

# 中草药料 (920016.BJ)

## 新股覆盖研究

### 投资要点

◆ 周二（9月3日）有一只北证新股“中草药料”申购，发行价格为7.50元，发行市盈率为15.37倍（按全额行使超额配售选择权计算）。

◆ **中草药料 (920016.BJ)**：公司专注于香精香料的研发、生产和销售。公司的主要产品包括凉味剂、合成香料和天然香料。公司2021-2023年分别实现营业收入1.50亿元/1.89亿元/2.06亿元，YOY依次为43.66%/26.16%/8.72%；实现归母净利润0.23亿元/0.38亿元/0.41亿元，YOY依次为57.72%/63.43%/8.81%。最新报告期，2024H1公司实现营业收入0.96亿元，同比增加9.58%，实现归母净利润0.26亿元，同比增加36.05%。

① **投资亮点**：1、公司在以WS-23为代表的新型凉味剂产品上处于国内领先、国际先进，有望受益于其对传统清凉剂薄荷醇的逐步替代。WS系列新型凉味剂较好地克服了传统清凉剂薄荷醇有苦味、挥发性强、作用时间短、用量大等劣势，有望对薄荷醇形成逐步替代；近年来，WS系列凉味剂需求量大幅增长，2019-2022年间国内需求年均增速超40%，未来5年WS系列凉味剂产品用量有望达到8000吨（上海市食品添加剂和配料行业协会预测；2022年国内需求仅1346吨）。公司在WS系列凉味剂产品上处于国内领先，2021-2022年间国内市占率达到年均约30%；同时，凉味剂产品已实现对瑞士奇华顿（全球前十大香精香料公司之一）等国际客户的销售，有望受益于下游需求增长。2、依托募投项目，公司围绕新型凉味剂的技术布局有望延伸至核心原材料DIPPN的生产，或有助于公司实现凉味剂供应上及价格上的稳定。围绕核心产品WS系列凉味剂，经过多年研发积累，公司已经掌握终端产品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一系列核心技术，相关技术在相关领域具有独创性和先进性、处于国际先进水平。与此同时，公司拟依托募投资金进一步实现包括DIPPN在内的凉味剂核心原材料的自主生产，考虑到此前DIPPN采购价格及供应情况波动对公司产品销售产生的影响较大，募投项目的实施有望对公司实现凉味剂产量和价格稳定、以及盈利水平的进一步优化起到积极作用。

② **同行业上市公司对比**：公司主要从事香精香料的研发、生产与销售，选取同样从事香精香料销售的新和成、爱普股份、金禾实业、科思股份、亚香股份、华业香料作为中草药料的可比公司。从上述可比公司来看，24H1行业平均收入规模为26.29亿元，可比PE-TTM（剔除异常值/算术平均）为21.44X，销售毛利率为28.32%；相较而言，公司的营收规模低于行业平均水平，但销售毛利率高于行业平均水平。

◆ **风险提示**：已经开启询价流程的公司依旧存在因特殊原因无法上市的可能、公司内容主要基于招股书和其他公开资料内容、同行业上市公司选取存在不够准确的风险、内容数据截选可能存在解读偏差等。具体上市公司风险在正文内容中展示。

### 交易数据

总市值（百万元）	
流通市值（百万元）	
总股本（百万股）	59.79
流通股本（百万股）	
12个月价格区间	/

### 分析师

李蕙  
 SAC执业证书编号：S0910519100001  
 lihui1@huajinsec.cn

### 报告联系人

曾晓婷  
 zengxiaoting@huajinsec.cn

### 相关报告

- 华金证券-新股-新股专题覆盖报告（慧翰股份）-2024年第56期-总第483期 2024.9.1
- 华金证券-新股-新股专题覆盖报告（众鑫股份）-2024年第55期-总第482期 2024.8.29
- 华金证券-新股-新股专题覆盖报告（速达股份）-2024年第54期-总第481期 2024.8.22
- 华金证券-新股-新股专题覆盖报告（成电光信）-2024年第53期-总第480期 2024.8.20
- 华金证券-新股-新股专题覆盖报告（富特科技）-2024年第52期-总第479期 2024.8.17



