

华宝股份(300741)

深度报告

行业公司研究—食品加工行业—

证券研究报告

# 香精龙头行稳致远，HNB 打开成长空间

## ——华宝股份深度报告

✍️ : 邓晖 执业证书编号: S1230520040002  
☎️ : 021-80106029  
✉️ : [denghui@stocke.com.cn](mailto:denghui@stocke.com.cn)

### 投资要点

#### □ 投资建议

公司是中国香精行业龙头，我们认为公司未来业绩及分红不确定性下降有望超预期，同时 HNB 政策不确定性下降有望超市场预期，打开翻倍成长空间。预计 2020-2022 年归母净利润为 12.98/13.71/14.55 亿元，对应 07 月 01 日估值 17.6/16.7/15.7 倍(市值 229 亿)。

#### □ 中国香精行业龙头，深耕行业 24 年。

1) 公司是中国香精行业龙头，连续 6 年市占率第一，主要从事香精与食品配料的研产销(17 年烟草用香精/食品用香精营收占比 84.55%/8.37%)；实控人为朱林瑶女士，控制股权合计 81.18%。2) 公司成立于 1996 年，于 2018 年在深交所上市；2019 年，公司营收 21.85 亿元，其中食用香精/食品配料/日用香精营收分别为 19.8/0.98/0.79 亿元(占比 90.6%/4.5%/3.6%)，同比-1.4%/+41.34%/+16.56%；归母净利润 12.36 亿元，同比+5.09%；2020Q1，公司营收 4.45 亿元，同比+0.34%；扣非归母净利 2.52 亿元，同比+6.80%。

#### □ 我们认为公司未来业绩及分红不确定性下降，有望超市场预期。

1) 公司国内市场地位稳固，市占率有望提升，未来业绩及分红不确定性下降，有望超市场预期(市场对业绩及分红不确定性评估略高)。2018 年，中国香精香料市场规模 403.2 亿元(10-18 年 CAGR 9.1%)，随着消费升级和内需扩大，国内香精市场快速发展；国内市占率第一的华宝股份(2018 年国内市占率约 5.4%)具备本土优势、丰富的客户资源，对标海外第一奇华顿(全球市占率 19.5%)，有望抓住机遇进一步提升市占率。

2) 公司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 07 月 01 日收盘价，股息率达到 5.33%)，对比十年国债收益率 2.86%具有 2.47pct 溢价，提供良好的中长期回报。

#### □ 我们认为 HNB 政策不确定性下降，有望超市场预期，打开翻倍成长空间。

1) 国内政策持续推动新型烟草发展，HNB 烟草制品政策不确定性下降，有望超市场预期(市场对政策不确定性评估较高)。2019 年 4 月，美国 FDA 正式批准通过 IQOS 入市申请，IQOS 成为首款可以在美国上市的 HNB 烟草制品。2019 年 10 月，云南省政府发布《云南省支持烟草制品高质量发展若干政策措施》，明确提出支持发展新型烟草制品、组建云南新型烟草制品公司。随着地方政府和中烟公司积极布局 HNB 等新型烟草制品市场，我们认为国内 HNB 许可有望加速出台。

2) HNB 烟草制品对香精需求较大，有望打开公司翻倍成长空间。2019 年，菲莫国际(全球第一大烟草公司)/日本烟草公司(日本最大烟草专卖公司)HNB 烟草制品营收占比分别为 18.7%/11.0%，IQOS 新型烟草制品在日本的渗透率约 17%。对标海外市场渗透率，国内 HNB 烟草制品渗透率有望达到 25%，同时 HNB 烟草制品对香精的需求或为传统烟草的多倍，公司作为国内烟草用香精龙头受益最显著，有望实现营收翻倍。

#### □ 我们认为公司食品香精及配料业务外延方向明确，有望超市场预期。

公司正在内生外延并举，积极拓展食品香精及配料业务，目前运营年产能 1.56 万吨，其中食用香精/食品配料/日用香精年产能分别为 1.27/0.19/0.10 万吨；未来规划年产能约 3.3 万吨(包含食品配料 2.23 万吨、食品用香精 0.77 万吨、特医食品 0.3 万吨)，公司食品香精及配料业务外延方向明确，有望超市场预期(市场对公司外延方向不确定评估较高)。

#### □ 催化剂：公司高分红率继续兑现；HNB 烟草制品许可政策出台；公司业绩超预期

#### □ 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

### 评级

增持

上次评级

增持

当前价格

¥ 37.15

### 单季度业绩

元/股

1Q/2020

0.44

4Q/2019

0.65

3Q/2019

0.43

2Q/2019

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。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 《Q1 扣非业绩增长 7%，大力拓展食品配料业务》2020.04.25
- 2 《业绩稳定增长，整体符合预期》2019.08.23

报告撰写人：邓晖

**财务摘要**

(百万元)	2019	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	18.52	17.62	16.69	15.73

## 正文目录

<b>1. 中国香精行业龙头，深耕行业 24 年</b>	<b>7</b>
1.1. 国内香精行业龙头，连续 6 年市占率第一	7
1.2. 2019 年业绩增长 5.09%，收益质量较高	8
1.2.1. 公司 19 年营收恢复增长，四费比率逐年降低	8
1.2.2. 食用香精产品毛利贡献最大，日用香精产品毛利增速最快	10
1.2.3. 持续投入研发，不断提升产品核心竞争力	13
1.2.4. 收入、业绩、ROE 均处于同行样本平均水平以上	13
1.3. IPO 募资扩充产能，深耕香精及食品配料业务	15
<b>2. 中国香精香料市场保持较快增长，国内龙头有望加速发展</b>	<b>17</b>
2.1. 全球香精香料市场竞争格局稳定，中国市场成为各大厂商必争之地	17
2.2. 消费升级和国内需求扩大，国内香精香料市场规模保持较快增长	19
2.2.1. 卷烟市场实现恢复性增长，中高端卷烟销量占比提高	19
2.2.2. 餐饮行业需求旺盛，带动食品香精及食品配料行业发展	20
2.2.3. 美容及个护市场持续增长，推动日化香精行业发展	20
<b>3. 高分红率和高股息率具有吸引力，核心技术团队实力雄厚</b>	<b>21</b>
3.1. 长期专注香精与食品配料业务发展	21
3.2. 公司分红率可观，高股息率提供良好中长期回报	23
3.3. 打造多个知名品牌，具备丰富客户资源	23
3.4. 多业务板块共同发展，注重研发构筑核心壁垒	25
3.5. 香精产品销量呈上升趋势，平均单价整体波动较小	28
3.6. 管理团队行业经验丰富，建立完善的管理制度	29
3.7. 集团化采购管理，提高整体运营效率	30
<b>4. HNB 技术有望打开公司翻倍成长空间，大力拓展食用香精及食品配料业务</b>	<b>31</b>
4.1. 国家政策稳步推进，HNB 技术有望打开公司翻倍成长空间	31
4.2. 规划产能约 3.3 万吨，支撑公司成长	34
4.3. 深耕食用香精，大力发展食品配料	35
<b>5. 盈利预测及投资建议</b>	<b>36</b>
5.1. 盈利预测	36
5.2. 投资建议	37
<b>6. 风险提示</b>	<b>37</b>

## 图表目录

图 1: 华宝股份发展历程.....	7
图 2: 华宝股份股权结构 (截至 2020 年 3 月 31 日) .....	8
图 3: 2016-2020Q1 华宝股份收入及增长情况.....	9
图 4: 2016-2020Q1 华宝股份净利润及增长情况.....	9
图 5: 2016-2020Q1 华宝股份货币资金情况.....	9
图 6: 2016-2020Q1 华宝股份经营现金流情况.....	9
图 7: 2016-2020Q1 华宝股份费用率情况.....	10
图 8: 2015-2019 年华宝股份分品类营业收入 (亿元) .....	10
图 9: 2015-2019 年华宝股份分品类营收占比 (%) .....	10
图 10: 2018-2019 年华宝股份分地区营业收入 (亿元) .....	11
图 11: 2018-2019 年华宝股份分地区营收占比 (%) .....	11
图 12: 2019 年华宝股份分品类收入结构 (%) .....	11
图 13: 2019 年华宝股份分地区收入结构 (%) .....	11
图 14: 2015-2019 年华宝股份分品类毛利 (亿元) .....	11
图 15: 2019 年华宝股份毛利结构 (%) .....	11
图 16: 2015-2019 年华宝股份分品类毛利率 (%) .....	12
图 17: 2019 年华宝股份主要子公司利润占比 (%) .....	12
图 18: 2017-2019 年同行可比公司研发费用率对比 (%) .....	13
图 19: 2015-2019 年同行可比公司营业收入对比 (亿元) .....	13
图 20: 2015-2019 年同行可比公司归母净利润对比 (亿元) .....	13
图 21: 2015-2019 年同行可比公司 ROE (摊薄) 对比 (%) .....	14
图 22: 2015-2019 年同行可比公司销售毛利率对比 (%) .....	14
图 23: 2015-2019 年同行可比公司销售净利率对比 (%) .....	14
图 24: 2015-2019 年同行可比公司总资产周转率对比 (次) .....	15
图 25: 2015-2019 年同行可比公司权益乘数对比.....	15
图 26: 全球香精香料市场规模.....	17
图 27: 2005-2018 年中国香精香料行业市场规模 (亿元) .....	19
图 28: 2013-2017 年全国卷烟销量及增长率.....	19
图 29: 2013-2017 年全国卷烟销售收入及增长率.....	19
图 30: 2011-2017 年全国卷烟单箱价格及增长率.....	20
图 31: 一类、二类卷烟销量占比不断提升.....	20
图 32: 国内人均可支配收入和城市化率不断提高.....	20
图 33: 全国餐饮行业收入.....	20
图 34: 2014-2019 年中国美容及个人护理市场规模.....	21
图 35: 华宝股份商业模式.....	22
图 36: 华宝股份旗下知名品牌.....	23
图 37: 2015-2017 年华宝股份主营业务收入按销售模式划分.....	25
图 38: 2017 年华宝股份主营业务收入按地区划分.....	25
图 39: 2015-2019 年华宝股份销售费用及销售费用率.....	25

图 40: 2019 年华宝股份部分新品展示 .....	28
图 41: 2015-2019 年华宝股份研发费用投入 .....	28
图 42: 2015-2019 年华宝股份香精产品产量、销量及产销比 .....	28
图 43: 2015-2017 年华宝股份主要产品平均单价 (元/公斤) .....	29
图 44: 2015-2017 年华宝股份食用香精平均单价 (元/公斤) .....	29
图 45: 华宝股份采购模式 .....	31
表 1: 募集资金投资项目 (截止 2020Q1) .....	16
表 2: 华宝股份重大股权投资 (2018 年初-2019 年末) .....	16
表 3: 全球各地区香精香料销售额 .....	17
表 4: 国际香精香料公司在华建厂情况 .....	18
表 5: 全球香精香料公司竞争格局 .....	18
表 6: 华宝股份主要产品及客户 .....	22
表 7: 2017-2019 年华宝股份现金分红政策 .....	23
表 8: 华宝股份主要客户 .....	24
表 9: 华宝股份与烟草客户设立的合资公司 .....	24
表 10: 华宝股份主要产品 .....	26
表 11: 华宝股份拥有的主要核心技术 .....	27
表 12: 华宝股份管理层简介 (截止 2019 年 12 月 31 日) .....	29
表 13: 国内 HNB 烟草制品相关政策 .....	33
表 14: 国内 HNB 市场规模测算假设 .....	33
表 15: 国内 HNB 市场规模测算结果 (亿元) .....	34
表 16: 未来 HNB 渗透率的敏感性测算 .....	34
表 17: 华宝股份产能情况 .....	35
表 18: 华宝股份重大股权投资 (2018 年初-2019 年末) .....	35
表 19: 分产品营收预测 .....	36
表 20: 分产品毛利率 .....	36
表 21: 同行可比公司估值表 (截至 2020 年 07 月 01 日) .....	37
表附录: 三大报表预测值 .....	38



## 摘要

### □ 投资建议

公司是中国香精行业龙头，深耕香精行业 24 年，核心技术团队实力雄厚，高分红率和高股息率具有吸引力，HNB 技术有望打开公司翻倍成长空间。预计 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 07 月 01 日估值为 17.6/16.7/15.7 倍（市值 229 亿元）。

### □ 中国香精行业龙头，深耕行业 24 年。

1) 公司是中国香精行业龙头，连续 6 年市占率第一，主要从事香精与食品配料的研产销（17 年烟草用香精/食品用香精营收占比 84.55%/8.37%）；实控人为朱林瑶女士，控制股权合计 81.18%。2) 公司成立于 1996 年，于 2018 年在深交所上市；2019 年，公司营收 21.85 亿元，其中食用香精/食品配料/日用香精营收分别为 19.8/0.98/0.79 亿元（占比 90.6%/4.5%/3.6%），同比-1.4%/+41.34%/+16.56%，归母净利 12.36 亿元，同比+5.09%；2020Q1，公司营收 4.45 亿元，同比+0.34%；扣非归母净利 2.52 亿元，同比+6.80%。以下我们从行业及公司层面具体展开：

### □ 中国香精香料市场保持较快增长，国内龙头有望加速发展。

1) 全球香精香料市场发展缓慢，中国市场保持较快增长。据 Leffingwell & Associates 数据，2017 年全球香精香料市场规模 263 亿美元（12-17 年 CAGR2.8%）。据中国香料香精化妆品工业协会数据，2018 年中国香精香料市场规模 403.2 亿元（10-18 年 CAGR9.1%），随着消费升级和内需扩大，国内香精香料行业将保持较快增长。2) 国际竞争格局相对稳定，国内龙头企业有望加速发展。据 Leffingwell & Associates 数据，2017 年全球前十大香精香料公司约占据全球销售额的 78.6%，其中奇华顿全球市占率为 19.5%，位列第一。在国内香精市场快速发展的背景下，国内市占率第一的公司华宝股份（2018 年国内市占率约 5.4%）具备本土优势、丰富客户资源，熟知国内消费者口味偏好，有望抓住机会进一步提升市占率。

### □ 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) 公司高分红率和高股息率具有吸引力。受益于公司稳固的市场地位，公司分红率可观（18/19 年股利支付率达到 210% 和 99%），高股息率具有吸引力（按 07 月 01 日收盘价，股息率达到 5.33%），能够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) 注重研发构筑技术壁垒。公司 2019 研发费用占比 7.53%，同比增长 9.88%（18 年/17 年研发费用占比 6.9%/8.4%）；目前拥有实现销售的香精配方总数超万个，拥有 109 项发明专利、25 项实用新型专利。4) 核心技术团队实力雄厚。公司实控人朱林瑶女士深耕香精香料行业 30 年，公司拥有专业调香师 67 名（资深调香师 41 名），核心技术团队助力公司发展。

