



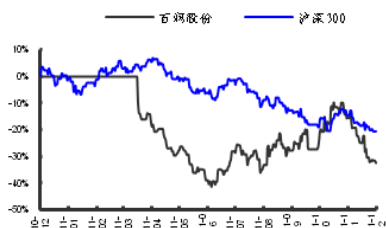
百润股份 (002568):

强力研发驱动 点睛美味生活

食品饮料行业

首次评级: 增持

相对沪深 300 表现



表现 (%)	1m	3m	12m
百润股份	-20.0	-6.5	-32.3
沪深 300	-7.1	-9.0	-20.8

市场数据 2011.12.12

当前价格 (元)	22.40
52 周价格区间 (元)	19.7-34.64
总市值 (百万)	1792.00
流通市值 (百万)	448.00
总股本 (万股)	8000.00
流通股 (万股)	2000.00
日均成交额 (百万)	33.36
近一月换手 (%)	92.73

分析师

刘金沪

电话: 0755-83704943

邮件: liujh01@ghzq.com.cn

执业证书编号: S0350510120005

合规申明:

公司持有该股票是否超过该公司已发行股份的 1%?

☐ 是☒ 否

- **香精行业充分受益消费升级, 伴生下游行业成长。**香精广泛地使用于食品、日化、烟草行业, 可在各类终端产品中起到决定风味的画龙点睛之效, 从而给消费者带来感官享受的提升。消费升级背景下产品档次的提升赋予香精行业持续的增长动力, 行业 2011 年有望突破 450 亿元产业规模。
- **百润公司强力研发驱动, 专注于核心竞争力打造。**百润专注于满足食品饮料等大客户对香精的高标准要求。凭借对研发的高强度投入和对本土口味的深刻理解, 公司致力于为战略客户提供整体解决方案, 在天然水果香精、乳制品和烤烟方面积累了相当的技术优势, 已基本具备与国际领先企业竞争的實力。
- **“大客户、大业务”业务模式赋予未来发展张力。**下游客户配方的个性化使其同时具备高粘性和高毛利率、高研发投入的特征。公司确立了聚焦大客户并做大其业务的战略, 通过进入一流公司占领行业制高点。目前公司客户涵盖国内一流的食品饮料企业, 贡献超过 8 成的相关收入, 有望抓住消费升级的历史性机遇, 以食用香精为主要发力点, 获得快速优质的增长。
- **强调贴身服务和快速响应, 成本可控。**公司采取以销定产模式, 内部各部门密切协作确保对客户贴身服务的快速响应。上游原料成本可控, 下游优质客户愿意为产品支付溢价, 公司可望未来几年在食用香精领域获取快速的增长。
- **产能快速提升, 资本力趋强。**募投项目完成将合计形成年产 2500 吨香精的生产规模, 产能增幅 150%, 有效缓解产能瓶颈。
- **公司可享一定程度的估值溢价。**2011-2013 年 EPS 为 0.62、0.80、1.04 对应的 PE 分别为 37、28、22 倍。综合考虑所处行业的朝阳属性、公司清晰的研发导向和聚焦大客户战略、率先上市的先发优势与高增长预期, 首次给予“增持”评级。

预测指标	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入 (百万元)	87	91	109	116	163	221
营业利润 (百万元)	22	40	47	55	74	96
净利润 (百万元)	20	35	43	50	64	83
摊薄每股收益 (元)	0.24	0.44	0.54	0.62	0.80	1.04
摊薄每股净资产 (元)	1.17	1.76	1.97	7.45	7.77	8.19
加权平均 ROE (%)	23.7	40.4	41.1	13.1	10.5	13.0

研发驱动、快速成长的民族香精龙头

公司是民族香精的领先企业，以“释放香之魅力，创造美味生活”为使命，专注于满足食品饮料等大客户对香精的高标准要求。凭借对研发的高强度投入和对本土口味的深刻理解，公司致力于为战略客户提供整体解决方案，已基本具备了与国际领先香精企业竞争的實力。公司有望凭借核心竞争力的打造分享消费升级背景下香精行业的长期持续增长。

香精香料应用广泛，提升生活品质，可充分分享下游增长

需求差异化，具有刚需和客户粘性，但同时具备自我限制属性

香精来源于天然或人工香料的提纯浓缩，广泛地使用于食品、日化、烟草行业，其在下游产品中都是按特定比例添加，须控制在千分级甚至万分级水平。在精细的定量操作下，香精可以在各类终端产品中起到决定风味和口感的画龙点睛的作用，从而起到使产品差异化和给客户带来感官享受提升的功效。同时市场上很难找到风味完全一样的香精，而且下游企业对香精的品质稳定和风味一致性有极高的要求，这是为了能长期保持产品特有的香气和口感，维持其口味的稳定性，通常不会对上游香精香料供应商进行大范围的调整和更换，这在另一方面也造就了香精香料较强的刚需性和客户粘性。

表 1 香精添加参考比例

香精种类	参考比例 (%)
液体饮料	0.05-0.2
乳品	0.02-0.25
糖果类	0.03-0.8
烘焙类	0.02-0.5
冰品	0.02-0.2
烤烟表香香精	0.1-0.2
烤烟加料香精	0.1-0.4

资料来源：爱普香料、国海证券研究所

香精使用的恰到好处，可以补充、稳定食品、香烟等的固有香味，从而有效的提升产品的风味，提高消费者的效用。但如果使用超过

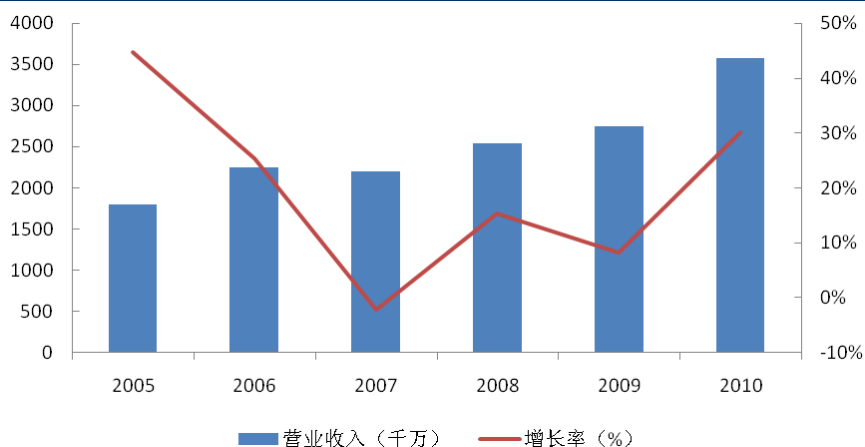
一定范围，则会使得香味会令人不快甚至变得怪异，这样反而影响产品风味，从而迫使生产者不得不将其用量降低到合适的范围，因此也造就了香精香料的自我限制性。

