

华宝股份(300741)

报告日期: 2020年10月28日

Q3 业绩稳健, 静待 HNB 空间打开

——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

10月28日, 公司公告2020年三季报。2020Q1-Q3, 公司实现营收14.43亿元(同比-3.65%); 归母净利润8.19亿元(同比-1.60%), 扣非归母净利润7.23亿元(同比-3.18%)。

□ Q3 业绩稳健, 静待 HNB 空间打开

1) 2020Q1-Q3, 公司营收14.43亿元(同比-3.65%), 归母净利润8.19亿元(同比-1.60%), 扣非归母净利润7.23亿元(同比-3.18%); 毛利率/净利率分别为75.99%/56.81%(同比-0.07pct/+2.13pct)。

2) 2020Q3, 公司营收5.07亿元(同比-2.74%), 归母净利润2.74亿元(同比+3.52%), 扣非归母净利润2.53亿元(同比-0.08%), 公司归母净利润增速较营收增速较快的主要原因为销售费用率下降1.76pct(至4.80%, 增利约0.95亿); 毛利率/净利率分别为74.56%/53.96%(同比-2.50pct/+6.44pct)。

□ 公司持续开发 HNB 香精产品, 有望打开 2-5 倍成长空间

1) HNB 技术有望打开公司 2-5 倍成长空间: 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%), 作为国内烟用香精龙头受益最显著, 若国内 HNB 烟草制品获得许可, 有望打开 2-5 倍成长空间;

2) 规划年产能约 3.3 万吨, 支撑公司成长: 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 3.3 万吨(食品配料 2.23 万吨、食用香精 0.77 万吨、特医食品 0.3 万吨), 持续深耕食用香精业务, 大力发展食品香精及配料业务。

□ 高分红率和高股息率具有吸引力, 核心技术团队实力雄厚

1) 高分红率和高股息率具有吸引力: 受益于稳固的市场地位, 公司分红率可观(18/19 年股利支付率分别达到 210%和 99%), 高股息率具有吸引力(按 10 月 27 日收盘价, 股息率达 3.97%), 对比十年国债收益率 3.22%具有 0.75pct 溢价, 提供良好的中长期回报;

2) 品牌力积累 24 年, 具备丰富的客户资源: 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;

3) 核心技术团队实力雄厚, 注重研发构筑技术壁垒: 公司实控人朱林瑶女士深耕香精香料行业 30 年, 目前公司拥有业内一流的调香师队伍(专业调香师 67 名, 其中副高级以上资深调香师 41 名)、研发技术人员 183 名, 能够及时满足客户对于香精产品的各类需求; 公司注重研发投入, 拥有国家认定企业技术中心、实现销售的香精配方总数上万个、134 项专利(109 项发明专利、25 项实用新型专利), 奠定公司的行业影响力; 公司 2019 年研发费用 1.65 亿元, 占比 7.53%, 同比+9.88%, 2020Q1-Q3 研发费用 1.02 亿元, 占比 7.08%。

□ 投资建议

公司是中国香精行业龙头, 深耕香精行业 24 年, 高分红率和高股息率具有吸引力, 核心技术团队实力雄厚, HNB 技术有望打开公司 2-5 倍成长空间。预计公司 2020-2022 年归母净利润为 12.98/13.71/14.55 亿元, 增速为 5.09%/5.59%/6.12%, 对应 10 月 27 日估值为 23.62/22.37/21.08 倍(市值 333 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

¥49.79

单季度业绩

元/股

3Q/2020

0.44

2Q/2020

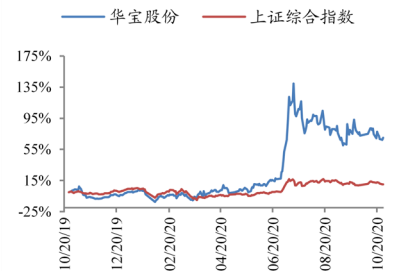
0.45

1Q/2020

0.44

4Q/2019

0.65



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。根据中国香料香精化妆品工业协会数据, 2014-2019 年, 公司年销售额位居行业首位。

相关报告

- 1 《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
- 2 《Q1 扣非业绩增长 7%, 大力拓展食品配料业务》2020.04.25
- 3 《业绩稳定增长, 整体符合预期》2019.08.02

