

亚香股份 (301220.SZ)

中高端香料主要供应商，布局泰国工厂打造成长新动能

公司是国内中高端香料主要生产企业，产品品类丰富、客户结构优质；国内香精香料高端市场潜力巨大，龙头企业更具优势；研发能力出众，布局泰国工厂打开新的成长空间。

- 国内中高端香料主要生产企业，产品品类丰富、客户结构优质。公司是国内中高端香料主要生产企业之一，主要产品为天然香料、凉味剂、合成香料等，产品种类共计逾 160 种，天然香料产品逾 90 种，其中香兰素、WS-23 产品为公司优势产品，市占率位居全球同类产品第一。为了保持产品独特的香气及口感，下游香精企业和终端客户等对供应商有较为严格的认证体系，考察时间较长，一旦合作不会轻易调整和更换。公司凭借规模化的生产优势、丰富的产品品类、严格的质量控制等，与国际香料香精、奇华顿、芬美意、ABT 等香精香料行业国际知名公司以及玛氏箭牌、亿滋国际、高露洁等快速消费品行业的知名公司建立了长期稳定的合作关系。
- 高端市场潜力巨大，龙头企业更具优势。2021 年全球香精香料市场规模 291 亿美元，行业龙头企业以欧、美、日企业为主，前四巨头市占率约 50%；2020 年中国香精香料销售规模 511 亿元，行业集中度较低，低端领域竞争激烈，高端领域主要被海外企业占据，存在巨大市场潜力。随着全球香精香料生产向发展中国家转移，我国香精香料行业面临巨大发展机遇。近年来随着环保政策趋严，部分落后小厂产能淘汰，现有企业环保治理成本上升，提高了香精香料行业的进入门槛，有利于龙头企业利用资金和规模优势，提高市占率。
- 研发能力出众，布局泰国工厂打开新的成长空间。公司除利用自身研发能力不断改进原料选择、生产工艺等外，采用合成生物学的固定酶催化技术，目前正在尝试使用该技术生产桂酸甲酯等产品，成功量产后可大幅降低生产成本。公司现拥有江西、武穴、南通三个生产基地，拟投资不超过 3 亿元布局泰国生产基地，计划建设香兰素、橡苔、苯甲醛、苯甲醇等多种产品，可有效降低对美关税，拓宽海外覆盖面，进一步提升盈利能力。
- 给予“强烈推荐”投资评级。预计公司 2022-2024 年收入分别为 7.3 亿元、8.2 亿元和 10.9 亿元，归母净利润分别为 1.3 亿元、1.5 亿元和 2.4 亿元，EPS 分别为 1.56 元、1.81 元和 2.91 元，当前股价对应 PE 分别为 28.5 倍、24.5 倍和 15.3 倍，首次覆盖，给予“强烈推荐”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、执行香兰素压降计划导致业绩下滑。

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	575	621	732	824	1093
同比增长	13%	8%	18%	13%	33%
营业利润(百万元)	86	96	130	152	221
同比增长	-15%	13%	35%	17%	45%
归母净利润(百万元)	78	91	126	146	235
同比增长	-8%	17%	38%	16%	60%
每股收益(元)	0.97	1.13	1.56	1.81	2.91
PE	45.9	39.3	28.5	24.5	15.3
PB	5.5	4.8	4.1	3.7	3.1

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐 (首次)

周期/化工

目标估值：NA

当前股价：44.41 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)	36
流通市值(亿元)	8
每股净资产(MRQ)	18.6
ROE(TTM)	8.7
资产负债率	11.0%
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	17	13	23
相对表现	14	13	35



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 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

正文目录

一、国内中高端香料主要生产商，天然香料占比持续提升.....	4
1、国内中高端香料主要生产商，产品品类丰富、客户资源优质.....	4
2、天然香料占比持续提升，业绩同比大增.....	5
3、周军学为公司实际控制人.....	6
二、香料对产品品质至关重要，国内高端市场潜力巨大.....	7
1、香料用量虽微，但对产品品质至关重要.....	7
2、国内行业集中度仍较低，高端市场潜力巨大.....	8
3、香兰素全球消费量较大，凉味剂市场需求持续提升.....	11
三、公司具有多项优势产品，客户结构优异.....	12
1、产品种类丰富，多项产品在细分领域具有领先地位.....	12
2、公司客户结构优异、研发能力出众.....	15
四、盈利预测.....	17
五、风险提示.....	18

图表目录

图 1: 公司历史沿革.....	4
图 2: 公司营业收入及增速.....	6
图 3: 公司归母净利润及增速.....	6
图 4: 2017-2022H1 公司主营产品分布.....	6
图 5: 2017-2022H1 公司主营业务毛利率.....	6
图 6: 公司股权结构.....	7
图 7: 香精香料产业链.....	7
图 8: 液体香料生产工艺.....	8
图 9: 固体香料生产工艺.....	8
图 10: 2015-2021 年全球香精香料行业市场规模.....	9
图 11: 2020 年全球香精香料行业市场竞争格局.....	9
图 12: 2015-2021 年中国香精香料销售规模及增速.....	9
图 13: 2015-2021 年中国香精香料产量及增速.....	9
图 14: 2020 年中国香精香料市场竞争格局.....	10

图 15: 中国香精香料市场需求销售额及预测.....	11
图 16: 亚香股份历史 PE Band.....	18
图 17: 亚香股份历史 PB Band.....	18
表 1: 公司主要产品情况.....	5
表 2: 公司项目情况.....	5
表 3: 天然香料各国定义.....	8
表 4: 香精香料行业相关政策.....	10
表 5: 公司与同行业可比上市公司比较情况.....	12
表 6: 公司与其他行业内主要公司比较情况.....	13
表 7: 公司经营模式.....	14
表 8: 公司 2019-2021 年香兰素产品收入、毛利及其占比情况.....	14
表 9: 公司主要客户.....	15
表 10: 公司核心技术.....	16
表 11: 公司盈利预测.....	17
附: 财务预测表.....	19

一、国内中高端香料主要生产商，天然香料占比持续提升

1、国内中高端香料主要生产商，产品品类丰富、客户资源优质

公司是国内中高端香料主要生产企业之一，产品品类丰富，客户资源优质。公司主营业务为香料的研发、生产和销售，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，2012年江苏省经信委办公室认定的江苏省第一批两化融合示范、试点企业，昆山市科学技术局、昆山市财政局认定的昆山市科技研发机构。凭借规模化的生产优势、丰富的产品品类、严格的质量控制和较强的研发能力，公司积累了优质、稳定的客户渠道和资源，与国际香料香精、奇华顿、芬美意、ABT等香精香料行业国际知名公司以及玛氏箭牌、亿滋国际、高露洁等快速消费品行业的知名公司建立了长期稳定的合作关系。

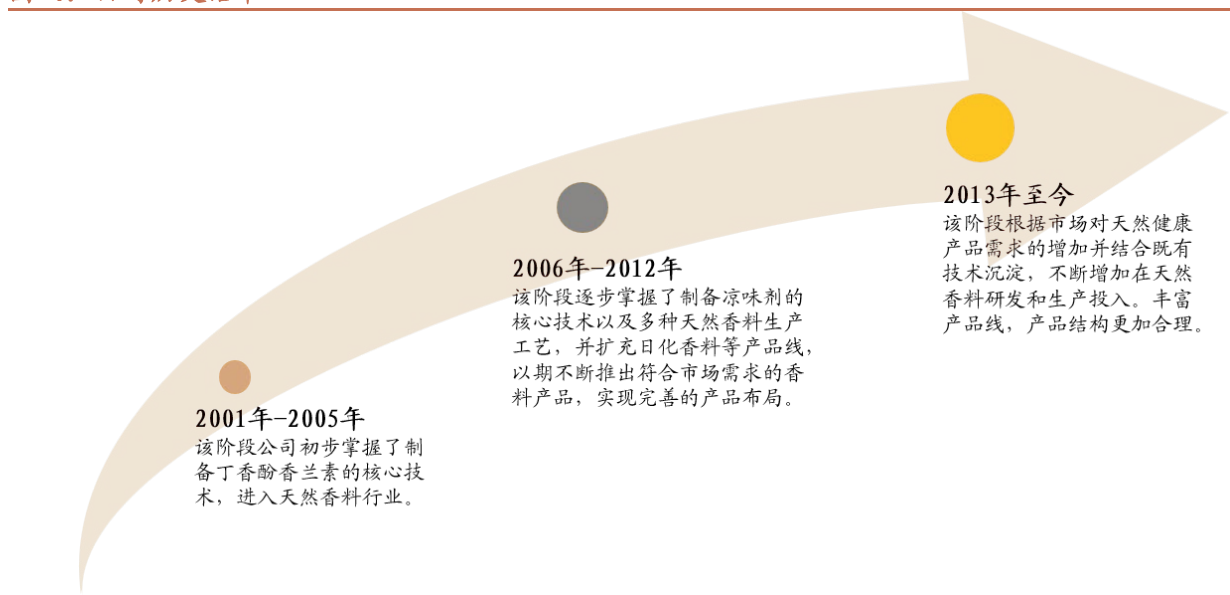
公司的发展历程主要可分为三个阶段：进入天然香料行业——国内香料主要生产商——国内中高端香料主要生产商。

