

华正新材（603186）2022年报点评

# CBF积层绝缘膜取得突破，静待业绩底部反转

2023年03月27日

## 【投资要点】

- ◆ **下游需求不景气，业绩承压。**2022年公司实现营业收入32.86亿元，同比下滑9.23%，具体来看，覆铜板/导热材料/功能性复合材料/交通物流用复合材料业务分别实现营业收入24.92/1.90/1.93/3.40亿元，同比分别-7.48%/-14.04%/+12.55%/+1.98%，覆铜板售价下降是导致营收同比下滑的重要原因；公司实现归母净利润0.36亿元，同比下滑84.85%，2022年公司终端及下游客户需求增长乏力，所处行业总体上处于下行调整期，产业整体稼动率不高，致使公司业绩同比下滑。
- ◆ **覆铜板单价下滑影响毛利率水平，研发投入持续加大。**2022年公司毛利率为12.98%，同比下滑3.53pct，净利率为1.24%，同比下滑5.4pct，分业务类型来看，覆铜板/导热材料/功能性复合材料/交通物流用复合材料毛利率分别为10.13%/15.38%/29.93%/15.22%，分别同比-5.47pct/-0.62pct/+4.71pct/+0.28pct，覆铜板由于产品价格下降导致其毛利率水平下滑严重，进而影响公司整体盈利能力。从费用端来看，2022年公司期间费用率为6.71%，整体保持稳定，具体来看，管理费用率由于珠海项目的投产增加0.62pct，财务费用率由于汇兑收益和利息收入影响下降0.79pct；2022年研发费用率为6.14%，同比上升2.10pct，公司研发费用增加较大，研发方向集中于高频高速材料、CBF积层绝缘膜、BT封装材料等。
- ◆ **高端材料打造第二条成长曲线。**公司优化整合内部资源，成立了膜材料事业部，内设导热材料产品线、半导体材料产品线、铝塑膜产品线。半导体材料和铝塑膜的突破为公司打开第二条成长线。**半导体材料产品线方面**，FCBGA载板的快速发展带动积层绝缘膜需求的提升，然而此材料仍未国外垄断，公司积极进行CBF积层绝缘膜的开发验证，开发了多款高可靠性、低CTE、高Tg以及低Df的CBF积层绝缘膜，在CPU、GPU等半导体芯片封装领域进入了下游IC载板厂、封装测试厂及芯片终端验证流程，并取得了良好进展，有望加快高端半导体封装材料的国产替代进程。**铝塑膜产品线方面**，公司完成年产3600万平米锂电池封装用铝塑膜工厂建设，进入试生产和客户验厂阶段，同时积极开展市场布局，在高端消费电子、轻动力、储能等领域实现规模销售，与头部动力电池厂商展开测试和应用开发合作，共同研究固态电池及半固态电池应用场景。

东方财富证券  
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

增持（首次）

东方财富证券研究所

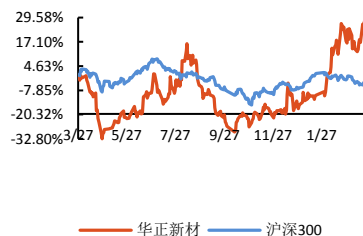
证券分析师：邹杰

证书编号：S1160523010001

联系人：刘琦

电话：021-23586475

相对指数表现



基本数据

|               |              |
|---------------|--------------|
| 总市值 (百万元)     | 4694.91      |
| 流通市值 (百万元)    | 4690.98      |
| 52周最高/最低 (元)  | 35.28/17.44  |
| 52周最高/最低 (PE) | 136.23/12.74 |
| 52周最高/最低 (PB) | 3.02/1.58    |
| 52周涨幅 (%)     | 23.79        |
| 52周换手率 (%)    | 670.28       |

相关研究

## 【投资建议】

- ◆ 根据公司新业务产能释放节奏以及产品结构持续优化的趋势，我们预计公司 2023/2024/2025 年的营业收入分别为 39.31/51.30/65.30 亿元，预计 2023/2024/2025 年归母净利润分别为 0.97/2.22/3.99 亿元，对应 EPS 分别为 0.68/1.56/2.81 元，对应 PE 分别为 48/21/12 倍，给予“增持”评级。

### 盈利预测

| 项目\年度         | 2022A   | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元）     | 3285.50 | 3930.50 | 5130.30 | 6529.52 |
| 增长率(%)        | -9.23%  | 19.63%  | 30.53%  | 27.27%  |
| EBITDA（百万元）   | 159.60  | 387.03  | 567.78  | 808.23  |
| 归属母公司净利润（百万元） | 36.08   | 97.20   | 222.02  | 399.28  |
| 增长率(%)        | -84.85% | 169.40% | 128.41% | 79.84%  |
| EPS(元/股)      | 0.25    | 0.68    | 1.56    | 2.81    |
| 市盈率 (P/E)     | 90.48   | 48.30   | 21.15   | 11.76   |
| 市净率 (P/B)     | 1.91    | 2.63    | 2.33    | 1.93    |
| EV/EBITDA     | 29.06   | 16.86   | 12.44   | 9.06    |

