



行业研究 | 深度报告 | 化工

德之馨复盘：全球香精香料巨头，风采矍铄 跨越百年

报告要点

德之馨（Symrise）是德国的一家百年香精香料龙头，最早可追溯到 1874 年成立的 Haarmann & Reimer。公司最初以合成香兰素、香豆素起家，布局薄荷醇等高端香料品种，目前在香水、香精配方等多个领域形成了多元业务，位列全球第四大香料公司。复盘公司发展历程，我们发现公司始终沿着多元化、一体化布局，不断进行研发投入保障未来成长，三大基因助力公司跨越百年。辉隆股份 2019 年并购海华科技后，纵向拓展间甲酚到薄荷酯一体化产业链，横向布局香芹酚、香兰素等产品，在研发端不断发力，有望逐步崛起成为中国的“德之馨”。

分析师及联系人



马太

SAC : S0490516100002

化工

德之馨复盘：全球香精香料巨头，风采矍铄跨越百年

德之馨：全球香精香料巨头，历经百年风采依旧

德之馨 (Symrise) 是来自德国的一家跨国香精香料龙头企业，其最早可追溯到 1874 年成立的 Haarmann&Reimer 公司。公司最初以合成香兰素、香豆素发家，逐步拓展大宗香料产品；1954 年后，公司从二战后艰难转型，借助拜耳集团的力量逐步深化研发投入，并布局包括薄荷醇等在内的高端香料品种；公司在 2003 年并购 Dragoco 香料公司，2006 年公司在法兰克福交易所上市后，并购 Diana、Piova、ADF 等公司进军香水、香精配方等多个领域，形成了多元化的业务结构，直面消费市场。公司目前产业布局包括香精香料、食物和化妆品原料，公司的客户涵盖香水、化妆品、食物和饮料、医药、膳食补充剂和宠物食物等客户。2021 年，公司实现营业收入 38.3 亿欧元，GAAP 净利润 3.7 亿欧元，跻身全球四大香精香料公司。

历史归因：三大基因，助力成长

复盘公司发展历程，我们发现公司始终沿着多元化、一体化布局，不断进行研发投入保障未来成长，三大基因助力公司跨越百年仍旧风采矍铄，终铸就全球香精香料行业一方霸主。**多元化：公司注重产品、市场和客户的多元化，增强对风险的抵御能力。**产品方面，公司目前已经布局超过 30000 种产品，产品由 10000 种原材料制成，充分多元化的产品结构能够满足行业需求。**地域方面**，公司足迹已经遍布全球超过 150 个国家，具备 4 个区域总部，生产销售基地遍布全球 40 多个国家和地区。**客户方面**，公司拥有超过 6000 名客户，包括家族企业、区域客户、折扣/自有品牌运营商、新品牌和在线企业以及全球参与者。**一体化：构筑成本竞争优势，实现跨越增长。**原料方面，公司同时布局天然和合成化工原料，保障核心产品供应稳定性；中间产品方面，公司布局天然提取物、功能性原料和混合物产品；终端市场上，公司布局了包括香水、香精产品直面消费端客户。垂直一体化的产业链保障了公司核心产品的供应稳定性，实现稳步扩张。**研发端：注重研发投入，保持高速增长。**德之馨始终注重保持高强度研发，引领未来行业变革，2017 年到 2021 年，公司研发投入从 2.0 亿欧元增长至 2021 年 2.2 亿欧元，年均复合增速达到 3.0%，2021 年研发费用率高达 5.8%，高于国内精细化工龙头，德之馨持续保持较高强度研发，助力公司获得源源不断的成长动力。

辉隆股份：中国香料龙头，未来成长可期

辉隆股份是国内农资+精细化工双龙头，2019 年并购海华科技后，纵向拓展间甲酚-百里香酚-薄荷醇-薄荷酯-薄荷酯一体化产业链，横向布局香芹酚、香兰素等产品研发，在研发端不断发力，有望逐步崛起成为中国的“德之馨”。**一体化方面**，公司精细化工业务布局粗酚-间甲酚-百里香酚-薄荷醇一体化产业链，竞争实力突出；农资板块布局工贸一体，增强农资业务盈利能力。**多元化方面**，公司精细化工布局间甲酚-薄荷醇、间/对甲酚-BHT 和邻甲酚-香芹酚三大产业链，竞争实力突出；公司同时横向延伸化妆品业务，目前已经推出“华韵”和“海兰提斯”两大品牌业务，直面消费端市场。**研发方面**，公司一方面借助外脑，加强校企战略合作签约暨博士后工作站成立，内部研发方面，公司布局香芹酚、百里香酚的应用技术和相关水溶肥等产品技术，有望保障公司项目稳步落地，实现稳步增长，铸就中国“德之馨”。

风险提示

- 1、新项目建设投产进度不及预期；
- 2、产品价格大幅下跌。

请阅读最后评级说明和重要声明

行业内重点公司推荐

公司代码	公司名称	投资评级
002556	辉隆股份	买入

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《风电兴起，哪些材料受益？》2022-08-08
- 《原油系列报告(十七)：以史为鉴，衰退期间油价怎么看？》2022-08-07
- 《吸附分离材料行业深度：多领域纵横，发展空间广阔》2022-07-31



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

德之馨：全球香料巨头，历经百年风采依旧	6
业务简介：跨越百年，风采矍铄	6
财务分析：收入利润稳步增长，重视研发投入	8
历史复盘：多元布局，铸就王者	10
1874-1931：以香兰素为核心，拓展大宗香料	10
1932-1953：二战后艰难重组，注入拜耳集团	10
1954-2003：布局高端香料，多元化布局海外业务	10
2004-2022：推进并购重组，稳固市场竞争力	11
历史归因：三大基因，助力成长	13
多元化：产品多元化抵御风险，地域多元化实现扩张	13
一体化：掌握核心成本优势，实现跨周期成长	14
研发端：以研发为核心，持续拓展新产品	16
辉隆股份：农资行业龙头，进军香料产业	20
一体化：布局多种工艺，生产稳定性较强	20
多元化：点亮未来成长之路，差异化多向出击	21
研发端：多向布局，未来可期	23

图表目录

图 1：德之馨的发展历史	6
图 2：德之馨的产业链布局	7
图 3：德之馨的事业部划分	7
图 4：德之馨的全球业务板块布局	8
图 5：德之馨营业总收入及同比增速	8
图 6：德之馨 GAAP 净利润及同比增速	8
图 7：德之馨销售毛利率和净利率	9
图 8：德之馨资产负债率	9
图 9：德之馨的收入分产品结构	9
图 10：德之馨的收入分地区结构	9
图 11：德之馨的研发费用率	9
图 12：德之馨和 IBM 合作的人工智能开发香水系统 Philyra 2.0	9
图 13：德之馨的大宗香料时代	10
图 14：德之馨的高端香料时代	11
图 15：德之馨的并购扩张时代	12
图 16：德之馨历史复盘	12
图 17：德之馨的产品多元化	13
图 18：2021 年德之馨的地域多元化	14
图 19：德之馨的投资情况	14

