

评级：无

发行价格：7.50元

分析师：冯胜

执业证书编号：S0740519050004

Email: fengsheng@zts.com.cn

联系人：向兰

Email: xianglan@zts.com.cn

基本状况

发行后总股本(万股)	7473.94
流通股本(万股)	1562.92
发行价(元)	7.50
市值(亿元)	5.60
流通市值(亿元)	1.17

投资要点

■ 公司专注香精香料细分领域，高科技铸就核心价值

- 1) 公司成立于2009年，2017年2月22日在全国中小企业股转系统挂牌，是集香精香料产品的研究、开发、生产、销售为一体的高科技企业。李莉作为公司创始人与实控人，目前共持有53.1%的股份。公司已形成以WS-23、WS-3等凉味剂系列为核心的产品结构，拥有6项发明专利为核心产品凉味剂工艺技术。其中，凉味剂产品N,2,3-三甲基-2-异丙基丁酰胺（WS-23）于2021年12月获得安徽省经济和信息化厅授予的“安徽工业精品”称号。
- 2) 2023年，公司实现营业收入2.06亿元，同比增长8.72%；归母净利润为0.41亿元，同比增长8.81%。2021-2023年，公司营业收入CAGR为17.11%，净利率从15.37%逐年增长至19.93%，期间费用率从14.12%下降至11.41%。2023年，公司主营产品凉味剂营收1.57亿元，同比增长13.7%，占公司总营收76.13%，是核心收入来源。

■ 受益于食品、日化、软饮、医疗等应用领域复苏和增长，下游应用市场广阔

- 1) 需求市场规模呈持续增长趋势。随着全球经济的发展，人们生活水平的提高，香料香精市场需求不断增加，香精香料市场规模呈持续增长趋势。全球香精香料市场规模由2017年的263亿美元增长至2023年的306亿美元。根据中国香料香精化妆品工业协会的统计数据，我国香料香精行业的市场规模由1980年的5.24亿元扩大至2022年的424亿元。据艾媒数据，2023年中国香料香精行业市场规模为439亿元，预计2026年有望突破500亿元。
- 2) 下游应用领域广泛利好行业发展。香精香料是食品、饮料、医药、日化、烟草、饲料、洗涤护理等领域不可或缺的原材料。其中，如凉味剂等相关产品被广泛应用在食品、日化、烟草和医药等领域。在食品工业领域，清凉的化合物能给人冰爽畅快的凉感；在日用化学领域，应用在如洗发香波、沐浴露、除臭剂、身体清洁剂、牙膏、漱口水等；在医药领域，清凉化合物被用于减轻瘙痒症状、疼痛和缓和病人情绪；在养殖业方面，尤其是在非洲或一些热带国家，在饲料中使用凉味剂提高猪、牛、鸡等畜禽的成活率和生长率。
- 3) 国际市场集中度高，国内市场错位竞争。全球香精香料呈现高度垄断、高额投入的“双高”格局，前四大香料公司占据近70%市场份额。我国香精香料行业受国外香料企业投资推动，发展较为迅速，但集中度较低。2017-2021年，行业CR6从19.07%增至20.32%，仅有略微增长；2022年，前5大香精香料上市公司营收在我国香精香料行业营收占比仅为17%；2023年涉及香精香料业务企业达37000家以上。国内香料企业错位竞争，聚焦细分领域，因此呈差异化竞争格局。中草药料凉味剂产品2021年及2022年度国内市场占有率均约30%，在国内细分市场处于领先地位。

■ 公司拥有优质客户资源，重视研发技术投入

- 1) 拥有高质量客户资源，品牌形象良好。公司的下游客户包括终端客户和贸易商客户。终端客户主要包括爱普股份、德之馨、奇华顿等知名香精香料企业和口味王、银丰药业等食品、药品生产企业；贸易商客户主要包括上海世杰生物科技有限公司、上海巨隆香料有限公司等香料贸易商。公司深入参与下游香精公司的产品开发，在细分领域中具备一定行业地位和品牌影响。
- 2) 拥有多项发明专利，重视产品质量。截至2024年9月，公司共拥有10项发明专利，5项外观设计专利。2021-2023年，公司研发费用分别为656.13/823.80/866.47万元。公司持续加大研发投入，不断研发新产品和改进现有产品的生产工艺。公司严格实施产品质量和环境管理控制，通过了ISO9001:2005质量管理体系认证、ISO14001:2015环境管理体系认证、ISO22000:2018认证、kosher认证、FSSC22000认证、HALAL认证、欧盟

REACH 注册、美国 FDA 认证等。

3) **IPO 募资丰富产品种类，拓宽盈利空间。** 年产 2600 吨凉味剂及香原料项目（一期）总投资额达 2.57 亿元，拟募资 1.495 亿元。项目投入使用后，将生产 1170 吨凉味剂原材料，这也是制约公司凉味剂规模发展的重要因素。项目产能完全释放的情况下，将使得公司凉味剂相关产品种将更加丰富，形成新的盈利增长点。

- **本次公司发行价为 7.5 元/股，对应市盈率为 14.93 倍，低于可比公司均值。**
- **风险提示：** 主要原材料价格波动风险；市场竞争加剧的风险；安全生产风险；环保风险；募投项目实施不及预期风险、新增产能消化风险和收益不及预期风险；行业规模测算不及预期的风险；研报使用的信息更新不及时的风险。