## 公司近 3 年收入和利润情况

会计年度	2021A	2022A	2023A
主营收入(百万元)	150.1	189.4	205.9
同比增长(%)	43.66	26.16	8.72
营业利润(百万元)	27.1	40.4	43.4
同比增长(%)	62.04	48.87	7.47
归母净利润(百万元)	23.1	37.7	41.0
同比增长(%)	57.72	63.43	8.81
每股收益(元)	0.51	0.69	0.69

数据来源：聚源、华金证券研究所

## 内容目录

一、中草香料.....	4
（一）基本财务状况.....	4
（二）行业情况.....	5
（三）公司亮点.....	7
（四）募投资项目投入.....	7
（五）同行业上市公司指标对比.....	8
（六）风险提示.....	9

## 图表目录

图 1：公司收入规模及增速变化.....	4
图 2：公司归母净利润及增速变化.....	4
图 3：公司销售毛利率及净利润率变化.....	4
图 4：公司 ROE 变化.....	4
图 5：2008 年至 2021 年全球香精香料行业市场规模.....	5
图 6：2016 年至 2022 年我国香精香料行业市场规模（亿元）.....	5
图 7：我国食品制造业规模以上企业营业收入（亿元）.....	6
图 8：我国日化行业市场规模情况（亿美元）.....	6
图 9：我国烟草规模以上企业营业收入情况（亿元）.....	7
图 10：公司产能规划.....	8
表 1：公司 IPO 募投资项目概况.....	8
表 2：同行业上市公司指标对比.....	8

## 一、 中草香料

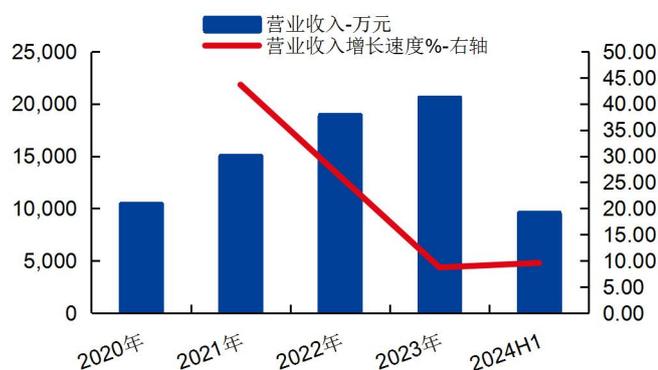
自设立以来，公司专注于香精香料的研发、生产和销售。公司的主要产品包括凉味剂、合成香料和天然香料。其中凉味剂产品主要包括 WS-23、WS-3、乳酸薄荷酯等，均含有薄荷香气，广泛应用于食品、口腔护理产品、化妆品、护肤品等领域；合成香料主要包括双丁酯、丁酸乙酯等，天然香料主要包括留兰香油、大蒜油、生姜油、红橘油等，主要应用于食品饮料领域。经过十余年的技术积累和市场开拓，公司已积累了优质、稳定的客户渠道和资源，与德之馨、奇华顿等全球十大香精香料公司建立了稳定的合作关系。

### （一） 基本财务状况

公司 2021-2023 年分别实现营业收入 1.50 亿元/1.89 亿元/2.06 亿元，YOY 依次为 43.66%/26.16%/8.72%；实现归母净利润 0.23 亿元/0.38 亿元/0.41 亿元，YOY 依次为 57.72%/63.43%/8.81%。最新报告期，2024H1 公司实现营业收入 0.96 亿元，同比增加 9.58%，实现归母净利润 0.26 亿元，同比增加 36.05%。

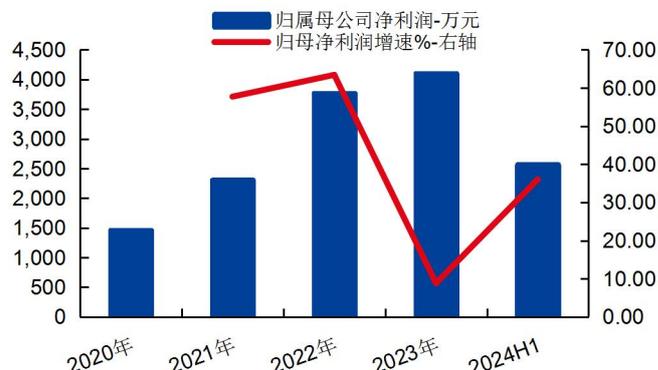
2023 年，公司主营业务收入按产品类型可分为四大板块，分别为凉味剂（1.57 亿元，77.82%）、合成香料（0.28 亿元，13.65%）、天然香料（0.09 亿元，4.45%）、代加工（0.08 亿元，4.08%）。

