

亚香股份 (301220.SZ)

增持 (下调)

2023Q1 业绩短期承压，布局泰国工厂助力长期成长

事件：公司发布 2023 年一季报，实现收入 1.25 亿元，同比下降 33.84%，归母净利润 0.21 亿元，同比下降 33.05%，公司业绩短期承压，长期成长性不变。

- **2023Q1 业绩短期承压，预计需求有望向好。** 2022 年受益于行业景气度高、公司业务开拓力度加大等因素，公司业绩实现大幅增长。其中，天然香料实现收入 3.28 亿元，同比增长 6.12%，毛利率 42.25%，同比提升 1.42 pct；凉味剂实现收入 2.44 亿元，同比增长 29.44%，毛利率 32.44%，同比增长 0.43 pct；合成香料实现收入 1.20 亿元，同比增长 9.05%，毛利率 26.29%，同比提升 4.13 pct。2023Q1 受疫情和海外去库存影响，公司业绩同比有所下滑，预计随着国内外需求复苏，公司业绩有望向好。
- **重点布局高毛利产品，行业集中度有望提高。** 公司是国内中高端香料主要生产商，已成功开发天然香料、合成香料和凉味剂三大系列共计逾 160 种产品，同时公司利用自身技术优势，加大对高毛利产品的投入，2022 年合成叶醇收入同比提升 278.18%。2022 年全球香精香料市场规模 292 亿美元，行业保持稳定增长，基于香精香料多品种、小品类、交货快的特性，叠加环保政策趋严，预计未来中小企业、落后产能将逐步淘汰，龙头企业将凭借规模优势、技术优势等持续提升自身市场份额。
- **新型电子烟市场需求持续增长，将带动电子烟领域凉味剂销量快速增长。** 近年来，雾化电子烟和 HNB 市场需求稳定增长，2021 年市场规模分别为 228、288 亿美元，自 2016 年以来复合增速分别为 19%、83%，预计随着中国加大布局 HNB 和新型烟草的需求提升，将带动烟草香精需求量。2022 年公司实现 WS-23 凉味剂产品销量约 517.8 吨，与卡夫食品和深圳芳芯科技有限公司 (RELX 电子烟的生产商) 合作持续深化，预计未来销量将继续稳步增长。
- **布局泰国工厂，打开新的成长空间。** 目前公司南通一期项目建设完成，正处于试生产阶段，同时公司规划在泰国建设生产基地，规划香兰素、橡苔、苯甲醛、苯甲醇等产品，将有利于公司减少关税指出，拓宽海外覆盖面。此外，公司在研项目“桂酸桂酯制备方法的研发”进展顺利，于 2022 年如期完成，目前处于工业化试生产阶段。
- **给予“增持”投资评级。** 预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1.5 亿、2.4 亿、2.8 亿元，EPS 分别为 1.8、2.9、3.5 元，当前股价对应 PE 分别为 19.7、12.3、10.2 倍，给予“增持”投资评级。
- **风险提示：新产品开发不及预期、环保、原材料价格大幅波动、限售股解禁**

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	621	705	810	1174	1454
同比增长	8%	14%	15%	45%	24%
营业利润(百万元)	96	149	166	266	323
同比增长	13%	55%	11%	60%	21%
归母净利润(百万元)	91	132	146	235	284
同比增长	17%	44%	11%	61%	20%
每股收益(元)	1.13	1.63	1.81	2.91	3.51
PE	31.6	21.9	19.7	12.3	10.2
PB	3.9	1.9	1.7	1.5	1.4

资料来源：公司数据、招商证券

周期/化工
目标估值：NA
当前股价：36.95 元

基础数据

总股本(万股)	8080
已上市流通股(万股)	1912
总市值(亿元)	30
流通市值(亿元)	7
每股净资产(MRQ)	19.4
ROE(TTM)	7.8
资产负债率	10.4%
主要股东	周军学
主要股东持股比例	39.93%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-11	-0	3
相对表现	-10	-10	0



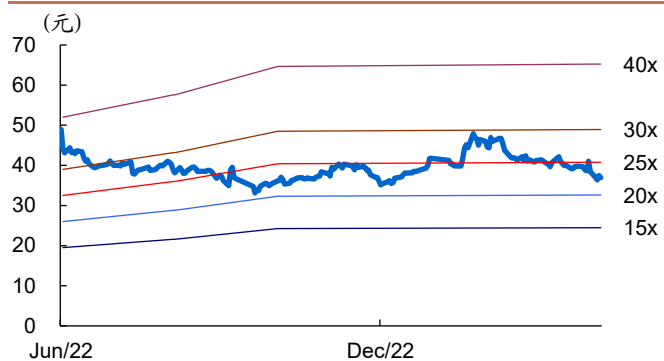
资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《亚香股份 (301220) 一中高端香料主要供应商，布局泰国工厂打造成长新动能》2023-02-13