下游需求增长强劲，极具持久发展的想象空间

香精按照用途主要分为日化、烟草和食用三种。通常情况下为了达到下游企业在香气、口感等方面的要求，香精生产企业会与下游企业在研发和试制上进行协作，反复多次互动，进行特定调配后才进行生产，并在此基础上确定长期供求关系。因此，其用量随着下游行业的增长而相应增长，具备明显的隐形消费品特征。

在传统几大用途的下游需求驱动下，中国香精香料行业规模呈稳步上升趋势，从 2002 年的 97.57 亿元增长至 2010 年 1-11 月的 357.3 亿元，合计销量达 54 万吨（其中出口 22 万吨，24.6 亿美元），国内销售超过 200 亿元，年均增长率约达 13%。2011 年则有望达到 450 亿元，利润总额有望突破 50 亿元。

图 1 我国香精香料行业规模稳步提升

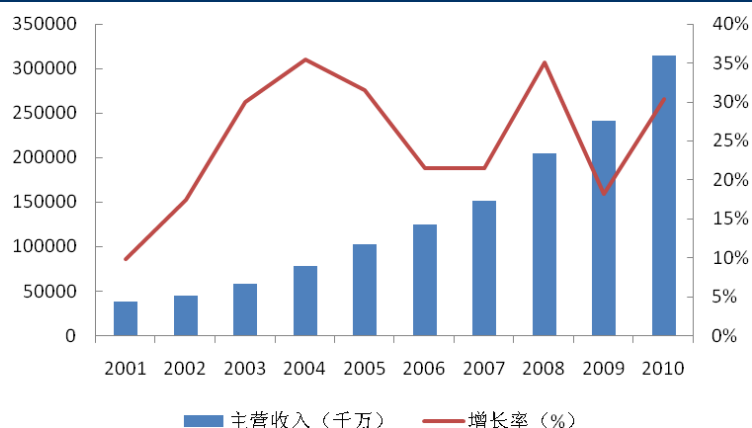


资料来源：Wind、国海证券研究所

食品饮料是食用香精的主要下游行业之一。随着消费结构的变化，“自给型”食品消费比重逐年下降，而方便、休闲食品比重的提升为香精香料行业创造了新的机遇。在饮料行业中，果汁、乳饮料及茶是食用香精的需求大户。出于对绿色、健康的生活追求，碳酸饮料已经度过了高速增长期，而其他种类饮品将呈现快速增长的态势。由于牛奶、茶等饮品口味单一，而且果汁在生产加工过程中香气会不可避免地流失，难以满足消费者对产品品质与多样化的需求。因此，饮料生产企业为了争夺市场，在现有产品基础上的不断扩展差异化的独门品种，其风味的推

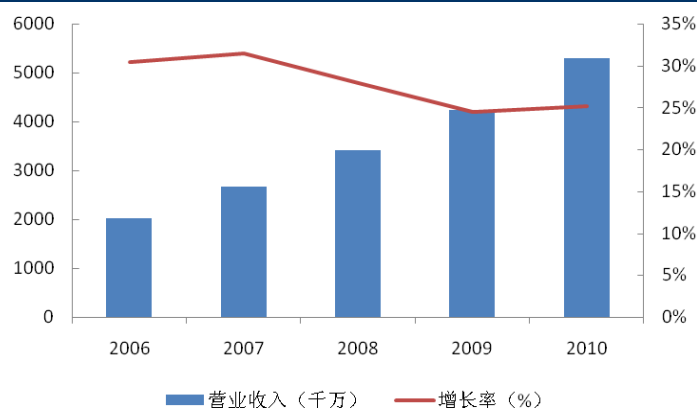
陈出新将不可避免的借力高水平的香精供给，这无疑为香精行业的未来增长赋予了持久动力。

图 2 我国食品加工业保持强劲增长



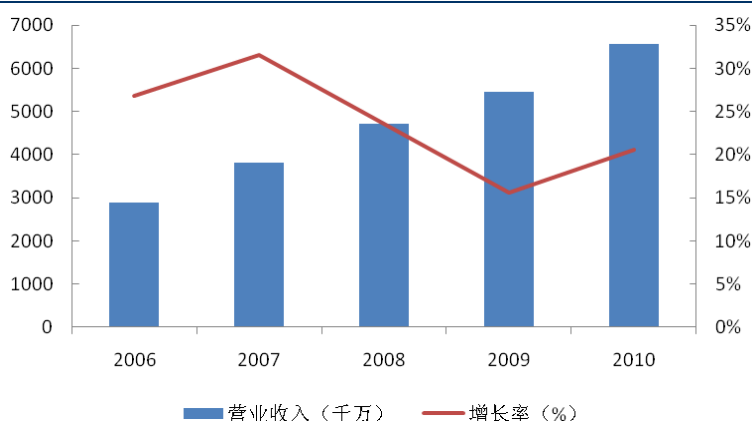
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 3 我国茶饮料及其他饮料增长情况



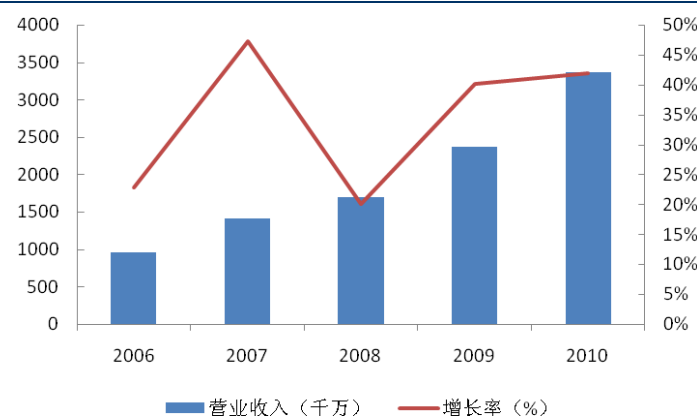
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 4 我国果菜汁及果菜汁饮料制造业营收情况



