

21 年营收稳定增长，盈利端有所承压

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:	3.96/3.34
目标价格:		总市值(亿)	46.82
最新收盘价:	3.78	自由流通市值(亿)	46.67
		自由流通股数(百万)	1,234.57

事件概述

合兴包装发布 2021 年年报，2021 年公司实现营收 175.49 亿元，同比+46.16%；归母净利润 2.18 亿元，同比-24.73%。分季度看，Q1、Q2、Q3、Q4 公司营收分别为 37.49、44.65、44.54、48.81 亿元，同比分别+94.13%、+57.58%、+34.71%、+24.02%；归母净利润分别为 0.61、0.90、0.54、0.14 亿元，同比分别+66.17%、-11.50%、-32.32%、-81.17%。2021 年公司营收持续增长，利润端受市场竞争加剧、原材料涨价等影响增速出现较大幅度下滑。现金流方面，2021 年经营活动产生的现金流量净额 3.00 亿元，同比-14.15%，其中，Q4 经营活动产生的现金流量净额 0.74 亿元，同比-64.25%，主要系回购股票及还款规模增加导致筹资活动产生的现金流量净额同比减少 92.80%、现金及现金等价物增加额同比减少 248.02%。

► 收入端：彩盒业务同比高速增长，纸塑包装未来可期

分产品看，2021 年公司瓦楞包装、彩盒包装、缓冲包装、工业用纸、其他业务营收分别为 127.78、6.59、2.31、35.33、3.48 亿元，同比分别+40.64%、+62.06%、-11.04%、+85.00%、+0.81%，以上业务占比依次为 72.82%、3.75%、1.32%、20.13%、1.98%。公司持续拓展彩盒印刷业务，依托自身存量客户优势，顺应客户消费需求升级并精准下沉细分市场，从存量中抢夺增量，2021 年实现彩盒包装收入实现同比高速增长。同时，公司注重创新，在瓦楞包装设计、制造和应用上具有领先的技术优势，通过持续的研发投入有力推动公司各业务领域的技术创新和产品升级；2021 年公司获得专利 518 项，其中发明专利 12 项、实用新型专利 477 项、外观设计专利 29 项，总的专利数比往年增加了一百多项。此外，公司着力开拓纸塑包装产能，初步规划了泰国工厂及上海闵行工厂纸塑生产线的量产，从设计、模具制造到生产、试验实现一体化，后续有望复制模式至更多生产线，纸塑科技未来可期。展望 2022 年，公司将结合数字印刷和 IT 应用技术，发展数字可变印刷、数字水印、AR 包装等前沿包装技术，满足不断多样化的包装需求；同时加大科研投入及创新力度，加快在核心包装技术、绿色环保材料等方面的研究，有效转化研究成果为公司的产品线拓展提供支撑。

► 盈利端：盈利能力承压，期间费用管控良好

2021 年公司毛利率、净利率分别为 8.57%、1.32%，同比分别-2.80pct、-1.41pct；分季度看，Q4 单季度公司毛利率、净利率分别为 6.91%、0.28%，分别同比-0.86pct、-1.86pct，毛利率水平有所下降明显，主要为公司业务规模不断扩大，原材料成本上升且价格上涨等因素影响。净利率下降幅度低于毛利率，主要得益于公司规模优势显现及自身良好的费用管控，2021 年公司期间费用率为 7.03%，同比-1.09pct，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 2.05%、2.65%、1.74%、0.60%，分别同比-0.58pct、-0.60pct、+0.12pct、-0.02pct，分季度看，Q4 单季度期间费用率为 6.02%，同比+1.12pct，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 1.13%、2.71%、1.73%、0.45%，分别同比+1.55pct、-0.34pct、-0.02pct、-0.07pct。

回购股份健全长效激励机制，利润分配预案彰显回报股东决心

2021 年公司连续推出两轮回购计划，其中第一期已于 2021 年 5 月 21 日回购完成，第二期回购也在有序进行中。截至 2022 年 3 月末，公司两期回购计划累计回购股份 4030.00 万股，占公司目前总股本 3.25%，支付的总金额为 1.47 亿元（不含交易费用）。回购股份将用于实施公司股权激励或员工持股计划，在维护广大投资者利益的同时，将健全公司长效激励机制。

