

# 冠豪高新 (600433.SH)

## 短期扰动影响经营，盈利有望逐季改善

**事件：**公司发布 2023 年一季报：收入实现 16.25 亿元（同比-5.4%），归母净利润实现 0.08 亿元（同比-79.2%），扣非归母净利润实现 0.07 亿元（同比-79.3%）。

**短期扰动影响销售，纸浆成本高位、盈利承压。**由于春节较早，部分发货于 22Q4 体现；此外，下游烟标印刷改版，延期需求预计 Q2 释放。根据我们测算，预计公司 Q1 造纸销量约 17 万吨；价格端由于卡位中高端赛道、格局优异，均价环比维系稳健。高价木浆逐步到库、Q1 成本爬坡，且产能利用率下滑，整体盈利表现承压。展望未来，下游需求温和复苏，造纸产销有望向上；预计 Q2 各纸种价格缓慢回落，Q3 逐步筑底，但目前落叶浆实际市场价格已跌至 550-600 美金/吨（高点 850+美金/吨），成本降幅显著高于纸价，预计自 Q2 造纸板块盈利有望逐步复苏。

**全产业链布局加速，成长路径清晰。**当前公司拥有白卡产能 60 万吨、特种纸产能 27 万吨，展望 2024 年，30 万吨食品卡、6 万吨热转印有望逐步落地贡献增量，且未来公司有望纳入 61.2 万吨新增化机浆产能，弱化周期影响，成长路径清晰。此外，公司仍在推出医疗胶片涂料、数码烫画膜、碳纤维维纸等跨界产品。目前公司与行业龙头、研究院积极合作（已签订 9 项产学研合作协议），有效覆盖生态环保、新能源等战略性新兴产业领域，未来有望持续贡献收入及利润增量。

**盈利筑底，费用管控优异。**公司 2023Q1 毛利率为 10.00%（同比-4.54pct），归母净利率为 0.49%（同比-1.73pct）。从费用表现来看，Q1 期间费用率为 9.39%（同比-0.17pct），其中销售费用率为 1.15%（同比-0.05pct）、管理费用率为 3.36%（同比-0.27pct）、研发费用率为 5.13%（+0.83pct）、财务费用率为-0.25%（同比-0.68pct），费用管控优异。

**加大原材料采购，现金流承压。**2023Q1 净经营现金流为-5.84 亿元（同比-9.02 亿元），主要系原材料处下行周期，公司增加采购额。营运能力方面，应收账款周转天数为 51.06 天（同比+9.88 天），应付账款周转天数为 44.42 天（同比+6.51 天），存货周转天数为 78.79 天（同比+24.31 天）。

**盈利预测：**预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 4.6 亿元、5.5 亿元、6.3 亿元，对应 PE 为 17.3X、14.4X、12.5X，维持“买入”评级。

**风险提示：**原材料波动超预期，产能爬坡不及预期，食品卡纸竞争加剧。

| 财务指标          | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E  |
|---------------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 营业收入（百万元）     | 7,398 | 8,086 | 7,795 | 9,289 | 11,968 |
| 增长率 yoy (%)   | 203.2 | 9.3   | -3.6  | 19.2  | 28.8   |
| 归母净利润（百万元）    | 139   | 387   | 457   | 548   | 631    |
| 增长率 yoy (%)   | -22.3 | 179.1 | 18.1  | 19.8  | 15.3   |
| EPS 最新摊薄（元/股） | 0.08  | 0.21  | 0.25  | 0.30  | 0.34   |
| 净资产收益率 (%)    | 5.7   | 6.6   | 8.6   | 9.3   | 9.9    |
| P/E（倍）        | 56.9  | 20.4  | 17.3  | 14.4  | 12.5   |
| P/B（倍）        | 1.6   | 1.5   | 1.5   | 1.4   | 1.3    |

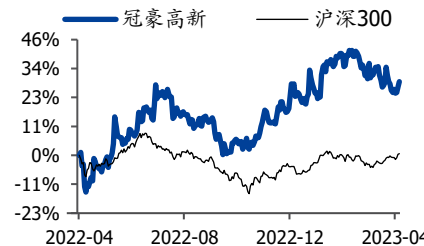
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2023 年 4 月 18 日收盘价

