

投资评级 **优于大市** 首次覆盖

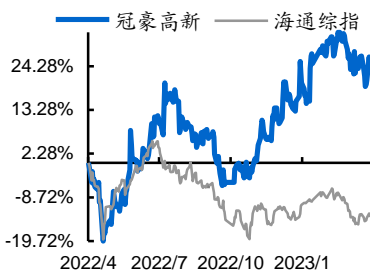
浆价回落有望受益，产能持续扩张

股票数据

04月04日收盘价(元)	4.35
52周股价波动(元)	2.82-4.78
总股本/流通A股(百万股)	1848/1439
总市值/流通市值(百万元)	8040/6262

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-5.4	-3.3	-1.6
相对涨幅(%)	-4.8	-2.4	-7.0

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:

- 公司是国内特种纸企业，主要业务为特种纸和高档涂布白卡纸，22年公司实现收入80.86亿元，同比增长9.30%；实现归母净利润3.87亿元，同比增长179.07%，实现扣非后归母净利润3.76亿元，基本每股收益0.21元/股。
- **22年四季度盈利环比提升，销量增加驱动收入增长：**4Q22公司实现营业收入21.97亿元，同比增长12.55%，实现归母公司净利润1.35亿元（1Q22/2Q22/3Q22分别为0.38/1.11/1.02亿元），盈利环比提升。2022年特种纸、不干胶、白卡纸销量分别为19.7、9.2、61.3万吨，同比增长15.14%、10.48%、2.77%，我们认为销量增加驱动收入持续增长，随着公司持续优化产品结构，提升产能效率，预计收入规模还将进一步提升。
- **22年毛利率同比回落，期间费用优化，净利率提升：**22年公司毛利率14.22%，同比下降4.46pct，其中特种纸、不干胶、白卡纸毛利率同比分别变动-1.11pct、+3.48pct和-8.80pct，白卡纸毛利率降幅较大，使得整体毛利率明显下降。期间费用率方面，22年销售费用率同比下降0.20pct至0.96%，管理费用率同比下降0.37pct至3.08%，研发费用率同比下降0.73pct至3.88%，我们认为主要由于吸并粤华包带来规模效应使得费用摊薄；财务费用率同比下降0.32pct至-0.16%，主要由于贷款额减少，利息收入增加。综合影响下公司净利率同比提升0.50pct至5.86%。
- **推进新基地建设，产能如期扩张：**截至目前公司造纸产能包括18.5万吨特种纸原纸和超过60万吨白卡纸，此外还有27万吨涂布产线、15万吨乳胶产能、2万吨碳酸钙产能、2.6亿印胶印产能及1亿米柔凹印产能。公司持续推进30万吨高档涂布白卡纸项目，预计2024年上半年建成投产。在新材料方面，公司与多个科研机构 and 高校签订9项产学研合作项目，部分研发项目已取得阶段性进展。我们认为新产能将打开白卡纸产能瓶颈，22年公司白卡纸产能利用率较高，预计新产能投放后能够快速消化，推动业绩增长。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司23-24年净利润分别5.39、6.66亿元，同比增速39.2%、23.6%，4月4日收盘价对应23-24年PE为14.9、12.1倍，参考可比公司给予公司23年16~18倍PE估值，对应合理价值区间4.64~5.22元，给予“优于大市”评级。
- **风险提示：**原材料成本大幅波动，下游需求不振。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万)	7398	8086	8918	9758	11082
(+/-)YoY(%)	13.9%	9.3%	10.3%	9.4%	13.6%
净利润(百万元)	139	387	539	666	805
(+/-)YoY(%)	-56.4%	179.1%	39.2%	23.6%	20.9%
全面摊薄EPS(元)	0.08	0.21	0.29	0.36	0.44
毛利率(%)	18.3%	14.2%	17.1%	18.2%	18.7%
净资产收益率(%)	2.8%	7.3%	9.5%	10.7%	11.8%

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

- **研发体系不断完善, 产品研发成果丰富:** 公司 22 年研发投入 3.37 亿元, 占营业收入的 4.17%, 以“卡脖子”前沿技术为方向, 深化与高校、科研机构、技术持有方、客户等各种资源方的合作, 并且建立健全容错纠错机制, 研发体系不断完善。公司陆续研发并向市场推出吸塑纸、无塑涂布食品卡纸、烟草纤维白卡纸、医疗胶片材料及数码膜等诸多新品, 下属子公司红塔仁恒、华新彩印、金鸡化工均入选 2022 年广东省“专精特新”企业。
- 我们预计公司 23-25 年 EPS 分别为 0.29、0.36、0.44 元。
 - 我们预计公司 23-25 年营业收入分别为 89.18、97.58、110.82 亿元, 同比增长 10.3%、9.4%、13.6%。
 - 我们预计公司 23-25 年归母净利润分别为 5.39、6.66、8.05 亿元, 同比增长 39.2%、23.6%、20.9%。
- **主要盈利预测假设:**
 - 特种纸业务方面, 我们预计 23 年纸价维持高位, 24 年纸价或随浆价有所回落, 使得收入下滑, 23-25 年收入变动 13.40%/-6.07%/3.95%。
 - 不干胶业务方面, 我们预计未来几年销量还将继续增长, 驱动收入持续增长, 23-25 年收入增长 15%/10%/10%。
 - 白卡纸业务方面, 我们预计 24 年新投产能逐步释放, 驱动收入增长, 23-25 年收入增长 2%/14%/18.8%。
 - 毛利率方面, 我们预计浆价回落将使得毛利率逐步回升, 23-25 年毛利率分别为 17.11%/18.21%/18.67%。
 - 费用率方面, 我们预计 23-25 年销售费用率保持 1%, 管理费用率逐年改善, 分别为 3.1%/3.1%/3%, 研发费用率分别为 4.3%/4.4%/4.5%。

