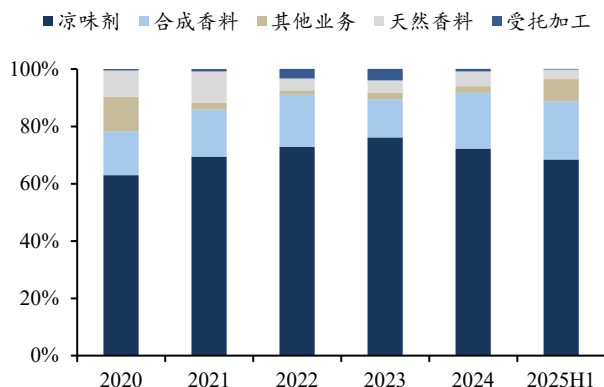
图12：2020-2025 Q1-3 公司归母净利润及同比增速



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

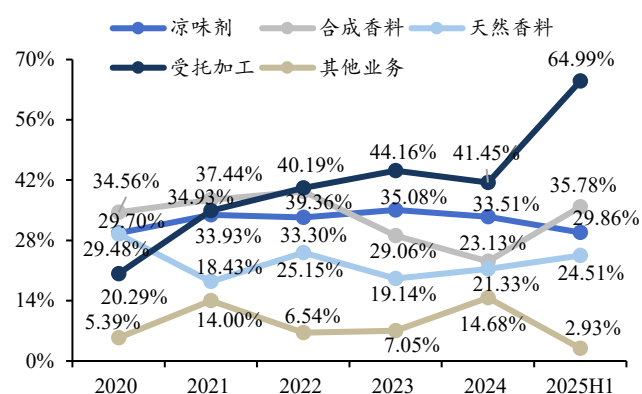
凉味剂为核心主业，占比七成，合成香料增长势能凸显。凉味剂为公司主要营收来源，凉味剂营收由 2020 年的 0.66 亿元增至 2024 年的 1.61 亿元，年均复合增长率达 24.90%，收入占比维持在七成左右，是公司业绩基本盘。合成香料成为增长亮点，营收占比由 2020 年的 15.26%升至 2025H1 的 20.29%，主要系公司积极开拓市场，部分合成香料产品较 2024 年同期销售有所增长以及子公司中草新材料合成香料对外销售所致；天然香料与受托加工业务占比小幅波动，整体形成“一主多辅”的业务格局。从盈利端看，合成香料毛利率由 2024 年的 23.13%提升至 2025H1 的 35.78%，天然香料毛利率由 2024 年的 21.33%提升至 2025H1 的 24.51%。

