

投资评级 优于大市 维持

一季度利润下滑，智能化建设逐步推进

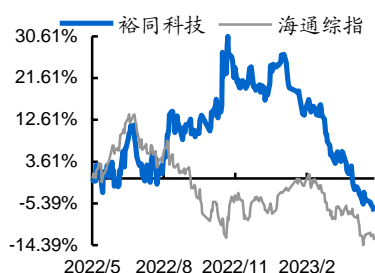
股票数据

05月10日收盘价(元)	24.69
52周股价波动(元)	24.45-34.93
总股本/流通A股(百万股)	931/520
总市值/流通市值(百万元)	22974/12848

相关研究

《22年核心业务表现亮眼，23年盈利有望稳步增长》2023.04.07

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-9.4	-13.8	-19.0
相对涨幅(%)	-6.7	-14.6	-16.4

资料来源：海通证券研究所

分析师:郭庆龙

Email:gq13820@haitong.com

证书:S0850521050003

分析师:王文杰

Email:wwj14034@haitong.com

证书:S0850523020002

投资要点:

- 事件:** 公司发布22年报及23年一季报，22年及23年一季度分别实现收入163.62、29.12亿元，同比变动9.49%、-14.37%；实现归母净利润14.88、1.81亿元，同比变动45.46%、-18.49%，实现扣非后归母净利润15.15、1.57亿元，同比变动67.03%、-18.52%，基本每股收益1.61、0.20元。
- Q1收入利润同比下滑:** 4Q22/1Q23公司实现营业收入43.25/29.12亿元，同比减少11.52%/14.37%，实现归母净利润4.69/1.81亿元，同比变动31.92%/-18.49%，1Q23收入利润同比增速均环比下降。分业务看，22年消费电子包装收入同比增长17.1%至110.1亿元，环保包装收入同比增长62.3%至11.2亿元，烟包/酒包收入8.5/12.2亿元，同比下滑3.4%/8.3%。
- 毛利率同比提升，净利率小幅回落:** 1Q23公司毛利率23.72%，同比提升2.91pct，我们认为主要由于原纸等原材料价格回落。期间费用率方面，销售费用率同比提升0.04pct至2.55%，管理费用率同比提升1.42pct至7.00%，研发费用率同比提升1.24pct至5.13%，财务费用率同比提升1.38pct至2.27%，综合影响下，公司净利率同比下降0.58pct至6.14%。
- 智能化建设有序推进，环保包装不断拓展:** 公司在许昌智能工厂的基础上，将其成熟的模式逐步复制到其他工厂，目前合肥和武汉裕同已完成改造，成都、苏州、湖南等地也正式立项实施，我们预计随着工厂逐步智能化，公司的供应链优势将显著增强。在环保包装方面，公司开发出了多种环保包装新材料，并在全球建成多个生产基地，成功与航空餐饮和连锁商超等大型国际客户展开合作，我们预计环保包装业务有望继续维持高速增长。
- 盈利预测与评级:** 公司各项业务稳步增长，我们认为长期来看纸包装集中度提升是必然趋势，公司作为纸包装行业龙头公司之一我们给予一定估值溢价，我们预计公司23-24年净利润分别17.11、21.38亿元，同比增速15.0%、25.0%，5月10日收盘价对应23-24年PE为13.4、10.8倍，参考可比公司给予公司23年20~22倍PE估值，对应合理价值区间36.80~40.48元，给予“优于大市”评级。
- 风险提示:** 全球疫情反复，原材料价格波动，下游客户开拓不及预期。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	14944	16362	17872	21768	25602
(+/-)YoY(%)	26.8%	9.5%	9.2%	21.8%	17.6%
净利润(百万元)	1023	1488	1711	2138	2585
(+/-)YoY(%)	-8.7%	45.5%	15.0%	25.0%	20.9%
全面摊薄EPS(元)	1.10	1.60	1.84	2.30	2.78
毛利率(%)	21.6%	23.7%	24.2%	24.4%	24.5%
净资产收益率(%)	11.0%	14.5%	14.7%	16.0%	16.7%

资料来源：公司年报(2021-2022)，海通证券研究所
 备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 同业可比公司

上市公司	证券代码	主营业务	收盘价 (元)	PE (2023E, 倍)
合兴包装	002228	纸箱、纸板	3.28	22.76
大胜达	603687	纸箱、纸板	8.38	15.17

资料来源: WIND, 海通证券研究所 备注: PE 为 Wind 一致预期, 收盘价为 5 月 10 日;

