



香精香料深度之二： 问道海外，解密成功 龙头领航

分析师及联系人

- | | |
|-------------------|---------------------|
| • 马太 | • 施航 |
| (8621)61118717 | (8621)61118717 |
| matai@cjsc.com.cn | shihang@cjsc.com.cn |
| 执业证书编号： | 执业证书编号： |
| S0490516100002 | S0490519100002 |

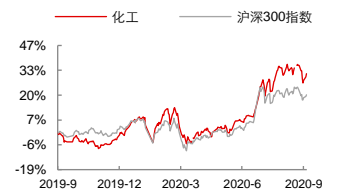
MAIN POINTS OF REPORT

报告日期	2020-09-17
行业研究	深度报告
评级	看好 维持

行业内重点公司推荐

公司代码	公司名称	投资评级
------	------	------

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源: Wind

相关研究

- 《相比MDI，钛白粉是否好赛道？》 2020-09-16
- 《飓风加剧需求担忧，短期波动不改油价复苏趋势》 2020-09-09
- 《基础化工行业2020年中报综述：黎明破晓，曙光已现》 2020-09-06

化工

香精香料深度之二：问道海外，解密成功，龙头领航

上一篇报告详述了香精香料产业链和产品结构，分析了市场供需格局、行业的成长性和消费属性，从统领的角度归纳行业和龙头的成长动力。本篇将从海外复盘的角度，分析海外香精香料行业的变迁和寡头成长历史，阐述国内香精香料行业变革，从演进的角度剖析中国香精香料行业的未来发展方向，解密龙头企业成功基因，探寻国内优质标的。

● 全球市场复盘：百年变革，海外龙头叱咤风云

行业层面，全球香精香料行业历经起源时代—大宗香料时代—高端香料时代—寡头垄断时代，未来中国市场有望引领增长。企业层面，国际巨头（奇华顿、IFF、芬美意和德之馨）在大宗香料时代突破香兰素等产品，初具一定规模；在高端香料时代，国际巨头纷纷布局二氢茉莉酮酸甲酯和女贞醛等产品，满足市场差异化的需求，集中度 CR7 从 1981 年 36.7% 提升至 2001 年 48.3%；寡头垄断时代，国际巨头寻求产业链相关并购标的，构筑一体化产业链，集中度 CR7 抬升超过 70%。复盘历史，龙头凭借高额研发投入开道，通过多元一体化布局打造差异化的产品矩阵，满足客户多元需求，构筑核心壁垒。

● 百年奇华顿：研发为核，多元一体铸就全球第一

瑞士奇华顿公司（Givaudan）是全球香精香料行业龙头，2017 年市占率达到 19.5%，位居行业首位。公司注重研发投入，近几年研发投入占营业总收入比例超 8%，明显高于其他化工龙头，高额研发投入为公司注入内生动力，不断开拓前行。公司充分布局多元化，业务覆盖食用和日化香精，自用香料种类超过 1300 种，充分满足差异化需求。公司完善布局香精香料一体化，香精和香料营收占比分别为 54.9% 和 45.1%，实现协同发展。解码成功，奇华顿以研发为矛，铸造香精香料多元一体化王国，形成坚厚壁垒。

● 国内大观：乘风而上，龙头崛起的“黄金时代”

我国合成香料开始于上世纪 50 年代，历经起步阶段-快速发展阶段-国际竞争阶段，正处于从大宗产品向高端产品转型升级的关键阶段，竞争壁垒抬升。国内香精香料行业与海外仍存较大差距，奇华顿 2018 年收入与中国市场规模相近。国内行业集中度较低，企业规模较小，2018 年中国香精香料行业 CR10 仅为 21.2%。国内龙头企业已经逐步崛起，纷纷加大研发投入，丰富产品品类，延伸产业链，有望成长壮大，提升市场话语权。

● 投资建议：看好新和成、万华化学和金禾实业

国内上市公司新和成、万华化学、金禾实业等迎难而上，瞄准行业蓬勃发展和集中度提升的契机，持续发力，追赶海外巨头。新和成是国内最大合成香料企业，多元一体化布局降本增量，新项目为公司插上成长双翼。万华化学谋划布局柠檬醛，有望以柠檬醛作为切入点，未来有望逐步拓展新型香料产品，塑造新增长点。金禾实业是全球麦芽酚行业龙头，深耕成本领先战略，布局佳乐麝香产品，有望进一步丰富产品结构，强势向上。

风险提示：

1. 化工安全事故风险；
2. 新项目建设进度缓慢。

目录

全球市场复盘：百年变革，海外龙头叱咤风云	5
行业变革：从分散走向集中，技术壁垒逐步抬升	5
地域变迁：时过境迁，中国市场仍具强劲增长动力	7
公司变革：多元一体化发展，迎难而上打造全球寡头	8
制胜法宝：龙头高研发投入护城，深化多元化及一体化	9
百年奇华顿：研发为核，多元一体铸就全球第一	13
公司扫描：全方位布局的香精香料领航者	13
经营和行情分析：业绩保持增长，盈利能力增强，股价长牛	14
成长解码：研发开道，多元一体化布局铸就全球巨头	16
国内大观：乘风而上，龙头崛起的“黄金时代”	19
历史发展：行业快速成长，逐步走向国际化	19
现状格局：行业集中度较低，企业平均规模尚小	20
探寻 α：高研发投入+多元一体龙头有望掘金	21
投资建议：看好新和成、万华化学和金禾实业	23

图表目录

图 1：技术变革驱动国际香精香料行业发展	5
图 2：大宗香料时代部分产品发展历程	6
图 3：1981 年世界香精香料供给格局	6
图 4：2001 年世界香精香料供给格局	6
图 5：2017 年世界香精香料行业处于四超多强的供给格局	7
图 6：1800 年到 2019 年香精香料公司发展史	9
图 7：奇华顿研发投入快速增长	10
图 8：国际香精香料研发投入快速增长	10
图 9：高砂研发投入基本平稳	10
图 10：德之馨研发投入快速增长	10
图 11：香精香料一体化布局优势	11
图 12：香精香料行业变革及启示	12
图 13：奇华顿香精香料业务布局	13
图 14：奇华顿香精香料产品营收占比	13
图 15：奇华顿细分产品营收占比	13
图 16：奇华顿营业收入分地区来源	14
图 17：奇华顿全球布局	14
图 18：奇华顿成熟市场收入占比较高	14
图 19：奇华顿未来发展重点聚焦于新兴市场	14

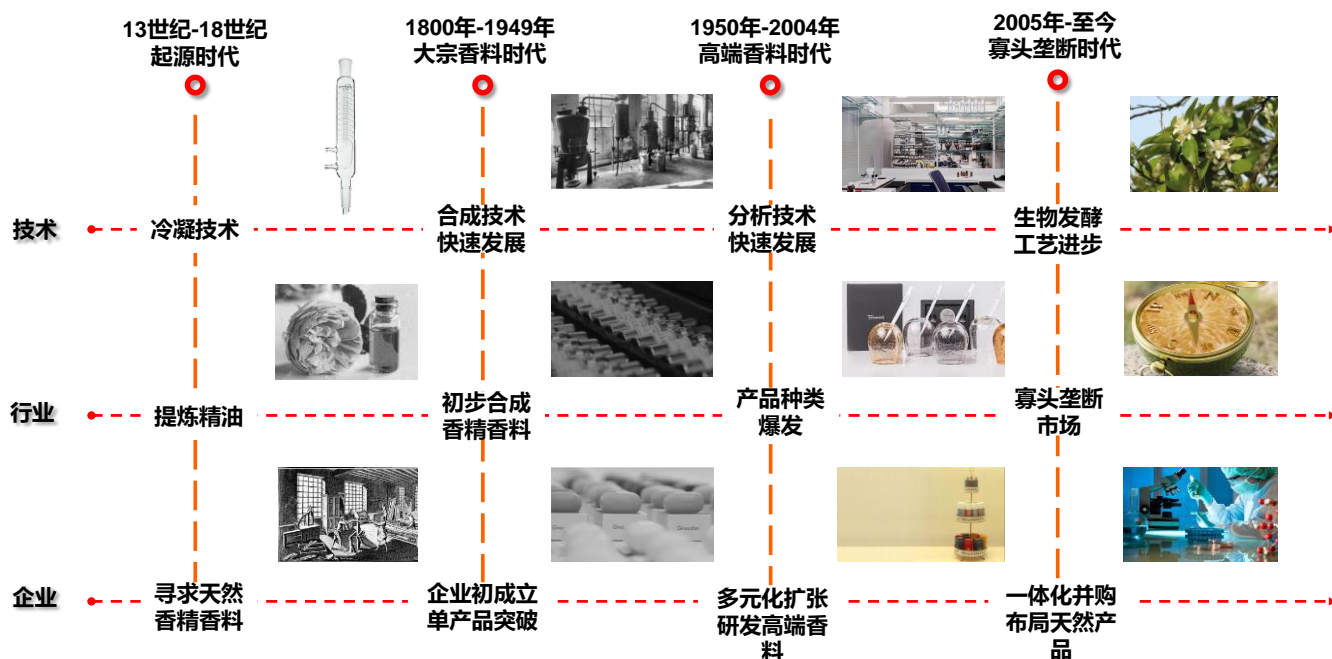
图 20: 奇华顿主营业务收入及增速	15
图 21: 奇华顿 GAAP 净利润及增速	15
图 22: 奇华顿毛利率及净利率	15
图 23: 奇华顿研发费用率和销售及管理费用率	15
图 24: 奇华顿 ROE 和 ROA	15
图 25: 奇华顿股价具有明显超额收益 (2000/06/08-2020/09/11)	16
图 26: 奇华顿研发投入占比高于其他化工龙头企业	16
图 27: 奇华顿外延发展史	17
图 28: 奇华顿香精香料多元一体化布局	17
图 29: 奇华顿发展战略总结	18
图 30: 国内香精香料起步阶段企业间的整合	19
图 31: 1952 年到 1979 年中国香精香料产量	19
图 32: 1955 年到 1998 年中国香料工业总产值爆发式增长	19
图 33: 1954 年到 1995 年我国香料种类快速扩张	19
图 34: 2000 年到 2017 年中国香料产品出口较多	20
图 35: 2018 年奇华顿营收规模和中国香精香料行业市场规模对比 (亿元)	20
图 36: 2018 年中国香精香料行业供给格局	21
图 37: 国内主流企业研发投入情况	21
图 38: 国内主流企业布局合成香料一体化	22
表 1: 香精香料产业发展中心的地域变迁	8
表 2: 国际香精香料巨头产品布局	10
表 3: 奇华顿香精香料商品化时间	17
表 4: 部分合成香料龙头产品矩阵	22