图 1：公司收入规模及增速变化



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：公司归母净利润及增速变化



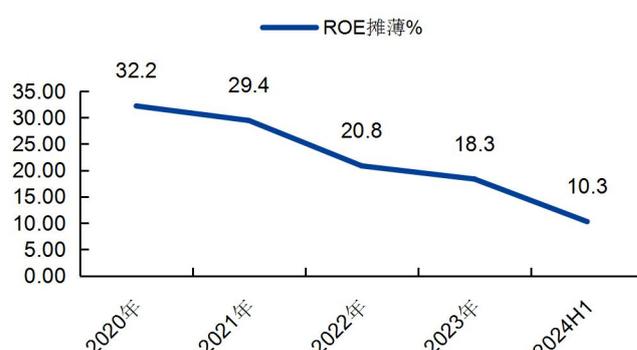
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3：公司销售毛利率及净利润率变化



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：公司 ROE 变化



资料来源：Wind，华金证券研究所

## （二）行业情况

公司核心产品为香精香料，属于香精香料行业。

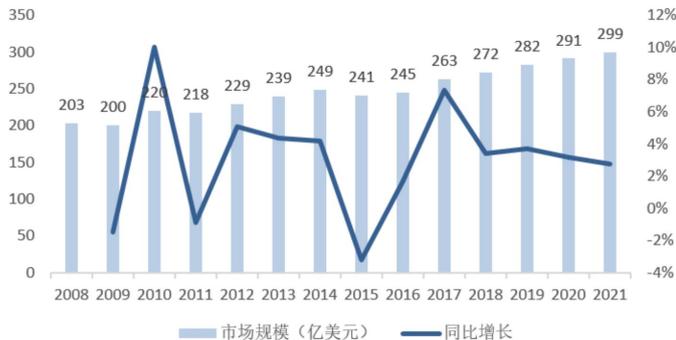
### 1、香精香料行业

香料是一种能被嗅感嗅出气味或味感尝出香味的物质；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、化妆品、烟草、饲料、洗涤护理等领域不可或缺的原料。

近十余年来，香精香料行业市场规模处于稳定增长状态。根据 **Leffingwell&Associates** 的统计数据，国际香精香料市场规模由 2008 年的 203 亿美元增长至 2021 年的 299 亿美元，年复合增长达 3.02%；根据中国香料香精化妆品工业协会公布的数据，我国香精香料市场规模由 2016 年的 252 亿元增长至 2022 年的 424 亿元，2016-2022 年 CAGR 为 9.06%；十三五期间，我国香料香精行业市场规模占全球市场约五分之一，已成为全球主要的香料供应国之一。

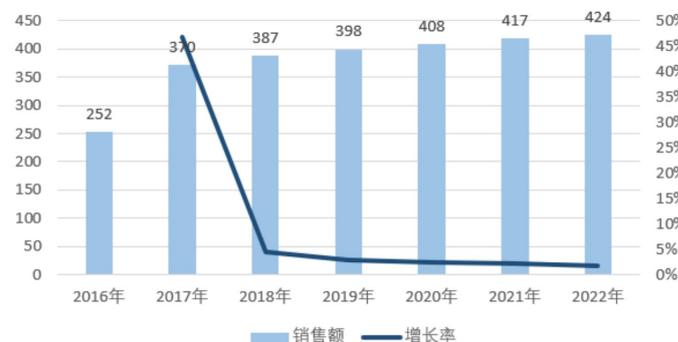
竞争格局方面，全球重要的香料香精生产企业主要来自于欧洲、美国、日本等国家和地区，代表企业包括瑞士的芬美意和奇华顿、美国的 IFF 和森馨、德国的德之馨、法国的曼氏和罗伯特，以及日本的高砂和长谷川等，2013-2019 年，国际前十大香料香精企业占据着全球香料香精市场份额的 75% 左右，市场集中度高。