资料来源：Wind、国海证券研究所

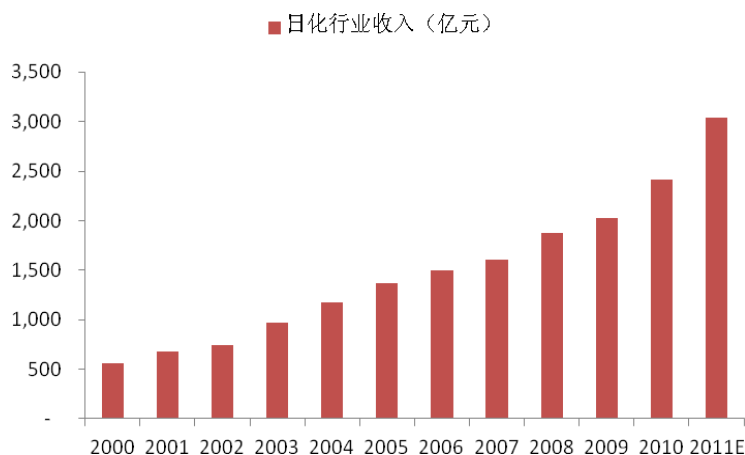
图 5 我国含乳饮料及植物蛋白业营收情况



资料来源：Wind、国海证券研究所

日化领域也是香精的重要用途，各种洗化用品、化妆品、口腔清洁用品等都有不可或缺的应用。在多个下游细分行业的驱动下，我国日化行业近年来也高速稳健增长，2000 年以来保持着 15.8% 的年均增速，销售规模从 2000 年的 555 亿元快速增长到 2011 年的约 3000 亿元，并预计将继续维持稳健增长态势。作为不可或缺的点睛之物，相关的上游日化香精需求也将获得稳定的增长。

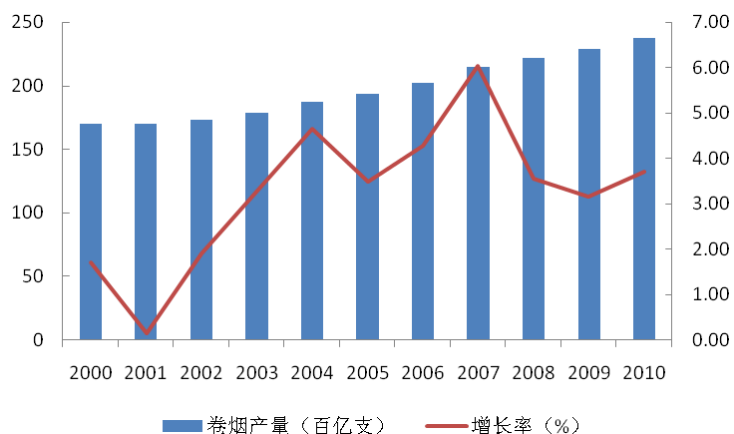
图 6 我国日化行业已达 3000 亿元规模



资料来源：Wind、国海证券研究所

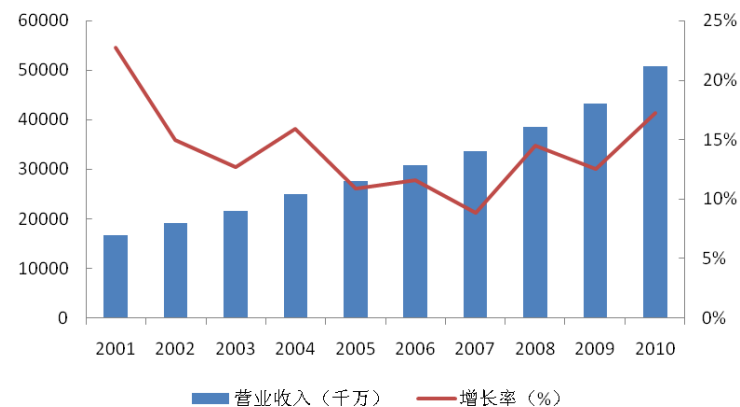
烟用香精是香精另一块主要应用领域。自 2002 年以来我国卷烟销量平稳增长保持在 3-6%，2010 年已达 23752 亿支。但是由于消费升级导致的高端香烟需求量增长较快，结构提升使得卷烟行业销售额的年均增长远高于销售量的增长，2010 年-11 月已达 5197 亿元。今年销售增速稳定在 20% 左右，预计 2011 年我国卷烟行业将突破 6000 亿元销售，利润总额将超过 800 亿元。庞大的烟草行业规模足以造就匹配的烟用香精巨头，目前香港上市企业华宝国际和波顿香料在这一细分市场占据优势，尤其是华宝国际，占有 80% 左右的市场份额，处于领跑地位。

图 7 我国烟草行业产量



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 8 我国卷烟制造行业营收情况

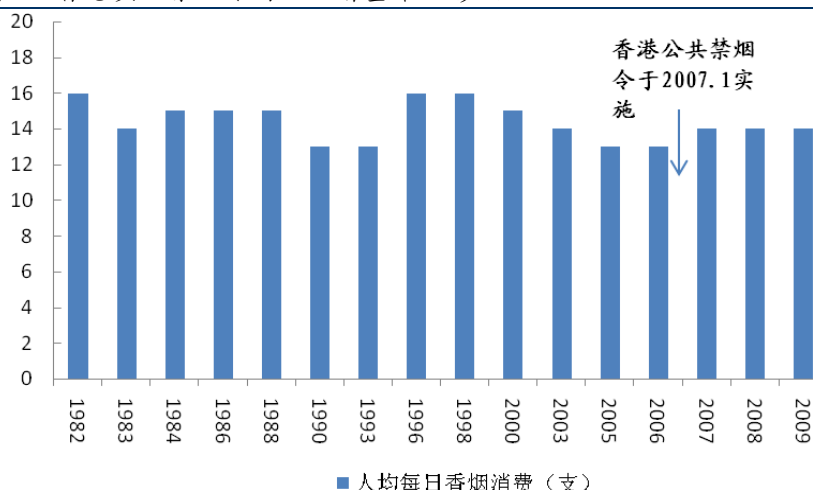


资料来源：Wind、国海证券研究所

尽管国家于 2011 年 5 月开始实施禁烟令，但是我们预计烟草行业将不会受到明显冲击。主要有三个原因：1）吸烟者对香烟有高度的依赖性。2）禁烟令没能得到充分执行。3）根据香港的经验，禁烟令的实施不会对吸烟者造成显著的影响。因此从总体来看，未来烟草的将会呈

平稳的自然增长。此外，以茅台为代表的高端白酒近期价格一涨再涨，同为嗜好性消费品且具备一定身份地位显示特征的高端卷烟预计也会继续保持强劲增长，与之相对于的香精需求也将保持旺盛。

图 9 香港实施禁烟令对吸烟者基本无影响



资料来源：香港政府统计处、国海证券研究所

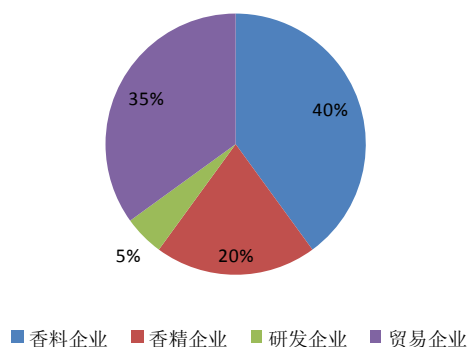
我国具备发展香精香料产业的自然禀赋优势

我国是天然香料植物资源大国，是世界香料植物资源最为丰富的国家之一，从南到北都有香料植物的分布。据不完全统计，我国拥有分属 62 个科的 400 余种香料植物，已有工业化生产的天然香料约 120 多种，约占天然香料总数的 60%。