全球市场复盘：百年变革，海外龙头叱咤风云

上一篇报告详述了香精香料产业链、国内外市场供需格局，分析了行业β（成长性、消费属性）。本篇报告将从海外复盘的角度，从行业百年变革、龙头企业（奇华顿、IFF、芬美意和德之馨等）发展布局，分析海外龙头企业成功的基因（高研发投入+多元一体化）。从中国香精香料行业发展历程看，未来食品安全、环保标准提升和消费升级驱动下，具备核心α（高研发投入+多元一体化）优势的龙头企业市占率有望稳步提升，话语权逐步增强。

解密全球香精香料行业发展历程，核心技术突破带动香精香料产品不断更新换代，全球香精香料产业市场规模不断增长，行业竞争壁垒不断抬升，集中度逐步提升。根据市场发展的阶段，国际香精香料发展历程可分为起源时代—大宗香料时代—高端香料时代—寡头垄断时代。

图 1：技术变革驱动国际香精香料行业发展



资料来源：《Flavors and Fragrances Chemistry, Bioprocessing and Sustainability》，长江证券研究所

行业变革：从分散走向集中，技术壁垒逐步抬升

海外香精香料产业走过数百年，历经起源时代-大宗香料时代-高端香料时代-寡头垄断时代，新技术的诞生刺激了行业的变革，新产品的诞生满足了市场的需求。纵观百年发展变革，全球香精香料行业技术壁垒逐步抬升，产品种类不断丰富，行业集中度不断提升，具备核心研发优势和多元一体化龙头逐步垄断市场，收获成长。

- **起源时代（13 世纪到 18 世纪）**：1370 年，第一款乙醇制成的匈牙利香水成功制备，此阶段提纯工艺较为简单，精油产品较为单调。直到 1420 年，蛇形冷凝器的问世，精油提取产业迅速发展，肉桂、丁香、肉豆蔻、紫苏、迷迭香、薰衣草等精油逐步问世，液体香精香料开始进入市场。精油提取技术的问世，促进了香精香料产业发展，初步满足了市场需求。
- **大宗香料时代（1800 年-1949 年）**：19 世纪初，欧洲香精香料需求快速增长，传

统天然香料无法满足日益增长的市场需求。同期，欧洲有机化学合成技术快速发展，天然香精香料的面纱逐步揭开，部分欧洲企业开始逐步尝试合成香料，并用作调配香精，低价高产的合成香料迅速替代了天然香料。这些企业采用化学合成手段生产香兰素、香豆素等重要的大宗香精香料，产品价格开始下跌，市场规模增长。

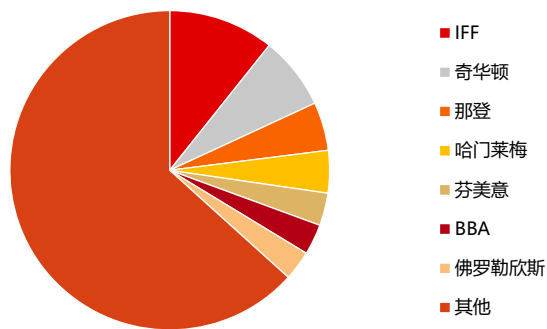
图 2：大宗香料时代部分产品发展历程



资料来源：《香料香精工艺》，长江证券研究所

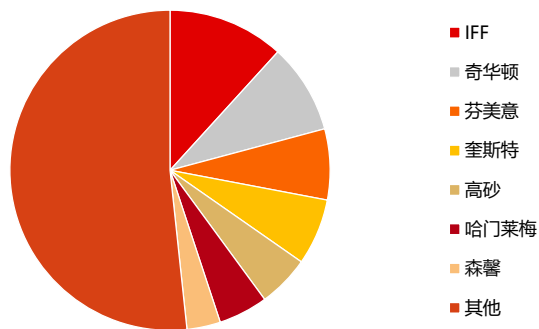
- **高端香料时代（1950 年到 2004 年）**：20 世纪 60 年代后，传统合成香料已经不能满足日益差异化需求，新型高端香料产品需求快速增加。此阶段，欧美国家分析化学和合成技术有了突飞猛进的发展，企业能够设计自然界不存在的合成香料，合成独特的香料。新型香料产品像二氢茉莉酮酸甲酯、月桂烯醇、女贞醛等问世，香精香料市场产品种类变得丰富。合成香料品种从 1976 年 750 种迅速增加至 1999 年 6000 多种，香味特性得到极大丰富，市场快速增加。新型合成香料技术壁垒较高，小型企业不具备研发优势，逐步被大企业吞并或者退出市场，行业集中度快速提升。从 1981 年到 2001 年，全球香精香料行业 CR7 从 36.7% 提升至 48.3%。

图 3：1981 年世界香精香料供给格局



资料来源：轻工业部香精香料研究所，长江证券研究所 注：IFF 指国际香精香料 (International Flavors & Fragrances, 下同)

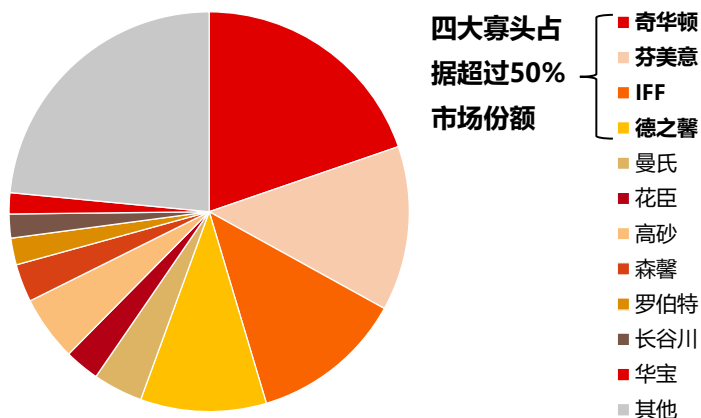
图 4：2001 年世界香精香料供给格局



资料来源：斯坦福国际资讯研究所，长江证券研究所

- **寡头垄断时代（2005 年以后）**：经过多年发展，全球香精香料巨头已经形成从合成香料到最后香精配方完善的一体化产业链，寡头垄断独特香精配方和香料原料，具备多元化产品结构，市场话语权较强，行业护城河深厚，市场逐步走向寡头垄断供给格局。2017 年行业 CR10 为 77.0%，其中前四家跨国巨头垄断了全球超过 50% 的市场份额。全球香精香料市场，已经形成“四超多强”的供给格局，行业第一梯队（奇华顿、IFF、芬美意和德之馨）被欧美主要企业占据，第二梯队集中在欧洲、美国、日本和中国的的企业，如曼氏、花臣（2018 年被 IFF 收购）、高砂、森馨和华宝国际等。

图 5：2017 年世界香精香料行业处于四超多强的供给格局



资料来源：Leffingwell & Associates，长江证券研究所 注：市场份额采用 2017 年数据计算

地域变迁：时过境迁，中国市场仍具强劲增长动力

从全球香精香料工业发展历程看，随着经济和技术水平发展，全球香精香料的市场发展中心存在一定地域变迁。世界香精香料中心起源于欧洲天然香料中心，后续美国合成香料技术发展推动市场快速增长。1980 年后，日本经济快速发展，日本现代合成和分析技术突飞猛进，日本逐步突破高端香精香料，成为新一轮增长中心。2004 年后，中国经济和技术实力逐步崛起，带动全球香精香料行业发展。未来随着国内人均收入水平提升和行业研发实力逐步增强，中国香精香料市场仍具备较广阔发展前景，有望引领新一轮增长。