图 5：2008 年至 2021 年全球香精香料行业市场规模



资料来源：Leffingwell&Associates、共研网，华金证券研究所

图 6：2016 年至 2022 年我国香精香料行业市场规模（亿元）



资料来源：中国香料香精化妆品工业协会，华金证券研究所

### 下游市场发展情况

#### （1）食品行业

食品饮料行业是香料香精行业最大的下游市场之一，香料香精在食品配料中所占比例不大，但对食品的风味起着举足轻重的作用，起到增香、赋香、矫香等作用。随着我国居民的可支配收入提高、居民消费结构升级以及城镇化建设步伐加快，自 2018 年以来，我国食品饮料行业呈稳定增长趋势。根据统计数据，我国食品制造业规模以上企业 2022 年营业收入为 22,541.9 亿元，同比增长 5.99%。

图 7：我国食品制造业规模以上企业营业收入（亿元）

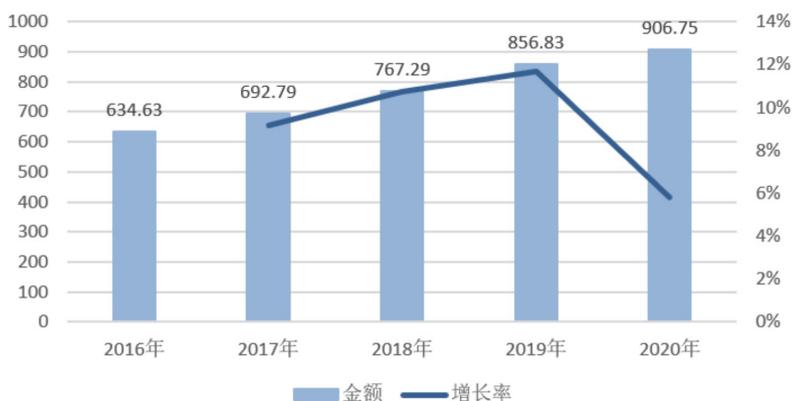


资料来源：iFinD 数据库、中国统计年鉴，华金证券研究所

### (2) 日化行业

香料香精在日化行业主要用于香水、化妆品、洗涤护理等日化用品的赋香、矫香。2020 年我国日化行业市场规模达 906.75 亿美元，2016-2020 年年均复合增长达 9.33%。

图 8：我国日化行业市场规模情况（亿美元）



资料来源：前瞻产业研究院，华金证券研究所

### (3) 烟草行业

烟用香精主要用于调节烟草的香气和口味，以及掩盖或修饰烟草原料的香味缺陷。随着国民经济的不断增长以及国内烟草行业的发展，烟用香精通过增加新品种、新配方等方式，满足烟草市场的不同需求，不断为香料香精行业带来新的消费去向。我国目前是世界上最大的烟草生产和消费国。2022 年我国烟草行业规模以上企业营业收入为 12,792.4 亿元，2017-2022 年年均复合增长达 5.25%。

图 9：我国烟草规模以上企业营业收入情况（亿元）



资料来源：iFinD 数据库、中国统计年鉴，华金证券研究所

### （三）公司亮点

1、公司在以 **WS-23** 为代表的新型凉味剂产品上处于国内领先、国际先进，有望受益于其对传统清凉剂薄荷醇的逐步替代。**WS** 系列新型凉味剂较好地克服了传统清凉剂薄荷醇有苦味、挥发性强、作用时间短、用量大等劣势，有望对薄荷醇形成逐步替代；近年来，**WS** 系列凉味剂需求量大幅增长、2019-2022 年间国内需求年均增速超 40%，未来 5 年 **WS** 系列凉味剂产品用量有望达到 8000 吨（上海市食品添加剂和配料行业协会预测；2022 年国内需求仅 1346 吨）。公司在 **WS** 系列凉味剂产品上处于国内领先，2021-2022 年间国内市占率达到年均约 30%；同时，凉味剂产品已实现对瑞士奇华顿（全球前十大香精香料公司之一）等国际客户的销售，有望受益于下游需求增长。

2、依托募投项目，公司围绕新型凉味剂的技术布局有望延伸至核心原材料 **DIPPN** 的生产，或有助于公司实现凉味剂供应上及价格上的稳定。围绕核心产品 **WS** 系列凉味剂，经过多年研发积累，公司已经掌握终端产品 **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一系列核心技术，相关技术在相关领域具有独创性和先进性、处于国际先进水平。与此同时，公司拟依托募投资金进一步实现包括 **DIPPN** 在内的凉味剂核心原材料的自主生产，考虑到此前 **DIPPN** 采购价格及供应情况波动对公司产品销售产生的影响较大，募投项目的实施有望对公司实现凉味剂产量和价格稳定、以及盈利水平的进一步优化起到积极作用。