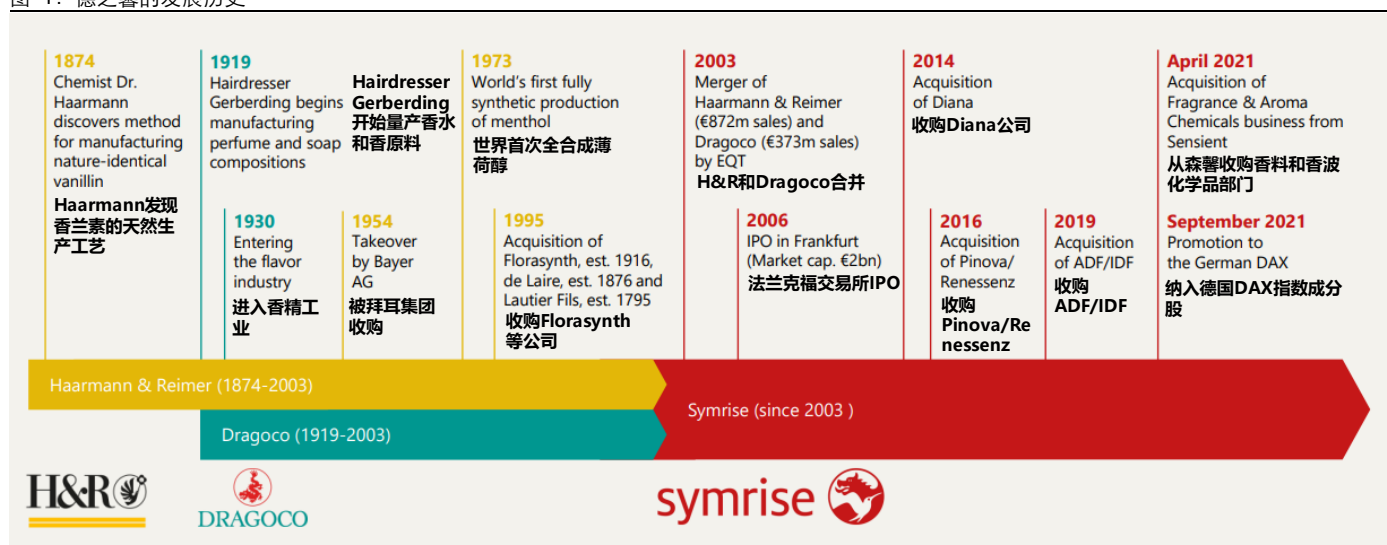
图 20: 德之馨的人员构成	14
图 21: 德之馨的产业链一体化布局	15
图 22: 德之馨的薄荷醇/薄荷酯一体化产业链	15
图 23: 德之馨的薄荷醇制品	15
图 24: 德之馨的松节油一体化产业链	16
图 25: 德之馨的柠檬烯一体化产业链	16
图 26: 德之馨的研发投入不断增长	17
图 27: 德之馨研发支出占比较高	18
图 28: 德之馨的研发成果多元	18
图 29: 公司布局氯化甲苯水解制间甲酚工艺	21
图 30: 公司布局粗酚分离制间甲酚工艺	21
图 31: 公司布局薄荷醇一体化产业链	21
图 32: 辉隆股份多元业务布局	22
图 33: 辉隆股份精细化工多元布局	22
图 34: 辉隆股份延伸至化妆品业务	23
图 35: 辉隆股份研发投入情况	23
图 36: 海华科技外聘专家	24
表 1: 德之馨部分在研项目和合作情况	17
表 2: 公司主要产品产能情况	20
表 3: 公司化肥农药产业布局	21
表 4: 辉隆股份技术布局	24

德之馨：全球香料巨头，历经百年风采依旧

业务简介：跨越百年，风采矍铄

全球香料行业巨头，历经百年，风采矍铄。德之馨是来自德国的一家跨国香精香料龙头企业，其最早可追溯到 1874 年成立的 Haarmann&Reimer 公司。公司最初以合成香兰素、香豆素和薄荷醇起家，逐步布局香精产品，在 2003 年并购 Dragoco 香料公司，成为全球最大的香精香料和营养品公司之一。2006 年，公司在法兰克福交易所上市后，并购 Diana、Piova、ADF 等公司进军香水、香精配方等多个领域，形成了多元化的业务结构。

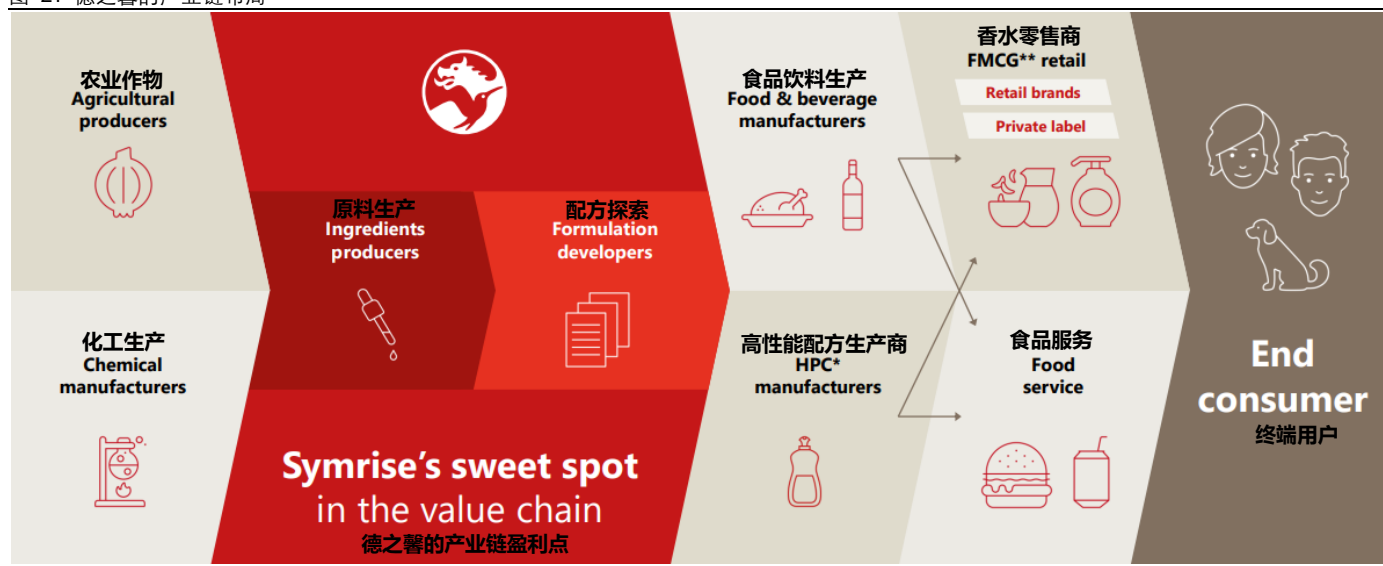
图 1：德之馨的发展历史



资料来源：德之馨公司官网，长江证券研究所

业务结构多元，涵盖客户广泛。德之馨目前产业布局包括香精香料、食物和化妆品原料，公司的客户涵盖香水、化妆品、食物和饮料、医药、膳食补充剂和宠物食物等客户。德之馨同时采取天然化合物原料和化学合成工艺制备产品，在香精香料制备领域积攒了丰富的经验，形成了核心竞争优势。

图 2：德之馨的产业链布局



资料来源：德之馨公司官网，长江证券研究所

两大主业并进，共筑全球香料巨头。德之馨（Symrise）是全球香精香料领域巨头，目前生产 34000 种产品。经过数百年发展，公司目前形成了“**营养与健康**”和“**香氛与护理**”两大事业部。其中，营养与健康事业部涵盖食物和饮料、宠物食品、水产饲料、益生菌四大业务板块，香氛与护理事业部涵盖香精、化妆品原料和芳香分子三大业务板块。

图 3：德之馨的事业部划分

营养与健康 Taste, Nutrition & Health €2,335m (61%)*				香氛与护理 Scent & Care €1,491 (39%)*		
食品饮料 Food & Beverage	宠物食品 Pet Food	水产饲料 Aqua Feed	益生菌 Probi**	香料 Fragrance	化妆品原料 Cosmetic Ingredients	日化分子 Aroma Molecules
Beverages 饮料	Pet Palatability 宠物食品适配剂	Aqua Feed Palatability 水产饲料适配剂	Probiotics 益生菌	Fine Fragrances 香水香料	Active Ingredients 活性原料	Fragrance Ingredients 香料原料
Sweet 甜味剂	Pet Nutrition 宠物营养食品			Consumer Fragrances 消费者香原料	Sun Protection 防晒产品	Menthol 薄荷醇
Savory 酸味剂	Pet Food Protection 宠物保护食品			Oral Care 口腔护理	Botanicals 植物产品	
Naturals 天然成分	Veterinary 兽保食品				Colors 颜料产品	

资料来源：德之馨公司官网，长江证券研究所

布局全球，高度国际化。德之馨总部位于德国霍尔茨明登，同时在美国新泽西、巴西圣保罗和新加坡有区域性总部，生产基地遍布德国、法国、马达加斯加、巴西、墨西哥、新加坡、中国、印度、日本和美国，方便因地制宜获取当地的香原料。

