

上海艾录 (301062.SZ)

静待市场需求复苏，新业务光伏背板成长可期

公司发布**2022年年报&2023年一季报**：1)2022年：收入11.22亿元(同比+0.2%)，归母净利润1.06亿元(同比-26.6%)，扣非归母净利润0.97亿元(同比-31.0%)；单Q4收入2.80亿元(同比-14.4%)，归母净利润0.23亿元(同比-21.1%)，扣非归母净利润0.22亿元(同比-23.3%)。2)2023Q1：收入2.23元(同比-17.7%)，归母净利润0.07亿元(同比-77.9%)，扣非归母净利润0.05亿元(同比-83.1%)。收入承压主要系下游需求疲软，盈利下滑主要系产能利用率不足以及原料价格上涨。

下游需求疲软、纸包销量承压，复合包材主动降价提升市场份额。分品类来看：

1)工业用纸包装：全年实现收入7.48亿元(同比-0.63%)，毛利率为23.40%(同比-3.40pct)，销量为23466.59万条(同比-10.34%)；单Q4实现收入1.87亿元，毛利率为22.44%。公司下游客户优质，但需求表现疲软，且单吨原材料价格同比+15.0%、盈利能力承压。伴随2023年需求稳步复苏、量价齐升可期，且受益于浆价下行，原材料预计高位回落、盈利能力有望恢复。此外，伴随8000万条产能投产，公司市场份额有望望稳步提升。

2)复合包装塑料：全年实现收入2.49亿元(同比-10.28%)，毛利率为28.82%(同比-8.38pct)，销量为7465.30万延米(同比-0.94%)；单Q4实现收入0.50亿元，毛利率为21.83%。收入承压主要系客户需求下滑，公司降价共克时艰(均价同比-9.4%)；利润端主要受限于22年募投项目投产、产能利用率较低(前三季度产能利用率仅为42.9%，全年单吨制造费用同比+87.8%)。展望未来，公司妙可蓝多份额维持高位，且成功成为蒙牛、伊利、奶酪博士等知名品牌少数国内合格供应商之一，此外成功切入常温储存奶酪棒产品包装，静待市场需求复苏，收入&盈利能力有望共振改善。

3)智能包装系统：全年实现收入0.35亿元(同比+81.23%)，毛利率为35.91%(同比+0.30pct)；单Q4实现收入0.22亿元，毛利率为36.39%。表现优异主要系全资子公司锐派订单量持续增长，未来将综合服务于客户的多元化包装需求、有望贡献增量。

太阳能光伏背板蓝海市场，格局未定布局正当时。公司切入光伏产业链中游，定位高性能光伏CPC背板。生产端：依托传统包装主业积淀，公司在全生产流程形成优势积累，自动化高效生产有望带来成本优势。研发端：产品创新中心及研发部前期建立相关技术储备，引入专业技术团队后研发实力进一步增强。客户端：新业务团队具有产业经验与客户资源积累，有望凭借高品质产品与性价比优势快速打开市场。新业务稳步推进，厂区落定、产品试产，预计2023Q4产能逐步释放，效益随之显现。蓝海市场格局未定，公司择机布局，有望打开成长空间。

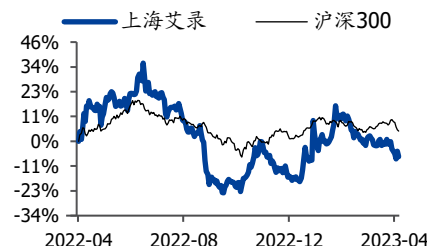
成本高位&产能利用率低致盈利承压。2022年毛利率为23.5%(同比-5.1pct)，净利率为9.5%(同比-3.5pct)；单Q4毛利率为22.3%(同比+3.8pct)，净利率为8.2%(同比-0.7pct)；23Q1毛利率为18.5%(同比-8.3pct)，净利率为3.1%(同比-8.6pct)。盈利能力承压主要系产能利用率下滑&原材料价格上升。展望未来，伴随木浆超预期下行，公司成本端压力有望缓解，且受益于下游需求温和复苏、规模优势有望逐步显现。从费用表现来看，全年期间费用率为13.9%(同比+0.3pct)，其中销售/管理/研发/财务费用率为2.2%/7.35%/3.54%/0.8%(同比+0.3pct/+0.3pct/+0.1pct/-0.5pct)；2023Q1期间费用率为15.7%(同比

增持(维持)

股票信息

行业	包装印刷
前次评级	增持
4月25日收盘价(元)	8.91
总市值(百万元)	3,567.49
总股本(百万股)	400.39
其中自由流通股(%)	59.77
30日日均成交量(百万股)	2.78

股价走势



作者

分析师 姜文轶

执业证书编号：S0680523040001

邮箱：jiangwenqiang1@gszq.com

相关研究

1、《上海艾录(301062.SZ)：主业修复确定，新业务光伏背板成长可期》2023-01-17

2、《上海艾录(301062.SZ)：工业纸袋与奶酪棒包装双轮驱动，成长路径清晰》2022-11-16

+0.8pct)，其中销售/管理/研发/财务费用率为 2.2%/7.7%/3.3%/2.6%（同比-0.1pct/-0.1pct/-0.3pct/+1.3pct）。

