

投资评级 优于大市 首次覆盖

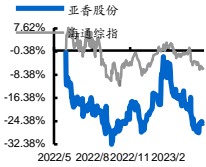
定位中高端香料市场，看好泰国基地投产带来的长期成长空间

股票数据

05月24日收盘价(元)	36.85
52周股价波动(元)	32.52-51.80
总股本/流通A股(百万股)	81/19
总市值/流通市值(百万元)	2977/704

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-4.2	-10.9	-21.7
相对涨幅(%)	-1.3	-7.8	-17.0

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 刘威

Tel: (0755)82764281

Email: lw10053@haitong.com

证书: S0850515040001

分析师: 孙维容

Tel: (021)23219431

Email: swr12178@haitong.com

证书: S0850518030001

分析师: 邓勇

Tel: (021)23219404

Email: dengyong@haitong.com

证书: S0850511010010

投资要点:

- 中高端香料市场领先企业，2019-2022年营收复合增长率11.35%。**1) 公司是国内中高端香料主要生产企业之一。2) 公司营收增长稳健，2019-2022年营收复合增长率11.35%，归母净利润复合增速15.87%。公司业绩驱动的主要因素是行业景气度高、项目执行效率提高、业务开拓力度加大等。3) 公司2019-2022年天然香料产品收入占主营收入比例分别为51.64%、49.71%、50.78%、47.32%，高于公司其他主要产品。
- 公司香料品种丰富，WS-23与天然香兰素产品具有优势。**1) 公司目前能够量产香料逾160种，其中天然香料产品逾90种。2) 公司2019年WS-23凉味剂产品约占全球同类产品80%的市场占有率，公司的香兰素产品与德之馨等少数几家香兰素产品获得了美国FDA和TTB对于天然香兰素的认可。3) 公司尝试利用生物合成学技术进行降本，我们认为该技术可提升公司产品竞争力。
- 公司客户覆盖十大国际香精香料公司，客户渠道稳定。**1) 公司产品通过直接销售与通过ABT等贸易商间接销售，实现对十大国际香精香料公司的全覆盖。2) 香料具有一定的品牌壁垒，下游食品日化等企业为保持产品口味的稳定性，往往保持上游香精香料供应商稳定。3) 下游食品、日用品企业对香料香精的生产商有较为严格的认证体系，需要较长时间的考察和认证过程，一旦确定后在较长时间内会保持稳定。
- 公司重大项目产能逐步释放，泰国基地一期布局1750t/a香料产能。**1) 目前公司江西基地产能3795t/a，武穴基地产能2830t/a，两基地已顺利投产，南通基地目前处于试投产状态。2) 公司决定与两家全资子公司共同投资建设亚香泰国生产基地项目，预计投资总额不超过人民币3亿元。一期计划产能1750t/a。3) 受中美贸易摩擦影响，公司出口美国的香兰素产品、其他产品被分别加征7.5%、25%关税，公司投资建设亚香泰国生产基地可以避免中美贸易摩擦中加征的关税。
- 盈利预测与投资建议。**我们预计亚香股份23-25年归母净利润分别为151、198、282百万元，对应EPS分别为1.87元、2.45元、3.48元。综合来看，我们给予2023年亚香股份24-27倍PE估值区间，对应合理价值区间44.88-50.49元。给予“优于大市”投资评级。
- 风险提示。**在建产能投放不及预期、宏观经济下行、产品价格下跌。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	621	705	876	1059	1400
(+/-)YoY(%)	8.1%	13.6%	24.1%	20.9%	32.2%
净利润(百万元)	91	132	151	198	282
(+/-)YoY(%)	16.9%	44.2%	14.7%	30.9%	42.3%
全面摊薄EPS(元)	1.13	1.63	1.87	2.45	3.48
毛利率(%)	33.9%	35.5%	35.7%	36.2%	37.7%
净资产收益率(%)	12.3%	8.5%	8.9%	10.4%	12.9%

资料来源: 亚香股份招股说明书, 亚香股份2022年半年报, 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

目录

1. 中高端香料市场领先企业，2019-2022 年营收复合增长率 11.35%	5
1.1 中高端香料市场领先企业，布局泰国培育业绩增长新动能	5
1.1.1 国内中高端香料市场领先企业，WS-23 与天然香兰素产品具有优势	5
1.1.2 公司实际控制人周军学持有公司 39.93% 股份	6
1.2 实施重点发展天然香料战略，2019-2022 年营收复合增长率 11.35%	6
2. 中高端香料市场前景广阔，公司重大项目产能逐步释放优化业务结构	8
2.1 香料广泛应用于食品日化产业中，安全可靠的天然原料成为香精香料行业发展的趋势	8
2.2 2020 年全球香料香精市场 CR4 高达 74.0%，全球香精香料行业市场规模持续扩大	9
2.3 新兴市场成为行业发展驱动力，我国中高端香料市场潜力巨大	10
2.4 公司多项细分产品优势显著，泰国基地布局有利于优化业务结构	12
3. 公司 2021 年前五大客户销售收入占营收 67.97%，香料产品具有一定的品牌壁垒	13
3.1 公司 2021 年前五大客户销售收入占营业收入 67.97%，部分产品通过 FDA、REACH 等认证	13
3.2 香精香料行业具有较高品牌壁垒，供应商认证体系严格	13
4. 盈利假设	14
5. 风险提示	15
财务报表分析和预测	16

图目录

图 1 公司所处产业链示意图	5
图 2 公司发展历程图	5
图 3 公司股权图(截止 2023 年 3 月)	6
图 4 2019-2022 年公司营业总收入与同比增速	7
图 5 2019-2022 年公司归母净利润与同比增速	7
图 6 2019-2022 年公司营业收入结构	7
图 7 2019-2022 年分业务毛利	7
图 8 2019-2022 年公司净利率与毛利率	7
图 9 2019-2022 年三项费用率(包括研发费用)	7
图 10 2019-2022 年公司研发投入及占总收入比重	8
图 11 2019-2022 年公司研发人员情况	8
图 12 2020 年全球香料香精企业市场份额	10
图 13 2017-2020 年全球香料香精行业 CR10 占比	10
图 14 2016 年-2023 年全球香精香料行业市场规模及增速情况	10
图 15 2018 年全球香精香料市场区域分布情况	11
图 16 2021 年我国香料香精企业市场格局	11
图 17 2021 年-2027 年中国香精香料产量、销售收入及销售增速情况	12
图 18 公司国际国内知名客户	14

表目录

表 1 公司现有产能及在建/规划项目 (截止 2023 年 3 月)	6
表 2 美国、欧盟、中国对天然香料与合成香料定义	9
表 3 香兰素产品收入及占公司主营业务收入比例情况 (单位: 万元)	12
表 4 2021 年亚香股份前五大客户销售情况 (单位: 万元)	13
表 5 亚香股份分业务盈利预测	15
表 6 亚香股份可比公司估值表	15

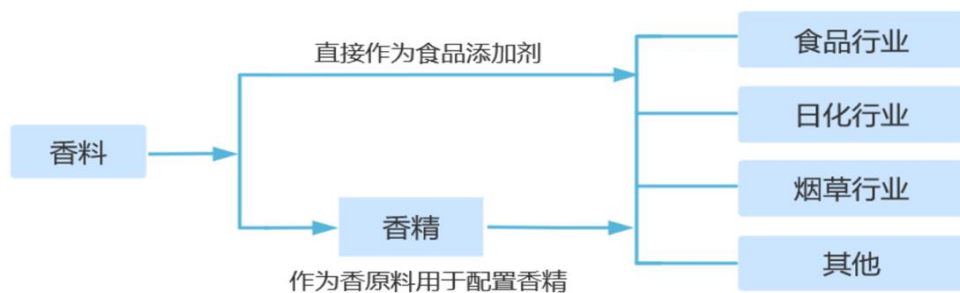
1. 中高端香料市场领先企业，2019-2022 年营收复合增长率 11.35%

