

22H1 业绩承压，关注盈利改善

合兴包装(002228)

评级:	买入	股票代码:	002228
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	4.0/3.06
目标价格:		总市值(亿)	41.74
最新收盘价:	3.37	自由流通市值(亿)	41.60
		自由流通股数(百万)	1,234.57

事件概述

合兴包装发布 2022 年中报，2022H1 公司实现营收/归母净利润/扣非后归母净利润分别为 81.23/1.07/0.92 亿元，同比-1.10%/-29.29%/-28.19%；上半年公司所处行业受到一定冲击，叠加市场竞争加剧、物流管制及原材料涨幅高于产品价格涨幅等不利因素，公司盈利有所下滑。Q2 单季度公司收入/归母净利/扣非净利分别为 42.14/0.54/0.44 亿元，同比-5.62%/-39.46%/-38.87%。现金流方面，2022H1 公司经营活动产生的现金流量净额 3.70 亿元，同比+122.03%，主要系本期采购支出减少。

分析判断:

► 收入端：营收端有所承压，海外收入同比高增

分品类看，2022H1 公司瓦楞包装、彩盒包装、缓冲包装、工业用纸、其他营收分别为 62.93、3.10、0.81、12.00、2.40 亿元，同比增 8.30%、2.93%、-41.69%、-30.77%、3.87%，占比为 77.47%、3.82%、0.99%、14.77%、2.95%，公司注重创新且顺应需求端消费升级，其具备领先技术优势的瓦楞包装同比个位数增长，彩盒包装业务也实现了稳步拓展。上半年公司持续加强与优秀企业的沟通协作，与厦门国贸集团有限公司签订战略合作协议，共同拓展、开发终端品牌消费企业印包业务，共同参与上游优质造纸、纸浆企业的并购与运营等；同时公司也积极开展既有生产线的技术改造，目前重庆和宁夏项目已实现试生产，并逐步推进新增产线的产能爬坡，隆尧和呼伦贝尔等项目亦扎实稳步建设中。分地区看，公司东北、华北、华东、华南、华中、西南、海外分别同增 41.96%、4.09%、-7.20%、-0.09%、-5.78%、9.84%、19.58%，占比为 2.45%、8.54%、17.63%、33.62%、28.81%、6.40%、2.55%；我们分析，占比较大的华东地区营收下滑主要系上半年疫情影响所致。

► 盈利端：盈利能力承压，期间费用率基本持平

2022H1 公司毛利率为 8.64%、同比下降 0.90pct，22Q2 公司毛利率为 8.21%、同比下降 1.22pct、环比下降 0.90pct，我们分析毛利率下滑系主要行业毛利率下降及成本上涨所致，22H1 公司包装制造行业、产业链服务毛利率为 10.60%、3.04%，同比分别-1.45pct、-0.80pct。22H1 公司归母净利率、扣非净利率为 1.31%、1.13%，同比下降 0.53pct、0.43pct，净利率下降主要由于本期计提坏账基数增长、信用减值损失同比增 102.87%。公司期间费用率基本持平，22H1 期间费用率为 7.30%、同比+0.11pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.23%/2.73%/1.75%/0.59%，同比分别-0.14%/+0.26%/+0.06pct/-0.06pct。

► 两期股份回购计划完成，重视利润分配回报全体股东

2021 年公司连续推出两期回购计划，截至 2022 年 6 月 10 日，公司两期回购计划累计回购股份 4310 万股，占公司目前总股本 3.48%，支付总金额 1.56 亿元（不含交易费用）。公司业务发展良好，经营活动现金流稳健，股份回购不影响公司正常经营。

公司制定并实施了 2021 年年度权益分配方案，以 2021 年度权益分派实施时股权登记日的总股本（扣除回购专户上已回购股份）为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 1.50 元（含税），占 2021 年度合并报表归属上市公司股东净利润的 82.13%，占截至 2021 年末母公司可供分配利润的 40.01%，并荣登中国上市公司协会 2021 年度 A 股上市公司现金分红真诚回报榜。

投资建议：

我们看好合兴包装的发展潜能，目前公司各募投项目加速建设，产能持续扩张，有望贡献增量利润。2021年《“十四五”循环经济发展规划》明确了快递包装绿色转型推进行动，持续优化的政策环境和良好的发展氛围，利好产业龙头发展。公司持续加码供应链平台战略，新技术&新平台赋予公司蓬勃向上的发展动能；加大研发创新赋能包装数字化、创新化，不断提高核心竞争力。考虑到疫情反复、地缘政治冲突、消费需求转弱等叠加因素影响一定程度冲击了公司所在行业，我们下调此前盈利预测，公司22-24年的营收由199.44/244.00/293.60亿元调整至182.77/201.03/225.67亿元，22-24年的EPS由0.21/0.26/0.32元调整至0.19/0.22/0.26元，对应2022年8月29日3.37元/股收盘价，2022-2024对应PE分别18/16/13倍，维持“买入”评级。