图 4：德之馨的全球业务板块布局

Symrise sites

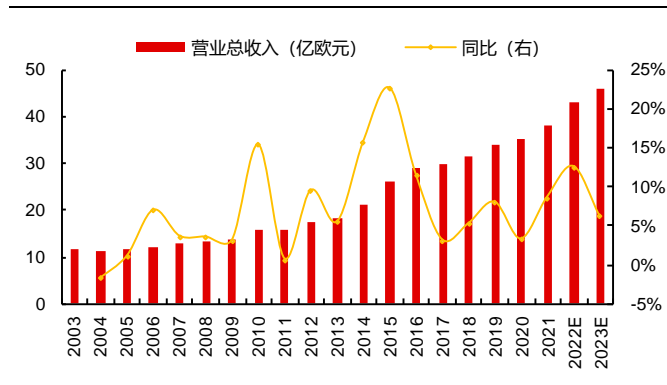


资料来源：德之馨公司官网，长江证券研究所

财务分析：收入利润稳步增长，重视研发投入

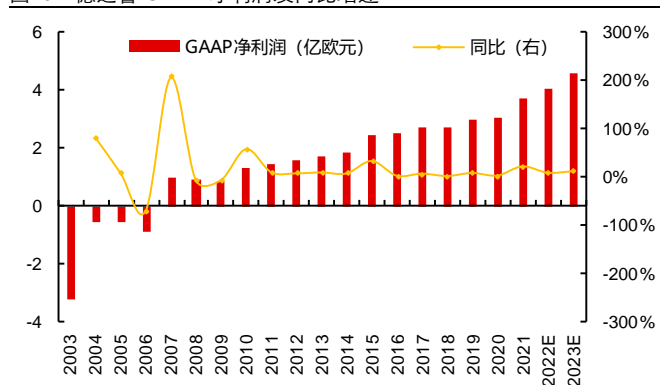
收入利润保持稳步增长。2003 年，H&R 和 Dragoco 合并成德之馨后，公司收入和利润实现稳步增长，从 2007 年首个上市年度到 2021 年，公司收入从 12.7 亿欧元增长到 38.3 亿欧元，年均复合增速达到 8.2%，GAAP 净利润从 1.0 亿欧元增长至 3.7 亿欧元，年均复合增速达到 10.1%。上市以后，公司一方面通过内生研发实现业务扩张，另一方面通过并购实现横向拓展，保障稳步增长。

图 5：德之馨营业总收入及同比增速



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

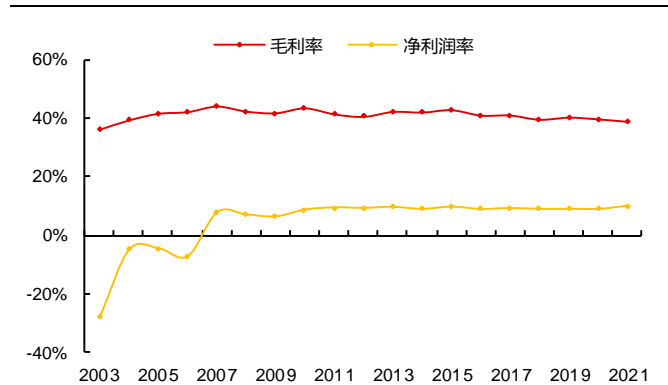
图 6：德之馨 GAAP 净利润及同比增速



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

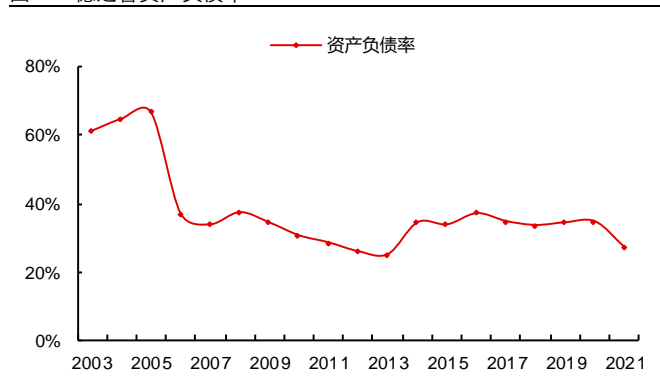
盈利能力维持稳定，负债率大幅降低。公司具备较强市场支配地位，竞争实力较强，毛利率始终维持在 35%以上，净利率维持在 9%附近。并购后，公司大幅压缩负债，资产负债率从 2003 年 61.4%降低至 2021 年 27.2%，财务费用也相应得到压缩。

图 7：德之馨销售毛利率和净利率



资料来源：Bloomberg, 长江证券研究所

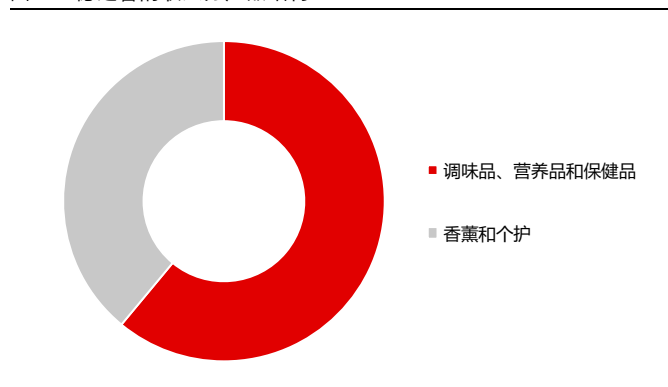
图 8：德之馨资产负债率



资料来源：Bloomberg, 长江证券研究所

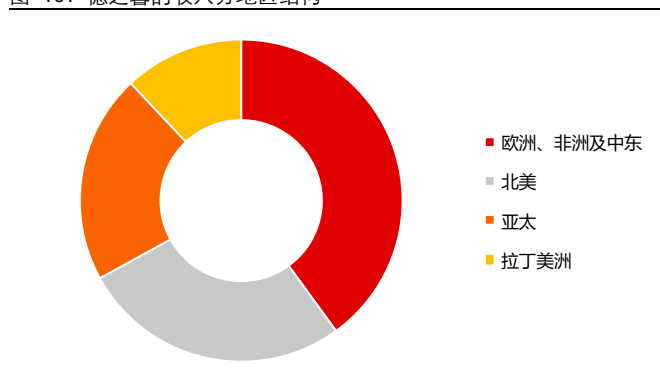
调味品应用构筑主要需求，EAME 构筑主要市场。从产品架构看，第一大主营业收入来自调味品、营养品和保健品应用产品的销售；从地区分布角度看，公司目前全球化布局，EAME 地区贡献了 40.0%的收入。

图 9：德之馨的收入分产品结构



资料来源：Bloomberg, 长江证券研究所

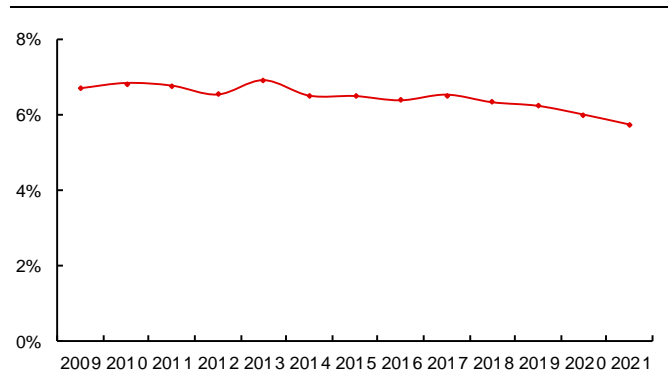
图 10：德之馨的收入分地区结构



资料来源：Bloomberg, 长江证券研究所

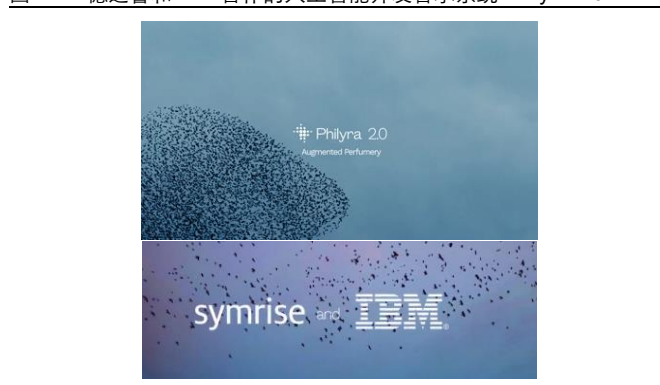
注重研发投入，布局新一代技术。公司始终保持较高研发投入，研发费用率常年维持在 6%左右，支撑对新产品探索，公司和 IBM 合作，布局 Philra 2.0 谋划人工智能调香，提升研发平台效率，有望促进未来发展。

