

3318.HK 中国香精香料

未评级

外延并购完成，公司业绩将爆发式增长

2016年09月02日

市场数据

报告日期	2016.09.02
收盘价(港元)	2.84
总股本(亿股)	6.75
总市值(亿港元)	19.17
净资产(亿元)	14.16
总资产(亿元)	29.09
每股净资产(元)	2.10

数据来源: Wind

主要财务指标

会计年度	2012A	2013A	2014A	2015A
营业收入(百万元)	629	688	703	698
增长率(%)	-14.13%	9.39%	2.21%	-0.65%
股东净利润(百万元)	60	78	69	89
增长率(%)	-3.30%	29.66%	-11.11%	28.46%
毛利率	46.79%	48.60%	47.81%	48.88%
净利率	9.56%	11.34%	9.86%	12.75%
每股收益(元/股)	0.10	0.12	0.11	0.11

数据来源: 公司资料, 兴业证券研究所

相关报告

《内生产能扩张和外延并购助快速成长》跟踪报告 20160226

海外化工研究

高级分析师: 鲁衡军
注册国际投资分析师 CIIA
luhj@xyzq.com.hk
SFC: AZF126
SAC: S0190515010004

联系人: 黄翰漾
huanghanyang@xyzq.com.cn

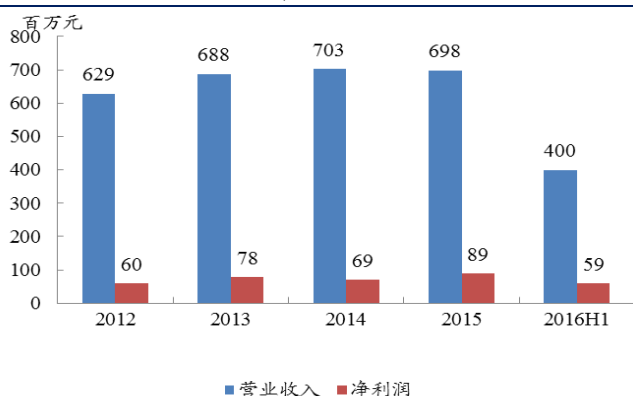
投资要点

- **中期业绩靓丽，新增业务功不可没。**中国香精香料(3318.HK)2016年中期经营业绩:营业收入4.0亿元,同比增长17.0%;毛利润2.1亿元,同比增加24.9%;净利润5875万元,同比增加39.1%;每股收益由去年同期的0.05元增长至0.07元,不派息。公司营业收入增长主要源于主营业务香味增强剂的小幅增长以及新增业务保健产品的优异表现。
- **收购 Kimree, 进军电子烟行业。**2016年5月,公司成功完成对 Kimree, Inc. 的收购,仅6月单月为公司中期营业收入贡献3381万元。Kimree 主要从事电子烟研发、生产和销售,在美国及欧盟拥有强大的客户基础。Kimree 承诺2016至2018年净利润不低于6000万元、7200万元以及8640万元,预计将驱动公司业绩大幅增长。
- **横向并购系列烟草香精公司,提升市场份额。**公司于2016年7月完成深圳辉际、深圳大合荣、广州芳源、海南中南岛四家烟用香精公司的收购,4家公司承诺第一年净利润分别不少于2700万元、2700万元、2000万元以及2300万元。此次收购完成,公司在烟草香精的市场份额将由目前的15-18%提升至约40%以上,公司将进一步巩固市场的领先地位。
- **我们的观点:**中国香精香料是国内香精、香料龙头供应商之一。公司上半年业绩整体表现稳健,主要源于传统业务稳定发展,在烟草市场逐显疲态的市场环境下逆势而上。下半年,随着公司外延并购完成,新增子公司将逐步发力,并表后公司业绩将爆发式增长。根据各并购公司承诺净利润计算,公司2016年净利润有望同比增长1倍以上,建议投资者积极关注。
- **风险提示:**收购公司盈利不及预期;电子烟推广不及预期。

