

中草香料 (920016)

2025 年报点评：营收稳健增长，利润短期承压，凉味剂龙头静待产能释放

增持（维持）

2026 年 04 月 19 日

证券分析师 朱洁羽

执业证书：S0600520090004

zhujiayu@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 陈哲晓

执业证书：S0600124080015

sh_chenzhx@dwzq.com.cn

研究助理 武阿兰

执业证书：S0600124070018

wual@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 营业总收入（百万元） | 222.15 | 239.59 | 297.67 | 370.34 | 437.43 |
| 同比（%） | 7.89 | 7.85 | 24.24 | 24.41 | 18.12 |
| 归母净利润（百万元） | 36.63 | 19.15 | 20.77 | 22.85 | 25.98 |
| 同比（%） | (10.75) | (47.73) | 8.51 | 9.99 | 13.72 |
| EPS-最新摊薄（元/股） | 0.48 | 0.25 | 0.27 | 0.30 | 0.34 |
| P/E（现价&最新摊薄） | 36.70 | 70.20 | 64.70 | 58.82 | 51.73 |

投资要点

■ **营收稳健增长，利润端受多重因素影响短期承压：**公司发布 2025 年年度报告，实现营业收入 2.40 亿元，同比增长 7.85%，继续保持稳健增长态势；实现归母净利润 0.19 亿元，同比下降 47.73%；扣非归母净利润 0.15 亿元，同比下降 35.90%。公司营业收入与归母净利润出现明显背离，主要系以下因素综合影响：1）凉味剂市场竞争加剧，价格敏感度提升，公司虽实现产销量双增，但部分产品价格同比大幅下降，致主营业务毛利承压；2）子公司“年产 2600 吨凉味剂及香原料项目”部分产线转固，折旧增加，且仍处产能爬坡期，对利润形成拖累；3）项目贷款利息费用化推高财务费用；4）政府补助同比减少。2025 年公司销售毛利率为 26.64%，销售净利率为 7.99%，销售/管理/财务/研发费用率分别为 2.27%/7.93%/2.62%/5.75%，子公司中草新材料研发工作步入正轨，研发投入增加，经营质量持续改善。

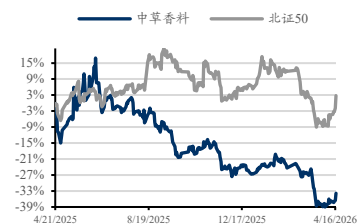
■ **新型凉味剂 WS 系列细分龙头地位稳固，受益于传统薄荷醇替代趋势：**公司是国内 WS 系列凉味剂领军企业，已构建覆盖 WS-23、WS-3、乳酸薄荷酯等核心产品的新型凉味剂产品矩阵。相较于传统薄荷醇，公司凉味剂产品具有凉味持久、无刺激、耐高温等优势，有效规避了薄荷醇的苦味、易挥发等缺陷。公司下游应用场景多元，覆盖食品饮料、日化、烟草、医药等领域，与德之馨、奇华顿等全球头部香精香料客户保持稳定合作关系。展望未来，随着无糖饮料、电子烟、口腔护理等新兴消费需求持续崛起，公司作为细分赛道龙头有望充分受益于行业扩容与份额提升的双重红利。

■ **募投项目稳步推进，“原料自供+产能扩容+品类拓展”路径清晰：**公司募投项目“年产 2600 吨凉味剂及香原料项目”分两期推进，一期已投产，实现了凉味剂核心原料自主可控，有效对冲外购价格波动风险。二期项目已于 2025 年 9 月进入试生产阶段，部分产线已投产；同时布局醛类、酯类等日化香原料产能，切入个人护理、美妆、家居清洁等新兴领域，致力于打造继凉味剂之后的第二增长曲线。截至 2025 年末，公司“年产 2600 吨凉味剂及香原料项目”累计投入 31134.09 万元，项目进度约 59.88%，随着产能的逐步释放，规模效应有望逐步显现。

■ **盈利预测与投资评级：**由于目前市场竞争加剧，我们下调公司 2026/2027 归母净利润预期至 0.21/0.23 亿元（原为 0.30/0.41 亿元），我们预期公司 2028 年归母净利润为 0.26 亿元，对应 PE 为 65/59/52 倍。但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，产能尚未完全释放，且公司作为北交所唯一的消费香料个股，具备长期投资价值，我们维持中草香料为“增持”评级。

■ **风险提示：**1）国际贸易风险；2）汇率波动风险；3）市场竞争加剧。

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元) | 17.46 |
| 一年最低/最高价 | 15.80/31.77 |
| 市净率(倍) | 3.44 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 658.76 |
| 总市值(百万元) | 1,344.10 |

