

下游结构调整孕育潜在机遇，国内香精龙头稳中求变

——华宝股份（300741）深度报告

2019 年 04 月 15 日

推荐/首次

华宝股份

深度报告

报告摘要：

专注香精，加码食品，24.64 亿元回馈股东。18 年公司实现收入 21.69 亿元、同比下滑 1.3%，归母净利润 11.76 亿元、同比增长 2.41%。华宝核心食用香精业务受下游需求减少拖累，收入出现小幅下滑。公司经营稳健，财务状况良好，全体股东每 10 股派 40 元，共计将派发 24.64 亿元。

下游行业结构进入转换期，研发能力是香精龙头核心壁垒。公司主要下游烟草制造业及食品饮料制造业近年收入增速均有放缓，逐步进入结构调整期。

下游产品结构改变及迭代速度的加快都对香精企业的研发能力带来考验，研发能力较低的中小型企业将逐步被淘汰。华宝在研发投入占比保持在 6.9% 水平，居于国内领先水平，并且拥有 118 项专利，研发能力有保障，有望在下游结构调整期收获潜在市场份额。

募投项目加码食品，呼应母公司聚焦味觉快消品配套产品战略，与嘉豪有望形成未来合作联动。公司此次上市募资 23 亿元，主要用于投资食品用香精及食品配料产品生产基地及研发中心建设，目前已累计投入 8276 万元。募投项目达产后，公司食品用香精产能有望达到 17700 吨/年水平，食品配料产能将达到 22300 吨/年，产能大幅提升。母公司华宝国际于 18 年购入嘉豪食品有限公司，战略上聚焦“味觉消费品”领域配套产品。公司未来有望与母公司旗下嘉豪形成联动，打通上下游渠道，打造食品用香精、食品配料及终端调味产品一体化服务体系。

投资建议：我们认为公司业绩短期回稳，鹰潭项目落地后产能释放将带动公司快速增长，预计公司 2019 年-2021 年 EPS 分别为 1.96 元、2.02 元和 2.10 元，对应 PE 为 19.34X/18.76X/18.02X，首次覆盖，给予公司“推荐”评级。

风险提示：募投项目进展及下游需求增长不及预期，原材料成本上升等。

首席分析师：刘畅

010-66554017

liuchang@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517120001

分析师：姜倩

010-66554008

louqian@dxzq.net.cn

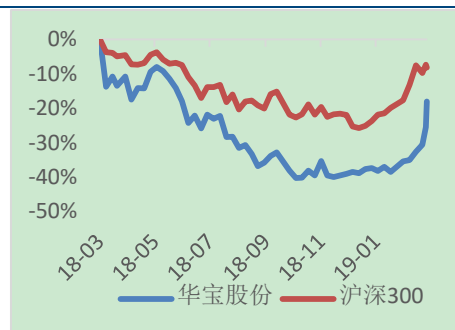
执业证书编号

S1480519020001

交易数据

52 周股价区间（元）	29.2-58.0
总市值（亿元）	210
流通市值（亿元）	20.99
总股本/流通 A 股（万股）	61,588/6,159
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	3.879

52 周股价走势图



资料来源：Wind 东兴证券研究所

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2,197.73	2,169.07	2,270.46	2,408.12	2,580.46
增长率（%）	-15.96%	-1.30%	4.67%	6.06%	7.16%
净利润（百万元）	1,166.56	1,193.70	1,206.03	1,243.88	1,294.62
增长率（%）	-8.66%	2.33%	1.03%	3.14%	4.08%
净资产收益率（%）	20.48%	13.08%	15.49%	14.37%	13.54%
每股收益（元）	2.07	1.94	1.96	2.02	2.10
PE	18.30	19.53	19.34	18.76	18.02
PB	3.75	2.60	3.04	2.74	2.48

资料来源：Wind 东兴证券研究所

目录

1. 香精龙头 A 股华丽登场 删繁就简聚焦香精主业	4
1.1 剥离原料 专注香精 加码配料	4
1.2 外延并购造就香精龙头 研发占比匹配国际顶尖对手	6
2. 下游行业结构调整 研发实力决定未来高度	8
2.1 国际香精香料香料市场高度集中 国内市场仍处于高度分散的成长期	9
2.2 食品行业增速放缓行业结构调整 日化行业海外品牌垄断局势未变	10
2.3 卷烟去库存进入尾声 消费者偏好变化驱动行业变革	13
3. 募资项目加码食品 呼应母公司聚焦“味觉系消费品”战略	15
4. 盈利预测	17
5. 风险提示	17

表格目录

表 1：公司三年内分红情况	5
表 2：技术专业背景董事监事及核心技术人员	8
表 3：国内香精企业在食用香精领域占优	10
表 4：国外香精企业在华设厂布局概况	10
表 5：募资项目详情	15
表 6：公司盈利预测表	2

插图目录

图 1：受剥离烟用原料业务影响整体收入波动较大	4
图 2：核心业务收入增速下滑趋势渐缓	4
图 3：归母净利润率恢复正增长	4
图 4：近年毛/净利率稳定	4
图 5：食用香精占比高位稳定	5
图 6：食用香精毛利率保持高位，食品配料略有下降	5
图 7：食用香精业务受下游影响微降	5
图 8：食品配料业务增幅加大	5
图 9：公司股权结构	6
图 10：华宝香精及其母公司主要子公司	6
图 11：华宝香精外延并购史	7
图 12：华宝研发支出占比比肩国际顶尖对手	8
图 13：专利数量远超国内同行	8
图 14：华宝香精所在产业链	9
图 15：全球香精市场持续增长	9
图 16：国际香精香料市场集中度高	9
图 17：食品行业整体增速放缓	11

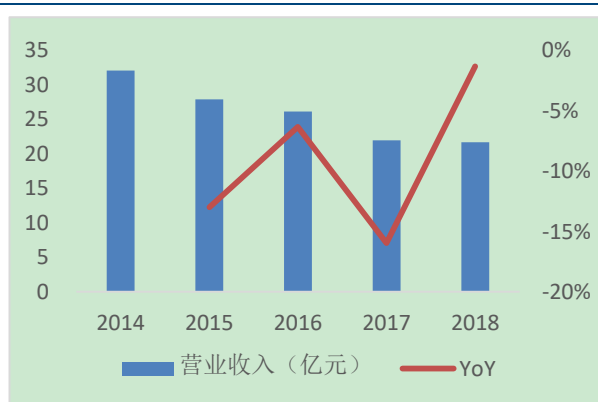
图 18：肉制品行业增速波动	11
图 19：乳制品收入增速下滑明显	11
图 20：调味品收入增速较快	11
图 21：休闲食品收入增速较快	11
图 22：日化行业持续增长	12
图 23：国外日化品牌在华依然占垄断地位	12
图 24：卷烟销量恢复增长	13
图 25：卷烟库存基本回落到历史水平	13
图 26：单箱卷烟平均销售收入不断提高	14
图 27：一、二类香烟销售占比持续上升	14
图 28：低焦油卷烟销量增速较快	14
图 29：低焦油卷烟占比持续上升	14
图 30：爆珠烟市场规模持续扩大	15
图 31：鹰潭新生产基地产能远超现在规模	15
图 32：食品配料产能大幅上升	15
图 33：烘焙食品增速喜人	16
图 34：休闲食品收入增速较快	16

1. 香精龙头 A 股华丽登场 删繁就简聚焦香精主业

1.1 剥离原料 专注香精 加码配料

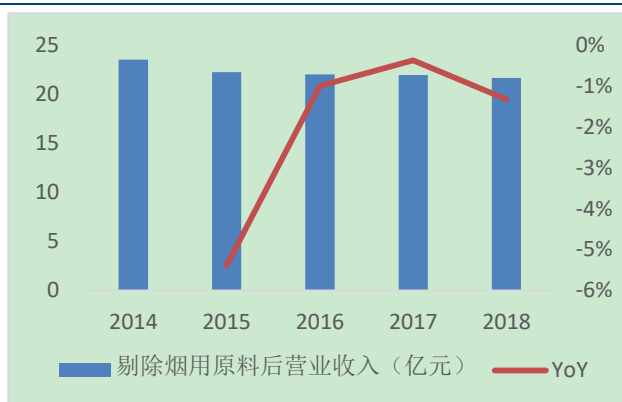
华宝股份从事以食用香精为主的各类香精产品及食品配料产品的生产、销售业务。15 年受国家控烟举措影响，公司烟用香精业务及烟用原料收入出现较大下滑。为了避免与母公司华宝国际同业竞争，同时更好聚焦高毛利的香精业务，公司在 16 年起逐步剥离烟用原料业务，整体收入有所减少。随着下游卷烟销量回温，公司收入下降趋势渐缓，归母净利润率先恢复正增长。