1.1 中高端香料市场领先企业，布局泰国培育业绩增长新动能

1.1.1 国内中高端香料市场领先企业，WS-23 与天然香兰素产品具有优势

公司是国内中高端香料主要生产企业之一。根据亚香股份招股说明书，公司主要产品可分为天然香料、合成香料、凉味剂等，主要作为配制香精的原料或直接作为食品添加剂，终端产品主要应用于食品饮料、日化等行业。公司目前能够量产香料逾 160 种，其中天然香料产品逾 90 种。2019 年公司 WS-23 凉味剂产品约占全球同类产品 80% 的市场占有率，公司的香兰素产品与德之馨等少数几家香兰素产品获得了美国 FDA 和 TTB 对于天然香兰素的认可。

图 1 公司所处产业链示意图



资料来源：亚香股份招股说明书，海通证券研究所

根据亚香股份招股说明书，公司成立于 2001 年，2001 年-2005 年公司初步掌握了制备丁香酚香兰素的核心技术，进入天然香料行业；2006 年-2012 年公司逐步掌握了制备凉味剂的核心技术以及多种天然香料生产工艺；2013 年至今公司天然香料的规模在行业中形成优势，成为国内中高端香料主要生产企业之一。

图 2 公司发展历程图



资料来源：亚香股份招股说明书，海通证券研究所

根据亚香股份招股说明书，公司目前有江西、武穴、南通三个生产基地，昆山基地设备已拆除。目前公司江西基地产能 3795t/a，武穴基地产能 2830t/a，两基地已顺利投产，南通基地目前处于试投产状态。

除此之外，根据《昆山亚香香料股份有限公司关于投资建设亚香泰国生产基地项目的公告》，2023 年 2 月，公司决定与两家全资子公司共同投资建设亚香泰国生产基地

项目，泰国基地一期布局 1750t/a 香料产能，预计投资总额不超过人民币 3 亿元。一期计划建设香兰素 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、生产线，后续根据情况适时推进二期香精香料产品建设。

表 1 公司现有产能及在建/规划项目（截止 2023 年 3 月）

	项目名称实施主体	备注
现有项目	年产 2830 吨香精、香料、食品添加剂系列产品项目	武穴坤悦
	3795t/a 香精香料项目	江西亚香
	3989.5t/a 香精香料及食品添加剂和副产 15 吨肉桂精油、1 吨丁香精油和 20 吨萘烯项目	南通亚香
在建/规划项目	泰国项目（一期建设香兰素 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）	亚香生物（泰国）

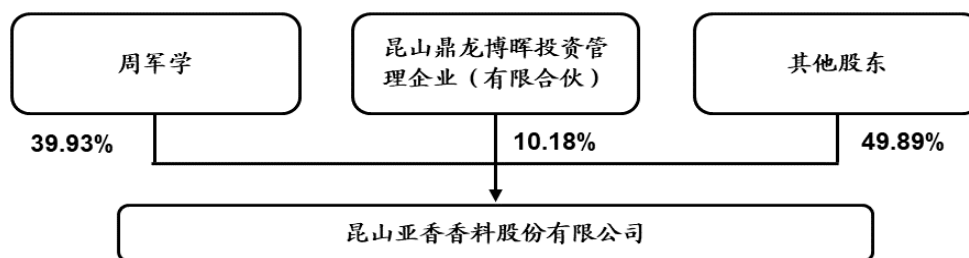
资料来源：亚香股份招股说明书、海通证券研究所、《昆山亚香香料股份有限公司关于投资建设亚香泰国生产基地项目的公告》、《武穴坤悦生物科技有限公司年产 2830t 香精、香料、食品添加剂系列产品项目（变更）竣工环境保护验收监测报告》、《<南通亚香食品科技有限公司 6500t/a 香精香料及食品添加剂和副产 15 吨肉桂精油、1 吨丁香精油和 20 吨萘烯项目>变动环境影响分析报告咨询意见》、《金溪润坤香料有限公司 3795t/a 香精香料项目环境影响报告书拟批准公示》

1.1.2 公司实际控制人周军学持有公司 39.93%股份

截至 2023 年 3 月，公司实际控制人及最终受益人为周军学，持有公司 39.93% 股份。

根据亚香股份招股说明书，公司下设子公司美国亚香以优化对境外市场的销售及维护。此外，根据《昆山亚香香料股份有限公司关于投资建设亚香泰国生产基地项目的公告》，公司拟与全资子公司共同出资在泰国设立全资子公司亚香生物科技（泰国）有限公司。

图 3 公司股权图（截止 2023 年 3 月）

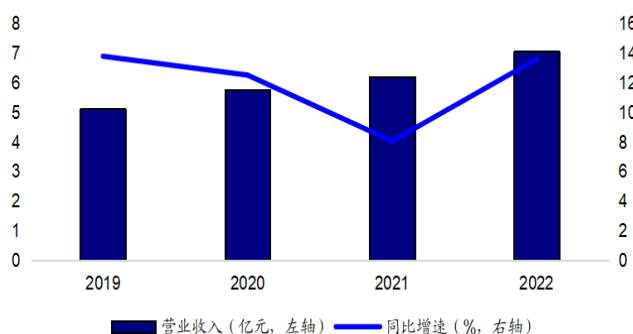


资料来源：Wind，海通证券研究所

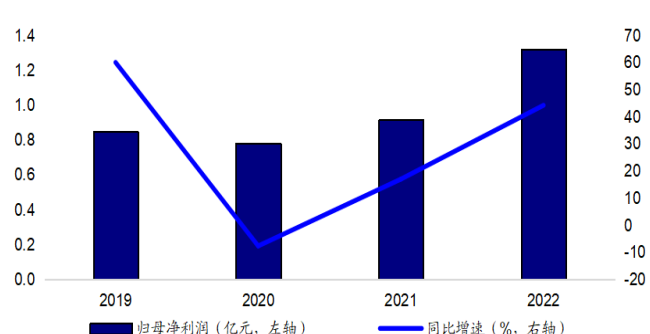
1.2 实施重点发展天然香料战略，2019-2022 年营收复合增长率 11.35%

公司 2019-2022 年营收复合增长率 11.35%，归母净利润复合增长率 15.87%。根据 Wind 数据，2019-2022 年，公司营业收入从 5.11 亿元增长到 7.05 亿元，年复合增速 11.35%；归母净利润从 0.85 亿元增长到 1.32 亿元，年复合增速 15.87%。公司业绩