2022年4月19日，公司审议并通过了《关于公司2021年度利润分配预案》，公司将以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），送红股0股（含税），不以公积金转增股本。

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，预计未来依旧维持较快的增速，我们调整公司22-23年的营收211.12/270.97亿元的预测至199.44/244.00亿元，2024年营收为293.60亿元；考虑到公司受市场竞争加剧及原材料价格大幅上涨等因素影响，下调22-23年的EPS0.35/0.45元的预测至0.20/0.25元，2024年EPS为0.31元。对应2022年4月20日3.78元/股收盘价，2022-2024对应PE分别19/15/12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	19,944	24,400	29,360
YoY (%)	8.2%	46.2%	13.7%	22.3%	20.3%
归母净利润(百万元)	290	218	253	315	387
YoY (%)	8.7%	-24.7%	15.7%	24.7%	22.9%
毛利率 (%)	11.0%	8.6%	8.7%	8.6%	8.6%
每股收益 (元)	0.23	0.18	0.20	0.25	0.31
ROE	8.4%	6.4%	6.9%	7.9%	8.9%
市盈率	16.14	21.44	18.53	14.86	12.09

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

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	19,944	24,400	29,360	净利润	232	275	342	419
YoY (%)	46.2%	13.7%	22.3%	20.3%	折旧和摊销	280	55	49	51
营业成本	16,045	18,216	22,297	26,825	营运资金变动	-285	-598	-663	-624
营业税金及附加	56	64	76	88	经营活动现金流	300	-116	-27	160
销售费用	359	409	488	587	资本开支	-557	-96	-92	-101
管理费用	465	509	573	669	投资	-26	0	0	0
财务费用	105	137	215	271	投资活动现金流	-586	-92	-87	-95
研发费用	305	347	420	504	股权募资	21	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	债务募资	2,598	1,646	686	919
投资收益	3	4	5	6	筹资活动现金流	30	1,487	433	602
营业利润	235	315	394	490	现金净流量	-261	1,279	319	667
营业外收支	9	8	8	2					
利润总额	244	323	402	492	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
所得税	12	48	60	74	成长能力				
净利润	232	275	342	419	营业收入增长率	46.2%	13.7%	22.3%	20.3%
归属于母公司净利润	218	253	315	387	净利润增长率	-24.7%	15.7%	24.7%	22.9%
YoY (%)	-24.7%	15.7%	24.7%	22.9%	盈利能力				
每股收益	0.18	0.20	0.25	0.31	毛利率	8.6%	8.7%	8.6%	8.6%
					净利率	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	总资产收益率 ROA	2.3%	2.1%	2.2%	2.3%
货币资金	529	1,808	2,127	2,794	净资产收益率 ROE	6.4%	6.9%	7.9%	8.9%
预付款项	109	73	89	107	偿债能力				
存货	1,951	2,272	2,758	3,327	流动比率	1.28	1.22	1.22	1.21
其他流动资产	3,819	4,828	5,937	7,087	速动比率	0.87	0.90	0.90	0.90
流动资产合计	6,407	8,981	10,910	13,315	现金比率	0.11	0.25	0.24	0.25
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	61.1%	67.2%	69.4%	71.4%
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	1.64	1.72	1.77
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	12,190	14,164	16,615	每股收益	0.18	0.20	0.25	0.31
短期借款	1,169	2,816	3,501	4,420	每股净资产	2.75	2.95	3.20	3.52
应付账款及票据	3,422	3,989	4,840	5,840	每股经营现金流	0.24	-0.09	-0.02	0.13
其他流动负债	407	536	632	746	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	4,998	7,341	8,974	11,006	估值分析				
长期借款	382	382	382	382	PE	21.44	18.53	14.86	12.09
其他长期负债	467	467	467	467	PB	1.33	1.28	1.18	1.08
非流动负债合计	849	849	849	849					
负债合计	5,847	8,190	9,823	11,856					
股本	1,239	1,239	1,239	1,239					
少数股东权益	325	347	373	405					
股东权益合计	3,725	3,999	4,341	4,760					
负债和股东权益合计	9,572	12,190	14,164	16,615					

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。

杨维维：轻工行业分析师。2020年7月加盟华西证券，4年从业经验。厦门大学资产评估硕士，重庆大学管理学学士。

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。