报告正文

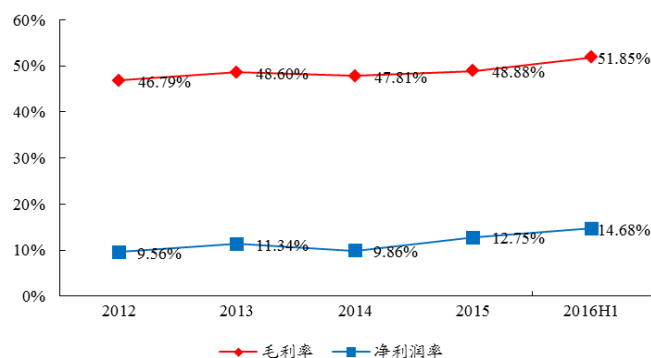
- **中期业绩靓丽，新增业务功不可没。**中国香精香料（3318.HK）2016年中期经营业绩：营业收入4.0亿元，同比增长17.0%；毛利润2.1亿元，同比增加24.9%；净利润5875万元，同比增加39.1%；每股收益由去年同期的0.05元增长至0.07元，不派息。公司营业收入增长主要源于主营业务香味增强剂的小幅增长以及新增业务保健产品的优异表现。

图 1、公司营业收入和净利润



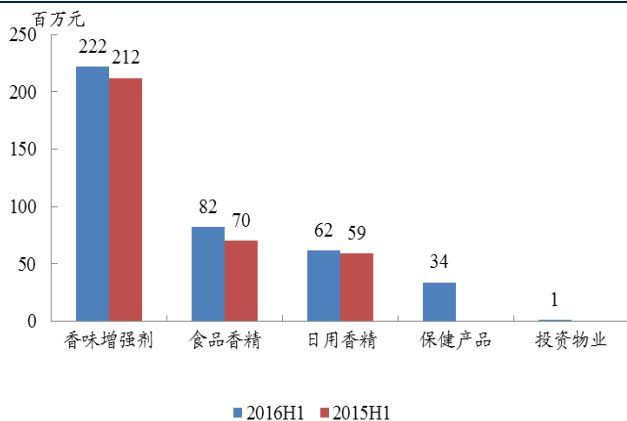
资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 2、综合毛利率和净利率



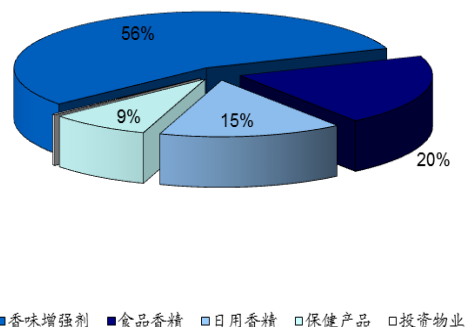
资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 3、2016H1 分项业务营业额



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 4、2016H1 分项业务收入占比



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

- **毛利率表现稳健，经营开支大幅改善。**公司上半年整体毛利率提升3.3个百分点达到51.8%。其中，日用香精毛利率由去年同期35.5%增长至44.5%；烟用香精（香味增强剂）毛利率增长1个百分点达到59.8%；食品香精毛利率由去年同期57.4%增长至60.6%。公司保健产品业务源于新增子公司Kimree的电子烟业务，过去三年的平均毛利率为38%，对公司整体毛利率产生一定的负面影响。同时，公司上半年的经营开支大幅改善，销售及市场推广费用占收入比例由去年同期15.1%下降至12.4%；行政费用占收入比例

由去年同期 25.2% 下降至 18.7%。

- **深耕传统业务，业绩稳中有升。**2016 年 H1，香味增强剂（烟用香精）业务实现营收 2.2 亿元，同比增长 4.7%，主要原因在于产品销量由去年同期的 822 吨增长至 899 吨。尽管香烟市场目前逐步进入下行区间，但是公司通过研发新配方以及在中高端香烟中的竞争优势，维持业绩的稳定增长。食品香精业务营业收入为 8180 万元，同比增长 16.7%，源于现有客户扩充销售而导致的公司订单上升。日用香精业务营收 6140 万元，同比增加 2.8%，公司多项产品单价比去年同期出现较大增幅，进而提高整体平均价格。随着下半年客户对产品价格的逐步接受以及新产品的推出，公司日用香精产品销量有望回升，促进营业收入增长。
- **收购 Kimree，进军电子烟行业。**2016 年 5 月，公司成功完成对 Kimree, Inc. 的收购，仅 6 月单月为公司中期营业收入贡献 3340 万元。Kimree 主要从事电子烟研发、生产和销售，在美国及欧盟拥有强大的客户基础，其中包括万宝路、帝国烟草等全球顶尖烟草公司。Kimree 承诺 2016 至 2018 年净利润不低于 6000 万元、7200 万元以及 8640 万元，预计将驱动公司业绩大幅增长。

