

特种纸龙头稳定向上，成本下行释放利润弹性

冠豪高新(600433)

事件概述

公司发布 2022 年报，2022 年公司实现营收 80.86 亿元，同比+9.30%；归母净利润 3.87 亿元，同比+179.07%；扣非后归母净利润为 3.76 亿元，同比+54453.55%。现金流方面，经营活动产生的现金流量净额为 7.87 亿元，比去年同期-32.94%。单季度看，2022 年 Q1/Q2/Q3/Q4 分别实现营收 17.21/20.93/20.74/21.97 亿元，同比-3.17%/+9.55%/+18.04%/+12.55%；分别实现归母净利润 0.38/1.11/1.02/1.35 亿元，同比-45.18%/+2.39%/+610.97%/350.09%。

分析判断：

► 收入端：白卡产能持续投放，特种纸增速亮眼

报告期内，公司积极筹划湛江东海岛基地建设，年产 30 万吨高档涂布白卡纸项目顺利开工实施，公司预计 2024 年高档涂布白卡纸产能达到 90 万吨，将持续贡献公司业绩。同时，公司不断优化产品结构，热敏纸、高档食品白卡纸销量同比快速增长，低定量热升华转印纸产品质量稳步提升，报告期内公司无碳热敏及热升华纸/不干胶/白卡纸销量同比+15.14%/+10.48%/+2.77%，营收同比+28.74%/+22.33%/+9.34%。除此之外，公司紧抓国际机遇，加速进军国际市场，促使国际业务量快速增长，出口量同比增长超过 90%，占公司总销量约 15%，出口收入同比+81.10%，对公司营收贡献明显。

► 利润端：前期浆价高位震荡，毛利端有所承压

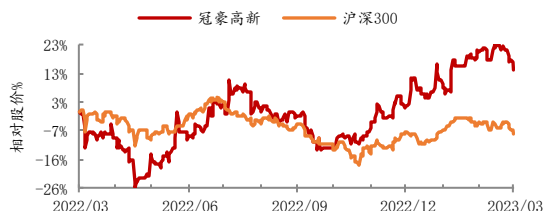
盈利能力方面，公司 2022 年毛利率同比-4.46pct 至 14.22%，净利率同比+0.5pct 至 5.86%。单季度看，2022 年 Q4 公司毛利率同比-12.22pct 至 10.99%。净利率同比+2.03pct 至 6.27%，环比则提升了 0.93pct。公司毛利率同比的下滑主要是由于浆价 2022 年高位震荡，成本端压力较大。费用方面，2022 年公司费用率为 7.75%，同比-1.65pct。其中销售费用率为 0.96%，同比-0.21pct。管理费用率为 3.08%，同比-0.38pct。财务费用率为-0.16%，同比-0.33pct，主要系报告期内公司经营现金流增加，贷款额减少，利息收入增加所致。研发费率为 3.88%，同比-0.73pct。公司积极发挥管理、采购、销售等方面的协同效应，提升精益化管理深度广度，经营管理能效显著提升，降本增效明显。

► 其他重要财务指标

2022 年，公司应付账款为 8.20 亿元，同比+46.39%，主要原因是原材料价格上涨，导致同账期情况下应付款项金额增加。公司在建工程为 2.32 亿元，同比+235.41%，主要原因是湛江基

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	4.35
股票代码：	600433
52 周最高价/最低价：	4.78/2.82
总市值(亿)	80.40
自由流通市值(亿)	62.62
自由流通股数(百万)	1,439.46



分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519080002
联系电话：

分析师：戚志圣

邮箱：qizs@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519100001
联系电话：

研究助理：宋妹旺

邮箱：songsw@hx168.com.cn
SAC NO：
联系电话：

相关研究

地东海岛二期项目开工建设,公司项目投资增加所致。

► 现金分红积极回馈广大投资者

公司拟进行现金分红,预计每 10 股派息 2.5 元,现金分红金额(含税)达 4.61 亿元,占合并报表中归属上市公司普通股股东的净利润的比例为 119.13%。高比例现金分红积极回报股东彰显公司对未来发展充满信心。

