

行业发展空间广阔，相关公司各自深耕

——香精香料行业专题报告

专题研究小组成员：刘瑀

2019 年 4 月 17 日

专题研究小组

证券分析师 刘瑀
 SACN01150516030001
 022-23861670
 liuyu@bhqz.com

子行业评级

香精香料行业	看好
--------	----

重点品种推荐

华宝股份	增持
爱普股份	增持
百润股份	增持

投资要点：

● 潜力巨大的美好生活创造者

香精通常直接用于增加各类终端产品的香气和香味，具有独特和不可替代的作用。随着全球经济的不断发展以及消费水平的不断提高，使得居民对于食品以及日用品品质的要求愈来愈高，香精香料行业得以快速增长。2017 年全球香精香料行业销售额达 263 亿美元，近 10 年复合增长率达到 2.63%。目前，西欧以及北美市场发展已经十分成熟，而发展中国家尤其是非洲以及亚洲的部分地区对于香精香料的消费额持续增长，预计亚太地区未来对于香精香料的需求将最为强劲。中国市场，无论从销售或者是消费均存在巨大的发展空间。我国 2010 年香精香料市场销售额为 200.0 亿元，至 2015 年销售额达 338.5 亿元，年复合增速为 10.97%。2015 年，我国香精香料消费额为 13.89 亿美元，仅占全球总消费的 5.67%，增长空间巨大。

● 国际市场呈垄断格局，国内集中度偏低

总体来看，全球香精香料产业呈现高度垄断格局，国际十大香精香料公司多集中于发达国家，2017 年前十大生产企业市占率达 78.73%，头部公司奇华顿的全球市场份额高达 20%。中国目前共有香精香料企业 1000 余家，大多属于中小型企业，行业集中度相对较低。国内中小型企业在消费前端信息采集、市场研究以及研发投入较少，难以形成以技术为核心的竞争力，因此大部分中小型企业成长进程缓慢。近年来国际前十大香料香精生产公司均已进入中国市场，并且纷纷加大在华投资，新建研发中心以及生产基地，以求在中国广阔的市场当中分一杯羹。国际巨头的加入为我国香精行业的发展注入了活力，同时也加剧了竞争。

● 烟草、食品、日化三大方向提供机遇

在食品饮料、日化、烟草等众多行业中，香精都有着广泛的应用。国内卷烟市场短期趋于饱和，但其中的内部结构则在悄然发生改变。在消费升级的大环境下，通过使用香精能够赋予品牌香烟独有的特征香气，且有助于提升卷烟的等级。此外，加快国内卷烟出口、推进新型烟草在我国的发展都属当务之急，而这些发展方向又能够给烟用香精的发展注入新的生机。而在食用香精领域，随着我国城市化建设的发展，人们的饮食结构也随之发生变化，由此带动了预包装食品需求的迅速增长，从而推动了香精发展。我们预计，未来食品饮料行业整体将会向精细化发展，产品不断推陈出新，食品用香精必将存在广阔的发展空间。日用香精方面，近年来我国日化行业呈快速增长态势，但由于现代香精工业起源于欧洲，国际市场目前呈现高度垄断格局。未来，随着我国日化行业的不断发展，日化用香精或许可以得到新的发展契机。

● 投资建议

二十世纪 80 年代，发达国家香精香料行业同样处于高度分散格局，经过数十年的发展，目前国际市场行业格局已定。反观中国，目前无论从市场规模亦或是发展成熟度来说，都与国际市场相去甚远。随着消费升级持续，居民对食品及日化产品品质不断提升，将促使香精香料行业的加速发展，因此给予香精香料行业“看好”的投资评级。目前，国内市场除华宝股份在烟用香精领域独占鳌头以外，尚未出现细分领域绝对龙头，不同公司业务侧重不同各自深耕，相关上市公司未来必将借助资本优势继续发展壮大，行业竞争格局将向专业且集中的方向发展，综上所述我们推荐华宝股份（300741）、爱普股份（603020）及百润股份（002568）。

● 风险提示

食品安全问题风险、环保问题风险、政策风险。

目 录

1.潜力巨大的美好生活创造者	6
1.1 简介	6
1.2 上游供给充足，下游需求稳定	7
1.3 国际市场趋于饱和，国内规模潜力巨大	8
1.4 国际市场呈垄断格局，国内集中度偏低	9
2.三大发展方向带来机遇	11
2.1 烟用香精——发展机遇仍存	11
2.2 食用香精——发展空间广阔	12
2.3 日化行业——后来居上	13
3.A 股相关公司——各有所长，各自深耕	14
3.1 国内相关上市公司	14
3.2 横向对比——不同侧重，各自深耕	20
4.投资建议	22
5.风险提示	22

图 目 录

图 1: 行业上下游的关系	7
图 2: 2008-2017 年全球香精香料市场规模 (单位: 亿美元)	8
图 3: 2018-2024 年全球香精香料规模预测 (单位: 亿美元)	8
图 4: 全球香精香料市场构成	8
图 5: 食品用香精香料构成	8
图 6: 我国香精香料整体销售情况 (单位: 亿元)	9
图 7: 我国香精香料整体消费情况 (单位: 百万美元)	9
图 8: 全球香精香料前十大公司市场占有率	10
图 9: 全球香精香料前十大公司市场份额	10
图 10: 2013-2018 年我国卷烟年产量情况 (单位: 亿支)	11
图 11: 2013-2018 年我国卷烟年销量情况 (单位: 亿支)	11
图 12: 一至五类卷烟消费比例	12
图 13: 2009-2018 年规模以上食品制造业主营业务收入 (单位: 亿元)	13
图 14: 2017 年中国日化市场市占率前十名	13
图 15: 2017 年中国日化品牌市占率前十名	13
图 16: 公司 2015-2017 年营业收入情况 (单位: 亿元)	15
图 17: 烟草用香精是公司核心业务	15
图 18: 公司 2015-2017 年业绩相对稳定 (单位: 亿元)	15
图 19: 公司不同产品 2015-2017 年毛利率的变动情况	16
图 20: 2009-2018 年公司营收及净利润情况 (单位: 万元)	17
图 21: 2017 年公司营业收入构成	17
图 22: 华宝股份烟用香精业务 vs 中国香精香料烟用香精业务	17
图 23: 爱普股份营收及净利润情况 (单位: 亿元)	18
图 24: 2011-2017 年公司营业收入构成 (单位: 亿元)	18
图 25: 2011-2017 年主营业务毛利率	18
图 26: 2011 年公司香精业务构成	19
图 27: 2012 年公司香精业务构成	19
图 28: 2013 年公司香精业务构成	19
图 29: 2015-2018 年公司营收及净利润情况 (单位: 亿元)	19
图 30: 公司营收结构 (单位: 亿元)	19
图 31: 公司旗下品牌 RIO 产品系列	20
图 32: 四大公司香精业务 2016-2017 年营收规模 (单位: 亿元)	20
图 33: 四大公司香精业务 2014-2017 年毛利率水平	21
图 34: 2017 年各个公司研发投入情况 (单位: 亿元)	22

表 目 录

表 1: 香精分类.....	6
表 2: 全球香精香料消费市场分布 (单位: 百万美元)	9
表 3: 部分国内香精香料行业公司	10
表 4: 国际企业在华发展情况.....	10
表 5: 2015 年中国控烟履约相关内容.....	11
表 6: 四家上市公司主要客户	21

1.潜力巨大的美好生活创造者

1.1 简介

香精是由多种香原料、溶剂或载体及其他辅料调配而成的芳香类混合物，通常直接用于增加各类终端产品的香气和香味，具有独特和不可替代的作用。在食品饮料、日化、烟草等众多行业中，香精都有着广泛的应用。

香精的使用在最终产品中占比非常小，添加量通常不超过 2%，但其对客户产品的品味、风格影响很大。以烟草用香精为例，其能够保持卷烟稳定的香气以及吸味，消除不同等级烟叶间的差异，保持卷烟品质，同时通过使用香精还能赋予品牌香烟独有的特征香气，有助于提升卷烟等级。因此，香精独特的作用使其已成为很多产品生产过程中必不可少的辅料。