驱动的主要因素是行业景气度高、项目执行效率提高、业务开拓力度加大等。

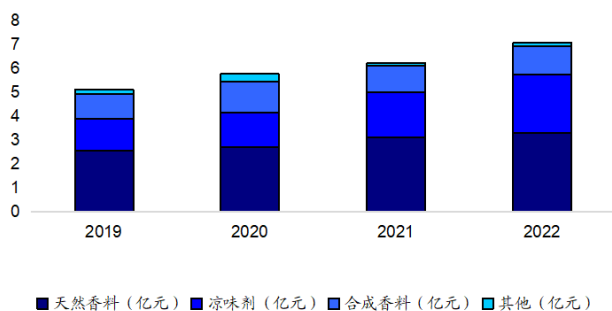
图 4 2019-2022 年公司营业总收入与同比增速


资料来源: Wind, 海通证券研究所

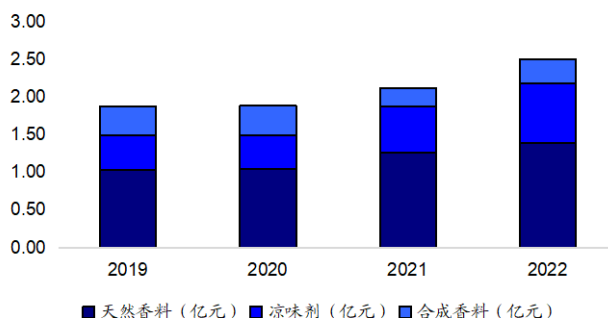
图 5 2019-2022 年公司归母净利润与同比增速


资料来源: Wind, 海通证券研究所

2019-2022 年天然香料产品收入占主营收入比例分别为 51.64%、49.71%、50.78%、47.32%。根据亚香股份招股说明书,公司天然香料产品 2019-2022 年毛利率分别为 40.84%、38.65%、40.83%、42.25%,高于公司其他主要产品,公司 2020 年较 2019 年主营业务毛利率下降 1.55 个百分点,主要系公司天然香料收入占比下降以及合成香料产品毛利率下降且占比上升所致。

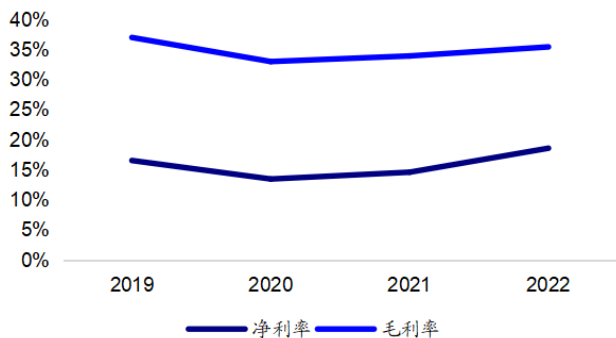
图 6 2019-2022 年公司营业收入结构


资料来源: Wind, 海通证券研究所

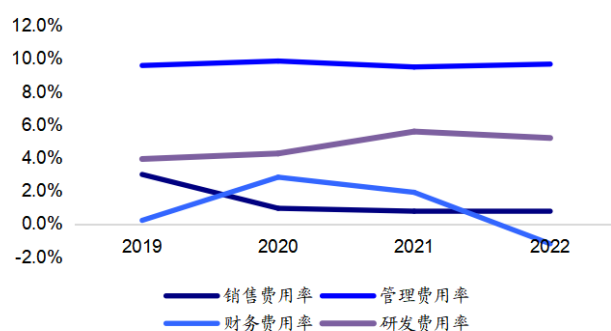
图 7 2019-2022 年分业务毛利


资料来源: Wind, 海通证券研究所

2019-2022 年公司综合毛利率分别为 37.02%、33.01%、33.95%、35.45%，净利率分别为 16.54%、13.46%、14.59%、18.59%。由于公司各产品的毛利率水平存在一定差异,较高毛利率水平的产品与较低毛利率水平产品的销售收入结构的变化,将影响各产品毛利率对主营业务毛利率影响的权重。

图 8 2019-2022 年公司净利率与毛利率


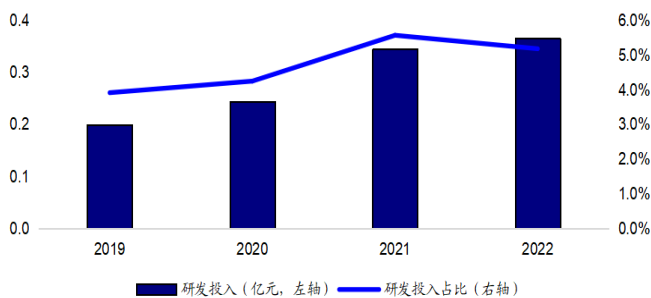
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图 9 2019-2022 年三项费用率 (包括研发费用)


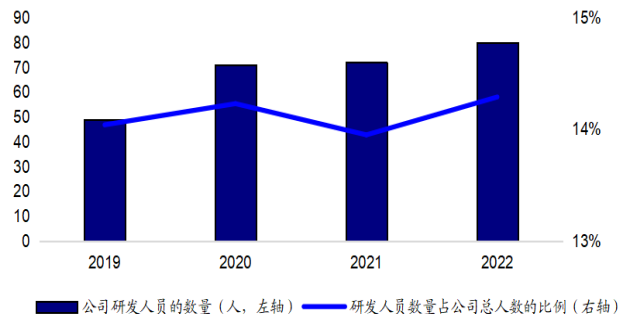
资料来源: Wind, 海通证券研究所

2019-2022 年公司研发费用占营业收入的比重分别为 3.91%、4.25%、5.57%、

5.18%，研发人员占比分别为 14.04%、14.23%、13.95%、14.29%。公司研发费用率快速提升，2019 年至 2022 年从 3.91% 提升至 5.18%。公司研发人员占比维持较高水平。根据公司《平安证券股份有限公司关于昆山亚香香料股份有限公司首次公开发行股票并在创业板上市之上市保荐书》，公司是国内中高端香料主要生产企业之一，是江苏省科技厅、江苏省财政厅、国家税务总局江苏省税务局联合认定的高新技术企业。公司拥有 8 项发明专利，69 项实用新型专利。公司核心技术中新型高纯度香兰素制备技术、新型格蓬酯制备技术、天然覆盆子酮制备技术、优质女贞醛制备技术已经中国科学院上海科技查新咨询中心查新并出具科技项目咨询报告，相关研究课题具有新颖性，综合技术达到国内领先水平。

图 10 2019-2022 年公司研发投入及占总收入比重


资料来源：Wind，海通证券研究所

图 11 2019-2022 年公司研发人员情况


资料来源：Wind，亚香股份招股说明书，海通证券研究所

2. 中高端香料市场前景广阔，公司重大项目产能逐步释放优化业务结构

2.1 香料广泛应用于食品日化产业中，安全可靠的天然原料成为香精香料行业发展的趋势

香料广泛应用于食品日化产业中，用量虽微，对产品品质至关重要。根据亚香股份招股说明书，香料是一种能够依靠嗅觉或味觉感受到香味的有机化合物，也称香原料，香料香精并不是人们生活中的直接消费品，而是作为配套的原料添加在其他产品中，用量虽微，但其对产品品质至关重要。根据亚香股份 2022 年报援引 IAL Consultants、头豹研究院数据，香精香料下游应用领域分布中，食用香精和日化香精为香精香料主要的需求来源，各占市场 44%，其中饮料市场、乳制品市场分别占食用香精香料市场份额的 43% 和 17%；洗涤用品、化妆品和高档香水分别占日化香精市场份额的 32%、27% 和 17%；烟用香精的使用占到 12%。

香料可分为天然香料与合成香料，天然香料产品价格与毛利率一般较高。根据亚香股份招股说明书，按照香料来源和制备工艺的不同，香料可分为天然香料、合成香料等。天然香料的优点是主要成分来源于天然，相对而言符合健康理念，产品味道层次丰富，但由于受到自然条件限制，数量有限，通常价格相对较高；合成香料通常由化工原料通过化学手段合成制成，合成香料的优点是原材料来源广泛，产品品类较天然香料丰富，缺点是味道层次单一，需要组合调配使用。由于人们对食品安全更加重视，天然香料逐渐得到人们的青睐，需求也不断上升。但由于受到自然条件以及生产厂家的限制，市场供给有限，价格相对较高，因此相对其他产品，公司天然香料的毛利率水平较高，尤其是新产品的推出，往往能获得高的销售毛利率。