内容目录

专注香精香料细分领域，募投扩产有望再上台阶	1
一、香精香料研发、生产、销售一体的高科技企业	5
1.1 历史沿革：深耕香精香料行业，获评国家高新技术企业	5
1.2 主营业务：产品矩阵丰富，主营业务突出	5
1.3 股权结构：股权结构稳定集中，实控人持股超五成	6
1.4 财务分析：营业收入增速较快，毛利率波动中上升	7
二、行业：下游行业应用广泛，需求市场潜力较大	9
2.1 应用领域：香精香料产品应用领域广泛，下游市场潜力较大	9
2.2 市场空间：香精香料需求稳步增长，市场规模增速明显	11
2.3 竞争格局：国际市场集中度高，高内市场错位竞争	13
2.4 发展趋势：政策引领促进成长，工艺替代趋势渐显	15
三、公司：客户资源稳定，重视技术研发	16
3.1 客户资源：拥有高质量客户资源，品牌形象良好	16
3.2 研发投入：拥有多项发明专利，重视产品质量	18
3.3 募投项目：IPO 募资丰富公司产品种类，拓宽盈利空间	20
四、公司估值	21
五、风险提示	21

图表目录

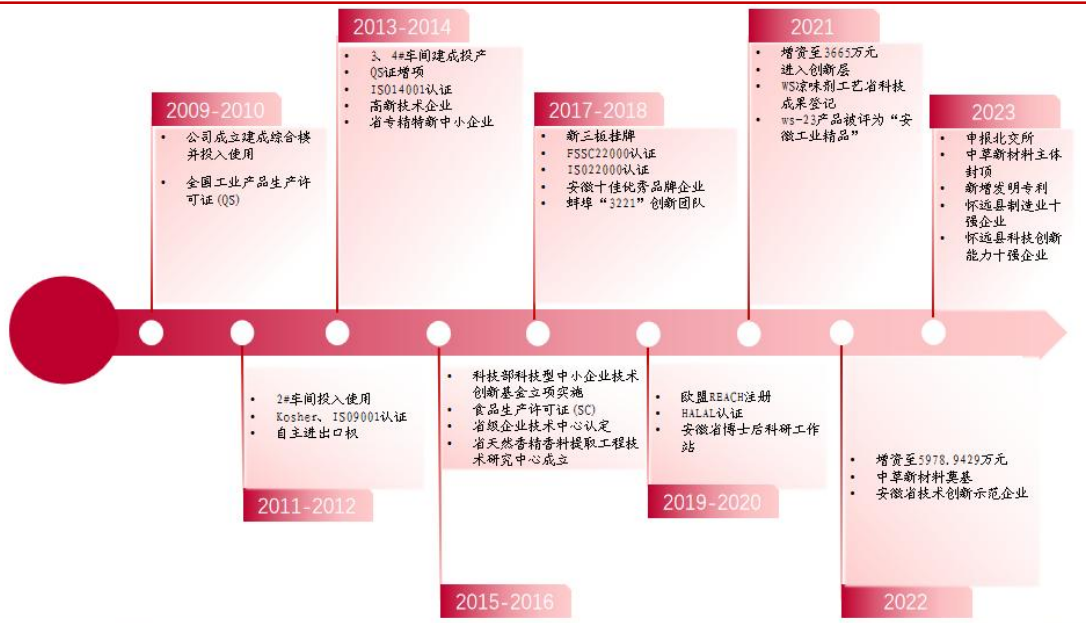
图表 1: 公司发展历程	5
图表 2: 公司主要产品情况	5
图表 3: 公司按主营业务收入占比	6
图表 4: 公司按主营业务毛利占比	6
图表 5: 公司股权结构 (截至 2023 年 12 月 31 日)	6
图表 6: 公司近年营业收入	7
图表 7: 公司近年归母净利润	7
图表 8: 公司近年来毛利率、净利率	7
图表 9: 公司近年分产品毛利率	8
图表 10: 公司近年资产负债率、有息负债率	8
图表 11: 公司近年研发投入	9
图表 12: 公司近年费用率	9
图表 13: 香精概念及分类	10
图表 14: 香料概念及分类	10
图表 15: 中国香料香精产业链	10
图表 16: 全球香精香料行业市场规模	11
图表 17: 中国香精香料行业市场规模	11
图表 18: 我国食品行业规模以上企业收入	12
图表 19: 饮食升级驱动香精香料市场发展	12
图表 20: 中国化妆品市场规模	13
图表 21: 中国软饮料行业市场规模	13
图表 22: 2023 年全球香精香料市场份额	14
图表 23: 2023 年全球四大香精香料巨头业绩	14
图表 24: 2014-2023 年中国香料香精行业企业累计注册数量	14
图表 25: 行业相关政策	15
图表 26: 未来市场方向	16
图表 27: 公司向终端客户和贸易商客户销售情况	16
图表 28: 公司前五名客户情况	17
图表 29: 公司主营业务境外销售情况	18
图表 30: 2023 年公司研发费用对比情况 (万元)	18
图表 31: 公司拥有的发明专利	19
图表 32: 募集资金计划	20
图表 33: 募投项目的具体产品方案	20
图表 34: 可比公司对比	21

一、香精香料研发、生产、销售一体的高科技企业

1.1 历史沿革：深耕香精香料行业，获评国家高新技术企业

- 专注于香精香料研发、生产和销售，获评国家高新技术企业。公司2009年成立，2017年2月22日在全国中小企业股转系统挂牌，公司是集香精香料产品的研究、开发、生产、销售为一体的高科技企业。公司是国家高新技术企业、安徽省专精特新中小企业，曾荣获安徽省企业研发中心、“安徽省专利优秀奖”“食安安徽品牌”等荣誉称号。经过十余年的技术积累和市场开拓，公司积累了优质、稳定的客户渠道和资源，与德之馨、奇华顿等全球前十大香精香料公司建立稳定的合作关系。
- 截至2024年9月，公司拥有10项发明专利，5项外观设计专利。公司始终坚持自主研发、技术创新的发展理念，围绕着提高生产效率、优化产品质量、丰富产品结构、降低生产成本等方面，不断加大在香精香料领域的研发投入，截至2024年9月，拥有10项发明专利和5项外观设计专利。2021年12月，公司WS-23产品获得“安徽工业精品”称号。