基础数据

| | |
|--------------|-------|
| 每股净资产(元,LF) | 5.07 |
| 资产负债率(% ,LF) | 39.52 |
| 总股本(百万股) | 76.98 |
| 流通 A 股(百万股) | 37.73 |

相关研究

《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》
2026-02-13

《中草香料(920016)：2024 三季报点评：国内外销售拓展助力业绩增长，未来产能即将部分释放》
2024-10-31

2024-10-31

中草药料三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|------------|------------|------------|------------|-----------------|------------|------------|------------|------------|
| | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
| 流动资产 | 241 | 302 | 398 | 518 | 营业总收入 | 240 | 298 | 370 | 437 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 76 | 103 | 154 | 233 | 营业成本(含金融类) | 176 | 225 | 284 | 337 |
| 经营性应收款项 | 43 | 52 | 65 | 77 | 税金及附加 | 3 | 4 | 4 | 5 |
| 存货 | 101 | 125 | 158 | 187 | 销售费用 | 5 | 7 | 9 | 11 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 管理费用 | 19 | 23 | 29 | 34 |
| 其他流动资产 | 21 | 21 | 21 | 21 | 研发费用 | 14 | 16 | 20 | 24 |
| 非流动资产 | 387 | 421 | 438 | 448 | 财务费用 | 6 | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 加:其他收益 | 2 | 2 | 3 | 3 |
| 固定资产及使用权资产 | 283 | 310 | 325 | 334 | 投资净收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 在建工程 | 60 | 65 | 65 | 65 | 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 42 | 44 | 45 | 47 | 减值损失 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 商誉 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产处置收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期待摊费用 | 1 | 1 | 1 | 1 | 营业利润 | 18 | 24 | 27 | 30 |
| 其他非流动资产 | 2 | 1 | 1 | 1 | 营业外净收支 | 4 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 629 | 723 | 836 | 967 | 利润总额 | 22 | 24 | 27 | 30 |
| 流动负债 | 198 | 262 | 346 | 439 | 减:所得税 | 3 | 3 | 4 | 4 |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 137 | 186 | 251 | 326 | 净利润 | 19 | 21 | 23 | 26 |
| 经营性应付款项 | 53 | 64 | 81 | 96 | 减:少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 合同负债 | 2 | 1 | 2 | 2 | 归属母公司净利润 | 19 | 21 | 23 | 26 |
| 其他流动负债 | 5 | 10 | 12 | 14 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | 0.25 | 0.27 | 0.30 | 0.34 |
| 非流动负债 | 48 | 63 | 75 | 95 | EBIT | 24 | 24 | 27 | 30 |
| 长期借款 | 46 | 61 | 73 | 93 | EBITDA | 44 | 27 | 32 | 37 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 毛利率(%) | 26.64 | 24.27 | 23.32 | 23.06 |
| 租赁负债 | 0 | 0 | 0 | 0 | 归母净利率(%) | 7.99 | 6.98 | 6.17 | 5.94 |
| 其他非流动负债 | 1 | 1 | 1 | 1 | 收入增长率(%) | 7.85 | 24.24 | 24.41 | 18.12 |
| 负债合计 | 246 | 324 | 421 | 533 | 归母净利润增长率(%) | (47.73) | 8.51 | 9.99 | 13.72 |
| 归属母公司股东权益 | 383 | 399 | 415 | 434 | | | | | |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 383 | 399 | 415 | 434 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 629 | 723 | 836 | 967 | | | | | |

| 现金流量表 (百万元) | | | | | 重要财务与估值指标 | | | | |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
| 经营活动现金流 | 25 | 4 | 2 | 9 | 每股净资产(元) | 4.97 | 5.18 | 5.39 | 5.63 |
| 投资活动现金流 | (52) | (37) | (22) | (17) | 最新发行在外股份(百万股) | 77 | 77 | 77 | 77 |
| 筹资活动现金流 | 30 | 60 | 71 | 88 | ROIC(%) | 3.99 | 3.43 | 3.30 | 3.26 |
| 现金净增加额 | 3 | 27 | 50 | 80 | ROE-摊薄(%) | 5.00 | 5.21 | 5.50 | 5.99 |
| 折旧和摊销 | 20 | 3 | 5 | 6 | 资产负债率(%) | 39.08 | 44.86 | 50.34 | 55.14 |
| 资本开支 | (32) | (37) | (22) | (17) | P/E (现价&最新股本摊薄) | 70.20 | 64.70 | 58.82 | 51.73 |
| 营运资本变动 | (21) | (19) | (26) | (24) | P/B (现价) | 3.51 | 3.37 | 3.24 | 3.10 |

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。

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>