根据 Wells Fargo 数据，2014 年全球电子烟市场规模达到 27.6 亿美元。相比与传统香烟，电子烟对人体危害更小，未来有望逐步抢占传统香烟市场，Wells Fargo 预测 2017 年电子烟市场将达到 100 亿美元。目前，全球电子烟市场主要集中于海外，国内市场发展缓慢，根据相关研究机构的抽样调查，全国五个典型代表城市中电子烟的使用率为 3.4%。此次收购后，Kimree 将借助公司的销售渠道及客户优势，建立国内分销网络，抢先布局国内电子烟市场。

图 5、电子烟市场规模预测

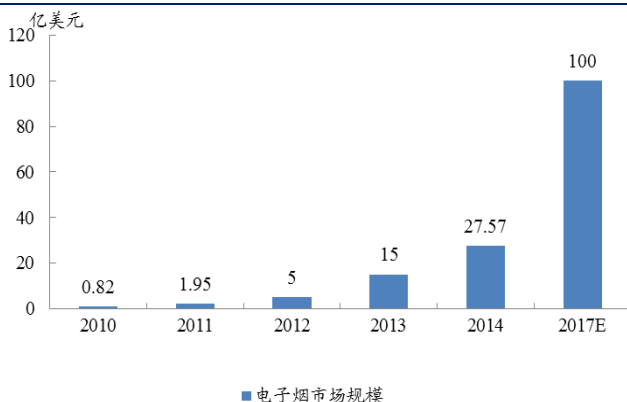


表 1、国际烟草公司现状

烟草公司	年收入 (亿美元)	知名烟草品牌	拥有的电子烟品牌
中国市场烟草公司	917	900 多个中国品牌	无
菲利普莫里斯国际公司	677	Marlboro, L&M 等	IQOS
英美烟草集团	581	pall Mall 等	Vype
日本烟草国际公司	659	Camel 等	Ploom
帝国烟草公司	384	West 等	Puritane
奥驰亚集团	244	Virginia Slims 等	Markten
雷诺兹烟草公司	82	Camel, Pall Mall	Vuse

资料来源：Wells Fargo，兴业证券研究所

资料来源：Wells Fargo，兴业证券研究所

此外，电子烟装置可以用于制药及儿童和老年人保健产品，将有关保健品从液体形态转变成可吸入形态，从而更加方便摄取并减少刺激。公司未来将凭借装置及技术优势，与医疗保健业产生协同效应，作为有关技术的解决方案提供商进军该行业。

- **横向并购系列烟草香精公司，提升市场份额。**公司于2016年7月完成深圳辉际、深圳大合荣、广州芳源、海南中南岛四家烟用香精公司的收购，4家公司承诺第一年净利润分别不少于2700万元、2700万元、2000万元以及2300万元。此次收购完成，公司在烟草香精的市场份额将由目前的15-18%提升至约40%以上，公司将进一步巩固市场的领先地位。随着新增子公司的发力，预计公司传统香精业务自下半年开始有望迎来爆发式增长。
- **我们的观点：**中国香精香料是国内香精、香料龙头供应商之一。公司上半年业绩整体表现稳健，主要源于传统业务稳定发展，在烟草市场逐显疲态的市场环境下逆势而上。下半年，随着公司外延并购完成，新增子公司将逐步发力，并表后公司业绩将爆发式增长。根据各并购公司承诺净利润计算，公司2016年净利润有望同比增长1倍以上，建议投资者积极关注。
- **风险提示：**收购公司盈利不及预期；电子烟推广不及预期。

表 2、中国香精香料 2016 年中期业绩主要财务指标变动情况

	单位(人民币, 千元)			点评
	2016H1	2015H1	同比变动	
收入	400,131	342,029	17.0%	香味增强剂收入2.2亿元, 同比增长4.7%; 食品香精收入8181万元, 同比增长16.7%; 新增保健产品业务收入3381万元。
销售成本	(192,670)	(175,944)	9.5%	
毛利	207,461	166,085	24.9%	不同的产品组合令食品香精的毛利率增加; 保健产品及投资物业的毛利率相对较高所致。
毛利率	51.8%	48.6%	3.3%	占营业收入比例由去年同期的15.1%下降至12.4%, 主要原因为重组后的销售佣金大幅减少以及广告费用减少。
销售及市场推广开支	(49,673)	(51,692)	-3.9%	
行政费用	(74,936)	(86,059)	-12.9%	占营业收入比例由去年同期的25.2%下降至18.7%, 主要原因为购股权开支大幅减少, 抵销其他行政费用的增加。
其他收入	1,345	28,052	-95.2%	收购Kimree及四项香味增强剂业务
其他收益	2,747	-		
经营利润	86,944	56,386	54.2%	
财务(成本)/收入-净额	(6,886)	310	-2321.3%	
除所得税前溢利	80,058	56,696	41.2%	
所得税费用	(21,306)	(14,446)	47.5%	
期内溢利	58,752	42,250	39.1%	香味增强剂、食品香精及日用香精三个分部均有所改善, 两个新分部首次作出贡献
基本EPS(元)	0.07	0.05	40.0%	
摊薄EPS(元)	0.07	0.05	40.0%	