表 2 美国、欧盟、中国对天然香料与合成香料定义

国家	天然香料定义	法律法规依据
美国	精油、油树脂、提取物、蛋白水解物、蒸馏生成物，或烘焙、加热及酶解产物，它们含有的香料成分是来自香辛料、水果或果汁、蔬菜或蔬菜汁、可食用酵母、香草、植物的皮根茎叶花果及类似植物原料、肉、海鲜、家禽、蛋、奶制品及其发酵产品，其在食品中的主要作用是增香而不是提供营养。	美国联邦法规(CFR)21Part101食品标注
欧盟	天然食品香料的原料是动、植物，这些原料可处于未加工的原始状态，也可以已经历了适合人类消费的传统食品加工过程。从这些原料中获得的香料的方法是适当的物理过程或是从酶法或微生物工艺（过程）。	欧洲议会和欧盟理事会《关于食用香料香精和某些具有香味性质的食品配料在食品中和食品上的应用》Regulation(EC) No.1334/2008Article3.2(c)
中国	以植物、动物或微生物为原料，经物理方法、酶法、微生物法或经传统的食品工艺法加工所得的香料。	29938-2013《食品安全国家标准食品用香料通则》；GB/T21171—2018中华人民共和国国家标准《香料香精术语》

资料来源：亚香股份招股说明书，海通证券研究所

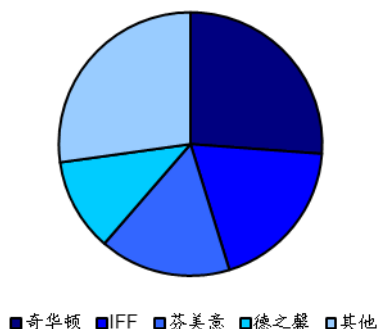
安全可靠的天然原料成为香精香料行业发展趋势。根据亚香股份招股说明书，由于天然概念包括了健康安全、绿色、可持续发展等多重含义，天然产品近年来受到消费者的追捧。英国市场研究机构英敏特 Mintel 发布的《2018 年全球食品饮料行业趋势》报告称，由于近年来发生的食品饮料产品召回事件、丑闻事件等问题，世界各地的消费者越来越注重购买的安全性和可靠性，导致全球食品饮料行业趋向生产更多由天然原料制成的产品。作为食品添加剂家族的重要成员，天然香料的需求呈不断上升的趋势。

凉味剂能产生清凉效果且药性不强，广泛应用于食品、日化、医药等行业中。凉味剂是在风味料化合物的发展过程中衍生出一类全新的化合物，是所有能产生清凉效果且药性不强的化学物质的总称，具有以下显著的特点：①凉味剂通常被直接添加在食品或日化等产品中使用，而其他香料产品通常作为香原料用于调配香精；②凉味剂更侧重提供清凉效果的体验，其味觉或体感效果相对较为单一，而其他香料产品能够提供香气、口感等较为丰富的嗅觉或味觉上的体验。公司凉味剂产品按照香料来源和制备工艺的不同进行划分，既有天然乙酸薄荷酯、天然乳酸薄荷酯等天然类产品，也有 WS-23、WS-3 等合成类产品。

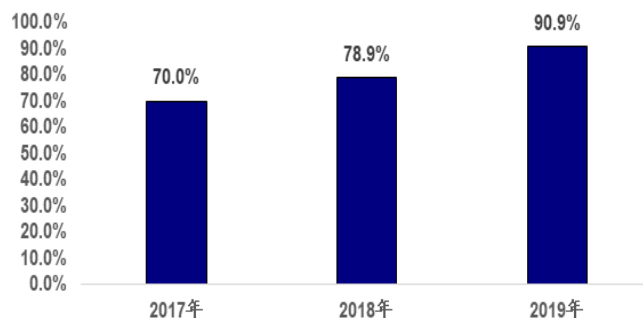
2.2 2020 年全球香料香精市场 CR4 高达 74.0%，全球香精香料行业市场规模持续扩大

全球香精香料行业高度集中，头部公司市场占比高。根据亚香股份 2022 年半年报，当前，欧洲、美国、日本已成为世界上最先进的香料香精工业中心，全球重要的香料香精生产企业均来自上述发达国家和地区，代表企业有瑞士的奇华顿和芬美意、美国的国际香料香精和森馨、德国的德之馨、法国的曼氏和罗伯特，以及日本的高砂和长谷川等。这些国际大公司以香精为龙头产品带动香料行业的发展，同时通过控制关键香精的品种、技术来保持其领先地位。

根据艾媒咨询援引企业财报，2020 年全球香料香精市场四大巨头企业市场份额占比高达 74.0%，其中，奇华顿、IFF、芬美意和德之馨四家公司市场份额均高于 15%；2019 年全球香料香精企业 CR10 就达到了 90.9%。由于规模优势、研发能力、调香师人才、客户资源等行业壁垒的存在，目前全球香料香精市场仍处于国外寡头垄断的格局。

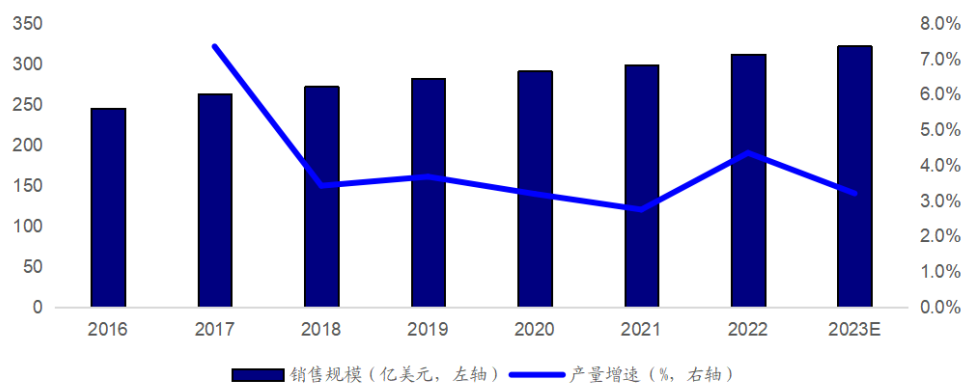
图 12 2020 年全球香料香精企业市场份额


资料来源：艾媒咨询援引企业财报，海通证券研究所

图 13 2017-2020 年全球香料香精行业 CR10 占比


资料来源：艾媒咨询援引企业财报，海通证券研究所

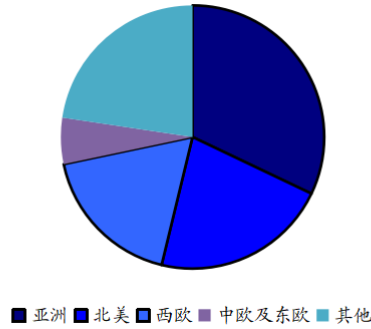
根据中商情报网数据，2023 年全球香精香料行业市场规模预计将达 322 亿美元，同比增长 3.2%。我们认为，随着全球经济的发展，尤其是发达国家经济的发展，生活水平不断提高，人们对食品、日用品的品质要求愈来愈高，将促进香精香料行业快速增长。