分析师: 邓晖

联系人: 邓晖、杨骥

财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	2185	2361	2573	2824
(+/-)	0.75%	8.04%	8.98%	9.77%
净利润	1236	1298	1371	1455
(+/-)	5.09%	5.09%	5.59%	6.12%
每股收益(元)	2.01	2.11	2.23	2.36
P/E	24.82	23.62	22.37	21.08

表 1: 公司主营构成一览

	2020Q1-Q3	2020Q3	2020Q2	2020Q1	2019Q4	2019Q3	2019Q2	2019Q1
利润表摘要								
营业总收入	1,442.84	507.19	490.42	445.22	687.77	521.51	532.33	443.73
YOY	-3.65%	-2.74%	-7.87%	0.34%	-1.90%	2.22%	14.88%	-10.26%
毛利率	75.99%	74.56%	75.87%	77.74%	78.27%	74.38%	77.19%	76.63%
毛利	1,096.39	378.17	372.11	346.12	538.35	387.88	410.89	340.03
YOY	-3.72%	-2.50%	-9.44%	1.79%	-1.05%	-1.82%	15.67%	-12.75%
期间费用率	14.49%	12.80%	20.32%	9.99%	14.10%	15.44%	19.80%	14.04%
其中: 销售费用	99.69	24.34	52.97	22.38	42.83	34.19	50.76	40.58
销售费用率	6.91%	4.80%	10.80%	5.03%	6.23%	6.56%	9.53%	9.15%
其中: 管理费用	107.00	34.69	39.86	32.45	42.40	39.55	42.64	38.96
管理费用率	7.42%	6.84%	8.13%	7.29%	6.16%	7.58%	8.01%	8.78%
其中: 研发费用	102.22	39.28	38.18	24.76	47.09	39.06	45.80	32.58
研发费用率	7.08%	7.74%	7.79%	5.56%	6.85%	7.49%	8.60%	7.34%
其中: 财务费用	-99.84	-33.40	-31.34	-35.11	-35.32	-32.27	-33.78	-49.83
财务费用率	-6.92%	-6.58%	-6.39%	-7.89%	-5.14%	-6.19%	-6.35%	-11.23%
归母净利润	819.75	273.66	277.06	269.02	402.46	264.36	275.39	293.31
YOY	-1.60%	3.52%	0.61%	-8.28%	2.94%	2.30%	10.49%	5.87%
归母净利率	56.81%	53.96%	56.49%	60.42%	58.52%	50.69%	51.73%	66.10%
扣非归母净利润	723.22	252.74	217.68	252.81	370.67	252.93	257.36	236.70
YOY	-3.18%	-0.08%	-15.42%	6.80%	0.40%	5.95%	15.93%	0.86%
扣非归母净利率	50.12%	49.83%	44.39%	56.78%	53.89%	48.50%	48.35%	53.34%
资产负债表摘要								
货币资金	4,528.85	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	569.23	569.23	396.40	690.64	768.11	456.72	449.24	271.79
应收票据及应收账款	558.01	558.01	568.14	693.61	643.92	629.15	730.02	750.73
YOY	-11.31%	-11.31%	-22.17%	-7.61%	-13.61%	-14.92%	-2.43%	6.30%
存货	446.63	446.63	447.54	423.97	423.10	423.12	444.30	408.23
YOY	5.56%	5.56%	0.73%	3.86%	9.50%	12.99%	22.61%	17.74%
预付账款	3.50	3.50	11.31	9.48	5.42	13.87	14.88	14.35
YOY	-74.80%	-74.80%	-24.01%	-33.91%	-52.26%	28.35%	47.41%	25.42%
应付账款及应付票据	100.85	100.85	134.02	93.86	142.40	112.86	160.48	127.24
YOY	-10.64%	-10.64%	-16.49%	-26.23%	-6.38%	-7.39%	47.71%	-15.70%
其它应付款	27.95	27.95	50.10	31.03	32.71	33.26	35.99	36.42
现金流量表摘要								
经营活动现金净流量	805.06	297.67	348.97	158.41	495.25	364.87	282.91	154.50
筹资活动现金净流量	-1,199.43	-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	1,526.93	379.00	825.90	322.02	-1,003.15	-731.22	-505.72	897.36
资本开支	25.29	19.80	-2.47	7.96	19.75	3.67	6.41	24.93
ROE	10.82%	3.77%	3.65%	3.40%	5.31%	3.65%	3.37%	3.21%
YOY(+/-)	0.64%	0.12%	0.29%	0.19%	0.87%	0.60%	0.35%	-0.81%
资产负债率	5.81%	5.81%	6.19%	5.63%	5.89%	4.78%	5.27%	4.34%
YOY(+/-)	1.02%	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