图 11：德之馨的研发费用率



资料来源：Bloomberg, 长江证券研究所

图 12：德之馨和 IBM 合作的人工智能开发香水系统 Philrya 2.0



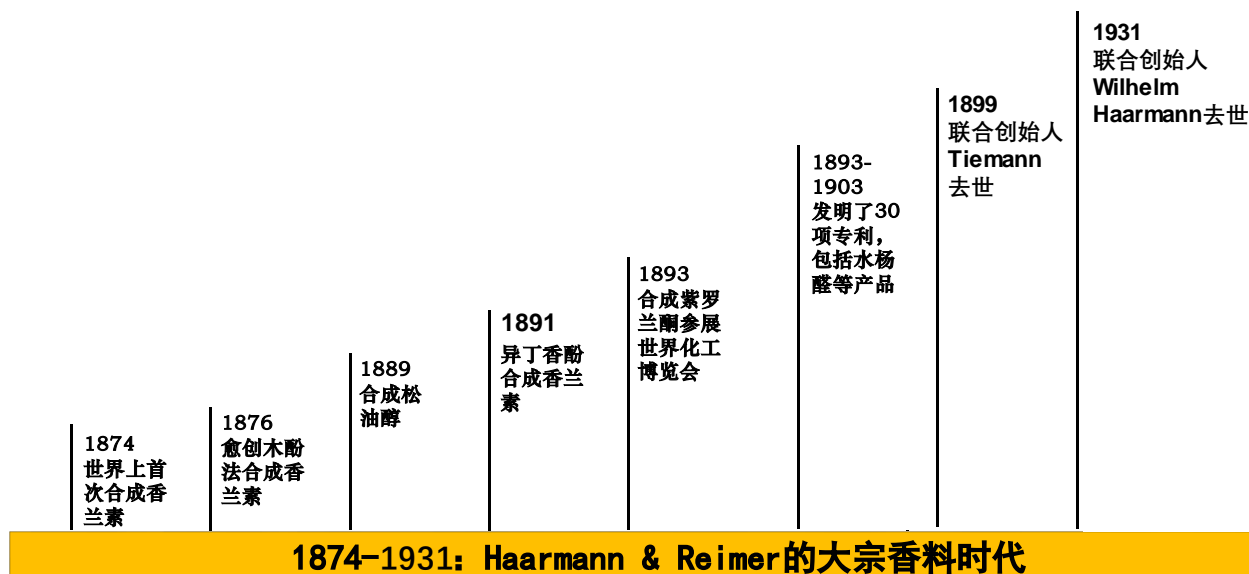
资料来源：德之馨官网, 长江证券研究所

历史复盘：多元布局，铸就王者

1874-1931：以香兰素为核心，拓展大宗香料

实现香兰素量产，不断拓展大宗香料。德之馨最早可以追溯为德国成立的 Haarmann & Reimer Vanillin Fabrik (H&R) 公司，公司最初以合成香兰素见长，逐步布局松油醇、香豆素、香草醛等烯萜类香料，产品结构逐步多元，逐步成长为欧洲香料的供应商龙头。

图 13：德之馨的大宗香料时代



资料来源：德之馨公司官网，长江证券研究所

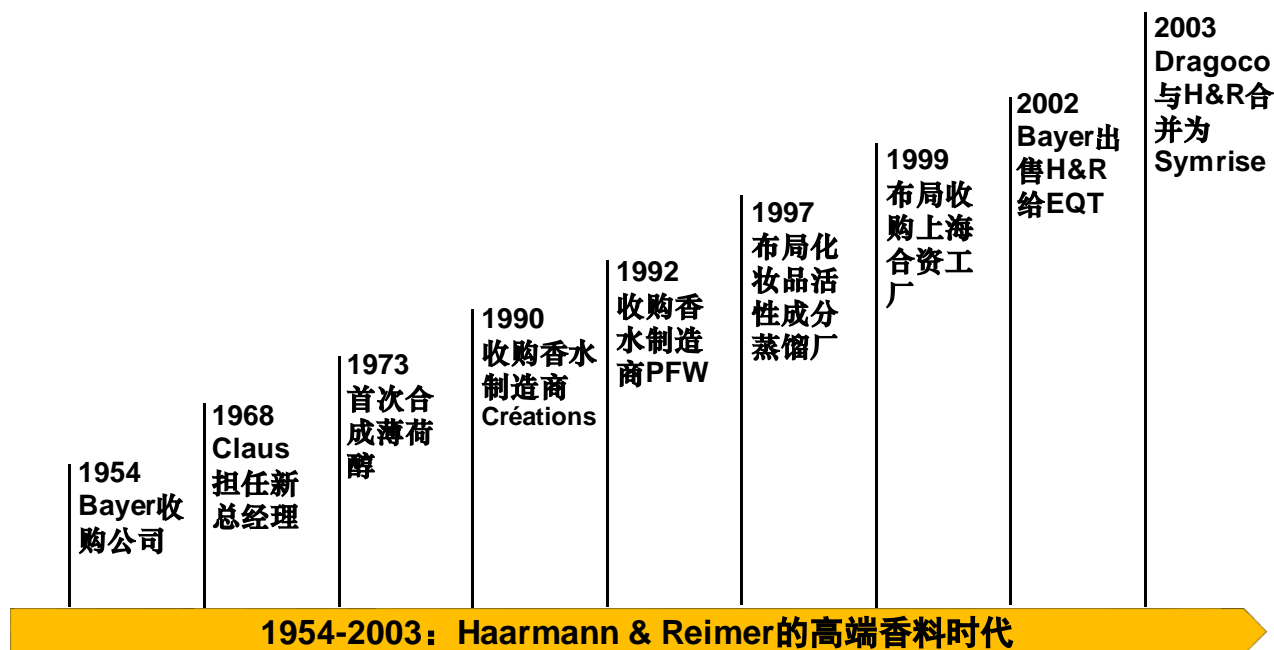
1932-1953：二战后艰难重组，注入拜耳集团

二战后艰难重建，核心技术助力翻身。二十世纪四十年代，由于战争爆发影响，H&R 失去了所有的国外投资，生产和经营面临巨大的挑战。二战结束后，H&R 开始了艰难的重建之路，员工数一度下降到 86 人。1953 年，公司总经理 Rudolf Groger 主推公司成熟的合成香料工艺和优异的研发传统，最终找到了德国化工巨头 Bayer 集团的投资。1953 年公司员工数达到 260 名，实现了 500 万马克的销售额，并且出口比例达到 17%。至此，H&R 在二战的不利影响下成功存活并开始重建，背靠 Bayer 集团，致力于成为世界级的香料生产和供应商。

1954-2003：布局高端香料，多元化布局海外业务

拓展海外市场，布局高端香料和一体化。1954 年，H&R 被 Bayer AG 收购，开始发展海外业务，子公司遍布墨西哥、巴西、英国、南亚、法国、西班牙等。同时公司也在拓展高端香料业务，1973 年，H&R 成功生产了世界上第一个全合成薄荷醇，进一步丰富了产品结构，满足差异化需求，提升客户粘性。H&R 向外延申布局多元化，二十世纪九十年代收购了香料生产商 Créations Aromatiques、Florasynth 和 PFW 的香水业务，纵向拓展香水，保障一体化产业布局。2003 年，H&R 和香水巨头 Dragoco 合并成立德之馨，一举成为世界香精香料行业四大龙头之一，铸就全球香精香料王者。

图 14：德之馨的高端香料时代



资料来源：德之馨官网，长江证券研究所

2004-2022：推进并购重组，稳固市场竞争力

香料香精一体化，主打天然香料高端市场。二十一世纪初，德之馨以大宗香料产品的成本优势战略锁定了市场，开始逐步在高端香料领域主打“天然”。2005年，德之馨整合了 French-Malagasy 公司，拓展天然香兰素业务，完善了香兰素产业链。2013年，德之馨收购美国香料生产商 Belmay，将业务延申至个人护理、航空护理等细分领域。2014年，德之馨又收购了主营天然功能性食品、宠物食品、适口性增强剂的 Diana 公司，开始布局宠物食品行业。此外，公司还扩大了对薄荷醇下游的整合，包括一些和薄荷醇基产品相关的特种冷却物质。2016年，公司完成了对美国 Rennesenz 公司的收购，进一步提升芳香分子业务多元化。21世纪的一系列并购助力德之馨进入多个细分市场和地区，成为全球性的香精香料行业龙头。