表 1: 香精分类

分类依据	分类		说明
形态	液体香精		以油类、油溶性物质为溶剂，或者以水、水溶性物质为溶剂的香精，常温下一般为液体
	乳化香精		经乳化均质得到的水包油的香精
	浆（膏）状香精		以浆（膏）状形态出现的各类型香精
	固体（粉末香精）	拌合型粉末香精	香气和（或）香味成分与固体粉末载体拌合在一起的粉末状香精
		胶囊型粉末香精	香气和（或）香味成分以芯材的形式被包裹于固体壁材之内的颗粒型香精
应用领域	食用香精		食用香精泛指可以入口的香精，具体可以包括烟草用香精和食品用香精两类
	日用香精		用于日用化学品领域的香精

资料来源：公开资料，渤海证券

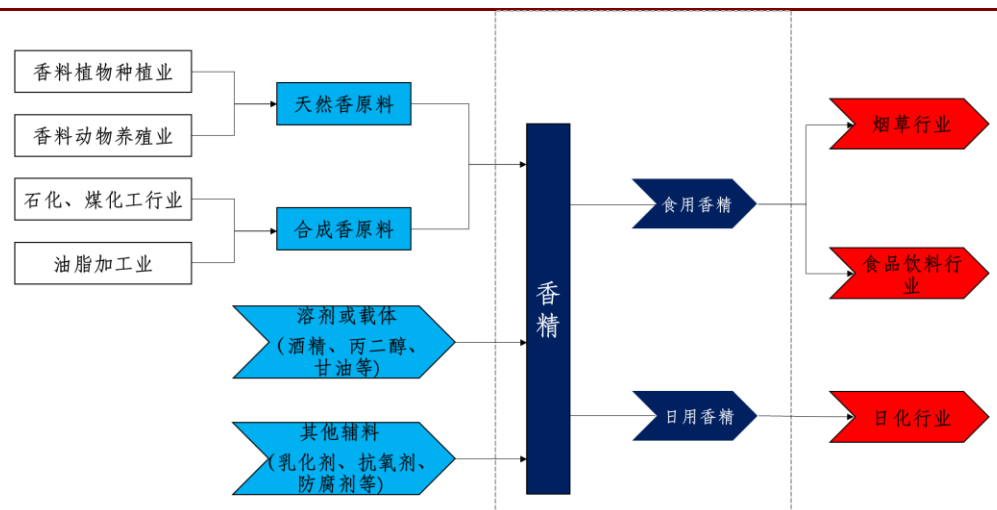
由于香精产品需满足客户定制化需求，香精生产企业一般“以销定产”，为保证能及时完成销售订单，香精企业通常保持一定量的原材料存货以及产成品存货。经营方式则以直销为主，此外也会预先开发部分市场所需通用香精配方，采用经销方式向中小型客户销售。

1.2 上游供给充足，下游需求稳定

香精是多种香原料与溶剂或载体以及其他辅料构成的混合物，因此香精行业的直接上游包括香原料行业、生产溶剂或载体的基础化工行业以及生产其他辅料的精细化工行业。溶剂或者载体主要包括酒精、丙二醇、甘油等，上述基础化工产品市场供应充分。香精生产的其他辅料则包括乳化剂、抗氧化剂、防腐剂等精细化工产品，目前国内市场供应充足。

而目前世界上香原料品种约有数千种，国际性的香料香精公司也相互采购和配置已进行香精的生产。从上下游市场看，既有进行香料和香精一体化生产的企业，在满足自身需求之外向市场适度供应香料，也大量存在单独生产香料的企业。

图 1：行业上下游的关系



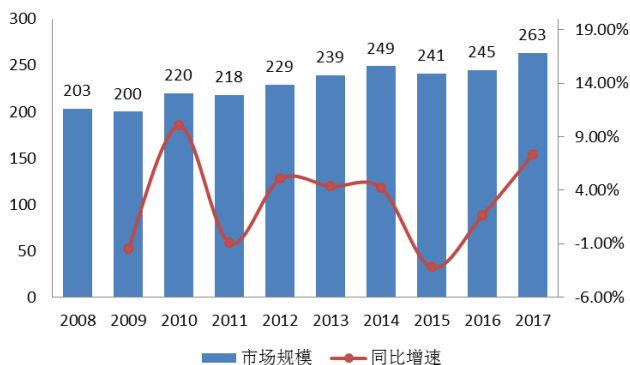
资料来源：公开资料，渤海证券

而香精行业的下游主要包括食品、饮料、烟草、日化行业等等。在**食品饮料行业**中，随着中国城市化进程突飞猛进的发展，人们对于饮食的需求日益发生变化，现代快节奏的生活特征，带动了预包装食品需求的迅速增长，从而推进了香精行业的发展。而在**烟草行业**，为了保持卷烟的香气和吸味，要通过加料和加香，消除不同等级烟叶之间的差异，保持卷烟的品质。同时，通过使用香精还能赋予品牌香烟独有的香气，提升卷烟的等级。**日用香精产品**则主要应用于洗护用品、化妆品、香水等日化领域，随着消费者对于美好生活的不断追求，日化行业的增长潜力巨大，为日用香精的发展提供了良好机遇。

1.3 国际市场趋于饱和，国内规模潜力巨大

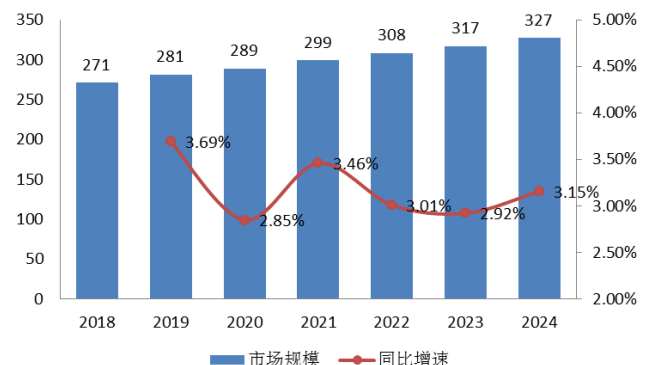
随着全球经济的不断发展以及消费水平的不断提高，使得居民对于食品以及日用品品质的要求愈来愈高，香精香料行业得以快速增长。近 20 年，国际香精香料销量持续增长，销售额在世界精细化工行业中仅次于医药行业位居第二。根据 Leffingwell&Associates 资料显示，2017 年全球香精香料行业销售额达 263 亿美元，近 10 年复合增长率达到 2.63%。

图 2：2008-2017 年全球香精香料市场规模（单位：亿美元）



资料来源：Leffingwell&Associates，渤海证券

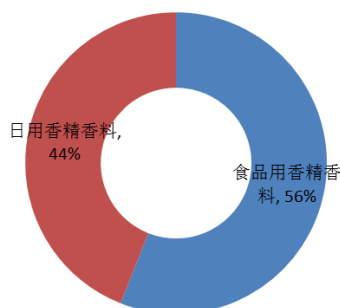
图 3：2018-2024 年全球香精香料规模预测（单位：亿美元）



资料来源：Leffingwell&Associates，渤海证券

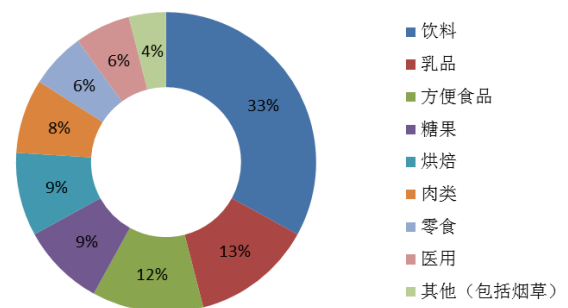
而据 IAL Consultants 最新数据显示，全球香精香料市场 2017 年度销售额达 282 亿美元，同比增长 4.6%，并且未来将以每年 4.9% 的复合增速增长，至 2022 年该市场规模将达到 360 亿美元。而全球香精香料市场中，食品用香精香料占比为 56%，日用香精香料占比约为 44%。食品用香精又可以分为多个种类，其中规模占比最大的为饮料，约占食品用香精规模的 33%，而烟草用香精实际占比不足 4%。