投资建议

我们看好冠豪高新,公司作为特种纸行业里的龙头企业,产品线主要包括特种纸、不干胶标签以及特种白卡纸。短期来看,下游需求回升叠加成本下行,利好公司业绩进一步提升。中长期看,公司特种纸业务和白卡纸业务均将受益于公司自身的产能扩张以及在优质客户供应体系里的份额提升。考虑到浆价下行可能导致未来纸价下跌,但也同时释放利润弹性,我们下调公司的营收预测并上调公司的 EPS 预测,预计公司 23-24 年营收由 86.05/103.16 亿元下调至 84.96/98.1 亿元, EPS 由 0.26/0.31 元上调至 0.28/0.33 元,预计公司 2025 年将实现营收 111.36 亿元, EPS 为 0.4 元,对应 2023 年 3 月 10 日 4.35 元/股收盘价, PE 分别为 15.66/13.35/10.95 倍,维持公司“买入”评级。

风险提示

- 1) 宏观经济波动导致下游需求不及预期;
- 2) 原材料价格持续在高位震荡导致公司盈利能力下滑。
- 3) 集团公司南方基地高端包装新材项目尚处于环评公示阶段,且即便投产,对因大股东履行避免同业竞争的承诺而发生的资产注入的进度也不好精确判断。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,398	8,086	8,496	9,810	11,136
YoY (%)	13.9%	9.3%	5.1%	15.5%	13.5%
归母净利润(百万元)	139	387	512	601	733
YoY (%)	-56.4%	179.1%	32.4%	17.2%	21.9%
毛利率 (%)	18.3%	14.2%	17.6%	17.5%	18.0%
每股收益 (元)	0.08	0.21	0.28	0.33	0.40
ROE	2.8%	7.3%	8.8%	9.4%	10.3%
市盈率	54.38	20.71	15.66	13.35	10.95

资料来源: wind, 华西证券研究所

正文目录

1. 事件概述.....	4
2. 收入端：白卡产能持续投放，特种纸增速亮眼.....	4
3. 利润端：前期浆价高位震荡，毛利端有所承压.....	4
4. 其他重要财务指标.....	5
5. 现金分红积极回馈广大投资者.....	5
6. 投资建议.....	5
7. 风险提示.....	6

图表目录

图 1 公司营业收入.....	4
图 2 公司单季度营业收入.....	4
图 3 公司归母净利润.....	5
图 4 公司单季度归母净利润.....	5
图 5 公司毛利率/净利率.....	5
图 6 公司销售/管理/研发/财务费用率.....	5

1. 事件概述

公司发布 2022 年报，2022 年公司实现营收 80.86 亿元，同比+9.30%；归母净利润 3.87 亿元，同比+179.07%；扣非后归母净利为 3.76 亿元，同比+54453.55%。现金流方面，经营活动产生的现金流量净额为 7.87 亿元，比去年同期-32.94%。

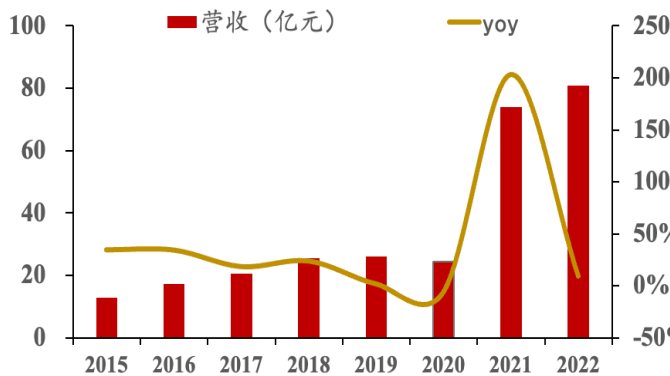
单季度看，2022 年 Q1/Q2/Q3/Q4 分别实现营收 17.21/20.93/20.74/21.97 亿元，同比-3.17%/+9.55%/+18.04%/+12.55%；分别实现归母净利润 0.38/1.11/1.02/1.35 亿元，同比-45.18%/+2.39%/+610.97%/350.09%。