图 1：受剥离烟用原料业务影响整体收入波动较大



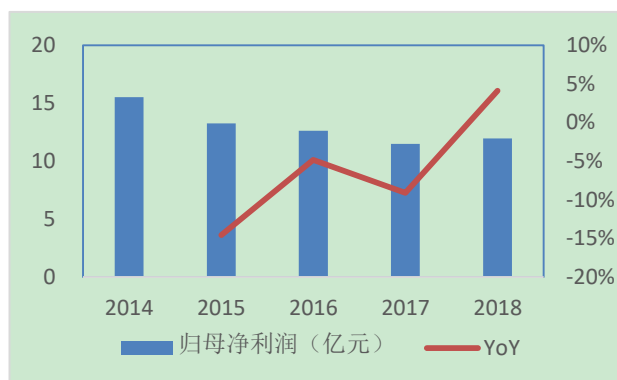
资料来源：公司公告 东兴证券研究所

图 2：核心业务收入增速下滑趋势渐缓



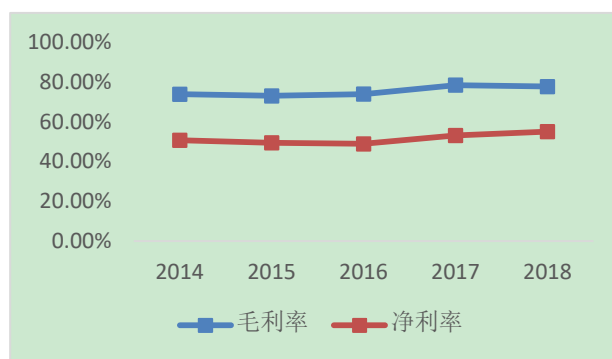
资料来源：公司公告 东兴证券研究所

图 3：归母净利润率先恢复正增长



资料来源：公司公告 东兴证券研究所

图 4：近年毛/净利率稳定

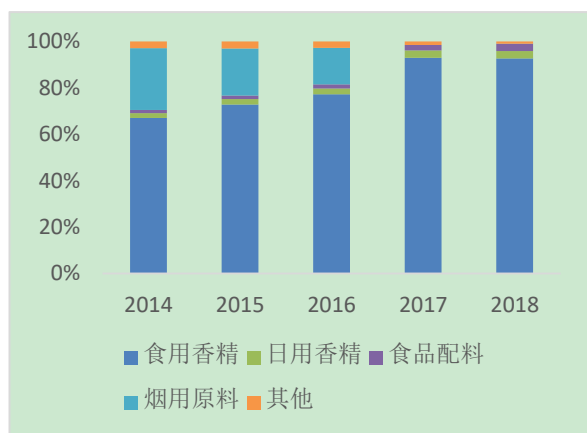


资料来源：公司公告 东兴证券研究所

华宝毛利净利水平远超国内同行，食品配料业务增速亮眼。公司从核心香基生产起至终端销售全过程自主管理，经营效率高，各环节累计使得整体毛利率高达 77.7%，净利率超过 54%。公司近年毛利率较为稳定，主要是得益于其超高毛利的食用香精业务占比稳定，食品配料业务毛利率虽略有下降但体量较小，总体影响较弱。目前公司香精业务贡献超过 95.7% 的收入，食用香精为公司核心业务，收入占比达 92.6%。食

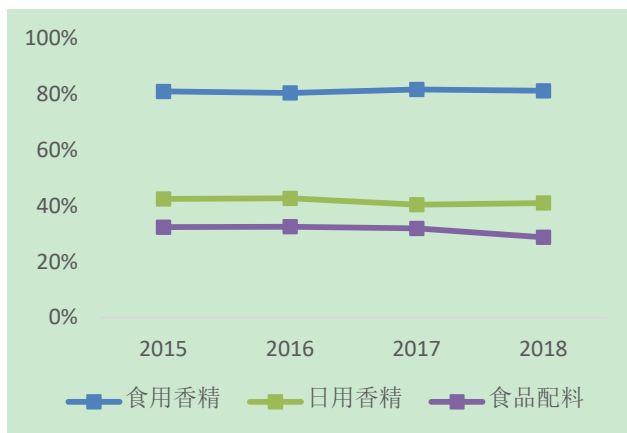
品配料业务今年增速达到 26.74%，随着鹰潭生产基地项目持续推进，食品配料产能将大幅提升，有望成为公司新的增长点。

图 5：食用香精占比高位稳定



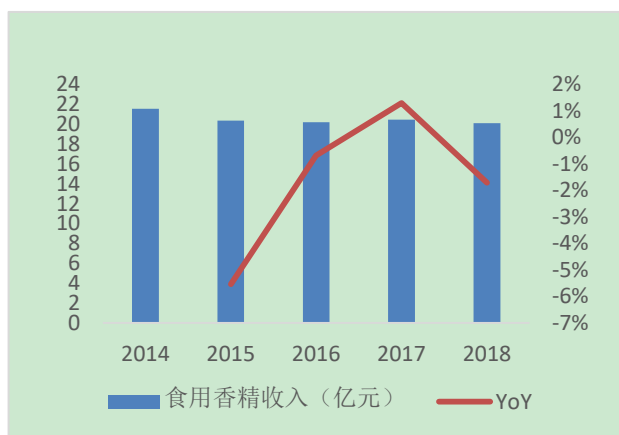
资料来源：公司公告 东兴证券研究所

图 6：食用香精毛利率保持高位，食品配料略有下降



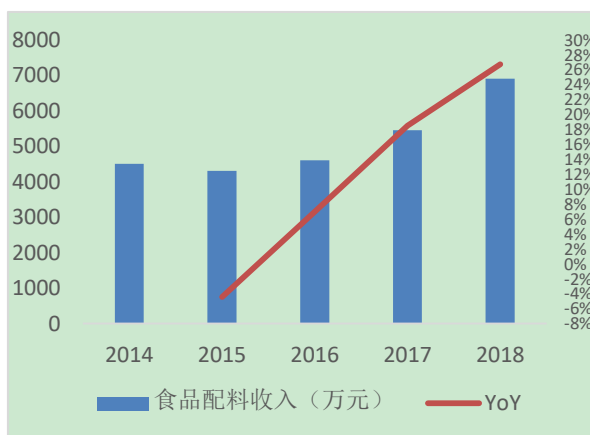
资料来源：公司公告 东兴证券研究所

图 7：食用香精业务受下游影响微降



资料来源：公司公告 东兴证券研究所

图 8：食品配料业务增幅加大



资料来源：公司公告 东兴证券研究所

公司现金充沛，24.64 亿分红回馈投资者。截至 18 年末，公司账面货币资金高达 61.2 亿元，年度经营现金流 12.7 亿元，造血能力极强。公司全体股东每 10 股派 40 元，共计将派发 24.64 亿元，占可分配利润 97.91%。公司经营稳健，财务状况良好，资产负债率处于行业较低水平，此次分配后公司账面资金仍有 36.56 亿元，足以支撑日常投资运营。