### □ HNB 技术有望打开公司翻倍成长空间，大力拓展食用香精及食品配料业务。

1) HNB 烟草制品对香精需求较大，有望打开公司翻倍空间。2019 年，菲莫国际（全球第一大烟草公司）/日本烟草公司（日本最大烟草专卖公司）HNB 烟草制品营收占比分别为 18.7%/11.0%，IQOS 新型烟草制品在日本的渗透率约 17%。对标海外市场渗透率，国内 HNB 烟草制品渗透率有望达到 25%，同时 HNB 烟草制品对香精的需求或为传统烟草的多倍，公司作为国内烟草用香精龙头受益最显著，有望实现营收翻倍。2) 大力拓展食用香精及食品配料业务。2019 年，公司抓住食品行业当前发展机遇，拓展食品配料业务，成功研制抗光照乳化、透明乳化类产品；植物提取类产品已能应用于坚果炒货领域（新增客户：洽洽、盐津铺子、百草味等）；2019 年食品配料营收 0.98 亿元，同比增长 41.34%。3) 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共计 1.56 万吨，其中食用香精/食品配料/日用香精年产能分别为 1.27/0.19/0.10 万吨；未来规划年产能约 3.3 万吨（包含食品配料 2.23 万吨、食品用香精 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。

### □ 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

## 1. 中国香精行业龙头，深耕行业 24 年

### 1.1. 国内香精行业龙头，连续 6 年市占率第一

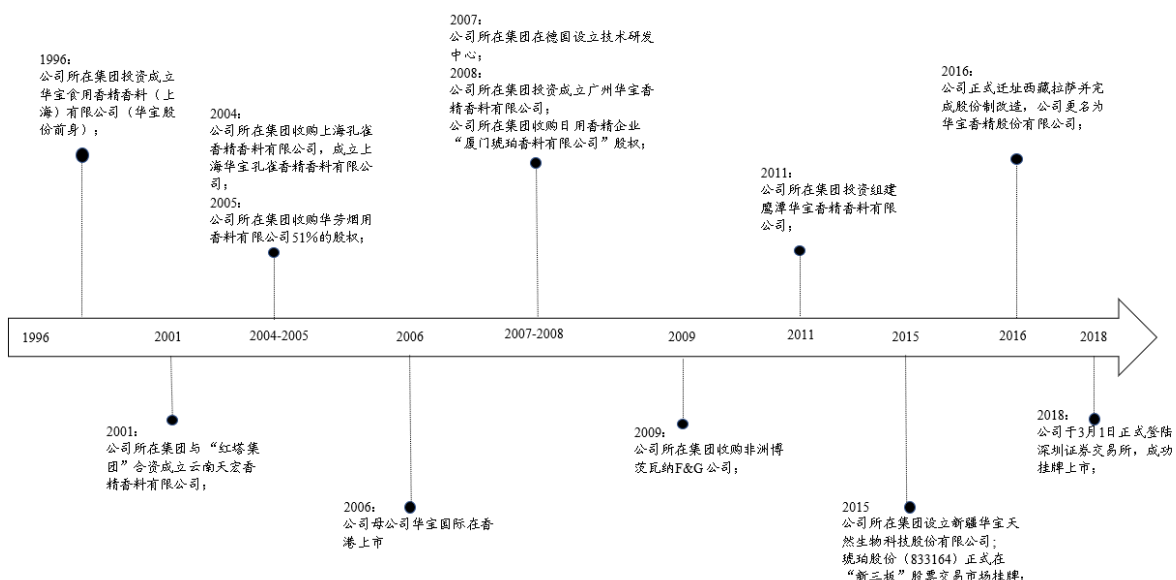
**深耕行业 24 年，香精行业龙头。**华宝香精股份有限公司（300741.SZ）前身是华宝食用香精香料（上海）有限公司，成立于 1996 年 6 月，2018 年于深交所上市，公司主要从事香精与食品配料的研发、生产和销售业务（2017 年烟草用香精/食品用香精营收占比 84.55%/8.37%），现拥有 33 家下属企业。根据中国香料香精化妆品工业协会数据，2014-2019 年，公司年销售额位居行业首位，已成长为中国香精行业龙头企业。

**1) 1996-2006 年，公司创立，母公司上市：**公司所在集团（华宝国际集团）于 1996 年投资设立华宝股份前身，即华宝食用香精香料（上海）有限公司；于 2001 年与“红塔集团”合资成立云南天宏香精香料有限公司；于 2004 年收购上海孔雀香精香料有限公司，成立上海华宝孔雀香精香料有限公司；于 2005 年收购华芳烟用香料有限公司 51% 股权；2006 年，公司母公司华宝国际（0336.HK）在香港上市。

**2) 2007-2017 年，公司所在集团扩大收购与投资，助力公司上市：**公司所在集团（华宝国际集团）于 2007 年在德国设立技术研发中心；于 2008 年投资成立广州华宝香精香料有限公司，同年，收购厦门琥珀香料有限公司股权（琥珀股份（833164.OC）于 2015 年在“新三板”市场挂牌）；于 2009 年收购非洲博茨瓦纳 F&G 公司；于 2011/2015 年分别投资组建鹰潭华宝香精香料有限公司/新疆华宝天然生物科技股份有限公司；2016 年，公司迁址西藏拉萨，更名为“华宝香精股份有限公司”。

**3) 2018 年至今，公司上市，募投项目促进发展：**2018 年，公司于深交所挂牌上市，股票简称“华宝股份”，募资 23.12 亿元，规划投资华宝鹰潭食品用香精及食品配料生产基地项目/华宝拉萨净土健康食品项目/华宝孔雀食品用香精及食品技术研发项目。

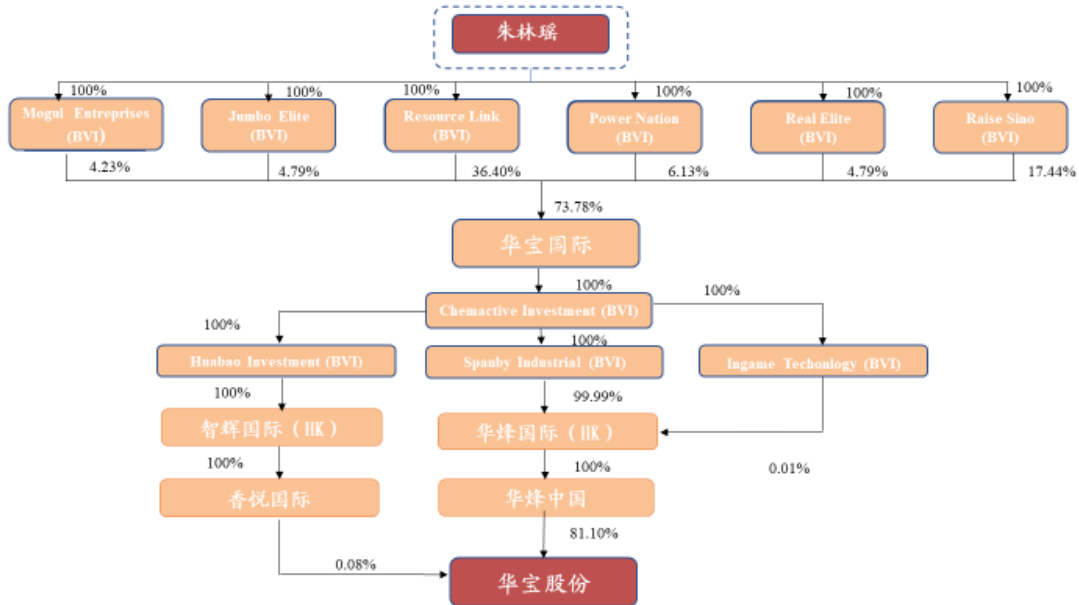
图 1：华宝股份发展历程



资料来源：公司官网，浙商证券研究所整理

实控人为朱林瑶女士，控制股权合计 81.18%。截至 2020 年 3 月 31 日，公司控股股东为华烽中国。实控人朱林瑶女士通过间接持有公司母公司华宝国际 73.78% 的股份而间接控制华烽中国，从而控制华宝股份股权合计 81.18%。

图 2：华宝股份股权结构（截至 2020 年 3 月 31 日）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

## 1.2. 2019 年业绩增长 5.09%，收益质量较高

### 1.2.1. 公司 19 年营收恢复增长，四费比率逐年降低

2019 年实现归母净利润 12.36 亿元，同比增长 5.09%。

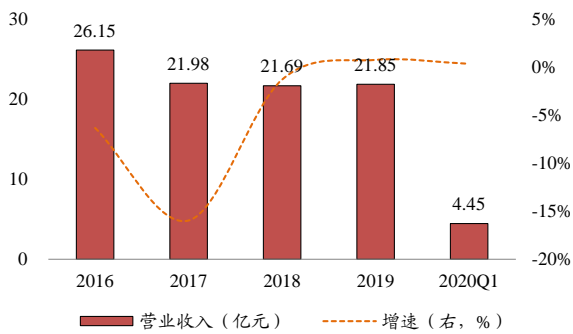
1) 2020 年 Q1，公司实现营业收入 4.45 亿元，同比增长 0.34%；实现归母净利润 2.69 亿元，同比下降 8.28%，主要由于受到新冠疫情影响、政府补助延后；实现扣非后归母净利润 2.53 亿元，同比增长 6.8%。

2) 2019 年，公司实现营业收入 21.85 亿元，同比增长 0.75%；实现归母净利润 12.36 亿元，同比增长 5.09%；实现扣非后归母净利润 11.18 亿元，同比增长 4.99%。

3) 2018 年，公司实现营业收入 21.69 亿元，同比下降 1.3%；实现归母净利润 11.76 亿元，同比增长 2.41%；实现扣非后归母净利润 10.65 亿元，同比增长 2.94%。

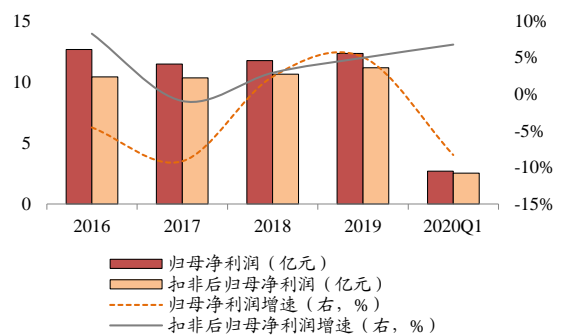


图 3：2016-2020Q1 华宝股份收入及增长情况



资料来源：Wind, Choice, 浙商证券研究所整理

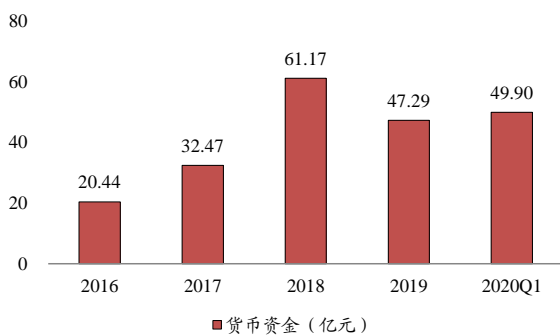
图 4：2016-2020Q1 华宝股份净利润及增长情况



资料来源：Wind, Choice, 浙商证券研究所整理

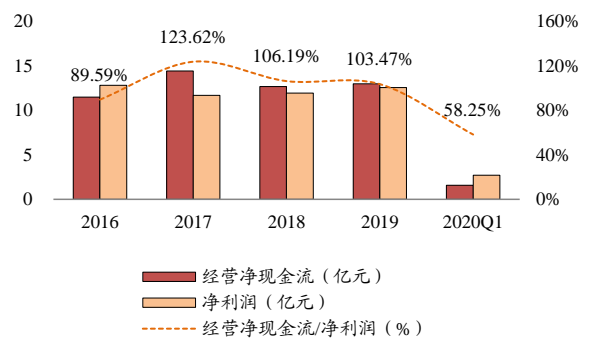
公司货币资金充沛，收益质量较高。2019 年，公司期末货币资金 47.29 亿元，同比下降 22.69%，主要由于本期向股东支付现金股利 12.19 亿元，股息支付率为 98.70%；2018 年，期末货币资金 61.17 亿元，同比增长 88.39%，主要由于募集资金（募资净额 23.12 亿元）及净现金流入。2019 年，公司经营净现金流 12.98 亿元，同比增长 2.36%，经营净现金流/净利润为 103.47%；货币资金充沛，收益质量较高；2018 年，公司经营净现金流 12.68 亿元，同比下降 12.11%。

图 5：2016-2020Q1 华宝股份货币资金情况



资料来源：Wind, Choice, 浙商证券研究所整理

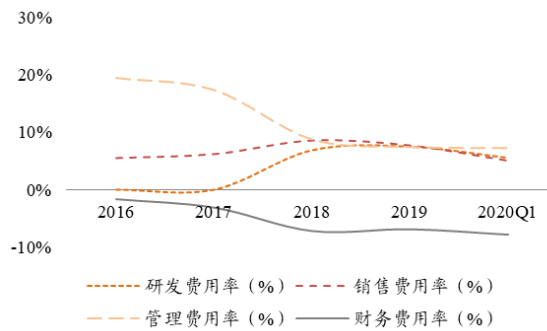
图 6：2016-2020Q1 华宝股份经营现金流情况



资料来源：Wind, Choice, 浙商证券研究所整理

公司四费比率逐年降低。2019 年，公司四费比率合计 15.80%（同比-1.25pct），由于实施精细化管理，期间费用得到有效的管控。2019 年销售费用 1.68 亿元（同比-9.46%），营收占比 7.70%（同比-0.87pct），主要由于业务及市场宣传费用支出减少（同比-27.3%）；管理费用 1.64 亿元（同比-14.30%），营收占比 7.48%（同比-1.31pct），主要由于增强费用管控、交通差旅费用及中介专业服务费用下降；研发费用 1.65 亿元（同比+9.88%），营收占比 7.53%（同比+0.63pct），主要由于研发项目调研及咨询费用增加。