图13: 2020-2025 H1 公司各类业务营业收入占比



数据来源: iFinD, 东吴证券研究所

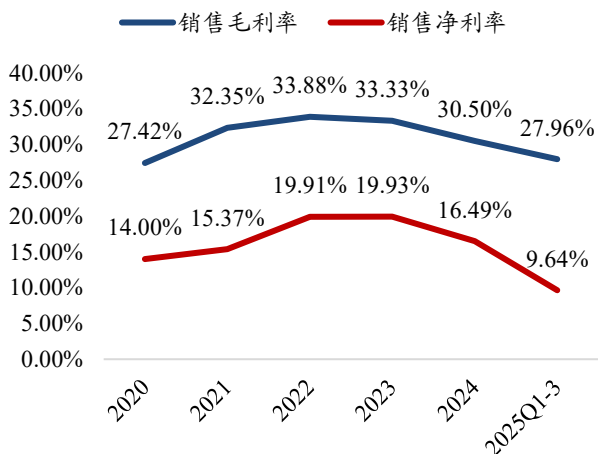
图14: 2020-2025 H1 公司各项业务毛利率



数据来源: iFinD, 东吴证券研究所

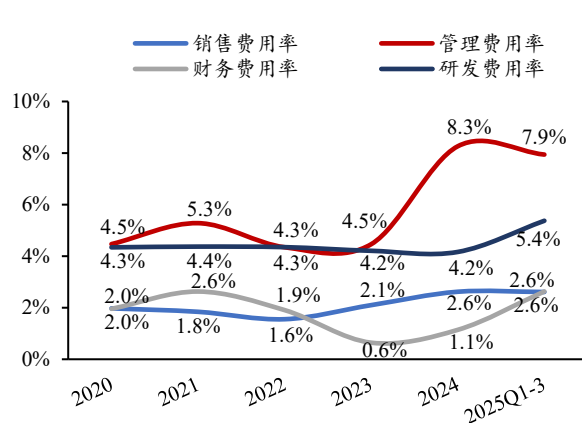
2024年以来受行业需求阶段性疲软影响，公司利润率水平有所下滑。2020-2023年随生产管理精细化与规模效应释放，公司销售毛利率与销售净利率呈现稳中有升态势，2024-2025Q1-3受行业需求阶段性疲软及市场竞争加剧影响，公司利润率有所回落。从期间费用率来看，2025Q1-3公司销售/管理/财务/研发费用率分别为2.6%/7.9%/2.6%/5.4%。2024年以来公司管理费用率明显提高主要系报告期内子公司中草药新材料在建设及试生产期间人工、折旧等各项支出增多所致。

图15: 2020-2025 Q1-3 公司销售毛利率与销售净利率



数据来源: iFinD, 东吴证券研究所

图16: 2020-2025 Q1-3 公司期间费用率情况



数据来源: iFinD, 东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

我们将公司收入拆分为凉味剂、合成香料、天然香料、受托加工和其他业务。

1) 凉味剂: 公司新型凉味剂系列产品具备高效的、特殊的凉味效果,已掌握新型凉味剂 WS-23 生产技术、WS 系列中间体生产技术、副产物中低含量凉味剂提取技术等核心技术,并广泛应用于酒类、饮料、食品、日化用品、香烟等产品中。根据上海市食品添加剂和配料行业协会开具的证明,公司生产的 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%,已成为该类主要产品生产企业之一。考虑 2024 年以来行业需求相对疲软、市场竞争加剧,2025 年公司凉味剂业务营收和毛利率有所下滑;伴随市场复苏、公司积极拓展新需求以及新建产能稳步释放,2026-2027 年迎来业绩修复增长,规模效应带来成本优化,毛利率有望回升。预计 2025~2027 年公司凉味剂业务实现营收 1.59/2.03/2.56 亿元,毛利率分别为 27.10%/28.00%/28.40%。

2) 合成香料: 公司合成香料主要包括双丁酯、丁酸乙酯等,可为客户提供从配方研发到规模化生产的全链条服务,尤其在酯类、醛类香料的定制化合成上经验丰富,能快速响应头部香精企业的新品开发需求。考虑 2024 年以来行业需求相对疲软、市场竞争加剧,2025 年公司合成香料毛利率有所下滑。2026-2027 年伴随公司积极开拓市场,规模效应带来成本优化,毛利率有望稳步回升。预计 2025~2027 年公司合成香料业务实现营收 0.59/0.77/0.96 亿元,毛利率分别为 21.64%/23.10%/24.50%。

3) 天然香料: 公司天然香料主要包括留兰香油、大蒜油、生姜油、红橘油等,公司产品“天然、绿色、健康”属性契合当下消费者对无添加、天然成分的偏好,在化妆品、功能性食品领域具备差异化竞争力。考虑 2024 年以来行业需求相对疲软、市场竞争加剧,2025 年公司天然香料营收及毛利率有所下滑,伴随市场开拓带来订单增长,业务规模效应带来成本优化,2026-2027 年毛利率有望提升。预计 2025~2027 年公司天然香料业务实现营收 0.08/0.11/0.14 亿元,毛利率分别为 19.80%/21.00%/22.00%。

4) 受托加工: 伴随公司在市场上建立自有品牌,逐步减少了代加工业务的承接,2025 年公司代加工业务营收同比下降,伴随 2026 年与 2027 年市场需求筑底回升,考虑该业务在公司定位中仅为辅助,我们预计该业务营收与毛利率稳中小升,预计 2025~2027 年公司受托加工业务实现营收 47/89/111 万元,毛利率分别为 50.00%/65.00%/65.00%。