(1) 第一阶段（2001年-2005年）：公司初步掌握了制备丁香酚香兰素的核心技术，成为IFF等等国际香精香料公司的供应商，并顺利进入天然香料行业。

(2) 第二阶段（2006年-2012年）：公司逐步掌握凉味剂及多种天然香料的核心技术和生产工艺，并扩充日化香料等合成香料产品线，成为玛氏箭牌等国际快速消费品公司供应商，至此公司成为国内香料主要生产企业。

(3) 第三阶段（2013年-至今）：公司结合已有技术沉淀，加大天然香料研发和生产投入，丰富产品线，丁香酚香兰素、桂酸甲酯、苯乙酸等品类天然香料的规模逐渐在行业中形成优势。至此，公司产品覆盖国际十大香精香料公司，公司已成为国内中高端香料主要生产企业之一。

图 1：公司历史沿革



资料来源：公司公告、招商证券

公司主要产品可分为天然香料、合成香料、凉味剂等。前述产品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，公司产品具有广泛的下游应用领域和发展空间。凉味剂作为香料的一种，侧重提供清凉效果，通常直接加入食品或日化产品中，近年来公司凉味剂产品在主营业务的占比较高，且凉味剂生产、主要客户与公司其他香料产品相对独立。如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。基于产品特点、主要客户类型、行业管理等因素考虑，公司将凉味剂产品在主营产品中单独化分为一类，而非划分为天然凉味剂和合成凉味剂。

表 1: 公司主要产品情况

产品类别	代表产品	产品特点	产品用途
天然香料	丁香酚香兰素	白色或微黄色针状结晶或结晶粉末; 具有甜香、奶香和香草香气	主要用于食用香精中, 尤其是在糖果、巧克力、饮料、冰淇淋、酒类中应用广泛, 在烟用香精中也很有用途; 常作粉底香用, 可广泛用于几乎所有香型, 如紫罗兰、草兰、葵花、东方香型。可作定香剂, 是配制香草型香精的主要原料。也可直接用于饼干、糕点、糖果、饮料等食品的加香。
	阿魏酸香兰素		
	天然桂酸甲酯	白色至浅色结晶; 果香、膏香	主要用于配制樱桃、草莓和葡萄等型食用香精, 用于香料工业作定香剂, 常用于调配康乃馨、东方型花香香精, 也用于肥皂、洗涤剂。
合成香料	天然覆盆子酮	类白色至白色针状或颗粒状结晶; 具有甜的果香, 类似复盆子酱香温和香气	食用香精中, 用于配制草莓、菠萝、桃子、李子、悬钩子等香精, 通常在果香型的香精中作为定香剂。在日化香精中, 应用于茉莉、梔子、晚香玉等花香型日用香精中, 也可用于化妆品及皂用香精中。
	女贞醛	无色至浅黄色液体; 强烈的青香、草香, 带有柑橘香韵	用于香精调香。与花香、木香和草香气息能很好和谐, 非常适合与柑橘油共用。它的清鲜可用于香水、古龙水, 能调和柑橘、松木、药草及木香; 也适用于某些花香型、醛香型、近代新型型; 使用在香水、泡沫溶剂、香皂、洗涤剂香精中有新鲜香气。
	格蓬酯	无色透明液体; 浓烈的果香, 略带菠萝样的香味	用于日化香精配方。
凉味剂	苹果酯	无色透明液体; 新鲜的果香香气	用于调配花香型和果香型日用香精。
	WS-23	白色粉末; 轻凉薄荷味道	能在食品和化妆品中产生持久的清凉感觉, 广泛用于食品、饮料、糖果、化妆品、烟制品、医药等。
	WS-3	白色粉末; 轻凉薄荷味道	能在食品和化妆品中产生持久的清凉感觉, 多用作皮肤和唇膏的凉爽剂。在薄荷型配方、各种辛香料配方和口腔护理产品中作凉味增强剂, 在口香糖及儿童糖中作凉味剂。

资料来源: 公司公告、招商证券

公司现有江西、武穴、南通三个生产基地, 昆山生产基地已关停。江西工厂、武穴工厂已顺利投产, 南通工厂处于试生产状态, 各厂区产能之间存在协同。2023 年 2 月 1 日, 公司公告拟以自有资金与全资子公司南通亚香、苏州亚香共同投资建设亚香泰国生产基地项目, 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, 预计投资总额不超过 3 亿元, 一期项目争取在 2024 年 12 月 31 日前投产并具备相应生产能力。该项目有利于拓宽公司业务的辐射范围, 满足海外客户的需求, 进一步提升公司的经济效益和综合竞争力。

表 2: 公司项目情况

项目名称	实施主体	备注
3,795t/a 香精香料项目	江西亚香	已投产
年产 2,830 吨香精、香料、食品添加剂系列产品项目	武穴坤悦	已投产
6,500t/a 香精香料及食品添加剂和副产 15 吨肉桂精油、1 吨丁香轻油和 20 吨苧烯项目	南通亚香	试生产
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 吨香精香料生产装置)	亚香生物 (泰国)	规划中

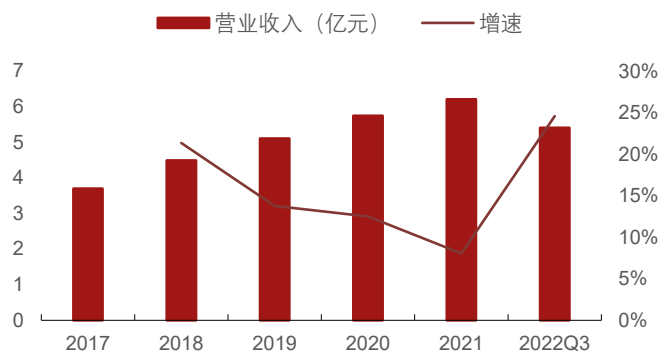
资料来源: 公司公告、招商证券

2、天然香料占比持续提升, 业绩同比大增

行业景气度高, 公司业绩同比大增。近年来, 公司营业收入及归母净利润总体保持稳定增长, 2021 年公司实现营业收入和归母净利润分别为 6.21 亿、0.91 亿, 近五年年均复合增速分别为 13.82%、16.87%; 2022 年前三季度, 公司实现营业收入为 5.41 亿元, 同比增长 24.59%, 归母净利润 0.99 亿元, 同比增长 65.52%, 主要系行业景气度高、项

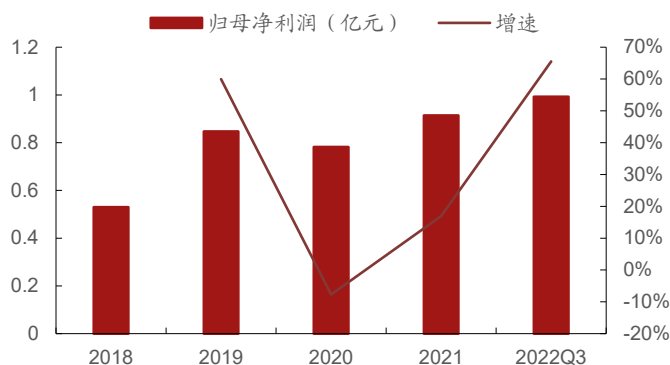
目执行效率提高、业务开拓力度加大等方面因素。

图 2：公司营业收入及增速



资料来源：公司公告、招商证券

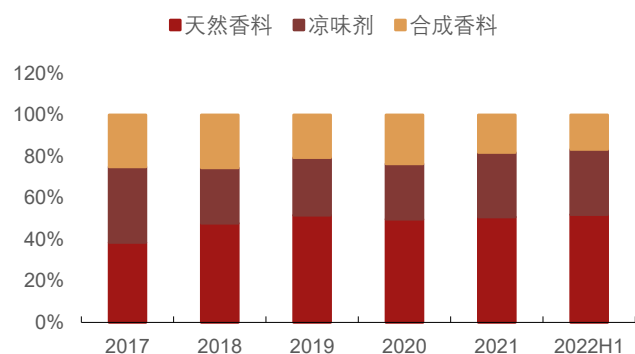
图 3：公司归母净利润及增速



资料来源：公司公告、招商证券

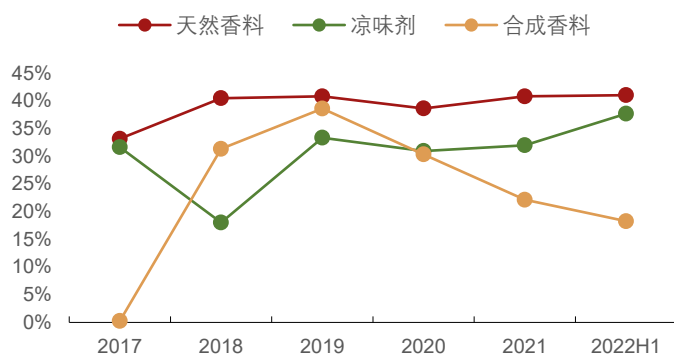
公司天然香料收入占比约五成，占比持续提高，毛利率水平较稳定。天然香料、凉味剂和合成香料是公司的主要收入来源。近年来，盈利能力较高的天然香料收入占主营业务的比例总体平稳增长，由 2017 年的 38.52% 提升至 2022H1 的 51.92%，盈利能力相对一般的合成香料产品收入占比持续收缩，由 2017 年的 25.06% 下降至 2022H1 的 16.69%，由于产品结构的调整，公司整体毛利率水平持续提高。近年来，公司天然香料业务毛利率水平较为稳定，维持在 33%-41% 范围内；除 2018 年外，凉味剂业务毛利率水平较为稳定，维持在 30%-38% 之间；合成香料毛利率出现一定程度下滑。