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	16362	17872	21768	25602
每股收益	1.60	1.84	2.30	2.78	营业成本	12477	13538	16459	19317
每股净资产	11.01	12.47	14.34	16.63	毛利率%	23.7%	24.2%	24.4%	24.5%
每股经营现金流	2.82	1.91	2.04	2.59	营业税金及附加	81	89	108	127
每股股利	0.13	0.38	0.43	0.48	营业税金率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
价值评估 (倍)					营业费用	404	447	544	640
P/E	15.44	13.43	10.75	8.89	营业费用率%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
P/B	2.24	1.98	1.72	1.48	管理费用	890	965	1175	1383
P/S	1.40	1.29	1.06	0.90	管理费用率%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%
EV/EBITDA	12.56	9.52	7.72	6.24	EBIT	1866	2060	2535	3022
股息率%	0.5%	1.5%	1.7%	2.0%	财务费用	-25	77	57	26
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.2%	0.4%	0.3%	0.1%
毛利率	23.7%	24.2%	24.4%	24.5%	资产减值损失	-29	0	0	0
净利润率	9.1%	9.6%	9.8%	10.1%	投资收益	-91	0	0	0
净资产收益率	14.5%	14.7%	16.0%	16.7%	营业利润	1857	2113	2641	3188
资产回报率	7.1%	8.0%	9.0%	9.9%	营业外收支	-51	-21	-27	-27
投资回报率	9.7%	10.5%	11.8%	13.0%	利润总额	1806	2092	2614	3161
盈利增长 (%)					EBITDA	2666	2645	3153	3674
营业收入增长率	9.5%	9.2%	21.8%	17.6%	所得税	229	272	340	411
EBIT 增长率	39.2%	10.4%	23.0%	19.2%	有效所得税率%	12.7%	13.0%	13.0%	13.0%
净利润增长率	45.5%	15.0%	25.0%	20.9%	少数股东损益	89	109	136	165
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	1488	1711	2138	2585
资产负债率	48.9%	42.7%	40.7%	37.0%					
流动比率	1.48	1.76	1.96	2.31	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	1.23	1.44	1.61	1.89	货币资金	3317	2708	3292	3863
现金比率	0.40	0.39	0.44	0.51	应收账款及应收票据	6077	6615	8057	9476
经营效率指标					存货	1766	1855	2255	2646
应收账款周转天数	135.39	135.00	135.00	135.00	其它流动资产	1009	1084	1223	1359
存货周转天数	51.68	50.00	50.00	50.00	流动资产合计	12169	12262	14827	17345
总资产周转率	0.78	0.84	0.92	0.98	长期股权投资	9	9	9	9
固定资产周转率	2.85	3.10	3.79	4.49	固定资产	5733	5756	5746	5703
					在建工程	597	397	297	97
					无形资产	745	777	808	838
					非流动资产合计	8897	9057	8939	8686
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	21066	21319	23765	26031
净利润	1488	1711	2138	2585	短期借款	3878	2763	2509	1665
少数股东损益	89	109	136	165	应付票据及应付账款	3020	3227	3923	4604
非现金支出	845	585	619	653	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	155	173	159	142	其它流动负债	1303	995	1125	1253
营运资金变动	44	-804	-1154	-1137	流动负债合计	8202	6985	7557	7522
经营活动现金流	2621	1774	1898	2408	长期借款	1574	1574	1574	1574
资产	-1527	-421	-527	-427	其它长期负债	535	535	535	535
投资	-227	-345	0	0	非流动负债合计	2109	2109	2109	2109
其他	-702	0	0	0	负债总计	10311	9094	9666	9631
投资活动现金流	-2456	-766	-527	-427	实收资本	931	931	931	931
债权募资	543	-1115	-255	-844	归属于母公司所有者权益	10241	11602	13340	15475
股权募资	26	0	0	0	少数股东权益	513	623	759	924
其他	-931	-502	-532	-565	负债和所有者权益合计	21066	21319	23765	26031
融资活动现金流	-362	-1618	-786	-1409					
现金净流量	-59	-610	584	572					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 10 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

郭庆龙 造纸轻工行业
王文杰 造纸轻工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：喜临门,江山欧派,公牛集团,仙鹤股份,爱玛科技,致欧科技,箭牌家居,慕思股份,太阳纸业,居然之家,恒安国际,中宠股份,五洲特纸,王力安防,家联科技,绿源控股集团,联翔股份,奥瑞金,索菲亚,晨光股份,共创草坪,麒盛科技,奥普家居,思摩尔国际,朝云集团,泉峰控股,玛格家居,皇派家居,裕同科技,欧派家居

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。