图 4：全球香精香料市场构成



资料来源：IAL Consultants，渤海证券

图 5：食品用香精香料构成



资料来源：IAL Consultants，渤海证券

从全球范围看，香精香料市场最大的消费国当属亚洲，其消费额约占全球市场的41.28%，紧随其后的是北美以及西欧。尽管西欧和北美市场已十分成熟，但随着消费者口味和偏好的不断变化，对香精香料的需求仍然有一定的增长潜力。而发展中国家比如中东欧、中东非以及亚太地区，尤其是非洲以及亚洲的部分地区，由于食品以及消费品的需求不断增长，导致对于香精香料的消费额仍将继续增长，预计亚太地区未来对于香精香料的需求将最为强劲。

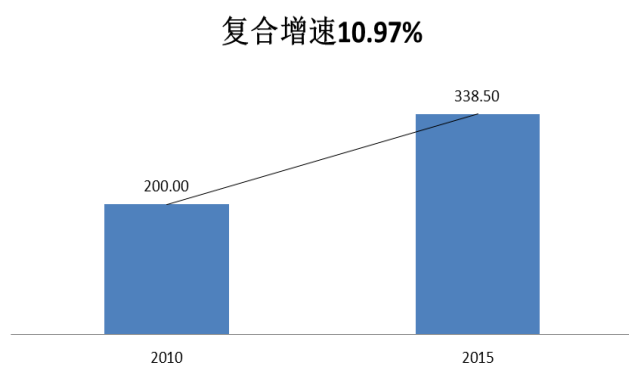
表 2: 全球香精香料消费市场分布 (单位: 百万美元)

国家	2017 年度	占比	2022 年度	占比	2017-2022 复合增速
非洲/中东	1509	5.35%	1928	5.38%	5.0%
亚洲	11646	41.28%	15846	44.19%	6.4%
中美洲和北美	6662	23.61%	7889	22.00%	3.4%
中欧/东欧	1661	5.89%	2078	5.79%	4.6%
南美洲	2116	7.50%	2636	7.35%	4.5%
西欧	4621	16.38%	5486	15.30%	3.5%

资料来源: IAL Consultants, 渤海证券

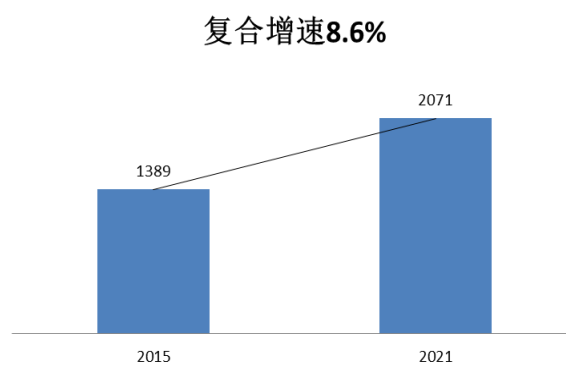
反观中国市场，无论从销售或者是消费均存在巨大的发展空间。公开资料显示，我国 2010 年香精香料市场销售额为 200.0 亿元，至 2015 年销售额达 338.5 亿元，年复合增速为 10.97%。2015 年，我国香精香料消费额为 13.89 亿美元，仅占全球总消费的 5.67%，增长空间巨大。

图 6: 我国香精香料整体销售情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公开资料, 渤海证券

图 7: 我国香精香料整体消费情况 (单位: 百万美元)

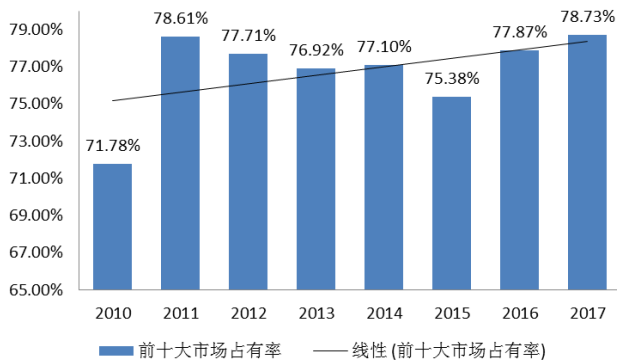


资料来源: 公开资料, 渤海证券

1.4 国际市场呈垄断格局，国内集中度偏低

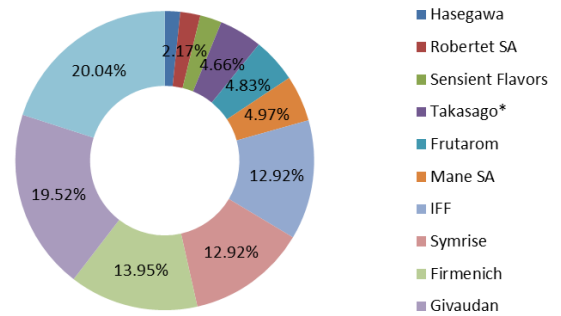
总体来看，全球香精香料产业呈现高度垄断格局，国际十大香精香料公司多集中于发达国家。20 世纪 90 年代以来，行业集中程度明显加速，核心生产企业日趋稳固，2017 年前十大生产企业市占率达 78.73%，头部公司奇华顿的全球市场份额就高达 20%。

图 8: 全球香精香料前十大公司市场占有率



资料来源: Leffingwell&Associates, 渤海证券

图 9: 全球香精香料前十大公司市场份额



资料来源: Leffingwell&Associates, 渤海证券

而在中国目前共有香精香料企业 1000 余家, 大多属于中小型企业, 行业集中度相对较低。国内中小型企业在消费前端信息采集、市场研究以及研发投入较少, 难以形成以技术为核心的竞争力, 因此大部分中小型企业成长进程缓慢。而国际市场目前已呈现高度垄断格局, 前十大公司市占率已接近 80%, 行业发展成熟。

表 3: 部分国内香精香料行业公司

公司名称	公司代码	相关主营业务	2017 年香精香料相关营业收入
中国香精香料	3318.HK	香料、香精制造	10.61 亿元
百润股份	002569.SZ	食用香精	1.39 亿元
爱普股份	603020.SH	食品配料、香精香料	23.01 亿元
百花香料	——	香精、香料	3.38 亿元
美味源	835233.OC	食用香精	0.31 亿元

资料来源: 公开资料, 渤海证券

近年来国际前十大香料香精生产公司均已进入中国市场, 并且纷纷加大在华投资, 新建研发中心以及生产基地, 以求在中国广阔的市场当中分一杯羹。国际巨头的加入为我国香精行业的发展注入了活力, 同时也加剧了竞争。

表 4: 国际企业在华发展情况

全球排名	公司在华名称	全球市占率
1	上海奇华顿有限公司	19.52%
2	芬美意香料(中国)有限公司	13.95%
3	德之馨(上海)有限公司	12.92%
4	美国国际香精香料(中国)有限公司	12.92%

资料来源: 公开资料, 渤海证券

2.三大发展方向带来机遇

2.1 烟用香精——发展机遇仍存

作为世界第一烟草生产和消费国，我国吸烟人数达到 3.36 亿人，占全球吸烟人数的 30%以上。我国烟草产业曾保持迅猛的发展态势，至 2015 年达到顶峰。据国家统计局统计显示，2015 年我国共销售卷烟 26127.20 亿支。随后，由于宏观经济环境、国内控烟形式以及烟草行业提税顺价影响，行业发展遇阻。尤其是 2015 年 5 月由财政部和国家税务总局联合下发的《关于调整卷烟消费税的通知》，明确将卷烟批发环节从价税税率由 5%提高至 11%，并按 0.005 元/支加征从量税，使得卷烟终端零售价格大幅提高，导致产销明显下滑。

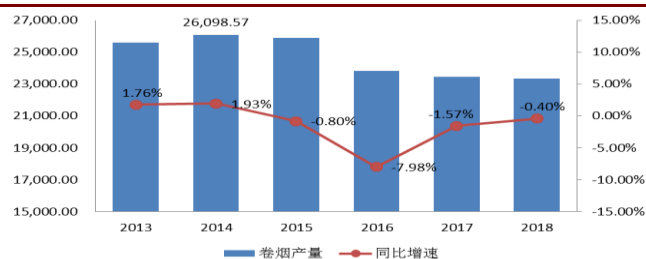
表 5: 2015 年中国控烟履约相关内容

法律法规及政策措施	相关部门	时间	具体内容
修订实施新《广告法》	全国人大常委会	2015 年 4 月	禁止在大众传播媒介或公共场所、公共交通工具、户外发布烟草广告，禁止向未成年人发送任何形式的烟草广告
下发《关于调整卷烟消费税的通知》	财政部 国家税务总局	2015 年 5 月	将卷烟批发环节从价税税率由 5%提高至 11%，并按 0.005 元/支加征从量税
出台《中华人民共和国境内卷烟包装标识的规定》	国家烟草专卖局 国家质检总局	2015 年 12 月	卷烟包装上应使用中华人民共和国的规范汉字印刷警语，警语内容分三组；警语区应位于条、盒包装正面和背面，所占面积不应小于其所在面的 35%，底色可采用原商标的单底色

