

核心逻辑：公司是香精香料龙头公司，通过工业巧克力和水果制品等食品配料业务的拓展逐步转型成为能够提供产品解决方案的综合供应链龙头。22Q2我们认为业绩和基本面低点，后续有望进入上行通道。

超预期驱动因素：

超预期一：

市场认为：市场可能更多的将公司定义为一个香精香料龙头公司；

我们认为：公司后续有望成为能够提供产品解决方案的综合供应链龙头，长期成长空间大。

1) 公司食用香精香料已经是内资规模第一的公司，大客户资源丰富，合作稳定，后续有望成为国际香精香料的龙头公司；2) 巧克力业务明年投产后将成为国内最大巧克力工厂，当前公司巧克力产能3.8万吨，预计未来三年每年1.5-2万吨产能的释放；需求端来看，当前订单充足，大客户资源稳定，新客户开拓顺利，按照目前公司已经成为品牌合格供应商的客户来看，每年对巧克力产能的需求在 20-25 万吨，需求端空间较大；3) 果酱业务短期虽在业务和人员调整期，但技术水平和原料端具备优势，伴随产能的释放后续仍有较大空间。由此公司食品配料制造业务与原有香精香料的业务协同，结合公司自身供应优势将助力公司成为提供综合复配产品解决方案的龙头，具备长期成长性。

超预期二：

市场认为：公司烟用香精业务占比较小，后续贡献不大。

我们认为：公司烟用香精业务具备资源、技术优势，21年底开始布局盈利能力较高的电子烟烟油业务后续有望超预期。

公司以往烟用香精以传统卷烟香精为主，预计21年整体规模在1亿以上，由此公司本身具备一定的资源、技术和客户优势；21年底公司布局电子烟烟油业务，预计后续牌照能够落地，和订单的签订，将会为公司带来新的业务增量；与此同时毛净利率均高于其原有主业，有望带动后续也的超预期。

催化剂：电子烟业务的牌照落地、食品配料产能释放等

■ 现行股价处于怎样的位置（底部/半空）？是否已经反应了该预期？反应了多少？

公司二季度受疫情影响，我们认为是经营和基本面相对低点，近期股价有所回调。我们认为现行股价位置处于底部，还未完全反映后续的烟油等业务的预期。

■ 盈利预测及估值：

预计2022-2024年实现收入分别为35.50/40.24/45.97亿元，同比分别为6.15%、13.35%、14.24%；实现归母净利润分别为1.50/1.92/2.49亿元，同比分别为-20.29%/27.43%/24.68%，经营质量有所提高。预计2022-2024公司EPS分别为0.39/0.50/0.62元，对应PE分别为28.54/22.30/17.19倍。

■ 目标价多少？现价看多少空间？测算依据是什么？

考虑到公司当前食用香精香料规模已成为内资第一，巧克力工厂23年产能释放后将成为国内第一大巧克力工厂，给予一定制造企业的龙头溢价；与此同时预计23年电子烟烟油业务贡献利润，同时考虑公司业绩的成长性，23年给予公司30倍PE，对应目标市值58亿元，对应现价还有30%-40%的空间。

■ 风险提示：新冠疫情反复影响终端需求，原材料成本持续上涨等。