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

## 【风险提示】

- ◆ 下游需求不及预期；
- ◆ 产能释放节奏不及预期；
- ◆ 新业务客户验证节奏不及预期；
- ◆ 竞争加剧影响整体盈利能力。

## 资产负债表（百万元）

| 至 12 月 31 日    | 2022A          | 2023E          | 2024E          | 2025E          |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>流动资产</b>    | <b>2752.94</b> | <b>3048.50</b> | <b>3491.35</b> | <b>4418.94</b> |
| 货币资金           | 549.19         | 444.63         | 258.17         | 349.55         |
| 应收及预付          | 1362.98        | 1531.61        | 1958.89        | 2483.18        |
| 存货             | 441.92         | 578.23         | 605.92         | 720.63         |
| 其他流动资产         | 398.85         | 494.02         | 668.37         | 865.58         |
| <b>非流动资产</b>   | <b>2887.29</b> | <b>3338.32</b> | <b>3759.34</b> | <b>4150.37</b> |
| 长期股权投资         | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 固定资产           | 1930.59        | 2241.62        | 2522.64        | 2773.67        |
| 在建工程           | 556.23         | 656.23         | 756.23         | 856.23         |
| 无形资产           | 264.80         | 304.80         | 344.80         | 384.80         |
| 其他长期资产         | 135.67         | 135.67         | 135.67         | 135.67         |
| <b>资产总计</b>    | <b>5640.23</b> | <b>6386.81</b> | <b>7250.69</b> | <b>8569.31</b> |
| <b>流动负债</b>    | <b>2758.99</b> | <b>3197.63</b> | <b>3527.25</b> | <b>4132.56</b> |
| 短期借款           | 872.89         | 972.89         | 1022.89        | 1072.89        |
| 应付及预收          | 1697.72        | 2011.92        | 2251.02        | 2760.39        |
| 其他流动负债         | 188.39         | 212.82         | 253.34         | 299.28         |
| <b>非流动负债</b>   | <b>1184.32</b> | <b>1384.32</b> | <b>1684.32</b> | <b>1984.32</b> |
| 长期借款           | 504.64         | 704.64         | 1004.64        | 1304.64        |
| 应付债券           | 529.84         | 529.84         | 529.84         | 529.84         |
| 其他非流动负债        | 149.83         | 149.83         | 149.83         | 149.83         |
| <b>负债合计</b>    | <b>3943.31</b> | <b>4581.95</b> | <b>5211.57</b> | <b>6116.88</b> |
| 实收资本           | 142.01         | 142.00         | 142.00         | 142.00         |
| 资本公积           | 793.07         | 792.84         | 792.84         | 792.84         |
| 留存收益           | 698.60         | 805.80         | 1037.82        | 1447.09        |
| 归属母公司股东权益      | 1679.41        | 1786.37        | 2018.39        | 2427.66        |
| 少数股东权益         | 17.51          | 18.49          | 20.74          | 24.77          |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>5640.23</b> | <b>6386.81</b> | <b>7250.69</b> | <b>8569.31</b> |

## 利润表（百万元）

| 至 12 月 31 日     | 2022A          | 2023E          | 2024E          | 2025E          |
|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>营业收入</b>     | <b>3285.50</b> | <b>3930.50</b> | <b>5130.30</b> | <b>6529.52</b> |
| 营业成本            | 2858.97        | 3338.67        | 4262.94        | 5306.19        |
| 税金及附加           | 13.90          | 11.79          | 15.39          | 19.59          |
| 销售费用            | 79.49          | 94.33          | 123.13         | 156.71         |
| 管理费用            | 113.15         | 125.78         | 164.17         | 208.94         |
| 研发费用            | 201.63         | 216.18         | 282.17         | 359.12         |
| 财务费用            | 28.05          | 77.36          | 94.95          | 115.68         |
| 资产减值损失          | -8.34          | -5.00          | -5.00          | -5.00          |
| 公允价值变动收益        | 1.99           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 投资净收益           | -8.71          | 7.86           | 10.26          | 13.06          |
| 资产处置收益          | 0.01           | 0.02           | 0.02           | 0.03           |
| 其他收益            | 37.35          | 39.30          | 51.30          | 65.30          |
| <b>营业利润</b>     | <b>8.01</b>    | <b>103.57</b>  | <b>239.14</b>  | <b>431.67</b>  |
| 营业外收入           | 2.54           | 3.00           | 3.00           | 3.00           |
| 营业外支出           | 0.71           | 1.00           | 1.00           | 1.00           |
| <b>利润总额</b>     | <b>9.84</b>    | <b>105.57</b>  | <b>241.14</b>  | <b>433.67</b>  |
| 所得税             | -30.80         | 7.39           | 16.88          | 30.36          |
| <b>净利润</b>      | <b>40.64</b>   | <b>98.18</b>   | <b>224.26</b>  | <b>403.31</b>  |
| 少数股东损益          | 4.56           | 0.98           | 2.24           | 4.03           |
| <b>归属母公司净利润</b> | <b>36.08</b>   | <b>97.20</b>   | <b>222.02</b>  | <b>399.28</b>  |
| EBITDA          | 159.60         | 387.03         | 567.78         | 808.23         |