图表 1：公司发展历程



资料来源：中草香料，中泰证券研究所

1.2 主营业务：产品矩阵丰富，主营业务突出

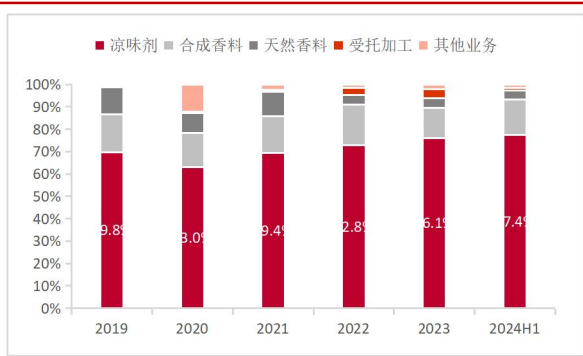
- 主营业务集中，收入结构比较稳定。公司主营业务集中，收入主要来源于香精香料的研究、生产和销售。主要产品有凉味剂、天然香料、合成香料等。其中，凉味剂和合成香料是公司营业收入和毛利的主要来源，2021-2023年公司主营业务收入占营业收入比例分别为97.66%、98.47%和97.83%，是业绩的主要贡献因素。

图表 2：公司主要产品情况

类别	产品名称	产品特点	产品用途
凉味剂	凉味剂 WS-23	白色粉末；清凉薄荷味；持久、无刺激味、无苦味	产生持久清凉味，广泛应用于食品、饮料、化妆品、烟制品、医药等
	凉味剂 WS-3	白色粉末；轻微薄荷香气、持久凉味	产生持久清凉味，多用于口腔护理产品、口香糖、唇膏等
	乳酸薄荷酯	白色粉末；轻微薄荷香气	广泛用于化妆品、护肤品、洗涤用品、烟草、食品、饮料、糖果、薄荷水、医药等产品
合成香料	双丁酯	无色液体，具有柔和的奶油和烤面包香气	主要供配制香草、奶油等香精
	丁酸乙酯	无色液体，具有强烈的甜果香，有菠萝、香蕉、苹果气息	主要用作香料，用于菠萝、香蕉、苹果等食用香精和威士忌酒香精中，也可用作溶剂和萃取剂
天然香料	大茴香油	无色/淡黄色液体，八角茴香味	用于合成大茴香醛、茴香醇、大茴香酸及其酯类；亦可用于调配酒类、烟用、食用香精
	大蒜油	淡黄色液体，浓烈大蒜味；广谱抗菌性	主要用于食品、保健品等领域
	生姜油	浅黄色/黄色液体，生姜香气	主要用于调配食用香精、饮料、糖果、日化及保健品等
	红橘油	橙红色/橙褐色液体，橘子香气；	主要用于糖果类、饮料、洗涤护理用品、医药、口腔护理产品等
	留兰香油	淡黄色/淡黄绿色液体，留兰香味	主要用于牙膏、漱口水等

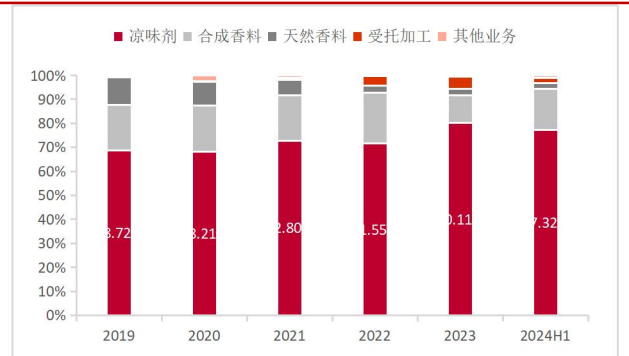
资料来源：招股说明书，中泰证券研究所

图表 3: 公司按主营业务收入占比



来源：Wind，中泰证券研究所整理

图表 4: 公司按主营业务毛利占比

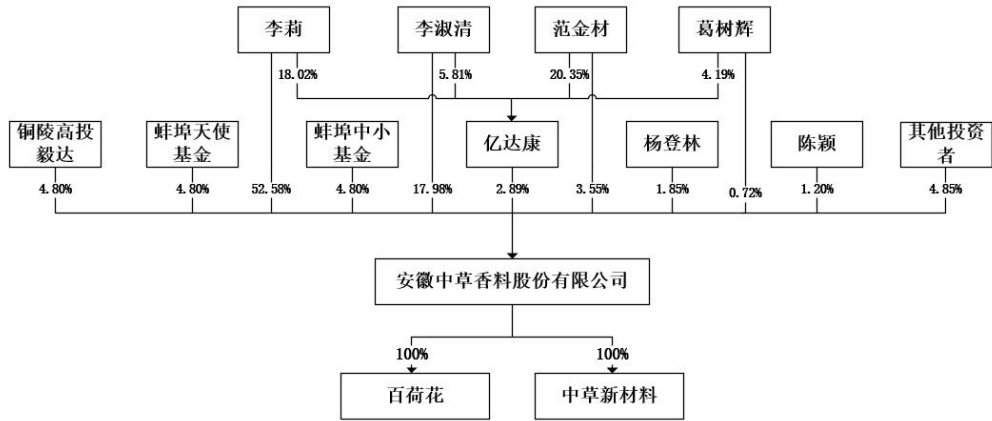


来源：Wind，中泰证券研究所整理

1.3 股权结构：股权结构稳定集中，实控人持股超五成

- 公司股权结构稳定集中，实控人持股超五成。**公司股权结构集中，控股股东、实际控制人为李莉。李莉直接持有公司股本总额的 52.58%，通过亿达康间接持有公司 0.52% 的股份，且担任公司董事长、总经理。此外，李淑清直接持有公司股本总额的 17.98%，同时，李淑清通过亿达康间接持有公司 0.17% 的股份，2019 年 5 月至今任中草香料董事、副总经理。

图表 5: 公司股权结构 (截至 2023 年 12 月 31 日)

