

华宝股份(300741)

报告日期: 2021年4月27日

## Q1 收入稳健增长, 下游需求改善

——华宝股份点评报告

✉ : 邓晖 执业证书编号: S1230520040002  
☎ : 021-80106029  
✉ : denghui@stocke.com.cn

### 投资要点

#### □ 事件

4月26日, 公司公告2021年一季报。2021Q1, 公司实现营收4.67亿元(同比+4.92%), 归母净利润2.74亿元(同比+1.91%), 扣非归母净利润2.33亿元(同比-7.81%)。

#### □ Q1 收入稳健增长, 下游需求改善

1) 2021Q1, 公司营收同比增长4.92%。Q1营收增长稳健, 我们认为主要由于食品配料下游客户疫后需求恢复、日用香精新品销售启动、华北新客户开拓带来持续增量。

2) 2021Q1, 公司归母净利润同比增长1.91%。归母净利增速较营收增速低的主要原因为: a) 毛利率-3.93pct(至73.81%, 减利约0.17亿); b) 销售费用率+1.34pct(至6.37%, 减利约0.06亿), 主要由于疫情后社保减免取消, 同时与业务相关的交通差旅等支出增加。

#### □ 公司 HNB 香精产品已在海外试产, 储备技术蓄势待发

1) 公司 HNB 技术有望打开 2-5 倍成长空间, 并探索雾化烟香精业务: 公司目前已开发适用于 HNB 烟草制品的香精产品, 形成了相关样品库和数据库, 据我们测算, HNB 新型烟草制品对香精的使用量约是传统烟草的 6-10 倍, 若未来 HNB 烟草制品国内渗透率达到 25%-50% (据国家烟草局, 19 年日本 HNB 烟草制品渗透率约 23%), 公司作为国内烟用香精龙头受益最显著; 目前公司 HNB 香精产品已在海外进行试产, 若国内 HNB 烟草制品获得许可, 公司有望打开 2-5 倍成长空间; 同时, 公司开始逐步布局国内雾化电子烟领域, 2020 年新增雾化电子烟客户悦刻 RELX、柚子 YOOZ、MYLE 等, 雾化电子烟油产品实现初步销售, 未来有望带来业绩增量。

2) 规划年产能约 3.5 万吨支撑成长: 公司目前运营年产能 1.56 万吨, 其中食用香精/食品配料/日用香精年产能 1.27/0.19/0.10 万吨; 未来规划年产能约 3.5 万吨(食品配料 2.23 万吨、食用香精 1.27 万吨), 公司持续深耕食用香精业务, 大力发展食品配料业务。

#### □ 品牌势能强大, 研发持续高投入

1) 核心技术团队实力雄厚, 研发持续高投入: 公司实控人朱林瑶女士深耕香精香料行业 30 余年, 目前公司拥有业内一流的调香师队伍(专业调香师 89 名, 其中副高级以上资深调香师 49 名)、研发技术人员 211 名, 能够及时满足客户对于香精产品的各类需求; 公司拥有国家认定企业技术中心, 实现销售的香精配方总数达上万个, 并已有 169 项专利(116 项发明专利、53 项实用新型专利), 奠定行业影响力; 公司 2020 全年/2021Q1 研发费用分别为 1.54/0.29 亿元, 占比 7.33%/6.27%, 研发持续高投入。

2) 品牌力势能强大, 支撑高分红率及高股息率: 公司深耕香精行业 24 年, 拥有天宏、华宝、孔雀等品牌, 知名客户包括中国烟草总公司、百事、双汇、洽洽、盐津铺子、百草味等; 同时公司与烟草客户成立合资公司, 深度绑定大客户。受益于稳固的市场地位, 公司分红率可观(18/19/20 年股利支付率分别达到 210%/99%/83%), 高股息率具有吸引力(按 4 月 26 日收盘价, 股息率达 3.73%), 超过十年国债收益率 3.19% 的水平, 提供良好的中长期回报。

#### □ 投资建议

公司是中国香精行业龙头, 品牌势能强大, HNB 技术有望打开公司 2-5 倍成长空间, 研发持续高投入, 储备技术蓄势待发。预计公司 2021-2023 年归母净利润 12.28/12.81/13.44 亿元, 增速为 4.07%/4.31%/4.92%, 对应 4 月 26 日估值为 21.49/20.60/19.63 倍(市值 264 亿元)。

#### □ 风险提示

分红政策重大调整风险; HNB 许可政策落地进度风险; 核心技术和配方失密的风险

### 评级

增持

上次评级

增持

当前价格

¥42.85

### 单季度业绩

元/股

1Q/2021

0.44

4Q/2020

0.59

3Q/2020

0.44

2Q/2020

0.45



### 公司简介

公司是中国香精行业龙头, 主要从事香精与食品配料的研发、生产和销售业务, 成立于 1996 年, 于 2018 年在深交所上市。旗下拥有“喜登”、“华宝”、“孔雀”、“天宏”等一系列知名香精品牌, 现拥有 33 家下属企业。