产业结构较为初级，研发型企业未来将占据主流

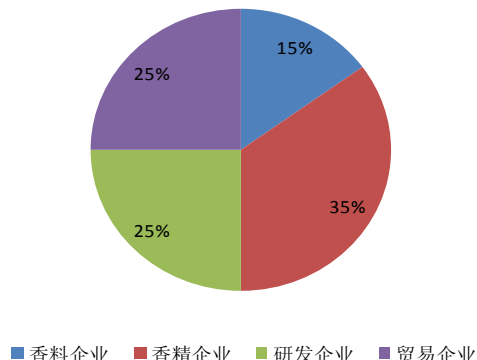
香精香料行业是典型的技术密集型产业，并且和消费升级呈现密切的伴生关系。由于我国香精香料行业处起步阶段，在技术研发投入的比例较少。在国内香精香料产业结构中，贸易及香料生产企业分别占 35% 和 40%，出现两头大中间小的现象。与此对应，世界香精香料产业发达国家如法国、英国、瑞士等国，其产业呈现比较合理的以香精生产及研发为主体的中间大两头小的结构，即香精生产企业及研发企业占主体。目前，我国大部分香精香料生产企业在产品研发方面仍以仿制为主，核心竞争力明显弱于国际巨头。但民族企业中的有识之士已经觉醒，开始把打造研发能力放到首要位置，未来以研发驱动的公司将占据主流。

图 10 我国香精香料产业结构呈现中间小两头大



资料来源：国内外香化信息、国海证券研究所

图 11 成熟经济体香精香料产业的结构



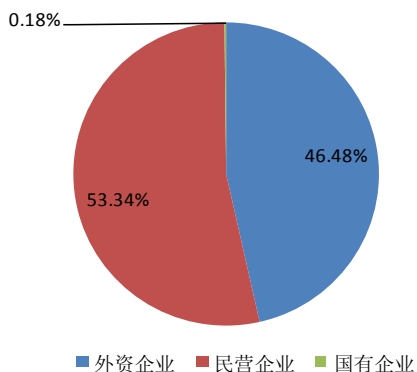
资料来源：国内外香化信息、国海证券研究所

市场竞争激烈，外资整体强于民企

因为开放较早，香精香料行业已经发展成为完全竞争性的市场。国内巨大又发展迅速的香精市场吸引了大量知名跨国企业来华投资。从市场份额看，民营企业与外资企业平分秋色，各占半壁江山。国有企业由于基础研究薄弱，技术含量低，服务意识不强，而导致发展缓慢甚至倒退，因此在激烈的竞争中或被淘汰，或被兼并，如孔雀香精被华宝兼并、西湖香精被私有化。

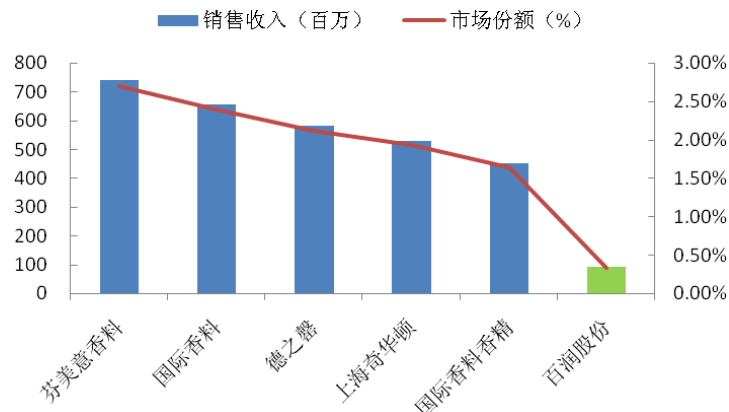
外资企业凭借技术、生产管理上的优势，占据了国内高端客户市场。国内销售额排前五的香精香料生产企业都是在华外资企业，其研发投入占比一般在 5-10%。民营企业在国家政策的鼓励下，发展十分迅猛，凭借其灵活的机制和周到贴身的服务赢得了用户的好评，其市场份额正在不断扩大。但大多数民营企业也面临着品牌知名度不高、研发基础薄弱、产品质量不稳定难以突破一流客户的困难。

图 12 我国香精香料行业销售额构成



资料来源：公司招股说明书、国海证券研究所

图 13 国际香精企业市场销售份额占据前五



资料来源：公司招股说明书、国海证券研究所

百润公司特色鲜明，研发驱动，聚焦大客户

公司是国内最早将感官鉴定技术全面应用于调香及应用领域的香精制造企业之一，目前主要从事食品香精和烟用香精业务，基于自主知识产权，可生产两大类千余种香精。应用领域包括饮料、乳品、冰品、果糖、烘焙食品、咸味产品及烟草制品。公司不仅是香精生产商、供应商，更能以消费者的视角为客户研发前瞻性的新产品，从而成为战略客户产品的整体解决方案提供商。

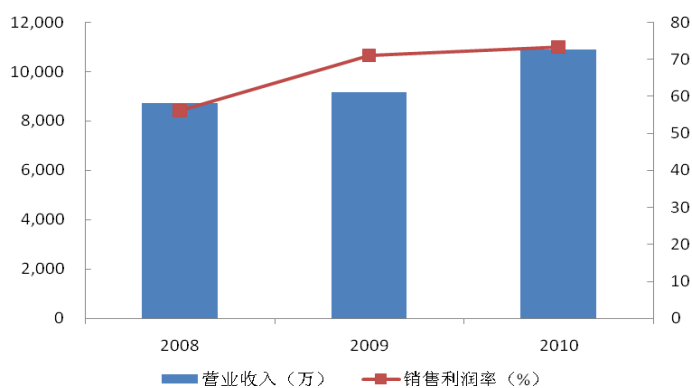
表 2 公司主营产品情况

产品种类	用途
食用香精	乳品、饮料、糖果、烘焙、冰品、调味品、休闲食品、速冻食品、肉制品等
烟用香精	烤烟、混合型烟
其他	口腔护理

资料来源：招股说明书、国海证券研究所

公司立足于研发驱动，经过多年耕耘，已经成为国内民族香精行业的领跑企业，在天然水果香精、乳制品和烤烟方面具备相当的技术优势。产品在市场上受到广泛认可，主要客户均为国内相关行业知名企业，其中包括哇哈哈、农夫山泉、甘肃烟草等。在中国轻工业联合 2009 年香精香料行业十强评估中排名第六位。随着公司依托研发的核心竞争力不断被优质客户认可，公司主营业务呈现高速增长态势，并且维持了可观的利润水平，近三年的毛利保持在 70% 左右。