图 4：2017-2022H1 公司主营产品分布



资料来源：公司公告、招商证券

图 5：2017-2022H1 公司主营业务毛利率

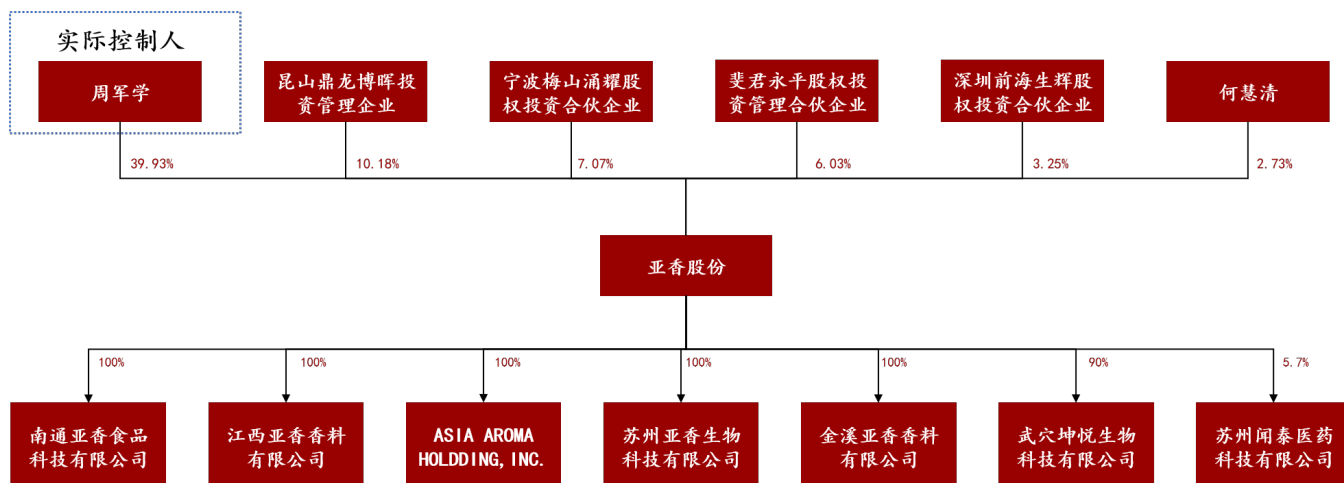


资料来源：公司公告、招商证券

3、周军学为公司实际控制人

周军学为公司实际控制人。周军学先生直接持有公司 39.93% 的股份，为亚香股份实际控制人，任公司董事长，为公司核心技术人员。公司现拥有 5 家全资子公司，控股武穴坤悦生物科技有限公司。2022 年 10 月公司公告与关联方共同投资苏州闻泰医药科技有限公司；2023 年 2 月公司公告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，公司业务的辐射范围得到进一步拓宽，可更好满足海外客户的需求。

图 6: 公司股权结构



资料来源: 公司公告、招商证券

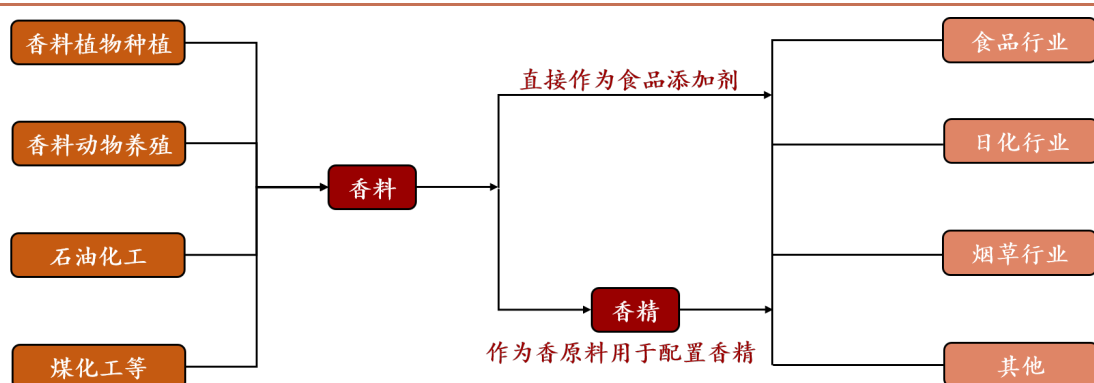
二、香料对产品品质至关重要，国内高端市场潜力巨大

1、香料用量虽微，但对产品品质至关重要

香料用量虽微，但应用广泛，对产品品质至关重要。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，主要用于调配成香精用于加香产品，或直接作为食品添加剂使用。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，其被广泛应用于食品、烟草、日化、医药、饲料、化妆品、纺织和皮革等各行各业，用量虽微，但其对产品品质至关重要。

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，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。

图 7: 香精香料产业链



资料来源: 公司公告、公开资料整理、招商证券

天然香料主要是指原料来自于动植物的香料（符合美国天然香料标准）。对于天然香料各国定义不尽相同，美国法规要求天然香料的原料来自动植物，而欧盟和中国的法规既要求原料来自动植物，也对从原料中获得香料的过程进行了要求（适当的物理方法、酶法或微生物法）。由于中国、欧盟规定的传统意义的天然香料对原料来源及香料加工过程

均有严格限制，但除某些大规模种植品种外，自然界中能够满足前述条件的天然植物多属于天然种植的小众产品，产量较低，或者虽能大规模种植但受天气影响价格波动较大，总体市场覆盖较小，因此近年来目前市场上中高端、用于食品的主要为符合美国天然香料标准的产品，行业里通常将前述产品视为天然香料。

天然香料产品主要应用于食品领域，最终消费者对于天然产品的需求快速提升，导致下游客户提高对天然香料的采购规模，用于替代目前使用量巨大的合成香料。

表 3: 天然香料各国定义

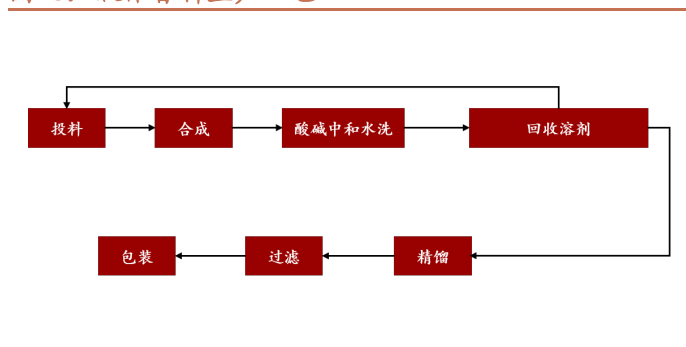
国家	天然香料定义	法律法规依据
美国	精油、油树脂、提取物、蛋白水解物、蒸馏生成物，或烘焙、加热及酶解产物，它们含有的香料成分是来自己辛料、水果或果汁、蔬菜或蔬菜汁、可食用酵母、香草、植物的皮根茎叶花果及类似植物原料、肉、海鲜、家禽、蛋、奶制品及其发酵产品，其在食品中的主要作用是增香而不是提供营养。	美国联邦法规(CFR)21 Part 101 食品标注
欧盟	天然食品香料的原料是动、植物，这些原料可处于未加工的原始状态，也可以已经历了适合人类消费的传统食品加工过程。从这些原料中获得的香料的方法是适当的物理过程或是从酶法或微生物工艺（过程）。	欧洲议会和欧盟理事会《关于食用香料香精和某些具有香味性质的食品配料在食品中和食品上的应用》Regulation(EC) No.1334/2008 Article 3.2(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：公司公告、招商证券

凉味剂作为香料产品中的一类，侧重提供清凉效果，通常被直接添加在食品或日化产品中。与其他香料产品相比，凉味剂具有显著的特点：（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。