图 7：2016-2020Q1 华宝股份费用率情况

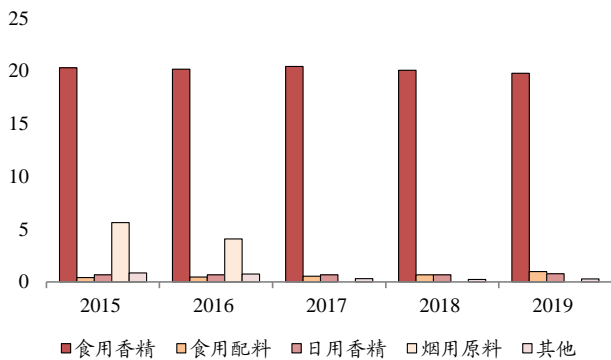


资料来源：Wind, Choice, 浙商证券研究所整理

### 1.2.2. 食用香精产品毛利贡献最大，日用香精产品毛利增速最快

食用香精营收最高，公司营收主要集中在境内。2019 年食用香精业务营收 19.79 亿元（同比-1.41%），营收占比 90.58%，收入贡献最大；食品配料业务营收 0.98 亿元（同比+41.34%），营收占比 4.47%，收入增长最快。分地区看，2019 年境内营收 21.75 亿元（同比+0.82%），营收占比 99.55%。

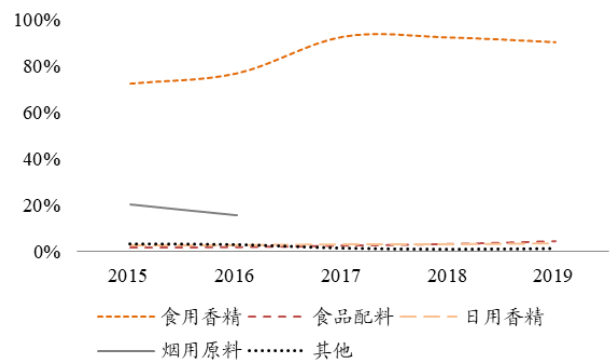
图 8：2015-2019 年华宝股份分品类营业收入（亿元）



资料来源：Wind, Choice, 浙商证券研究所整理

备注：2016 年 6 月，公司剥离了广东金叶等烟用原料业务企业

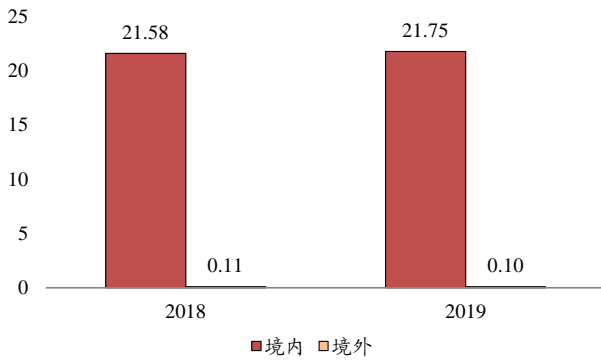
图 9：2015-2019 年华宝股份分品类营收占比 (%)



资料来源：Wind, Choice, 浙商证券研究所整理

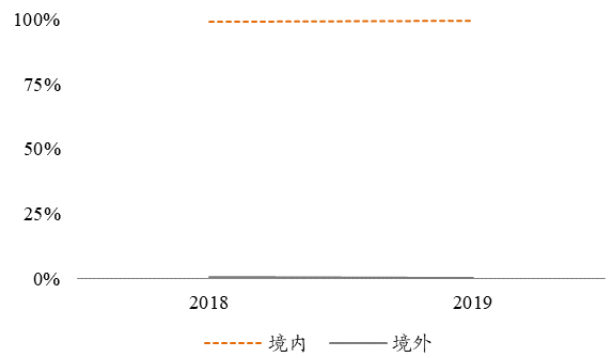
注：2016 年 6 月，公司剥离了广东金叶等烟用原料业务企业

图 10: 2018-2019 年华宝股份分地区营业收入 (亿元)



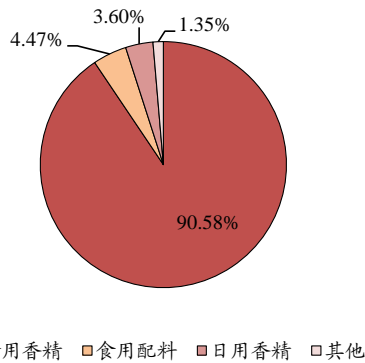
资料来源: Wind, Choice, 浙商证券研究所整理

图 11: 2018-2019 年华宝股份分地区营收占比 (%)



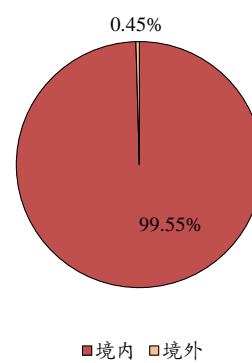
资料来源: Wind, Choice, 浙商证券研究所整理

图 12: 2019 年华宝股份分品类收入结构 (%)



资料来源: Wind, Choice, 浙商证券研究所整理

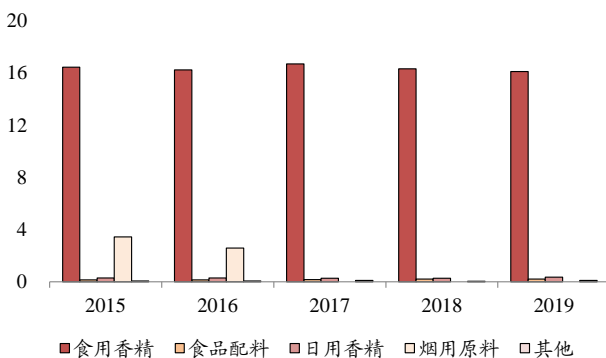
图 13: 2019 年华宝股份分地区收入结构 (%)



资料来源: Wind, Choice, 浙商证券研究所整理

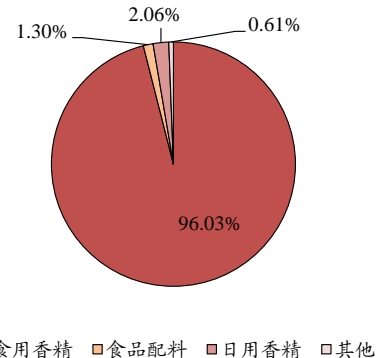
分品类看, 食用香精毛利贡献最大, 毛利率高达 80%。2019 年公司食用香精业务毛利 16.10 亿元 (同比-1.25%), 占公司总毛利的 96.03%, 占比最高; 2019 年食品配料业务毛利 0.22 亿元 (同比+9.4%), 占公司总毛利的 1.3%。2019 年日用香精毛利 0.35 亿元 (同比+24.65%), 占公司总毛利的 2.1%, 增速最快。2016-2019 年食用香精毛利率均保持在 80% 以上, 2019 年食用香精毛利率 81.36% (同比+0.13pct)。

图 14: 2015-2019 年华宝股份分品类毛利 (亿元)



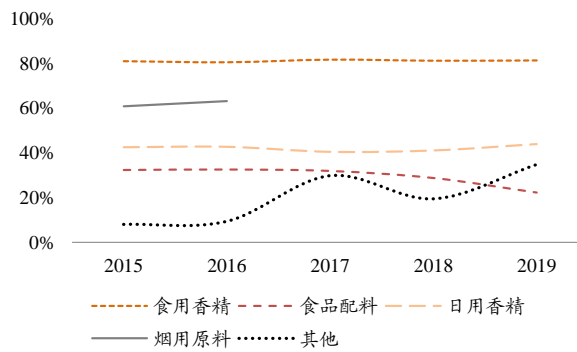
资料来源: Wind, Choice, 浙商证券研究所整理

图 15: 2019 年华宝股份毛利结构 (%)



资料来源: Wind, Choice, 浙商证券研究所整理

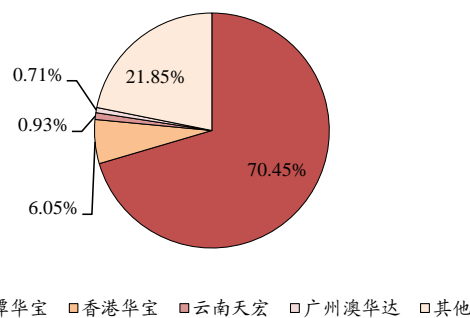
图 16: 2015-2019 年华宝股份分品类毛利率 (%)



资料来源: Wind, Choice, 浙商证券研究所整理

子公司鹰潭华宝利润贡献达 70.45%。2019 年, 参股控股子公司中主要利润来源为鹰潭华宝、香港华宝、云南天宏和广州澳华达, 持股比例分别为 100%/100%/60%/100%, 权益利润分别为 8.83/0.76/0.12/0.09 亿元, 占公司净利润的比例分别为 70.45%/6.05%/0.93%/0.71%, 鹰潭华宝主要从事食用香精(烟草用)的研发、生产和销售, 利润贡献最大。

图 17: 2019 年华宝股份主要子公司利润占比 (%)

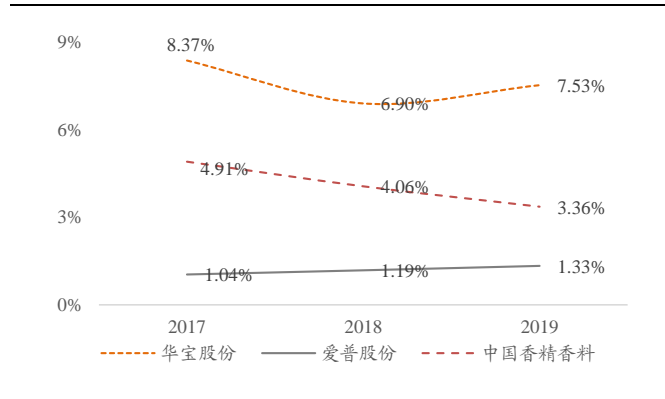


资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所整理

### 1.2.3. 持续投入研发，不断提升产品核心竞争力

研发费用率高于同行平均水平。公司 2019/2018/2017 年研发费用率分别为 7.53%/6.90%/8.37%，高于同行可比公司平均水平。公司持续投入研发，不断推出具有高附加值的创新型产品，提升公司产品核心竞争力。

图 18：2017-2019 年同行可比公司研发费用率对比（%）



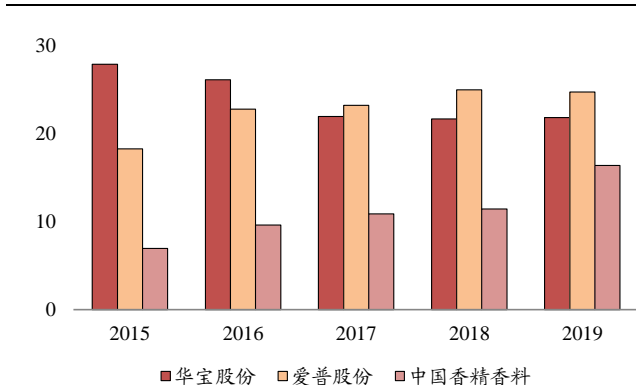
资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

备注：2020 年 6 月 10 日，中国香精香料更名为中国波顿

### 1.2.4. 收入、业绩、ROE 均处于同行样本平均水平以上

收入、业绩大幅高于同行样本平均水平。2019 年，公司实现营业收入 21.85 亿元（同比+0.75%），较同行样本平均值高约 6.19%；实现归母净利润 12.36 亿元（同比+5.09%），较同行样本平均值高约 811.07%。

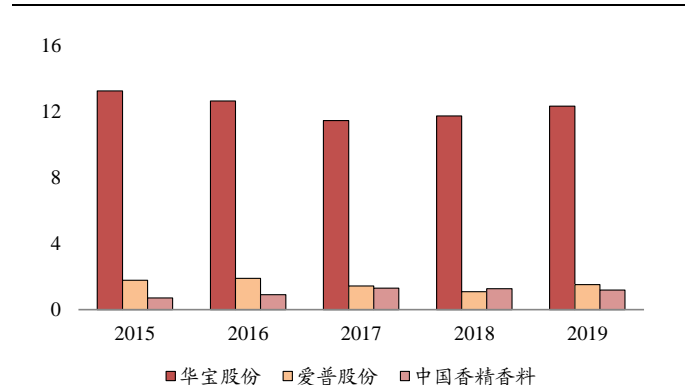
图 19：2015-2019 年同行可比公司营业收入对比（亿元）



资料来源：Wind, Choice, 浙商证券研究所整理

备注：2020 年 6 月 10 日，中国香精香料更名为中国波顿

图 20：2015-2019 年同行可比公司归母净利润对比（亿元）

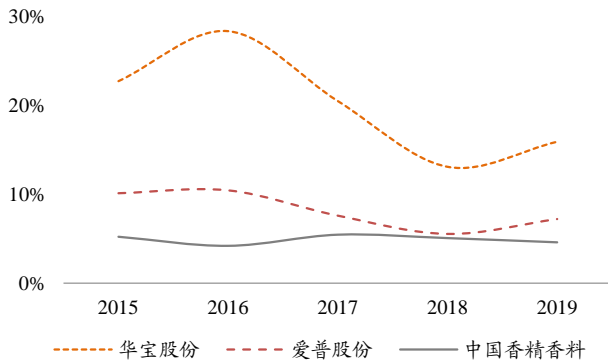


资料来源：Wind, Choice, 浙商证券研究所整理

备注：2020 年 6 月 10 日，中国香精香料更名为中国波顿

ROE 高于同行样本平均水平，盈利能力强。2015-2019 年，公司 ROE（摊薄）、销售毛利率、销售净利率均高于同行样本平均值。2019 年，公司 ROE（摊薄）/销售毛利率/销售净利率分别为 15.9%/76.75%/57.38%，较同行样本平均值分别高出约 10.00pct/43.31pct/48.96pct，公司盈利能力在行业中处于较强水平。