图 14 公司近三年主营收入及毛利率



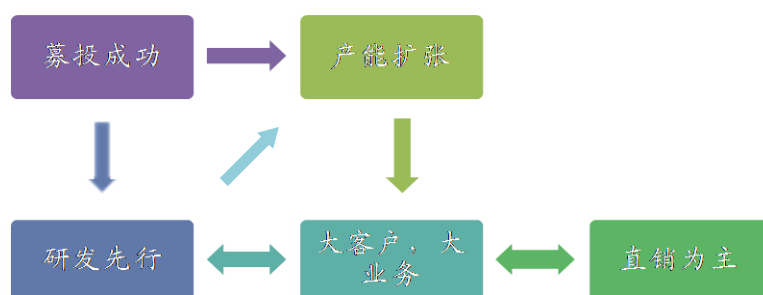
资料来源：Wind、国海证券研究所

公司“大客户，大业务”的业务模式前途光明

公司确立了“大客户，大业务”战略并彻底贯彻

由于香精在产品中添加的比例少，每个产品的开发都属于个性化定制，需要反复和客户探讨沟通，不同客户之间无法共享解决方案，小规模业务会给公司带来巨大的成本压力。在这种情况下，发展并重点培育单个采购量大的大客户，提高其粘性降低单位产品的开发成本，将其拓展成大业务无疑是领先香精企业的必然选择。

图 15 百润股份围绕大客户的竞争策略



资料来源：国海证券研究所

另一方面，顶级客户一般对其品质有着严苛的要求，对香精供应商的要求更是如此，通常通过顶级客户的认证需要 3 年时间，而达到较大的业务规模还需要一定的时间。通过业内领先大客户的审核认定，进入其供应商体系，除了可以获取直观的经济利益之外，更是标志着企业整体实力跻身业内一流。公司自从确立了该战略后便以直销为主要模式，同时大力投入相关的研发资源，经过各项严格的认证，目前公司已同娃哈哈、美晨、统一、农夫山泉等国内一线食品饮料客户建立了稳定的业务关系，并已进入可口可乐、卡夫等国际巨头的供应商体系。目前大客户销售占比超过 80%。

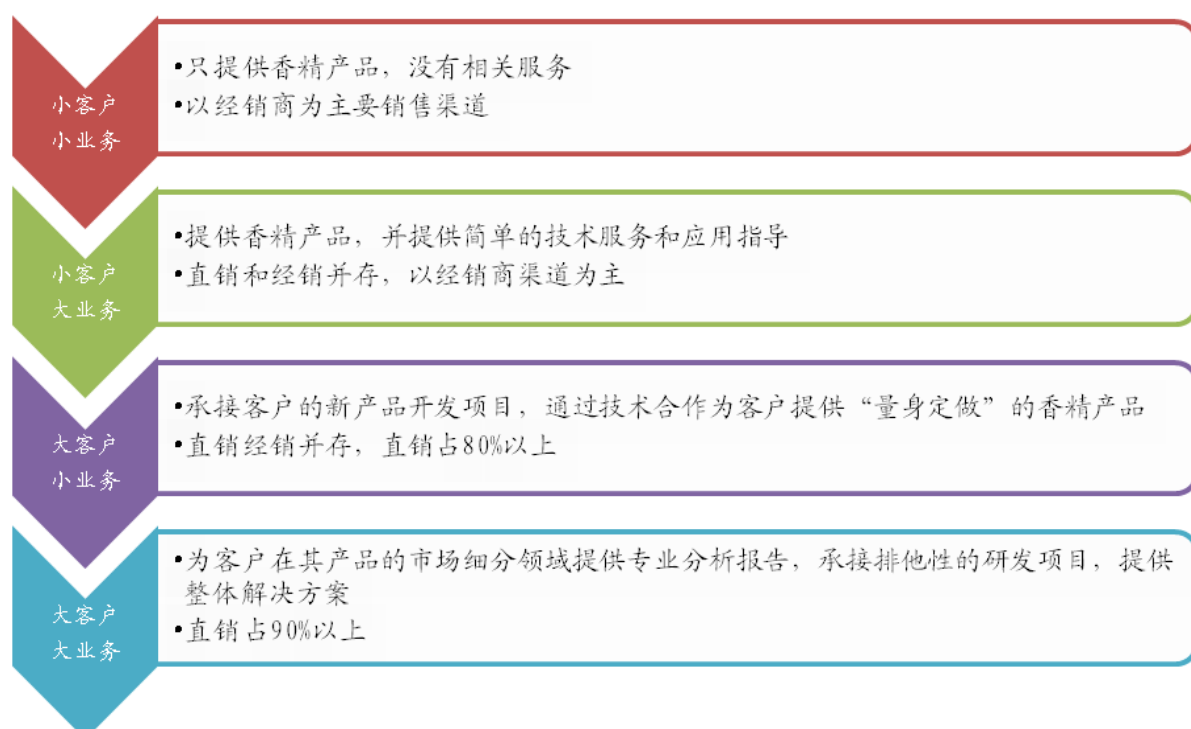
表 3 公司已成功进入国际国内顶级食品饮料客户的供应商体系

主要客户品牌	业务情况
娃哈哈、美晨、可口可乐、农夫山泉、润田、健力宝、今麦郎、统一、银鹭、汇源、均瑶、双汇、伊利、焙乐道	已通过客户审核认可或被认为其供应商，且形成一定的业务规模
卡夫、通用磨坊、默克、味好美、康师傅、蒙牛、光明、雨润	已通过客户审核认可或被确认为其供应商，并已实现销售

资料来源：招股说明书、国海证券研究所

伴随着大业务模式的推进，销售结构也由经销商为主转向以公司直销为主，由直销总监下属的市场部、大客户直销部及设在北京和广州的办事处负责全国范围的产品直销，营销体系充分扁平化。减少了经销商环节，公司能更加注重于为大客户服务，能更加直接有效地同其沟通，根据客户的反馈信息，为客户提供一整套的，包括产品设计、市场分析等整体的解决方案。特别是食品饮料市场竞争激烈，同质化严重，同类产品差异小，公司提供个性化的服务将吸引更多优质客户。