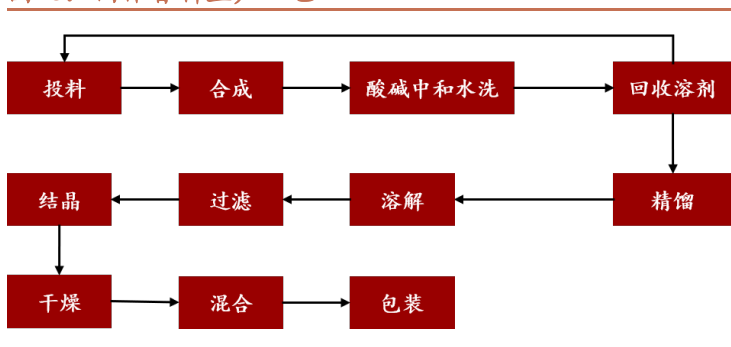
天然香料、合成香料、凉味剂等按形态可分为液体香料和固体香料。具体生产工艺包括合成、精馏、结晶等。

图 8: 液体香料生产工艺



资料来源：公司公告、招商证券

图 9: 固体香料生产工艺



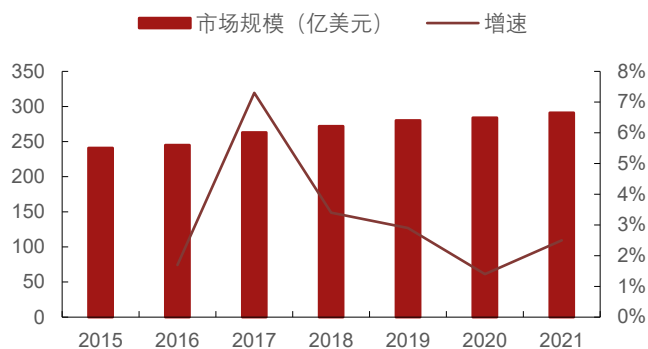
资料来源：公司公告、招商证券

2、国内行业集中度仍较低，高端市场潜力巨大

随着生活水平的提高，全球香精香料行业稳定增长。现代香料香精工业起源于欧洲诸国和美国，二战以后，美国和日本在香料香精领域发展迅速。自上个世纪七十年代开始，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，促进了香料香精行业高速增长，全球香精香料的市场规模从 2015 年的 241 亿美元增长至 2021 年 291 亿美元，复合年均增长率为 4.13%。据中研普华研究院预计，到 2027 年全球香精香料行业市场规模将达到 2621.71 亿元。

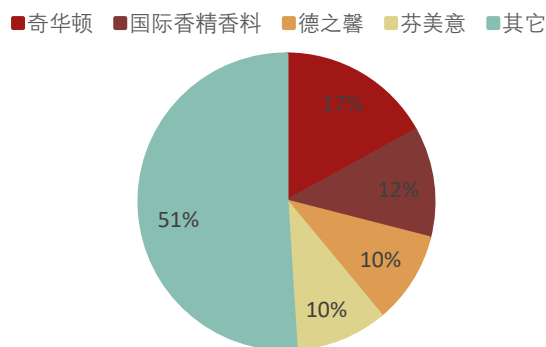
全球香料香精生产主要来自欧美日、行业高度集中。在 20 世纪 80 年代，发达国家香料香精企业仍处于高度分散状态，自 90 年代以来，行业市场集中度进程明显加快。当前，欧洲、美国、日本已成为世界上最先进的香料香精工业中心，全球重要的香料香精生产企业均来自上述发达国家和地区，代表企业有瑞士的奇华顿和芬美意、美国的国际香料香精和森馨、德国的德之馨、法国的曼氏和罗伯特，以及日本的高砂和长谷川等。这些国际大公司以香精为龙头产品带动香料行业的发展，同时通过内生外延来构建多品类业务版图，通过控制关键香精的品种、技术来保持其领先地位，市场集中度持续提升，2020 年全球香精香料市场中，奇华顿占比为 17%，位列第一，其次为国际香精香料、德之馨和芬美意，占比分别为 12%、10%和 10%，行业 CR4 为 49%。

图 10: 2015-2021 年全球香精香料行业市场规模



资料来源：公开资料整理、华经产业研究院、招商证券

图 11: 2020 年全球香精香料行业市场竞争格局

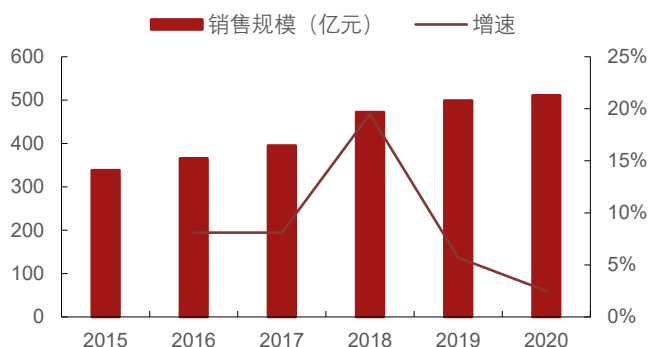


资料来源：公开资料整理、华经产业研究院、招商证券

产业呈现向发展中国家转移趋势，亚洲市场是全球香精香料消费需求最大的地区。根据 IAL 咨询机构的预测，未来几年亚洲、非洲、中东及中美增长较快，至 2020 年，亚洲市场规模将增至 121.9 亿美元。亚洲市场是全球香料香精消费需求最大的地区，约占全球市场份额的 40%，其次是北美和西欧市场。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，这也将促进全球香精香料产能及研发布局向亚洲、非洲、中东等新兴市场转移。

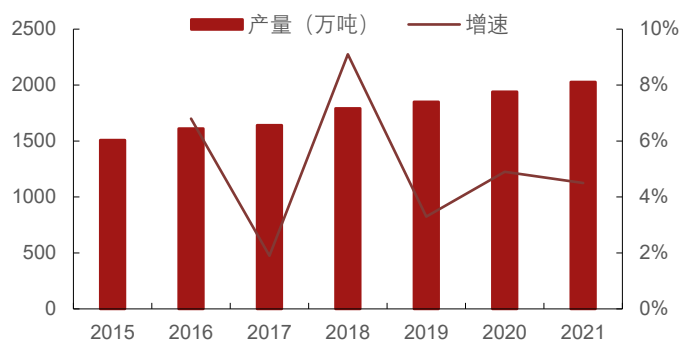
近年来我国香料香精行业发展迅速，市场规模不断扩大。我国香料香精行业起始于 20 世纪 30 年代，自 1980 年以来我国香料香精工业发展较快，在近 40 年的发展历程中，随着中国经济的发展和国民生活水平的提高，我国香料香精需求和供给双向增长，香料香精行业市场规模不断扩大。近年来，我国香精香料行业进入了稳定快速发展的时期，根据中国香料香精化妆品工业协会不完全统计，2020 年我国香精香料行业销售规模达 511.3 亿元，自 2015 年以来复合增速为 8.6%，2021 年中国香精香料产量为 2027 万吨，同比增长 4.5%，自 2015 年以来复合增速为 6.08%。

图 12: 2015-2021 年中国香精香料销售规模及增速



资料来源：公开资料整理、华经产业研究院、招商证券

图 13: 2015-2021 年中国香精香料产量及增速

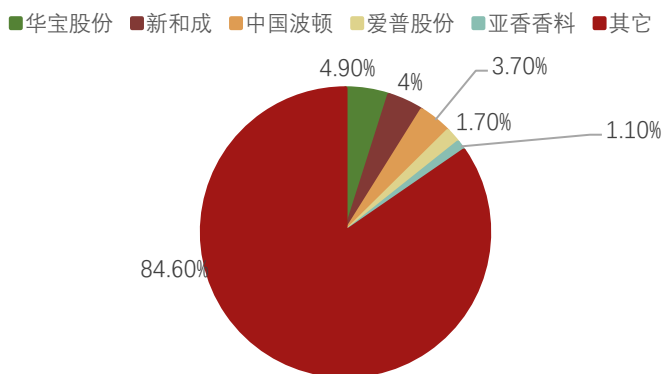


资料来源：公开资料整理、华经产业研究院、招商证券

我国香料香精行业集中度较低，中小企业竞争激烈，头部领先企业更具生产优势。2011 年，全国规模以上香料香精企业为 317 家，年销售额 469.72 亿元；2017 年全国规模以上香料香精企业为 351 家，年销售额 660.02 亿元。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。

低端领域竞争激烈，高端领域潜力巨大，国内企业多聚焦于部分细分领域。通过近些年的积累，我国是发展中国家和地区中少数能在香精香料生产上与发达国家相抗衡的国家之一，香兰素和乙基香兰素的出口量已占全球供应量的50%以上，麦芽酚和乙基麦芽酚也已占据大部分国际市场，合成樟脑、洋茉莉醛、覆盆子酮、苯乙醇香豆素合成檀等料品种的出口比例也很大。从市场格局来看，我国香精香料行业高端市场多被国外企业占据，国内企业多数聚焦于部分细分领域，低端市场竞争激烈。相较于跨国企业，我国大部分香精香料企业技术和研发实力薄弱，创新能力较弱，因此产品更新换代能力和速度无法跟上国际大公司的步伐。未来随着全球香精香料生产从发达国家向发展中国家转移，我国香精香料企业面临巨大发展机遇，由中低端市场向高端市场发展。在我国香精香料行业市场中，华宝股份市占率最高，为4.9%；新和成、中国波顿、爱普股份市占率分别为4%、3.7%、1.7%；亚香股份市占率为1.1%。