图17: 分业务盈利预测

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入/百万元	189.39	205.91	222.15	234.30	296.67	370.34
营收增速/%	26.16%	8.72%	7.89%	5.47%	26.62%	24.83%
毛利率/%	33.88%	33.33%	30.50%	24.78%	26.23%	27.04%
其中: 凉味剂						
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入/百万元	137.87	156.76	160.55	159.32	203.22	255.53
营收增速/%	32.30%	13.70%	2.42%	-0.76%	27.55%	25.74%
毛利率/%	33.30%	35.08%	33.51%	27.10%	28.00%	28.40%
其中: 合成香料						
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入/百万元	34.49	27.51	43.24	58.81	77.13	96.29
营收增速/%	39.54%	-20.25%	57.20%	36.01%	31.16%	24.83%
毛利率/%	39.36%	29.06%	23.13%	21.64%	23.10%	24.50%
其中: 天然香料						
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入/百万元	7.94	8.97	11.33	8.20	10.98	14.07
营收增速/%	-51.73%	13.01%	26.33%	-27.65%	33.86%	28.21%
毛利率/%	25.15%	19.14%	21.33%	19.80%	21.00%	22.00%
其中: 受托加工						
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入/百万元	6.21	8.21	1.90	0.47	0.89	1.11
营收增速/%	397.35%	32.32%	-76.87%	-75.33%	89.93%	24.83%
毛利率/%	40.19%	44.16%	41.45%	50.00%	65.00%	65.00%
其中: 其他						
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入/百万元	2.89	4.46	5.13	7.50	4.45	3.33
营收增速/%	-17.57%	54.10%	15.13%	46.04%	-40.65%	-25.10%
毛利率/%	6.54%	7.05%	14.68%	4.00%	5.00%	5.00%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

综上, 我们预计公司 2025~2027 分别实现营业收入 2.34/2.97/3.70 亿元, 同比增速为 +5.47%/+26.62%/+24.83%; 实现归母净利润 0.21/0.30/0.41 亿元, 同比增速为 -43.34%/+44.44%/+35.97%; 毛利率水平分别为 24.78%/26.23%/27.04%。

我们选取亚香股份、兄弟科技、芭薇股份、科思股份为可比公司。其中, 1) 亚香股份是国内中高端香料主要生产企业之一, 成功开发天然香料、合成香料和凉味剂三大系列共计逾 300 种产品, 是国际香精香料行业重要的天然香料产品供应商, 与中草药香料主营业务具有较强可比性。2) 兄弟科技专注医药食品及特种化学品领域, 其中医药食品主要包括维生素、香精香料、医药等相关产品, 近几年公司加大在香精香料与医药领域的投资力度, 随着项目的陆续建成与投产, 力争成为香精香料与医药领域知名的新兴企业。3) 芭薇股份主营业务为化妆品的研发、生产、销售及检测, 产品种类丰富, 涵盖护肤、面膜、洗护、彩妆等类别, 拥有化妆品独立检测资质, 工艺及技术储备领先; 科思股份主要从事个人护理品原料的研发、生产和销售, 深耕化妆品活性成分与合成香料等

领域，是国内少数通过美国 FDA 审核和欧盟化妆品原料规范认证的个人护理品原料制造商之一。芭薇股份与科思股份的主业与中草药香料募投项目重点拓展的日化场景具有一定可比性。

盈利预测与投资建议：预计公司 2025~2027 归母净利润为 0.21/0.30/0.41 亿元，对应最新 PE 为 75/52/38 倍。尽管公司当前估值高于可比公司，但考虑到公司下游覆盖日化、食品、医药、电子烟等多赛道，尤其是凉味剂在新型烟草（电子烟）、口腔护理等领域的需求正快速增长，公司作为核心供应商与爱普股份、德之馨、奇华顿等头部客户稳定合作，并于 2025 年以零缺陷通过美国 FDA 现场检查，零缺陷获认可，为公司进一步拓展美国等海外市场提供了坚实保障，有助于提升产品的国际认可度和市场竞争力。此外，北交所专精特新企业具备一定流动性溢价，在消费升级和国产替代的行业趋势下，公司作为北交所唯一的消费香料个股，具备长期投资价值，首次覆盖，给予“增持”评级。

图18：可比公司估值（截至 2026 年 2 月 12 日）

代码	公司	收盘价 (元)	总股本 (亿股)	总市值 (亿元)	归母净利润（亿元）			市盈率(P/E)		
					2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
301220.SZ	亚香股份	37.48	1.13	42.27	2.15	3.10	4.05	19.66	13.63	10.45
920123.BJ	芭薇股份	14.99	1.12	16.72	0.57	0.73	0.89	29.33	22.90	18.86
300856.SZ	科思股份	13.9	4.76	66.12	1.97	2.70	3.49	33.56	24.48	18.92
002562.SZ	兄弟科技	7.41	11.43	84.68	1.54	2.03	2.53	54.99	41.72	33.47
平均值								31.45	23.69	18.89
920016.BJ	中草药香料	20.19	0.77	15.54	0.21	0.30	0.41	74.90	51.86	38.14