图 16 公司业务模式发展历程

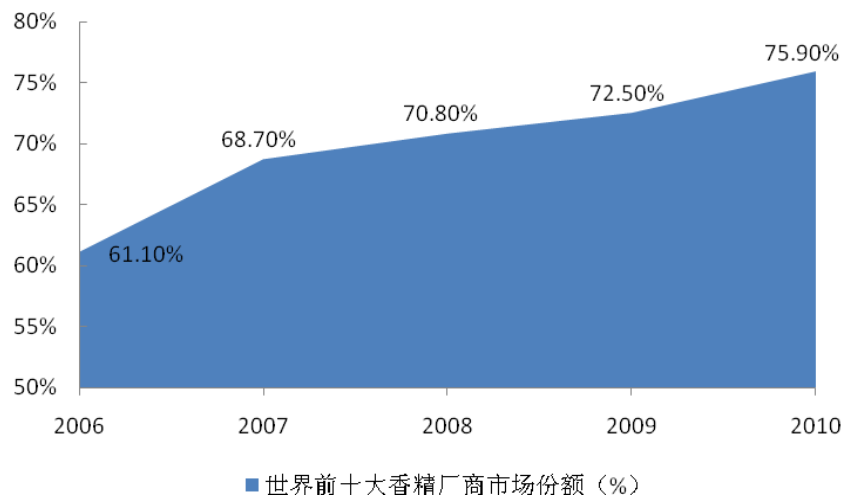


资料来源：招股说明书、国海证券研究所

行业马太效应明显，大客户有助于提高市场份额

从世界成熟香精市场发展来看，香精行业有很强的马太效应：市场份额大的公司，规模会越来越大。根据 Leffingwell & Associates 的相关统计，世界前十大香精厂商的市场份额不断提升，由 2006 年的 61.10% 上升至 2010 年 75.90%，且行业内兼并持续进行。

图 17 行业马太效应明显



资料来源：Leffingwell & Associates、国海证券研究所

由于下游客户数量多，分布领域广，我国香精行业的也相对分散。但近几年爆发的食品安全问题将会淘汰实力较弱的香精企业，加速行业进入整合期。大客户具有品牌、技术、市场份额的优势，行业的调整对大客户提供了扩张市场分割的机会。同时大业务有助于公司在大客户中的供货份额。

有利于形成稳定的客户关系

由于香精产品有高度的黏性，如果下游产品受到欢迎，相对应的香精产品也会有良好的销量。消费者口味的惯性将使得客户持续采购该产品，有助于公司与下游客户建立了稳定的合作关系。

食用香精业务有望成为未来几年的核心增长点

短期内烟用香精平稳增长、食用香精是主要的增长点

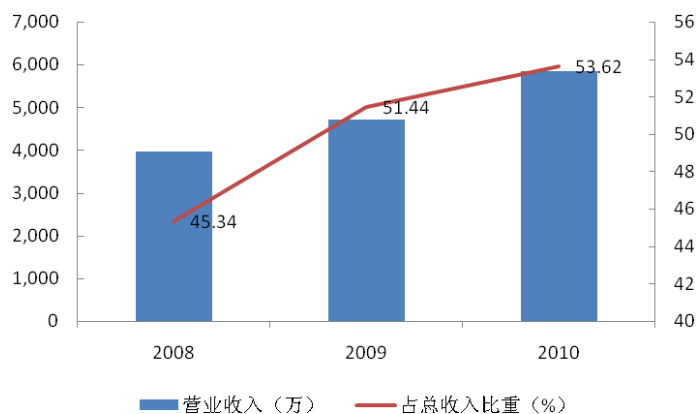
目前全国烟用香精的绝对龙头是华宝国际，其占有 8 成以上份额，波顿香料约占 5% 份额，短期内公司烟用香精业务难以同其竞争。甘肃烟草是公司的主要客户，公司为其研发出三大类 70 种香精产品，成为其多数重点香烟品种所用香精的主要供应商，该客户占烟用香精整体销量的 85%，另外还开发了辽宁、安徽和红塔烟草等客户。公司已通过长期协作和客户形成了良好的关系，烟草独特风味形成了较强的客户粘性，这部分业务将保持平稳增长。

根据国外发展经验，日化香精占据总需求的一半左右，剩余份额中

食用香精的市场（约 35%）要远远大于烟用香精（约 15%）。目前国内食用香精市场还缺乏绝对的龙头，相对于国际厂商在日化领域 95% 的占有率，其在食品饮料领域只有 20% 的占有率。由于下游客户高度分散并且极具个性化和本土化，国内外厂商在食用香精方面差距并不大。以公司为代表的民族企业在食用香精领域已经积蓄了足够的力量，凭借对本土口味的深度理解、贴身细致的周到服务以及成本优势，辅以“大客户、大业务”的业务模式，未来几年将有望在食用香精领域获得快速的增长。

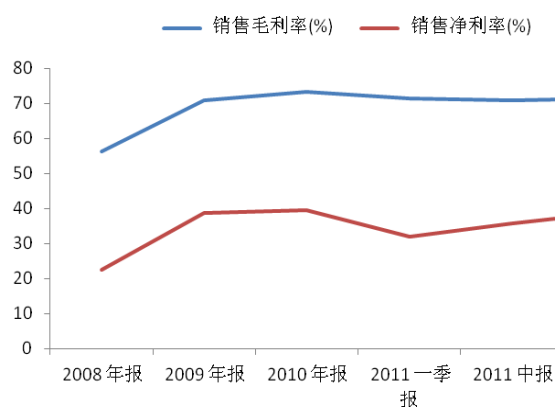
公司食用香精近年来稳步增长，业务占比从 2008 年的 45.3% 提升到 2010 年的 53.6%，未来 1-2 年预计会占到 60% 的销量。

图 18 公司食用香精持续给力



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 19 高研发投入和个性化特征铸就产品高毛利率

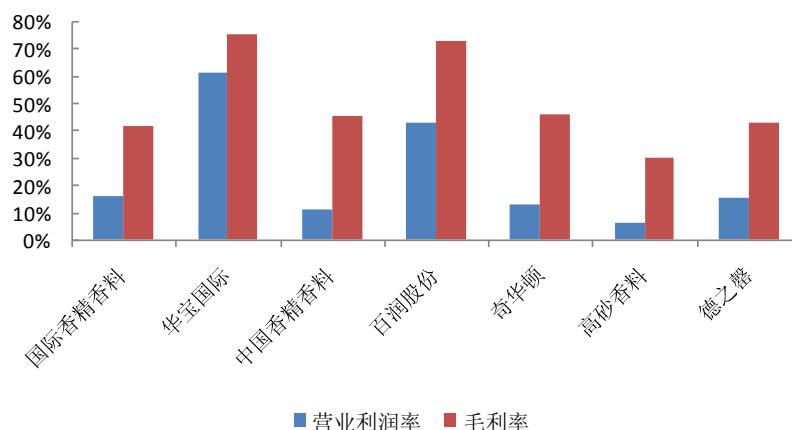


资料来源：Wind、国海证券研究所

原材料供应充足，以优质客户为主的下游相对宽松，成本压力可控

公司制造香精的主要原材料为各类农产品（约占 60% 以上）以及丙二醇、梅子提取物、乙醇、二次脱醛乙醇、乙酸乙酯、香兰素等化工原料（约占 34%），这些原材料均可以从公开市场采购，且供应充足。此外，公司下游客户大多是业内领先企业，其对品质的高标准要求胜于对成本的强力控制，为确保产品风味的稳定其愿意为高质量的香精原料支付溢价，故公司可以相对容易的传递成本压力，保持高毛利率。在国际范围内看，公司的毛利率也是领先的。