图 14: 2020 年中国香精香料市场竞争格局



资料来源：公开资料整理、华经产业研究院、招商证券

环保要求趋严，提高香精香料行业准入门槛。随着国民生活水平不断上升以及社会进步发展，民众对环境安全的要求不断提升，国家对环境保护要求相应日趋严格。2016年11月，国务院发布了《“十三五”生态环境保护规划》，对空气、水环境、土壤环境等确定了十三五期间的总体目标，并确定了通过强化环境硬约束推动淘汰重污染产能退出和过剩产能化解机制的供给侧改革。香精香料行业作为化学原料和化学制品制造业细分行业，一方面环境治理不严的小企业因为不断趋严的环保执法要求不得不停产、关闭或转产，另一方面现存的其他企业被要求增加环境保护投入和支出，提升污染处理能力。前述政策提高了行业经营资质获取及环境准入门槛、淘汰不合规产能，对有一定规模的、环保治理规范的企业提供了良好的发展机遇。

天然香料具有健康安全、绿色、可持续等特性，是全球香精香料行业的必然发展趋势。天然香料被高档化妆品、食品、医药等行业所广泛使用。我国社会消费水平高速发展，天然香料可以较好的满足现代人类的回归自然的诉求。化石原料的日益枯竭催生人们转而重视天然、可循环的天然动植物原料来源。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。近年来，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。

表 4: 香精香料行业相关政策

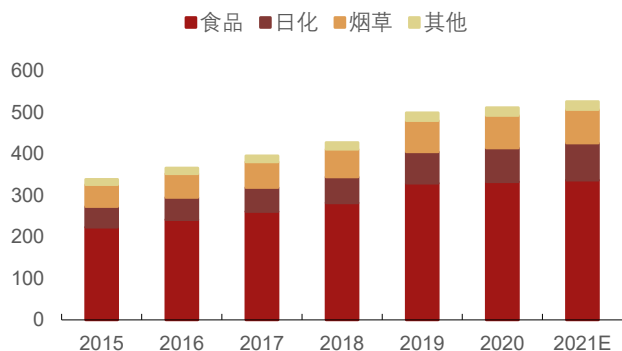
序号	部门	文件/战略名称	发布或最新更新时间	相关内容
1	国务院、发改委	《产业结构调整指导目录》（2019年本）（中华人民共和国国家发展和改革委员会令第29号）	2019.10.30	将香料、野生花卉等林下资源人工培育与开发、天然食品添加剂、天然香料新技术开发与生产列入鼓励类。

2	国务院	《“十三五”国家食品安全规划》	2017.02.14	严把食品生产经营许可关。对食品（含食品添加剂）生产、直接接触食品的包装材料等具有较高风险的相关产品、食品经营（不含销售食用农产品）依法严格实施许可管理。加强食品安全国际化人才培养，鼓励支持我国专家在食品相关国际机构任职。做好我国作为国际食品法典添加剂委员会主席国的相关工作。
3	发改委、工信部	《促进食品工业健康发展的指导意见》	2017.01.05	加快食品行业发展，推动食品工业转型升级，满足城乡居民安全、多样、健康、营养、方便的食品消费需求，到 2020 年，食品工业规模化、智能化、集约化、绿色化发展水平明显提升，供给质量和效率显著提高。
4	国务院	“十三五”生态环境保护规划	2016.11.24	到 2020 年，生态环境质量总体改善。强化环境硬约束推动淘汰落后和过剩产能。建立重污染产能退出和过剩产能化解机制。严格环保能耗要求促进企业加快升级改造。
5	卫计委	《食品安全国家标准与监测评估“十三五”规划（2016-2020）》	2016.11.09	改革和加强新食品原料、食品添加剂新品种、食品相关产品新品种等“三新食品”管理。
6	中国香料香精化妆品工业协会	《香精香料行业“十三五”发展规划》	2016.09.26	“十三五”期间，香料香精行业仍可保持平稳较快增长，年平均增长速度不低于 7% 左右，高于国民经济（GDP）发展预期，至 2020 年生产销售总额预计可达到 510 亿元左右。

资料来源：公司公告、招商证券

随着食品、日化等行业的持续发展，香精香料需求将持续增长。香料行业的直接下游主要为香精行业，香料行业的下游客户主要为食用香精、日化香精、烟用香精等香精生产厂商和少数食品企业。我国香料主要应用在与人们生活密切相关的食品制造行业和洗涤用品、化妆品等日用化学品行业。2020 年我国食品香精行业市场销售额为 332.6 亿元，日化香精、烟用香精以及其他领域销售额分别为 81.4、78.2、19 亿元。随着食品行业、洗涤用品行业、化妆品行业等的持续发展，将带动香料香精需求持续增长。

图 15: 中国香精香料市场需求销售额及预测



资料来源：公开资料整理、招商证券

3、香兰素全球消费量较大，凉味剂市场需求持续提升

全球香兰素消费量约 1.6-2.0 万吨，主要应用在食品工业中。目前香兰素全球市场年消费量在 1.6-2.0 万吨，我国对香兰素年消费量在 2,000-2,500 吨，下游消费分布中，食品工业占 55%，医药中间体占 30%，饲料、调味剂占 10%，化妆品等占 5%。

香兰素主要有三种制备方法：

- (1) 从天然植物如香荚兰豆中提取，但其提取方法价格昂贵，产量低；
- (2) 以工业纸浆废液和石油化学品为原料用化学方法合成，而化学合成法的香兰素香型单一，容易造成环境的污染，

不符合人们对于天然食品和天然原料追求的趋势；采用该方法的主要生产企业有比利时索尔维集团、挪威鲍利葛公司、嘉兴中华化工有限责任公司等，其中嘉兴中华化工拥有 1 万吨左右的产能，是全球最大的合成香兰素生产企业。

(3) 以可再生资源丁香酚、阿魏酸天然原料制备香兰素，约占世界产量 5%。由于其可再生性和质量接近天然而受到欢迎，近些年全球需求量持续增长，增速较快，其需求主要来自奇华顿、ABT 等全球知名的香料香精企业。采用该方法制备的企业有亚香股份，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，主要客户为奇华顿、ABT 等。

凉味剂能产生清凉效果，应用范围广泛。除酸、甜、苦、咸等四种基本味觉外，一些国家在味觉发展过程中将清凉味也作为一种单独的味觉，如北非、印度、越南等菜肴中也常用薄荷搭配料理。清凉味不仅作用于人的口腔产生清凉感，也能作用于人的皮肤。随着对清凉味产品需求的增加，除天然的薄荷、留兰香、桉叶油、龙脑和冬青等香料外，还发展出薄荷醇系列、WS 系列等凉味剂产品。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，能赋予人清凉、新鲜等感觉，起到提神、醒脑的作用。凉味剂应用范围广泛，目前已广泛应用于食品、日用品、化妆品、医药、烟草、服饰、养殖等行业中。

WS 凉味剂较传统凉味剂冲击性更强，且持续时间长，市场地位越来越重要。传统的凉味剂主要由薄荷、留兰香、桉叶油、龙脑和冬青等香料配制而成，它们也是目前凉味剂中的主要配料。薄荷醇系列凉味剂能带给人清凉的感觉，但都会带些杂气而使凉气不够纯正、沁透，在对凉味剂使用要求较高的一些领域，例如食品、医药中的应用受到较大限制。自 Wilkinson Sword Ltd 公司合成除了 WS 系列凉味剂，其较薄荷醇系列凉味剂冲击性更强，并持续时间较长。由于其高效的、特殊的凉味效果可广泛应用于酒类、饮料、食品、日化用品、香烟等产品中，在凉味剂市场领域占有着越来越重要的地位。

WS 凉味剂市场需求主要来自全球知名香精香料企业，亚香股份为主要供应商。近几年凉味剂 WS 系列产品的市场需求量快速增长。从下游厂商看，当前凉味剂 WS 系列产品的全球市场的需求主要来自玛氏箭牌以及国际香料香精、德之馨、奇华顿等全球知名的香料香精企业；从生产商来看，我国已成为凉味剂 WS 系列产品主要产地，其中国内主要供应商包括亚香股份和爱普股份。亚香股份 2019 年共计销售凉味剂 WS-23 产品约 280 吨，约占全球同类产品 80% 的市场份额，主要客户为玛氏箭牌、国际香料香精等公司。

三、公司具有多项优势产品，客户结构优异

1、产品种类丰富，多项产品在细分领域具有领先地位

公司产品种类丰富，多项产品在细分领域具有领先地位。经过多年的发展，公司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。公司多项产品在其细分市场具有领先地位，其中，公司天然香料主要产品为丁香酚香兰素和阿魏酸香兰素等，即采用丁香酚、阿魏酸等可再生物质为原料生产的香兰素，2019 年合计销量约 200 吨，约占全球同类产品 30% 的市场份额；公司凉味剂产品主要为 WS-23 等 WS 系列凉味剂产品，2019 年共计销售凉味剂 WS-23 产品约 280 吨，约占全球同类产品 80% 的市场份额。