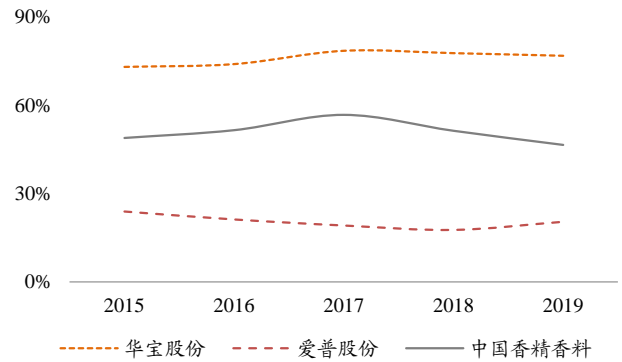
图 21：2015-2019 年同行可比公司 ROE（摊薄）对比（%）



资料来源：Wind, Choice, 浙商证券研究所整理

备注：2020 年 6 月 10 日，中国香精香料更名为中国波顿

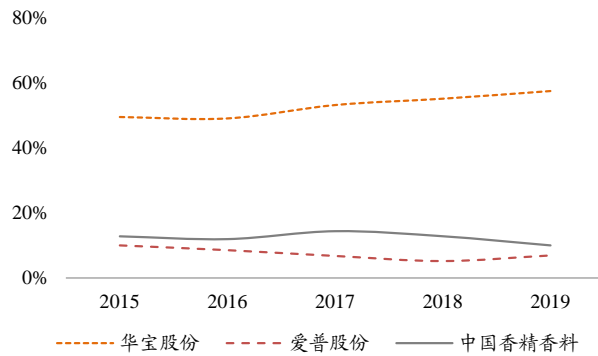
图 22：2015-2019 年同行可比公司销售毛利率对比（%）



资料来源：Wind, Choice, 浙商证券研究所整理

备注：2020 年 6 月 10 日，中国香精香料更名为中国波顿

图 23：2015-2019 年同行可比公司销售净利率对比（%）



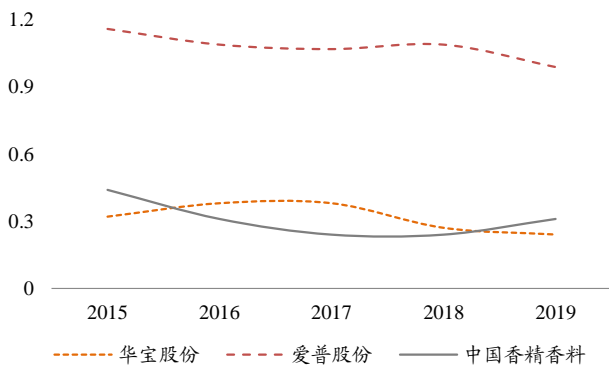
资料来源：Wind, Choice, 浙商证券研究所整理

备注：2020 年 6 月 10 日，中国香精香料更名为中国波顿

**总资产周转率低于同行样本平均水平。**2015-2019 年，公司营运能力较稳定，2019 年公司总资产周转率为 0.24 次，较同行样本平均值低约 0.41 次。2015-2019 年，公司权益乘数呈下降趋势，2019 年公司权益乘数为 1.06，较同行样本平均值低约 0.51，财务杠杆控制良好。



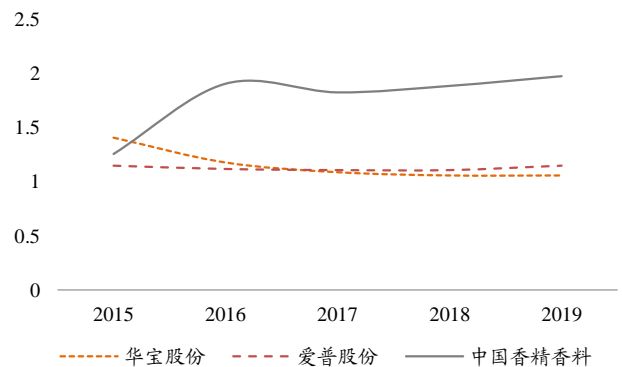
图 24：2015-2019 年同行可比公司总资产周转率对比（次）



资料来源：Wind, Choice, 浙商证券研究所整理

备注：2020 年 6 月 10 日，中国香精香料更名为中国波顿

图 25：2015-2019 年同行可比公司权益乘数对比



资料来源：Wind, Choice, 浙商证券研究所整理

备注：2020 年 6 月 10 日，中国香精香料更名为中国波顿

### 1.3. IPO 募资扩充产能，深耕香精及食品配料业务

**IPO 募资扩充产能、加大研发投入。**华宝股份于 2018 年 3 月 1 日公开发行股票 6,159 万股，发行价格 38.60 元/股，募集资金净额为 23.12 亿元（总额为 23.77 亿元），其中 16.63 亿元（占募资净额的 71.94%）将逐步投入涉及产能、研发的 3 个项目，分别为：1) 华宝鹰潭项目（3.5 万吨/年），拟投入募集资金总额 10.35 亿元，内部收益率 18.40%；2) 华宝拉萨项目（0.3 万吨/年），拟投入募集资金总额 4.71 亿元，内部收益率 30.07%；3) 华宝孔雀研发项目，拟投入募集资金总额 1.58 亿元，拟将华宝孔雀现有厂房改造成研发技术中心，提升公司产品力。本次募资净额的 6.49 亿元（占比 28.06%）用于补充公司流动资金，满足公司内生性增长与收购兼并外延式增长的需求。

**募投项目进展缓慢，完成时间延期。**华宝鹰潭项目前期受制于江西鹰潭雨水较多，进展不及预期，截至 2019 年末投资进度为 9.58%；华宝拉萨项目受制于拉萨地区高原气候、施工时间短等因素，进度放缓，截至 2020 年一季度投资进度为 3.77%；华宝孔雀研发项目前期由于华宝鹰潭项目进度缓慢导致生产过渡延期，公司于 2019 年对该项目进行了优化设计，拟对实施地点进行重新规划，项目开工滞后，截至 2020 年一季度投资进度为 0.11%。上述项目实施进度缓慢，为降低投资风险，公司于 2020 年 2 月决定将华宝鹰潭/华宝拉萨/华宝孔雀研发项目延期，项目完成时间分别延期至 2023 年末/2022 年末/2022 年末，本次延期未改变募投项目内容、投资总额、实施主体，符合公司长远发展规划。

**表 1：募集资金投资项目（截止 2020Q1）**

序号	项目	拟投入募集资金总额（亿元）	项目投资总额（亿元）	内部收益率（税前）	投资进度	达到预定可使用状态日期	
						原计划	延期后
1	华宝鹰潭食品用香精及食品配料生产基地项目	10.35	11.16	18.40%	9.58%	2021年3月1日	2023年12月31日
2	华宝拉萨净土健康食品项目	4.71	5.08	30.07%	3.77%	2020年3月1日	2022年12月31日
3	华宝孔雀食品用香精及食品技术研发项目	1.58	1.70	-	0.11%	2020年8月1日	2022年12月31日
4	补充流动资金	6.49	7.00	-	-	-	-
	合计	23.12	24.94	-	-	-	-

资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

**增资 4 家子公司，深耕食用香精和食品配料业务。**2018 年初-2019 年末，公司重大股权投资金额合计 5.19 亿元，用于投资 4 家子公司。其中 5.10 亿元分别用于增加全资子公司江西孔雀/拉萨华宝/华宝孔雀的注册资本，投资金额分别为 2.00/1.50/1.60 亿元，增资后注册资本分别变更为 3.00/1.70/2.60 亿元，其中江西孔雀/拉萨华宝的增资来源分别为 IPO 募投的华宝鹰潭/华宝拉萨项目的募集资金，子公司华宝孔雀增资来源中的 98.71% 为 IPO 募投的华宝孔雀研发项目的募集资金，其余为自有资金，江西孔雀、拉萨华宝、华宝孔雀此次增资的募集资金部分将分别用于对应募投项目的实施。公司于 2018 年以自有资金 0.085 亿元设立并增资子公司上海嘉萃，增资后公司持股比例为 85%。以上所投的 4 家子公司的主营业务涉及食用香精、食品配料以及食品添加剂，公司深耕食用香精和大力发展食品配料业务，进军特殊医学用途配方食品领域，不断延伸现有产品和业务。

**表 2：华宝股份重大股权投资（2018 年初-2019 年末）**

序号	被投资公司名称	主要业务	设立出资（亿元）	增资金额（亿元）	注册资本（亿元）		持股比例	资金来源
					增资前	增资后		
1	江西省华宝孔雀食品科技发展有限公司	食品香精、食品配料研发、生产、销售及相關应用	-	2.00	1.00	3.00	100%	华宝鹰潭项目的募集资金
2	拉萨华宝食品有限公司	天然食品的研发、生产及销售	-	1.50	0.20	1.70	100%	华宝拉萨项目的募集资金
3	上海华宝孔雀香精有限公司	生产及批发食品用香精及食品添加剂	-	1.60	1.00	2.60	100%	华宝孔雀研发项目的募集资金（98.71%）/自有资金（1.29%）
4	上海嘉萃生物科技有限公司	生物技术推广服务、销售食品与食品添加剂添、从事货物及技术进出口业务	0.07	0.015	0.07	0.10	85%	自有资金
	合计	-	0.07	5.115	-	-	-	-

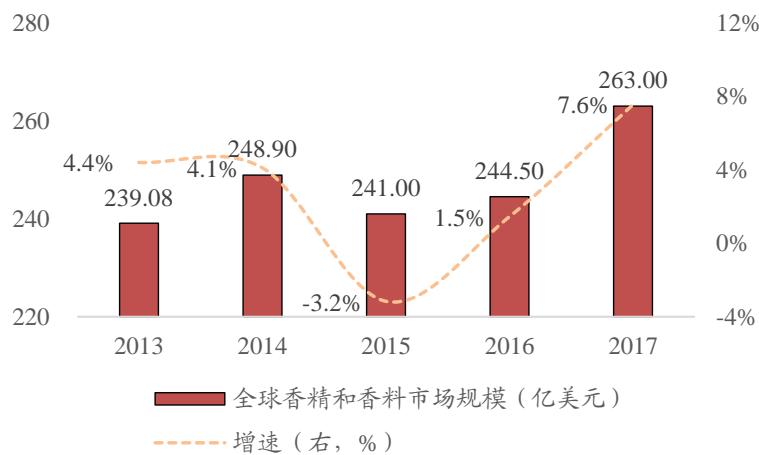
资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

## 2. 中国香精香料市场保持较快增长，国内龙头有望加速发展

### 2.1. 全球香精香料市场竞争格局稳定，中国市场成为各大厂商必争之地

消费者对食品、日用品的品质要求日益提升，促进香精香料行业规模稳步增长。随着世界各国尤其是发展中国家经济持续发展，人民生活水平不断提高，消费者追求更加高品质和精致的产品，促进香精行业持续发展。据 Leffingwell & Associates 统计数据，全球香精香料市场 2013 年的销售额为 239.08 亿美元，2017 年达到 263.00 亿美元，2013-2017 年复合增长率为 2.4%，保持稳步发展。据 IAL 咨询数据，分地区来看，其中非洲/亚洲/美洲中部地区的香精香料市场规模增速相对较快，2013-2018 年复合增长率分别为 4.5%/4.0%/4.5%，高于欧美发达地区。

图 26：全球香精香料市场规模



资料来源：Leffingwell & Associates，浙商证券研究所整理

表 3：全球各地区香精香料销售额

序号	地区	2013(百万美元)	2018(百万美元)	2018 占比	2013-2018CAGR
1	非洲	775.03	964.16	3.9%	4.5%
2	亚洲	7,020.82	8,532.46	34.1%	4.0%
3	美洲中部	620.89	775.47	3.1%	4.5%
4	欧洲中部	482.97	536.35	2.1%	3.1%
5	东欧	935.25	1104.9	4.4%	3.4%
6	中东	440.84	539.09	2.2%	4.1%
7	北美	5,068.68	5,753.09	23.0%	2.6%
8	南美	1,763.74	2,055.11	8.2%	3.1%
9	西欧	4,252.16	4,710.34	18.8%	2.1%
	总计	21,360.37	24,997.96	100.0%	3.2%

资料来源：IAL 咨询，浙商证券研究所整理

全球香精香料市场竞争格局稳定，中国市场成为各大厂商必争之地。全球香料产业处于高度集中态势，2017 年前十大香精香料公司占据全球约 78.6% 销售额（同比上升 0.6pct），并且这些公司高度集中在瑞士、美国等发达国家。国际十大香精香料公司在本国的销售额占 30%-50%，其余 50%-70% 产品销售到其他地区和国家，传统欧美香精香料消费市场目前已经趋于饱和。大多数发达国家的香精香料行业增长相对缓慢，而发展中国家的市场潜力相对较大，拥有较

广阔的发展前景。国际香精香料巨头 IFF、奇华顿、芬美意、德之馨等纷纷在华投资建厂，抢占中国市场份额。近几年，我国香精香料市场销售额占全球比例逐年上升，国内 TOP1 公司华宝股份（2018 年国内市占率约 5.4%，根据 2018 年公司营收占国内香精香料行业市场规模计算得出）具备本土优势、丰富客户资源，熟知国内消费者口味偏好，有望抓住机遇进一步提升市占率。

**表 4：国际香精香料公司在华建厂情况**

序号	时间	公司	地点	备注
1	1995	芬美意	云南昆明	原料生产厂
2	2001	芬美意	上海闵行	日化和食用香精
3	2008	德之馨	上海浦东	提供食品用香精、咸味食品香精、食品添加剂乳化香精等
4	2013	IFF	广东广州	食用香精生产基地
5	2017	IFF	浙江建德	香料配料工厂
6	2017	奇华顿	江苏常州	覆盖日用香精业务，包括香水、牙化香精、微胶囊和产品包装
7	2017	芬美意	江苏张家港	世界级食用香精工厂
8	2018	德之馨	江苏南通	德之馨在中国设立的第二个也是最大的生产基地

资料来源：公开资料整理，浙商证券研究所整理

**表 5：全球香精香料公司竞争格局**

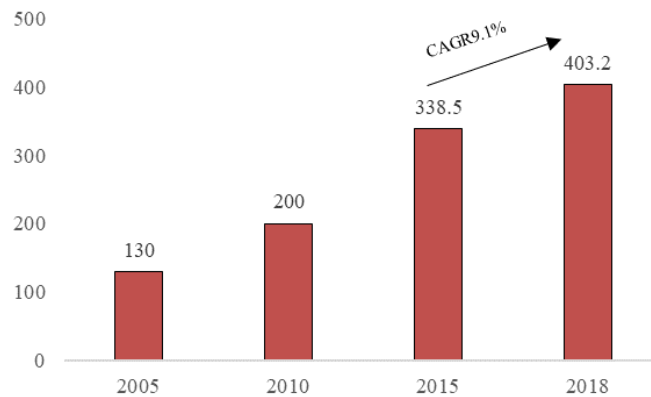
序号	名称	所属国家	产品类型	2016 年		2017 年	
				收入(百万美元)	占比	收入(百万美元)	占比
1	奇华顿 Givaudan	瑞士	日化香精、食用香精、烟用香精、香精原料	4,734.1	19.4%	5,132.8	19.5%
2	芬美意 FIRMENICH	瑞士	食用香精、日化香精	3,391.0	13.9%	3,668.4	13.9%
3	国际香精香料 IFF	美国	日化香精、食用香精、烟用香精	3,116.4	12.7%	3,398.7	12.9%
4	德之馨 Symrise	德国	日化香精、食用香精、香精原料	2,321.3	9.5%	2,672.6	10.2%
5	高砂 TAKASAGO	日本	日化香精、食用香精	1,260.3	5.2%	1,185.4	4.5%
6	曼氏 MANE SA	法国	日化香精、食用香精	1,170.7	4.8%	1,306.1	5.0%
7	花臣 FRUTAROM	以色列	日化香精	1,067.05	4.4%	1,271.4	4.8%
8	森馨公司 SENSIENT*	美国	日化香精、食用香精	653.8	2.7%	618.8	2.4%
9	ROBERTET SA	法国	日化香精	517.9	2.1%	570	2.2%
10	长谷 T.HASEGAWA	日本	日化香精、食用香精	438.6	1.8%	428.1	1.6%
11	华宝	中国	食用香精、烟用香精	377.2	1.5%	416.2	1.6%
	其他	-	-	5,410	22.1%	5,631.5	21.4%
	总计	-	-	24,450	100.0%	26,300	100.0%