- **1950 年前，世界香精香料合成中心集中在欧洲**，法国格拉斯是西方香料业传统基地，产品以天然精油为主，市场规模尚小。
- **1950 年及以后，美国快速实现香料产品工业化生产**，并且逐步探索下游香料产品需求，规范了香料产品使用规范，催化香精香料产业快速发展。此阶段，国际香精香料等公司不断开拓新型合成香料产品，进一步促进了香精香料行业快速发展。到 1981 年，全球香料市场规模达到了 42 亿美元，其中美国占比达到了 1/3。
- **1980 年后，日本香精香料企业开始逐步探索合成香精香料产品**，替代昂贵的进口香精香料满足国内市场需求。借助于现代分析技术，日本香精香料产业也实现了快速增长。到 1991 年，日本香精香料产量达到了 5.2 万吨，产值达到了 1500 亿日元，日本成为世界第二大香精香料生产国，市场份额占比达到 10%。
- **2004 年后，中国经济快速发展，香精香料产品需求快速增加**，中国丰富的植物资源得到开发，天然香精香料产量迅速增加。同时，国内合成技术逐步突破，部分低端常用的香精香料产品实现自给自足，中国得以成为香兰素、香豆素等多个大宗香料产品主要生产国。未来看，随着中国居民消费水平提升，中国高端香精香料市场需求有望快速增长。国内香精香料行业技术水平不断提升，部分企业有望突破高端香料合成工艺，引领新一轮增长。

表 1：香精香料产业发展中心的地域变迁

分类	时间	代表公司	驱动因素
欧洲	13 世纪-1949	奇华顿、芬美意、德之馨	以天然精油产品为主，合成部分 大宗香料
美国	1950-1979	IFF	香精香料工业化进程快速发展，合成大量 新型香料
日本	1980-2004	长谷川、高砂、花王	分析合成技术发展，替代昂贵进口香料
中国	2005-至今	华宝股份、爱普香料、新和成、金禾实业	食品工业和日化行业需求拉动，开发天然香料，逐步由大宗香料向高端香料转型

资料来源：《世界香料工业近代发展特点》，长江证券研究所

公司变革：多元一体化发展，迎难而上打造全球寡头

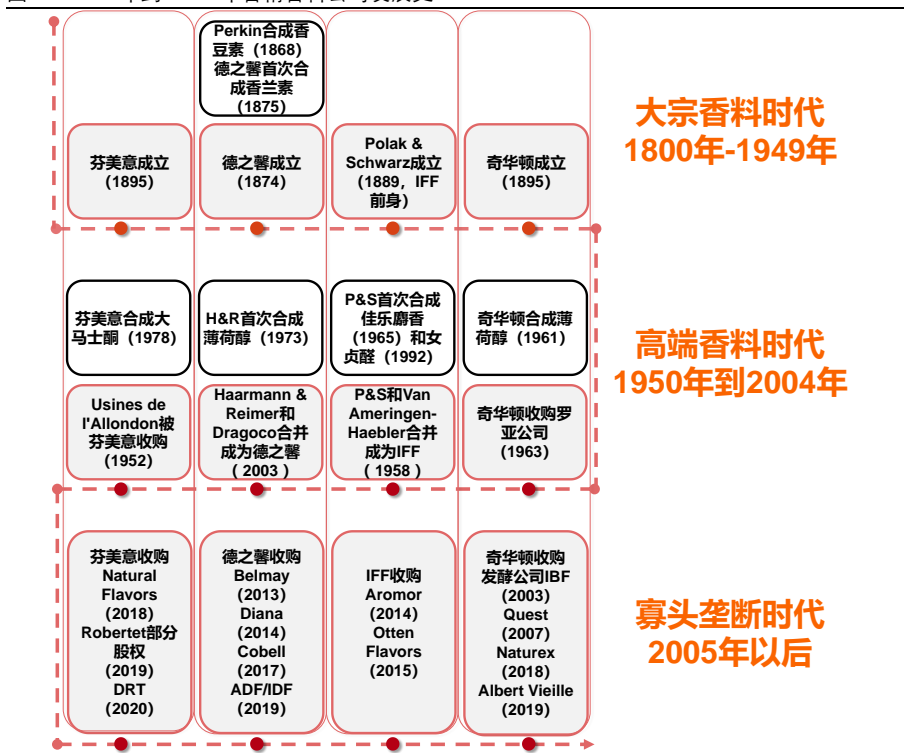
在香精香料百年发展历程中，部分企业像**奇华顿（Givaudan）、国际香精香料（IFF）、芬美意（Firmenich）、德之馨（Symris）**等知名公司，把握内生外延发展机会，满足市场变化的需求，逐步成长为全球性香精香料巨头，下面我们将探究这些公司在行业巨变中成长的基因。

18 世纪后，香精香料行业开始诞生规模化生产企业，部分企业逐步成长为全球香精香料巨头。目前全球香精香料行业处于高度垄断格局，寡头公司以研发为内生动力，并购为外延驱动力，布局多元一体化，占领价值高地，持续夯实壁垒。

- **大宗香料时代（1800 年-1949 年）：探索合成方法，单产品突破占山为王。**在合成大宗香料时代，全球香精香料市场需求快速增加，天然香料产量有限不能满足市场需求。奇华顿、Polak & Schwarz（IFF 前身）、芬美意和德之馨等企业分别设立，并且通过合成**芳樟醇、香兰素、香豆素**等大宗产品迅速占领了市场。此阶段，龙头企业推动大宗合成香料发展，降低了香料的价格，推动合成香精在生活领域应用。合成香料商业化的过程推动了全球香料市场迅速发展，行业龙头也收获了快速增长。
- **高端香料时代（1950 年到 2004 年）：内生外延布局香料产品多元化。**20 世纪 50 年代后，客户需求逐步走向多元化，传统大宗香料无法满足客户差异化需求，企业也开始逐步突破新型特种香料，打造自身品牌产品。IFF、奇华顿和德之馨等国际香料巨头开始布局新型高端香料，如**二氢茉莉酮酸甲酯、薄荷醇、女贞醛和佳乐麝香**等，进一步丰富了公司的产品结构，满足客户差异化需求，提升客户粘性。最初高端香料认证分散在诸多大型企业手中。为了深入多元化和满足香精企业复配需求，**国际香料龙头逐步并购相关企业，布局多元化产品矩阵。**
 - 1952 年，瑞士竞争对手 Usines de l'Allondon 被芬美意收购；
 - 1958 年，Polak & Schwarz 全球业务部门和 Van Ameringen-Haebler 合并成为国际香精香料（IFF）；
 - 1963 年，奇华顿被罗氏公司收购，后与罗亚公司（Roure）公司合并；
 - 2003 年，Haarmann & Reimer 和 Dragoco 合并成为德之馨。外部并购的过程，相关公司的专利和技术配方逐步融合，进一步丰富了新型香精配方，护城河持续拓宽，寡头之势初成。
- **寡头垄断时代（2004 年以后）：深入布局香精香料一体化，锁定天然香料高端市场。**在 2004 年后，全产业链龙头企业垄断世界香精香料行业，企业间的竞争倾向于全

产业链间竞争。全球龙头从合成香料端开始打造特殊的成分，调配成特殊的香精配方，并且打造成爆款产品。奇华顿战略向香料倾斜，2007 年收购英国著名化工公司 ICI 下属奎斯特国际，增强香精香料一体化供给能力。奇华顿同时注重对天然香原料布局，2015 年，收购天然和有机食用香精公司 Induchem Holding AG，2018 年收购植物提取物、天然原料领先企业 Naturex。奇华顿等龙头企业高度一体化供应能力和在天然香精香料布局，强化了高端产品竞争实力，进一步拓宽了护城河。

图 6：1800 年到 2019 年香精香料公司发展史

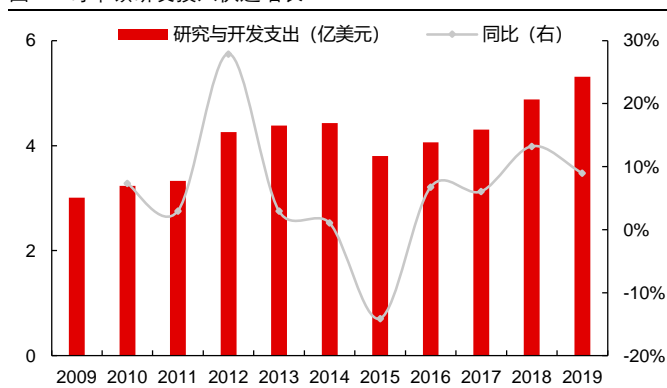


资料来源：奇华顿、IFF、芬美意、德之馨公司官网，长江证券研究所

制胜法宝：龙头高研发投入护城，深化多元化及一体化

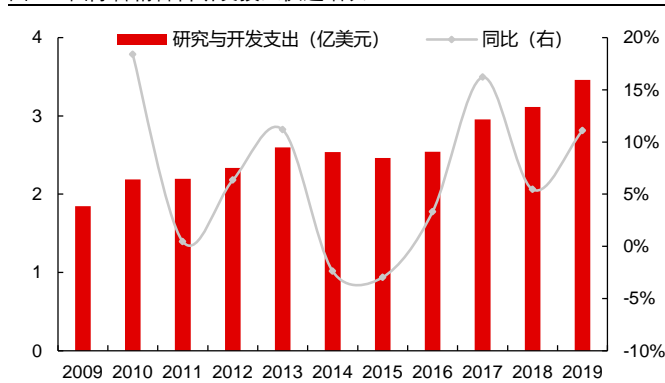
国际龙头注重研发投入，攻克高端香精香料产品。香精香料产品具备差异化竞争特征，新品种的香精香料能激起客户差异化体验，满足市场多样化消费需求，从而快速占领市场。为了及时捕捉和满足市场消费变化，甚至通过供给创造新需求，每年国际香精香料巨头均投入大量资金布局研发，拓展新型香精香料产品，满足客户对特殊香气需求。