表 1：公司三年内分红情况

年度	现金分红金额（亿元）	归母净利润（亿元）	分红/归母净利润
2018	24.64	11.75	209.54%
2017	1.23	11.48	10.73%

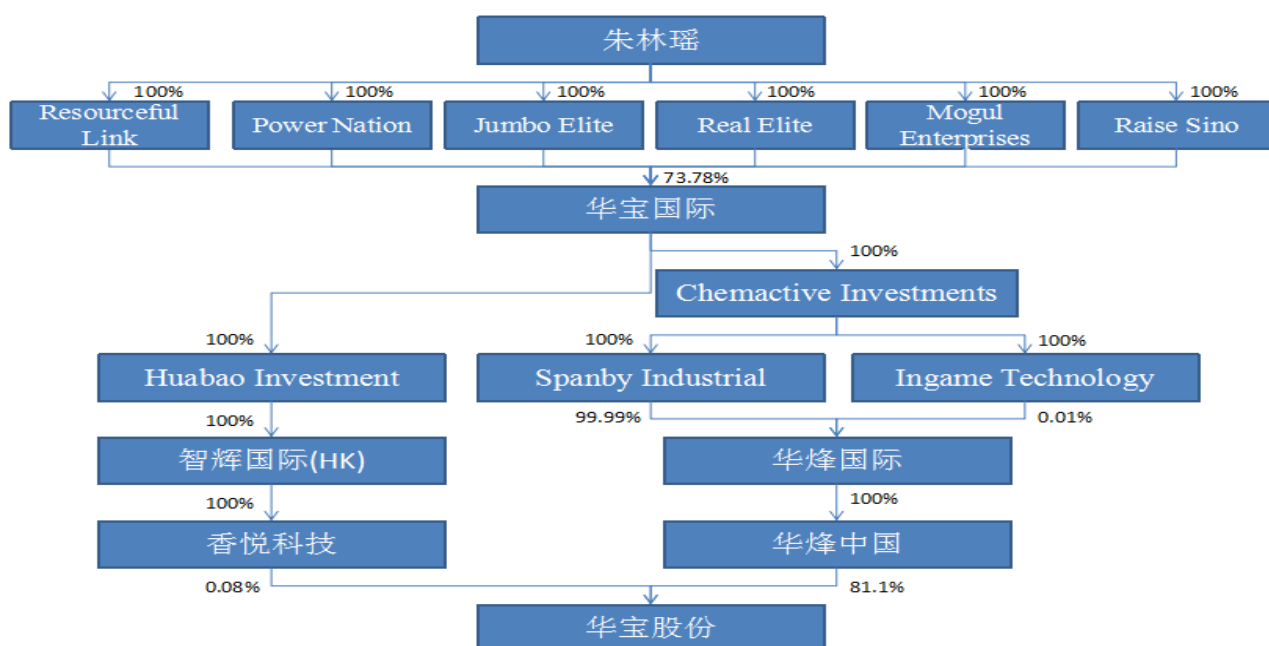
2016	18.01	12.63	142.59%
------	-------	-------	---------

资料来源：公司年报 东兴证券研究所

1.2 外延并购造就香精龙头 研发占比匹配国际顶尖对手

华宝香精为华宝国际集团控股子公司，于2018年从母公司剥离在A股上市，实际控制人为朱林瑶女士。朱林瑶女士通过持有华宝国际73.78%的股权间接持有华宝香精59.89%的股份。华宝国际与母公司的股权关系如下：

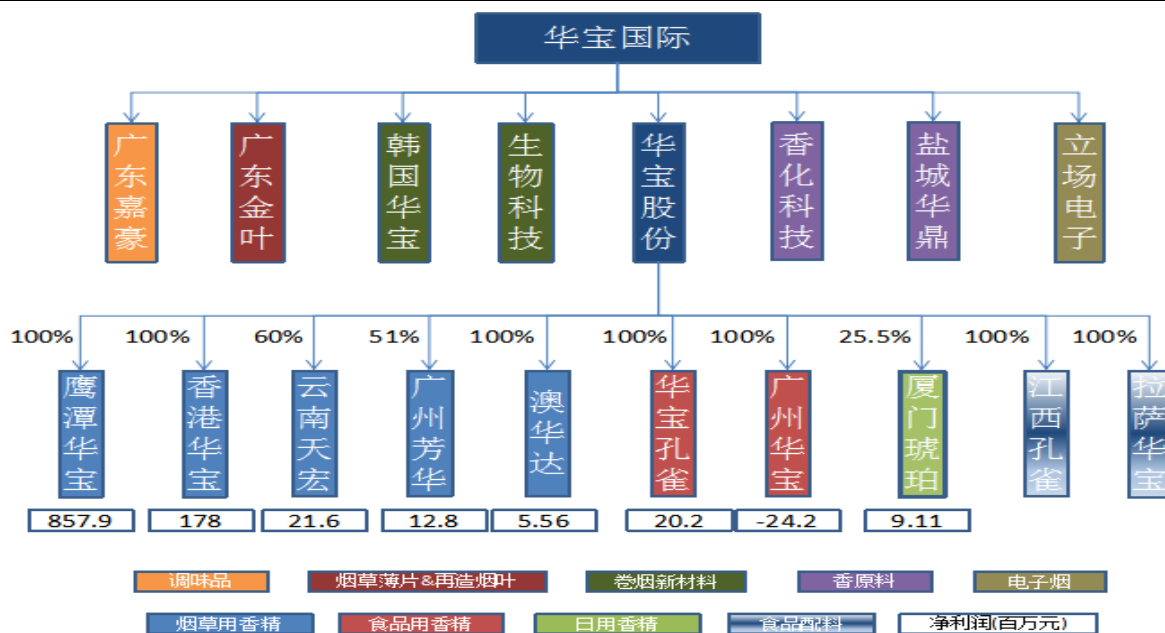
图 9：公司股权结构



资料来源：公司公告 东兴证券研究所

目前华宝香精旗下控股 30 家子公司，业务涉及烟用、食品、日化香精及食品配料的生产及销售。

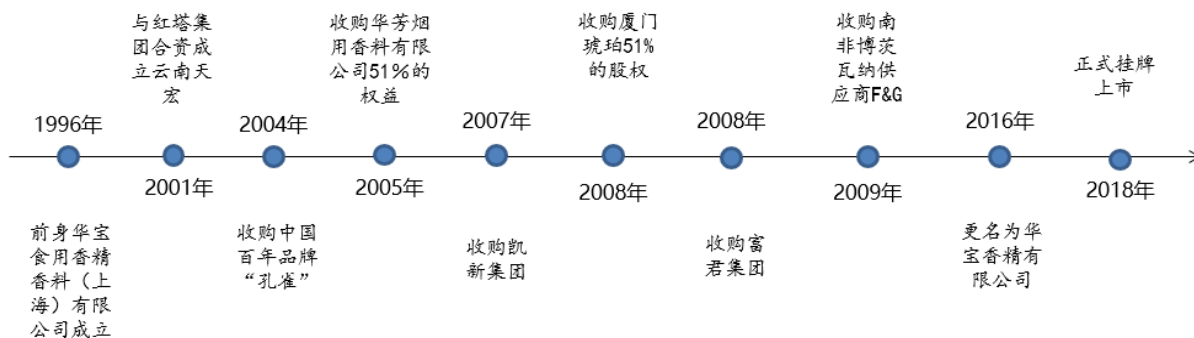
图 10：华宝香精及其母公司主要子公司



资料来源：招股说明书 东兴证券研究所

华宝香精前身华宝食用香精香料（上海）有限公司成立于1996年，成立之初以食用香精香料为主营业务。在随后的20多年里，华宝香精积极通过外延并购拓展其业务，通过收购上海孔雀、厦门琥珀等企业进入食品香精及日用香精领域，同时横向兼并华芳、澳华达等大型香精企业进一步扩大烟用香精市场份额。

图 11：华宝香精外延并购史

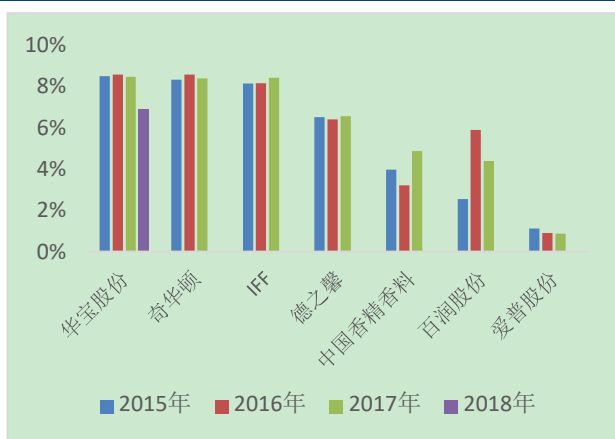


资料来源：公司年报 东兴证券研究所

研发投入占比匹配国际顶尖对手。由于香精产品在单一终端产品中用量小、终端产品数量众多且迭代速度快，香精企业必须维持较高的研发投入以保障自身技术可以满足客户不断变化的需求。整体而言，国外大型香精企业研发投入占比较高，奇华顿、IFF等行业龙头企业近年研发投入占比均在8%以上。华宝作为国内香精绝对龙头，研发支出占比居于国内领先水平。目前研发支出占比6.9%，受客户风格转变影响略有下