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

业绩发布会议 Q&A (2016.08.16)

1、请问集团的下半年资本开支预测多少？

上半年的财务费用为 600 多万元，同时收购导致的费用为 1100 万元，预测下半年开支为 2200 万元左右。

2、请问集团在收购了几家公司后，在日用香精这块市场占有率为多少？

日用香精板块的市场占有率约为 30%，同比增长约为 5%。这部分增长主要来自自有增长，并非收购公司后的增长。

3、请问日用香精价格提升的原因？

有数个不同的产品，例如白猫等，单价比去年同期增幅较大，进而提高整体平均价格。管理层相信此状况未来可以持续。

4、请问公司管理层如何应对应收账款的上升？

1、在收购数家日用香精公司后，公司订单有所上升，6 月底获得的订单处于应收账款阶段。

2、除了新增订单，还有应收账款约 4000 多万元，与第 1 部分共计约 1.6 亿元。

3、日化香精新增客户导致 2000 万元应收账款。

公司由于中报截止时间的原因导致应收账款上升，预计年底时将会有较多的收款。

5、请问公司收购的数家公司所带来的影响是否会在下半年有所反映？

上半年已经带来正面影响，公司收购的 Kimree 已经反映在公司的财务报表上。公司收购的 4 家烟用香精公司，由于在七月才完成收购，所以下半年才能体现在财务报表上。

6、面对中国烟草销量下降的市场情况，公司是否有准备对策，比如说开拓海外市场？

公司短期内开拓国际市场的可能性不大。烟用香精可以减少香烟中焦油的吸入，主要用于中高端的香烟，与中国香烟市场的销量下降的情况并不是正相关，相反过往几年公司产品销量都出现增长状况。

7、请问公司预计未来 5 年烟用香精的增长率是多少？

维持每年 3%-5%的增长

8、食品香精的增长因素、未来空间？

公司食品香精 2015 上半年销售额为 7000 万元，今年上半年为 8100 万元。公司前 10 大客户的采购量在逐年上升，由去年同期的 3500 万元增长至 5200 万元。公司的前 10 大客户中包括蒙牛、伊利、汇源果汁和喜之郎等大企业，随着这些客户的成长发展，将会带动公司产品销量的提高。公司预计未来食品香精产品将保持 15-20% 的增速。

9、食品香精领域，公司在国内市场的占有率排第几位？

公司处于龙头位置。由于公司产品集中于食品香精领域，不包含味精的应用，因此公司产品的市占率较低，不足 1%。

10、公司收购四家公司并表后，预计今年每股收益大约是多少？

以 2015 年的数据作为基础，公司净利润约为 8000 万元。公司的两项收购，其中包含电子烟以及日用香精公司，预计会使 8000 万元净利润产生 3 倍的增长，大约为 2.4 亿元。

11、请问公司为什么进入电子烟市场以及未来的发展规划？

电子烟与香精有关联，电子烟的主要产品是烟油，公司与被收购的电子烟公司已有三年的合作经历。并且中国电子烟市场目前相对空白，公司预计未来三到五年该市场发展较快。

12、请问公司所收购的电子烟公司相比其他公司的竞争优势？

Kimree 研发能力较强，并且该公司和较多实力强劲的下游客户合作，例如万宝路、帝国烟草。由于电子烟目前已经可以循环使用，更换烟油，因此公司相信电子烟是未来主流的发展方向。

13、公司固定资产增长 6 亿元是因为什么原因？

主要源于收购 Kimree。

14、电子烟目前销售的地区分布，管理层对此有什么目标？

目前的收入全部来自国外欧美市场，前十大客户的销售收入都来自于出口。公司希望未来能进入中国电子烟市场，公司目前已经与国内一些公司进行交流，并取得一定的进展。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间
中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% ;
减 持: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售经理联系方式

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhushd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元戩	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyayi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					

香港及海外市场					
机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焯	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求，并以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。