图 7：奇华顿研发投入快速增长



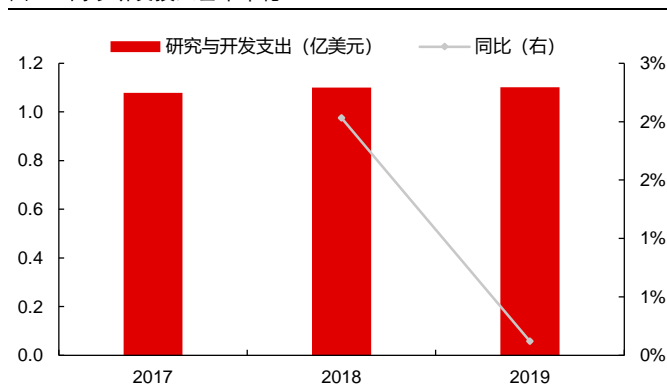
资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

图 8：国际香精香料研发投入快速增长



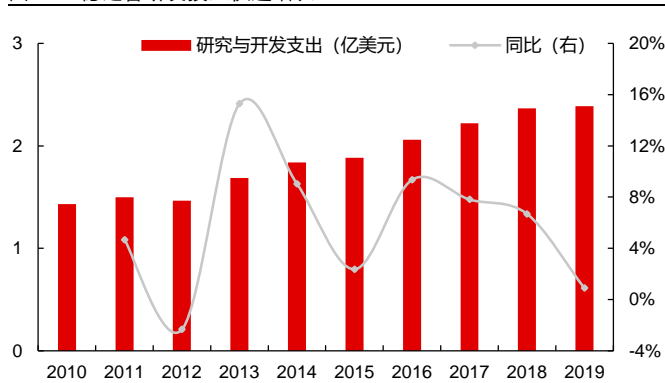
资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

图 9：高砂研发投入基本平稳



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

图 10：德之馨研发投入快速增长



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

国际龙头注重多元化布局，丰富原材料种类。由于香料产品需要经过调香生产香精，不同的香料产品具备差异化的特征，且能够形成一定互补。市场仍会追逐生产不同种类的香精香料产品，以追求产品更新，满足对新型香味的需求。奇华顿等国际香精香料巨头每年需要合成成百上千种新化合物，经调香人员的评价和合成工艺评价后，其中只有极少数化合物能够作为新型合成香料进行生产。这些新型产品的应用对香精的质量和新型香精的创造有着重要的作用。虽然在单个品种的研发需要大量投入，但是一种新型香精得到应用便会获得更大的市场空间，如 19 世纪 60 年代玫瑰醚、70 年代突厥酮和突厥烯酮以及 80 年代的二氢茉莉酮酸甲酯。国际香精香料市场整体处于差异化竞争阶段，即使是国际香精香料巨头也需要从竞争对手采购相关产品进行复配。

表 2：国际香精香料巨头产品布局

公司	香兰素	芳樟醇	苯乙醇	薄荷醇	香叶醇	香茅醇	叶醇	乙酸香叶酯	百里香酚	覆盆子酮	β-紫罗兰酮	香豆素	柠檬醛
奇华顿		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓			✓	✓	✓
IFF	✓	✓	✓		✓	✓	✓	✓		✓	✓	✓	✓
德之馨	✓	✓	✓	✓	✓	✓			✓	✓			✓
高砂				✓		✓				✓			

资料来源：中国香料工业协会，长江证券研究所

国际龙头注重香精香料一体化协同效应。从行业趋势看，香精香料一体化的企业更具竞争实力，有望获得更多市场份额。香精产品的香味特性由香料产品组合决定，调香师能

够根据调配香精香味，指导香料生产的纯度和调配配方，获得具备特殊香气产品，满足客户需求。香料产品直接决定香精的香味特性，部分高端香料垄断在行业龙头中，掌握了特殊香料产品，便掌握了一类香精产品市场话语权。

- 奇华顿专门设立调香学校，亲自培养调香师利用公司常用 1300 多种香料调配独特香精；
- 芬美意自产超过 600 种香料产品，同时聘用多位世界级调香大师，调配自身独特的食用香精、日化香精及香水产品；
- 德之馨更注重天然香料获取，并且结合现代大数据技术调配复杂的香精产品。

图 11：香精香料一体化布局优势

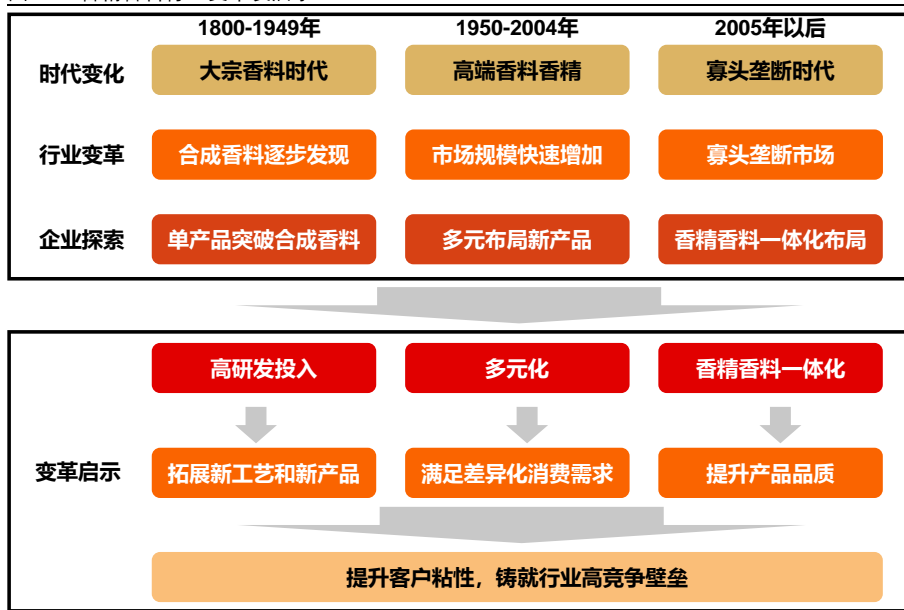


资料来源：《世界香料工业近代发展特点》，长江证券研究所

总结来看，世界香精香料行业发展阶段可以分为**起源时代、大宗香料时代、高端香料时代和寡头垄断时代**。目前香精香料行业处于垄断竞争格局，其中奇华顿、IFF、芬美意和德之馨为行业内领先龙头企业，总结其发展历程可以发现，企业通过高研发投入，建立起产品多元化、香精香料一体化的综合竞争优势，逐步提升市场占有率。

香精香料行业充满个性化消费需求，行业处于寡头垄断的格局，主要是新产品开发的壁垒相对较高，一体化布局成本较高。小型企业不能打造出合适的多元产品矩阵，不能满足客户差异化需求，逐步丢失市场份额。相对而言，龙头企业研发投入较高，具备充足的技术和资金优势进行内生外延布局，打造差异化产品配方，满足客户个性化消费需求，提升客户粘性，逐步提升市占率，成为行业寡头。因此，从行业发展历程看，行业的竞争趋势是从分散走向集中，龙头企业话语权逐步增强。

图 12：香精香料行业变革及启示



资料来源：《世界香料工业近代发展特点》，长江证券研究所

百年奇华顿：研发为核，多元一体铸就全球第一

奇华顿是全球最大的香精香料公司，2019 年营业收入超过 60 亿美元，2017 年全球市占率达到了 19.5%。本章解构奇华顿，详细拆分奇华顿业务结构和未来战略，分析成功的秘诀，以期国内香精香料行业及企业提供发展的模式参考。

公司扫描：全方位布局的香精香料领航者

跨越百年的香精香料先导者。瑞士奇华顿公司（Givaudan）的历史最早可追溯到 1895 年成立的奇华顿香精香料，公司经过一百多年的发展，已成长为全球香精香料行业的巨头，在世界香精香料的研发、生产和销售环节中处于领先地位。公司产品可以划分为香精产品和香料产品。根据产品终端应用领域不同，公司又划分出食用香精和日化香精两个事业部，食用香精部主要分为甜味食品、咸味食品、乳制品和饮料香精香料产品，日化香精部主要分为日化香精香料和活性美容产品、消费品和精细香料产品。

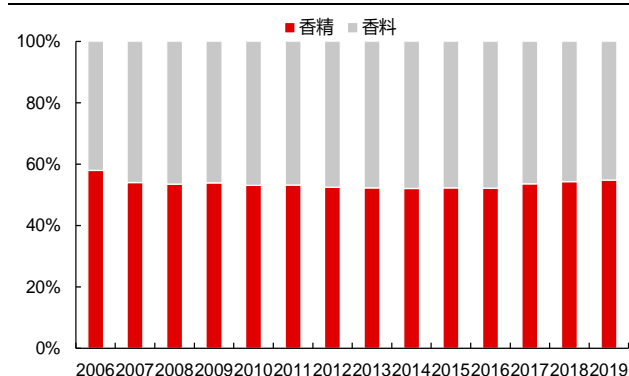
图 13：奇华顿香精香料业务布局



资料来源：奇华顿官网，长江证券研究所

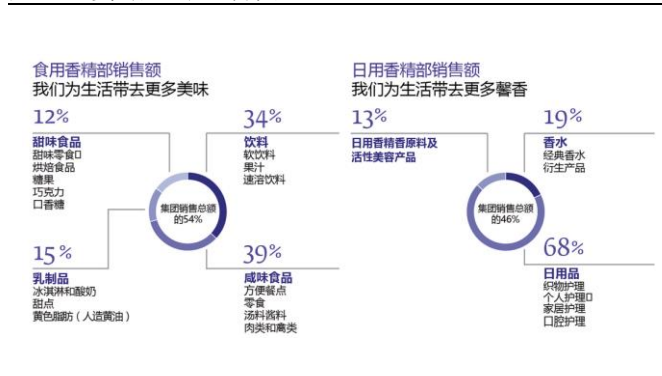
香精香料平分秋色，咸味食品、饮料和日用品占营收比例最高。香精香料营业收入划分为香精和香料产品，2019 年分别占营业收入比 54.9% 和 45.1%。食用香精香料中，咸味食品香精营业收入占比达到 39%，饮料香精营业收入占比达到 34%；日化香精中，日用品香精收入占比达到 68%，香水香精占营业收入比达到 19%。

