

# 华宝股份 (300741)

证券研究报告  
2019年04月27日

## 烟用香精业务保持稳定，期待食品香精有突破

**事件：**公司发布 2019 年一季报，报告期内实现营业收入 4.44 亿元，同比下降 10.26%；归属于上市公司股东的净利润为 2.93 亿元，同比增加 5.87%；归属于上市公司股东的扣非净利润为 2.37 亿元，同比增加 0.86%。

### 客户采购计划调整影响一季度营收，盈利水平整体保持较高水平

报告期内，由于税率变动，主要客户对采购计划进行调整，公司营收有所下降；一季度销售毛利率为 76.63%，同比下降 2.19pct，环比下降 0.97pct，仍保持在较高毛利水平；销售净利率为 67.70%，同比上升 10.21pct，环比上升 11.39pct，主要系期间费用减少、利息收入及政府补助增加所致。其中，销售费用率为 9.15%，同比上升 0.99pct，环比上升 2.13pct；管理费用率为 8.78%，同比下降 10.1pct，环比上升 2.13pct。我们认为，烟用香精作为公司核心产品及盈利贡献板块，且公司本身技术研发壁垒优势显著，2019 年全年公司业绩有望继续实现稳定增长。

### 现金分红率高达 209.5%，彰显管理层长期经营信心

公司以 2018 年末总股本 6.16 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发 40 元现金（含税），本次合计派现 24.64 亿元，对应现金分红率为 209.5%。我们认为，此次高额分红彰显了公司的经营信心及长期投资价值。

### 公司有望发展烟用香精及食用香精新红利

尽管烟草销量下滑可能会减少烟用香精的需求，但卷烟销售结构调整，消费升级使得高品质烟用香精的需求渐显，高端卷烟对烟用香精的品质和调配技术提出了更高的要求，生产高品质烟用香精、拥有自主专利技术的公司将分享此次卷烟消费升级带来的变革红利。另一方面，随着我国居民收入水平的提高，消费者对于食品饮料、日化产品的需求将不断提升，对于食品用香精、日化香精的增量拉动明显，长期来看香精市场空间广阔。而公司受益于香精行业本身壁垒优势和烟草行业高毛利率特征，毛利率和净利率一直维持在较高水平，分别在 72%和 50%左右，盈利能力行业领先。

### 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2019-2021 年的营收为 23.36/25.20/27.16 亿元，净利润为 12.03/12.34/13.01 亿元，基于公司在烟草香精行业的龙头优势、高毛利率特征，维持“买入”评级。

**风险提示：**发展不及预期、政策风险、募投项目建设不及预期

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,197.73	2,169.07	2,335.82	2,520.45	2,715.58
增长率(%)	(15.96)	(1.30)	7.69	7.90	7.74
EBITDA(百万元)	1,384.04	1,316.30	1,367.71	1,399.94	1,509.60
净利润(百万元)	1,148.05	1,175.69	1,203.08	1,233.71	1,301.34
增长率(%)	(9.13)	2.41	2.33	2.55	5.48
EPS(元/股)	1.86	1.91	1.95	2.00	2.11
市盈率(P/E)	18.67	18.24	17.82	17.38	16.47
市净率(P/B)	3.83	2.39	2.31	2.30	2.39
市销率(P/S)	9.75	9.88	9.18	8.51	7.89
EV/EBITDA	0.00	9.73	10.57	10.39	10.32

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	食品饮料/食品加工
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	34.81 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	615.88
流通 A 股股本(百万股)	61.59
A 股总市值(百万元)	21,438.78
流通 A 股市值(百万元)	2,143.95
每股净资产(元)	15.05
资产负债率(%)	4.34
一年内最高/最低(元)	48.88/29.20