资料来源：公开资料，渤海证券

尽管如此，由于我国有着庞大的消费者群体，加之我国宏观经济形势依然长期向好，卷烟行业销量虽然在 2016 年出现明显下滑，但下游总需求仍然稳定。此外，行业自 2016 年触底之后开始复苏，根据烟草在线最新数据显示，去年 1-8 月我国卷烟产量累计同比增幅达到 4.3%，卷烟销量累计同比增长 2.17%，预计未来 3-5 年行业整体仍然将恢复性增长。

图 10: 2013-2018 年我国卷烟年产量情况（单位：亿支）



资料来源：国家统计局，渤海证券

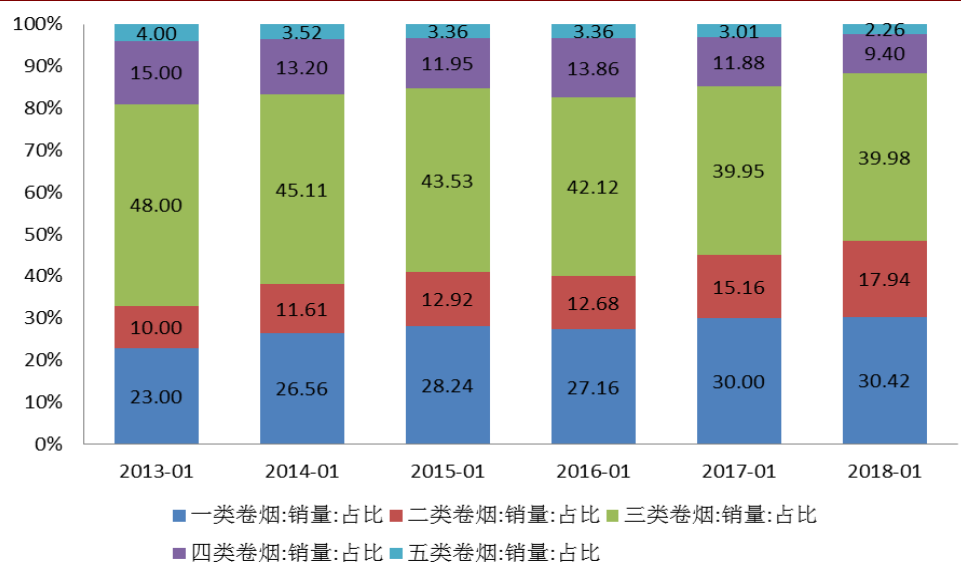
图 11: 2013-2018 年我国卷烟年销量情况（单位：亿支）



资料来源：国家统计局，渤海证券

此外，虽然国内卷烟市场目前来看趋于饱和，但其中的内部结构则在悄然发生改变。伴随着我国国民收入的持续增长，消费者对于卷烟品质的要求也在日益提高。公开资料数据显示，2013 年初卷烟消费市场一类卷烟的消费比例占全部消费的比重为 23%，而五年后这一比例已上升至 30%，二类卷烟消费比例也有相同程度提高，三至五类则出现不同程度的下降。在消费升级的大环境下，通过使用香精能够赋予品牌香烟独有的特征香气，且有助于提升卷烟的等级。因此，如何调整叶组配方、使用香精加香加料是各大卷烟生产企业的核心技术。由于独特的作用，香精已成为卷烟生产过程中必不可少的辅料。

图 12：一至五类卷烟消费比例



资料来源：Wind，渤海证券

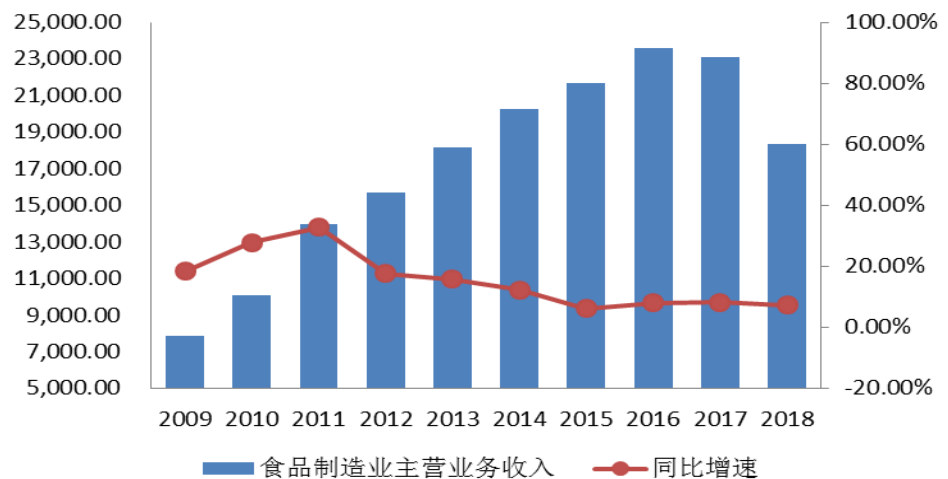
而从国家烟草专卖局的生产经营调度会中不难看出，我国烟草行业仍然担负着艰巨的税利任务。11 月会议强调，确保销售 4750 万箱目标任务，确保完成全年税利目标任务，争取实现税利总额超过历史最好水平。在国内消费市场基本稳定的大环境下，如何在大众健康及烟草行业营收间平衡成了当务之急。我们认为，解决方案主要包括三个方面：其一，加快国内卷烟出口，开辟国外市场需求，我们认为这也是中烟国际在香港上市的主要诉求；其二，行业内部结构调整，通过低档卷烟高档化来提高价格，增加行业整体营收；其三，推进新型烟草在我国的发展，既能够减少吸烟对于身体健康的伤害，又能够给烟草行业发展注入新的生机，完成税利任务。而烟用香精作为烟草生产的必须用品，必将收益。

2.2 食用香精——发展空间广阔

随着我国城市化建设突飞猛进的发展，人们的饮食结构也随之发生了巨大的变化。

现代生活节奏的加快，带动了预包装食品需求的迅速增长，从而推动了香精的发展。例如甜味香精可广泛应用于饮料、乳品、糖果、烘焙等领域，而咸味香精则可应用于酱料、腌泡、调味品等。近十年来，我国食品制造业在经历了高速发展后趋于稳健（2017-2018 年统计口径改变导致主营业务收入下降），行业规模达到近两万亿水平。我们预计，未来行业整体将会向精细化发展，产品不断推陈出新，食品用香精必将存在广阔的发展空间。

图 13：2009-2018 年规模以上食品制造业主营业务收入（单位：亿元）

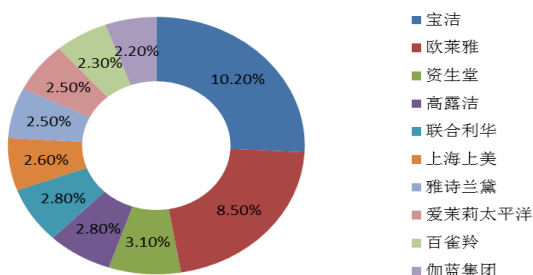


资料来源：Wind，渤海证券

2.3 日化行业——后来居上

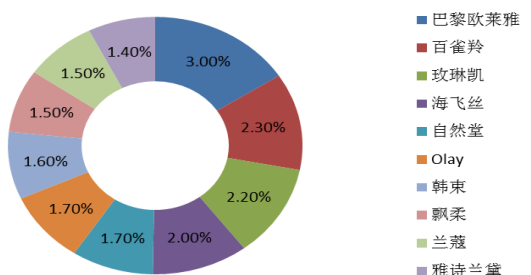
香精在日化行业的应用主要是对香水、化妆品等工业制品加香矫味，目的主要是让消费者在使用这些产品的过程中能嗅到舒适宜人的香气，其中香精的使用量很小，但作用却举足轻重。近年来我国日化行业呈快速增长态势，但由于现代香精工业起源于欧洲，国际市场目前呈现高度垄断格局。未来，随着我国日化行业的不断发展，公司日化用香精或许可以得到新的发展契机。