资料来源：Leffingwell & Associates，浙商证券研究所整理

## 2.2. 消费升级和国内需求扩大，国内香精香料市场规模保持较快增长

消费升级和国内需求不断扩大，国内香精香料行业规模保持较快增长。香精香料被广泛应用于下游多个领域（烟用、食品、日化等），据中国香料香精化妆品工业协会数据，2005年全国香精香料产品的年销售额约为130亿元，到2018年增长至403.2亿元，2005-2018年均复合增长率为9.1%。随着城镇化率提升和消费持续升级，国内香精行业仍将保持较快增长。

图 27：2005-2018 年中国香精香料行业市场规模（亿元）

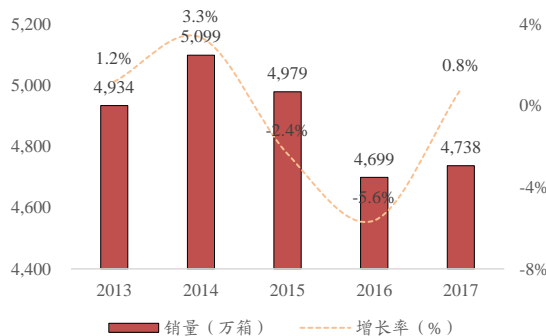


资料来源：中国香料香精化妆品工业协会，前瞻产业研究院，浙商证券研究所整理

### 2.2.1. 卷烟市场实现恢复性增长，中高端卷烟销量占比提高

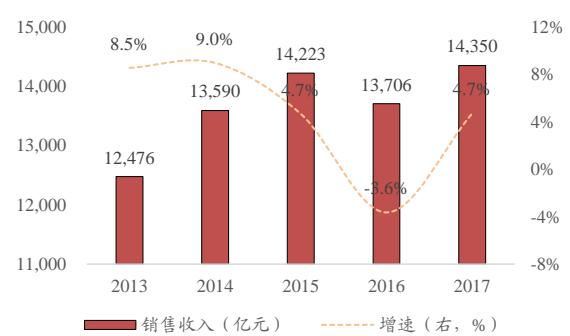
国内卷烟销量实现恢复性增长。2017年全国卷烟销量为4,738万箱，同比增长0.82%，卷烟销量实现恢复性增长。2017年全国卷烟销售收入为14,350亿元，同比增长4.70%。根据近几年发展态势，国内卷烟销售收入在经历2016年回落后于2017年起稳回升，此外一类二类中高端卷烟的销量占比也在持续提升。

图 28：2013-2017 年全国卷烟销量及增长率



资料来源：国家统计局，浙商证券研究所整理

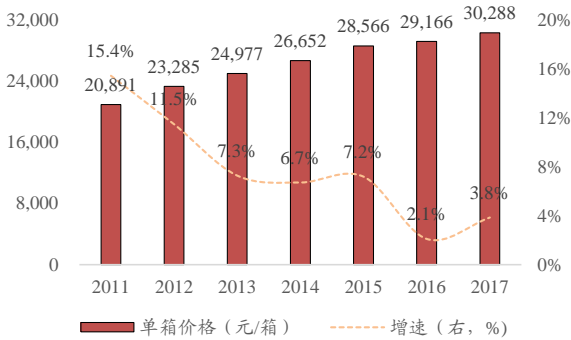
图 29：2013-2017 年全国卷烟销售收入及增长率



资料来源：国家统计局，浙商证券研究所整理

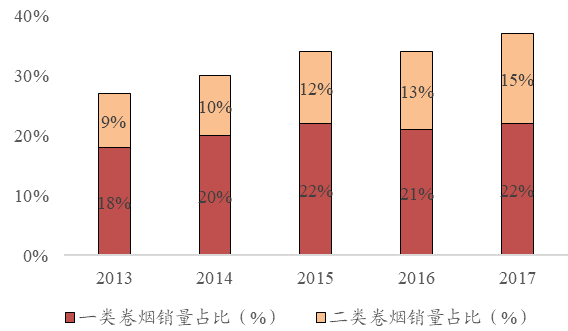
卷烟市场消费持续升级，中高端卷烟销量占比不断提升，未来烟用香精仍有提价空间。据中国烟草，卷烟价格由2011年的约2.0万元/箱升至2017年3.03万元/箱，2011-2017年均复合增速为6.4%。其中一类、二类卷烟销量占比不断提升，由2013年27%提升至2017年37%，卷烟市场消费升级明显，将进一步推动烟用香精市场规模提升。

图 30：2011-2017 年全国卷烟单箱价格及增长率



资料来源：中国烟草，浙商证券研究所整理

图 31：一类、二类卷烟销量占比不断提升

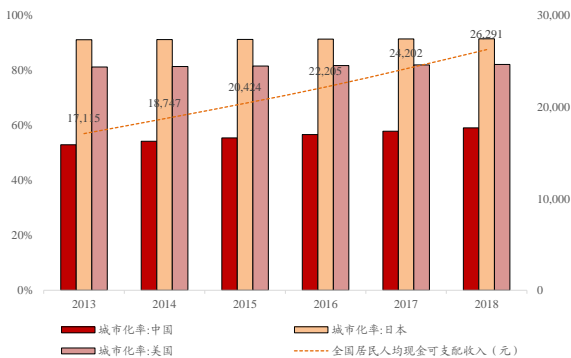


资料来源：中国烟草，浙商证券研究所整理

### 2.2.2. 餐饮行业需求旺盛，带动食品香精及食品配料行业发展

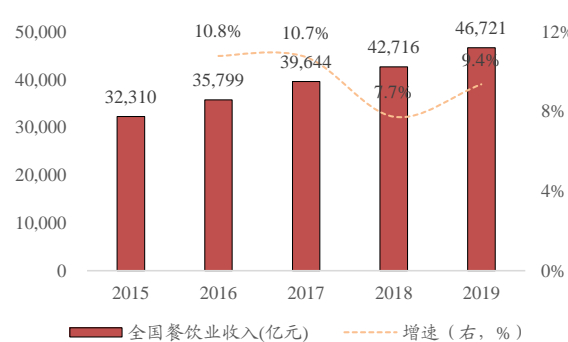
**消费升级持续带动食品配料行业发展。**食品配料是食品制造的重要原材料之一，在食品及餐饮行业得到广泛应用，如方便食品、火锅底料、酱卤肉制品、速冻食品、烘烤食品等。随着中国城镇化率不断提升（13-18 年上升 6.2pct）和国内消费升级（13-19 年人均可支配收入复合增速 9.0%），消费者追求更加高品质的餐饮和生活；餐饮行业需求旺盛（15-19 年均复合增速 9.7%），将持续推动食品香精及食品配料行业规模提升。

图 32：国内人均可支配收入和城市化率不断提高



资料来源：联合国，国家统计局，浙商证券研究所整理

图 33：全国餐饮行业收入



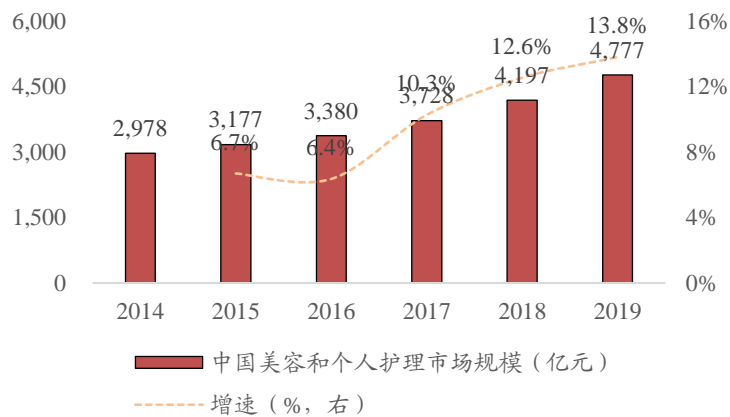
资料来源：中国饭店协会，浙商证券研究所整理

### 2.2.3. 美容及个护市场持续增长，推动日化香精行业发展

**消费者注重个人洗护和公共卫生意识提升，推动日化香精行业发展。**日化香精主要添加在香水、化妆品、洗涤剂等产品，目的主要是让消费者在使用产品过程中能够嗅到舒适宜人的香气。在日化产品当中，香精使用量占比很小，但作用却是至关重要。据欧睿数据，2014 年，我国美容及个人护理市场约为 2,978 亿元，2019 年达到约 4,777 亿元，2014-2018 年均复合增长率为 9.9%。随着国内消费升级和公共卫生意识提升，国内美容及个人护理市场规模将持续增长，推动日化香精行业发展。



图 34：2014-2019 年中国美容及个人护理市场规模



资料来源：欧睿，浙商证券研究所整理

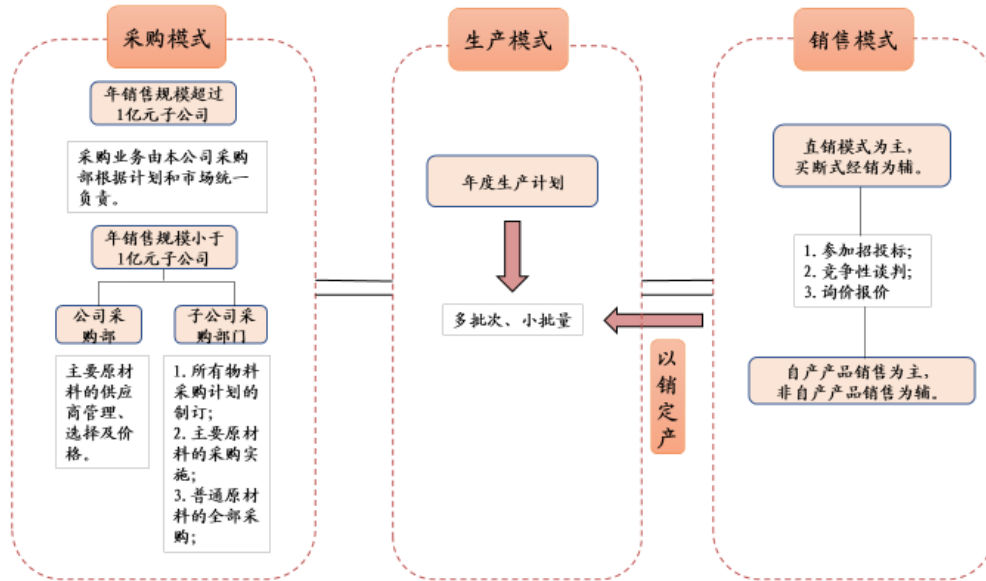
备注：美容及个人护理包括婴儿和儿童专用产品、洗澡和淋浴、除臭剂、头发护理、彩色化妆品、男士梳妆、口腔卫生、香水、护肤品、脱毛剂、防晒品和套装/套件的集合

### 3. 高分红率和高股息率具有吸引力，核心技术团队实力雄厚

#### 3.1. 长期专注香精与食品配料业务发展

公司主要从事香精与食品配料的研发、生产和销售业务。公司的主要销售产品为食用香精、日用香精以及食品配料，广泛应用于卷烟、食品、饮料、日化等多个领域。公司的主要客户有多个省级中烟工业公司、亿滋、汇源、光明、百事、白猫、立白等。公司拥有 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，是国内香精行业的龙头企业。子公司（年销售规模超过 1 亿元）的采购业务由公司采购部统一负责，公司采购部根据计划部门及市场资源状态落实采购工作；子公司（年销售规模小于 1 亿元）主要原材料的供应商管理、选择及价格确定由公司采购部统一负责，子公司采购部门负责所有物料采购计划的制订、主要原材料的采购实施工作、普通原材料的全部采购工作；公司采用计划生产与以销定产相结合的生产方式，以保障产品供应；销售方面，公司采用以直销方式为主，经销方式为辅的销售模式，2018 年上市时，公司 95% 以上的产品销售采用直销模式，销售产品大部分为自主生产产品，存在少量非自主生产产品，以满足客户需求，保证经济效益。

图 35：华宝股份商业模式



资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

表 6：华宝股份主要产品及客户

产品类型	应用领域	产品系列	主要客户（品牌）
食用香精	烟草用领域	清香型、辛香型、果香型、花香型、甜香型；焦香型、可可香型、膏香型、烘焙香型、豆香型	
	食品用领域	果蔬类香精、奶味香精、花香类精、五谷杂粮类香精、茶类香精、天然香精、口感类香精、异域风情类香精、猪肉风味香精	
日用香精	日化领域	花香类香精、果香类香精、复合花果类香精、木香类香精	
食品配料	食品用领域	调味粉、调味膏、调味汁、调味油	

资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

### 3.2. 公司分红率可观，高股息率提供良好中长期回报

公司具备高分红率和高股息率。公司分红率可观，19年每10股分红19.8元，分红率达98.70%；18年每10股分红40元，分红率达209.54%。公司具备高股息率，按07月01日收盘价，股息率高达5.33%，有望提供良好的中长期回报；随着未来业绩的不确定性下降，公司有望实现更加稳定的高分红及派息。

表 7：2017-2019 年华宝股份现金分红政策

分红年度	每 10 股分红金额(含税,元)	分红总股本(股)	现金分红总金额(含税,元)	分红率(%)
2017	2	615,880,000	123,176,000	10.73%
2018	40	615,880,000	2,463,520,000	209.54%
2019	19.8	615,880,000	1,219,442,400	98.70%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