与公司类型相似的上市公司主要有华宝股份、爱普股份、新和成、金禾实业、华业股份、科思股份等，由于香精香料具有多品种、小批量的特性，部分公司生产的香精香料与公司并不重叠，如华宝股份、金禾实业、华业股份、科思股份等，与公司不存在直接竞争关系。爱普股份生产香兰素、WS-3、WS-23，与公司存在竞争关系，但在这几个产品领域的市占率不足公司。

表 5：公司与同行业可比上市公司比较情况

公司	主营业务和产品	营业收入（亿元）			比较情况
		2021	2020	2019	
华宝股份	香精和食品配料	19.41	20.94	21.85	烟草用香精占比较高，与公司现有产品不存在直接竞争关系。

爱普股份	香料、香精和食品配料	33.45	26.68	24.75	2019年、2020年、2021年香料销售收入占比分别为9.05%、8.92%、6.70%，该公司生产 WS-3、WS-23、香兰素 等产品与公司存在竞争关系，亚香股份前述产品市场占有率较高。
	其中：香料	2.24	2.38	2.24	
新和成	营养品、香料香精、高分子新材料和原料药	147.98	103.14	76.21	2019年、2020年、2021年香精香料销售占比分别为23.53%、18.96%、15.13%，该公司生产 覆盆子酮、柠檬醛 等产品与公司存在竞争关系。
	其中：香精香料	22.39	19.56	17.93	
金禾实业	食品添加剂、大宗化学品、医药中间体、功能性化工品及中间体等	58.45	36.66	39.72	2019年、2020年、2021年食品添加剂销售占比分别为46.60%、51.86%、51.82%，主要为安赛蜜、三氯蔗糖和麦芽酚等，与公司现有产品不存在直接竞争关系。
	其中：食品添加剂	30.29	19.01	18.51	
华业香料	合成香料	2.46	2.06	2.15	该公司主营丙位内酯、丁位内酯系列合成香料， 与公司现有产品不存在直接竞争关系。
科思股份	化妆品活性剂及日化合成香料	10.90	10.8	11.00	2019年、2020年、2021年合成香料产品销售占比分别为22.03%、31.43%、29.60%，其生产的 铃兰醛、合成茴脑 等香料产品与公司不存在竞争关系。
	其中：合成香料	3.23	3.17	2.42	
亚香股份	香料	6.21	5.75	5.11	-

资料来源：公司公告、招商证券整理

与公司业务相似的生产企业还包括嘉兴市中华化工有限责任公司、厦门嘉盟生物科技有限公司、广州百花香料股份有限公司、比利时索尔维集团、挪威鲍利葛公司（Borregaard）、PT Indesso Aroma等，其中嘉兴中华化工主要生成合成香兰素，近年来亚香天然香兰素占比和销售额逐步提升。

表 6：公司与其他行业内主要公司比较情况

企业名称	主营业务和产品	介绍
嘉兴市中华化工有限责任公司	香料香精；甲基香兰素、乙基香兰素、愈创木酚、乙醛酸、邻氨基苯甲醚、邻/对/间硝基氯化苯等	该公司年产合成香兰素逾1万吨，规模较大。近年来天然、健康产品深受公众青睐，
厦门嘉盟生物科技有限公司	呋喃酮、合成芥籽油、香芹酚、3-戊二酮、甜橙油、柠檬油、甲基环戊烯醇酮	该公司生产天然香兰素等，该公司的香兰素产品亦获得了美国FDA和TTB对于天然香兰素的认可。
广州百花香料股份有限公司	香料香精；天然香料包括香茅醛和香茅油等系列产品；合成香料包括紫罗兰酮系列、香茅油系列、檀香系列等	该公司2016年至2018年在新三板挂牌，其披露2017年销售收入为56,299.82万元，其中香料销售收入为22,228.06万元。
比利时索尔维集团	化工；稀土、白炭黑、工程塑料、聚酰胺和中间体、香料及功能化学品、基础化学品、特种化学品、特种聚合物、新兴生物化学等	欧洲主要天然香兰素生产厂商；该公司的香兰素产品亦获得了美国FDA和TTB对于天然香兰素的认可。
挪威鲍利葛公司（Borregaard）	木材精炼产品；木质素、木材香兰素等	欧洲主要木材香兰素生产厂商；
PT Indesso Aroma	香料；丁香酚香兰素等丁香油系列产品	印尼主要的香料制造商之一，以丁香油为主，丁香酚香兰素产销量低于公司。

资料来源：公司公告、招商证券整理

公司具有香料品种和部分产品规模的优势，有助于降低生产成本，提高盈利能力。公司通过销售、生产两端发力，研发、采购等提供支持，形成了以多品种、中小规模批量的香料产品生产、销售为主的盈利模式。公司在香料品种和部分产品生产经营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。

表 7: 公司经营模式

国家	具体介绍
采购模式	公司采购部负责生产香料用原材料、中间体及粗成品的采购以及外协加工商的选择。公司生产中心的物控部和制造部按月及时提供库存、生产计划等经营管理数据，采购部编制采购计划，并根据市场行情和供需情况制定采购策略并按计划采购。
生产模式	公司采取自产与委外加工相结合的生产模式，公司分步骤进行香料产品生产，结合公司产能情况，以及内外部环境多变、产品多样化的特点，公司会直接采购原材料、中间体等进行自主生产，或者委托外协加工商进行单一或多种工序的生产。
销售模式	公司采用向终端客户销售和向贸易商销售相结合的销售模式。公司主要终端客户包括国际香料香精、奇华顿、芬美意等香精香料企业和玛氏箭牌、亿滋国际等快速消费品行业的知名公司；公司向贸易商销售全部为卖断式销售，主要贸易商包括 ABT 以及其他中小规模贸易商。
研发模式	公司坚持进行工艺改进、原料筛选相关香料技术的创新，为客户提供高品质的各类香料产品，致力于提升公司产品产出率，并减少生产中能耗以及环境影响。公司产品研发主要依靠自身技术力量，同时还积极整合外部研发资源，委托外部研发机构进行技术开发，通过相关行业技术开发与交流加速技术研发速度，把握最新前沿技术。

资料来源：公司公告、招商证券整理

公司采用积极稳妥香兰素压降计划。根据国家生态环境部发布的《高污染、高风险产品名录（2021 年版）》，公司主要产品丁香酚香兰素、阿魏酸香兰素所属类别“香兰素（产品代码 2625030300）”，被列为“高污染、高风险产品”。在公司香兰素产品或其生产工艺被调出上述名录前，公司将采用积极稳妥的压降计划：（1）自 2022 年起，本次募投项目“6,500t/a 香精香料及食品添加剂和副产 15 吨肉桂精油、1 吨丁香轻油和 20 吨萜烯项目”涉及香兰素产品不再投产，其规划产能调整给其他适销产品；（2）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。

公司产品可共线生产，且同时积极开发新品种，香兰素压降计划不会对公司经营造成重大不利影响。公司压降计划已于 2022 年 1 月正式启动，主要通过产能内部转化实现，将香兰素产品的产能转换为其他适销产品。2019 年-2021 年，公司香兰素产品的营业收入占比及毛利占比均在 30% 以内，且在 2021 年香兰素产品收入占比和毛利占比分别下降至 15.82%、9.95%。

（1）公司生产产品品类较多，且不同产品种类的生产设备存在通用性，在实际生产过程即存在对于不同产品的生产切换，发行人香兰素产品的产能可转换生产其他产品，压降计划具备生产可行性。

（2）公司不断开发新产品、拓展新客户。产品方面，2021 年公司新开发的天然香料产品叶醇和合成香料产品合成橡胶、合成叶醇已取得客户广泛认可；客户方面，2021 年公司成功开发了全球知名食品企业卡夫食品和国内电子烟油龙头企业深圳芳芯科技有限公司（RELX 电子烟的生产商），并取得了其凉味剂产品订单，公司将香兰素产品的产能转换为其他适销产品具备市场可行性。另外，公司香兰素产品报告期内主要销售给 ABT、奇华顿和芬美意，2019 年度-2021 年度公司向三家客户的香兰素产品销售收入占向其销售总金额的 53.81%、41.99%、35.78%，呈逐年下降趋势。公司香兰素产品主要客户对于公司其他适销产品已存在较强的需求，压降计划不会对公司与重要客户的业务合作关系产生不利影响。

（3）公司产能规模扩张。公司武穴坤悦工厂已完成试生产、南通亚香工厂试生产工作正有序推进，公司自产产能将进一步扩大，业务规模将进一步增长。

（4）新建泰国工厂。公司计划在泰国工厂建设项目中包含 1000 吨/年香兰素产品，投产后可满足主要客户需求。

表 8: 公司 2019-2021 年香兰素产品收入、毛利及其占比情况

项目	2021 年	2020 年	2019 年
香兰素产品收入（万元）	9,626.38	13,405.53	13,725.07
销量（吨）	194.07	242.11	198.07
香兰素价格（万元/吨）	49.60	55.37	69.29
主营业务收入	60,837.37	54,210.09	48,989.05