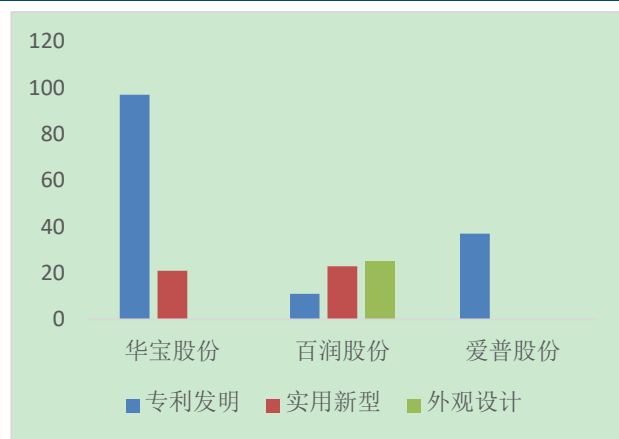
降；从香精相关专利数量来看，华宝拥有 118 项专利，远多于业内同行的专利数目，凸显华宝多年来研发投入的专注。

图 12：华宝研发支出占比比肩国际顶尖对手



资料来源：公司年报 东兴证券研究所

图 13：专利数量远超国内同行



资料来源：公司年报 东兴证券研究所

技术人员背景受培养体系保障。由于香精配方的开发、调整完全取决于作为调查师的经验及技巧，调查师的培养与技术的传承是香精企业保持自身实力的重点，国际第一的香精公司奇华顿更是设有专门的调查师学校保障自身调查工艺的传承。借鉴业内领先经验，华宝在 07 年由首席调查师 Alan Afred Davis 先生牵头于德国成立技术研发中心，研发中心在完成技术开发任务的同时也肩负着内部培养调查师的任务。每年公司会挑选有潜力的调查师候选人前往德国研发中心进行实践训练，在一流调查师指导下学习调查工艺，保障公司内部间工艺的传承。

核心管理层专业背景加持。目前公司 3 位董事及 1 名监事为相关技术专业背景出身，作为董事兼总裁的袁肖琴女士亦拥有工程师职称，公司首席调查师为 Alan Afred Davies 先生，Davies 先生曾任职于多家知名香精香料公司及烟厂，于 07 年加入华宝股份母公司华宝国际，至今已有超过 45 年烟用香精经验。公司技术人员约 60% 年龄于 40 岁以下，技术人员年龄结构健康。

表 2：技术专业背景董事监事及核心技术人员

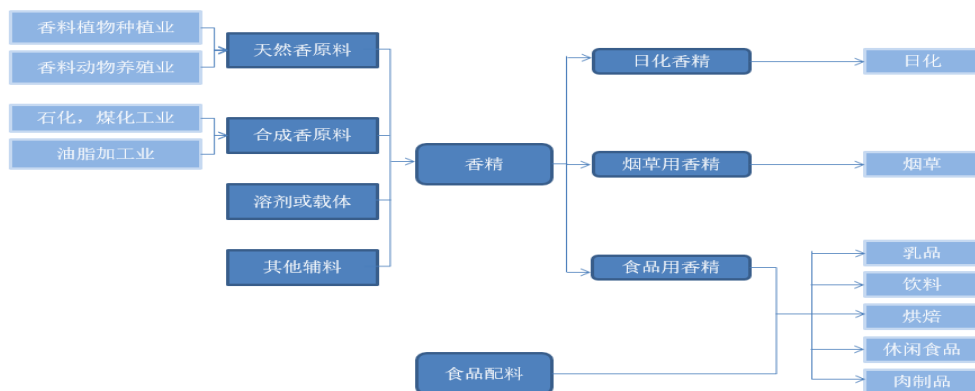
姓名	职务	专业背景
蔡文辉	副总裁、发行人董事	应用化工技术工艺专业
张子恒	发行人董事	精细化工专业
章焰生	独立董事	植物学博士、三级研究员（教授）职称
朱琦	监事、业务经理	生物学专业
Alan Afred Davies	首席调查师	食品科学专业、超过 45 年烟叶香精经验

资料来源：公司年报 东兴证券研究所

2. 下游行业结构调整 研发实力决定未来高度

华宝香精主营业务为各类香精及食品配料的生产与销售，其上游主要为化工原料企业，而下游为香烟、食品饮料制造、日化等行业。

图 14：华宝香精所在产业链



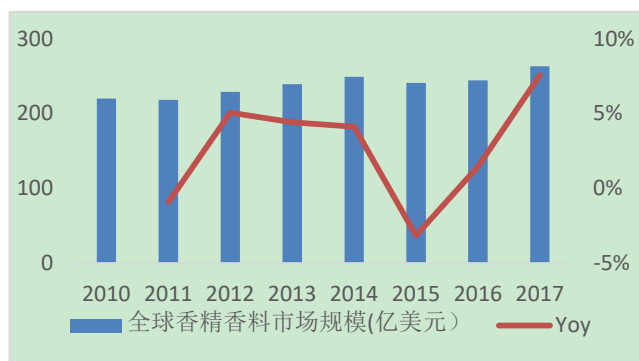
资料来源：公司年报 东兴证券研究所

由于香精产品在单个终端产品上使用量有严格限制，香精占比通常只有 0.2%-2%，香精行业具有下游客户数量多，单一客户需求量小的特点。香精产品销售收入变动受单一客户影响较少，而与下游行业整体规模增速变化更为相关。

2.1 国际香精香料市场高度集中 国内市场仍处于高度分散的成长期

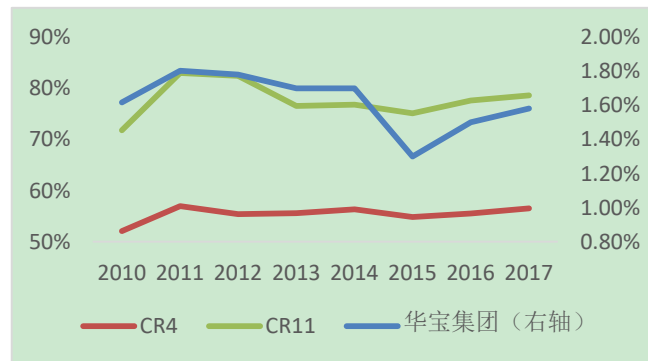
目前国际香精香料市场约为 263 亿美元、过去 7 年复合增长率为 2.58%。香精香料行业集中度非常的高，前 4 大香精香料企业：奇华顿、芬美意、国际香精香料及德之馨占据超过 50% 的市场份额，前 11 大香精香料企业市场份额占比高达 78.6%。目前北美、欧洲及日本等主要香精香料市场已经基本饱和，全球市场增量主要在亚洲、大洋洲、南美洲等新兴市场，其中中国、东南亚及澳大利亚为最具潜力也是竞争最为激烈的市场。

图 15：全球香精市场持续增长



资料来源：Leffingwell & Associates 东兴证券研究所

图 16：国际香精香料市场集中度高



资料来源：Leffingwell & Associates 东兴证券研究所

与国际成熟市场相比，我国香精市场仍处于成长阶段，整体规模约在 200 亿元左右，其中烟草用香精约 30 亿，食品用香精约 70 亿，日化香精约 100 亿元。目前我国香精香料企业共有 1000 余家，截至 13 年底，收入在 2000 万元以上的香精香料仅有 334

家，国内香精龙头华宝香精 2018 年香精收入为 20.75 亿元，与国际大型香精香料企业仍有着不少差距。

目前国内香精企业多为中小型企业，叠加外国巨头纷纷入华设厂竞争，行业竞争相对激烈，在食品香精分类上国内企业相对优势较大，而日化香精则是国外企业占绝对优势。由于**香精产品是高度定制化产品，客户粘性较大**，短期内通过扩产、增大销售投入的方式提高市场份额很难做到，未来很长一段预计将保持高度分散的格局。