图 14 2016 年-2023 年全球香精香料行业市场规模及增速情况


资料来源：中商情报网，海通证券研究所

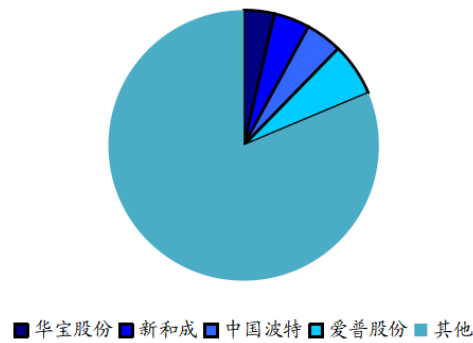
2.3 新兴市场成为行业发展驱动力，我国中高端香料市场潜力巨大

香料产业向发展中国家转移，新兴市场成为行业发展驱动力。根据前瞻产业研究院，从区域分布来看，2018 年全球香精香料市场中，亚洲占比最高，达 34%，其次为北美地区和西欧地区，占比分别为 23%和 19%。根据亚香股份招股说明书，全球香料香精总体需求量与全球经济发展趋势呈现出高度一致性，即增长重心转向亚非等发展中国家集中地域，这些地区香精香料市场也成为最具潜力也是竞争激烈的市场。

图 15 2018 年全球香精香料市场区域分布情况


资料来源：前瞻产业研究院，海通证券研究所

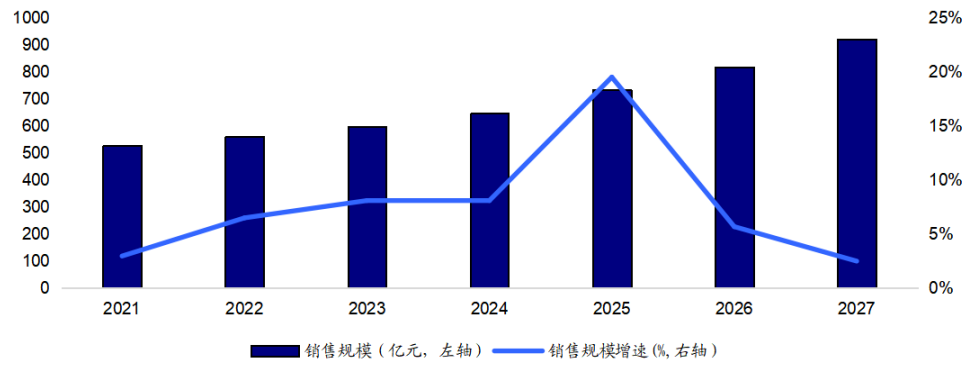
我国高端市场大多被国外企业占领，低端市场竞争激烈。从我国市场格局来看，我国香精香料行业高端市场大多被国外企业所占领，国内企业因多聚焦于部分细分领域，行业集中度较低，低端市场竞争激烈。根据头豹研究院数据，2021 年我国香精香料行业市场中，爱普股份占比最高为 6.36%，其次为中国波顿和新和成，占比分别为 4.36% 和 4.26%。

图 16 2021 年我国香料香精企业市场格局


资料来源：头豹研究院，海通证券研究所

香精香料行业集中度提升，未来我国香精香料行业将加快淘汰落后的小企业。根据亚香股份招股说明书，香料产品小批量、交货快的特点，以及客户对产品质量保证的需求上升，都对中小企业都构成了一定挑战。而原材料价格上涨以及环保压力迫使无力扩张的中小企业逐步退出市场或融入大企业，在行业快速增长的背景下，行业内技术领先和快速发展的企业将充分发挥资本市场功能，通过兼并重组做大做强，成为国内优质企业快速发展的捷径。未来我国香精香料行业将加快淘汰落后的小企业，壮大龙头企业规模。

根据头豹研究院数据，2022-2027 年预计我国香精香料市场规模年均复合增长率为 10.4%。随着中国经济的发展和国民生活水平的提高，我国香料香精需求和供给双向增长，行业规模快速增长，成为少数能在香料香精生产上与发达国家相抗衡的国家之一，在我国经济持续增长、内部需求不断扩大的环境下，香料香精行业仍将保持稳定发展态势。

图 17 2021 年-2027 年中国香精香料产量、销售收入及销售增速情况


资料来源：头豹研究院，海通证券研究所

2.4 公司多项细分产品优势显著，泰国基地布局有利于优化业务结构

国内基地逐步压降天然香兰素产量销量，泰国基地布局 1000t/a 天然香兰素产能。公司是全球规模主要的天然香兰素生产企业之一，2019 年共计销售丁香酚香兰素、阿魏酸香兰素合计约 200 吨，约占全球同类产品 30% 的市场份额。根据公司招股说明书，自 2022 年起，公司香兰素产品的年产量和销量向下压降，2022 年压降至 150 吨以内、2023 年压降至 120 吨以内、2024 年及之后压降至 100 吨以内，并将香兰素产品的销售收入占主营业务收入的比例降至 10% 以内。公司泰国基地布局 1000t/a 天然香兰素产能，我们认为，泰国基地天然香料素产能将带动公司业务增长，进一步优化公司业务结构。

表 3 香兰素产品收入及占公司主营业务收入比例情况 (单位: 万元)

项目	2021年	2020年	2019年
香兰素产品收入	9626.38	13405.53	13725.07
销量 (吨)	194.07	242.11	198.07
香兰素产品收入占主营业务收入的比例	15.82%	24.73%	28.02%
香兰素产品毛利额	2100.96	3967.42	4968.39
香兰素产品毛利额占主营业务毛利额的比例	9.95%	21.13%	26.47%

资料来源：亚香股份招股说明书，海通证券研究所

公司具备新香料产品研发能力，新产品通常具有高毛利率。公司在新产品研发方面持续加大投入力度，新产品如阿魏酸香兰素、天然 MCP、天然洋茉莉醛、天然叶醇等在 2021 年内得以量产且销售规模增长，新产品销售毛利率通常较高。根据亚香股份招股说明书，公司新产品天然叶醇获得市场认可，该产品毛利率可达 75% 以上，2021 年度，该产品销量 41.99 吨，实现销售收入 5972.01 万元。公司 2021 年新研发的合成橡苔与合成叶醇已与国际香料香精 IFF 达成了供货协议，2021 年度，上述产品销量 98.84 吨，实现销售收入 2814.08 万元。根据《武汉坤悦生物科技有限公司年产 2830t 香精、香料、食品添加剂系列产品项目 (变更) 竣工环境保护验收监测报告》，公司已全面投产的武穴基地中有，橡苔 300t/a，此外，根据亚香股份《关于投资建设亚香泰国生产基地项目的公告》，泰国基地设计产能中有叶醇香料产能 150t/a，橡苔 200t/a。我们认为新产品扩产将进一步优化业务结构。

公司尝试利用生物合成学技术进行降本，不断创新或改善公司产品工艺。香料香精的关键技术主要体现在天然香料的提取、合成香料的合成和香精的混合等环节。公司从可替代性原料的筛选、生产工艺的不断改善等方面降低公司产品成本和能耗，降低对环境的影响，并提升公司产品品质和良率，公司还积极利用外部研发力量，借鉴医药中间体等较为先进加工工艺，创新或改善公司产品工艺，提升公司产品竞争

力。除此之外，公司合成生物技术目前正在逐步研发阶段。

泰国基地可有效避免中美贸易摩擦关税，提升公司经济效益。根据《平安证券股份有限公司关于昆山亚香香料股份有限公司首次公开发行股票并在创业板上市之上市保荐书》，受中美贸易摩擦影响，公司出口美国的香兰素产品、其他产品被分别加征 7.5%、25% 关税。根据公司深交所互动易平台回答，公司投资建设亚香泰国生产基地可以避免中美贸易摩擦中加征的关税。