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	2,100.96	3,967.42	4,968.39
主营业务毛利额	21,109.43	18,779.74	18,767.36
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%
香兰素产品毛利率	21.83%	29.60%	36.20%

资料来源：公司数据、招商证券

2、公司客户结构优异、研发能力出众

香料香精生产商认证体系较为严格，考察时间较长，客户粘性较高。香精香料行业下游的食品饮料、日化等生产企业为满足消费者的各类需求通常与香精企业协作，量身定制适合自己需要的香精配方。为了保持产品独特的香气以及口感，下游香精企业以及香精的下游生产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，并且通常都会被这些跨国公司全球分支机构所认可。双方一旦确定合作关系后，通常会在较长时间内会保持稳定，通常不会对供应商进行大幅度的调整和更换，生产商向该等客户销售的产品质量、规模可以得到有效保障。

公司与众多国内外知名客户建立了长期稳定的业务合作关系，客户结构优异。公司通过产品结构的优化、产品质量的提高，销售收入保持着良好的增长态势，与众多国内外知名公司建立了稳定的业务关系。公司产品直接销售给国际十大香精香料公司中的奇华顿（Givaudan）、芬美意（Firmenich）、国际香料香精（IFF）、德之馨（Symrise）、花臣（Frutarom）、高砂（Takasago）等，通过 ABT 等贸易商间接销售给曼氏、森馨等，实现对十大国际香精香料公司的全覆盖；公司产品直接销售给玛氏箭牌、亿滋国际、高露洁、薇美姿、都市牧场等国内外知名快速消费品公司。公司加强与前述客户的紧密合作，通过增加产品品类、销售占比等进一步拓展对前述公司的销售金额。

表 9：公司主要客户

分类	产品用途
国际知名客户	
国内知名客户	

资料来源：公司公告、招商证券

香料香精关键技术体现在天然香料的提取、合成香料的合成和香精的混合等。香料香精产品是科技和艺术的结合，既需要调香师的创造性和艺术气质，也要求企业拥有先进的技术、工艺和装备实现分析、生产和检测。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。其中，天然香料的提取技术、天然香原料的选择以及各类香料的产品工艺路线对产品生产的成本控制、质量稳定性以及环境友好度都有较大影响，各大厂商均积极进行应用研究。

公司研发能力强，尝试固定酶催化技术可有效降低成本，准确把握市场动向，及时推出新产品。公司充分发挥自身研发能力，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，目前公司正在尝试使用固定酶催化技术生产桂酸甲酯等产品，成功量产后可大幅降低生产成本，提高产品市场竞争力。作为国内较早涉足天然香料研发、生产的厂商，公司已在天然香料的研发、生产方面具有较强的优势，天然香料产品逾 90 种。其中，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。良好的客户基础和市场地位使得公司能够及时地按照客户需求改进工艺，准确把握市场动向，

每年推出新的产品，进一步促进了公司的研发能力。

表 10: 公司核心技术

序号	技术名称	技术来源	技术特点	用途	技术先进性	专利或其他保护措施
1	新型复配凉味剂制备技术	自主研发	采用一种腈和酯类化合物为原料，用乙醚萃取，得到的萃取液进行减压蒸馏，副产物较少，产物提纯较为简单。反应原料都是液体，反应是液态的均相反应，反应过程对精馏设备要求不高，最终产品较传统方法收率更高，反应过程更为容易控制，极大降低了成本。高真空精馏可以直接得到纯度大于99.5%。重金属含量小于10 毫克/公斤，总砷的含量为0.01 毫克/公斤。	WS-23、WS-3 等凉味剂产品	国内领先	专利保护；工艺形成技术诀窍
2	新型高纯度香兰素制备技术	自主研发	采用了一种香兰素粗制品的分离技术，用先溴化再乙基氧化的方法来合成乙基香兰素，可以避免使用在常温常压下均为气体且具有一定毒性和危险性的氯甲烷或溴甲烷，减少了容易引起冲料和爆炸等安全事故的不利情况，降低了溶剂回收再利用的风险，避免用到无水乙醚和四氢呋喃溶剂容易产生过氧化物的缺点。	丁香酚香兰素、阿魏酸香兰素	国内领先	工艺相关装置已形成专利保护；工艺形成技术诀窍
3	天然覆盆子酮制备技术	自主研发	选用氢氧化钠为缩合催化剂，使得克莱森-施密特缩合反应更容易控制，在氢化反应中用甲酸镍作为催化剂，异丙醇作溶剂，从而通过加氢还原制得覆盆子酮粗品，纯度达到99%。	天然覆盆子酮	国内领先	工艺相关装置已形成专利保护；工艺形成技术诀窍
4	天然桂酸甲酯制备技术	自主研发	采用萃取分离技术，对原材料进行配比搭配，可减少加工工艺，缩短生产周期，供应能力更强，成本更低。	天然桂酸甲酯	国内领先	工艺相关装置已形成专利保护；工艺形成技
5	己酸烯丙酯制备技术	自主研发	采用强酸催化剂对甲苯强酸，改进了传统工艺条件的控制要求，提高了反应安全性和可控性，采用可回收重复利用的正己烷作为中和反应的原料，使反应过程充分完全，改进了传统方法反应不够充分、产率较低、反应不易控制的缺点，同时降低了生产成本。用硫酸或无机固体强酸的缺点，降低了对反应条件	己酸烯丙酯	国内领先	工艺相关装置已形成专利保护；工艺形成技术诀窍
6	新型格蓬酯制备技术	自主研发	选用乙醇钠等为原料，并按一定比例进行配比，反应中采用温度压力双显示装置，有效避免生产事故发生，该方法还具有供应能力强、成本低等特点。	格蓬酯	国内领先	工艺相关装置已形成专利保护；工艺形成技术诀窍
7	优质女贞醛制备技术	自主研发	选用丙烯醛等为原料，利用相转移催化技术进行制备；工艺路线新，合成反应步骤短，各步得率较高，反应过程环境较为友好。	女贞醛	国内领先	工艺相关装置已形成专利保护；工艺形成技
8	新型苹果酯制备技术	自主研发	采用固体酸催化剂技术，所用催化剂能够有效解决负载型杂等问题，并且可减少加工工艺，缩短生产周期，供应能力更强，成本更低。	苹果酯	国内领先	工艺相关装置已形成专利保护；工艺形成技
9	新型九-癸烯酯制备技术	自主研发	采用正庚醇等为原料，并按比例进行配比，采用催化剂制备技术进行合成，反应路线较为简单，污染较小，产品得率较高。	九-癸烯酯	国内领先	工艺相关装置已形成专利保护；工艺形成技

资料来源：公司公告、招商证券

四、盈利预测

关键假设:

- 1、随着公司不同品种产品的销量增长,预计公司 2022-2024 年,天然香料板块不含税均价分别为 48.1、48.1、47 万元/吨,销量分别为 780、860、1260 吨;毛利率分别为 40.5%、40.5%、42%。
- 2、预计公司凉味剂板块不含税均价维持在 37.51 万元/吨,销量分别为 610、720、910 吨;毛利率维持在 36%。
- 3、预计公司合成香料板块不含税均价维持在 7.13 万元/吨,销量分别为 1600、1750、2000 吨,毛利率维持在 18.29%。

表 11: 公司盈利预测

单位: 百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
一、天然香料						
销量(吨)	473.15	529.31	642.28	780	860	1260
价格(万元/吨)	53.47	50.91	48.10	48.10	48.10	47.00
收入	252.99	269.48	308.95	375.18	413.66	592.20
增速	21.48%	6.52%	14.65%	21.44%	10.26%	43.16%
毛利率	40.84%	38.65%	40.83%	40.50%	40.50%	42.00%
二、凉味剂						
销量(吨)	350.34	363.46	503.63	610	720	910
价格(万元/吨)	38.85	39.76	37.51	37.51	37.51	37.51
收入	136.1	144.53	188.89	228.81	270.07	341.34
增速	16.75%	6.19%	30.70%	21.13%	18.03%	26.39%
毛利率	33.36%	30.96%	32.01%	36.00%	36.00%	36.00%
三、合成香料						
销量(吨)	1801.9	2156.1	1549.5	1600	1750	2000
价格(万元/吨)	5.59	5.94	7.13	7.13	7.13	7.13
收入	100.8	128.09	110.53	114.08	124.78	142.60
增速	-9.45%	27.07%	-13.71	3.21%	9.38%	14.29%
毛利率	38.63%	30.36%	22.16%	18.29%	18.29%	18.29%
四、其他业务						
收入	20.98	32.65	12.66	13.93	15.32	16.85
增速	63.26%	55.68%	-61.24	10%	10%	10%
毛利率	6.96%	5.95%	-2.08%	6%	6%	6%
营业总收入	510.87	574.75	621.03	732.00	823.83	1092.9
增速	13.78%	12.51%	8.05%	17.87%	12.54%	32.67%
营业总成本	321.73	385.01	410.2	475.98	535.33	694.29
毛利	189.13	189.74	210.83	256.02	288.50	398.70
毛利率	37.02%	33.01%	33.95%	34.98%	35.02%	36.48%