买入（维持）

### 股票信息

|               |          |
|---------------|----------|
| 行业            | 造纸       |
| 前次评级          | 买入       |
| 4月18日收盘价(元)   | 4.27     |
| 总市值(百万元)      | 7,891.93 |
| 总股本(百万股)      | 1,848.23 |
| 其中自由流通股(%)    | 77.88    |
| 30日日均成交量(百万股) | 13.55    |

### 股价走势



### 作者

分析师 姜春波

执业证书编号：S0680521070003

邮箱：jiangchunbo@gszq.com

研究助理 姜文钰

执业证书编号：S0680122040027

邮箱：jiangwenqiang1@gszq.com

### 相关研究

- 《冠豪高新 (600433.SH)：产销景气，盈利表现靓丽》2023-03-12
- 《冠豪高新 (600433.SH)：Q4 产销两旺，盈利表现靓丽》2023-01-17
- 《冠豪高新 (600433.SH)：老牌央企再起航，造纸横纵延伸，产业布局多元》2022-12-30

**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 |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 4121  | 4695  | 4884  | 5366  | 4985  |
| 现金             | 1308  | 1720  | 2430  | 1693  | 1266  |
| 应收票据及应收账款      | 769   | 891   | 709   | 1198  | 1259  |
| 其他应收款          | 38    | 23    | 36    | 35    | 56    |
| 预付账款           | 199   | 161   | 186   | 228   | 305   |
| 存货             | 824   | 1086  | 709   | 1399  | 1285  |
| 其他流动资产         | 984   | 814   | 814   | 814   | 814   |
| <b>非流动资产</b>   | 5158  | 5204  | 4854  | 5697  | 7188  |
| 长期投资           | 679   | 686   | 723   | 759   | 796   |
| 固定资产           | 3673  | 3507  | 3169  | 3993  | 5439  |
| 无形资产           | 347   | 357   | 356   | 359   | 367   |
| 其他非流动资产        | 460   | 654   | 606   | 586   | 586   |
| <b>资产总计</b>    | 9280  | 9899  | 9737  | 11063 | 12173 |
| <b>流动负债</b>    | 2211  | 2612  | 2290  | 3059  | 3521  |
| 短期借款           | 681   | 792   | 792   | 792   | 1189  |
| 应付票据及应付账款      | 1064  | 1121  | 933   | 1480  | 1592  |
| 其他流动负债         | 466   | 699   | 565   | 787   | 740   |
| <b>非流动负债</b>   | 159   | 110   | 93    | 97    | 115   |
| 长期借款           | 90    | 50    | 33    | 37    | 55    |
| 其他非流动负债        | 69    | 60    | 60    | 60    | 60    |
| <b>负债合计</b>    | 2371  | 2723  | 2383  | 3156  | 3636  |
| 少数股东权益         | 1898  | 1889  | 2067  | 2253  | 2466  |
| 股本             | 1839  | 1845  | 1848  | 1848  | 1848  |
| 资本公积           | 878   | 888   | 888   | 888   | 888   |
| 留存收益           | 2398  | 2656  | 2870  | 3035  | 3129  |
| 归属母公司股东权益      | 5011  | 5288  | 5288  | 5654  | 6071  |
| <b>负债和股东权益</b> | 9280  | 9899  | 9737  | 11063 | 12173 |

**现金流量表 (百万元)**

| 会计年度           | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 1173  | 787   | 1000  | 496   | 1189  |
| 净利润            | 397   | 474   | 636   | 733   | 845   |
| 折旧摊销           | 297   | 281   | 210   | 240   | 315   |
| 财务费用           | 12    | -13   | -28   | -6    | 33    |
| 投资损失           | -7    | -16   | -20   | -18   | -15   |
| 营运资金变动         | 322   | 8     | 203   | -454  | 11    |
| 其他经营现金流        | 152   | 54    | 0     | 0     | 0     |
| <b>投资活动现金流</b> | -214  | -606  | 160   | -1066 | -1791 |
| 资本支出           | 41    | 260   | -387  | 807   | 1454  |
| 长期投资           | 0     | 11    | -37   | -37   | -37   |
| 其他投资现金流        | -173  | -335  | -263  | -296  | -374  |
| <b>筹资活动现金流</b> | -682  | -17   | -450  | -167  | -221  |
| 短期借款           | 346   | 111   | 0     | 0     | 0     |
| 长期借款           | -55   | -40   | -17   | 4     | 18    |
| 普通股增加          | 568   | 6     | 4     | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 182   | 9     | 0     | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | -1723 | -102  | -437  | -172  | -239  |
| <b>现金净增加额</b>  | 269   | 168   | 711   | -737  | -824  |