### 作者

**吴立** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517010002  
wuli1@tfzq.com

**刘鹏** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516070001  
liupeng1@tfzq.com

**蒋梦晗** 联系人  
jiangmenghan@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《华宝股份-年报点评报告:壁垒优势确保盈利能力，高分红彰显长期投资价值》2019-03-13
- 《华宝股份-公司点评:业绩符合预期，盈利能力继续提升》2019-02-27
- 《华宝股份-公司点评:全年业绩稳定增长，壁垒优势确保高盈利能力》2019-01-19

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	3,246.83	6,116.74	6,770.26	6,701.67	5,689.80	营业收入	2,197.73	2,169.07	2,335.82	2,520.45	2,715.58
应收票据及应收账款	887.54	745.35	1,157.99	767.02	1,307.02	营业成本	473.76	485.03	480.69	519.07	560.81
预付账款	7.40	11.35	6.75	13.30	8.18	营业税金及附加	45.08	33.24	44.38	45.87	49.97
存货	323.29	386.40	317.05	436.60	382.80	营业费用	136.08	185.96	135.48	148.71	154.79
其他	108.85	680.45	548.95	502.73	653.63	管理费用	196.31	190.84	210.22	231.88	252.55
<b>流动资产合计</b>	<b>4,573.91</b>	<b>7,940.30</b>	<b>8,801.00</b>	<b>8,421.33</b>	<b>8,041.44</b>	研发费用	186.02	149.74	186.87	237.68	255.81
长期股权投资	57.94	52.77	52.77	52.77	52.77	财务费用	(67.50)	(156.86)	0.00	0.00	0.00
固定资产	275.62	243.96	282.11	327.16	363.34	资产减值损失	7.49	0.49	8.00	12.36	11.02
在建工程	2.97	76.67	82.00	97.20	88.32	公允价值变动收益	(41.18)	5.02	25.70	0.00	0.00
无形资产	71.91	66.35	61.04	55.72	50.41	投资净收益	34.94	2.02	50.00	50.00	50.95
其他	1,238.45	1,247.05	1,241.64	1,241.66	1,240.52	其他	(128.74)	(144.04)	(151.40)	(100.00)	(101.90)
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,646.88</b>	<b>1,686.79</b>	<b>1,719.56</b>	<b>1,774.51</b>	<b>1,795.36</b>	<b>营业利润</b>	<b>1,355.46</b>	<b>1,417.64</b>	<b>1,345.88</b>	<b>1,374.88</b>	<b>1,481.60</b>
<b>资产总计</b>	<b>6,220.79</b>	<b>9,627.08</b>	<b>10,520.55</b>	<b>10,195.84</b>	<b>9,836.80</b>	营业外收入	2.89	0.81	100.00	103.43	74.30
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	1.69	1.12	1.10	1.13	1.23
应付票据及应付账款	147.74	152.10	106.20	189.85	132.78	<b>利润总额</b>	<b>1,356.66</b>	<b>1,417.33</b>	<b>1,444.78</b>	<b>1,477.18</b>	<b>1,554.67</b>
其他	349.72	371.13	988.92	538.75	568.29	所得税	190.10	223.64	217.15	224.68	233.51
<b>流动负债合计</b>	<b>497.46</b>	<b>523.23</b>	<b>1,095.12</b>	<b>728.60</b>	<b>701.07</b>	<b>净利润</b>	<b>1,166.56</b>	<b>1,193.70</b>	<b>1,227.63</b>	<b>1,252.50</b>	<b>1,321.15</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	18.51	18.00	24.55	18.79	19.82
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,148.05</b>	<b>1,175.69</b>	<b>1,203.08</b>	<b>1,233.71</b>	<b>1,301.34</b>
其他	5.99	2.48	8.17	5.55	5.40	每股收益(元)	1.86	1.91	1.95	2.00	2.11
<b>非流动负债合计</b>	<b>5.99</b>	<b>2.48</b>	<b>8.17</b>	<b>5.55</b>	<b>5.40</b>						
<b>负债合计</b>	<b>503.45</b>	<b>525.71</b>	<b>1,103.29</b>	<b>734.15</b>	<b>706.47</b>						
少数股东权益	112.87	112.74	136.07	154.54	173.92	<b>主要财务比率</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
股本	554.29	615.88	615.88	615.88	615.88	<b>成长能力</b>					
资本公积	2,356.07	4,606.32	4,606.32	4,606.32	4,606.32	营业收入	-15.96%	-1.30%	7.69%	7.90%	7.74%
留存收益	5,042.80	8,345.57	8,665.32	8,691.27	8,340.53	营业利润	-0.71%	4.59%	-5.06%	2.15%	7.76%
其他	(2,348.69)	(4,579.14)	(4,606.32)	(4,606.32)	(4,606.32)	归属于母公司净利润	-9.13%	2.41%	2.33%	2.55%	5.48%
<b>股东权益合计</b>	<b>5,717.34</b>	<b>9,101.37</b>	<b>9,417.26</b>	<b>9,461.69</b>	<b>9,130.33</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总</b>	<b>6,220.79</b>	<b>9,627.08</b>	<b>10,520.55</b>	<b>10,195.84</b>	<b>9,836.80</b>	毛利率	78.44%	77.64%	79.42%	79.41%	79.35%
						净利率	52.24%	54.20%	51.51%	48.95%	47.92%
						ROE	20.48%	13.08%	12.96%	13.26%	14.53%
						ROIC	47.77%	43.76%	43.03%	50.69%	52.18%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	8.09%	5.46%	10.49%	7.20%	7.18%
						净负债率	-56.79%	-67.21%	-71.89%	-70.83%	-62.32%
						流动比率	9.19	15.18	8.04	11.56	11.47
						速动比率	8.54	14.44	7.75	10.96	10.92
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	2.25	2.66	2.45	2.62	2.62
						存货周转率	6.49	6.11	6.64	6.69	6.63
						总资产周转率	0.38	0.27	0.23	0.24	0.27
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	1.86	1.91	1.95	2.00	2.11
						每股经营现金流	2.34	2.06	2.64	1.90	1.04
						每股净资产	9.10	14.59	15.07	15.11	14.54
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	18.67	18.24	17.82	17.38	16.47
						市净率	3.83	2.39	2.31	2.30	2.39
						EV/EBITDA	0.00	9.73	10.57	10.39	10.32
						EV/EBIT	0.00	10.00	10.74	10.58	10.51