### （四）募投项目投入

公司本轮 IPO 募投资金拟投入 1 个项目。

1、**年产 2600 吨凉味剂及香原料项目（一期）**：本项目拟新增凉味剂及香原料年产能 2600 吨，包括凉味剂主要原材料腈类年产能 1170 吨（其中 630 吨为自用）、酰胺类（凉味剂）年产能 900 吨、醛类年产能 20 吨、酯类年产能 550 吨。

图 10: 公司产能规划

序号	产品方案		单位	数量	备注
1	腈类	2,2-二异丙基丙腈、2,2-二异丙基丁腈	t/a	1,170.00	其中 630t/a 自用
2	酰胺类 (凉味剂)	N-乙基-2-异丙基-5-甲基-环己烷甲酰胺 (ws-3)、N,2,3-三甲基-2-异丙基丁酰胺 (ws-23) 等	t/a	900.00	产品
3	醛类	2,4-癸二烯醛、5-甲基-2-苯基-2-己烯醛	t/a	20.00	产品
4	酯类	白脱酯、乙酸薄荷酯、丁酰乳酸丁酯等	t/a	550.00	产品
合计 <sup>a</sup>				<b>2,010.00</b>	

资料来源: 公司招股书, 华金证券研究所

表 1: 公司 IPO 募投项目概况

序号	项目名称	投资总额 (万元)	募集资金投资额 (万元)	项目建设周期
1	年产 2600 吨凉味剂及香原料项目 (一期)	25,705.66	14,950.00	18 个月
	<b>总计</b>	<b>25,705.66</b>	<b>14,950.00</b>	-

资料来源: 公司招股书, 华金证券研究所

## (五) 同行业上市公司指标对比

2024H1, 公司实现营业收入 0.96 亿元, 同比增长 9.58%; 实现归属于母公司净利润 0.26 亿元, 同比增长 36.05%。

公司主要从事香精香料的研发、生产与销售, 选取同样从事香精香料销售的新和成、爱普股份、金禾实业、科思股份、亚香股份、华业香料作为中草香料的可比公司。从上述可比公司来看, 24H1 行业平均收入规模为 26.29 亿元, 可比 PE-TTM (剔除异常值/算术平均) 为 21.44X, 销售毛利率为 28.32%; 相较而言, 公司的营收规模低于行业平均水平, 但销售毛利率高于行业平均水平。

表 2: 同行业上市公司指标对比

代码	简称	总市值 (亿元)	PE-TTM	24H1 收入 (亿元)	收入 YOY	24H1 归母净利润 (亿元)	归母净利润 YOY	24H1 销售毛利率 (%)	24H1 ROE 摊薄 (%)
002001.SZ	新和成	594.07	17.34	98.45	32.70	22.04	48.62	35.40	13.35
002597.SZ	金禾实业	121.29	22.14	25.38	-5.10	2.47	-38.74	21.79	7.52
603020.SH	爱普股份	24.41	29.61	14.52	-0.90	0.62	-11.82	15.40	2.61
300856.SZ	科思股份	89.31	11.10	14.05	18.01	4.21	20.24	48.06	28.56
301220.SZ	亚香股份	18.71	26.99	3.61	25.62	0.35	-23.45	29.65	4.38
300886.SZ	华业香料	12.71	157.35	1.73	29.75	0.14	698.97	19.60	1.46
	行业均值	143.42	21.44	26.29	/	4.97	/	28.32	9.64
920016.BJ	中草香料	/	/	<b>0.96</b>	<b>9.58</b>	<b>0.26</b>	<b>36.05</b>	<b>33.32</b>	<b>19.12</b>

资料来源: Wind (数据截至日期: 2024 年 9 月 2 日), 华金证券研究所

## （六）风险提示

募投项目效益不及预期的风险、固定资产折旧等增加导致利润下滑的风险、主要原材料价格波动的风险、存货减值风险、市场竞争风险、原材料供应短缺风险等风险。

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)