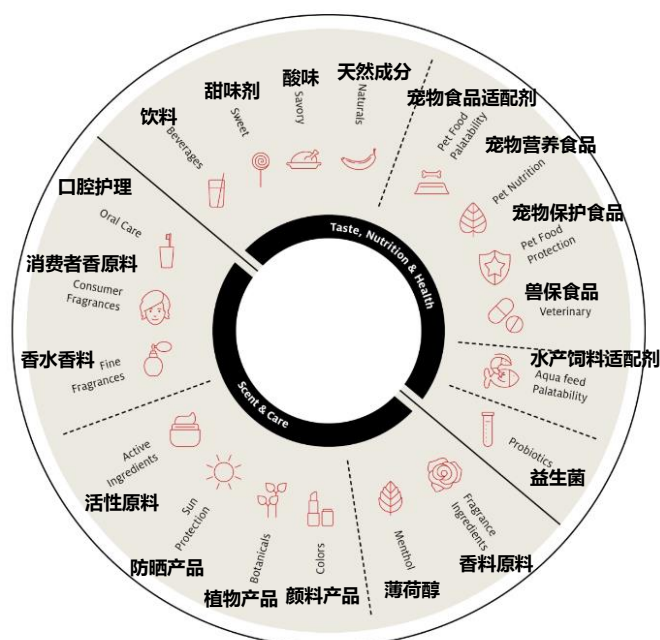
历史归因：三大基因，助力成长

复盘公司发展历程，我们发现公司始终沿着多元化、一体化布局，不断进行研发投入保障未来成长，三大基因助力公司跨越百年仍旧风采矍铄，终铸就全球香精香料行业一方霸主。

多元化：产品多元化抵御风险，地域多元化实现扩张

布局市场多元化，促进未来发展。德之馨充分考虑产品和市场的多元化，布局包括饮食、香水、化妆品、宠物食物和畜牧食物等多种产品，产品需求横跨天然产品和合成产品，同时公司也在积极布局发酵产品。多样化的产品序列能够保障公司经营稳定性，并且持续成长。公司目前已经布局超过 30000 种产品，产品由 10000 种原材料制成，充分多元化的产品结构能够满足行业需求。

图 17：德之馨的产品多元化

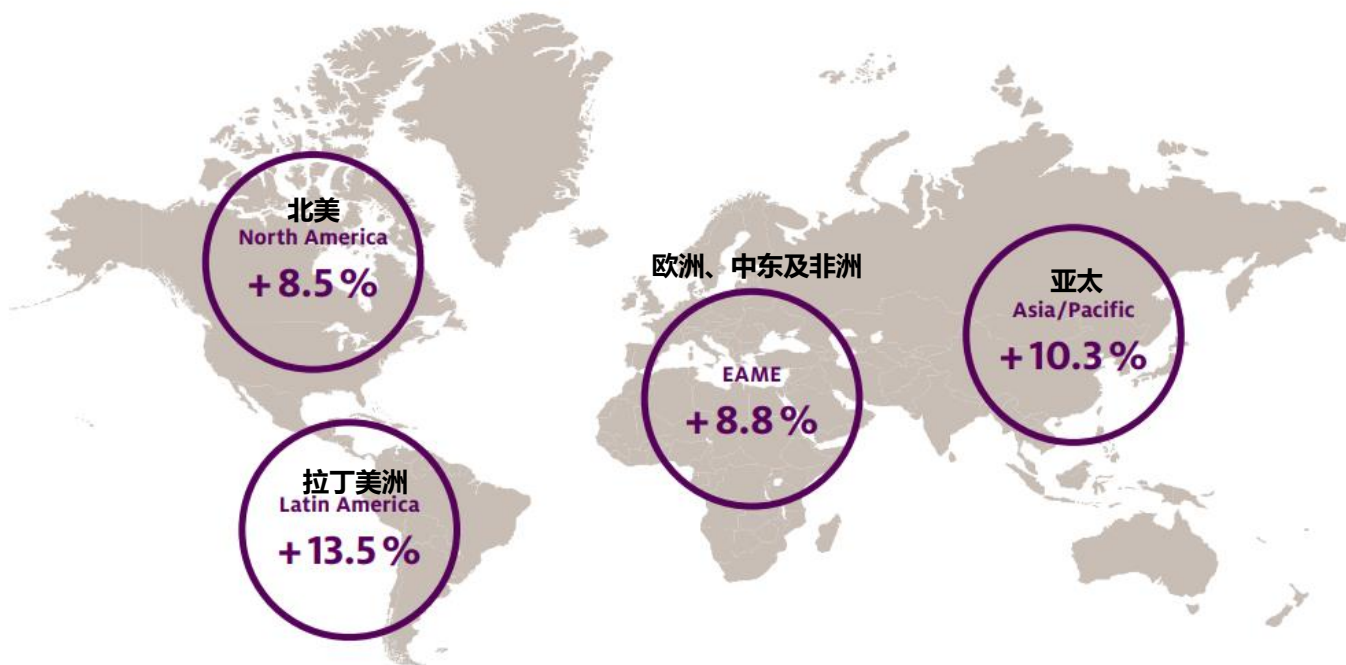


资料来源：德之馨公司官网，长江证券研究所

布局地域多元化，把握持续增长动力。公司生产和销售基地布局全球，目前看公司在欧洲、中东、非洲、美洲、亚太等地布局生产和销售基地，一方面能够平抑单个地域需求波动对收入影响，另一方面可以全球各地收集天然香原料产品，铸就核心供应链竞争力。目前，公司足迹已经遍布全球超过 150 个国家，具备 4 个区域总部，遍布全球 40 多个国家和地区。公司拥有超过 6000 名客户，包括家族企业、区域客户、折扣/自有品牌运营商、新品牌和在线企业以及全球参与者，没有一个客户占公司收入的 5%以上，充分降低了单一客户对公司运营的风险。

图 18: 2021 年德之馨的地域多元化

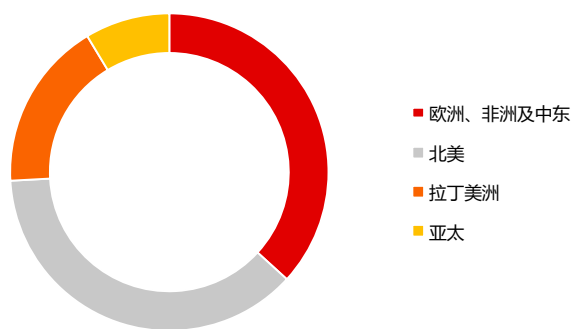
Development in the regions
(organic sales growth)



资料来源：德之馨公司官网，长江证券研究所

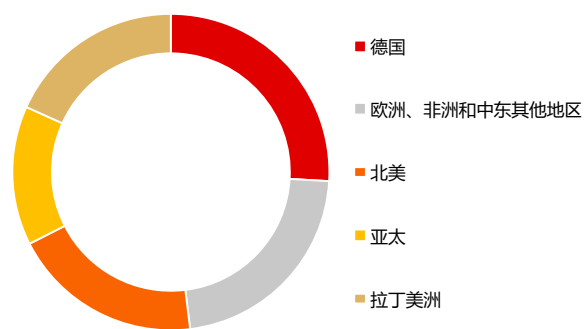
布局多样化研发和销售。公司布局多样化投资，同时公司的雇员布局在全球，充分多元化的人员构成让公司具备更强的地域特色，网罗全球各地优秀人才和技术，巩固公司护城河。

图 19: 德之馨的投资情况



资料来源：德之馨公司官网，长江证券研究所

图 20: 德之馨的人员构成



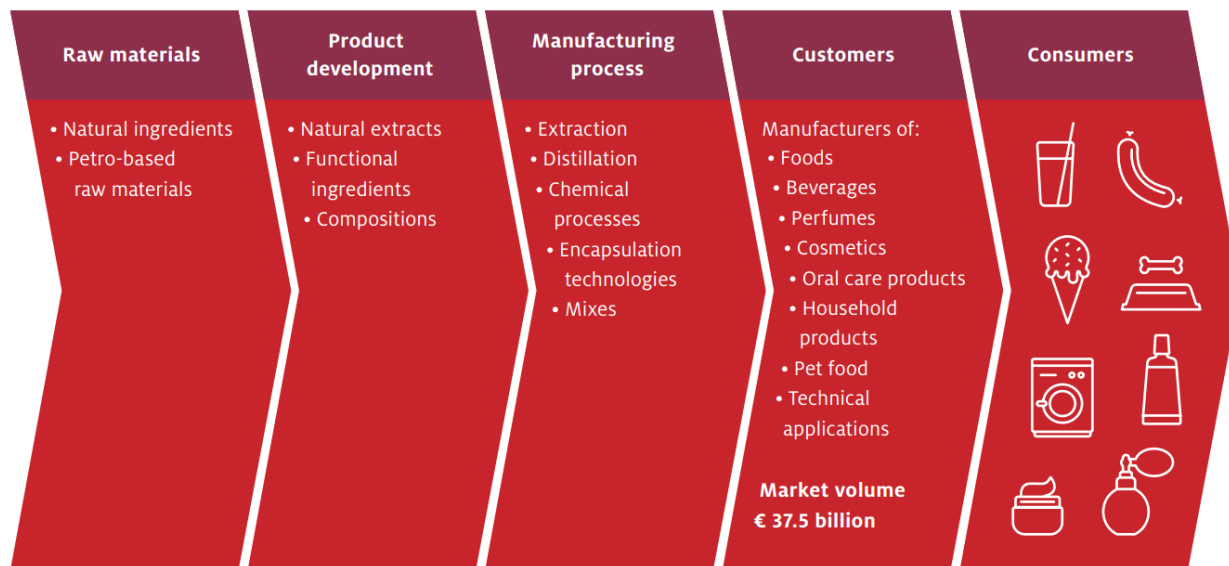
资料来源：德之馨公司官网，长江证券研究所

一体化：掌握核心成本优势，实现跨周期成长

布局一体化产业链，构筑成本竞争优势。公司同时布局天然和合成化工原料，保障核心产品供应稳定性，同时布局天然提取物、功能性原料和混合物产品，并且在终端布局了

包括香水、香精产品直面消费端客户。垂直一体化的产业链保障了公司核心产品的供应稳定性，实现稳步扩张。

图 21：德之馨的产业链一体化布局



资料来源：德之馨公司官网，长江证券研究所

以公司产品薄荷醇为例，公司布局终端一体化，收获高附加值市场。公司布局从间甲酚-百里香酚-薄荷醇-薄荷酯一体化产业链，公司纵向发展占据产业链多个环节，可以实现百里香酚、薄荷醇和薄荷酯的外售，降低经营风险。同时，薄荷酯的产品附加价值较薄荷醇有明显提升，公司布局薄荷酯实现高附加值产品的布局，盈利能力增强。