资料来源: 公司数据、招商证券

盈利预测:

预计公司 2022-2024 年收入分别为 7.3 亿元、8.2 亿元和 10.9 亿元,归母净利润分别为 1.3 亿元、1.5 亿元和 2.4 亿元, EPS 分别为 1.56 元、1.81 元和 2.91 元,当前股价对应 PE 分别为 28.5 倍、24.5 倍和 15.3 倍,首次覆盖,给予“强烈推荐”投资评级。

五、风险提示

1、新产品开发不及预期的风险

香料香精产品品种众多，相应的研发和生产技术日新月异，随着技术进步和下游市场需求的不断变化，产品研发生产的新技术也不断涌现。不断开发新产品和新技术，适应市场需求变化和行业发展趋势，是香料香精行业生产商能够保持长久市场竞争力的关键。但新产品、新工艺需要投入大量资金和人力物力，开发过程中不确定因素较多，公司存在未来新产品开发不确定风险。

2、环保风险

本公司产品生产过程涉及化学反应，会产生一定的废水、废气、固体废物等污染性排放物和噪声。2017年，江苏省对化工行业开展结构调整，经与当地政府协商，公司昆山工厂逐步减少产能，并于2019年末拆除全部生产设备；公司其他子公司江西亚香、南通亚香、武穴坤悦不存在因环保限产或重污染领域相关监管政策被当地政府要求拆除设备或采取其他限产措施的情形。但随着国家对环保的要求日益严格，若公司在生产经营过程中因环保工作不到位等原因，或受政策环境变化等外部因素影响，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、原材料价格大幅波动的风险

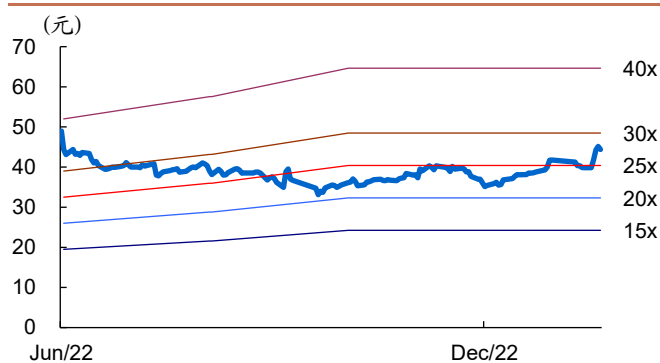
公司生产香料产品的主要原材料包括丁香油、天然薄荷脑等天然香原料及己二醇、2-溴丙烷等化工原料。其中，天然香原料的价格易受天气、产地、产量等因素影响，化工原料受原油价格波动等因素影响，导致公司原材料采购价格有所波动。如果未来发生主要原材料供应短缺、价格大幅上升的情况，或公司内部采购管理措施未能得到有效执行，将可能导致公司原材料成本上升从而对公司业绩造成不利影响。

4、执行香兰素压降计划导致业绩下滑的风险

根据国家生态环境部发布的《“高污染、高环境风险”产品名录（2021年版）》，公司主要产品丁香酚香兰素、阿魏酸香兰素所属类别“香兰素（产品代码2625030300）”，被列为“高污染、高环境风险产品”。在公司香兰素产品或其生产工艺被调出上述名录前，公司将采用积极稳妥的压降计划：①自2022年起，本次募投项目“6,500t/a 香精香料及食品添加剂和副产15吨肉桂精油、1吨丁香轻油和20吨苧烯项目”涉

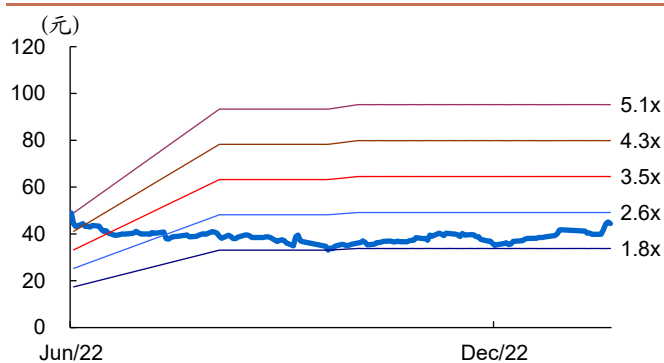
及香兰素产品不再投产，其规划产能调整给其他适销产品；②自2022年起，公司香兰素产品的年产量和销量向下压降，2022年压降至150吨以内、2023年压降至120吨以内、2024年及之后压降至100吨以内并将香兰素产品的销售收入占主营业务收入的比例降至10%以内。尽管目前国家及地方相关部门未针对“双高产品名录”产品出台强制性压降要求，且公司香兰素产品压降计划将按计划稳步推进，但若未来国家或地方有关部门出台了针对“双高产品名录”产品限制性政策或公司新产品开发不顺利，将可能对公司的经营业绩产生不利影响。

图 16: 亚香股份历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 17: 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	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	550	604	649	734	945
现金	53	70	56	67	73
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1	1	2	2	2
应收款项	165	192	205	231	306
其它应收款	6	3	4	5	6
存货	287	309	349	393	509
其他	38	28	33	37	49
非流动资产	440	460	452	446	440
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	330	328	327	325	324
无形资产商誉	47	46	41	37	34
其他	63	85	84	83	83
资产总计	990	1064	1101	1180	1385
流动负债	295	289	201	173	189
短期借款	156	176	85	43	25
应付账款	117	86	100	112	146
预收账款	1	2	2	2	3
其他	21	25	15	15	15
长期负债	42	32	32	32	32
长期借款	35	25	25	25	25
其他	7	7	7	7	7
负债合计	337	321	233	205	221
股本	61	61	61	61	61
资本公积金	296	296	296	296	296
留存收益	295	386	512	621	812
少数股东权益	1	0	(1)	(2)	(4)
归属于母公司所有者权益	652	743	869	978	1169
负债及权益合计	990	1064	1101	1180	1385

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	77	91	122	121	96
净利润	77	91	125	145	233
折旧摊销	23	33	36	35	34
财务费用	10	9	9	5	3
投资收益	(1)	(1)	(2)	(2)	(2)
营运资金变动	(27)	(30)	(47)	(65)	(182)
其它	(6)	(11)	2	4	11
投资活动现金流	(135)	(77)	(26)	(26)	(26)
资本支出	(137)	(78)	(28)	(28)	(28)
其他投资	2	1	2	2	2
筹资活动现金流	27	1	(110)	(84)	(65)
借款变动	44	13	(101)	(41)	(18)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	0	(38)	(44)
其他	(17)	(12)	(9)	(5)	(3)
现金净增加额	(31)	15	(14)	11	5

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	575	621	732	824	1093
营业成本	385	410	476	535	694
营业税金及附加	3	5	5	5	7
营业费用	5	5	5	6	8
管理费用	57	59	70	78	104
研发费用	24	35	39	44	58
财务费用	16	12	9	5	3
资产减值损失	(2)	(2)	(1)	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	3	1	1	1	1
投资收益	1	1	1	1	1
营业利润	86	96	130	152	221
营业外收入	0	2	5	5	25
营业外支出	1	0	1	1	1
利润总额	85	98	134	156	245
所得税	8	7	10	11	12
少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(1)	(2)
归属于母公司净利润	78	91	126	146	235

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	13%	8%	18%	13%	33%
营业利润	-15%	13%	35%	17%	45%
归母净利润	-8%	17%	38%	16%	60%
获利能力					
毛利率	33.0%	33.9%	35.0%	35.0%	36.5%
净利率	13.6%	14.7%	17.2%	17.8%	21.5%
ROE	12.7%	13.1%	15.6%	15.9%	21.9%
ROIC	11.5%	11.1%	13.4%	14.4%	18.8%
偿债能力					
资产负债率	34.1%	30.1%	21.2%	17.4%	15.9%
净负债比率	20.3%	19.8%	10.0%	5.8%	3.6%
流动比率	1.9	2.1	3.2	4.3	5.0
速动比率	0.9	1.0	1.5	2.0	2.3
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.9
存货周转率	1.4	1.4	1.4	1.4	1.5
应收账款周转率	3.9	3.5	3.7	3.8	4.0
应付账款周转率	3.4	4.0	5.1	5.0	5.4
每股资料(元)					
EPS	0.97	1.13	1.56	1.81	2.91
每股经营净现金	0.95	1.12	1.51	1.50	1.19
每股净资产	8.07	9.20	10.75	12.10	14.46
每股股利	0.00	0.00	0.47	0.54	0.87
估值比率					
PE	45.9	39.3	28.5	24.5	15.3
PB	5.5	4.8	4.1	3.7	3.1
EV/EBITDA	23.6	20.8	16.4	14.9	11.1

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。

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。

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。