风险提示：

1) 行业竞争加剧风险。2) 原材料成本上涨风险。3) 财务费用增加风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	12,007	17,549	18,277	20,103	22,567
YoY (%)	8.2%	46.2%	4.1%	10.0%	12.3%
归母净利润(百万元)	290	218	232	266	317
YoY (%)	8.7%	-24.7%	6.3%	14.7%	19.2%
毛利率 (%)	11.0%	8.6%	8.7%	8.8%	8.9%
每股收益 (元)	0.23	0.18	0.19	0.22	0.26
ROE	8.4%	6.4%	6.4%	6.8%	7.5%
市盈率	14.39	19.12	17.98	15.67	13.15

资料来源：wind，华西证券研究所

分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

助理分析师：宋姝旺

邮箱：songsw@hx168.com.cn

分析师：戚志圣

邮箱：qizs@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100001

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	17,549	18,277	20,103	22,567	净利润	232	252	289	343
YoY (%)	46.2%	4.1%	10.0%	12.3%	折旧和摊销	280	55	49	51
营业成本	16,045	16,684	18,337	20,558	营运资金变动	-285	-383	-310	-304
营业税金及附加	56	58	62	68	经营活动现金流	300	73	263	382
销售费用	359	375	402	451	资本开支	-557	-96	-91	-99
管理费用	465	466	472	515	投资	-26	0	0	0
财务费用	105	134	204	245	投资活动现金流	-586	-92	-87	-95
研发费用	305	318	346	387	股权募资	21	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	债务募资	2,598	1,587	548	723
投资收益	3	4	4	5	筹资活动现金流	30	1,430	306	430
营业利润	235	289	332	402	现金净流量	-261	1,412	482	717
营业外收支	9	8	8	2					
利润总额	244	297	340	404	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
所得税	12	45	51	61	成长能力				
净利润	232	252	289	343	营业收入增长率	46.2%	4.1%	10.0%	12.3%
归属于母公司净利润	218	232	266	317	净利润增长率	-24.7%	6.3%	14.7%	19.2%
YoY (%)	-24.7%	6.3%	14.7%	19.2%	盈利能力				
每股收益	0.18	0.19	0.22	0.26	毛利率	8.6%	8.7%	8.8%	8.9%
					净利率	1.3%	1.4%	1.4%	1.5%
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	总资产收益率 ROA	2.3%	2.0%	2.1%	2.2%
货币资金	529	1,940	2,422	3,139	净资产收益率 ROE	6.4%	6.4%	6.8%	7.5%
预付款项	109	67	73	82	偿债能力				
存货	1,951	2,081	2,268	2,550	流动比率	1.28	1.23	1.24	1.24
其他流动资产	3,819	4,438	4,918	5,483	速动比率	0.87	0.92	0.94	0.95
流动资产合计	6,407	8,526	9,681	11,254	现金比率	0.11	0.28	0.31	0.35
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	61.1%	66.1%	67.0%	68.3%
固定资产	1,890	1,854	1,824	1,793	经营效率				
无形资产	676	748	819	890	总资产周转率	1.83	1.56	1.55	1.55
非流动资产合计	3,165	3,209	3,254	3,300	每股指标 (元)				
资产合计	9,572	11,735	12,936	14,553	每股收益	0.18	0.19	0.22	0.26
短期借款	1,169	2,756	3,304	4,027	每股净资产	2.75	2.93	3.15	3.40
应付账款及票据	3,422	3,653	3,981	4,476	每股经营现金流	0.24	0.06	0.21	0.31
其他流动负债	407	498	535	592	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	4,998	6,908	7,820	9,095	估值分析				
长期借款	382	382	382	382	PE	19.12	17.98	15.67	13.15
其他长期负债	467	467	467	467	PB	1.33	1.15	1.07	0.99
非流动负债合计	849	849	849	849					
负债合计	5,847	7,757	8,670	9,944					
股本	1,239	1,239	1,239	1,239					
少数股东权益	325	345	367	393					
股东权益合计	3,725	3,977	4,266	4,609					
负债和股东权益合计	9,572	11,735	12,936	14,553					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，9年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，6年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

宋姝旺：轻工行业助理分析师。2021年7月加入华西证券，悉尼大学金融学硕士，阿德莱德大学会计学学士。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准 以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。