图 22：德之馨的薄荷醇/薄荷酯一体化产业链



资料来源：德之馨公司官网，长江证券研究所

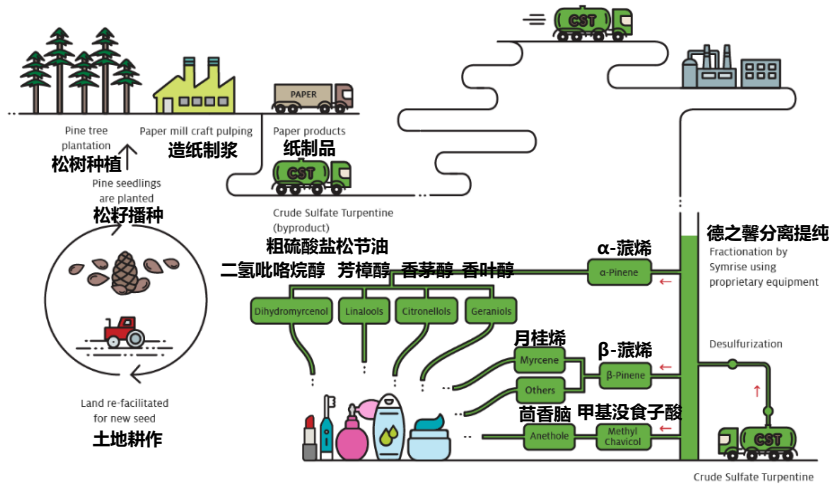
图 23：德之馨的薄荷醇制品



资料来源：德之馨公司官网，长江证券研究所

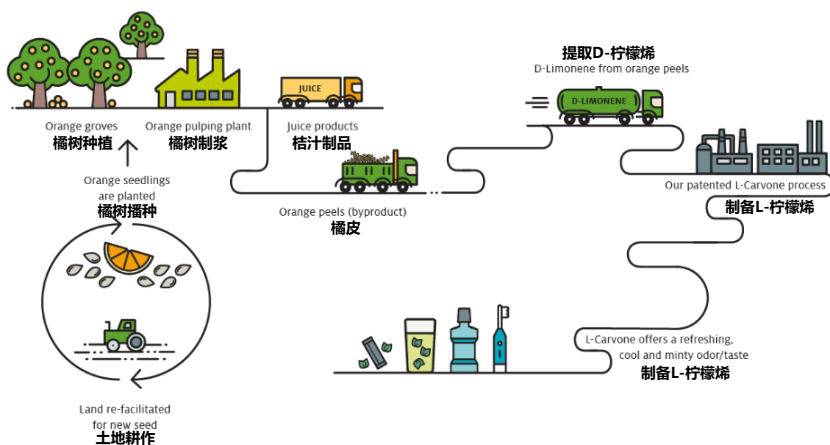
布局天然香原料一体化，差异化能力增强。公司布局核心天然香原料-香料-香精一体化，公司从天然的松节油中提取出烯萜类物质，通过化学加工形成不同的香料品种，在经过香料的复配形成香精。公司充分利用天然香原料的资源，布局香料香精一体化，构筑可循环产业链并且减少废弃物排放，增强盈利能力。

图 24：德之馨的松节油一体化产业链



资料来源：德之馨官网，长江证券研究所

图 25：德之馨的柠檬烯一体化产业链



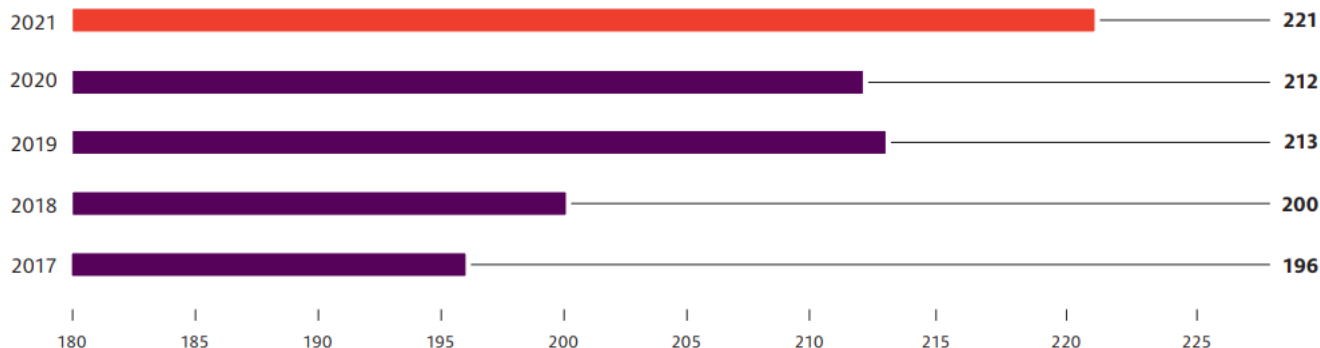
资料来源：德之馨官网，长江证券研究所

研发端：以研发为核心，持续拓展新产品

注重研发投入，研发支出持续增长。2017 年到 2021 年，公司研发投入从 2.0 亿欧元增长至 2021 年 2.2 亿欧元，年均复合增速达到 3.0%。公司稳健增长的研发投入，持续保障公司在新产品的开拓，助力获得源源不断的成长动力。

图 26: 德之馨的研发投入不断增长

R & D expenses 2017–2021 in € million



资料来源: 德之馨公司官网, 长江证券研究所

注重外部合作, 强强联合主力拓展。德之馨参与了由德国联邦教育和研究部 (BMBF)、德国联邦经济部 (BMWi)、食品工业研究小组 (FEI) / 工业研究工作组 (AiF)、欧洲花生联盟 (EU, 地平线 2020) 等支持的众多科研项目, 主要针对可持续性、植物原材料、建植物培养和育种、植物蛋白质的开发等领域均有所布局。

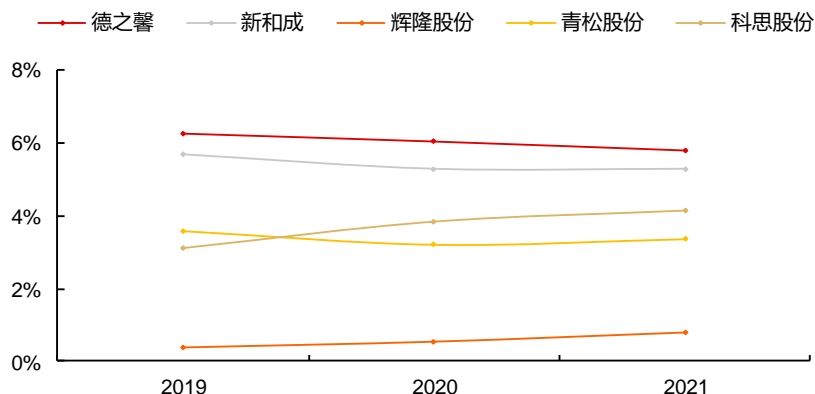
表 1: 德之馨部分在研项目和合作情况

合作伙伴	合作项目
维也纳大学味觉研究中心	系统研究甜味物质的物理、化学和生理特性
Sweeta (波恩大学、奥斯纳布吕克应用科学大学、埃尔福特应用科学大学等)	甜味调味品植物原料的培育和育种
Synbio4flav(雷夫斯瓦尔德大学等)	黄酮类化合物共发酵工艺
RapeQ (慕尼黑技术大学等)	通过育种、加工掩蔽改善菜籽蛋白的味道
肉类替代品的口味优化 (瓦格宁根大学等)	肉类替代品的风味改良
Pulses (瓦赫宁根大学等等)	改善豆类蛋白质的味道
伦敦国王学院	苹果提取物多酚
柏林工业大学	新材料和工艺, 以及生物活性成分封装