图 14：奇华顿香精香料产品营收占比



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

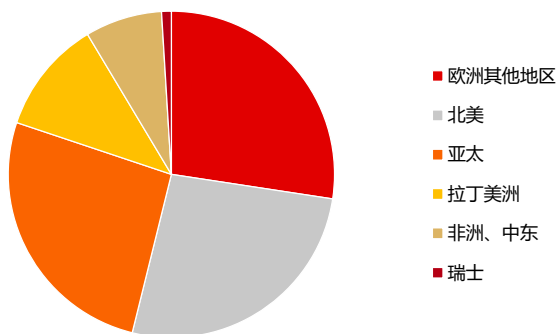
图 15：奇华顿细分产品营收占比



资料来源：奇华顿官网，长江证券研究所

欧洲、北美、亚太三柱鼎立。奇华顿业务布局世界主要消费市场，在全球拥有 181 个分支机构和 73 家工厂。从营收地区来看，欧洲及其他地区、北美和亚太地区构筑了主要营收来源，2019 年营收占比分别为 27.4%、26.5%和 26.3%。

图 16：奇华顿营业收入分地区来源



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

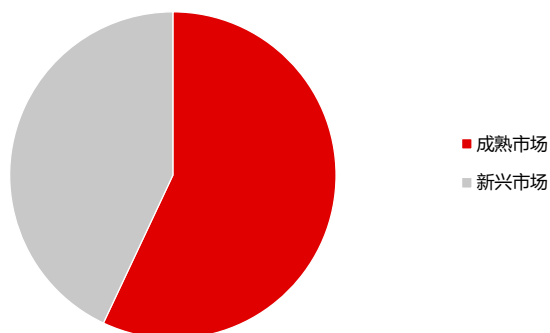
图 17：奇华顿全球布局



资料来源：奇华顿公司官网，长江证券研究所

成熟市场占比较高，重视新兴市场开发。奇华顿在西欧、美国、日本等成熟市场收入占比超 50%，在亚太、拉丁美洲和东欧新兴市场收入占年销售额的 43%。预计随着城市化进程发展、生活方式改变以及消费者可支配收入的增加，新兴市场香精香料需求有望快速增加。奇华顿食用香精香料部将中国列为未来最大的增长机会市场，注重在中国市场的开发和布局。

图 18：奇华顿成熟市场收入占比较高



资料来源：奇华顿官网，长江证券研究所

图 19：奇华顿未来发展重点聚焦于新兴市场

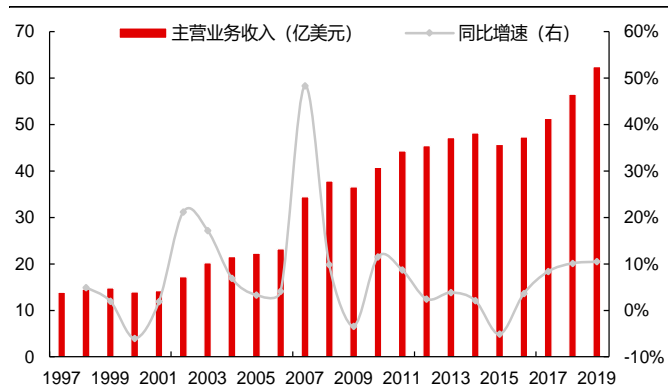


资料来源：奇华顿官网，长江证券研究所

经营和行情分析：业绩保持增长，盈利能力增强，股价长牛

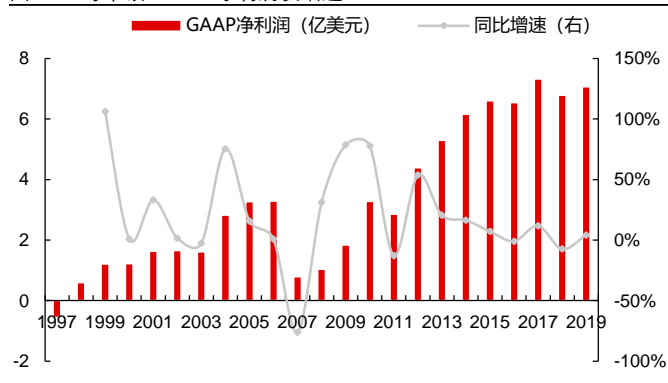
业绩长周期快速增长。从 1998 年到 2019 年，奇华顿营业收入从 14.6 亿美元增长到 62.4 亿美元，年均复合增速达到 7.2%。1998 年到 2019 年，奇华顿 GAAP（一般公认会计原则，下同）净利润从 0.6 亿美元增长到 7.1 亿美元，年均复合增长速度达到 12.6%。

图 20：奇华顿主营业务收入及增速



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

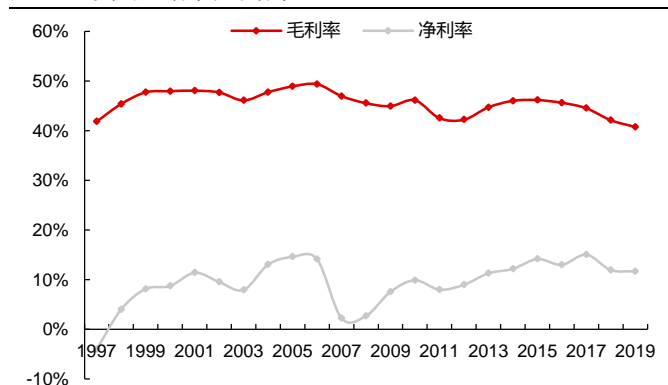
图 21：奇华顿 GAAP 净利润及增速



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

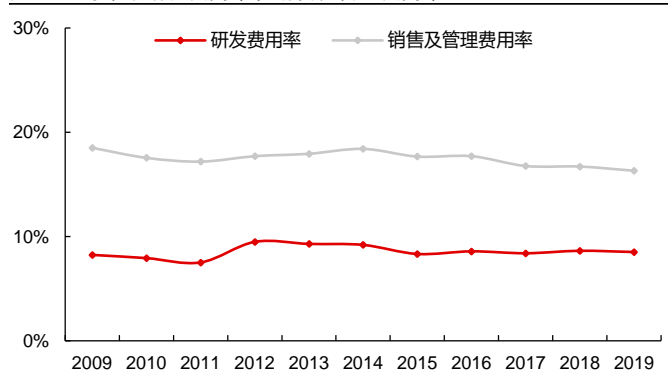
高研发投入打造高毛利率，近几年 ROE 逐步提升。奇华顿注重研发投入，研发费用率长期维持在 8% 以上。公司以研发开道，打造核心竞争优势，保障毛利率维持在 40% 以上，净利率维持在 10% 左右。在 2007 年并购奎斯特国际后，奇华顿在香精香料的行业龙头地位显著提升，市场份额显著增加，盈利能力逐步增强。2019 年，奇华顿 ROE 和 ROA 水平分别达到 19.8% 和 7.4%。

图 22：奇华顿毛利率及净利率



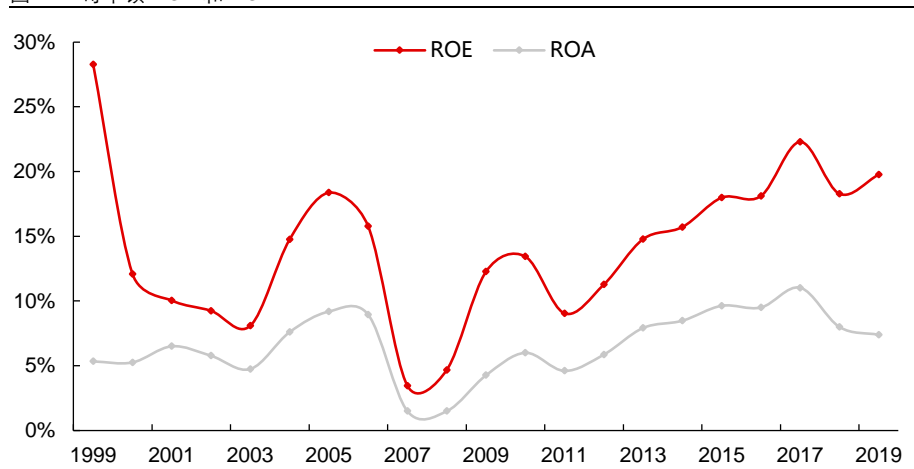
资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

