

冠豪高新 (600433.SH)

产销景气，盈利表现靓丽

公司发布 2022 年年报：2022 年收入 80.86 亿元（同比+9.3%），归母净利润 3.87 亿元（同比+179.1%）；单 Q4 收入 21.97 亿元（同比+12.6%），归母净利润 1.35 亿元（同比+350.1%）。2021 年子公司珠海冠豪条码科技破产，计提减值损失 1.62 亿元，还原后 2022 年归母净利润同比+28.9%，单 Q4+25.9%。根据我们测算，公司 Q4 吨净利约 400+元/吨（环比约+100 元/吨，主要系提价落地）。

全产业链布局加速，成长路径清晰。冠豪拥有白卡产能 60 万吨、特种纸产能 27 万吨，受益于产品性能优异及研发创新领先，公司产销景气，全年实现销量 90.15 万吨（归母口径销量约为 54.6 万吨），其中特种纸/不干胶/白卡纸销量分别为 19.72 万吨/9.16 万吨/61.28 万吨。展望未来，2024 年公司 30 万吨食品卡、6 万吨特种纸有望逐步落地，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。

产品结构优化，出口高增。分产品来看，1) 白卡纸：2022 年收入 42.53 亿元（同比+9.34%），毛利率 12.13%（同比-9.1pct）；2) 特种纸：收入 18.41 亿元（同比+28.7%），毛利率 15.9%（同比-1.9pct）；3) 不干胶：收入 11.25 亿元（同比+22.3%），毛利率 11.42%（同比+2.7pct）；4) 印刷：全年收入 3.71 亿元（同比-19.0%），毛利率 19.3%（同比+6.2pct）；5) 化工：全年收入 3.28 亿元（同比-24.2%），毛利率 25.7%（同比+3.7pct）。分地区来看，内销实现收入 68.05 亿元（同比+4.2%），毛利率为 12.68%（同比-6.2pct）；外销实现收入 11.94 亿元（同比+81.1%），毛利率为 19.9%（同比+3.8pct）。特种纸等高毛利产品受益于下游需求稳健、竞争格局优异，2022 年在疫情扰动下实现高增。

原材料高位，吨盈利有望自 23Q2 修复。2022 年公司毛利率为 14.2%（同比-4.5pct），净利率为 4.8%（同比+2.9pct）；单 Q4 毛利率为 11.0%（同比-12.2pct），净利率为 6.2%（同比+8.9pct）。2023Q1 原材料成本仍在高位，预计吨盈利承压，展望未来，伴随热转印、热敏等优势纸种提价落地，均价上行、成本下行，吨盈利有望自 Q2 改善。从费用表现来看，全年期间费用率为 7.7%（同比-1.6pct），其中销售费用率为 0.96%（同比-0.2pct）、管理费用率为 3.1%（同比-0.4pct）、研发费用率为 3.9%（同比-0.7pct）、财务费用率为-0.16%（同比-0.3pct）。

现金流承压，原材料库存较高。2022 净经营现金流为 7.86 亿元（同比-3.86 亿元），单 Q4 为 3.02 亿元（同比-0.1 亿元），短暂承压主要系原材料价格上行，采购成本增加。营运能力方面，截至 2022 年底应收账款周转天数为 36.95 天（同比+8.55 天），应付账款周转天数为 35.82 天（同比+9.7 天），存货周转天数为 49.55 天（同比+15.17 天），库存延续高位预计主要系木浆库存较高。

科技龙头勇辟新章，多路径共驱成长。公司作为科技创新企业，坚持加大研发投入，成功在多个领域推出差异化产品且完成专利封锁，并推出医疗胶片涂料、数码烫画膜等跨界产品。此外，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），探索生态环保、新能源等战略性新兴产业领域，未来有望贡献增量。

盈利预测：预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 5.07 亿元、5.95 亿元、7.92 亿元，对应 PE 为 15.8X、13.5X、10.2X，维持“买入”评级。