图 14：2017 年中国日化市场市占率前十名



资料来源：公开资料，渤海证券

图 15：2017 年中国日化品牌市占率前十名



资料来源：公开资料，渤海证券

3.A 股相关公司——各有所长，各自深耕

3.1 国内相关上市公司

整体来看，目前国内市场尚无香精香料行业绝对龙头，仅华宝股份一家公司在烟用香精领域处于绝对领先地位。未来随着行业法发展，香精香料市场竞争格局也将逐渐清晰，相关上市企业或将凭借资本优势进行规模扩张，从而在竞争中获益。

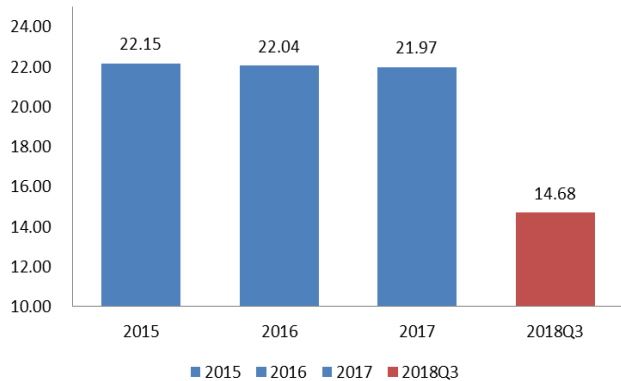
3.1.1 华宝股份

华宝香精股份有限公司主要从事香精的研发、生产和销售，同时经营少量的食品配料业务。公司销售额在国内一直名列前茅，是中国香精行业的领先企业。公司设立以来，以华宝香精股份有限公司“美味生活引领者”为发展愿景，坚持创新、务实、忠诚、协作的企业精神，以国际化视野整合国内外科研资源，为客户提供产品风格系统解决方案和综合技术服务。

公司前身为成立于 1996 年的华宝食用香精香料有限公司，2001 年与“红塔集团”合资成立云南天宏香精香料有限公司，2004 年收购孔雀香精成立上海华宝孔雀香精香料有限公司，2005 年收购华芳烟用香料有限公司 51% 股权，2008 年成立广州华宝并且收购厦门琥珀香料有限公司股权，2011 年组建鹰潭华宝香精香料有限公司，2015 年委托麦肯锡进行战略规划，吹响了公司“二次创业”的号角，2016 年正式迁址西藏拉萨并完成股份制改造，公司更名为华宝香精股份有限公司，开启华宝香精发展的新纪元，2018 年公司于 A 股上市。

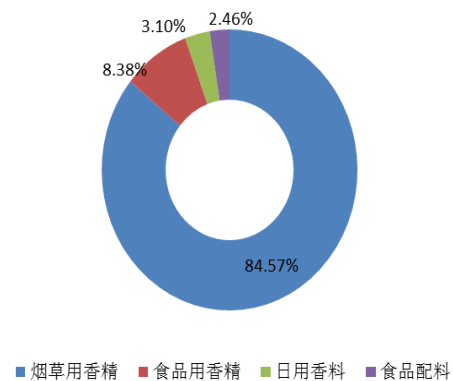
由于 2016 年烟用原料业务置出发行人体系，对营业收入造成一定扰动，剔除烟用原料业务业绩影响，公司 2015-2017 年实现营业收入 22.15、22.04、21.97 亿元，营业收入相对平稳。从营收构成看，食用香精中的烟草用香精占比超 80%，是公司的绝对核心。未来公司将坚持以客户需求为导向，食用香精为龙头，进一步提升公司在日用香精、食品配料等领域的竞争实力。

图 16: 公司 2015-2017 年营业收入情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公开资料, 渤海证券

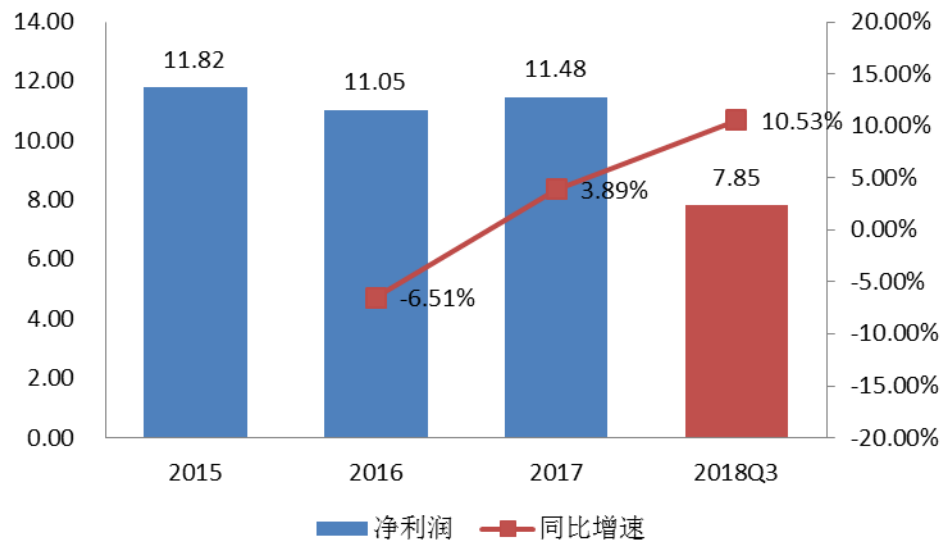
图 17: 烟草用香精是公司核心业务



资料来源: 公开资料, 渤海证券

近年来由于国家控烟政策的实施, 公众对健康的关切程度不断提高, 加之宏观经济遭遇全球经济乏力影响, 导致国内烟草行业产品库存增加、发展空间缩小, 行业整体面临需求拐点。但由于我国仍有庞大的烟草消费群体, 对公司的香精业务仍能形成有效支撑。公司 2015-2017 年实现净利润分别为 11.82、11.05、11.48 亿元, 业绩相对平稳, 2018 年前三季度实现业绩 7.85 亿元, 同比增长 10.53%, 随着行业负面影响的减退, 公司业绩将稳中有升。

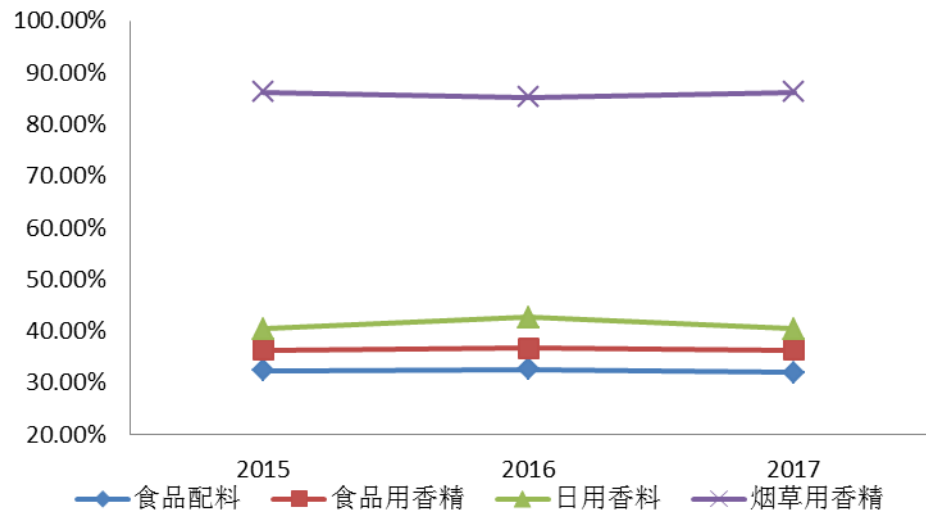
图 18: 公司 2015-2017 年业绩相对稳定 (单位: 亿元)