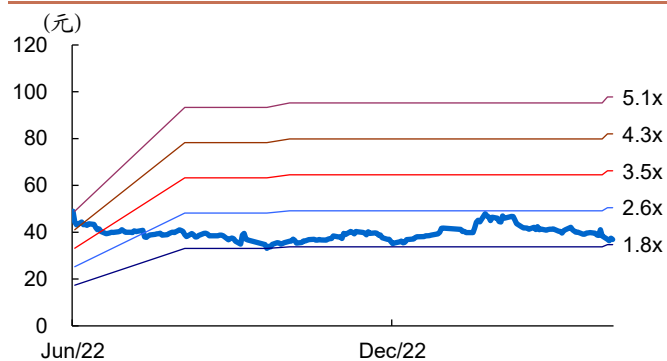
周铮 S1090515120001
zhouzheng3@cmschina.com.cn
曹承安 S1090520080002
caochengan@cmschina.com.cn
连莹 研究助理
lianying@cmschina.com.cn

图 1: 亚香股份历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 亚香股份历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	604	1234	1271	1557	1814
现金	70	124	100	95	114
交易性投资	0	479	479	479	479
应收票据	1	3	4	5	7
应收款项	192	192	200	289	358
其它应收款	3	3	3	5	6
存货	309	418	467	658	818
其他	28	15	18	25	31
非流动资产	460	493	522	548	573
长期股权投资	0	13	13	13	13
固定资产	328	367	401	433	462
无形资产商誉	46	51	46	41	37
其他	85	62	62	61	61
资产总计	1064	1727	1792	2106	2386
流动负债	289	177	121	225	248
短期借款	176	69	0	59	45
应付账款	86	91	103	146	181
预收账款	2	2	3	4	5
其他	25	15	15	16	17
长期负债	32	5	5	5	5
长期借款	25	0	0	0	0
其他	7	5	5	5	5
负债合计	321	182	126	230	253
股本	61	81	81	81	81
资本公积金	296	944	944	944	944
留存收益	386	521	643	854	1113
少数股东权益	0	(1)	(1)	(3)	(4)
归属于母公司所有者权益	743	1545	1667	1878	2138
负债及权益合计	1064	1727	1792	2106	2386

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	91	89	134	21	119
净利润	91	131	146	234	282
折旧摊销	33	36	40	43	45
财务费用	9	(2)	1	1	2
投资收益	(1)	2	(7)	(11)	(11)
营运资金变动	(30)	(74)	(49)	(261)	(211)
其它	(11)	(4)	3	14	12
投资活动现金流	(77)	(549)	(64)	(60)	(60)
资本支出	(78)	(57)	(71)	(71)	(71)
其他投资	1	(492)	7	11	11
筹资活动现金流	1	515	(94)	34	(40)
借款变动	13	(161)	(69)	59	(14)
普通股增加	0	20	0	0	0
资本公积增加	0	648	0	0	0
股利分配	0	0	(24)	(24)	(24)
其他	(12)	8	(1)	(1)	(2)
现金净增加额	15	55	(24)	(5)	19

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	621	705	810	1174	1454
营业成本	410	455	519	731	909
营业税金及附加	5	5	5	8	10
营业费用	5	6	6	8	10
管理费用	59	68	78	113	140
研发费用	35	37	42	59	73
财务费用	12	(9)	1	1	2
资产减值损失	(2)	(2)	0	0	0
公允价值变动收益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
其他收益	1	9	9	9	9
投资收益	1	(2)	(2)	2	2
营业利润	96	149	166	266	323
营业外收入	2	5	5	6	6
营业外支出	0	1	1	0	1
利润总额	98	153	170	272	328
所得税	7	22	24	38	46
少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
归属于母公司净利润	91	132	146	235	284

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	8%	14%	15%	45%	24%
营业利润	13%	55%	11%	60%	21%
归母净利润	17%	44%	11%	61%	20%
获利能力					
毛利率	33.9%	35.5%	36.0%	37.8%	37.5%
净利率	14.7%	18.7%	18.1%	20.0%	19.5%
ROE	13.1%	11.5%	9.1%	13.3%	14.1%
ROIC	11.1%	9.4%	8.8%	12.8%	13.6%
偿债能力					
资产负债率	30.1%	10.6%	7.1%	10.9%	10.6%
净负债比率	19.8%	4.0%	0.0%	2.8%	1.9%
流动比率	2.1	7.0	10.5	6.9	7.3
速动比率	1.0	4.6	6.6	4.0	4.0
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6
存货周转率	1.4	1.3	1.2	1.3	1.2
应收账款周转率	3.5	3.6	4.1	4.7	4.4
应付账款周转率	4.0	5.2	5.3	5.9	5.6
每股资料(元)					
EPS	1.13	1.63	1.81	2.91	3.51
每股经营净现金	1.12	1.10	1.66	0.25	1.48
每股净资产	9.20	19.12	20.63	23.25	26.46
每股股利	0.00	0.30	0.30	0.30	0.30
估值比率					
PE	31.6	21.9	19.7	12.3	10.2
PB	3.9	1.9	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA	21.1	16.8	14.1	9.4	7.9

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

周铮：招商证券化工行业首席分析师。金融学硕士，2015 年加入招商证券。曾供职于天相投顾、华创证券、方正证券。

曹承安：招商证券化工行业高级分析师。上海交通大学硕士，2020 年加入招商证券，曾供职于中化国际、浙商证券。

赵晨曦：招商证券化工行业高级分析师。化学工程硕士，2021 年加入招商证券，曾供职中国节能、首创证券。

连莹：招商证券化工行业研究员。复旦大学化学博士，2022 年加入招商证券。

姚姿宇：招商证券化工行业研究员。香港科技大学硕士，2022 年加入招商证券，曾供职于中泰证券。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。