表 3：国内香精企业在食用香精领域占优

公司	成立时间	主要生产基地	香精香料业务收入（亿元）	主营香精香料品种	香精以外业务
华宝股份	1996	上海、江西、江苏、云南	20.75	食用、日化	食品配料
中国香精香料	2005	深圳、惠州、东莞	10.61	食用、日化	电子烟
爱普股份	1995	上海	6.26	食用	食品配料生产/贸易
百润股份	1997	上海、成都、佛山	1.39	食用	预调鸡尾酒

资料来源：公司公告 东兴证券研究所

表 4：国外香精企业在华设厂布局概况

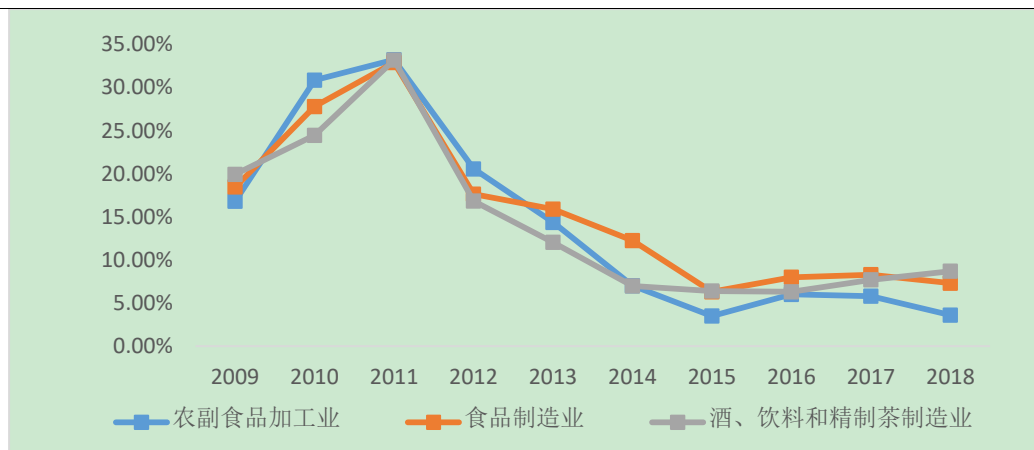
公司	入华时间	建厂情况	建厂时间	类别
奇华顿	1996	上海奇华顿工厂一期	1997	食用香精
		金桥工厂奠基	2004	食用香精、日化香精
		日用香精香料工厂扩建		
		新分子研究开发中心	2005	日化香精
		上海松江工厂（收购）	2007	日化香精
		南通咸味香精工厂	2013	食用香精
芬美意	1994	常州生产基地	2017	日化香精
		云南昆明原料生产厂	1995	香原料
		上海闵行工厂	2001	食用香精、日化香精
IFF	1990	张家港食用香精工厂	2017	食用香精
		广东广州食用香精生产基地	2013	食用香精
德之馨	1982	浙江建德香料配料工厂	2017	香料配料
		南通生产基地		

资料来源：公开资料整理 东兴证券研究所

2.2 食品行业增速放缓行业结构调整 日化行业海外品牌垄断局势未变

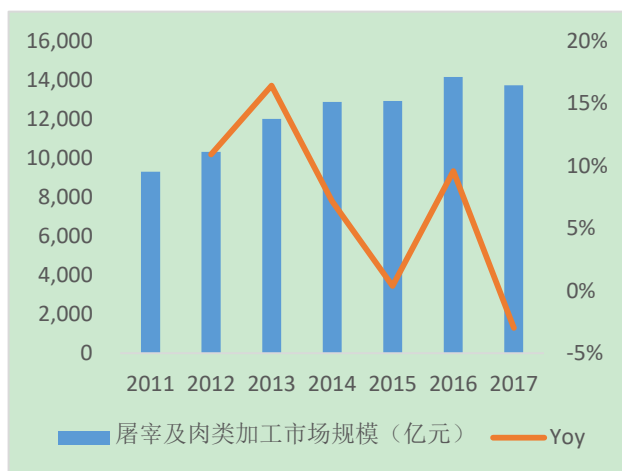
食品行业整体收入增速放缓，烘焙、休闲食品增速较快。我国食品行业整体收入在经过多年高速增长后稳定至个位数增长，但食品制造业及酒、饮料和精制茶制造业仍保持高于宏观经济的增速。此前增长较快的乳制品已进入成熟期，增速逐渐下滑；肉制品行业受 18Q3 非洲猪瘟影响猪肉加速触底，预计将在 2019 开篇新周期；而近年兴起的休闲食品、烘焙、调味品等行业则依然保持较高的增速，休闲食品 17 年收入增速为 5.26%，调味品收入增速为 8.08%。

图 17：食品行业整体增速放缓



资料来源：Wind 东兴证券研究所

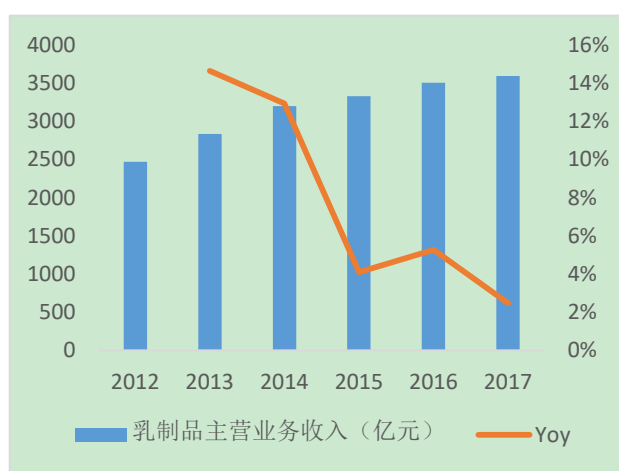
图 18：肉制品行业增速波动



资料来源：智研咨询 东兴证券研究所

图 20：调味品收入增速较快

图 19：乳制品收入增速下滑明显

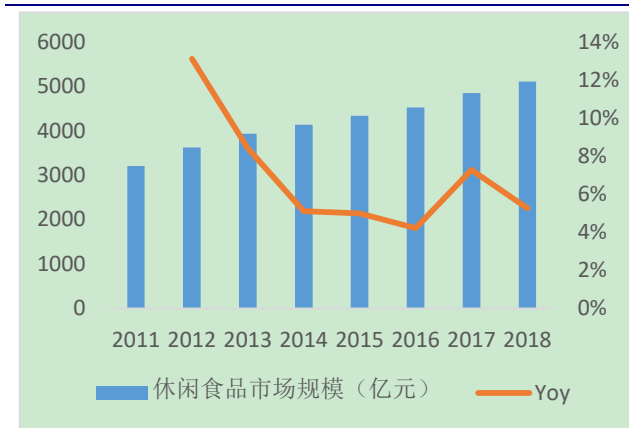


资料来源：中商产业研究所 东兴证券研究所

图 21：休闲食品收入增速较快



资料来源：Wind 东兴证券研究所

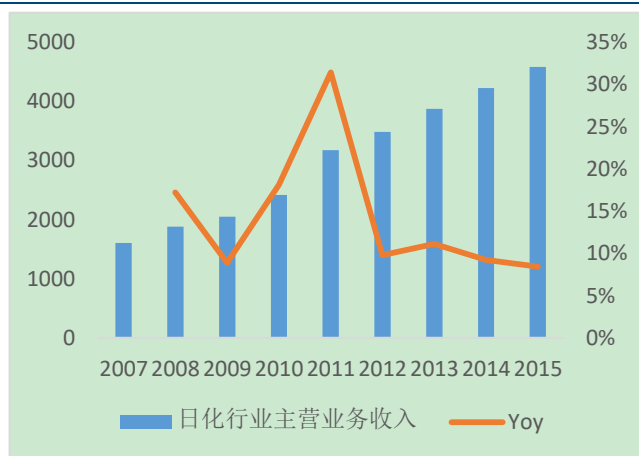


资料来源：前瞻产业研究院 东兴证券研究所

我国食品用香精市场规模约 70 亿元，最大的食品用香精公司市占率仅为 10% 左右，格局高度分散，行业聚合进程缓慢。随着下游食品制造业进入结构转换期，下游产品更新迭代速度加快，新产品数量上升，对上游食品用香精企业的研发能力带来了新的考验。研究能力薄弱的中小型企业逐渐跟不上于客户需求的变化，被迫逐渐退出市场，研发能力强且具有规模优势的大型香精企业有望获得此部分市场份额，推动行业整合。