资料来源: 公开资料, 渤海证券

剔除烟用原料业务影响, 公司 2015-2017 年毛利率分别为 76.04%、75.92%、78.44%, 2015-2016 年的毛利率基本保持稳定, 2017 年毛利率小幅提升主要得益于较高毛利率的烟草用香精收入占比提升所致。分产品看, 烟草用香精的毛利率基本稳定在 85% 左右, 远高于公司其他产品毛利率。公司烟草用香精的高毛利率主要是由于行业特点以及公司产品的高技术含量、高附加值决定的。

图 19: 公司不同产品 2015-2017 年毛利率的变动情况



资料来源: 公开资料, 渤海证券

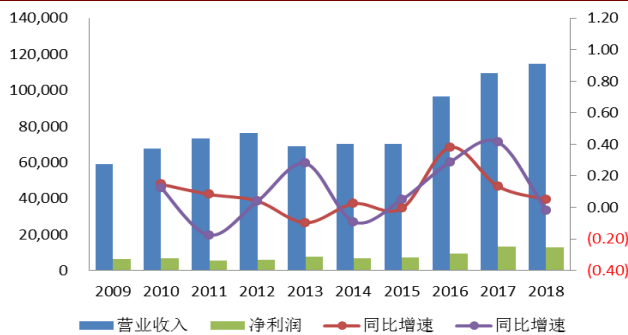
3.1.2 中国香精香料

中国香精香料有限公司主要从事香精和香料的研发、生产、贸易以及销售。公司产品旨在通过改善产品味道以及香味提升产品质量并提高产品附加值。公司香精香料业务主要涉及食品用及日用领域。

公司前身为成立于 1991 年的深圳波顿香料有限公司, 至 2000 年公司始终致力于发展香味增强剂业务, 2002 年开始发展食品香精业务, 次年设立日化香精业务并与上海技术学院进行合作研发, 2004 年于深圳成立波顿研发中心并且与中国农业大学成立实验室, 2005 年香港联合交易所上市, 2007-2015 年成立咸味销售中心、上海研发中心、建设波顿科技园并开始投入使用, 2016 年收购世界第二大电子烟生产公司 Kimree, Inc. 以及四家烟用香精制造企业, 2017 年东莞波顿厂房落成并且投入使用。

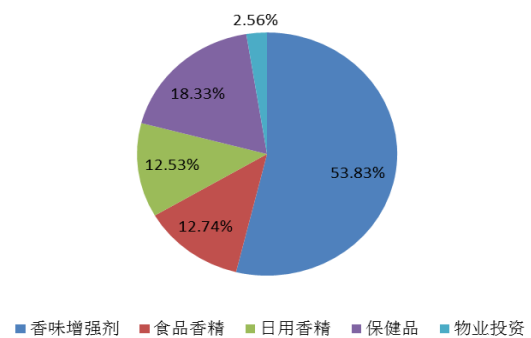
公司近十年来营业收入总体呈现增长趋势, 其中 2016 年的收购使得公司营收水平再上一个台阶, 近十年营收增速为 7.66%。2017 年公司实现营业收入 10.89 亿元, 其中香味增强剂占总营收的 53.83%, 是公司的绝对主营业务; 食品香精及日用品香精占比分别为 12.74%、12.53%, 是公司第二大营收来源。

图 20: 2009-2018 年公司营收及净利润情况 (单位: 万元)



资料来源: 公开资料, 渤海证券

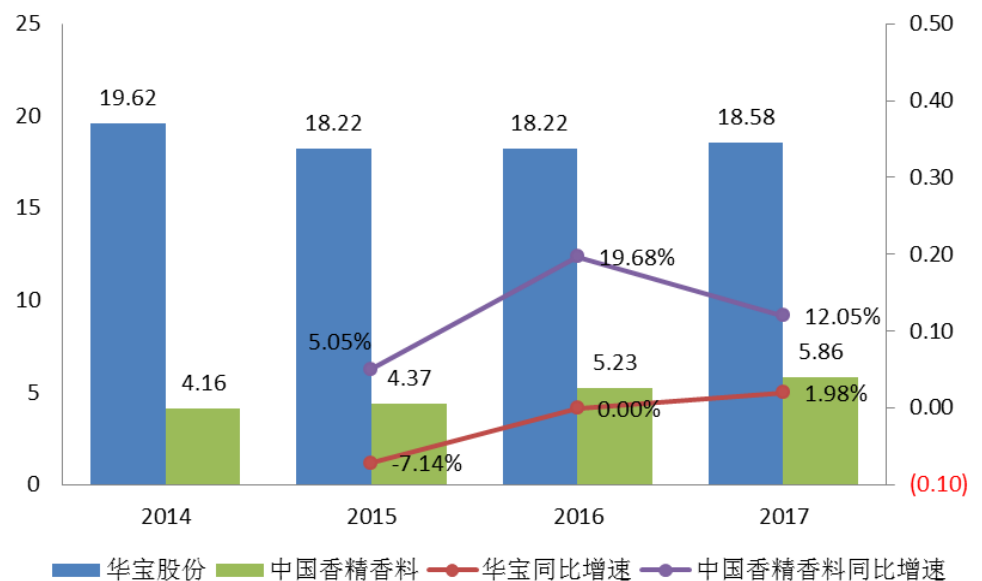
图 21: 2017 年公司营业收入构成



资料来源: 公开资料, 渤海证券

公司香味增强剂业务即烟用香精业务，主要包括烟叶加料香精、烟丝加香香精以及烟用复考香精，该业务与华宝股份形成绝对竞争关系。从体量上来说，2017 年华宝股份烟用香精业务实现营业收入 18.58 亿元，同年中国香精香料同类业务实现营业收入 5.86 亿元，从体量上来说华宝股份处于绝对优势地位。但从业务发展来看，中国香精香料近几年都保持了一定的增长态势，而华宝则趋于稳定。

图 22: 华宝股份烟用香精业务 vs 中国香精香料烟用香精业务



资料来源: Wind, 渤海证券

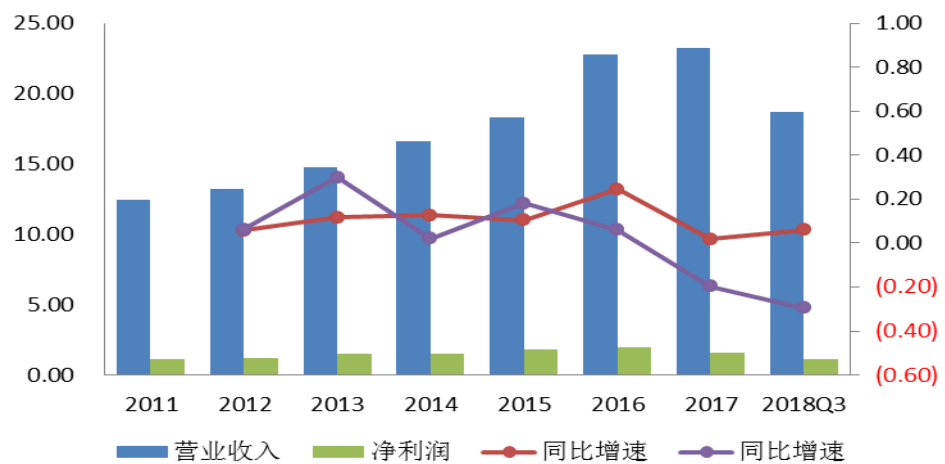
3.1.3 爱普股份

爱普香料集团有限公司成立于 1999 年，是中国香精香料及食品配料的制造企业，主要产品包括：香料（含合成香料和天然香料）、香精（含食用香精和日用香精）和工业巧克力（主要包括冷冻饮品用巧克力以及烘焙用巧克力）。公司秉承“安全和环保、创意和创新”的产品开发理念，积极推进产品创新和技术创新，众多知名

品牌的产品中都融入了爱普独有的香味和香韵。公司 2015 年于 A 股上市，随后与法国 Creations & Parfums 成立合资子公司，在印尼设立海外子公司，2017 年先后设立杭州天舜食品有限公司、上海爱普食品配料有限公司以及上海普洋生物科技有限公司。

公司产品广泛应用于食品、饮料、卷烟、日化等多个领域，同时经销国际知名品牌的黄油、奶酪、淡奶油、巧克力、可可、水果制品等食品配料。公司近年营收始终保持稳定增长，但由于上游原材料供应短缺、价格大幅上涨以及经销产品成本上升导致毛利下降，近两年净利润持续下滑。