图 20 国内外主要香精香料企业营业利润率及毛利率情况



资料来源：Bloomberg、Wind、国海证券研究所

以销定产模式，内部密切协作确保快速响应

由于香精属于客户定制的非标准化产品，因此公司采用了“以销定产”的生产模式，即根据公司业务承接安排和组织生产。为了满足客户需求、保证产品质量、提高生产效率，公司销售、采购、设计、研发、生产等各业务部门在日常生产经营活动中相互协调、紧密配合，可以最大程度的实现对客户的快速响应。

强力研发驱动，坚持技术领先策略

高壁垒行业，配方是灵魂，高毛利源自高研发投入

从本质上说，香精的核心秘密是个性化的配方，而对生产设备技术的要求不是很高，“轻资产、重研发”体现了香精企业竞争的核心。正是因为配方的技术壁垒，才造就香精行业“高科技、高毛利、高黏性”的特性。世界上已知的合成香料有 7000 多种，由于我国科研投入不足，具备生产能力的只有 1000 多种，可供民族企业开发的空間还十分广阔。国际前十大香精香料生产商将其销售收入 5-10% 投入到产品的研发中。

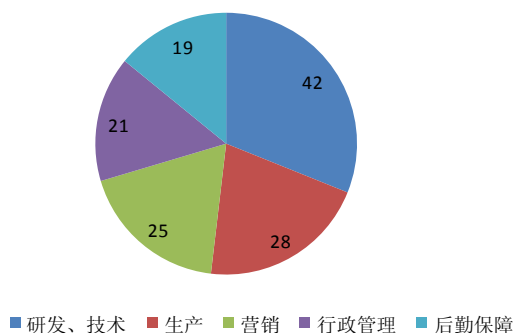
哥本哈根研发精神，强力研发投入

公司秉承哥本哈根研究精神，即致力于创建平等、自由讨论和紧密合作的学术气氛，同时鼓励研究人员大胆涉险，充分发挥其创造力。在强力的研发投入策略指导下，2008-2010 年研发费用占当期销售收入的比重分别为 7.4%、9.4% 和 8.7%，达到国际一流水准，远高于国内同类企业。随着募投项目的投入使用，研发费用比例还有进一步上升的空间。

目前公司拥有业内一流的研发技术人员 42 人，全员占比超过 30%，其中作为业内最核心无形资产之一的调香师 10 名（具有 10 年以上经验

的资深调查师 5 名)。为吸引并留住高水平员工,公司在职工薪酬上支出不断增加,研发人员的福利待遇在业内领先,顶级调查师可以拿到上百万年薪,并有一定的股权激励。

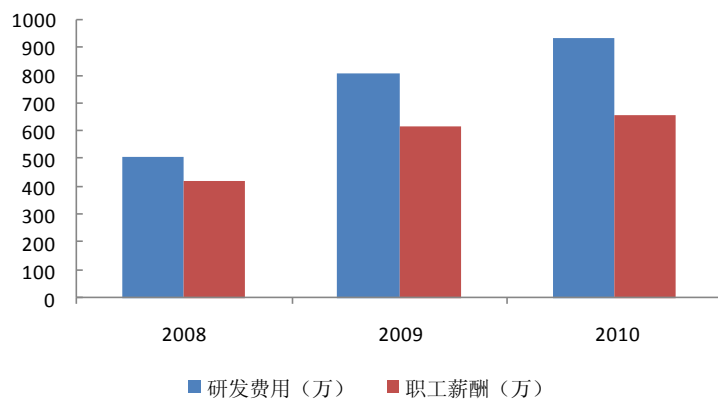
图 21 研发人员占比超过 30%



资料来源:招股说明书、国海证券研究所

单位:人

图 22 研发投入及研发人员薪酬不断增长



资料来源:招股说明书、国海证券研究所

公司同国内唯一的调查师培养学院——上海应用技术学院香精香料学院建立了长期的人才培养和技术合作关系,确保了公司在本土调查师上的培养与配备处于国内领先水平。2008-2010 年,公司研发总数及研发新产品成功数快速增加,并有几十大类上千小类的储备项目。强大的研发实力确保为公司的一线食用饮料客户提供差异化、个性化的产品和贴身服务,良好的支撑了“大客户、大业务”的发展,并逐步为日后大规模涉入日化、烟草业务积蓄力量。

表 4 公司研发项目快速增加

项目	2008年	2009年	2010年	合计
项目总数	537	646	748	1931
研发新产品数	232	302	344	878

资料来源:招股说明书、国海证券研究所

轻资产、重研发让企业更加迅速作出反应

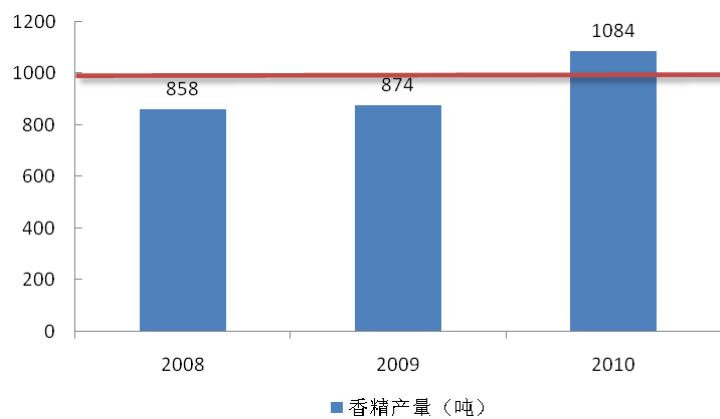
公司产品与下游企业共生共存。由于消费者口味变化较快,食品饮料行业竞争激烈,新产品生命周期逐渐缩短,目前食品饮料业平均的单品生命周期是 3-5 年。公司强化研发能力能加快对市场变化的反应,根据市场的反馈信息,消费者口味的变化,研发出符合潮流的新产品。

募投项目解决产能瓶颈，资本力趋强，渐具业内整合能力

募投项目可打破产能瓶颈，进一步提高研发优势

公司近几年逐步得到大客户的认可后，产品出现供不应求的情况，产能瓶颈问题日益突出。2008-2010 年公司的产能利用率分别为 85.8%、87.4%、108.4%，实际产量已经超出公司 1000 吨的设计产能。而且由于香精对风味的严格要求，如果在生产过程中同时生产多种产品极易产生串味，为了保证产品质量和为大客户足量供应，公司急需扩大产能。