图 23：奇华顿研发费用率及销售及管理费用率



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

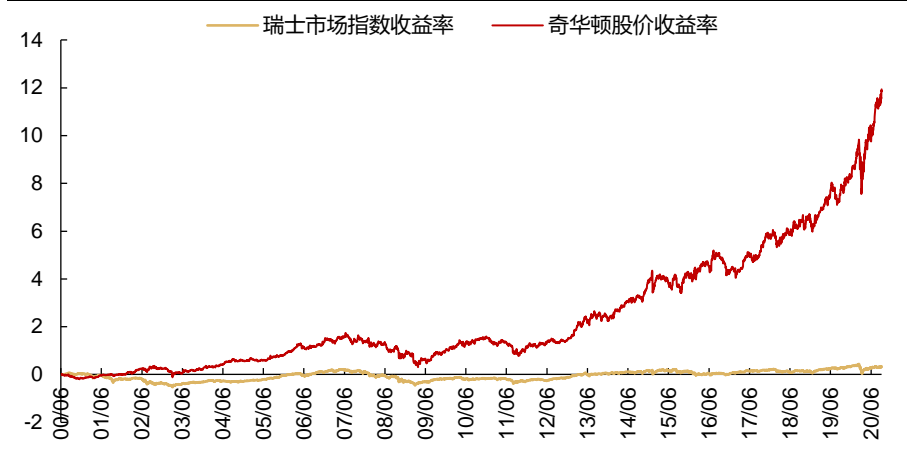
图 24：奇华顿 ROE 和 ROA



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

获取超额回报，市场表现优异。2000年6月8号到2020年9月11号，奇华顿股价收益率为1193.8%，远高于瑞士市场指数（SMI）收益率33.7%。奇华顿跳出周期波动，长周期获得超额收益。

图 25：奇华顿股价具有明显超额收益（2000/06/08-2020/09/11）

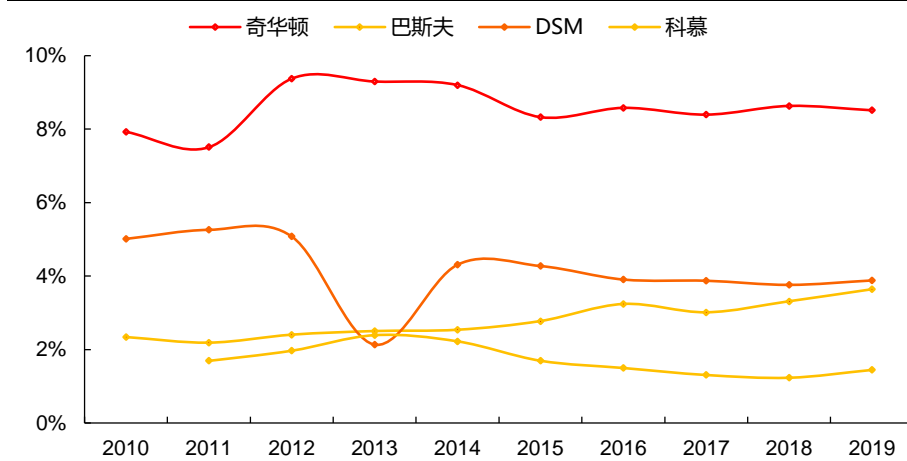


资料来源：Bloomberg，长江证券研究所 注：瑞士市场指数包含诺华、罗氏等知名公司，是瑞士最重要市场指数

成长解码：研发开道，多元一体化布局铸就全球巨头

产品差异化竞争，香精香料研发投入较高。相对于传统化工企业，奇华顿研发投入占比较高。奇华顿研发投入占营业总收入比例大概在8%左右，传统化工企业研发投入占营业总收入比例在2%到6%附近。**香精香料产品竞争具备高度差异化，产品内部更新换代较快，企业需要不断研发新产品和香精配方，满足市场不断变化的市场需求。**

图 26：奇华顿研发投入占比高于其他化工龙头企业



资料来源：Wind，长江证券研究所

精细布局多元香料产品。奇华顿最初布局大宗常用香精香料产品薄荷脑、香豆素等。1984年，奇华顿成功将柠檬醛商品化后，相关香精香料产品香茅醇、芳樟醇和 β -紫罗兰酮等层出不穷。1987年，奇华顿开始布局人造麝香、女贞醛等新品种产品。奇华顿在合成香料领域不断开拓，逐步衍生出多元化产品，保障竞争优势。

表 3：奇华顿香精香料商品化时间

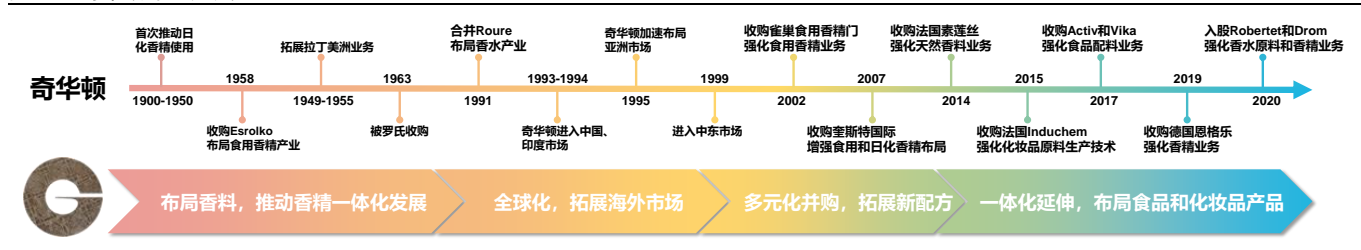
商品化时间	产品
1961	薄荷脑、乙酸香叶酯、香豆素、苯甲醛、桂醇、乙酸香叶酯
1984	柠檬醛、香茅醇、芳樟醇、叶醇、苯乙醇、甲基庚烯酮、β-紫罗兰酮
1987	橙花醇、女贞醛（1986）、丁香酚

资料来源：中国香精香料化妆品工业协会，长江证券研究所

内生外延，协同效应助力多元一体化发展。奇华顿内生外延的发展历程分为四个阶段：

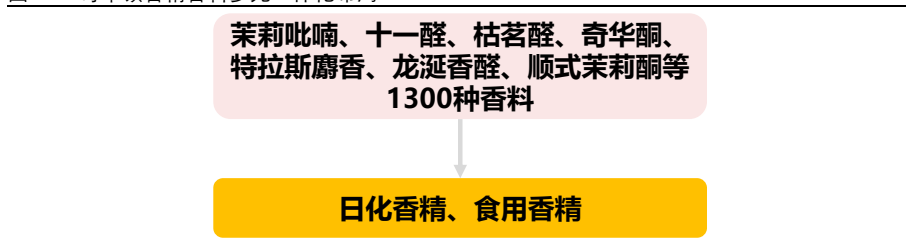
- 1963 年前，全球香精产品种类较少，应用领域较受限。公司内生外延布局新型香精，拓展香精产品下游应用领域，布局新型香料品种和香精香料一体化。奇华顿首次将香精产品用于日化领域，成功发掘了日化香精的广大市场，拓展新业务单元。
- 1963 年，奇华顿被罗氏集团收购，奇华顿在欧洲和美国布局较为完善。为了收获更多市场，奇华顿开始战略布局新兴市场，开拓南美、亚洲和中东市场，拓展公司全球化版图。1993 年到 1994 年，奇华顿进入中国和印度，1999 年进入中东市场。
- 2000 年，奇华顿从罗氏公司分拆出来独立经营，为了在激烈竞争的全球香精香料市场站稳脚跟，奇华顿开始深入多元化发展。奇华顿开始并购一系列相关标的，拓展新的业务单元。奇华顿收购雀巢食用香精部门、奎斯特国际和法国素莲丝等多家企业，加强布局在小吃、个人护理、女性精细化学品香精，充分迎合市场需求。
- 2015 年后，奇华顿全球霸主地位已经确立，为了保障全产业链竞争力，奇华顿继续向下游布局一体化产品，收购 Aktiv 和 Vika 和入股 Robertet 和 Drom，布局食品配料和香水业务，打开更加广阔市场空间。
- 目前，奇华顿已经形成香精香料多元一体化布局，构筑行业宽厚护城河。奇华顿常用香料种类超过 1300 种，包括奇华酮、特拉斯麝香、高顺式茉莉酮等产品。公司采用自备香原料制备相关香精产品，实现产业链多元一体化布局，构筑核心壁垒。

图 27：奇华顿外延发展史



资料来源：奇华顿官网，长江证券研究所

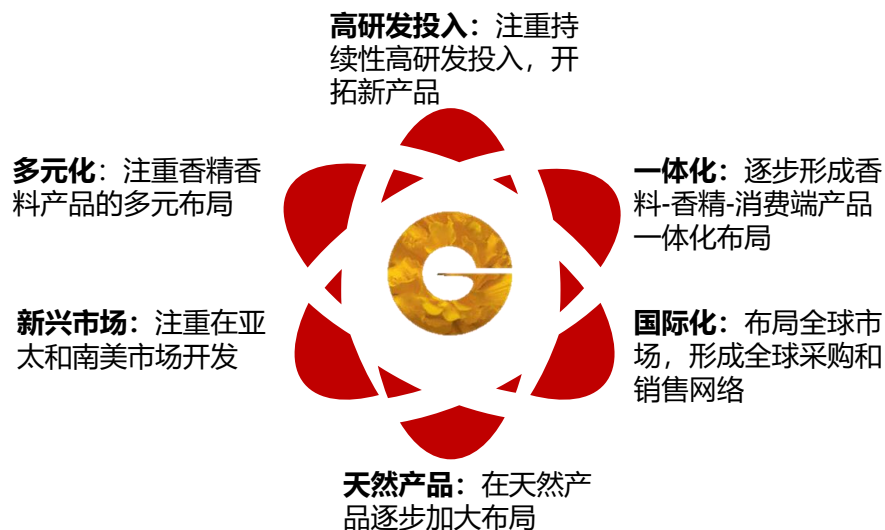
图 28：奇华顿香精香料多元一体化布局



资料来源：奇华顿官网，长江证券研究所

总结看，奇华顿在百年发展历程中，**注重研发开道，打造香精香料多元一体化布局**。战略上，奇华顿更加注重对**新兴市场开发**，加大对天然香精香料以及下游食品饮料和日化产品的延伸，在全球市场形成较为完善的布局。