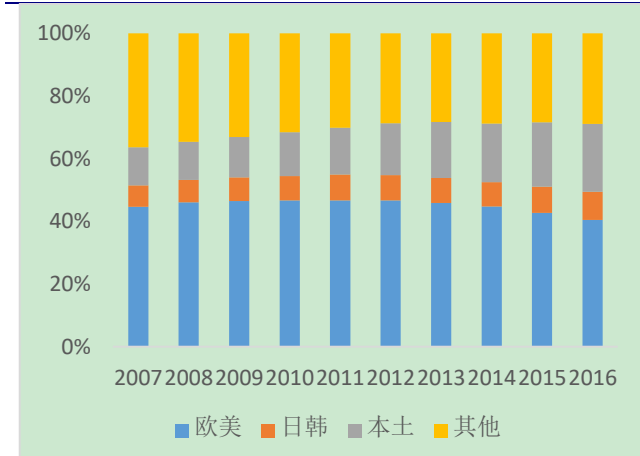
日化行业收入增速稳健，外资企业市场占有率超 70%。随着物质生活逐渐丰富，消费者对生活质量的追求不断提高，日用品市场规模保持较快的速度增长，15 年增速达 8.4%。近年随着拉芳、上海家化等一批国内日用品牌崛起，一定程度上增加日化行业的竞争程度，然而总体而言外资品牌在日化领域依然占垄断地位，市占率长期保持 70% 以上。

图 22：日化行业持续增长



资料来源：招股说明书 东兴证券研究所

图 23：国外日化品牌在华依然占垄断地位



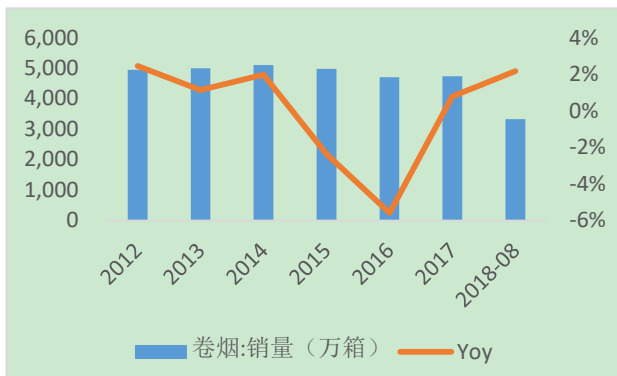
资料来源：观研天下日化产业报告 东兴证券研究所

目前我国日化香精市场份额约为 100 亿元。国外大型香精企业与海外日化品牌合作已久，且日化香精的研究绝对领先国内香精企业，在日化香精市场上占据绝对优势。目前我国前 4 大香精公司日化香精收入总计仅为 2.5 亿元左右，在日化香精的收入规模与研发投入上已经难以跟国外大型香精企业竞争。

2.3 卷烟去库存进入尾声 消费者偏好变化驱动行业变革

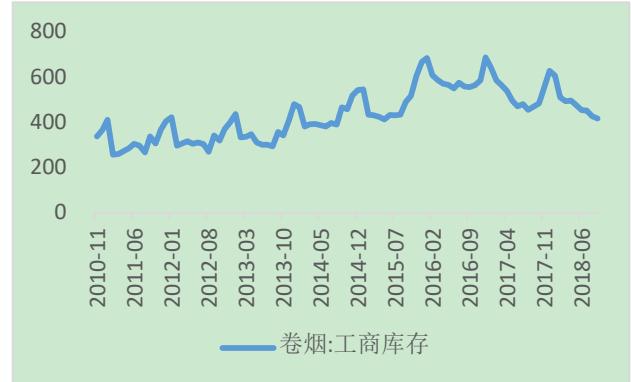
卷烟去库存基本完成、销量恢复增长。我国作为香烟生产、消费大国，吸烟人口高达 3 亿人以上，2016 年香烟销售额高达 13705.52 亿元。国家上调烟草消费税影响，15、16 年卷烟销量出现明显下滑，工商库存快速攀升。随着时间推移，提税带来的冲击逐步减轻，同时卷烟企业积极调整生产计划，整体卷烟库存逐步回落至历史平均水平。卷烟销量在 17 年后便恢复正增长，未来增长趋势有望延续。

图 24：卷烟销量恢复增长



资料来源：烟草在线 东兴证券研究所

图 25：卷烟库存基本回落到历史水平



资料来源：烟草在线 东兴证券研究所

消费升级效应明显，消费者需求变换促进行业改革。随着生活水平的提高，消费者对卷烟产品的口感、风味提出了新的需求。同时，国家近年逐步加大控烟力度，加大吸烟危害的宣传力度等动作使得消费者对健康关注度上升，卷烟低焦油化及爆珠烟成趋势。

◆ 单箱卷烟售价提升，一二类烟销售占比持续上涨。

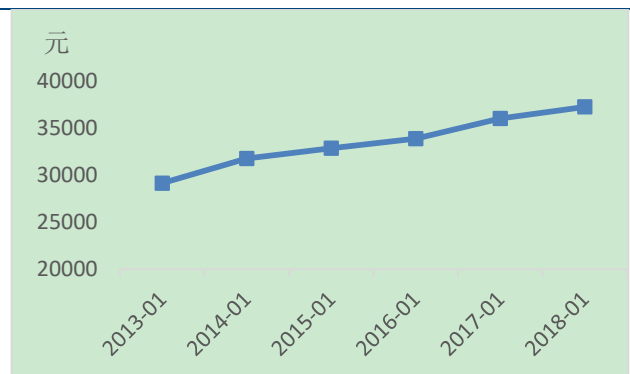
随着国民可支配收入的上升，卷烟行业消费升级趋势明显，单箱卷烟销售收入持续上升。在国家经济增速放缓的大环境下，一、二类香烟销售占比依然保持稳步提升，表明消费者整体消费水平提高，高档香烟作为礼品的属性有所弱化。

◆ 卷烟低焦油化是全球趋势

自科学研究表明吸烟与肺癌存在明显相关性以来，如何降低香烟带来的危害成为烟草行业核心研究主题之一。由于烟焦油中包含多种致癌物，世界各国均对市面上可销售卷烟所含焦油量做出明确的规定与限制，降焦减害是全球趋势。我国自 1997 年新《卷烟》国标提出将焦油量作为卷烟质量否决项以来，分别于 2001 年、2004 年、2009 年、2013 年 4 次调整焦油量限制，卷烟焦油量得到明显下降。

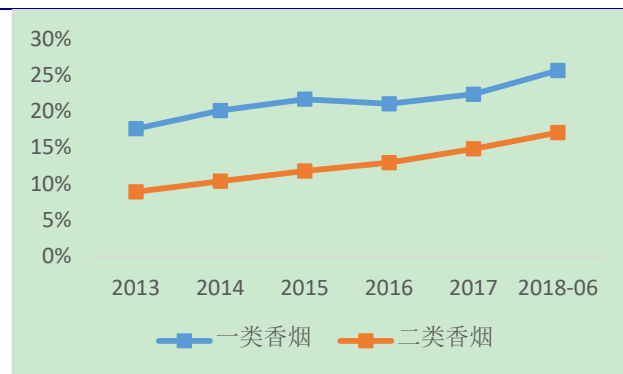
近年低焦油卷烟销量增速较快,13年至17年焦油量低于6mg的卷烟销量从75.6万箱增长至114万箱,复合增速高达10.8%。我国自2013年1月起禁止销售焦油量11mg以上的香烟,然而对比欧盟10mg、韩国7mg的焦油限制仍有下降空间,进一步的降焦减害势在必行。