  

现金流量表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,166.56	1,193.70	1,203.08	1,233.71	1,301.34
折旧摊销	56.56	36.79	21.83	25.07	28.01
财务费用	0.00	(49.86)	0.00	0.00	0.00
投资损失	(34.94)	(2.02)	(50.00)	(50.00)	(50.95)
营运资金变动	202.38	(177.75)	401.50	(58.08)	(658.52)
其它	51.60	266.73	50.25	18.79	19.82
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,442.15</b>	<b>1,267.57</b>	<b>1,626.66</b>	<b>1,169.49</b>	<b>639.69</b>
资本支出	26.43	70.56	54.31	82.62	50.15
长期投资	1.59	(5.17)	0.00	0.00	0.00
其他	23.68	(2,084.74)	(115.71)	(112.62)	(49.20)
<b>投资活动现金流</b>	<b>51.70</b>	<b>(2,019.34)</b>	<b>(61.40)</b>	<b>(30.00)</b>	<b>0.95</b>
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	977.93	3,410.02	894.33	921.51	921.51
其他	(1,361.82)	(1,239.83)	(1,806.07)	(2,129.59)	(2,574.03)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(383.89)</b>	<b>2,170.19</b>	<b>(911.74)</b>	<b>(1,208.07)</b>	<b>(1,652.52)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>1,109.96</b>	<b>1,418.42</b>	<b>653.52</b>	<b>(68.59)</b>	<b>(1,011.87)</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com