表 1 冠豪高新分业务盈利预测

单位: 百万元	2022	2023E	2024E	2025E
特种纸				
销售收入	1841.28	2088.02	1961.27	2038.74
增长率 (YOY)	28.74%	13.40%	-6.07%	3.95%
不干胶				
销售收入	1125.27	1294.06	1423.47	1565.82
增长率 (YOY)	22.33%	15.00%	10.00%	10.00%
白卡纸				
销售收入	4253.49	4338.56	4945.96	5875.80
增长率 (YOY)	9.34%	2.00%	14.00%	18.80%
合计				
销售收入	8085.97	8917.75	9758.13	11082.38
增长率 (YOY)	9.30%	10.29%	9.42%	13.57%
销售成本	6936.42	7392.19	7981.04	9013.00
毛利率	14.22%	17.11%	18.21%	18.67%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

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)
仙鹤股份	603733	特种纸	25.77	15.33
五洲特纸	605007	特种纸	15.68	10.78

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 4 月 4 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	8086	8918	9758	11082
每股收益	0.21	0.29	0.36	0.44	营业成本	6936	7392	7981	9013
每股净资产	2.86	3.08	3.36	3.71	毛利率%	14.2%	17.1%	18.2%	18.7%
每股经营现金流	0.43	0.56	0.61	0.67	营业税金及附加	48	53	58	66
每股股利	0.50	0.07	0.08	0.09	营业税金率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
价值评估 (倍)					营业费用	77	89	98	111
P/E	20.77	14.92	12.07	9.98	营业费用率%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
P/B	1.52	1.41	1.29	1.17	管理费用	249	276	303	332
P/S	0.99	0.90	0.82	0.73	管理费用率%	3.1%	3.1%	3.1%	3.0%
EV/EBITDA	8.65	7.51	6.02	4.57	EBIT	481	607	742	883
股息率%	11.5%	1.6%	1.9%	2.1%	财务费用	-13	-7	-16	-34
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.2%	-0.1%	-0.2%	-0.3%
毛利率	14.2%	17.1%	18.2%	18.7%	资产减值损失	4	0	0	0
净利润率	4.8%	6.0%	6.8%	7.3%	投资收益	16	0	0	0
净资产收益率	7.3%	9.5%	10.7%	11.8%	营业利润	511	748	926	1118
资产回报率	3.9%	5.1%	5.9%	6.5%	营业外收支	0	0	-1	0
投资回报率	5.5%	6.4%	7.3%	7.9%	利润总额	512	749	925	1118
盈利增长 (%)					EBITDA	772	920	1102	1249
营业收入增长率	9.3%	10.3%	9.4%	13.6%	所得税	38	75	92	112
EBIT 增长率	-9.3%	26.4%	22.2%	19.0%	有效所得税率%	7.4%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润增长率	179.1%	39.2%	23.6%	20.9%	少数股东损益	87	135	166	201
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	387	539	666	805
资产负债率	27.5%	26.6%	26.0%	25.8%					
流动比率	1.80	1.89	1.98	2.25	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	1.32	1.42	1.50	1.75	货币资金	1720	1928	2201	3127
现金比率	0.66	0.72	0.78	1.00	应收账款及应收票据	891	977	1069	1215
经营效率指标					存货	1086	1114	1203	1358
应收账款周转天数	40.21	40.00	40.00	40.00	其它流动资产	999	1053	1143	1286
存货周转天数	57.14	55.00	55.00	55.00	流动资产合计	4695	5072	5616	6985
总资产周转率	0.82	0.85	0.86	0.89	长期股权投资	686	686	686	686
固定资产周转率	2.31	2.70	2.33	2.82	固定资产	3507	3300	4196	3936
					在建工程	232	682	82	82
					无形资产	353	352	351	349
					非流动资产合计	5204	5446	5741	5479
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	9899	10518	11356	12464
净利润	387	539	666	805	短期借款	792	700	700	700
少数股东损益	87	135	166	201	应付票据及应付账款	1121	1195	1290	1457
非现金支出	290	313	360	367	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-7	48	46	46	其它流动负债	699	789	850	954
营运资金变动	30	-5	-115	-173	流动负债合计	2612	2684	2840	3111
经营活动现金流	787	1029	1124	1246	长期借款	50	50	50	50
资产	-257	-553	-654	-103	其它长期负债	60	60	60	60
投资	11	0	0	0	非流动负债合计	110	110	110	110
其他	-361	-2	-2	-2	负债总计	2723	2795	2950	3221
投资活动现金流	-606	-554	-656	-105	实收资本	1845	1848	1848	1848
债权募资	69	-92	0	0	归属于母公司所有者权益	5288	5700	6216	6852
股权募资	101	4	0	0	少数股东权益	1889	2023	2190	2391
其他	-187	-178	-195	-215	负债和所有者权益合计	9899	10518	11356	12464
融资活动现金流	-17	-266	-195	-215					
现金净流量	168	208	273	926					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 04 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,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,王力安防,家联科技,绿源控股集团,联翔股份,奥瑞金,索菲亚,麒盛科技,思摩尔国际,泉峰控股,玛格家居,皇派家居,欧派家居,明月镜片,乖宝宠物,好太太,乐歌股份,雅迪控股,久祺股份,科凡家居

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。