3. 公司 2021 年前五大客户销售收入占营收 67.97%，香料产品具有一定的品牌壁垒

3.1 公司 2021 年前五大客户销售收入占营业收入 67.97%，部分产品通过 FDA、REACH 等认证

公司香料产品品种丰富，部分产品具有规模优势。公司本身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，也能够提高原材料采购中的议价能力，充分降低生产成本，从而增强盈利能力以及抵御风险的能力。

公司质控体系严格，部分产品通过 FDA、REACH 等认证。凭借严格的质量控制体系，公司通过了 ISO9001:2015 质量管理体系认证、ISO22000:2005 和 CNCA/CTS0020-2008A (CCAA0014-2014) 相关食品安全管理体系认证，公司产品已通过包括欧盟 REACH、美国 FDA、INTERTEK、印尼 MUIHALAL、苏州市伊斯兰教协会清真证明等在内的多项认证。

公司客户覆盖十大国际香精香料公司，2021 年前五大客户销售收入占营业收入 67.97%。根据亚香股份招股说明书，公司产品通过直接销售与通过 ABT 等贸易商间接销售，实现对十大国际香精香料公司的全覆盖，公司 2019、2020、2021 年前五大客户销售收入分别占营业收入 72.72%、72.29%、67.97%，前五名客户较为稳定。

表 4 2021 年亚香股份前五大客户销售情况 (单位: 万元)

序号	客户名称	销售金额	占营业收入比重
1	ABT	18286.11	29.44%
2	国际香料香精 IFF	10132.32	16.32%
3	玛氏箭牌 Wrigley	6867.28	11.06%
4	奇华顿 Givaudan	4076.21	6.56%
5	芬美意 Firmenich	2848.50	4.59%
合计		42210.42	67.97%

资料来源：亚香股份招股说明书，海通证券研究所

3.2 香精香料行业具有较高品牌壁垒，供应商认证体系严格

香精香料行业具有较高品牌壁垒，客户渠道稳定。根据亚香股份招股说明书，食品饮料、日化等生产企业为能长期保持产品特有的口感和香气，保持产品口味的稳定性，通常不会对上游香精供应商进行大幅度的调整和更换。因此，香精生产企业也不会轻易改变香料供应商。

图 18 公司国际国内知名客户

分类	客户
国际知名客户	
国内知名客户	

资料来源：亚香股份招股说明书，海通证券研究所

香料产品根据客户要求要求进行特调生产，供应商认证体系严格。因香料香精产品是根据下游食品、日用品等生产企业的要求进行特定调配后进行生产的，通常情况下为了达到在香气、口感等方面的要求，下游食品、日用品企业对香料香精的生产商有较为严格的认证体系，需要较长时间的考察和认证过程，一旦确定以后在较长时间内会保持稳定。

公司部分细分产品成为客户主要供应来源。根据亚香股份招股说明书，2019-2021年，公司 WS-23 产品对玛氏箭牌的销售占比分别为 70.20%、50.21%和 45.46%，2019-2021 年，公司女贞醛产品向国际香料香精 IFF 销售占该产品销售收入的比例分别为 98.52%、99.54%和 98.89%，根据亚香股份招股说明书，公司为国际香料香精 IFF 女贞醛产品的独家供应商。此外，公司 2019 年、2020 年新铃兰醛产品供应约占国际香料香精 IFF 对外采购的 60%。

4. 盈利假设

我们预计亚香股份 23-25 年归母净利润分别为 151、198、282 百万元，对应 EPS 分别为 1.87 元、2.45 元、3.48 元。综合来看，我们给予 2023 年亚香股份 24-27 倍 PE 估值区间，对应合理价值区间 44.88-50.49 元。给予“优于大市”投资评级。

关键盈利预测假设：1) 销量假设：我们预计 2023-2025 年天然香料销量分别为 644.2 吨、842.41 吨、1373.27 吨，凉味剂销量分别为 535.34 吨、598.32 吨、623.85 吨，合成香料分别为 1543.86 吨、1808.52 吨、1874.69 吨。2) 价格假设：我们预计天然香料 2023-2025 年价格均为 60.15 万元/吨，凉味剂价格均为 59.72 万元/吨，合成香料均为 9.94 万元/吨。3) 新增产能假设：根据《昆山亚香香料股份有限公司关于投资建设亚香泰国生产基地项目的公告》，我们预计公司泰国基地一期项目将于 2025 年投产，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。

表 5 亚香股份分业务盈利预测

项目	2022	2023E	2024E	2025E
总收入 (百万元)	705.40	875.65	1058.79	1399.93
总成本 (百万元)	455.31	563.02	675.57	872.63
总毛利 (百万元)	250.09	312.63	383.23	527.29
总毛利率 (%)	35.45%	35.70%	36.19%	37.67%
合成香料				
销售收入 (百万元)	120.54	153.46	179.77	186.34
成本 (百万元)	88.85	113.10	132.49	137.34
毛利 (百万元)	31.69	40.36	47.28	49.01
毛利率 (%)	26.29%	26.30%	26.30%	26.30%
天然香料				
销售收入 (百万元)	327.86	387.48	506.71	826.02
成本 (百万元)	189.34	220.87	288.82	470.83
毛利 (百万元)	138.52	166.62	217.88	355.19
毛利率 (%)	42.25%	43.00%	43.00%	43.00%
凉味剂				
销售收入 (百万元)	244.49	319.71	357.32	372.56
成本 (百万元)	165.18	214.20	239.40	249.62
毛利 (百万元)	79.31	105.50	117.91	122.95
毛利率 (%)	32.44%	33.00%	33.00%	33.00%
其他				
销售收入 (百万元)	12.51	15.00	15.00	15.00
成本 (百万元)	11.94	14.85	14.85	14.85
毛利 (百万元)	0.57	0.15	0.15	0.15
毛利率 (%)	4.54%	1.00%	1.00%	1.00%

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

表 6 亚香股份可比公司估值表

股票代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
002064.SZ	爱普股份	9.45	0.39	0.5	0.62	24.23	18.90	15.24
300842.SZ	科思股份	75	2.29	2.96	3.75	32.75	25.34	20.00
002568.Sz	百润股份	37.69	0.5	0.79	1.03	75.38	47.71	36.59
	均值		1.06	1.42	1.80	44.12	30.65	23.94

资料来源: Wind, 海通证券研究所, 股价为 2023 年 5 月 23 日收盘价, 每股收益均为 Wind 一致预期。

备注: 爱普股份主要从事食品配料业务, 其次为香精和香料业务, 生产的香料产品包括凉味剂和天然香料, 与公司产品接近。科思股份主要从事化妆品活性剂业务, 其次为日化合成香料业务, 百润股份主营业务包括香精香料业务和预调鸡尾酒业务。