**利润表 (百万元)**

| 会计年度            | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 7398  | 8086  | 7795  | 9289  | 11968 |
| 营业成本            | 6016  | 6936  | 6520  | 7657  | 9750  |
| 营业税金及附加         | 57    | 48    | 62    | 73    | 88    |
| 营业费用            | 86    | 77    | 62    | 84    | 144   |
| 管理费用            | 256   | 249   | 218   | 288   | 413   |
| 研发费用            | 341   | 314   | 312   | 437   | 658   |
| 财务费用            | 12    | -13   | -28   | -6    | 33    |
| 资产减值损失          | -71   | 4     | 0     | 0     | 0     |
| 其他收益            | 14    | 16    | 16    | 16    | 16    |
| 公允价值变动收益        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | 7     | 16    | 20    | 18    | 15    |
| 资产处置收益          | 2     | 3     | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>     | 472   | 511   | 685   | 791   | 912   |
| 营业外收入           | 8     | 5     | 6     | 7     | 6     |
| 营业外支出           | 12    | 5     | 4     | 5     | 7     |
| <b>利润总额</b>     | 468   | 512   | 687   | 792   | 912   |
| 所得税             | 71    | 38    | 51    | 59    | 68    |
| <b>净利润</b>      | 397   | 474   | 636   | 733   | 845   |
| 少数股东损益          | 258   | 87    | 179   | 186   | 213   |
| <b>归属母公司净利润</b> | 139   | 387   | 457   | 548   | 631   |
| EBITDA          | 773   | 793   | 884   | 1020  | 1245  |
| EPS (元)         | 0.08  | 0.21  | 0.25  | 0.30  | 0.34  |

**主要财务比率**

| 会计年度            | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 营业收入(%)         | 203.2 | 9.3   | -3.6  | 19.2  | 28.8  |
| 营业利润(%)         | 126.5 | 8.3   | 33.9  | 15.5  | 15.3  |
| 归属于母公司净利润(%)    | -22.3 | 179.1 | 18.1  | 19.8  | 15.3  |
| <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 毛利率(%)          | 18.7  | 14.2  | 16.4  | 17.6  | 18.5  |
| 净利率(%)          | 1.9   | 4.8   | 5.9   | 5.9   | 5.3   |
| ROE(%)          | 5.7   | 6.6   | 8.6   | 9.3   | 9.9   |
| ROIC(%)         | 6.9   | 7.6   | 10.1  | 11.0  | 11.6  |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)        | 25.5  | 27.5  | 24.5  | 28.5  | 29.9  |
| 净负债比率(%)        | -6.7  | -11.3 | -20.9 | -10.1 | 0.6   |
| 流动比率            | 1.9   | 1.8   | 2.1   | 1.8   | 1.4   |
| 速动比率            | 1.0   | 1.0   | 1.4   | 1.0   | 0.7   |
| <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率          | 1.1   | 0.8   | 0.8   | 0.9   | 1.0   |
| 应收账款周转率         | 12.4  | 9.7   | 9.7   | 9.7   | 9.7   |
| 应付账款周转率         | 8.1   | 6.3   | 6.3   | 6.3   | 6.3   |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)      | 0.08  | 0.21  | 0.25  | 0.30  | 0.34  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)   | 0.63  | 0.43  | 0.54  | 0.27  | 0.64  |
| 每股净资产(最新摊薄)     | 2.71  | 2.86  | 2.86  | 3.06  | 3.28  |
| <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |       |
| P/E             | 56.9  | 20.4  | 17.3  | 14.4  | 12.5  |
| P/B             | 1.6   | 1.5   | 1.5   | 1.4   | 1.3   |
| EV/EBITDA       | 12.1  | 11.3  | 9.5   | 9.2   | 8.4   |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 4 月 18 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