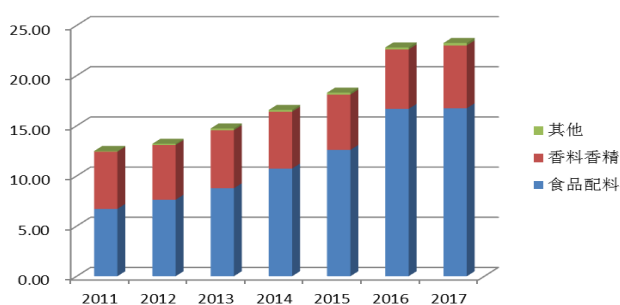
图 23: 爱普股份营收及净利润情况 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 渤海证券

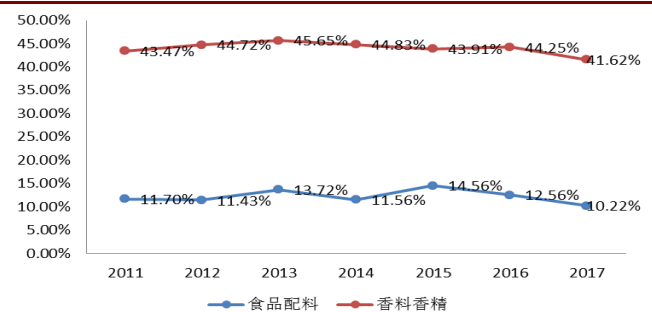
食品配料业务是公司营收最为主要的来源，占据公司总营收的 70%以上，但由于食品配料业务主要以经销为主，故毛利率较低。而公司的香精香料业务由于具有较高的毛利率，为公司利润做出了主要贡献。未来公司将紧随天然、健康、功能的食品消费趋势开发产品，并投资天然食品配料行业，为公司的可持续发展打好基础，短期建议关注公司工业巧克力的放量情况。

图 24: 2011-2017 年公司营业收入构成 (单位: 亿元)



资料来源: 公开资料, 渤海证券

图 25: 2011-2017 年主营业务毛利率



资料来源: 公开资料, 渤海证券

公司香精业务虽然占公司总营收比较小，但毛利率较高，因此对公司的业绩举足轻重。从产品结构看，公司香精业务偏向日化香精，烟用香精次之，食品最少。

图 26: 2011 年公司香精业务构成

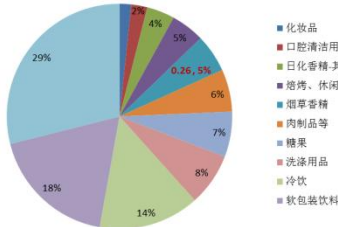


图 27: 2012 年公司香精业务构成

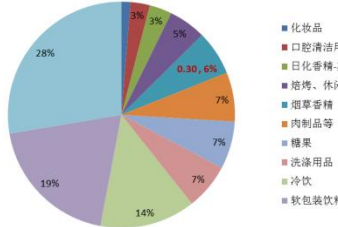
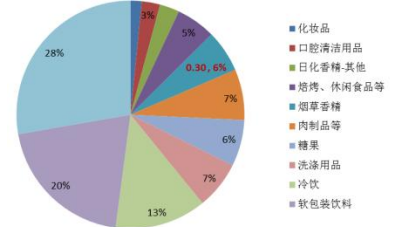


图 28: 2013 年公司香精业务构成



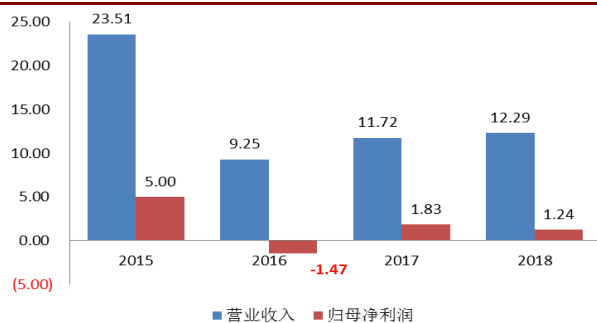
资料来源: 公开资料, 渤海证券

3.1.4 百润股份

上海百润香精香料股份有限公司创始于 1997 年, 是我国第一家于 A 股上市的香精香料行业公司。公司原主要从事香精香料的研发、生产、销售以及服务业务, 经过对巴克斯酒业进行并购重组之后, 形成了香精香料和预调鸡尾酒双主营业务发展格局, 其中预调鸡尾酒业务营收占比较高。

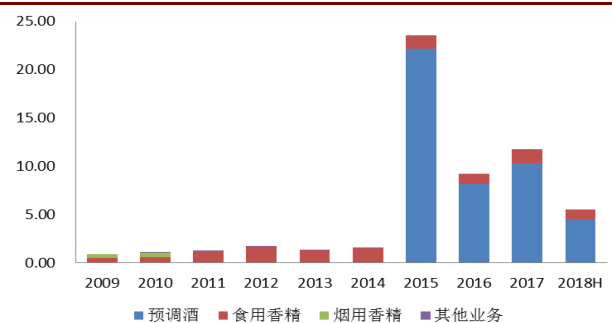
近几年来, 由于预调鸡尾酒行业尚处于发展阶段, 因此营业收入及净利润波动较大。由于公司在鸡尾酒业务方面不断进行产品迭代、优化销售渠道, 使得公司目前已从恶化的经营状况中逐渐恢复, 并且在预调鸡尾酒领域一家独大, 未来或将长期稳步发展。

图 29: 2015-2018 年公司营收及净利润情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公开资料, 渤海证券

图 30: 公司营收结构 (单位: 亿元)



资料来源: 公开资料, 渤海证券

公司香精香料业务主要包括“百润 (BAIRUN)”牌香精香料的研发、生产、销售以及服务, 主要产品为食品用香精, 具体用途包括乳品、饮料、糖果、烘焙、冰品、调味品、肉制品、休闲食品、速冻食品和烟草制品等。但总体量相对较小, 2018 年半年报披露香精香料业务板块主营业务收入 1.04 亿元, 占总营收比例 18.78%。预调鸡尾酒业务已成为公司绝对主营业务, 随着公司产品结构不断丰富、销售渠道逐渐畅通、市场竞争格局日趋良性, 公司未来也将大有可为。

图 31: 公司旗下品牌 RIO 产品系列

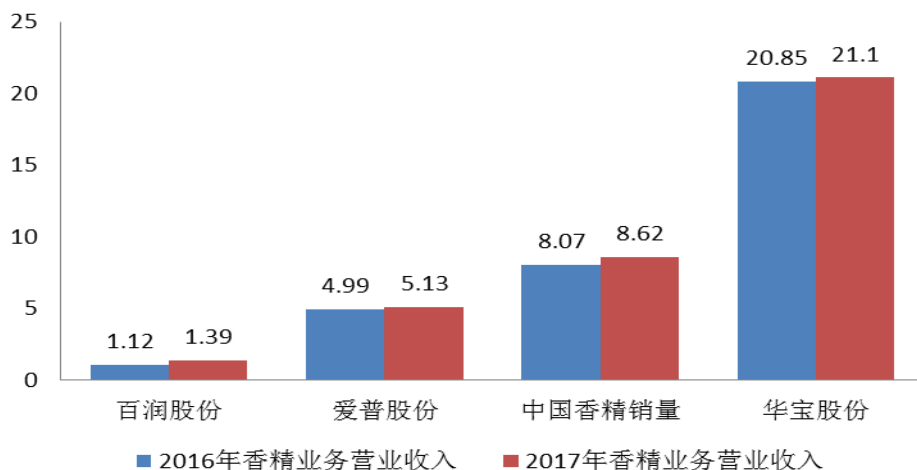


资料来源：公开资料，渤海证券

3.2 横向对比——不同侧重，各自深耕

整体来看，在香精业务（包括食用香精以及日用香精）中华宝股份规模最大。细分来看，烟用香精领域华宝股份规模最大，中国香精香料次之；食品用香精类，爱普股份在规模上相对领先，华宝股份次之；而在日用香精领域，中国香精香料更优。