2. 收入端：白卡产能持续投放，特种纸增速亮眼

报告期内，公司积极筹划湛江东海岛基地建设，年产 30 万吨高档涂布白卡纸项目顺利开工实施，公司预计 2024 年高档涂布白卡纸产能将达到 90 万吨，将持续贡献公司业绩。

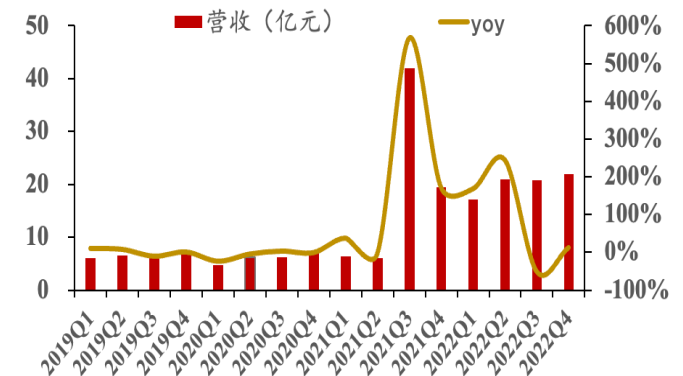
公司不断优化产品结构，热敏纸、高档食品白卡纸销量同比快速增长，低定量热升华转印纸产品质量稳步提升，报告期内公司无碳热敏及热升华纸/不干胶/白卡纸销量同比+15.14%/+10.48%/+2.77%，营收同比+28.74%/+22.33%/+9.34%。除此之外，公司紧抓国际机遇，加速进军国际市场，促使国际业务量快速增长，出口量同比增长超过 90%，占公司总销量约 15%，出口收入同比+81.10%，对公司营收贡献明显。

图 1 公司营业收入



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 2 公司单季度营业收入



资料来源：公司公告，华西证券研究所

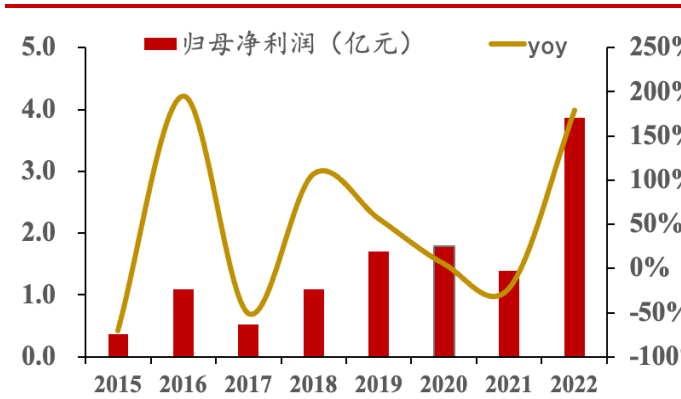
3. 利润端：前期浆价高位震荡，毛利端有所承压

盈利能力方面，公司 2022 年毛利率同比-4.46pct 至 14.22%，净利率同比+0.5pct 至 5.86%。单季度看，2022 年 Q4 公司毛利率同比-12.22pct 至 10.99%。净利率同比+2.03pct 至 6.27%，环比则提升了 0.93pct。公司毛利率同比的下滑主要是由于浆价 2022 年高位震荡，成本端压力较大。

费用方面，2022 年公司费用率为 7.75%，同比-1.65pct。其中销售费用率为 0.96%，同比-0.21pct。管理费用率为 3.08%，同比-0.38pct。财务费用率为-0.16%，同比-0.33pct，主要系报告期内公司经营现金流增加，贷款额减少，利息收入增加所