### 相关报告

- 1 《华宝股份: HNB 香精已海外试产, 储备技术蓄势待发》2021.03.20
- 2 《华宝股份: Q3 业绩稳健, 静待 HNB 空间打开》2020.10.28
- 3 《华宝股份深度报告: 香精龙头行稳致远, HNB 打开成长空间》2020.07.02

分析师: 邓晖

联系人: 邓晖、杨骥、赵璐

**财务摘要**

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	2094	2182	2296	2429
(+/-)	-4.16%	4.18%	5.25%	5.79%
净利润	1180	1228	1281	1344
(+/-)	-4.45%	4.07%	4.31%	4.92%
每股收益(元)	1.92	1.99	2.08	2.18
P/E	22.36	21.49	20.60	19.63

**表 1：公司分季度财务数据一览表**

	2021Q1	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1	2019Q4	2019Q3	2019Q2	2019Q1
<b>利润表摘要</b>									
营业总收入	467.11	651.62	507.19	490.42	445.22	687.77	521.51	532.33	443.73
YOY	4.92%	-5.26%	-2.74%	-7.87%	0.34%	-1.90%	2.22%	14.88%	-10.26%
毛利率	73.81%	77.45%	74.56%	75.87%	77.74%	78.27%	74.38%	77.19%	76.63%
毛利	344.78	504.68	378.17	372.11	346.12	538.35	387.88	410.89	340.03
YOY	-0.39%	-6.25%	-2.50%	-9.44%	1.79%	-1.05%	-1.82%	15.67%	-12.75%
期间费用率	12.81%	17.96%	12.80%	20.32%	9.99%	14.10%	15.44%	19.80%	14.04%
其中：销售费用	29.73	56.13	24.34	52.97	22.38	42.83	34.19	50.76	40.58
销售费用率	6.37%	8.61%	4.80%	10.80%	5.03%	6.23%	6.56%	9.53%	9.15%
其中：管理费用	30.80	42.73	34.69	39.86	32.45	42.40	39.55	42.64	38.96
管理费用率	6.59%	6.56%	6.84%	8.13%	7.29%	6.16%	7.58%	8.01%	8.78%
其中：研发费用	29.27	51.40	39.28	38.18	24.76	47.09	39.06	45.80	32.58
研发费用率	6.27%	7.89%	7.74%	7.79%	5.56%	6.85%	7.49%	8.60%	7.34%
其中：财务费用	-29.95	-33.23	-33.40	-31.34	-35.11	-35.32	-32.27	-33.78	-49.83
财务费用率	-6.41%	-5.10%	-6.58%	-6.39%	-7.89%	-5.14%	-6.19%	-6.35%	-11.23%
归母净利润	273.84	360.46	273.66	277.06	269.02	402.46	264.36	275.39	293.31
YOY	1.91%	-10.37%	3.52%	0.61%	-8.28%	2.94%	2.30%	10.49%	5.87%
归母净利率	58.62%	55.32%	53.96%	56.49%	60.42%	58.52%	50.69%	51.73%	66.10%
扣非归母净利润	232.78	333.54	252.74	217.68	252.81	370.67	252.93	257.36	236.70
YOY	-7.92%	-10.02%	-0.08%	-15.42%	6.80%	0.40%	5.95%	15.93%	0.86%
扣非归母净利率	49.83%	51.19%	49.83%	44.39%	56.78%	53.89%	48.50%	48.35%	53.34%
<b>资产负债表摘要</b>									
货币资金	4,722.67	4,809.42	4,528.85	4,440.55	4,990.14	4,728.70	4,543.57	4,173.90	6,562.84
交易性金融资产	841.43	569.56	569.23	396.40	690.64	768.11	456.72	449.24	271.79
应收票据及应收账款	632.93	684.27	558.01	568.14	693.61	643.92	629.15	730.02	750.73
YOY	-8.75%	6.27%	-11.31%	-22.17%	-7.61%	-13.61%	-14.92%	-2.43%	6.30%
存货	441.93	410.47	446.63	447.54	423.97	423.10	423.12	444.30	408.23
YOY	4.23%	-2.99%	5.56%	0.73%	3.86%	9.50%	12.99%	22.61%	17.74%
预付账款	6.64	4.63	3.50	11.31	9.48	5.42	13.87	14.88	14.35
YOY	-30.00%	-14.55%	-74.80%	-24.01%	-33.91%	-52.26%	28.35%	47.41%	25.42%
应付账款及应付票据	106.83	113.39	100.85	134.02	93.86	142.40	112.86	160.48	127.24
YOY	13.82%	-20.37%	-10.64%	-16.49%	-26.23%	-6.38%	-7.39%	47.71%	-15.70%
其它应付款	34.83	45.70	27.95	50.10	31.03	32.71	33.26	35.99	36.42
<b>现金流量表摘要</b>									
经营活动现金净流量	192.36	283.54	297.67	348.97	158.41	495.25	364.87	282.91	154.50
筹资活动现金净流量	-1.69	-17.69	-7.02	-1,222.19	29.77	-1.49	0.74	-2,476.36	0.80
投资活动现金净流量	267.81	27.01	379.00	825.90	322.02	-1,003.15	-731.22	-505.72	897.36
资本开支	9.04	7.80	19.80	-2.47	7.96	19.75	3.67	6.41	24.93
ROE	3.48%	4.77%	3.77%	3.65%	3.40%	5.31%	3.65%	3.37%	3.21%
YOY(+/-)	0.08%	-0.54%	0.12%	0.29%	0.19%	0.87%	0.60%	0.35%	-0.81%
资产负债率	4.42%	5.95%	5.81%	6.19%	5.63%	5.89%	4.78%	5.27%	4.34%
YOY(+/-)	-1.21%	0.06%	1.02%	0.91%	1.30%	0.43%	0.60%	-0.17%	-0.28%