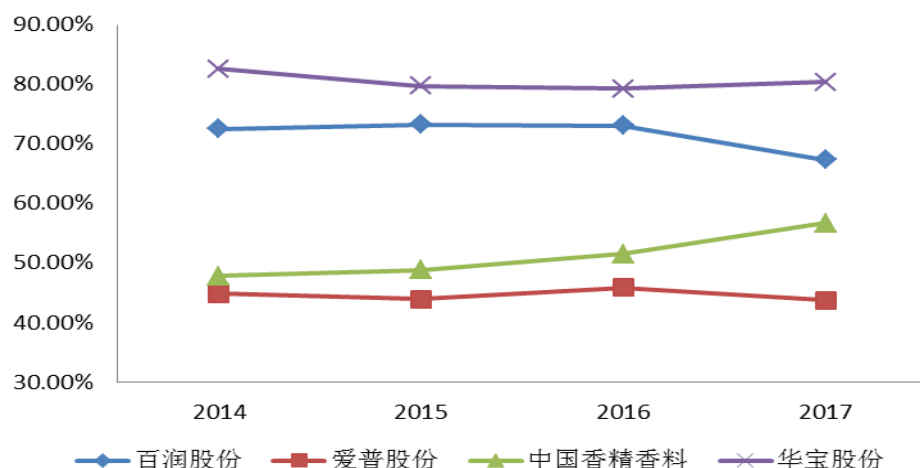
图 32: 四大公司香精业务 2016-2017 年营收规模 (单位: 亿元)



资料来源：公司公告，渤海证券

由于华宝股份在烟用香精领域的龙头地位，客户粘性较强，因此毛利率在同行业中大幅领先。紧随其后的是百润股份，但百润毛利率似有下降趋势，而爱普股份毛利率最低。中国香精香料整体毛利率自 2016 年有明显上升，或主要得益于烟用香精规模的提高，侧面印证了烟用香精高毛利的特征。

图 33: 四大公司香精业务 2014-2017 年毛利率水平



资料来源: 公司公告, 渤海证券

通过整理不难发现, 四家上市公司在香精业务领域均有各自稳定的客户, 且品牌力较强。但从各大公司客户可以见得, 不同公司业务倾向不同, 百润股份更偏向于食用香精, 其他三家在各业务线条相对均衡。

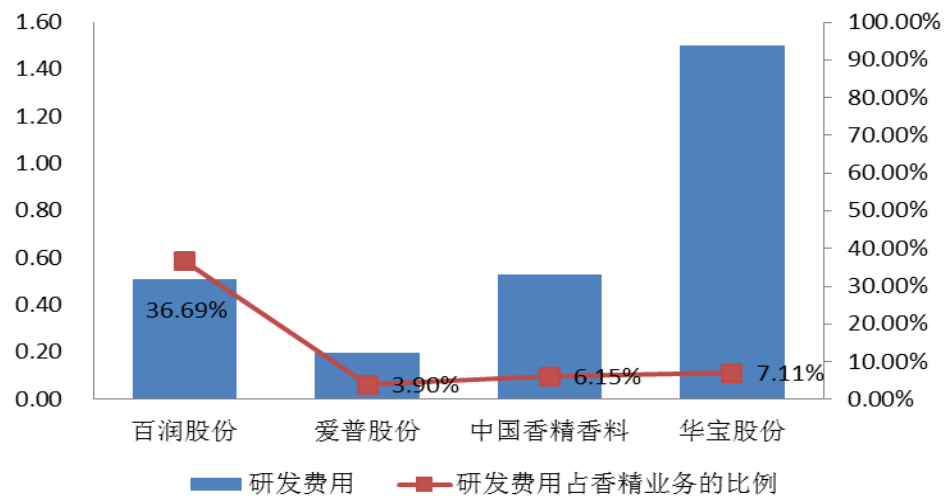
表 6: 四家上市公司主要客户

上市公司	食用香精	日用香精	烟用香精
百润股份	娃哈哈、美晨、可口可乐、农夫山泉、伊利、今麦郎、健力宝、润田、汇源、均瑶等	——	甘肃烟草工业责任有限公司等
爱普股份	伊利、蒙牛、光明、健力宝、银鹭、金锣、汇源、箭牌、雀巢等	云南白药、上海家化、三笑、美晨等	湖北中烟、川渝中烟、云南中烟、河南中烟、上海烟草等
中国香精香料	汇源、伊利、蒙牛、金锣、雨润、喜之郎、MarsChina、亿滋等	LamSoon、蓝月亮、立白、纳爱斯等	山东中烟、河北中烟、贵州中烟、湖北中烟、浙江中烟、云南中烟、安徽中烟、四川中烟、广东中烟等
华宝股份	亿滋、汇源、光明、百事、伊利、娃哈哈、蒙牛、达利、天喔、君乐宝、盼盼、旺旺、上好佳、双汇、科尔沁等	李字、雅黛、裕华、榄菊、蛙王、飞龙	云南、上海、湖南、浙江、广东、贵州等 19 个省的烟草公司

资料来源: 公开资料, 渤海证券

研发费用方面, 单从费用来看华宝股份明显高于其他几家上市公司。但如果按照研发费用占香精业务收入的比例看, 华宝股份和中国香精香料的差距不大, 爱普股份研发占比相对较低, 而百润股份的研发占比较高 (与研发费用中包括了预调鸡尾酒有关)。

图 34: 2017 年各个公司研发投入情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 渤海证券

4. 投资建议

二十世纪 80 年代, 发达国家香精香料行业同样处于高度分散格局, 经过数十年的发展, 目前国际市场行业格局已定。反观中国, 目前无论从市场规模亦或是发展成熟度来说, 都与国际市场相去甚远。随着消费升级持续, 居民对食品及日化产品品质不断提升, 将促使香精香料行业的加速发展, 因此给予香精香料行业“看好”的投资评级, 推荐华宝股份 (300741)、爱普股份 (603020) 及百润股份 (002568)。

5. 风险提示

食品安全问题风险、环保问题风险、政策风险。

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

请务必阅读正文之后的免责声明

渤海证券股份有限公司研究所

所长&金融行业研究

张继袖

+86 22 2845 1845

副所长&产品研发部经理

崔健

+86 22 2845 1618

计算机行业研究小组

王洪磊（部门经理）

+86 22 2845 1975

张源

+86 22 2383 9067

汽车行业研究小组

郑连声

+86 22 2845 1904

陈兰芳

+86 22 2383 9069

食品饮料行业研究

刘瑀

+86 22 2386 1670

电力设备与新能源行业研究

张冬明

+86 22 2845 1857

刘秀峰

+86 10 6810 4658

滕飞

+86 10 6810 4686

医药行业研究小组

赵波

+86 22 2845 1632

甘英健

+86 22 2383 9063

陈晨

+86 22 2383 9062

通信行业研究小组

徐勇

+86 10 6810 4602

公用事业行业研究

刘蕾

+86 10 6810 4662

餐饮旅游行业研究

刘瑀

+86 22 2386 1670

杨旭

+86 22 2845 1879

非银金融行业研究

洪程程

+86 10 6810 4609

中小盘行业研究

徐中华

+86 10 6810 4898

机械行业研究

张冬明

+86 22 2845 1857

传媒行业研究

姚磊

+86 22 2383 9065

电子行业研究

王磊

+86 22 2845 1802

固定收益研究

冯振

+86 22 2845 1605

夏捷

+86 22 2386 1355

朱林宁

+86 22 2387 3123

李元玮

+86 22 2387 3121

金融工程研究

宋旻

+86 22 2845 1131

李莘泰

+86 22 2387 3122

张世良

+86 22 2383 9061

金融工程研究

祝涛

+86 22 2845 1653

郝惊

+86 22 2386 1600

流动性、战略研究&部门经理

周喜

+86 22 2845 1972

策略研究

宋亦威

+86 22 2386 1608

严佩佩

+86 22 2383 9070

宏观研究

宋亦威

+86 22 2386 1608

孟凡迪

+86 22 2383 9071

博士后工作站

张佳佳 资产配置

+86 22 2383 9072

张一帆 公用事业、信用评级

+86 22 2383 9073

综合管理&部门经理

齐艳莉

+86 22 2845 1625

机构销售&投资顾问

朱艳君

+86 22 2845 1995

刘璐

合规管理&部门经理

任宪功

+86 10 6810 4615

风控专员

白骐玮

+86 22 2845 1659

渤海证券研究所

天津

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: (010) 68104192

传真: (010) 68104192

渤海证券研究所网址: www.ewwww.com.cn