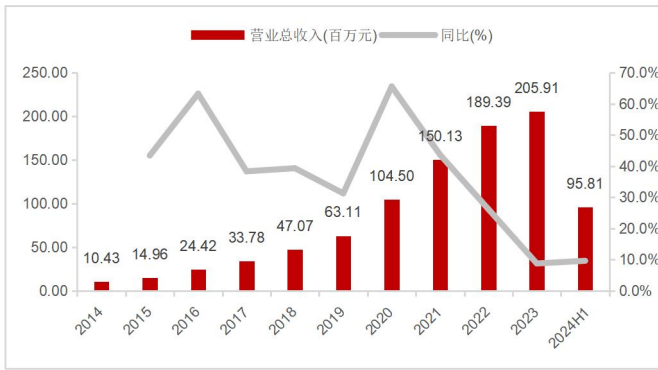


资料来源：招股说明书，中泰证券研究所

1.4 财务分析：营业收入增速较快，毛利率波动中上升

- **公司规模持续扩张，营收持续增长。**2023年，公司实现营业收入2.06亿元，同比增长8.72%；归母净利润为0.41亿元，同比增长8.81%。2024年H1，公司营业收入0.96亿元，同比增长9.58%，归母净利润为0.26亿元，同比增长36.05%，归母净利润涨幅较大。公司营业收入在2014-2023年整体呈增长趋势，归母净利润稍有波动，2021-2023年营业收入CAGR为17.11%，增长速度较快。

图表 6: 公司近年营业收入



来源：Wind，中泰证券研究所整理

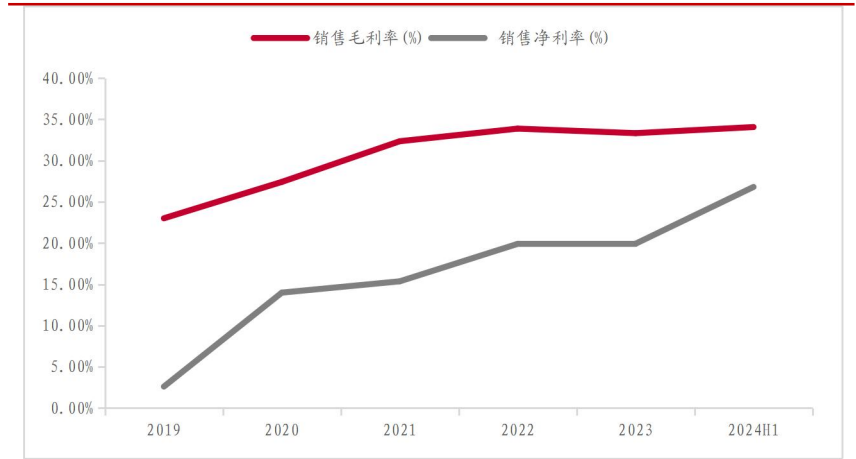
图表 7: 公司近年归母净利润



来源：Wind，中泰证券研究所整理

- **公司毛利率、净利率整体呈上升趋势。**2023年，公司的毛利率为33.33%，净利率19.93%，2022年毛利率33.88%，净利率19.91%。2021年毛利率32.35%，净利率15.37%，2019-2024H1公司的净利率、毛利率整体呈上升趋势。

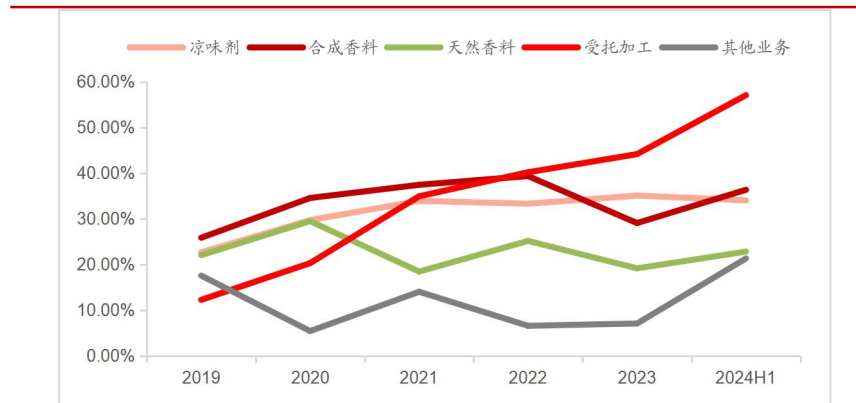
图表 8: 公司近年来毛利率、净利率



来源：Wind，中泰证券研究所整理

- 加工毛利率较高。公司的四大主要收入来源包括：凉味剂、合成香料、天然香料、受托加工。公司产品近五年毛利率水平波动中上升，其中受托加工毛利率水平较高且呈现增长趋势，2019-2023 年毛利率分别为 12.23%/20.28%/34.93%/40.19%/44.16%。

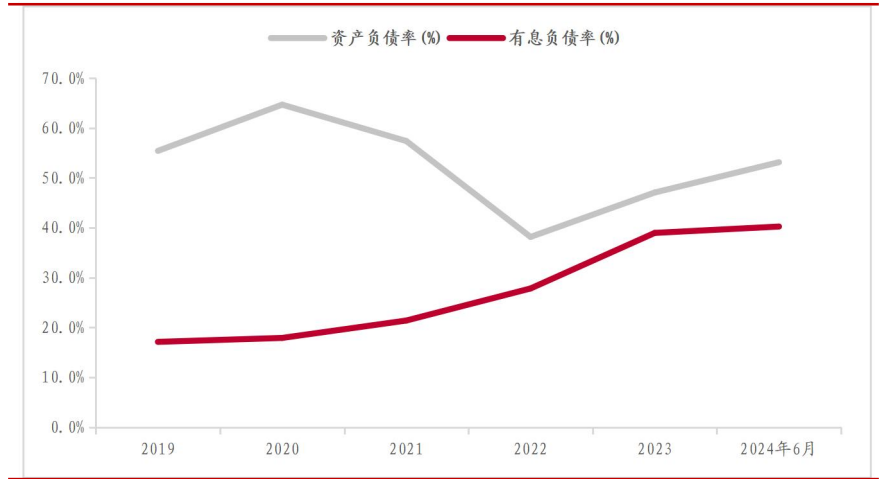
图表 9: 公司近年分产品毛利率



来源：Wind，中泰证券研究所

- 公司资产负债结构较为健康。截至 2024 年 6 月 30 日，公司资产总额为 53,388.57 万元，较 2023 年末增长 26.32%，主要系子公司中草新材料在建工程规模有所增长。2019-2023 年公司有息负债率有所上升，公司的利息支出负担逐渐加重，2023 年公司资产负债率 47.07%，有息负债率 38.97%。