图 26：单箱卷烟平均销售收入不断提高



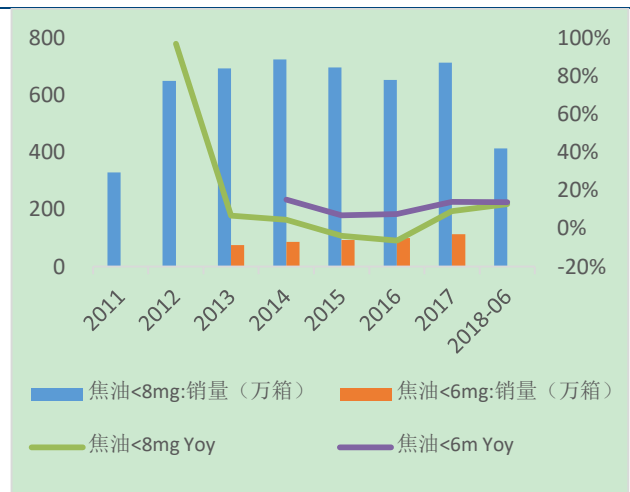
资料来源：烟草在线 东兴证券研究所

图 27：一、二类香烟销售占比持续上升



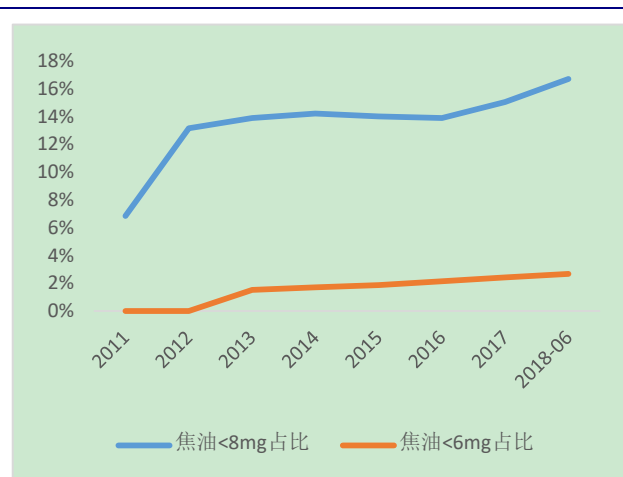
资料来源：烟草在线 东兴证券研究所

图 28：低焦油卷烟销量增速较快



资料来源：烟草在线 东兴证券研究所

图 29：低焦油卷烟占比持续上升



资料来源：烟草在线 东兴证券研究所

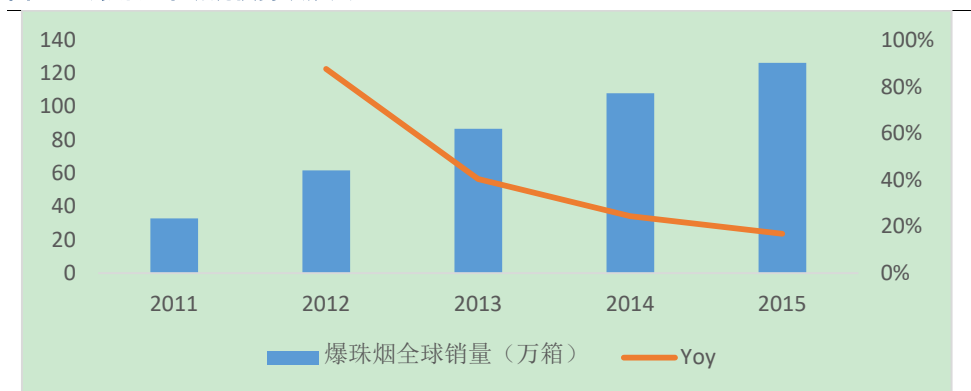
◆ 以爆珠烟为代表的创新烟成为新的潮流

“爆珠”技术最早出现在上世纪60年代,在研发早期目的只是为了减少烟内香精的自然流失。然而,由于近年全球控烟力度进一步加大以及对吸烟危害的大力宣传,传统卷烟行业增长空间受到明显限制。为了打造新的卖点吸引新客户,烟草企业开始尝试把“爆珠”技术用于赋予香烟不同的口味,在满足消费者不同的口味需求的同时也增加了吸烟的乐趣。

15年爆珠烟全球销量达126.35万箱,虽然整体销售增速跟随全球卷烟销量下滑,但仍保持17%的增速。我国爆珠烟从13年开始快速增长,17年销售规模达34.9万箱,占全体卷烟销量0.7%。爆珠烟主要目标人群是年轻的消费者,目前英国、

日本、韩国等较大的卷烟市场中爆珠烟占比都在 6% 以上，随着各烟企逐步加大开发力度，爆珠烟份额仍有上升空间。

图 30：爆珠烟市场规模持续扩大



资料来源：Euromonitor 东兴证券研究所

3. 募资项目加码食品 呼应母公司聚焦“味觉系消费品”战略

华宝香精此次上市募集 23.18 亿资金，募资项目主要围绕食品用香精及食品配料业务，其中 10.3 亿元用于投资华宝鹰潭食品用香精及食品配料生产基地项目、5.1 亿元投资华宝拉萨净土健康食品项目、1.7 亿用于投资建设华宝孔雀食品用香精及食品技术研发项目，剩余 6.5 亿元用于补充流动资金。

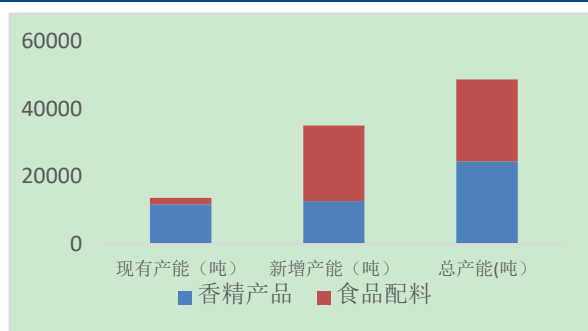
表 5：募资项目详情

募资项目	预计投资金额 (万元)	累计投入金额 (万元)	项目内容
华宝鹰潭食品用香精及食品配料生产基地	103,459.27	7288.28	资金用于鹰潭生产基地厂房建设及设备购置。生产基地投产后预计提升香精产能 12000 吨/年、食品配料产能 22300 吨/年，
华宝拉萨净土健康食品项目	50,764.55	971.02	资金用于建设健康食品生产厂房及设备购置。达产后预计新增营养米粉系列产品产能 2000 吨/年、营养乳浆系列产品 500 吨/年、营业饼干系列产品 500 吨/年。
华宝孔雀食品用香精及食品技术研发项目	17,040.08	16.91	资金用于改造现有华宝孔雀厂房及购入研究、检测设备，单独设立食品用香精及食品产品实验室。
补充流动资金	64,879.87	64,879.87	
合计	231,184.21	73156.08	

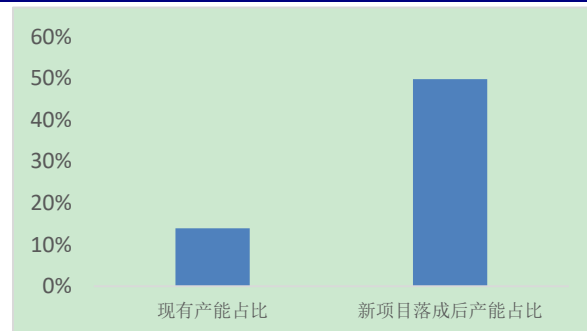
资料来源：招股说明书 东兴证券研究所

图 31：鹰潭新生产基地产能远超现在规模

图 32：食品配料产能大幅上升



资料来源：招股说明书 东兴证券研究所



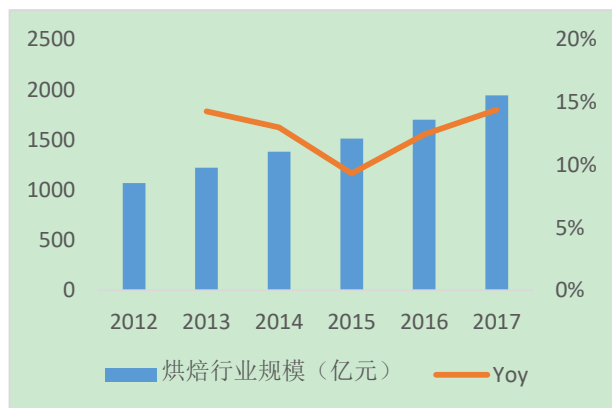
资料来源：招股说明书 东兴证券研究所

上海孔雀作为知名食用香精品牌，在食用香精技术上已有多年的积累，此次厂房改造专门设立食品用香精级食品配料实验室，食品用产品研发能力将再次获得提升，为后续发展铺路。鹰潭项目落成后，食品用香精产能将从现有的约 5000 吨/年提升至 17700 吨/年，食品配料产能将从现有的 1900 吨/年提升至 24200 吨/年，产能提升 10 倍以上，公司加码食品意图明显。