资料来源: 德之馨公司官网, 长江证券研究所

注重研发投入, 为未来注入确定性。相较于国内香精香料主流公司, 德之馨更注重研发, 研发投入占比更高。

图 27：德之馨研发支出占比较高



资料来源：德之馨官网，Wind，长江证券研究所

多元研发布局，整合技术储备。公司正在打破风味和香味之间的传统壁垒，寻求开创新一代解决方案，立足于美容产品、宠物产品、天然香料、水产食品等多个领域，广泛的专业知识不仅涉及跨部门网络，汇集了来自学术界和更广泛行业的一些最优秀的人才，持续拓展未来边界。

图 28：德之馨的研发成果多元



资料来源：德之馨公司官网，长江证券研究所

公司在百年历程中，穿越周期，持续成长，主要归功于以下三点能力：

- **多元化：“东边不亮西边亮”。**公司不断追求多元化开拓，寻找多元产品业务，衍生出食品添加剂、宠物食品添加剂、化妆品原料、益生菌等多种系列产品，同时不断开拓地域和人员的多元化，有助于降低经营风险。
- **一体化：塑造成本竞争力。**公司深入拓展产业链一体化布局，布局从基础化工原料或者天然香原料到终端香精产品和消费品一体化布局，增强了公司的盈利能力，保障了公司生产经营的稳定性，打造起显著的成本竞争力。
- **高研发投入：持续获得更新动力。**公司注重保持较高的研发投入，支撑新项目的开拓，满足未来成长需求。

它山之石可以攻玉，我们发现部分国内香精香料公司仍具备以上成功基因，下文将介绍辉隆股份。公司沿着间甲酚-百里香酚-薄荷醇-薄荷酯横纵向一体化布局，未来有望实现高速增长，在国际香精香料行业崭露头角。

辉隆股份：农资行业龙头，进军香料产业

农资龙头进军香料，未来成长可期。辉隆股份是国内农资+精细化工双龙头，农资板块现金流丰厚，盈利能力有望抬升；精细化工板块盈利能力较强，成长动力十足，多元并进引领公司未来发展。公司市场终端已经延伸至化肥农药、食品饮料、日化香水和医药等多个领域。公司 2019 年并购海华科技后，纵向拓展间甲酚-百里香酚-薄荷醇-薄荷酯-薄荷酯一体化产业链，横向布局香芹酚、香兰素等产品研发，在研发端不断发力，有望逐步崛起成为中国的“德之馨”。

表 2：公司主要产品产能情况

分类	原料	产品	产能（万吨/年）	在建产能（万吨/年）	投产时间	下游应用
农资		复合肥	125.0	30.0		2022农业
		磷酸一铵	15.0			农业
		农药制剂	2.0			农业
甲醚系列	间位油	对/邻氨基苯甲醚	1.0			香兰素、医药、染料
		间氯苯胺	0.15			除草剂、医药、染料
		硫代硫酸钠	3.0			纸浆除氯、显影造影
甲基苯酚系列	邻氯甲苯	间甲酚	1.0	1.0	2022H2	薄荷醇、维生素 E、医药、农药
		百里香酚	0.1			饲料添加剂、薄荷醇
		薄荷醇	0.3			电子烟、日化品等
氯甲苯系列	甲苯、氯气	BHT	0.8	1.5	2022H2	食品添加剂（抗氧化）
		苯酚	0.2			酚醛树脂
		邻甲酚	0.3			酚醛树脂、农药、染料
		联苯醚	0.3			PPO 塑料
氯甲苯系列	甲苯、氯气	对/邻氯甲苯	2.9			甲基苯酚原料
		31%盐酸	3.0			大宗化工原料
		二氯甲苯	0.15			农药，染料和医药中间体

资料来源：辉隆股份公司公告，长江证券研究所

一体化：布局多种工艺，生产稳定性较强

前向一体化，保障供应链安全，构筑成本竞争实力。辉隆股份同时布局氯化甲苯水解和粗酚分离工艺制备间甲酚，原料不会受制于煤焦油分离，可以通过购买大宗化工品甲苯进行生产，保障了生产的稳定性。海华科技在甲酚系列产品的研发成功，打破了国外长达 30 年的技术垄断，开创了中国人掌握的核心技术，不再依赖进口的局面。目前公司具备 1 万吨/年间甲酚产能，2022 年下半年仍有望扩张 1.0 万吨/年产能，支持未来产业链扩张。

图 29：公司布局氯化甲苯水解制间甲酚工艺

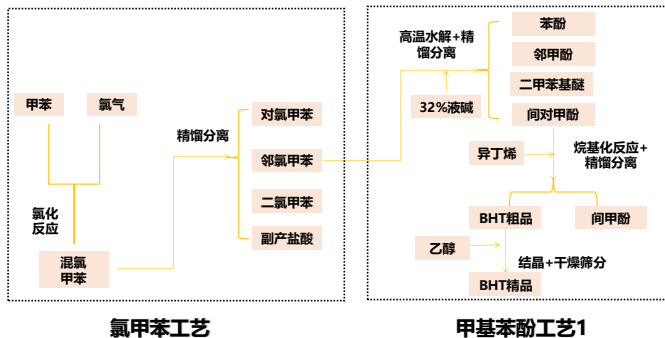
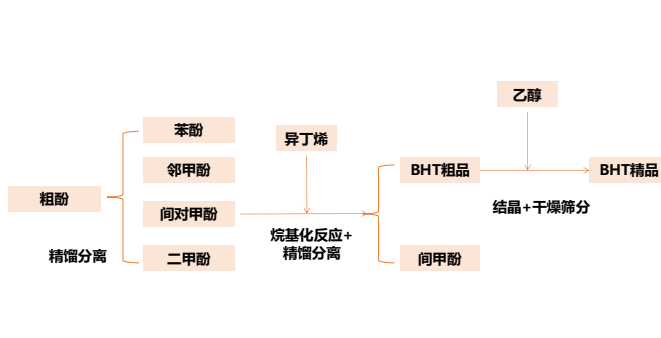


图 30：公司布局粗酚分离制间甲酚工艺

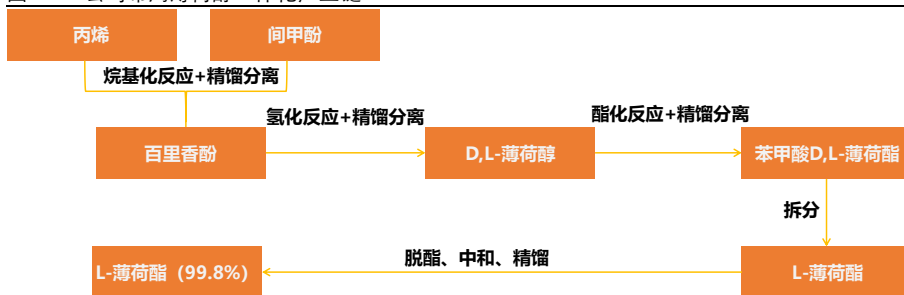


资料来源：辉隆股份公告，长江证券研究所

资料来源：辉隆股份公告，长江证券研究所 注：BHT 指 2,6-二叔丁基对甲酚，一种抗氧化剂

后向一体化：布局薄荷醇到薄荷酯，构筑竞争优势。公司沿着间甲酚往下游拓展，打造间甲酚-百里香酚-薄荷醇全产业链布局。间甲酚为核心精细化工原材料，可外售作为维生素 E 和农药的原料；百里香酚为抗菌类香料，饲料禁抗后市场需求有望稳步增长；薄荷醇为核心拳头产品，外售作为香料，或者加工成为凉味剂，市场需求蓬勃发展。公司三大产品均能外售，多元并进提升盈利稳定性，一体化布局支撑未来成长。未来公司将进一步布局薄荷酯类产品，进一步靠近 C 端，增强盈利能力。

图 31：公司布局薄荷醇一体化产业链



资料来源：公司公告，长江证券研究所

农资：工贸一体布局，盈利能力有望增强。公司具备化肥和农药一体化布局，打通“单质肥—复合肥—化肥分销”和“农药中间体—农药制剂—农资服务”产业链。未来，公司向上下游化肥和农药产业布局，自产化肥和农药占比将逐步提升，盈利能力将逐步增强。