资产负债表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	6659	6861	7023	7194
现金	4729	4874	4892	4903
交易性金融资产	768	768	768	768
应收账款	644	679	732	806
其它应收款	17	16	18	20
预付账款	5	10	11	11
存货	423	446	527	613
其他	74	68	75	72
非流动资产	1719	1718	1749	1782
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	61	57	57	58
固定资产	298	293	302	326
无形资产	64	52	42	34
在建工程	19	63	91	104
其他	1278	1253	1257	1260
资产总计	8379	8580	8771	8976
流动负债	491	542	577	613
短期借款	0	0	0	0
应付款项	142	175	197	225
预收账款	2	3	3	3
其他	347	364	377	386
非流动负债	3	4	3	3
长期借款	0	0	0	0
其他	3	4	3	3
负债合计	494	546	580	617
少数股东权益	113	132	152	174
归属母公司股东权	7772	7902	8039	8185
负债和股东权益	8379	8580	8771	8976
现金流量表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1298	1206	1156	1219
净利润	1254	1318	1392	1477
折旧摊销	35	30	28	30
财务费用	(151)	(143)	(144)	(145)
投资损失	(13)	(13)	(13)	(13)
营运资金变动	380	8	(26)	(46)
其它	(207)	7	(80)	(83)
投资活动现金流	(1343)	(35)	(48)	(44)
资本支出	4	(58)	(57)	(60)
长期投资	(8)	4	0	(1)
其他	(1338)	20	9	18
筹资活动现金流	(2476)	(1027)	(1090)	(1165)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(2476)	(1027)	(1090)	(1165)
现金净增加额	(2522)	145	18	11

利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2185	2361	2573	2824
营业成本	508	579	659	766
营业税金及附加	28	38	38	42
营业费用	168	165	180	198
管理费用	164	161	175	192
研发费用	165	165	180	198
财务费用	(151)	(143)	(144)	(145)
资产减值损失	6	5	4	6
公允价值变动损益	(5)	0	0	0
投资净收益	13	13	13	13
其他经营收益	141	135	134	137
营业利润	1447	1539	1628	1718
营业外收支	(2)	(0)	(1)	(1)
利润总额	1446	1539	1627	1718
所得税	192	221	235	241
净利润	1254	1318	1392	1477
少数股东损益	18	19	20	22
归属母公司净利润	1236	1298	1371	1455
EBITDA	1339	1424	1508	1601
EPS (最新摊薄)	2.01	2.11	2.23	2.36
主要财务比率				
	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	0.75%	8.04%	8.98%	9.77%
营业利润	2.10%	6.32%	5.76%	5.59%
归属母公司净利润	5.09%	5.09%	5.59%	6.12%
获利能力				
毛利率	76.75%	75.48%	74.40%	72.89%
净利率	57.38%	55.82%	54.08%	52.28%
ROE	14.55%	16.31%	16.90%	17.58%
ROIC	14.55%	15.12%	15.75%	16.50%
偿债能力				
资产负债率	5.89%	6.36%	6.61%	6.87%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	13.56	12.66	12.18	11.73
速动比率	12.70	11.84	11.26	10.73
营运能力				
总资产周转率	0.24	0.28	0.30	0.32
应收帐款周转率	3.81	4.48	4.50	4.52
应付帐款周转率	3.45	3.65	3.55	3.63
每股指标(元)				
每股收益	2.01	2.11	2.23	2.36
每股经营现金	2.11	1.96	1.88	1.98
每股净资产	12.62	12.83	13.05	13.29
估值比率				
P/E	24.82	23.62	22.37	21.08
P/B	3.95	3.88	3.81	3.75
EV/EBITDA	10.18	17.66	16.68	15.72

资料来源：浙商证券研究所

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“本公司”）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>