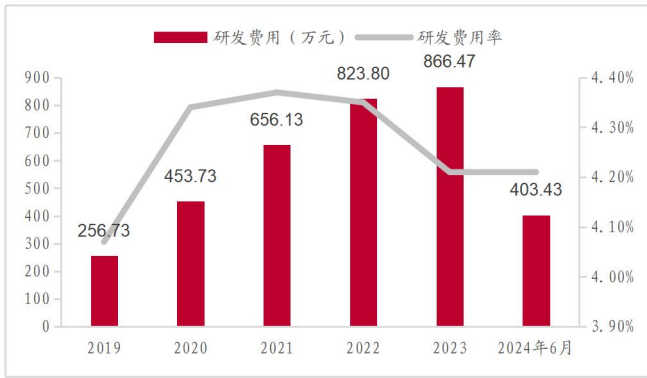
图表 10: 公司近年资产负债率、有息负债率



来源: wind, 中泰证券研究所

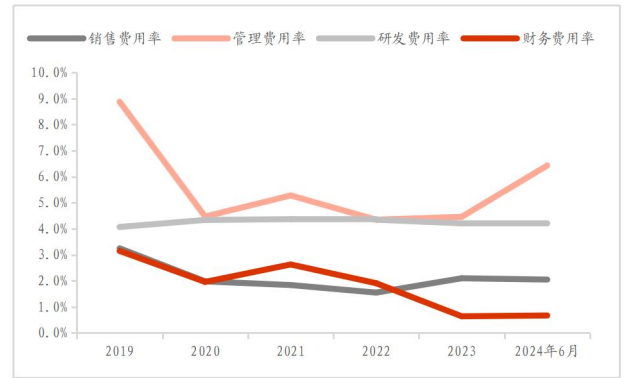
- 费用控制有力，研发投入增加。**2021年和2022年公司营收规模逐年增加，而公司业务宣传费、差旅费和业务招待费等未明显增长，致销售费用率逐年下降。2023年，随着公司业务宣传费和差旅费等增加，销售费用率有所提升。2021-2023年，公司研发费用金额呈增长趋势。公司研发费用率接近可比公司平均水平。随着公司产销规模不断扩大，公司不断加大研发投入，优化工艺流程，提升产品品质，持续满足市场需求。

图表 11:公司近年研发投入



来源: Wind, 中泰证券研究所整理

图表 12:公司近年费用率



来源: Wind, 中泰证券研究所整理

二、行业：下游行业应用广泛，需求市场潜力较大

2.1 应用领域：香精香料产品应用领域广泛，下游市场潜力较大

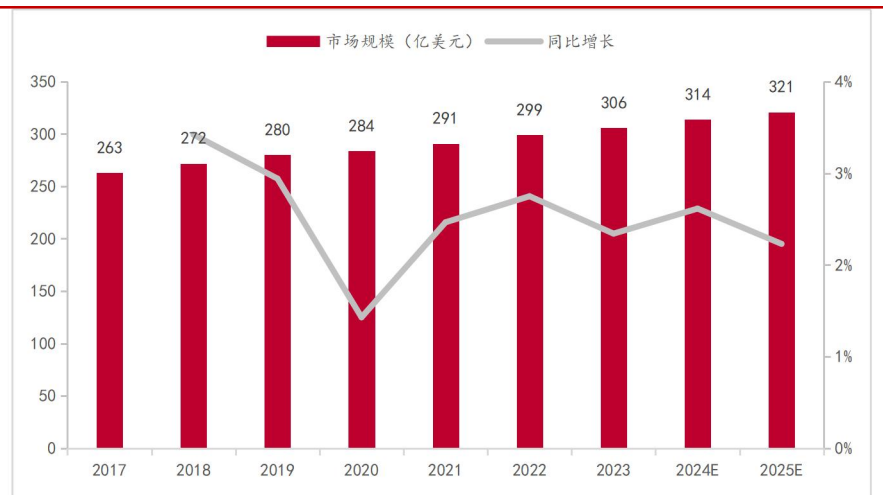
- 香精香料下游应用领域广泛。**香料是一种能被嗅觉嗅出气味或味觉尝出香味的物质；香精则是由多种香料、溶剂或载体及其辅料调配而成的芳香类混合物。香精香料下游应用领域广泛，是食品、饮料、医药、日化、烟草、饲料、洗涤护理等领域不可或缺的原料。

些热带国家在饲料中使用凉味剂提高猪、牛、鸡等畜禽的成活率和生长率。

2.2 市场空间：香精香料需求稳步增长，市场规模增速明显

- 全球市场规模稳步增长。**全球香精香料行业发展数百年，逐渐步入成熟，总量稳定，在世界精细化工大行业中仅次于医药行业，销售额位居第二。从上世纪七十年代至今，随着全球经济的不断发展，人们对香精香料的需求不断上升，香精香料的普及程度迅速提高，促进香精香料行业的发展。全球香精香料行业市场规模由 2017 年的 263 亿美元增长至 2023 年的 306 亿美元。据艾媒咨询，全球香料香精行业市场规模 2025 年预计达到 321 亿美元。