### 3.3. 打造多个知名品牌，具备丰富客户资源

品牌力积累 24 年，拥有“孔雀”等多个知名品牌。公司深耕香精行业 24 年，拥有“喜登”、“华宝”、“孔雀”、“天宏”、“琥珀”等一系列知名品牌。其中公司的全资子公司华宝孔雀的历史可追溯至 1947 年，食品用香精品牌“孔雀”诞生后，自八十年代始连年上榜上海市著名商标和名牌产品，“几乎每个人的胃里都有孔雀香精”是“孔雀”品牌力的强劲体现；控股子公司厦门琥珀成立于 1998 年，为福建省著名商标，在日用香精细分板块熏香及消杀领域处于行业领先地位；控股子公司云南天宏于 2001 年由公司所在集团（华宝国际集团）和云南红塔集团合资成立，为云南省著名商标，以高品质烟用香精产品迅速占领市场，2018 年销售收入及利税位居云南省同类公司第一。公司凭借优质的品牌效应提升其市场开拓能力，为进一步发展提供可靠保障。

图 36：华宝股份旗下知名品牌



资料来源：公司官网，浙商证券研究所整理

客户资源丰富，实现卷烟、食品、日化等多领域覆盖。公司客户遍及卷烟、食品、饮料、日化等多个领域，其中烟用香精客户为中国烟草总公司下属各大省级中烟公司，2017 年中国烟草总公司贡献销售额占总收入比例 82.03%，为公司收入主要来源，公司和省级中烟公司长期保持广泛和稳定的客户关系，在烟草香精市场中具备较强的不可替代性。公司在食品用香精、食品配料、日用香精领域也拥有丰富的客户资源，其中食品用香精客户多为知名食品饮料公司，如亿滋、百事、光明、达利、上好佳、双汇等，截至 2018 年 3 月，公司客户基本覆盖全国性知名企业，同时辐射

全国 29 个省级行政区、300 多个地级市的地方企业；食品配料客户有金锣、洽洽、百草味、盐津铺子等，多为各细分领域领先品牌；日用香精客户有榄菊、立白等知名日化公司。

表 8：华宝股份主要客户

产品类型	应用领域	主要客户（品牌）
	烟草用领域	
食用香精	食品用领域	   
		   
食品配料	食品用领域	       
日用香精	日化领域	     

资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

深度绑定大客户，与烟草客户成立合资公司。公司长期与烟草公司保持良好的合作关系，并与客户合资设立多家公司（广州华芳、云南天宏、青岛华宝、上海丹华），加深与各大烟草公司合作，进一步了解客户需求，提高公司在烟草香精行业的核心壁垒。

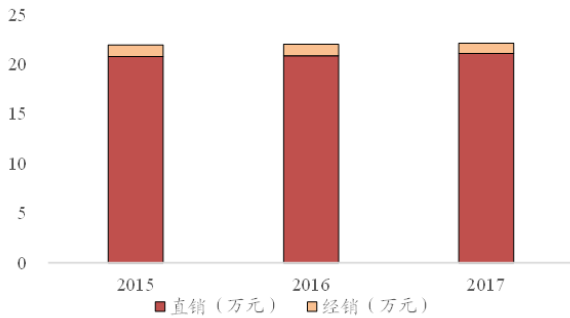
表 9：华宝股份与烟草客户设立的合资公司

公司	创立时间	股权结构	相关烟草公司
广州华芳	1992 年 10 月 16 日	华宝股份 51%、中国烟草投资 32.7%、广东中烟 16.3%	广东中烟
云南天宏	2001 年 06 月 25 日	力昇国际（华宝股份子公司）40%、云南合和 40%、华置贸易 20%	云南中烟
青岛华宝	2003 年 05 月 06 日	华宝股份 70%、颐中（青岛）30%	山东中烟
上海丹华	2012 年 07 月 23 日	华宝股份 72%、上海牡丹 28%	上海烟草

资料来源：企查查，公司公告，浙商证券研究所整理

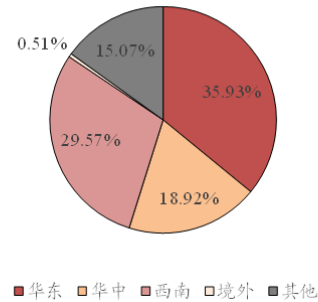
**直销模式为主，销售网络布局全国。**公司产品销售主要采用直销模式，并依据客户的企业性质及采购模式不同，分别采取参加招投标、竞争性谈判、询价报价等形式，其中面对国有性质客户一般采用招投标方式；部分通用型产品采取买断式经销方式向中小客户销售；2017年直销渠道收入21.13亿元（占主营业务收入比例95.36%），经销渠道收入1.03亿元（占主营业务收入比例4.64%）。公司大力拓展销售渠道，形成布局全国的销售网络；分地区看，2017年华东/西南/华中地区占主营业务收入比例比较高，分别为35.93%/29.57%/18.92%；2019年公司拥有203名销售人员（占员工总数23.32%），销售费用1.68亿元（营收占比7.70%）。

图 37：2015-2017 年华宝股份主营业务收入按销售模式划分



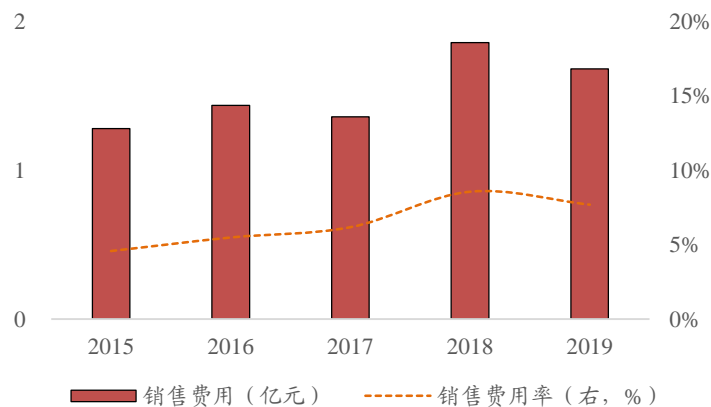
资料来源：招股说明书，浙商证券研究所整理

图 38：2017 年华宝股份主营业务收入按地区划分



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所整理

图 39：2015-2019 年华宝股份销售费用及销售费用率



资料来源：公司公告，招股说明书，浙商证券研究所整理

### 3.4. 多业务板块共同发展，注重研发构筑核心壁垒

**三大业务板块共同发展，不断丰富产品矩阵。**公司主要产品分为食用香精（烟草用香精、食品用香精）、食品配料和日用香精三大板块。

1) 食用香精板块为公司主要收入来源，19年营收19.79亿元（占比90.58%），同比下降1.41%；其中烟草用香精主要由公司子公司鹰潭华宝等生产，运用于卷烟产品，公司根据客户要求定制化设计多款香型，如清香型、辛香型、果香型等；食品用香精主要由公司子公司华宝孔雀等生产，运用于食品饮料类产品，公司贴合市场需要研发设计出果蔬类香精（甜橙味、苹果味等）、奶味香精（牛奶味、炼奶味、芝士味等）等系列产品。



2) 公司着力拓展食品配料板块, 19 年营收 0.98 亿元 (占比 4.47%), 同比增长 41.34%; 食品配料主要由公司子公司新疆华宝等生产, 运用于各类休闲食品, 包括配料粉 (牛肉粉、海苔调味粉等)、配料酱 (麻辣酱、蘑菇酱等) 等产品。

3) 公司加大日用香精板块市场开拓, 19 年营收 0.79 亿元 (占比 3.60%), 同比增长 16.56%; 日用香精主要由公司子公司厦门琥珀生产, 运用于各类日化产品 (熏香消杀、各类护理化妆品、洗涤剂等), 公司针对不同日化产品研发特定香型, 如针对洗衣液产品的甜木香、果香等, 针对卫生香产品的檀木香、花香等。

**表 10: 华宝股份主要产品**

产品类型	应用领域	产品系列	核心公司
烟草用香精	烟丝用 (表香、加料)、滤棒用、卷烟纸用、内衬纸用	清香型、辛香型、果香型、花香型、甜香型、焦香型、可可香型、膏香型、烘焙香型、豆香型	德国研发中心, 非洲博茨瓦纳 F&G、鹰潭华宝、云南天宏、广州华芳、广州澳华达
食品用香精	乳品饮料类、坚果炒货类、冷饮类、糖果类、槟榔类、膨化食品类、烘焙类、肉制品类、休闲小食类	果蔬类香精、奶味香精、花香类香精、五谷杂粮类香精、茶类香精、天然香精、口感类香精、异域风情类香精、猪肉风味香精	江西华宝、华宝孔雀、广州华宝
食品配料	膨化食品类、炒货类、烘焙类、肉制品类、面制食品类、方便食品类、休闲小食品类等	配料粉、配料酱、配料汁、配料油	新疆华宝、上海嘉萃
日用香精	熏香消杀类、洗涤剂用类、个人护理化妆品类、芳香剂类、工业制品类	花香类香精、果香类香精、复合花果类香精、木香类香精	厦门琥珀

资料来源: 招股说明书, 公司官网, 浙商证券研究所整理

**核心技术团队实力雄厚。**公司研发实力雄厚, 截至 2019 年 12 月 31 日, 拥有研发技术人员 183 名, 其中调香师 67 名 (副高级以上的资深调香师 41 名), 同时在德国设有研发中心, 在中国多地设企业技术中心。公司持续投入研发, 形成包括香精配方和制备技术在内的核心技术, 1) 香精配方方面, 由于公司销售的香精产品会根据客户需要和加香产品特点进行个性化设计, 目前公司拥有实现销售的香精配方总数超万个; 2) 制备技术方面, 公司拥有中式卷烟的数字调香技术, 大幅提高甘草粉、可可粉及树苔浸膏在烟用香精中应用价值的均质分散技术, 成熟的美拉德反应制备技术, 以及可制备出优质香精产品的微乳化工艺等核心技术, 2017 年采用核心技术制备的产品营收为 21.65 亿元 (占比 98.54%)。公司在专利方面亦取得诸多成果, 截至 2019 年 12 月 31 日, 拥有“一种蟹香精制备专利”、“一种烟用香料制备专利”等 109 项发明专利, “香精搅拌机”等 25 项实用新型专利。



**表 11：华宝股份拥有的主要核心技术**

序号	技术	特点
1	数字化板块调香技术	1) 数字化调香方法, 可以获取天然香原料的主成份及组分嗅辨信息, 构建香原料香味定量描述数据库。2) 板块式调香能有效发挥各功能香型板块的作用, 在一个香型的板块内, 各原料间香气可以根据需要任意调整, 这样克服了有限的几种原料所造成的香气单薄的弊端。
2	稳定的甘草粉、可可粉、树苔浸膏分散液的制备技术	该制备技术是一种均质分散技术, 通过添加稳定剂, 同时在加工过程中增加均质工艺, 可以缩小小卷烟料液与甘草粉、可可粉或树苔浸膏之间的密度差, 减少可可粉、甘草粉和树苔浸膏的颗粒大小, 进而增强其在香精体系中的稳定性。
3	利用多种生物酶增强和改进烟草浸膏香气技术	本发明在几乎完整保留烟草浸膏中致香成分的同时, 通过酶解生成了许多烟草浸膏中不存在的致香成分。同时它还生成了许多小分子的糖类物质和 $\beta$ -半乳糖醛酸, 可以改善卷烟的品质, 丰富烟香, 能够大幅度提升香精的品质。
4	香精成分的美拉德反应的制备技术	公司持有的美拉德反应制备香精技术, 制备工艺简便, 已投入工业化生产, 产量可观。且利用该技术得到的香精产品具有良好的烟草加香效果, 能够有效提高卷烟的感官品质。
5	香精的发酵优化技术	该技术利用烟草残次料作为原料, 加入各种其他底料后作为培养基, 采用特定菌种, 在一定发酵工艺条件下进行发酵。经发酵培养制得的香精不仅很好的保留了原料中的特征的烟草香气, 而且发酵得到的辅助香气与原有特征香气能够完美结合。
6	微乳化香精制备系统及其工艺	该技术采用加热冷却管道控制反应温度, 调节方便快捷; 生产工艺简单, 生产中用到的乳化剂原料来源广泛、成本低廉, 最终制成的香精质量稳定, 各项性能指标良好。
7	中草药香精制备技术	将具有补气润表、生津润肺等功效的中草药中的有效成分和香气成分添加到卷烟中, 可以大大提高卷烟的品质, 减少烟气对口腔的辛辣刺激, 减轻吸烟的危害。
8	$\gamma$ -戊内酯的制备及其在香精中的应用技术	公司持有的 $\gamma$ -戊内酯生产技术是在常温常压下进行, 且只有两个反应步骤, 工业化过程中更加安全便利, 生产成本更低, 得率可达 60%-80%。同时得到的产品作为香精加入卷烟中能增加烟香, 协调烟气, 增加烟香的饱满度、圆润感流畅性, 还能增加烟香的清甜韵味; 提升卷烟品质。

资料来源：招股说明书，公司官网，浙商证券研究所整理

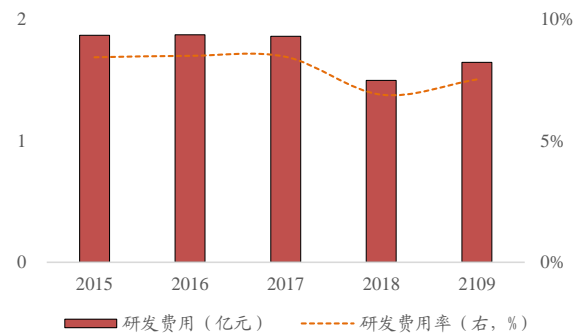
**大力投入新品研发，提供资金、技术双重支持。**公司大力投入新品研发，19 年推出多种新品，食品香精及配料板块推出使用复合水解酶技术制作的醇解青稞粉、引进日本技术制作的食用无缝胶囊“爆趣珠”、天然减糖“多元糖醇系列”、植物提取“蓝莓味”调味粉等产品，在市场上广受好评；日用香精板块推出微胶囊香精产品，已开始小范围试销。公司通过提供资金和技术支持，保持研发活力，以适应不断变化的市场需求，1) 资金方面，公司每年保持一定比例（7%-9%）的研发费用投入，19 年公司研发费用 1.75 亿元（营收占比 7.53%），针对有重大成果的研发团队及人员给予一定的奖金激励，充分激发技术人才的创新积极性；2) 技术方面，公司在新设备引进方面紧跟世界先进水平，截至 17 年，在设备引进和更新上已投入近亿元，现拥有超临界萃取设备、膜分离设备、分子蒸馏设备等行业领先的香精制造设备，及各式质谱仪等高精度的分析检测仪器。