目前我国食品用香精市场规模约 70 亿元，最大的食品用香精企业爱普集团市占率仅约 10%，市场高度分散。爱普食品用香精全部投产后产能约为 20000 吨/年至 24500 吨/年。鹰潭项目投产后华宝食品用香精产能已接近爱普水平，产能提升带来的规模优势有望帮助华宝打开食品用香精市场，提高收入贡献。

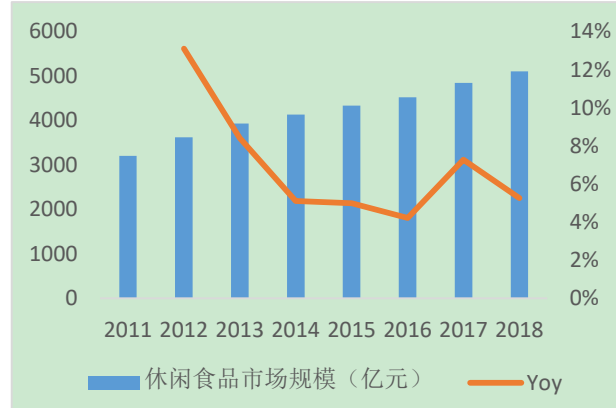
公司食品配料广泛应用于方便食品、火锅底料、烘培食品、休闲食品、肉制品等产品领域。随着近年下游烘焙食品、休闲食品、火锅底料的兴起，食品配料业务仍有很大增长空间。目前我国食品配料领域并无明显龙头，竞争格局分散，鹰潭项目投产后公司食品配料产能将上涨 10 倍至 24200/吨，配合孔雀研究室提升研发能力逐步开拓产品种类，食品配料业务有望成为公司发展新增长点。

图 33：烘焙食品增速喜人



资料来源：前瞻产业研究院 东兴证券研究所

图 34：休闲食品收入增速较快



资料来源：前瞻产业研究院 东兴证券研究所

母公司 44 亿元收购广东嘉豪进军调味食品行业，战略聚焦“味觉系快消品”领域配套产品，上下游有望形成联动。母公司华宝国际在分拆华宝香精后，定位转型为“味觉系消费品集团”，战略聚焦味觉系快消品领域。在华宝香精完成分拆上市后，母公司 18 年 9 月以约合 44 亿元收购广东嘉豪食品有限公司，进军下游调味食品行业，此次收购也是母公司成立以来最大的收购。嘉豪食品主营业务为调味品产品的生产与销售，为鸡汁、芥辣产品销量稳居全国前列，旗下拥有劲霸、嘉豪、詹王等知名品牌。

华宝香精在 18 年报揭示的公司发展战略中表示将立足传统食品市场，大力发展新兴市场，进一步加强乳品、饮料、休闲食品、烘焙等业务的服务综合能力，与母公司整体战略相呼应，食品用香精及食品配料的加码有望跟嘉豪形成联动，上下游渠道打通打造食品用香精、食品配料及终端调味产品一体化服务体系。

4. 盈利预测

我们认为公司业绩短期回稳，鹰潭项目落地后产能释放将带动公司快速增长，预计公司 2019 年-2021 年 EPS 分别为 1.96 元、2.02 元和 2.10 元，对应 PE 为 19.34X/18.76X/18.02X，首次覆盖，给予公司“推荐”评级。

5. 风险提示

风险提示：募资项目进展及下游需求增长不及预期，原材料成本上升等。

表 6: 公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元		利润表		单位:百万元			
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	4574	7940	6312	6900	7910	营业收入	2198	2169	2270	2408	2580
货币资金	3247	6117	4421	4848	5737	营业成本	474	485	536	582	642
应收账款	747	641	729	804	878	营业税金及附加	45	33	41	43	44
其他应收款	14	14	15	16	17	营业费用	136	186	168	164	187
预付款项	7	11	14	15	19	管理费用	382	191	351	372	391
存货	323	386	427	464	511	财务费用	-68	-157	-164	-141	-139
其他流动资产	92	353	355	357	359	资产减值损失	7.49	0.49	0.49	2.82	1.27
非流动资产合计	1647	1687	2353	2946	3145	公允价值变动收益	-41.18	5.02	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	58	53	53	53	53	投资净收益	34.94	2.02	2.02	2.02	2.02
固定资产	276	244	595	1048	1368	营业利润	1355	1418	1341	1386	1457
无形资产	72	66	60	53	46	营业外收入	2.89	0.81	100.00	100.00	90.00
其他非流动资产	1	1	1	1	1	营业外支出	1.69	1.12	1.40	1.26	1.33
资产总计	6221	9627	8665	9846	11056	利润总额	1357	1417	1440	1485	1545
流动负债合计	497	523	535	559	579	所得税	190	224	233	241	251
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	1167	1194	1206	1244	1295
应付账款	148	152	167	182	202	少数股东损益	19	18	18	19	20
预收款项	3	3	4	4	4	归属母公司净利润	1148	1176	1188	1225	1275
一年内到期的非流动	0	0	0	0	0	EBITDA	1395	1357	1235	1347	1437
非流动负债合计	6	2	4	3	3	EPS（元）	2.07	1.94	1.96	2.02	2.10
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	503	526	539	562	582	2017A2018A2019E2020E2021E					
少数股东权益	113	113	131	150	169	成长能力					
实收资本（或股本）	554	616	616	616	616	营业收入增长	-15.96%	-1.30%	4.67%	6.06%	7.16%
资本公积	2356	4606	4606	4606	4606	营业利润增长	-0.71%	4.59%	-5.41%	3.36%	5.10%
未分配利润	2410	3431	1856	2411	2987	归属于母公司净利润	1.03%	2.41%	1.03%	3.14%	4.08%
归属母公司股东权益	5604	8989	7667	8524	9417	获利能力					
负债和所有者权益	6221	9627	8665	9846	11056	毛利率(%)	68.98%	78.16%	76.41%	75.81%	75.14%
现金流量表						净利率(%)	53.08%	55.03%	53.12%	51.65%	50.17%
						单位:百万元					
						总资产净利润（%）	18.46%	18.46%	12.21%	13.71%	12.44%
						ROE(%)	20.48%	13.08%	15.49%	14.37%	13.54%
经营活动现金流	1442	1268	1304	1375	1443	偿债能力					
净利润	1167	1194	1206	1244	1295	资产负债率(%)	8%	5%	6%	6%	6%
折旧摊销	107.40	96.56	51.51	102.00	119.33	流动比率			11.79	12.34	13.67
财务费用	-68	-157	-164	-141	-139	速动比率			11.00	11.51	12.79
应付账款的变化	226	107	-88	-75	-74	营运能力					
预收账款的变化	-2	0	1	0	0	总资产周转率	0.38	0.27	0.25	0.27	0.27
投资活动现金流	52	-2019	-653	-722	-310	应收账款周转率	-	3	3	3	3
公允价值变动收益	-41	5	0	0	0	应付账款周转率	16.70	14.47	14.24	13.80	13.44
长期股权投资减少	-2	5	0	0	0	每股指标（元）					
投资收益	35	2	2	2	2	每股收益(最新摊薄)	2.07	1.94	1.96	2.02	2.10
筹资活动现金流	-384	2170	-2318	-227	-244	每股净现金流(最新	2.00	2.30	-2.71	0.69	1.44
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	10.11	14.59	12.45	13.84	15.29
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	62	0	0	0	P/E	18.30	19.53	19.34	18.76	18.02
资本公积增加	0	2250	0	0	0	P/B	3.75	2.60	3.04	2.74	2.48
现金净增加额	1110	1418	-1668	426	889	EV/EBITDA	12.72	12.68	15.31	13.72	12.24

资料来源：公司公告 东兴证券研究所

分析师简介

刘畅

东兴证券食品饮料首席分析师、新财富团队成员，拥有买方、卖方双重工作经验，曾就职于天风证券研究所，东方基金，泰达宏利基金。硕士取得英国杜伦大学金融一等学位，本科取得北京航空航天大学双学位。2017年11月加入东兴证券研究所，负责白酒、乳制品、调味品、健康食品等研究工作。2018年获得万德wind平台综合影响力第一名，万德wind食品饮料最佳分析师第三名，同花顺ifind食品饮料最佳分析师第二名。

娄倩

曾就职于方正证券研究所、方正证券投资，于2018年6月加入东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，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。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。