现金流表现优异，营运能力承压。2022 年净经营现金流为 2.28 亿元（同比+2.06 亿元），单 Q4 为 0.82 亿元（+1.21 亿元），2023Q1 为 0.59 亿元（+0.37 亿元），现金流表现优异主要系结算方式优化、回款率提升。营运能力方面，截至 2022 年底应收/应付/存货周转天数为 67.2 天/44.8 天/144.9 天（同比-2.5 天/-11.5 天/+22.9 天）；截至 2023Q1 应收/应付/存货周转天数为 83.0 天/42.0 天/160.9 天（同比+14.3 天/-21.4 天/-5.6 天）。

盈利预测与投资评级。公司纸包装&奶酪棒装业务核心优势稳固、主业稳步修复，新业务太阳能光伏背板膜稳步推进，蓝海市场想象空间充足。我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 1.12 亿元、1.49 亿元、2.57 亿元，对应 PE 为 31.9X、24.0X、13.9X，维持“增持”评级。

风险提示：光伏背板业务进展不及预期，下游需求复苏不及预期。

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1,120	1,122	1,363	2,007	3,080
增长率 yoy（%）	44.6	0.2	21.5	47.3	53.5
归母净利润（百万元）	145	106	112	149	257
增长率 yoy（%）	30.2	-26.6	5.2	33.1	72.6
EPS 最新摊薄（元/股）	0.36	0.27	0.28	0.37	0.64
净资产收益率（%）	13.9	9.5	8.9	10.8	16.0
P/E（倍）	24.7	33.6	31.9	24.0	13.9
P/B（倍）	3.5	3.2	3.0	2.7	2.3

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2023 年 4 月 25 日收盘价

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	881	858	1694	2349	3836
现金	135	224	596	877	1347
应收票据及应收账款	369	261	201	491	580
其他应收款	4	3	6	7	12
预付账款	10	7	377	213	707
存货	349	339	491	738	1167
其他流动资产	14	23	23	23	23
非流动资产	785	1038	1217	1657	2349
长期投资	1	37	74	111	149
固定资产	578	583	714	1071	1657
无形资产	32	151	166	185	209
其他非流动资产	174	266	261	289	334
资产总计	1667	1895	2911	4006	6185
流动负债	515	629	1532	2474	4398
短期借款	181	256	1129	1989	3626
应付票据及应付账款	182	110	242	279	528
其他流动负债	153	263	162	206	244
非流动负债	128	161	182	202	219
长期借款	95	128	149	169	186
其他非流动负债	33	33	33	33	33
负债合计	643	790	1715	2676	4617
少数股东权益	5	4	-1	-6	-13
股本	400	400	400	400	400
资本公积	90	90	90	90	90
留存收益	527	615	713	843	1062
归属母公司股东权益	1019	1102	1197	1336	1581
负债和股东权益	1667	1895	2911	4006	6185

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	22	228	-133	4	-248
净利润	143	105	107	144	250
折旧摊销	48	58	59	79	104
财务费用	15	9	33	76	133
投资损失	0	-2	-2	-1	-1
营运资金变动	-194	42	-329	-294	-733
其他经营现金流	11	16	0	0	0
投资活动现金流	-106	-282	-236	-518	-794
资本支出	107	243	142	403	655
长期投资	0	-41	-37	-37	-37
其他投资现金流	1	-79	-131	-152	-177
筹资活动现金流	101	142	-132	-65	-125
短期借款	37	75	0	0	0
长期借款	-22	32	22	20	17
普通股增加	49	0	0	0	0
资本公积增加	59	0	0	0	0
其他筹资现金流	-21	34	-153	-84	-143
现金净增加额	16	90	-501	-579	-1168

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1120	1122	1363	2007	3080
营业成本	800	859	1036	1533	2377
营业税金及附加	2	5	4	8	11
营业费用	21	25	27	34	37
管理费用	79	82	97	130	166
研发费用	38	40	48	64	77
财务费用	15	9	33	76	133
资产减值损失	-1	0	0	0	0
其他收益	4	9	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	2	2	1	1
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	164	118	120	162	281
营业外收入	0	1	0	1	0
营业外支出	0	0	1	1	1
利润总额	165	118	120	162	281
所得税	22	13	13	17	30
净利润	143	105	107	144	250
少数股东损益	-2	-1	-5	-5	-7
归属母公司净利润	145	106	112	149	257
EBITDA	225	190	208	309	511
EPS (元)	0.36	0.27	0.28	0.37	0.64

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	44.6	0.2	21.5	47.3	53.5
营业利润(%)	32.3	-28.5	2.1	34.7	73.5
归属于母公司净利润(%)	30.2	-26.6	5.2	33.1	72.6
获利能力					
毛利率(%)	28.6	23.5	24.0	23.6	22.8
净利率(%)	12.9	9.5	8.2	7.4	8.3
ROE(%)	13.9	9.5	8.9	10.8	16.0
ROIC(%)	11.4	7.2	5.3	5.8	6.7
偿债能力					
资产负债率(%)	38.6	41.7	58.9	66.8	74.7
净负债比率(%)	18.5	27.8	60.6	99.7	160.3
流动比率	1.7	1.4	1.1	0.9	0.9
速动比率	1.0	0.8	0.5	0.6	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	3.8	3.6	5.9	5.8	5.8
应付账款周转率	4.8	5.9	5.9	5.9	5.9
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.36	0.27	0.28	0.37	0.64
每股经营现金流(最新摊薄)	0.05	0.57	-0.33	0.01	-0.62
每股净资产(最新摊薄)	2.54	2.75	2.99	3.34	3.95
估值比率					
P/E	24.7	33.6	31.9	24.0	13.9
P/B	3.5	3.2	3.0	2.7	2.3
EV/EBITDA	16.7	20.4	20.6	15.8	11.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 4 月 25 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com