5. 风险提示

在建产能投放不及预期、宏观经济下行、产品价格下跌。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	705	876	1059	1400
每股收益	1.63	1.87	2.45	3.48	营业成本	455	563	676	873
每股净资产	19.12	20.99	23.44	26.93	毛利率%	35.5%	35.7%	36.2%	37.7%
每股经营现金流	1.10	1.24	5.10	1.27	营业税金及附加	5	6	7	10
每股股利	0.30	0.30	0.30	0.30	营业税金率%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
价值评估 (倍)					营业费用	6	7	8	11
P/E	22.59	19.70	15.05	10.57	营业费用率%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
P/B	1.93	1.76	1.57	1.37	管理费用	68	88	95	126
P/S	4.22	3.40	2.81	2.13	管理费用率%	9.7%	10.0%	9.0%	9.0%
EV/EBITDA	16.33	13.84	9.94	7.46	EBIT	143	175	228	322
股息率%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	财务费用	-9	4	3	2
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-1.2%	0.4%	0.3%	0.1%
毛利率	35.5%	35.7%	36.2%	37.7%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	18.7%	17.3%	18.7%	20.1%	投资收益	-2	-1	-1	-2
净资产收益率	8.5%	8.9%	10.4%	12.9%	营业利润	149	171	224	318
资产回报率	7.6%	7.8%	9.5%	11.3%	营业外收支	4	0	0	0
投资回报率	7.6%	8.8%	10.4%	12.9%	利润总额	153	171	224	318
盈利增长 (%)					EBITDA	179	215	274	380
营业收入增长率	13.6%	24.1%	20.9%	32.2%	所得税	22	21	27	38
EBIT 增长率	33.3%	22.9%	29.8%	41.4%	有效所得税率%	14.1%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润增长率	44.2%	14.7%	30.9%	42.3%	少数股东损益	-1	-1	-1	-1
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	132	151	198	282
资产负债率	10.6%	12.2%	9.6%	12.5%					
流动比率	6.97	5.77	7.04	5.31	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	4.52	3.40	4.77	3.39	货币资金	124	53	280	164
现金比率	0.70	0.23	1.43	0.54	应收账款及应收票据	195	247	170	382
经营效率指标					存货	418	520	418	552
应收账款周转天数	97.90	90.00	70.00	70.00	其它流动资产	497	510	510	518
存货周转天数	287.26	300.00	250.00	200.00	流动资产合计	1234	1330	1378	1616
总资产周转率	0.51	0.48	0.53	0.61	长期股权投资	13	20	27	35
固定资产周转率	2.03	2.15	2.15	2.32	固定资产	367	448	537	671
					在建工程	2	24	45	57
					无形资产	44	41	39	36
					非流动资产合计	493	601	715	866
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	1727	1930	2093	2482
净利润	132	151	198	282	短期借款	69	49	29	24
少数股东损益	-1	-1	-1	-1	应付票据及应付账款	91	160	141	247
非现金支出	38	40	47	59	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-3	4	4	3	其它流动负债	17	22	26	33
营运资金变动	-77	-94	164	-240	流动负债合计	177	230	196	305
经营活动现金流	89	101	412	103	长期借款	0	0	0	0
资产	-57	-141	-153	-202	其它长期负债	5	5	5	5
投资	-492	-7	-8	-8	非流动负债合计	5	5	5	5
其他	0	-1	-1	-2	负债总计	182	236	201	310
投资活动现金流	-549	-148	-162	-212	实收资本	81	81	81	81
债权募资	-148	-20	-20	-5	归属于母公司所有者权益	1545	1696	1894	2176
股权募资	684	0	0	0	少数股东权益	-1	-1	-2	-4
其他	-22	-4	-3	-2	负债和所有者权益合计	1727	1930	2093	2482
融资活动现金流	515	-24	-23	-7					
现金净流量	58	-71	227	-116					

备注: (1)表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 24 日; (2)以上各表均为简表

资料来源: 亚香股份招股说明书, 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘威 基础化工行业
 孙维容 基础化工行业
 邓勇 石油化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 恒力石化, 卫星化学, 诺普信, 扬农化工, 滨化股份, 湘潭电化, 东方铁塔, 亚钾国际, 新洋丰, 梅花生物, 百傲化学, 建龙微纳, 皇马科技, 和远气体, 华光新材, 联瑞新材, 利安隆, 万润股份, 昊华科技, 东华能源, 德美化工, 东材科技, 上海石化, 东方盛虹, 盐湖股份, 鲁西化工, 巨化股份, 国光股份, 三角轮胎, 苏博特

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通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。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23185717 luying@haitong.com邓勇 副所长
(021)23185718 dengyong@haitong.com荀玉根 副所长
(021)23185715 xyg6052@haitong.com涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@haitong.com余文心 所长助理
(0755)82780398 ywx9461@haitong.com汪立亭 所长助理
(021)23219399 wanglt@haitong.com孙婷 所长助理
(010)50949926 st9998@haitong.com

宏观经济研究团队

梁中华(021)23219820 lzh13508@haitong.com
应稼娴(021)23185645 yjx12725@haitong.com
李俊(021)23154149 lj13766@haitong.com
侯欢(021)23185643 hh13288@haitong.com
联系人
李林芷(021)23185646 llz13859@haitong.com
王宇晴(021)23185641 wyq14704@haitong.com
贺媛(021)23185639 hy15210@haitong.com

金融工程研究团队

冯佳睿(021)23219732 fengjr@haitong.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@haitong.com
罗蕾(021)23185653 ll9773@haitong.com
余浩淼(021)23185650 yhm9591@haitong.com
袁林青(021)23185659 ylq9619@haitong.com
黄雨薇(021)23185655 hyw13116@haitong.com
张耿宇(021)23183109 zgy13303@haitong.com
联系人
郑玲玲(021)23185656 zll13940@haitong.com
曹君豪(021)23185657 cjh13945@haitong.com
卓泮莹 zyx15314@haitong.com

金融产品研究团队

倪韵婷(021)23219419 niyt@haitong.com
唐洋运(021)23185680 tangyy@haitong.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@haitong.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@haitong.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@haitong.com
谭实宏(021)23185676 tsh12355@haitong.com
江涛(021)23185672 jt13892@haitong.com
张弛(021)23185673 zc13338@haitong.com
吴其右(021)23185675 wqy12576@haitong.com
滕颖杰(021)23185669 tyj13580@haitong.com
联系人
章画意(021)23185670 zhy13958@haitong.com
陈林文(021)23185678 clw14331@haitong.com
魏玮(021)23185677 ww14694@haitong.com
舒子宸(021)23185679 szc14816@haitong.com

固定收益研究团队

姜珺珊(021)23154121 jps10296@haitong.com
王巧喆(021)23185649 wqz12709@haitong.com
孙丽萍(021)23185648 slp13219@haitong.com
张紫睿(021)23185652 z zr13186@haitong.com
联系人
王冠军(021)23154116 wgj13735@haitong.com
方欣来(021)23185651 fxl13957@haitong.com
藏多(021)23185647 zd14683@haitong.com

策略研究团队

荀玉根(021)23185715 xyg6052@haitong.com
高上(021)23185662 gs10373@haitong.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@haitong.com
吴信坤(021)23154147 wxk12750@haitong.com
杨锦(021)23185661 yj13712@haitong.com
余培仪(021)23185663 ypy13768@haitong.com
联系人
王正鹤(021)23185660 wzh13978@haitong.com
刘颖(021)23185665 ly14721@haitong.com
陈菲 cf15315@haitong.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@haitong.com
潘莹练(021)23185635 pyl10297@haitong.com
王园沁(021)23185667 wyq12745@haitong.com

政策研究团队

李明亮(021)23185835 lml@haitong.com
吴一萍(021)23185838 wuyiping@haitong.com
朱蕾(021)23185832 zl8316@haitong.com
周洪荣(021)23185837 zhr8381@haitong.com
李姝醒(021)23185833 lsx11330@haitong.com
联系人
纪尧(021)23185836 jy14213@haitong.com

石油化工行业

邓勇(021)23185718 dengyong@haitong.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@haitong.com
胡歆(021)23185616 hx11853@haitong.com
联系人
张海榕(021)23185607 zhr14674@haitong.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@haitong.com
郑琴(021)23219808 zq6670@haitong.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@haitong.com
朱赵明(021)23154120 zzm12569@haitong.com
梁广楷(010)56760096 lgk12371@haitong.com
孟陆(010)56760096 ml13172@haitong.com
周航(021)23185606 zh13348@haitong.com
联系人
彭婷(021)23185619 pp13606@haitong.com
肖治健(021)23185638 xzj14562@haitong.com
张澄(010)56760096 zc15254@haitong.com