图表 16:全球香精香料行业市场规模



来源：艾媒咨询，中泰证券研究所

- 中国香料香精市场持续增长。**据前瞻产业研究院，2016-2020 年国内香精香料行业产量逐步增长，从 45 万吨增长至 53.5 万吨，2022 年约为 57 万吨。据艾媒咨询，2023 年中国香料香精行业市场规模为 439 亿元，同比增长 2.6%，预计 2026 年有望突破 500 亿元。随着中国居民生活水平的提高与消费结构的升级，食品、饮料、日化、医药等行业在大众需求的推动下得到了持续发展，也为香料香精产业链的上游和中游企业提供了广阔的市场空间和机遇。

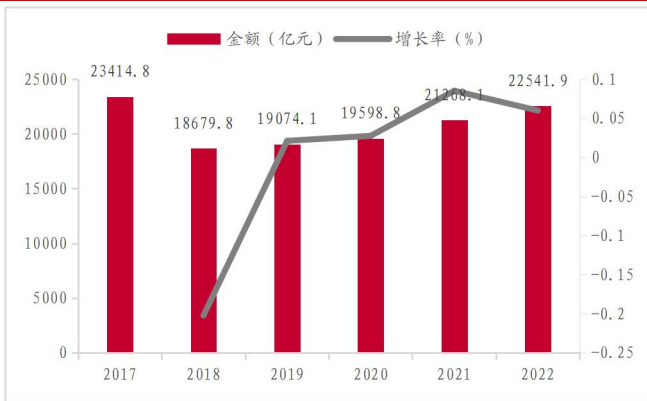
图表 17:中国香精香料行业市场规模



来源：艾媒咨询，中泰证券研究所

- **饮食升级带动高端香料增长。**食品行业是香精香料行业最大的下游市场之一，对食品的风味起到增香、赋香、矫香等作用。2023年我国食品行业规模以上企业收入达22541.9亿元。艾媒咨询数据显示，2023年中国消费者购买食品时对食品添加剂的关注度较大，超八成消费者在购买时的关注次数较频繁。在健康饮食的消费背景下，中国消费者对食品安全及食材健康的关注度逐步提升，超九成的消费者表示以天然食材为原料的调味品对他们的购买意愿有促进的作用，其中，近五成的消费者表示有较大的促进作用。

图 18: 我国食品行业规模以上企业收入



来源：中草香料，中泰证券研究所整理

图 19: 饮食升级驱动香精香料市场发展

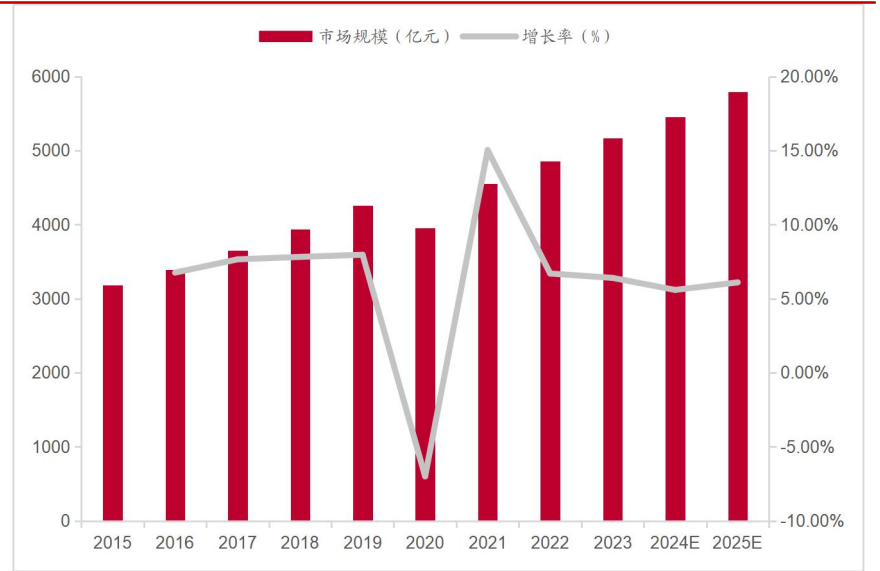


来源：艾媒咨询，中泰证券研究所整理

- **日化需求增长相对较快。**根据前瞻产业研究院数据统计，全球化妆品市场规模从2011年4540.47亿美元增长到2022年5652亿美元，年均复合增长率2.00%。随着消费升级及化妆品市场下沉，国内化妆品增长有望维持目前增速，艾媒咨询数据显示，2023年中国化妆品行业市场规模为5169亿元，同比增长6.4%，2025年有望增至5791亿元。艾媒咨询认为，在国民可支配收入不断提升以及审美意识、悦己意识

增强等因素驱动下，国内化妆品消费持续攀升，未来中国化妆品行业市场将迎来更多的创新和突破。

图表 20: 中国化妆品市场规模



来源：艾媒咨询，中泰证券研究所

- **软饮料市场规模快速回升。**我国是全球最大的软饮料市场之一，在消费升级和健康意识的推动下，我国软饮行业销售额在 2005-2009、2009-2014 和 2014-2019 年三个阶段的复合增速分别为 14.1%、12.4%和 4.5%，高于全球平均水平 5.7%、3.7%和 0.7%的复合增速。其中市场规模由 2018 年的 3726 亿元增长到 2022 年的 4638 亿元，疫情结束后，2023 年我国软饮料行业规模实现 6372 亿元，销量达 938 亿升，量增驱动规模增长；预计 2024 至 2028 年行业规模与销量将继续稳定增长、将突破 8000 亿元/1000 亿升，量增驱动向价增驱动转变。