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

## 现金流量表（百万元）

| 至 12 月 31 日    | 2022A          | 2023E          | 2024E          | 2025E          |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>经营活动现金流</b> | <b>387.81</b>  | <b>324.15</b>  | <b>205.10</b>  | <b>497.13</b>  |
| 净利润            | 40.64          | 98.18          | 224.26         | 403.31         |
| 折旧摊销           | 116.84         | 198.97         | 228.97         | 258.97         |
| 营运资金变动         | 202.45         | -61.47         | -349.69        | -280.91        |
| 其它             | 27.87          | 88.46          | 101.56         | 115.76         |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-564.14</b> | <b>-640.12</b> | <b>-637.72</b> | <b>-634.91</b> |
| 资本支出           | -554.44        | -647.98        | -647.98        | -647.97        |
| 投资变动           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 其他             | -9.71          | 7.86           | 10.26          | 13.06          |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>307.59</b>  | <b>211.42</b>  | <b>246.16</b>  | <b>229.16</b>  |
| 银行借款           | 1825.10        | 300.00         | 350.00         | 350.00         |
| 债券融资           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 股权融资           | 3.18           | -0.24          | 0.00           | 0.00           |
| 其他             | -1520.69       | -88.34         | -103.84        | -120.84        |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>134.89</b>  | <b>-104.56</b> | <b>-186.46</b> | <b>91.37</b>   |
| 期初现金余额         | 233.04         | 367.93         | 263.37         | 76.91          |
| 期末现金余额         | 367.93         | 263.37         | 76.91          | 168.28         |

## 主要财务比率

| 至 12 月 31 日     | 2022A   | 2023E    | 2024E   | 2025E   |
|-----------------|---------|----------|---------|---------|
| <b>成长能力 (%)</b> |         |          |         |         |
| 营业收入增长          | -9.23%  | 19.63%   | 30.53%  | 27.27%  |
| 营业利润增长          | -96.95% | 1192.66% | 130.89% | 80.51%  |
| 归属母公司净利润增长      | -84.85% | 169.40%  | 128.41% | 79.84%  |
| <b>获利能力 (%)</b> |         |          |         |         |
| 毛利率             | 12.98%  | 15.06%   | 16.91%  | 18.74%  |
| 净利率             | 1.24%   | 2.50%    | 4.37%   | 6.18%   |
| ROE             | 2.15%   | 5.44%    | 11.00%  | 16.45%  |
| ROIC            | 4.81%   | 4.29%    | 6.76%   | 9.41%   |
| <b>偿债能力</b>     |         |          |         |         |
| 资产负债率 (%)       | 69.91%  | 71.74%   | 71.88%  | 71.38%  |
| 净负债比率           | 84.00%  | 101.39%  | 116.05% | 107.04% |
| 流动比率            | 1.00    | 0.95     | 0.99    | 1.07    |
| 速动比率            | 0.82    | 0.74     | 0.78    | 0.85    |
| <b>营运能力</b>     |         |          |         |         |
| 总资产周转率          | 0.58    | 0.62     | 0.71    | 0.76    |
| 应收账款周转率         | 2.43    | 2.64     | 2.65    | 2.70    |
| 存货周转率           | 7.43    | 6.80     | 8.47    | 9.06    |
| <b>每股指标 (元)</b> |         |          |         |         |
| 每股收益            | 0.25    | 0.68     | 1.56    | 2.81    |
| 每股经营现金流         | 2.73    | 2.28     | 1.44    | 3.50    |
| 每股净资产           | 11.82   | 12.58    | 14.21   | 17.09   |
| <b>估值比率</b>     |         |          |         |         |
| P/E             | 90.48   | 48.30    | 21.15   | 11.76   |
| P/B             | 1.91    | 2.63     | 2.33    | 1.93    |
| EV/EBITDA       | 29.06   | 16.86    | 12.44   | 9.06    |

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

**分析师申明：**

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

**投资建议的评级标准：**

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

**股票评级**

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；  
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；  
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；  
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

**行业评级**

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；  
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

**免责声明：**

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，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，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。