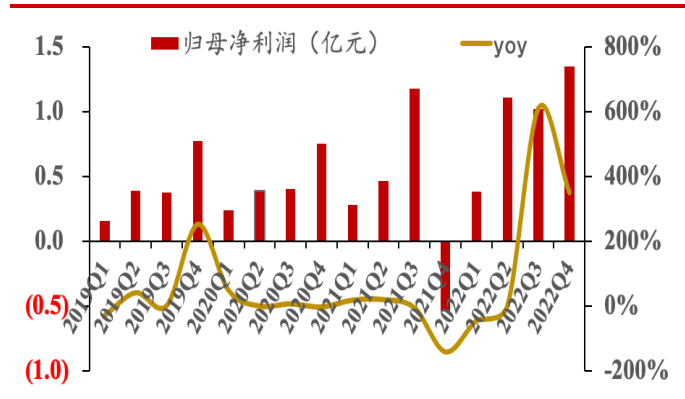
致。研发费率为 3.88%，同比-0.73pct。公司积极发挥管理、采购、销售等方面的协同效应，提升精益化管理深度广度，经营管理能效显著提升，降本增效明显。

图 3 公司归母净利润



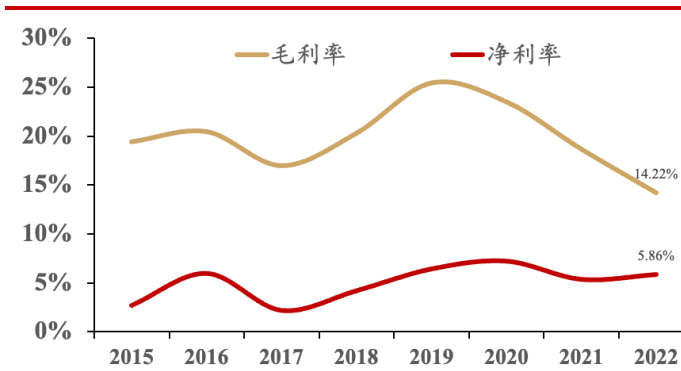
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 4 公司单季度归母净利润



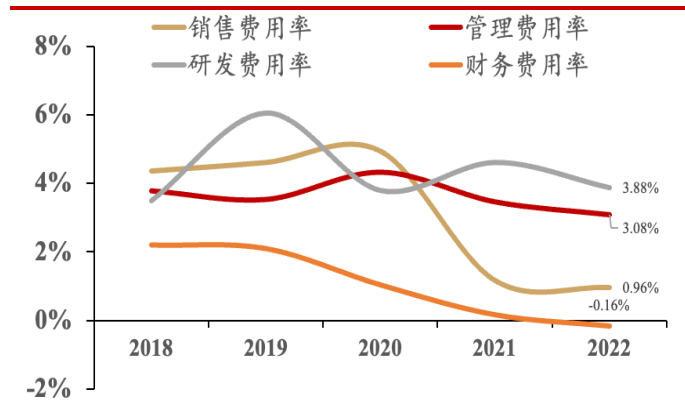
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 5 公司毛利率/净利率



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 6 公司销售/管理/研发/财务费用率



资料来源：公司公告，华西证券研究所

4. 其他重要财务指标

2022 年，公司应付账款为 8.20 亿元，同比+46.39%，主要原因是原材料价格上涨，导致同账期情况下应付款项金额增加。公司在建工程为 2.32 亿元，同比+235.41%，主要原因是湛江基地东海岛二期项目开工建设，公司项目投资增加所致。

5. 现金分红积极回馈广大投资者

公司拟进行现金分红，预计每 10 股派息 2.5 元，现金分红金额（含税）达 4.61 亿元，占合并报表中归属上市公司普通股股东的净利润的比例为 119.13%。高比例现金分红积极回报股东彰显公司对未来发展充满信心。

6. 投资建议

我们看好冠豪高新，公司作为特种纸行业里的龙头企业，产品线主要包括特种纸、不干胶标签以及特种白卡纸。短期来看，下游需求回升叠加成本下行，利好公司业绩进一步提升。中长期看，公司特种纸业务和白卡纸业务均将受益于公司自身的产能扩张以及在优质客户供应体系里的份额提升。考虑到浆价下行可能导致未来纸价下跌，但也同时释放利润弹性，我们下调公司的营收预测并上调公司的 EPS 预测，预计公司 23-24 年 营收由 86.05/103.16 亿元下调至 84.96/98.1 亿元，EPS 由 0.26/0.31 元上调至 0.28/0.33 元，预计公司 2025 年将实现营收 111.36 亿元，EPS 为 0.4 元，对应 2023 年 3 月 10 日 4.35 元/股收盘价，PE 分别为 15.66/13.35/10.95 倍，维持公司“买入”评级。