图 40：2019 年华宝股份部分新品展示



资料来源：公司官网，浙商证券研究所整理

图 41：2015-2019 年华宝股份研发费用投入

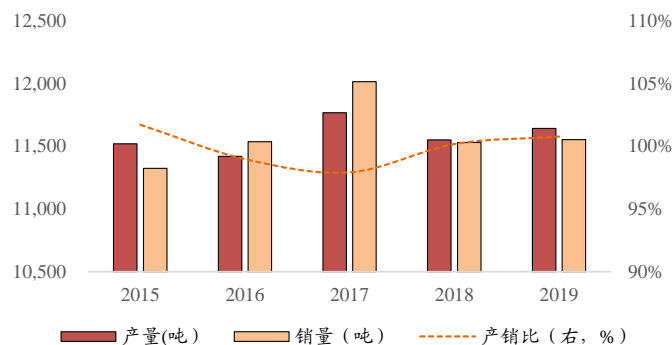


资料来源：公司公告，招股说明书，浙商证券研究所整理

### 3.5. 香精产品销量呈上升趋势，平均单价整体波动较小

专业生产香精,近两年来公司香精产品销量呈上升趋势。公司 2018 年香精产品产量约为 1.15 万吨,同比下降 2.01%,销量约为 1.20 万吨,同比下降 3.87%;公司 2019 年香精产品产量约为 1.16 万吨,同比增长 0.8%,销量约为 1.16 万吨,同比增长 0.2%,公司香精产品的产销量有小幅波动,但整体处于较高水平。近两年产销量整体呈上升趋势,公司实行计划生产与以销定产相结合的生产模式,2018/2019 年产销比分别为 100.18%/100.77%,产销率基本维持在 100%水平,体现较高的运营管理能力。

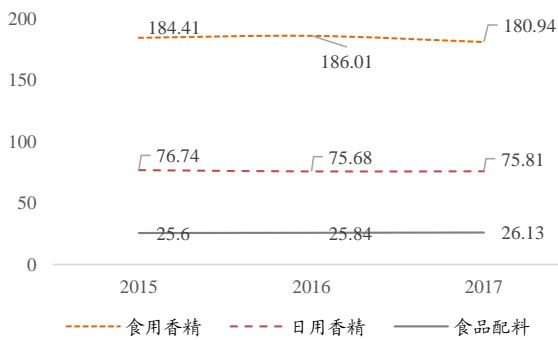
图 42：2015-2019 年华宝股份香精产品产量、销量及产销比



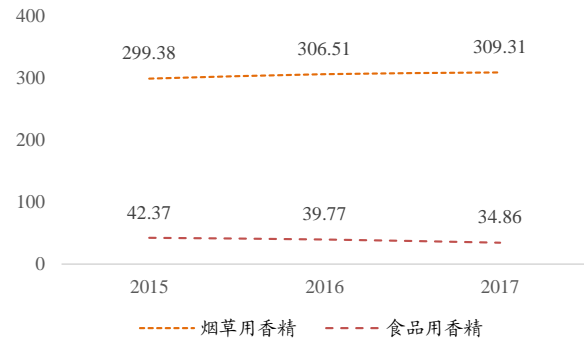
资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

注：本表中销量不含香精辅料的销量、日用香精及食品配料中非自产部分的对外销量

公司主要产品平均单价整体波动较小,受产品结构影响较大。公司 2017 年食用香精平均单价为 180.94 元/公斤,同比下降 2.73%,主要原因为当年食品用香精的销售均价下降,从 2016 年的 39.77 元/公斤下降至 2017 年的 34.86 元/公斤(同比下降 14.08%);公司 2017 年日用香精销售均价为 75.81 元/公斤,同比增长 0.17%,主要原因为销售单价较低的非自产部分销售收入占比有所提升;公司 2017 年食品配料平均单价为 26.13 元/公斤,较 2016 年上涨 1.12%。

**图 43：2015-2017 年华宝股份主要产品平均单价（元/公斤）**


资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

**图 44：2015-2017 年华宝股份食用香精平均单价（元/公斤）**


资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

### 3.6. 管理团队行业经验丰富，建立完善的管理制度

**公司管理团队行业经验丰富。**公司实控人朱林瑶女士于 1990 年大学毕业后成立香精香料贸易公司，于 1996 年成立公司前身华宝香精有限公司，深耕香精香料行业 30 年。公司董事长夏利群先生于 2006 年出任公司控股股东（华宝国际）董事会成员，拥有丰富企业管理经验；公司管理层大部分曾在公司控股股东（华宝国际）各附属公司从事烟草或香精业务工作，行业经验十分丰富。

**表 12：华宝股份管理层简介（截止 2019 年 12 月 31 日）**

序号	姓名	职务	年龄	加入公司时间	主要工作经历
1	朱林瑶	董事（离任）	51	2016	于 1996 年 6 月在上海市嘉定区成立华宝股份的前身华宝香精有限公司，曾任华宝香精有限公司董事长、董事、总经理，华烽中国董事长，公司董事；现任华宝国际董事会主席、董事会提名委员会主席及首席执行官，华烽中国总经理、董事。
2	夏利群	董事长、董事	54	2016	拥有逾二十年财务及企业管理方面经验，曾于中国内地会计师事务所和担任外商投资企业高层管理职位。曾任公司控股股东华宝国际财务总监、总裁、首席财务官、副主席，华宝香精有限董事长。现任华宝国际执行董事，公司董事长。
3	袁肖琴	董事、总裁	52	2016	曾任中国一拖集团有限公司管理职务，华宝香精有限总经理助理、总经理、董事长，华宝国际企管部总经理、再造烟叶中心总监、总裁助理、烟用产品事业部副总经理；现任公司董事、总裁。
4	任焱	董事、副总裁	40	2016	具有多年策划、咨询行业从业经验，曾担任过相关策划、咨询公司董事、高级管理人员等职务；2014 年加入华宝国际，曾担任立场电子科技发展（上海）有限公司副总经理等职务；2016 年加入本公司，现任公司董事、副总裁。
5	张子恒	董事	43	2016	曾在华宝有限、华宝孔雀从事生产和采购工作，曾于太仓文化实业有限公司担任常务副总职务，曾于澳华达香料科技（广州）有限公司担任副总经理职务，曾于广州华宝香精香料有限公司担任副总经理职务，曾于青岛青大物产股份有限公司担任总经理职务，曾于华宝（上海）管理有限公司担任总监助理、采购部总经理职务，曾于华宝国际控股有限公司担任烟用事业部副总经理；现任华宝国际烟用原料事业部总裁、新型烟草事业部

序号	姓名	职务	年龄	加入公司时间	主要工作经历
					总裁职务，公司董事。
6	高旭	董事	36	2020	曾任华宝香化科技发展（上海）有限公司烟用香精市场服务中心技术员，云南天宏香精有限公司副总经理，广东金叶董事长助理、烟用原料事业部副总裁；现任华宝国际烟用原料事业部总裁，兼任附属公司上海华宝生物科技有限公司、广东金叶科技开发有限公司、湖南吉首民族烟材有限公司总经理，公司董事。
7	林嘉宇	董事	28	2020	曾在广告传媒、电子商务等行业公司担任董事及高级管理职务，曾于国内一家非盈利基金会担任理事；现任华宝国际执行董事，华烽中国董事长，公司董事。
8	胡伟	副总裁、董事会秘书	42	2018	曾就职于招商证券股份有限公司、中国银联股份有限公司、中国证监会重庆监管局、山东能源集团有限公司、中国港中旅集团公司、隆鑫控股有限公司、海航科技股份有限公司；现任公司副总裁、董事会秘书。
9	蔡文辉	副总裁	57	2016	曾任长濂（香港）有限公司业务员，阿托化工公司销售经理，德威龙（香港）有限公司市场经理，华宝国际总裁助理、烟用产品事业部副总经理，华宝有限副总经理、董事，公司董事；现任公司副总裁。
10	王德华	财务总监	40	2018	曾任苏州亚东国际物流有限公司财务副经理，上海和明航运服务有限公司财务经理，上海沪港金茂会计师事务所审计经理，2012年加入华宝国际，曾任高级审计经理、财务部总经理等职务；现任公司财务总监。

资料来源：Wind，Choice，公司公告，招股说明书，浙商证券研究所整理

**对子公司管理有序，投资管控与直接管控并行。**截至2019年末，公司共拥有33家子公司，对子公司采取投资管控和直接管控两种管理模式。1)公司对厦门琥珀和上海嘉萃采取投资管控模式：两家子公司均已建立完善的管理制度，拥有独立采购、生产、销售体系；公司通过股东大会和董事会对厦门琥珀进行管控，通过委派董事、任命部分管理及财务人员等方式对上海嘉萃进行管控，并对其业绩进行考核。2)公司对其余子公司采取直接管控模式，公司对子公司发展方向、经营计划、重要人事及财务管理等进行条线管理，对销售、技术、采购根据业务特点进行条线管理或子公司间职能共享；直接管控既可以使公司密切掌握各子公司经营情况，又便于其重大决策的实施。

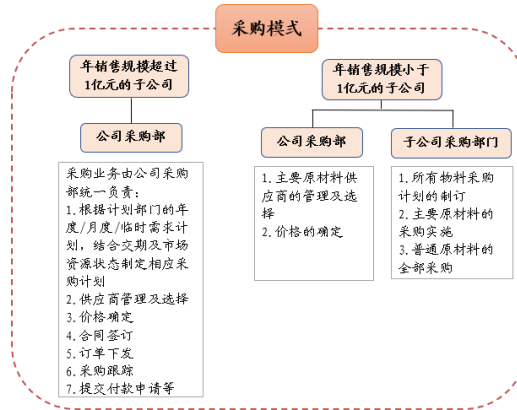
### 3.7. 集团化采购管理，提高整体运营效率

**集团化采购管理保障原材料供应、降低采购成本。**1)公司采用集团化采购管理模式：公司设有采购部，并对食用香精及食品配料的大宗原料（包括合成及天然香原料、香基、乙醇、丙二醇）实行集团化采购管理（除厦门琥珀和上海嘉萃外），有效保障原材料供应并降低采购成本。2)对于年销售额超过1亿元的子公司，公司采购部统一负责其全部采购业务，包括根据计划部门的需求计划和交期等因素制定采购计划、进行供应商管理和选择、确定价格、签订



合同等。3)对于年销售额小于1亿元的子公司,公司采购部统一负责其主要原材料供应商的管理和选择以及价格的确定,由子公司采购部门自主负责制定采购计划、实施采购工作等。4)公司对采购物料进行分类和分级管理,对于不同类别的物料,按相应审批流程分级逐层审批,保障采购价格公允性。对于大多数原材料,以采购询价或竞争性谈判的方式进行采购并由相关负责人进行逐级审批。

图 45: 华宝股份采购模式



资料来源:公司公告,浙商证券研究所整理

生产基地分布广泛,持续优化生产布局。截至2019年末,公司在广东、上海、江西、云南、福建等地设有生产基地,具有较强的规模优势;华宝孔雀生产基地已整体搬迁至江西鹰潭,人员技能水平、产能、配置效率等方面目前已经达到原生产要求;广州华宝向江西鹰潭搬迁的工作也已经启动。

## 4. HNB 技术有望打开公司翻倍成长空间, 大力拓展食用香精及食品配料业务

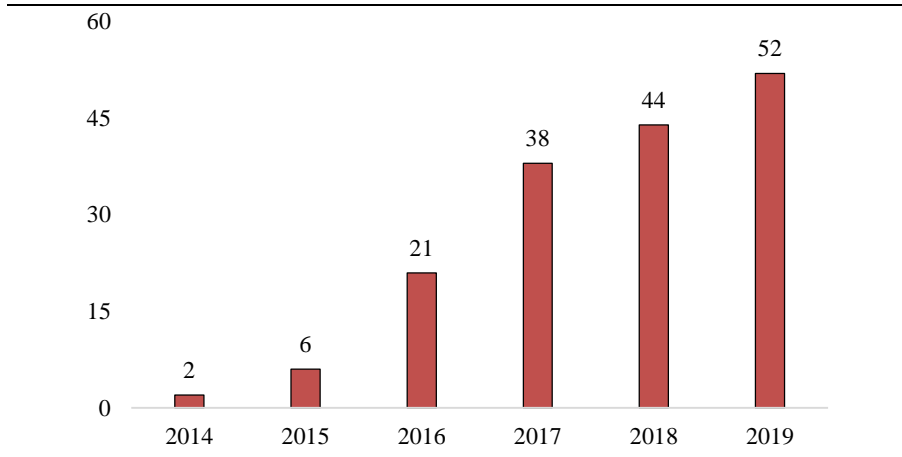
### 4.1. 国家政策稳步推进, HNB 技术有望打开公司翻倍成长空间

海外国家逐渐放开 HNB 相关产品上市限制, 加速推动 HNB 烟草制品全球推广。

1) 加热不燃烧 HNB(Heat Not Burning)烟草制品, 是一种结合了烟具及烟弹的新型烟草制品。它利用特制加热装置(烟具)将经过处理烟丝(特制烟弹)加热到一定温度, 使烟丝加热到足以散发出烟气的程度。HNB 的烟弹制造工艺和吸食方式决定了它的致香成份少于传统香烟, 因此需要使用较大量的香精来还原和模拟卷烟的口感, 烟用香精在 HNB 产品烟弹中的用量将有所提升。

2) 海外国家逐渐放开 HNB 上市限制。日、韩、英、美、加、欧盟等世界主要发达国家已允许 HNB 烟草制品上市销售。以美国为例, 2019 年 4 月 30 日, 美国 FDA 正式批准通过 IQOS 入市申请, IQOS 成为首款可以在美国上市的 HNB 烟草制品。FDA 的认证是 HNB 烟草品质的保证, 具有较强的国际示范效应, 有助于 HNB 烟草制品在全球范围内的推广, 自从菲莫国际在 2014 年推出 IQOS 以来, HNB 烟草制品在全球迅速扩张, 2015-2018 年, 全球 HNB 烟草市场规模从 6.6 亿美元上升到 102 亿美元, 年均复合增速约 150%。

图 46: IQOS 上市国家(地区)数量变化情况(个)