数据来源：Wind，东吴证券研究所（可比公司盈利预测来自 2026 年 2 月 12 日 wind 一致预期，中草药香料盈利预测来自东吴证券研究所）

5. 风险提示

1）募投项目效益不及预期的风险。公司募集资金投资项目建立在对市场、技术等进行了谨慎、充分的可行性研究论证的基础之上，募集资金投资项目建设尚需时间，届时一旦市场需求出现较大变化且公司未来不能有效拓展市场，可能导致产能过剩，从而导致募投项目经济效益的实现存在较大不确定性。

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）市场竞争加剧风险。经过多年发展，公司在凉味剂等细分产品领域形成了一定

的竞争优势和行业地位，但随着行业的发展或新进入竞争者的增加，可能导致公司所处行业竞争加剧。虽然随着以 WS-3 和 WS-23 为代表的新型凉味剂产品在下游应用领域的不断渗透，给未来市场空间带来较大的增长潜力，但如果公司在市场竞争中不能有效提升技术水平，不能充分利用现有的市场影响力，无法在当前市场快速发展的态势下迅速扩大自身规模并增强资金实力，公司将面临较大的市场竞争风险，有可能导致公司的市场份额下降，从而影响公司的盈利能力。

4) 国内电子烟政策调整风险。国内电子烟行业监管政策近年来处于持续调整、动态完善阶段，监管框架、准入标准、产品合规要求及市场管控力度存在较大不确定性，政策迭代频率较高、导向易发生波动。电子烟作为中草药下游应用领域之一，行业政策调整将直接影响下游需求规模、产品结构及供应链稳定性，进而对公司相关业务的订单量、盈利水平及经营持续性形成潜在扰动。

中草药料三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	187	202	221	290	营业总收入	222	234	297	370
货币资金及交易性金融资产	53	49	39	71	营业成本(含金融类)	154	176	219	270
经营性应收款项	52	57	72	89	税金及附加	3	3	3	4
存货	57	68	80	97	销售费用	6	7	8	10
合同资产	0	0	0	0	管理费用	18	19	22	26
其他流动资产	24	27	29	33	研发费用	9	13	16	18
非流动资产	382	428	454	451	财务费用	3	1	2	2
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	2	0	2	3
固定资产及使用权资产	226	279	304	300	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	111	108	109	110	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	31	31	31	30	减值损失	(2)	(2)	(1)	(1)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	2	2	2	2	营业利润	29	13	27	42
其他非流动资产	13	8	8	8	营业外净收支	15	12	8	7
资产总计	569	630	675	741	利润总额	44	25	35	48
流动负债	152	189	203	229	减:所得税	7	4	5	8
短期借款及一年内到期的非流动负债	93	132	140	140	净利润	37	21	30	41
经营性应付款项	53	49	51	74	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	37	21	30	41
其他流动负债	6	8	11	14	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.48	0.27	0.39	0.53
非流动负债	50	51	52	52	EBIT	32	26	37	50
长期借款	49	49	49	49	EBITDA	39	51	64	77
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	30.50	24.78	26.23	27.04
租赁负债	0	1	2	2	归母净利率(%)	16.49	8.86	10.10	11.00
其他非流动负债	1	1	1	1	收入增长率(%)	7.89	5.47	26.62	24.83
负债合计	203	241	255	281	归母净利润增长率(%)	(10.75)	(43.34)	44.44	35.97
归属母公司股东权益	367	389	419	460					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	367	389	419	460					
负债和股东权益	569	630	675	741					

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	31	16	27	52	每股净资产(元)	4.77	5.06	5.45	5.98
投资活动现金流	(114)	(59)	(44)	(17)	最新发行在外股份(百万股)	77	77	77	77
筹资活动现金流	73	40	7	(2)	ROIC(%)	5.89	4.04	5.32	6.74
现金净增加额	(9)	(4)	(10)	32	ROE-摊薄(%)	9.98	5.33	7.15	8.86
折旧和摊销	7	25	27	27	资产负债率(%)	35.57	38.21	37.84	37.92
资本开支	(113)	(64)	(44)	(17)	P/E(现价&最新股本摊薄)	42.44	74.90	51.86	38.14
营运资本变动	(18)	(22)	(25)	(13)	P/B(现价)	4.24	3.99	3.71	3.38

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>