7. 风险提示

1) 宏观经济波动导致下游需求不及预期；2) 原材料价格持续在高位震荡导致公司盈利能力下滑。3) 集团公司南方基地高端包装新材项目尚处于环评公示阶段，且即便投产，对因大股东履行避免同业竞争的承诺而发生的资产注入的进度也不好精确判断。

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)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	8,086	8,496	9,810	11,136	净利润	474	666	801	977
YoY (%)	9.3%	5.1%	15.5%	13.5%	折旧和摊销	292	440	487	477
营业成本	6,936	6,997	8,095	9,132	营运资金变动	30	-196	-201	-247
营业税金及附加	48	53	62	69	经营活动现金流	787	947	1,120	1,237
销售费用	77	86	100	111	资本开支	-257	-643	-98	2
管理费用	249	263	302	342	投资	11	0	0	0
财务费用	-13	58	28	13	投资活动现金流	-606	-629	-81	22
研发费用	314	336	385	438	股权募资	101	0	0	0
资产减值损失	4	0	0	0	债务募资	69	-40	0	0
投资收益	16	14	17	19	筹资活动现金流	-17	-98	-57	-57
营业利润	511	736	878	1,075	现金净流量	168	219	983	1,201
营业外收支	0	4	4	4					
利润总额	512	740	882	1,079	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	38	74	81	102	成长能力 (%)				
净利润	474	666	801	977	营业收入增长率	9.3%	5.1%	15.5%	13.5%
归属于母公司净利润	387	512	601	733	净利润增长率	179.1%	32.4%	17.2%	21.9%
YoY (%)	179.1%	32.4%	17.2%	21.9%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.21	0.28	0.33	0.40	毛利率	14.2%	17.6%	17.5%	18.0%
					净利率	5.9%	7.8%	8.2%	8.8%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	3.9%	4.9%	5.2%	5.7%
货币资金	1,720	1,938	2,921	4,122	净资产收益率 ROE	7.3%	8.8%	9.4%	10.3%
预付款项	161	185	206	235	偿债能力 (%)				
存货	1,086	1,048	1,231	1,381	流动比率	1.80	1.96	2.27	2.62
其他流动资产	1,728	1,939	2,222	2,551	速动比率	1.32	1.48	1.77	2.11
流动资产合计	4,695	5,111	6,579	8,290	现金比率	0.66	0.74	1.01	1.30
长期股权投资	686	686	686	686	资产负债率	27.5%	25.5%	25.6%	25.1%
固定资产	3,507	3,104	3,152	2,812	经营效率 (%)				
无形资产	353	378	358	338	总资产周转率	0.82	0.81	0.84	0.87
非流动资产合计	5,204	5,415	5,033	4,561	每股指标 (元)				
资产合计	9,899	10,526	11,612	12,851	每股收益	0.21	0.28	0.33	0.40
短期借款	792	792	792	792	每股净资产	2.87	3.14	3.47	3.87
应付账款及票据	1,121	1,165	1,335	1,510	每股经营现金流	0.43	0.51	0.61	0.67
其他流动负债	699	657	772	859	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	2,612	2,614	2,899	3,161	估值分析				
长期借款	50	10	10	10	PE	20.71	15.66	13.35	10.95
其他长期负债	60	60	60	60	PB	1.42	1.38	1.25	1.12
非流动负债合计	110	70	70	70					
负债合计	2,723	2,684	2,969	3,231					
股本	1,845	1,845	1,845	1,845					
少数股东权益	1,889	2,042	2,242	2,486					
股东权益合计	7,176	7,842	8,643	9,620					
负债和股东权益合计	9,899	10,526	11,612	12,851					

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。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

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。