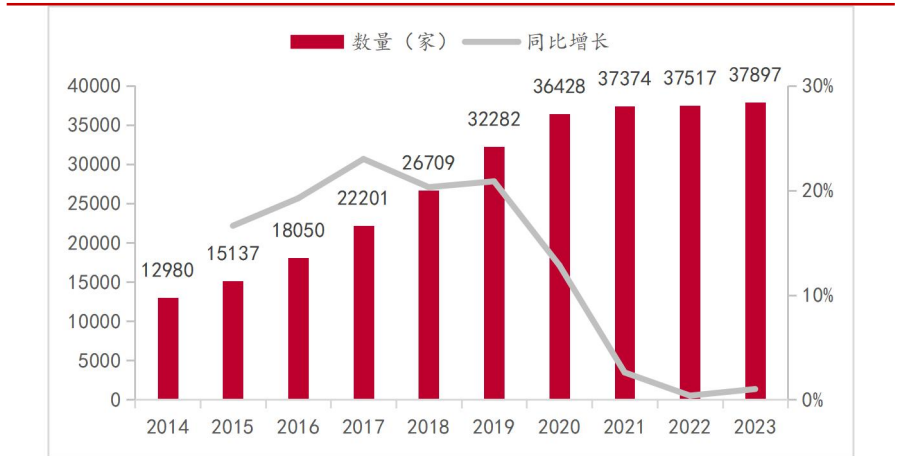
图表 21: 中国软饮料行业市场规模



来源：湖北省食品工业协会，中泰证券研究所

2.3 竞争格局：国际市场集中度高，高内市场错位竞争

- 香料行业发展历史悠久，目前，世界上香料品种约有 7000 多种，其中合成香料约 6000 多种，天然香料约 500 种，而以各类香料调配的香精



来源：艾媒数据，中泰证券研究所注：统计范围为营业范围包括香料香精的企业

2.4 发展趋势：政策引领促进成长，工艺替代趋势渐显

- 国家政策利好天然香料发展，提倡香精香料出口贸易。**“十四五”规划明确提出，要以打造香料香精产业国内大循环为中心节点，结合“一带一路”倡议，优化出口香料香精产品结构，扩大优势产品出口规模，提高天然香料香精出口占比，提高香料香精行业国际贸易水平。规划还提出，要继续改善产品结构，增加白色生物技术生产的天然香料、酶解/酶促反应制备的天然香精的市场供给，提升天然提取物、软化学工艺制备天然香料、不同规格天然香料产品在市场供给中的比重。天然香料新技术符合新时期绿色轻工业发展要求，是国内未来香料技术发展的重要方向。

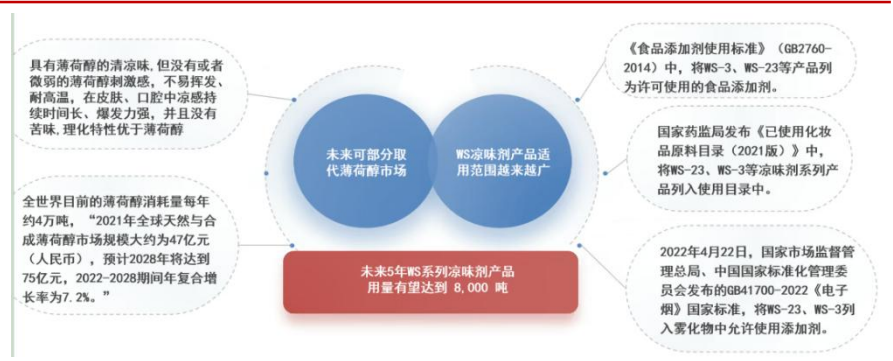
图表 25: 行业相关政策

01 关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见	02 香料香精行业“十四五”发展规划	03 石油和化工行业“十四五”发展指南
<p>2022年3月，工业和信息化部、国家发改委、科学技术部、生态环境部、应急管理部、国家能源局发布的《关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见》提出到2025年，石化化工行业基本形成自主创新能力强、结构布局合理、绿色安全低碳的高质量发展格局，高端产品保障能力大幅提高，核心竞争能力明显增强，高水平自立自强迈行业出坚实步伐的主要目标。</p>	<p>2021年12月，中国香料香精化妆品工业协会发布《香料香精行业“十四五”发展规划》，规划提出到2025年，我国香料香精行业主营业务收入达到500亿元，年均增长2%以上的总体经济目标。同时，提出以下主要任务：以市场需求为导向，抓住产品趋势；以企业为主体，构建规模化天然香料的生产基地；拓宽应用范围，加强新用途和安全性的研究；传统大宗合成香料产品绿色工艺改造，开发新的香料品种；推进数字化、智能化工厂建设，打造香料香精行业制造优势等。</p>	<p>2021年1月，中国石油和化学工业联合会发布的《石油和化工行业“十四五”发展指南》，提出石化行业发展的总体思路是以推动行业高质量发展为主题，以绿色、低碳、数字化转型为重点，以加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局为方向，以提高行业企业核心竞争力为目标，通过实施创新驱动发展战略、绿色可持续发展战略、数字化智能化转型发展战略、人才强企战略，加快建设现代化石油和化学工业体系，推动我国由石化大国向石化强国迈进，让部分行业率先进入强国行列。</p>

来源：中国政府网，中国香料香精化妆品工业协会，中国石油和化学工业联合会，中草药，中泰证券研究所

- **技术更迭有望成为行业发展新驱动力。**天然香料符合绿色、安全等理念，需求呈上升趋势，但受自然条件、上游资源、提取难度等限制，价格较高。合成香料受制较少，且原料广泛、品类丰富，价格较低。因此，在天然香料备受市场的青睐的情况下，利用先进生物技术来合成天然香料逐渐成为业内的技术发展方向。目前，许多香精香料企业已对生物技术的发展进行布局。

图表 26:未来市场方向



来源：中草药香料，中泰证券研究所

三、公司：客户资源稳定，重视技术研发

3.1 客户资源：拥有高质量客户资源，品牌形象良好

- **公司主要采取直销模式，直接与客户建立业务关系。**公司的下游客户包括终端客户和贸易商客户。终端客户主要包括爱普股份、德之馨、奇华顿等知名香精香料企业和口味王、银丰药业等食品、药品生产企业；贸易商客户主要包括上海世杰生物科技有限公司、上海巨隆香料有限公司等香料贸易商。公司在行业细分领域中具备一定行业地位和品牌影响，深入参与下游香精公司甚至终端消费品客户的产品开发，了解香料行业内的技术动态，在香料香精领域拥有深厚的技术积累与稳定的客户基础。