资料来源：Wind，浙商证券研究所整理

## 表附录：三大报表预测值

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2020A	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	6613	6860	7031	7261	<b>营业收入</b>	2094	2182	2296	2429
现金	4809	4976	5087	5263	营业成本	493	516	545	576
交易性金融资产	570	570	570	570	营业税金及附加	33	32	33	36
应收账款	684	756	789	814	营业费用	156	158	171	179
其它应收款	13	15	16	16	管理费用	150	149	164	172
预付账款	5	7	6	7	研发费用	154	158	169	178
存货	410	423	452	476	财务费用	(133)	(145)	(148)	(152)
其他	122	112	112	115	资产减值损失	3	5	4	5
<b>非流动资产</b>	1737	1729	1773	1782	公允价值变动损益	8	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	2	6	7	5
长期投资	61	58	60	60	其他经营收益	151	141	144	145
固定资产	272	269	282	281	<b>营业利润</b>	1398	1454	1508	1585
无形资产	62	54	49	43	营业外收支	(9)	(1)	(1)	(2)
在建工程	20	64	91	105	<b>利润总额</b>	1389	1453	1506	1583
其他	1323	1283	1292	1293	所得税	189	206	206	219
<b>资产总计</b>	8350	8588	8804	9043	<b>净利润</b>	1200	1246	1300	1364
<b>流动负债</b>	477	505	508	522	少数股东损益	20	18	19	20
短期借款	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	1180	1228	1281	1344
应付款项	113	142	143	147	EBITDA	1285	1331	1381	1456
预收账款	0	2	1	1	EPS (最新摊薄)	1.92	1.99	2.08	2.18
其他	363	362	364	374	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	20	8	10	13		2020A	2021E	2022E	2023E
长期借款	0	0	0	0	<b>成长能力</b>				
其他	20	8	10	13	营业收入	-4.16%	4.18%	5.25%	5.79%
<b>负债合计</b>	497	514	518	535	营业利润	-3.39%	3.99%	3.68%	5.12%
少数股东权益	130	149	168	188	归属母公司净利润	-4.45%	4.07%	4.31%	4.92%
归属母公司股东权益	7723	7926	8118	8319	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	8350	8588	8804	9043	毛利率	76.44%	76.35%	76.25%	76.30%
					净利率	57.30%	57.13%	56.62%	56.15%
					ROE	15.00%	15.42%	15.66%	16.01%
					ROIC	13.88%	14.13%	14.40%	14.77%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	5.95%	5.98%	5.89%	5.92%
					净负债比率	2.04%	0.66%	0.87%	1.12%
					流动比率	13.87	13.58	13.84	13.91
					速动比率	13.01	12.74	12.95	13.00
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.25	0.26	0.26	0.27
					应收账款周转率	3.67	3.36	3.38	3.38
					应付账款周转率	3.86	4.05	3.84	3.98
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	1.92	1.99	2.08	2.18
					每股经营现金	1.77	1.78	1.79	1.95
					每股净资产	12.54	12.87	13.18	13.51
					<b>估值比率</b>				
					P/E	22.36	21.49	20.60	19.63
					P/B	3.42	3.33	3.25	3.17
					EV/EBITDA	22.24	15.78	15.14	14.26

资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>