图 23 公司产能瓶颈日益突出



资料来源：招股说明书、国海证券研究所

公司募投项目主要用于扩建产能和研发投入，研发中心建设在上海张江高科技园，将通过购置新设备、高薪招聘高水平的研发人员来支持公司的产品开发，将稳固传统食用香精的同时，致力于甜味、咸味及烟用香精的研究，其承接客户研发项目的能力也将大大增强，潜在客户面更大。产能扩张全部完成后将增加 1500 吨香精生产能力，合计形成年产 2500 吨香精的生产规模，产能增幅 150%，预期可为公司增加 1.5 亿元年收入。

表 5 募集资金用途

序号	项目名称	投资总额 (万元)
1	研发中心项目建设	11979.51
2	扩建产房、扩大产能项目	6933.90
	项目投资金额总计	18913.41

资料来源：招股说明书、国海证券研究所

持有大量超募资金，资本力提升具备展开同业收购潜力

据不完全统计，我国 750 多家香精香料企业资本总值约 50 亿元左右，平均资本金水平仅 600 多万元；而在我国抢滩登陆的仅 100 家外资企业资本投入总值约 65 亿元，平均资本投入约 10 倍于国内同类企业。国内外香精企业的平均资本力水平存在显著差距，这在研发投入和产业整合方面无疑将造成分化，高投入的研发壁垒和大客户采购集中的行业特征必将促使优势资源向资本力强的公司集中，资本力提升无疑将获得研发和同业整合方面的优势。

公司是国内首个成功 IPO 的香精生产企业，光明的前景得到了各路资本的青睐，总计获得 4.76 亿元的实际募资。除为募投项目获得资金外，还有约 3 亿元的超募资金，资本力的提升使得公司通过在上游（香料企业）或者同业（具备客户或研发资源的日化、烟草香精企业）展开收购实现外延式扩张成为可能。

公司所处行业前景广阔，可享有一定的估值溢价

公司 2011 年的预测市盈率为 29.3 倍，远高于其他国际香精公司。和食品饮料股类似，欧美日本香精巨头的 PE 多在 15-20 倍之间。而在香港上市的华宝国际和中国香精香料估值较低，仅有 8-10 倍，这是由于其主要业务为烟用香精，而国内烟草的增长低于食品饮料的增长，其已经进入到平稳发展阶段，如中国香精香料（3318.HK）2011 年上半年的净利润同比下降了约 15%。

而百润近期的战略重心主要放在食用香精业务，募投项目投产后，未来 2 年有望产能增长 150%，且主要产品已经敲开了一线客户的门槛，具有迅速提升的潜力。考虑到公司整体处于高速增长的区间，因而可以享有一定水平的估值溢价，估值水平可参考食品饮料成长型企业。

表 6 国际香精企业市值和估值情况

公司名称	股票代码	总市值（十亿元人民币）	2011PE
奇华顿	GIVN.VX	51.4	21.1
高砂香料	4914.JP	3.1	20.4
国际香精香料	IFF.NYSE	27.6	14.6
德之馨	SYIEF.PK	18.6	17.7
华宝国际	0336.HK	10.7	8.2
中国香精香料	3318.HK	0.6	9.4
百润股份	002568.SZ	1.8	29.3

资料来源：Wind、Bloomberg、国海证券研究所

盈利预测

盈利预测主要假设：

- 1、2011 年受“塑化剂”事件及下游烟厂检修影响，食用香精业务增长 20%，烟用香精下降 14%，2011 年合计香精销量 1200 吨。2012 年募投项目产能释放，销量分别增长 40%、25%。2013 年食用、烟用香精销量增长分别为 40%、15%。食用、烟用香精单价分别增长 3%和 5.7%。
- 2、烟用香精毛利率 80%，食用香精 65%，整体毛利维持在 70%以上
- 3、销售和研发资源投放继续保持较高水平，销售费用率为 9%、管理费用率为 22%；因募集资金带来大量利息，2011 年财务费用为-890 万元，此后两年分别 1000 万元利息收入。
- 4、公司可望继续享有税收优惠，综合所得税为 13.5%。

表 7 公司盈利预测

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
销售收入	87	91	109	116	163	221
销售成本	38	27	29	34	47	66
毛利	49	65	80	83	115	155
毛利率	56.1%	71.0%	73.3%	71.2%	70.9%	70.2%
期间费用	26	29	32	27	40	58
期间费用率	29.4%	32.0%	29.4%	23.3%	24.8%	26.5%
营业利润	22	40	47	55	74	96
营业利润率	25.4%	43.2%	43.1%	47.5%	45.6%	43.4%
税前利润	23	41	50	57	74	96
所得税	4	5	7	8	10	13
归属母公司的净利润	20	35	43	50	64	83
净利润率	22.4%	38.8%	39.4%	42.5%	39.5%	37.5%
EPS（摊薄）	0.24	0.44	0.54	0.62	0.80	1.04
P/E		51.14	42.25	36.60	28.27	21.88

资料来源：国海证券研究所

投资建议

香精是现代消费品行业不可或缺的一部分，对于提升居民生活品质具有重要的意义，将长期受益于消费升级，朝阳行业特征明显。参照国外发达国家经验，我国食品饮料、卷烟及日化等三大下游市场的稳步发展，将驱动行业在销量和产品档次两个维度上的不断扩张和提升，香精行业将面临持久的需求上升。资本力和研发水平是龙头公司胜出的关键，国内公司在食用香精方面有相对于国际公司取得优势的机会。

公司高举研发大旗，经过多年的发展及市场磨练，确立了“大客户、

大业务”的业务模式，并凭借对本土口味的深度理解和对一流客户的贴身服务，近年来取得了显著的成果，食品饮料龙头企业目前已经占据了85%以上的销量。公司有望抓住消费升级的历史性机遇，以食用香精为主要发力点，立足为优质客户提供整体解决方案，获得快速优质的增长。募投项目的投产将有效缓解产能瓶颈，充裕的现金储备也为公司进行外延收购提供了可能性。

2011-2013 年 EPS 为 0.62、0.80、1.04 对应的 PE 分别为 37、28、22 倍。公司静态估值并不便宜，但综合考虑所处行业的朝阳属性、公司清晰的研发导向和聚焦大客户战略、率先上市的先发优势与高增长预期，首次给予“增持”评级。

风险提示

- 1、食品安全问题导致下游需求的不确定
- 2、核心研发人员的流失
- 3、烟用香精大客户需求下滑
- 4、产能不能按照预期释放，或市场无法消化释放产能

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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征价。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。我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。本报告版权归国海证券所有。【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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和征价。本公司及本公司员工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。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、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。