图表 27:公司向终端客户和贸易商客户销售情况

- **重视产品质量，品牌声誉良好。**公司重视产品质量及品牌声誉，制定并实施了严格的产品质量和环境管理控制，已建立从原材料采购、产品生产、检验与仓储、销售与售后服务全过程的质量管理体系。公司已通过了 ISO9001:2005 质量管理体系认证、ISO14001:2015 环境管理体系认证、ISO22000:2018 认证、kosher 认证、FSSC22000 认证、HALAL 认证、欧盟 REACH 注册、美国 FDA 认证等。
- **产品生产及研发经验丰富。**截至 2024 年 9 月，公司共拥有 10 项发明专利，5 项外观设计专利。2021-2023 年，公司研发费用分别为 656.13/823.80/866.47 万元。公司持续加大研发投入，不断研发新产品和改进现有产品的生产工艺，形成的新型凉味剂 WS-23 生产技术、WS 系列中间体生产技术、副产物中低含量凉味剂提取技术等核心技术广泛应用到产品开发与生产。同时期内，公司核心技术产品收入占比分别为 71.07%、73.92%和 77.82%，实现了科技成果转化并产生了良好的经济效益。通过前期的技术和客户资源积累，公司在细分产品领域尤其是凉味剂领域形成了较强的竞争优势。

图表 31:公司拥有的发明专利

序号	专利号	专利名称	专利权人	专利权期限至	他项权利
1	ZL201810589239.5	一种制备 WS 系列凉味剂中间体薄荷基碳酸的格氏工艺	中草香料	2038.06.08	无
2	ZL201710391034.1	无副产物生成的 N,2,3-三甲基-2-异丙基丁酰胺合成及提纯工艺	中草香料	2037.05.27	无
3	ZL201610719114.0	香蜂草保藏液的制备方法	中草香料	2036.08.24	无
4	ZL201310216560.6	一种 5-甲基-2-异丙基氯代环己烷的合成方法	中草香料	2033.06.03	无
5	ZL201410445568.4	一种丁酰乳酸丁酯生产中产生的废弃物的处理方法	中草香料	2034.09.03	无
6	ZL201410445498.2	一种石榴香精及其制备方法	中草香料	2034.09.03	无
7	ZL201410184350.8	一种绿茶浸膏的制备方法	中草香料	2034.05.04	无
8	ZL202010229383.5	梯度催化技术合成凉味剂戊二酸单-L-薄荷酯	中草香料	2040.03.27	无
9	ZL202010676355.8	4-氨基苯基乙酰胺的制备方法	中草香料	2040.07.14	无
10	ZL202110150705.1	凉味剂中间体 1,2-环氧-3-L-薄荷氧基丙烷的合成工艺	中草香料	2041.02.03	无

四、公司估值

- 本次公司发行价为 7.50 元/股，对应市盈率为 14.93 倍，低于可比公司均值。

图表 34: 可比公司对比

公司代码	公司名称	公司市值 (亿元)	PE	2021-2023 营收 CAGR (%)	2021-2023 归母净利润 CAGR (%)	2023 年毛利率 (%)	2023 年净利率 (%)
002597.SZ	金禾实业	129.33	23.60	13.15	-0.67	23.47	13.26
300886.SZ	华业香料	12.55	155.32	9.30	-146.80	17.03	-1.46
301220.SZ	亚香股份	18.76	27.06	3.12	0.83	32.17	12.61
603020.SH	爱普股份	574.29	29.19	1.42	-18.75	14.82	4.00
002001.SZ	新和成	24.07	16.77	13.59	-8.79	32.98	18.03
300856.SZ	科思股份	82.48	10.25	33.51	64.95	48.83	30.57
	平均	210.37	65.55	18.52	-27.31	42.32	19.25
920016.BJ	中草香料	5.60	14.93	25.37	41.03	33.33	19.93

来源：公司招股书、wind、中泰证券研究所。数据取自 2024 年 9 月 10 日

五、风险提示

- **主要原材料价格波动风险。**公司主要原材料在生产成本中占有较大的比重，如果主要原材料价格未来波动过大，或者公司产品售价未随着原材料成本变动作相应调整，无法有效向下游客户转移，将影响公司的生产成本、加大存货管理难度，进而影响公司的盈利能力。
- **市场竞争加剧的风险。**如果公司不能在品牌、产品性能、销售服务等方面的保持优势，或新产品及新工艺的技术研发不及预期，将面临销量减少、客户流失等市场份额下降的风险。如果公司产品议价能力下降或未能采取有效手段实现降本增效，公司将面临毛利率下滑的风险，进而影响公司发展。
- **安全生产风险。**公司部分原材料为危险化学品，在运输、储存、生产环节中均存在一定的安全风险。如公司在生产经营过程中安全防护工作不到位，则会造成安全事故，从而对公司的生产经营带来不利影响。
- **环保风险。**公司生产过程中伴有“三废”排放，随着环保问题的日益重视，政府对环保监管的不断加强，未来可能出台更为严格的环保标准。若公司不能及时对生产设施进行升级改造以及提高“三废”处理能力，发生意外停产、减产、限产等事项或遭受主管部门处罚，将对公司盈利能力造成不利影响。
- **募投项目实施不及预期风险、新增产能消化风险和收益不及预期风险。**若公司未来无法按照计划成功生产凉味剂所需原材料，或相关产品规模化生产不及预期，或新产品市场开拓情况不及预期，则会导致上述项目无法实现预期收益。
- **行业规模测算偏差风险。**报告中的行业规模测算是基于一定的假设条

件，存在不及预期的风险。

- **研报使用的信息更新不及时的风险。** 研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地获取资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。