图 29：奇华顿发展战略总结



资料来源：奇华顿官网，长江证券研究所

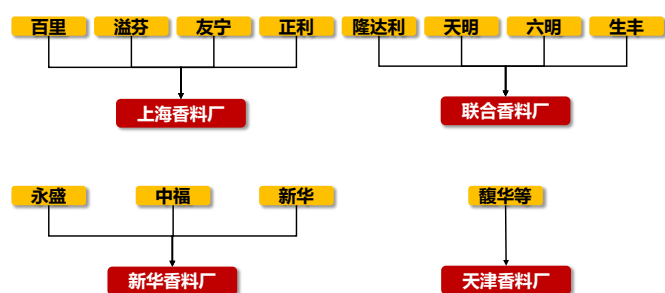
国内大观：乘风而上，龙头崛起的“黄金时代”

历史发展：行业快速成长，逐步走向国际化

我国合成香料工业起源于上世纪 50 年代，经过数十年发展我国合成香料工业已经成为世界香精香料市场重要的一环。我国香精香料产业历经起步、快速发展和国际竞争三个阶段。未来来看，随着国内有实力的化工龙头企业布局香精香料产业，我国香精香料产业有望从高速发展阶段步入高质量发展阶段，行业的需求有望迈入多元化阶段。

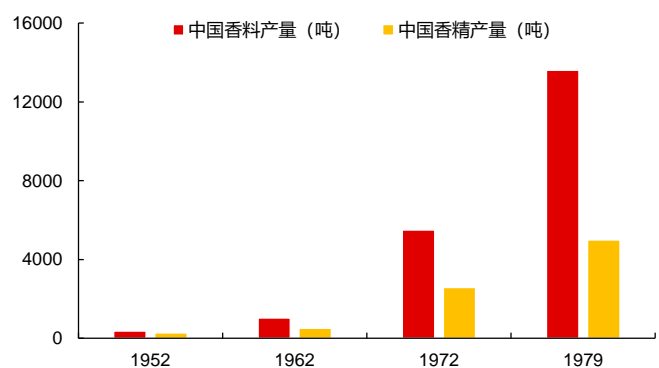
- **起步阶段（1950-1979）：**建国前，我国合成香料工业规模较小，当时主要是国内的香精厂（鉴臣、百里和嘉福）通过进口香料和香基，调配成香精出售。解放后，国内的小型香精香料企业纷纷设立和合并，形成了一个以上海及部分沿海城市为中心的合成香料工业群体。在此阶段，国内香精香料企业逐步尝试合成新型产品。到 50 年代末，我国合成香精香料品种已达百种，其中包括洋茉莉醛、二甲苯麝香、合成檀香、香兰素等产品。到 1979 年，我国香料产量已达 1.4 万吨，较 1952 年建国初期有大幅提升。此阶段我国合成香料工业由无到有，产量逐步增加，诞生了天津香料厂、上海香料厂和新华香料厂等初具规模的企业。

图 30：国内香精香料起步阶段企业间的整合



资料来源：中国香精香料工业协会，长江证券研究所

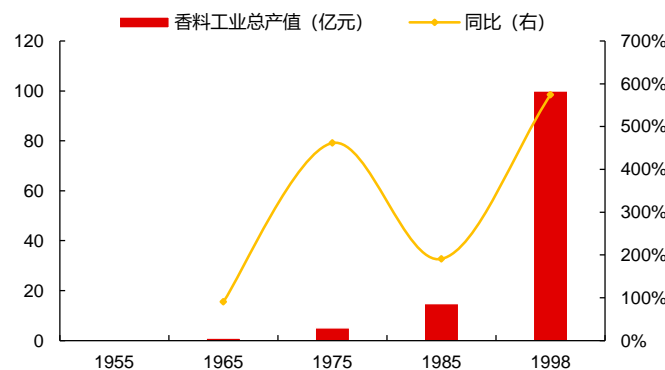
图 31：1952 年到 1979 年中国香精香料产量



资料来源：中国香精香料工业协会，长江证券研究所

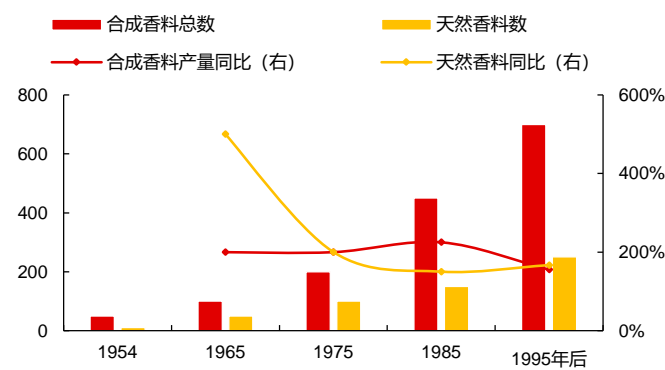
- **快速发展阶段（1980-1999）：**改革开放后，中国的合成香料工业进入快速发展阶段。此阶段，我国合成香精香料主体从国营企业逐步走向市场化，民间资本进入香料工业，促进香料工业进入爆发式增长阶段。同期，我国合成香料和天然香料种类数量快速扩张，新型合成香料如乙基麦芽酚、甲基紫罗兰酮、多环麝香、大环麝香等开始逐步涌现。

图 32：1955 年到 1998 年中国香料工业总产值爆发式增长



资料来源：中国香精香料工业协会，长江证券研究所

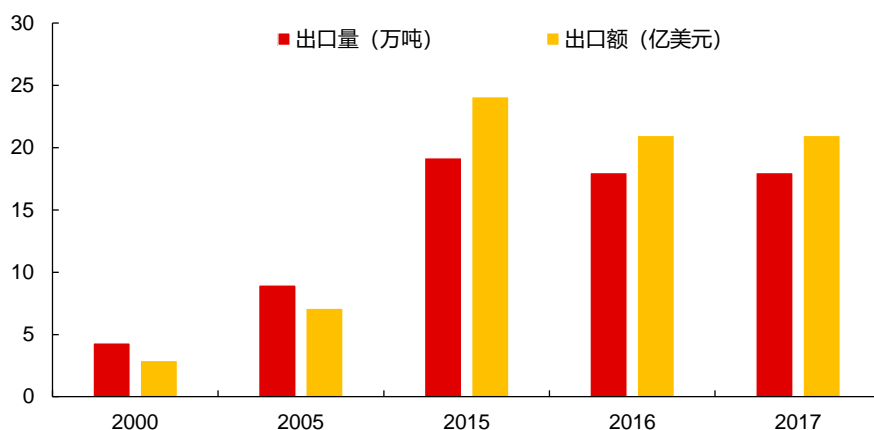
图 33：1954 年到 1995 年我国香料种类快速扩张



资料来源：中国香精香料化妆品工业协会，长江证券研究所

- **国际竞争阶段 (2000-至今)**: 新世纪以来, 我国化学合成工艺和分析仪器取得了较大突破, 香精香料产品质量进一步提升, 产品种类得到进一步丰富, 产量进一步扩大, 市场空间进一步释放。加入 WTO 后, 我国合成香料产业开始逐步参与国际市场竞争, 我国在合成 β -苯乙醇、苯甲醛、香草醛等香精香料产品建立起自身的竞争优势, 逐步由进口依赖转向为出口发展模式。此阶段, 中国在大宗香精香料产品形成一定成本优势, 在世界香精香料行业崭露头角。

图 34: 2000 年到 2017 年中国香料产品出口较多

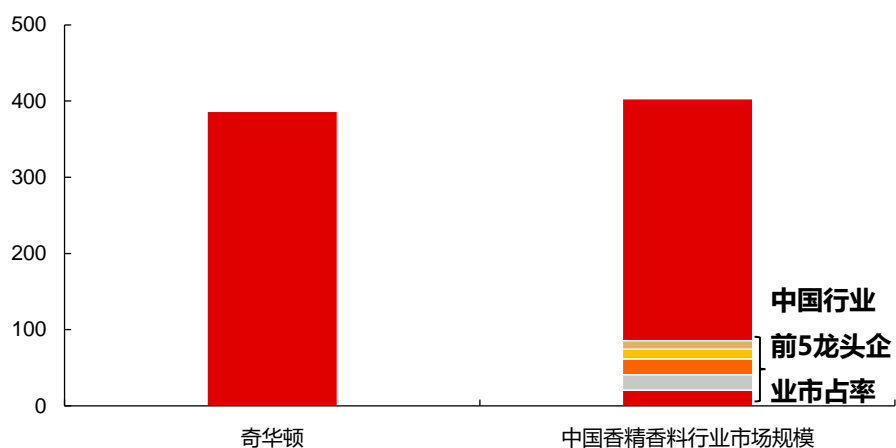


资料来源: 中国香精香料工业协会, 长江证券研究所

现状格局: 行业集中度较低, 企业平均规模尚小

行业平均规模较小, 盈利能力较弱。全球第一大香精香料企业奇华顿 2018 年营收为 386.3 亿元, 接近我国 2018 年香精香料市场规模 403.2 亿元。相对海外, 我国香精香料企业数量众多, 企业平均规模和盈利能力较弱。2016 年规模以上的企业有 300 多家, 平均资产规模仅 1.5 亿元, 平均营业收入仅 1.9 亿元, 规模以上企业盈利能力较弱, 资产规模较小。