资料来源: 菲莫国际(PMI)公司年报, 浙商证券研究所整理

图 47: HNB 烟具示例



资料来源: 公开资料整理, 浙商证券研究所整理

**国家政策推进 HNB 相关产品的研发、生产工作。**根据《烟草专卖法实施条例》的规定, 取得烟草专卖零售许可证的企业或者个人, 应当在当地的烟草专卖批发企业进货, 并接受烟草专卖许可证发证机关的监督管理。但我国尚未进口加热不燃烧卷烟, 加热不燃烧卷烟并非烟草公司提供的货源, 所以目前也不能上柜销售加热不燃烧卷烟。随着国家出台一系列政策文件, 正在稳步推进 HNB 相关产品的研发、生产工作。2014 年以来, 国家烟草专卖局多次在全国烟草工作会议上表示要重视 HNB 等新型烟草制品的研制; 2017 年 5 月, 国家烟草专卖局发布《关于落实开展加热不燃烧卷烟监督工作的通知》, 将 HNB 相关制品纳入烟草监管范围; 2019 年 10 月, 云南省政府发布《云南省支持烟草制品高质量发展若干政策措施》, 明确提出要支持发展新型烟草制品、组建云南新型烟草制品公司, 推动 HNB 等新型烟草制品市场化发展。在中央与地方政府相关部门、中国烟草的积极推动下, 我国已掌握了 HNB 烟草制品的基本技术并具备了一定的量产能力, 四川、云南、广东、湖北等地中烟公司已推出 HNB 烟草制品并成功在海外上市销售。



**表 13: 国内 HNB 烟草制品相关政策**

序号	时间	内容
1	2020 年 4 月	四川中烟召开技术骨干座谈会，提出围绕新型烟草制品技术等攻关方向，重点突破新型烟草制品标准制定等核心课题，以点带面实现公司技术研发水平全面提升
2	2019 年 10 月	云南省政府发布《云南省支持烟草制品高质量发展若干政策措施》，明确提出要支持发展 HNB 等新型烟草制品、组建云南新型烟草制品公司，推动新型烟草制品实体化、产业化、品牌化、市场化发展
3	2018 年 11 月	湖北中烟召开会议，提出确保针式加热技术始终处于国内领先地位，成为行业 HNB 产品发展标杆
4	2018 年 4 月	国家烟草专卖局在全国烟草工作会议上表示，扎实推动新型烟草制品依法监管的准备、制品研发的准备、政策措施的准备；密切关注烟草市场新动向，积极研发加热不燃烧烟草制品等新型制品
5	2017 年 12 月	国家烟草专卖局发布《关于激发科技创新活力调动“两个积极性”的若干意见》，为提出要继续加大研发经费投入力度和科技人才培养力度，健全科技奖励体系，通过制度建设促进 HNB 等新型烟草制品研发
6	2017 年 5 月	国家烟草专卖局发布《关于落实开展加热不燃烧卷烟监督工作的通知》，将 HNB 烟草制品视为烟草制品，纳入烟草监管体系
7	2017 年 1 月	国家烟草专卖局在全国烟草工作会议上表示，要深入实施新型烟草制品研制重大专项，超前研发储备一批战略性制品
8	2014 年 1 月	国家烟草专卖局在全国烟草工作会议上表示，高度重视加热不燃烧卷烟等新型烟草制品研发

资料来源：国家烟草专卖局，浙商证券研究所整理

在合理假设测算下，烟用香精使用量存在翻倍空间。伴随着我国消费升级、烟草行业高端化、公众健康意识提升以及国家政策的逐步推进，具有减害特征的 HNB 烟草制品市场空间广阔。假定未来 HNB 在国内获准上市销售的情况下，对我国 HNB 烟草制品市场规模进行测算。假设在 HNB 烟草渗透率为 10%，每个 HNB 烟民每年使用 1 个烟具，每日消费 15 支烟弹的中性假设下，国内烟具市场规模为 201 亿元，烟弹市场规模为 2,254 亿元，国内 HNB 烟草制品潜在市场高达千亿元以上。

**表 14: 国内 HNB 市场规模测算假设**

序号	变量	估计值	估计依据
1	国内烟民总数	3.05 亿	根据中国疾控中心《2018 年全国控烟调查报告》吸烟率和国家统计局人口数据计算，我国 15 岁以上烟民约 3.05 亿
2	HNB 烟草渗透率	0-20%	以日本为例，日本 HNB 渗透率约为 20%
3	烟弹吸食数量	10-20 支	中国疾控中心《2015 中国成人烟草调查报告》显示我国烟民人均每天吸烟 15.2 支，测算时以 HNB 烟弹数量上下波动 5 支。进行计量
4	烟弹均价	1.35 元/支	日本 IQOS 万宝路烟弹价格约为 270 元/条
5	烟具使用数量	1 个/年	菲莫国际对于 IQOS 烟杆的寿命，定义是充电 7300 次，平均每天使用 20 次，IQOS 的寿命大概在一年左右。
6	烟具均价	660 元/个	日本 IQOS 价格大多 10000 日元左右，折合人民币约 660 元

资料来源：中国疾控中心，菲莫国际公司公告，国家统计局，浙商证券研究所整理

**表 15：国内 HNB 市场规模测算结果（亿元）**

HNB 渗透率		1%	5%	10%	15%	20%
烟弹消费量	10 支/天	150	751	1,503	2,254	3,006
	15 支/天	225	1,127	2,254	3,381	4,509
	20 支/天	301	1,503	3,006	4,509	6,012
烟具使用量	1 个/年	20	101	201	302	403

资料来源：公开资料整理，浙商证券研究所整理

注 1：HNB 烟弹市场规模=烟民总数×HNB 烟草渗透率×每人每年吸食数量×HNB 烟弹平均价格

注 2：HNB 烟具市场规模=烟民总数×HNB 烟草渗透率×每人每年使用数量×HNB 烟具平均价格

HNB 烟草制品多增加滤棉、通气导管等组件，中间气味传输有所损失，需要更多的香精以维持气味的稳定。我们假设每支 HNB 烟弹的香精使用量是传统卷烟香精使用量的 6 倍，设 HNB 烟草制品与传统卷烟是此消彼长的一对一替代关系。

经过计算，若未来 HNB 烟草渗透率每增加 1%，烟用香精使用量就增长 5%。同时参考日本经验，以 IQOS 为代表的 HNB 烟草在上市 3 年内已占据日本烟草市场约 20% 份额，若未来我国 HNB 烟草渗透率达到 25%，则烟用香精使用量将提升 1.25 倍。

若按照乐观情景估计，假设 HNB 新型烟草制品国内渗透率达到 25%，华宝营业收入有望实现翻倍，较 2019 年增长约 106.3%。

**表 16：未来 HNB 渗透率的敏感性测算**

HNB 渗透率	5%	10%	15%	20%	25%	备注
烟用香精增长率	25%	50%	75%	100%	125%	
华宝烟用香精营收占比 (%)	85%	85%	85%	85%	85%	以 2017 年华宝烟用香精营收占比约 85% 为假设
华宝营收增长率 (%)	21.3%	42.5%	63.8%	85.0%	106.3%	

资料来源：公开资料整理，浙商证券研究所整理

备注：烟用香精增长率=HNB 渗透率×6+(1-HNB 渗透率)\*1-1

## 4.2. 规划产能约 3.3 万吨，支撑公司成长

**新增产能逐步释放，支撑公司业务持续扩张。**公司目前运营年产能共计 1.56 万吨，其中食用香精/食品配料/日用香精年产能分别为 1.27/0.19/0.10 万吨。公司目前在建项目包括华宝鹰潭项目和华宝拉萨项目，其中华宝鹰潭项目规划年产能 3.0 万吨（食品用香精 0.77 万吨/年，食品配料 2.23 万吨/年），项目达产后公司有望进一步占领食品用香精及食品配料中高端市场份额；华宝拉萨项目规划年产能 0.30 万吨（营养米粉 0.20 万吨/年，营养乳浆 0.05 万吨/年，营养饼干 0.05 万吨/年），此项目主要为发展特医食品，即为满足进食受限、消化吸收障碍、代谢紊乱或特定疾病状态人群对营养素或膳食的特殊需要专门加工配制而成的配方食品，项目达产后有利于公司抢占特医食品市场先机。

**表 17: 华宝股份产能情况**

序号	项目	产能(吨/年)				合计	预计可使用时间
		食用香精	日用香精	食品配料	健康食品		
运营产能							
1	-	12,710	1,000	1,900	-	15,610	-
规划产能							
2	华宝鹰潭食品用香精及食品配料生产基地项目	7,700	-	22,300	-	30,,000	2023.12.31
3	华宝拉萨净土健康食品项目	-	-	-	3,000	3,000	2022.12.31
规划产能合计		7,700	-	22,300	3,000	33,000	

资料来源: 公司公告, 招股说明书, 浙商证券研究所整理

### 4.3. 深耕食用香精, 大力发展食品配料

**投资四家子公司, 拓展业务范围。**截至 2019 年 12 月 31 日, 公司重大股权投资合计 5.19 亿元, 分别用于对三家全资子公司(江西孔雀、拉萨华宝、华宝孔雀)进行增资, 以及设立子公司上海嘉萃并对其增资。江西孔雀/拉萨华宝/华宝孔雀分别主要经营食品香精及食品配料/天然食品/食品添加剂的生产、销售、研发等业务, 上海嘉萃主要经营生物技术推广服务、销售食品与食品添加剂等业务。公司深耕食用香精和大力发展食品配料业务, 进军特殊医学用途配方食品领域, 不断延伸现有产品和业务。

**表 18: 华宝股份重大股权投资(2018 年初-2019 年末)**

序号	被投资公司名称	主要业务	投资金额(亿元)	持股比例
1	江西省华宝孔雀食品科技发展有限公司	食品香精、食品配料研发、生产、销售及相关应用	2.00	100%
2	拉萨华宝食品有限公司	天然食品的研发、生产及销售	1.50	100%
3	上海华宝孔雀香精有限公司	食品添加剂的生产及销售; 食品添加剂的专业技术咨询、技术转让和技术服务; 食品销售; 货物及技术的进出口业务	1.60	100%
4	上海嘉萃生物科技有限公司	生物技术推广服务、销售食品与食品添加剂添、从事货物及技术进出口业务	0.085*	85%
合计		-	5.19	-

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所整理

备注: \*表达的意思是投资金额 0.085 亿元, 包括设立出资 0.07 亿元、增资 0.015 亿元

## 5. 盈利预测及投资建议

### 5.1. 盈利预测

从稳健角度，暂不考虑 HNB 政策落地对公司未来收入的影响。我们预计公司未来营业收入相对稳健增长，预计 2020-2022 年营业收入增速为 8.04%/8.98%/9.77%。

**表 19：分产品营收预测**

营业收入	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
食用香精	2,007.74	1,979.42	2,095.22	2,224.07	2,361.96
增长率 (%)	-1.69%	-1.41%	5.85%	6.15%	6.20%
食品配料	69.07	97.63	139.85	201.78	289.26
增长率 (%)	26.73%	41.35%	43.25%	44.28%	43.35%
日用香精	67.58	78.78	93.41	111.39	133.95
增长率 (%)	-0.92%	16.57%	18.57%	19.25%	20.25%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

**表 20：分产品毛利率**

分产品	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
食用香精	81.23%	81.36%	81.00%	81.25%	81.32%
食品配料	28.75%	22.26%	22.20%	22.30%	22.35%
日用香精	41.05%	43.91%	43.95%	43.88%	43.90%

资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所整理

## 5.2. 投资建议

公司是中国香精行业龙头,我们认为公司未来业绩及分红不确定性下降有望超预期,同时HNB政策不确定性下降有望超预期,打开翻倍成长空间。预计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07月01日估值为17.6/16.7/15.7倍(市值229亿元)。

**表 21: 同行可比公司估值表 (截至 2020 年 07 月 01 日)**

序号	公司名称	股票代码	股价 (元)	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE (摊薄)		
					2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
1	华宝股份	300741.SZ	37.15	229	12.36	12.49	12.92	18.38	18.19	17.58
2	中国波顿*	3318.HK	1.05	9.40	1.20	1.72	1.95	9.14	6.53	5.76
3	爱普股份*	603020.SH	9.84	31.49	1.52	-	-	20.90	-	-

资料来源: Wind, 浙商证券研究所整理

注 1: \*为 Wind 一致预测

注 2: 2020 年 6 月 12 日, 中国香精香料公司更名为中国波顿

注 3: 中国波顿相关数据根据“1 港元=0.9116 人民币”汇率进行转换

## 6. 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

## 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	2019	2020E	2021E	2021E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2021E
<b>流动资产</b>	6659	6861	7023	7194	<b>营业收入</b>	2185	2361	2573	2824
现金	4729	4874	4892	4903	营业成本	508	579	659	766
交易性金融资产	768	768	768	768	营业税金及附加	28	38	38	42
应收账款	644	679	732	806	营业费用	168	165	180	198
其它应收款	17	16	18	20	管理费用	164	161	175	192
预付账款	5	10	11	11	研发费用	165	165	180	198
存货	423	446	527	613	财务费用	-151	-143	-144	-145
其他	74	68	75	72	资产减值损失	6	5	4	6
<b>非流动资产</b>	1719	1718	1749	1782	公允价值变动损益	-5	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	13	13	13	13
长期投资	61	57	57	58	其他经营收益	141	135	134	137
固定资产	298	293	302	326	<b>营业利润</b>	1447	1539	1628	1718
无形资产	64	52	42	34	营业外收支	-2	-0	-1	-1
在建工程	19	63	91	104	<b>利润总额</b>	1446	1539	1627	1718
其他	1278	1253	1257	1260	所得税	192	221	235	241
<b>资产总计</b>	8379	8580	8771	8976	<b>净利润</b>	1254	1318	1392	1477
<b>流动负债</b>	491	542	577	613	少数股东损益	18	19	20	22
短期借款	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	1236	1298	1371	1455
应付款项	142	175	197	225	EBITDA	1339	1424	1508	1601
预收账款	2	3	3	3	EPS(最新摊薄)	2.01	2.11	2.23	2.36
其他	347	364	377	386					
<b>非流动负债</b>	3	4	3	3	<b>主要财务比率</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2021E</b>
长期借款	0	0	0	0	<b>成长能力</b>				
其他	3	4	3	3	营业收入	0.75%	8.04%	8.98%	9.77%
<b>负债合计</b>	494	546	580	617	营业利润	2.10%	6.32%	5.76%	5.59%
少数股东权益	113	132	152	174	归属母公司净利润	5.09%	5.09%	5.59%	6.12%
归属母公司股东权益	7772	7902	8039	8185	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	8379	8580	8771	8976	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%
					<b>偿债能力</b>				
					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
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.24	0.28	0.30	0.32
					应收账款周转率	3.81	4.48	4.50	4.52
					应付账款周转率	3.45	3.65	3.55	3.63
					<b>每股指标(元)</b>				
					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
					<b>估值比率</b>				
					P/E	18.52	17.62	16.69	15.73
					P/B	2.94	2.90	2.85	2.80
					EV/EBITDA	10.18	12.20	11.52	10.86

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>