汽车行业

王猛(021)23185692 wm10860@haitong.com
房乔华(021)23185699 fqh12888@haitong.com
张觉尹(021)23185705 zjy15229@haitong.com
刘一鸣(021)23154145 lym15114@haitong.com

公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@haitong.com
傅逸帆(021)23185698 fuf11758@haitong.com
联系人
余致翰(021)23185617 ywh14040@haitong.com
阎石(021)23185741 ysh14098@haitong.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@haitong.com
高瑜(021)23185683 gy12362@haitong.com
曹蕾娜(021)231796@haitong.com
联系人
张冰清(021)23185703 zbk14692@haitong.com
李艺冰 lyb15410@haitong.com
王逸欣 wyx15478@haitong.com

互联网及传媒

毛云聪(010)58067907 myc11153@haitong.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@haitong.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@haitong.com
康百川(021)23212208 kbc13683@haitong.com
联系人
崔冰睿(021)23185690 cbr14043@haitong.com

有色金属行业

陈先龙(021)23219406 cxl15082@haitong.com
陈晓航(021)23185622 cxh11840@haitong.com
甘嘉尧(021)23185615 gjy11909@haitong.com
联系人
张恒浩(021)23185632 zhh14696@haitong.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@haitong.com
谢盐(021)23185696 xiey@haitong.com
联系人
曾佳敏(021)23185689 zjm14937@haitong.com

电子行业 张晓飞 zxf15282@haitong.com 李 轩(021)23154652 lx12671@haitong.com 肖隽翀(021)23154139 xjc12802@haitong.com 华晋书(021)23185608 hjs14155@haitong.com 薛逸民(021)23185630 xym13863@haitong.com 联系人 文 灿(021)23185602 wc13799@haitong.com 郇奕滢 lyy15347@haitong.com 张 幸 zx15429@haitong.com	煤炭行业 李 淼(010)58067998 lm10779@haitong.com 王 涛(021)23185633 wt12363@haitong.com 联系人 朱 彤(021)23185628 zt14684@haitong.com	电力设备及新能源行业 吴 杰(021)23154113 wj10521@haitong.com 房 青(021)23219692 fangq@haitong.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@haitong.com 马天一 02123219171 mty15264@haitong.com 联系人 姚望洲(021)23185691 ywz13822@haitong.com 马菁菁(021)23185627 mjj14734@haitong.com 吴志鹏 wzp15273@haitong.com 胡惠民 hhm15487@haitong.com
基础化工行业 刘 威(0755)82764281 lw10053@haitong.com 张翠翠(021)23185611 zcc11726@haitong.com 孙维容(021)23219431 swr12178@haitong.com 李 智(021)23219392 lz11785@haitong.com 李 博(021)23185642 lb14830@haitong.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@haitong.com 杨 林(021)23154174 yl11036@haitong.com 于成龙(021)23154174 ycl12224@haitong.com 洪 琳(021)23185682 hl11570@haitong.com 联系人 杨 蒙(021)23185700 ym13254@haitong.com 夏思寒 xsh15310@haitong.com 杨昊翔(021)23185620 yhy15080@haitong.com	通信行业 余伟民(010)50949926 ywm11574@haitong.com 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@haitong.com 联系人 夏 凡(021)23185681 xf13728@haitong.com 徐 卓 xz14706@haitong.com
非银行金融行业 孙 婷(010)50949926 st9998@haitong.com 何 婷(021)23219634 ht10515@haitong.com 任广博(010)56760090 rgb12695@haitong.com 联系人 曹 锐 010-56760090 ck14023@haitong.com 肖 尧(021)23185695 xy14794@haitong.com	交通运输行业 虞 楠(021)23219382 yun@haitong.com 陈 宇(021)23185610 cy13115@haitong.com 罗月江(010)56760091 lyj12399@haitong.com	纺织服装行业 梁 希(021)23185621 lx11040@haitong.com 盛 开(021)23154510 sk11787@haitong.com 联系人 王天璐(021)23185640 wtl14693@haitong.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@haitong.com 潘莹练(021)23185635 pyl10297@haitong.com 申 浩(021)23185636 sh12219@haitong.com	机械行业 赵玥炜(021)23219814 zyw13208@haitong.com 赵靖博(021)23185625 zjb13572@haitong.com 联系人 刘绮雯(021)23185686 lqw14384@haitong.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@haitong.com
建筑工程行业 张欣劼 18515295560 zxx12156@haitong.com 联系人 曹有成(021)23185701 cyc13555@haitong.com 郭好格 13718567611 ghg14711@haitong.com	农林牧渔行业 李 淼(010)58067998 lm10779@haitong.com 巩 健(021)23185702 gj15051@haitong.com 冯 鹤 fh15342@htesc.com	食品饮料行业 颜慧菁 yhj12866@haitong.com 张宇轩(021)23154172 zyx11631@haitong.com 程碧升(021)23185685 cbs10969@haitong.com 联系人 张嘉颖(021)23185613 zjy14705@haitong.com
军工行业 张恒暄 zhx10170@haitong.com 联系人 刘砚菲(021)23185612 lyf13079@haitong.com 胡舜杰(021)23155626 hsj14606@haitong.com	银行行业 林加力(021)23154395 lj12245@haitong.com 联系人 董栋梁(021)23185697 ddl13206@haitong.com 徐凝碧(021)23185609 xnb14607@haitong.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com 许樱之(755)82900465 xyz11630@haitong.com 联系人 毛弘毅(021)23183110 mhy13205@haitong.com 王祎婕(021)23185687 wj13985@haitong.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@haitong.com 李 阳(021)23185618 ly11194@haitong.com 刘 璐(021)23185631 ll11838@haitong.com 联系人 吕浦源 lpy15307@haitong.com	造纸轻工行业 郭庆龙 gq13820@haitong.com 吕科佳(021)23185623 lkj14091@haitong.com 高翩然 gpr14257@haitong.com 王文杰(021)23185637 wwj14034@haitong.com	环保行业 戴元灿(021)23185629 dyc10422@haitong.com 联系人 杨寅琛 yyc15266@haitong.com

研究所销售团队

深广地区销售团队

伏财勇(0755)23607963 fcy7498@haitong.com
蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@haitong.com
辜丽娟(0755)83253022 gulj@haitong.com
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@haitong.com
饶伟(0755)82775282 rw10588@haitong.com
欧阳梦楚(0755)23617160
oymc11039@haitong.com
巩柏含 gbh11537@haitong.com
张馨尹 0755-25597716 zxy14341@haitong.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@haitong.com
黄诚(021)23219397 hc10482@haitong.com
季唯佳(021)23219384 jiwj@haitong.com
黄毓(021)23219410 huangyu@haitong.com
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@haitong.com
马晓男 mxn11376@haitong.com
邵亚杰 23214650 syj12493@haitong.com
杨祎昕(021)23212268 yyx10310@haitong.com
毛文英(021)23219373 mwy10474@haitong.com
谭德康 tdk13548@haitong.com
王祎宁(021)23219281 wyn14183@haitong.com
张歆钰 zxy14733@haitong.com
周之斌 zzb14815@haitong.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@haitong.com
董晓梅 dxm10457@haitong.com
郭楠 010-5806 7936 gn12384@haitong.com
张丽莹(010)58067931 zlx11191@haitong.com
郭金珪(010)58067851 gjy12727@haitong.com
张钧博 zjb13446@haitong.com
高瑞 gr13547@haitong.com
上官灵芝 sglz14039@haitong.com
姚坦 yt14718@haitong.com

海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com