图 35: 2018 年奇华顿营收规模和中国香精香料行业市场规模对比 (亿元)

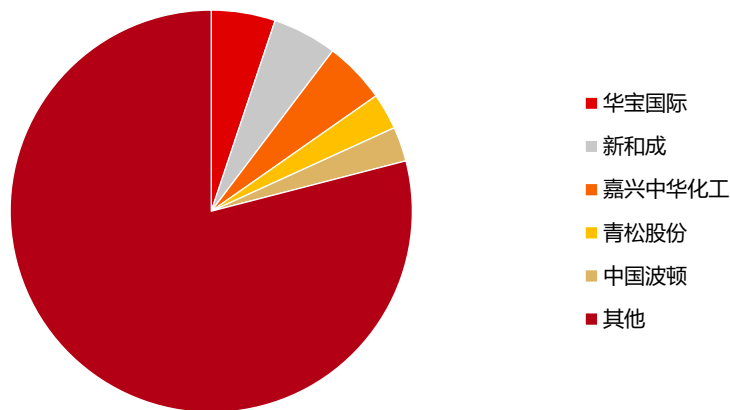


资料来源: Wind, Bloomberg, 长江证券研究所

行业供给集中度较低, 龙头具备较大提升空间。相较于国外, 我国香精香料行业集中度较低。2018 年, 我国香精香料行业 CR5 仅为 21.2% (采用营业收入前五的公司市场占比估算, 不考虑外资公司在中国市场份额), 与国外寡头垄断的格局相比集中度仍较低。

未来看，国内食品添加剂管控趋严、环保壁垒抬升以及国内消费升级驱动下，小型企业生存空间受到挤压，龙头市占率仍有较高提升空间。

图 36：2018 年中国香精香料行业供给格局



资料来源：各公司公告，各公司官网，长江证券研究所 注：嘉兴中华化工未上市，财务数据未披露，采用网站公告数据估算为 20 亿

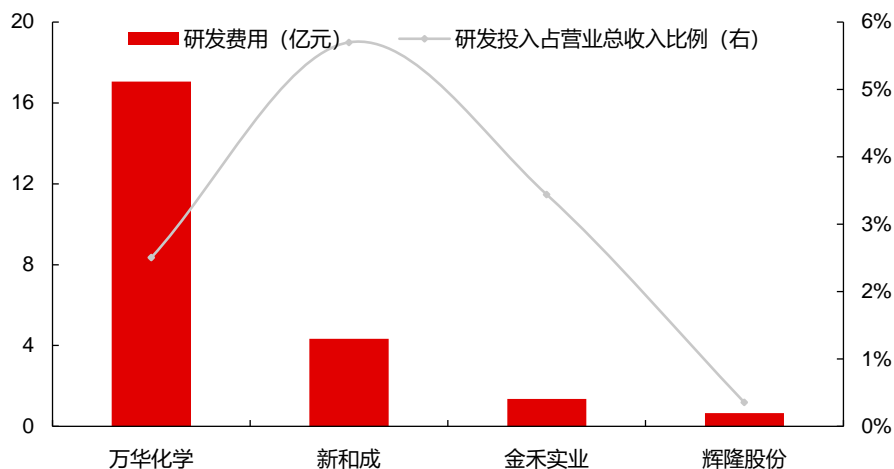
上篇报告详细阐述了三因共振刺激行业集中度提升趋势（行业的 β ）。未来看，产品端食品安全标准提升，生产端环保政策趋严和消费端市场需求升级，三个因素有望共同刺激行业竞争壁垒提升。小型企业由于质控技术、环保投资和新产品研发方面投入不足，将面临较大的竞争压力，有望逐步退出市场，未来中国香精香料行业集中度有望逐步提升。

探寻 α ：高研发投入+多元一体龙头有望掘金

在国内香精香料行业集中度提升背景下，龙头企业有望凭借自身多元一体化竞争优势，不断拓新，满足市场需求，提升市占率。下文将选取国内优质标的，寻求成功基因。

注重研发投入，布局内生增长动力。目前，万华化学、新和成和金禾实业在研发端布局较高，2019 年新和成、万华化学和金禾实业研发投入占营业总收入比例达到 5.7%、2.5% 和 3.4%。中国合成香料龙头企业在研发端投入增加，逐步拓展新的产品和合成工艺，打造多元一体化供应能力，形成企业核心竞争力。

图 37：国内主流企业研发投入情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

多元产品矩阵，提升消费粘性。目前国内合成香料企业中，新和成产品布局最完善，涵盖日化香精和食用香精原料中多个产品，差异化产品涵盖青草香、铃兰香、覆盆子香等多种香型，多元化产品结构能满足下游客户复配需求。万华化学布局日化香精原料β-苯乙醇和食用香精原料薄荷醇和柠檬醛，一定程度满足差异化布局。未来万华化学有望以柠檬醛为核心，拓展下游多个产品，进一步丰富产品结构。

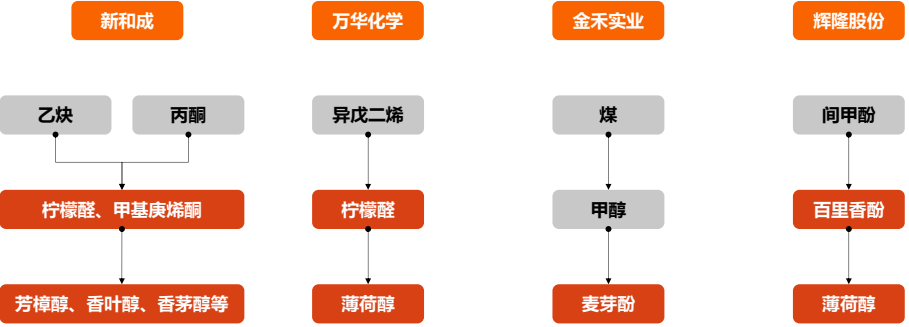
表 4：部分合成香料龙头产品矩阵

	新和成	万华化学	金禾实业	辉隆股份
日化香精原料	芳樟醇、香叶醇、香茅醇、铃香吡喃、二氢茉莉酮酸甲酯、 柠檬醛	β-苯乙醇、柠檬醛	佳乐麝香	
食用香精原料	香叶醇、α-甲基紫罗兰酮、柠檬醛、 薄荷醇 、覆盆子酮、 桃醛	薄荷醇、柠檬醛	麦芽酚	百里香酚、薄荷醇

资料来源：各公司环评文件，长江证券研究所 注：标红为公司规划产品

一体化布局，增强产业链竞争力。目前国内合成香料企业新和成、万华化学、金禾实业和辉隆股份均对原料一体化有所布局，能够降低生产成本，提升生产供应稳定性。新和成布局柠檬醛和甲基庚烯酮核心产品，万华化学布局柠檬醛，辉隆股份布局间甲酚产品。柠檬醛和间甲酚均具备较高的合成技术壁垒，能够提升企业竞争实力。国内合成香料企业在香精产品布局有限，未来若向下游布局香精产品，则有望进一步拓展产业链一体化完整度。

图 38：国内主流企业布局合成香料一体化



资料来源：各公司环评文件，长江证券研究所

投资建议：看好新和成、万华化学和金禾实业

建议关注国内龙头企业新和成、万华化学和金禾实业。行业层面，未来国内香精香料行业竞争壁垒逐步提升，小型企业面临退出市场风险，行业集中度有望提升，龙头企业市占率有望提升。

国内企业中，新和成是国内最大合成香料企业，多元布局柠檬醛、芳樟醇、香叶醇、甲基紫罗兰酮等多个产品，纵向一体化打通从丙酮、乙炔到合成香料产品布局，未来随着香精香料新产品投产，公司多元化产品结构得到进一步丰富，为未来插上成长双翼。

万华化学是国内合成香料龙头企业，战略谋划布局柠檬醛，有望以柠檬醛作为切入点，逐步拓展新型香料产品，塑造新增长点。

金禾实业是全球麦芽酚行业龙头，一体化供应确保公司成本领先，未来公司多元布局佳乐麝香，有望进一步丰富产品结构，强势向上。

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相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于市场

中 性： 相对表现与市场持平

看 淡： 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相对同期沪深 300 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 10%

增 持： 相对大盘涨幅在 5%~10% 之间

中 性： 相对大盘涨幅在 -5%~5% 之间

减 持： 相对大盘涨幅小于 -5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明： 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；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址：

上海

Add / 浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层

P.C / (200122)

武汉

Add / 武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼

P.C / (430015)

北京

Add / 西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层

P.C / (100032)

深圳

Add / 深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼

P.C / (518048)

分析师声明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

重要声明：

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供长江证券股份有限公司（以下简称：本公司）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