表 3：公司化肥农药产业布局

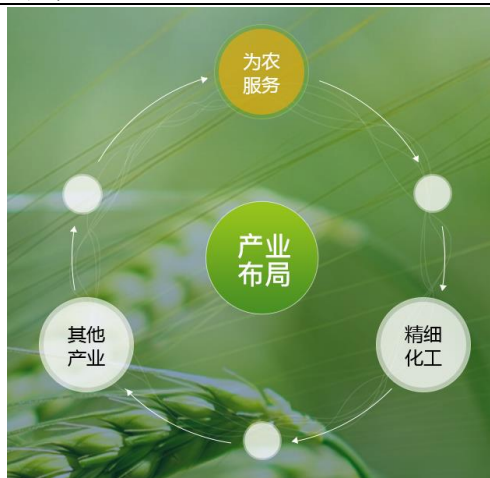
行业	目前产能 (万吨/年)	新增产能 (万吨/年)
复合肥	125.0	30.0
磷酸一铵	15.0	
农药制剂	2.0	

资料来源：公司公告，公司官网，长江证券研究所

多元化：点亮未来成长之路，差异化多向出击

多元布局，齐头并进。公司目前产业分为农资服务（化肥农药生产和贸易）、精细化工（甲酚产业链）和其他产业（化妆品、铝型材），多元业务结构保障公司稳定发展。

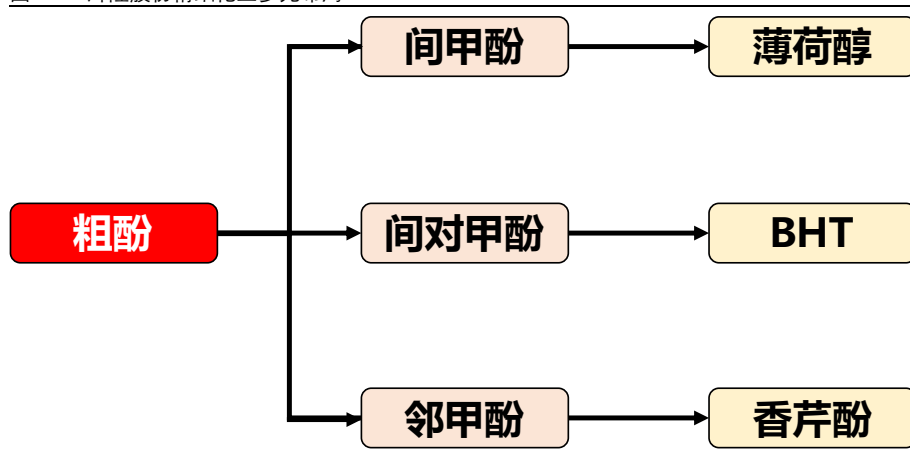
图 32：辉隆股份多元业务布局



资料来源：辉隆股份公司官网，长江证券研究所

多元出击，布局精细化工产品。公司以混酚为原料，布局间甲酚-薄荷醇、间对甲酚-BHT和邻甲酚-香芹酚产业链，多个产品布局有望助力公司未来成长。

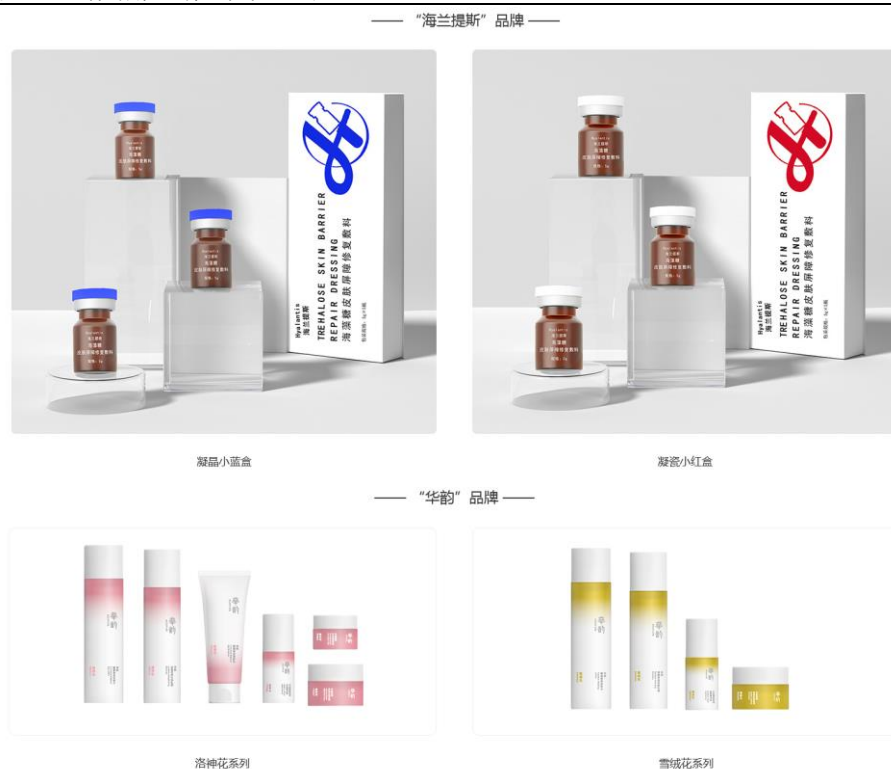
图 33：辉隆股份精细化工多元布局



资料来源：辉隆股份公司官网，长江证券研究所

延伸化妆品，构筑 TO C 消费业务。公司利用自身在合成香料行业的指示，逐步布局化妆品业务，直面 TO C 端市场，进一步延伸产品丰度，有望构筑核心产品竞争实力。

图 34：辉隆股份延伸至化妆品业务

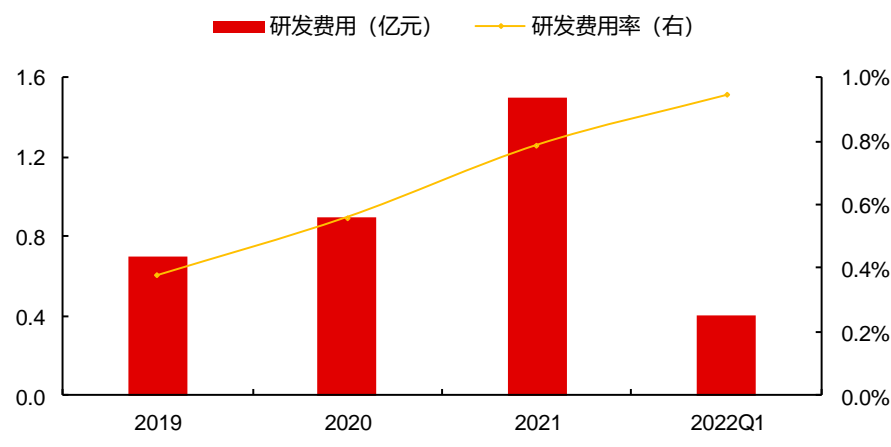


资料来源：辉隆股份公司官网，长江证券研究所

研发端：多向布局，未来可期

研发费用逐步增加，未来成长可期。公司研发费用从 2019 年 0.7 亿元增长至 2021 年 1.5 亿元，年均复合增速达到 46.4%，同期研发费用率从 0.4% 提升至 0.8%，展望未来，公司将深化在精细化工产业布局，持续拓展新品类和新项目，研发端投入有望稳步增长。

图 35：辉隆股份研发投入情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

成立研发中心，借助外力布局新产品。2021年11月28日，辉隆海华科技校企战略合作签约暨博士后工作站成立，公司和同济大学、南京工业大学和上海应用技术大学达成协作。公司和高校合作，有望借助外脑布局新项目和新产品，保障未来新项目的投放。

图 36：海华科技外聘专家



资料来源：海华科技官网，长江证券研究所

内部研发，拓展产业化项目落地。公司内部研发布局香芹酚、百里香酚的应用技术和相关水溶肥等产品技术，有望保障公司项目稳步落地，实现稳步增长。

表 4：辉隆股份技术布局

香芹酚合成技术与应用技术研究	开展小试邻甲酚烷基化合成香芹酚粗品，经过减压精馏得到香芹酚纯品	香芹酚主要用途为香料配置，还广泛应用于医药行业，开拓公司香精香料产品发展
间甲酚合成百里香酚催化剂研究	利用固定床催化剂对间甲酚和丙烯烷	实现百里香酚合成催化剂国产化
百里香酚饲料级应用推广的研究	经中试不断的研究，现已实现规模化生产投入市场销售	抢占国内市场，在国内市场中处于领军地位

资料来源：辉隆股份公司公告，长江证券研究所

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相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看 好：	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中 性：	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看 淡：	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
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相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买 入：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增 持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中 性：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减 持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-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 /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 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。