风险提示：原材料波动，产能爬坡不及预期，食品包装纸竞争加剧。

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,398	8,086	8,069	9,333	12,050
增长率 yoy (%)	203.2	9.3	-0.2	15.7	29.1
归母净利润(百万元)	139	387	507	595	792
增长率 yoy (%)	-22.3	179.1	31.1	17.3	33.1
EPS 最新摊薄(元/股)	0.08	0.21	0.27	0.32	0.43
净资产收益率(%)	5.7	6.6	9.4	10.3	12.1
P/E(倍)	58.0	20.8	15.8	13.5	10.2
P/B(倍)	1.6	1.5	1.5	1.4	1.3

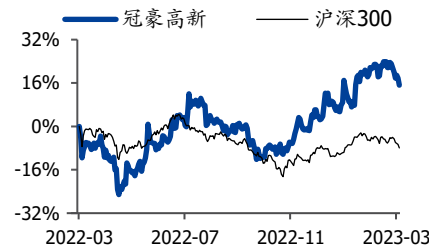
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2023 年 3 月 10 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	造纸
前次评级	买入
3月10日收盘价(元)	4.35
总市值(百万元)	8,039.79
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)	14.62

股价走势



作者

分析师 姜碧波

执业证书编号：S0680521070003

邮箱：jiangchunbo@gszq.com

研究助理 姜文强

执业证书编号：S0680122040027

邮箱：jiangwenqiang1@gszq.com

相关研究

- 《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，造纸纵横延伸，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
流动资产	4121	4695	4805	5400	5085
现金	1308	1720	2245	1842	1275
应收票据及应收账款	769	891	765	1150	1323
其他应收款	38	23	38	33	58
预付账款	199	161	198	218	319
存货	824	1086	745	1344	1296
其他流动资产	984	814	814	814	814
非流动资产	5158	5204	5047	5738	7259
长期投资	679	686	723	759	796
固定资产	3673	3507	3360	4034	5509
无形资产	347	357	356	359	367
其他非流动资产	460	654	608	585	586
资产总计	9280	9899	9852	11138	12344
流动负债	2211	2612	2341	2979	3304
短期借款	681	792	792	792	957
应付票据及应付账款	1064	1121	974	1416	1605
其他流动负债	466	699	575	771	742
非流动负债	159	110	97	98	117
长期借款	90	50	36	38	57
其他非流动负债	69	60	60	60	60
负债合计	2371	2723	2438	3078	3421
少数股东权益	1898	1889	2077	2309	2593
股本	1839	1845	1848	1848	1848
资本公积	878	888	888	888	888
留存收益	2398	2656	2891	3076	3196
归属母公司股东权益	5011	5288	5338	5751	6329
负债和股东权益	9280	9899	9852	11138	12344

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1173	787	1029	679	1294
净利润	397	474	696	827	1076
折旧摊销	297	281	211	238	310
财务费用	12	-13	-6	-6	23
投资损失	-7	-16	-20	-18	-15
营运资金变动	322	8	148	-363	-100
其他经营现金流	152	54	0	0	0
投资活动现金流	-214	-606	-34	-911	-1816
资本支出	41	260	-194	654	1485
长期投资	0	11	-37	-37	-37
其他投资现金流	-173	-335	-264	-293	-368
筹资活动现金流	-682	-17	-469	-171	-211
短期借款	346	111	0	0	0
长期借款	-55	-40	-14	2	19
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	-459	-173	-230
现金净增加额	269	168	525	-403	-732

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	7398	8086	8069	9333	12050
营业成本	6016	6936	6651	7587	9589
营业税金及附加	57	48	64	73	89
营业费用	86	77	73	91	145
管理费用	256	249	242	289	422
研发费用	341	314	331	439	651
财务费用	12	-13	-6	-6	23
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
营业利润	472	511	749	892	1163
营业外收入	8	5	6	7	6
营业外支出	12	5	4	5	7
利润总额	468	512	751	894	1162
所得税	71	38	56	66	86
净利润	397	474	696	827	1076
少数股东损益	258	87	188	232	284
归属母公司净利润	139	387	507	595	792
EBITDA	773	793	952	1119	1480
EPS (元)	0.08	0.21	0.27	0.32	0.43

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	203.2	9.3	-0.2	15.7	29.1
营业利润(%)	126.5	8.3	46.5	19.1	30.3
归属于母公司净利润(%)	-22.3	179.1	31.1	17.3	33.1
获利能力					
毛利率(%)	18.7	14.2	17.6	18.7	20.4
净利率(%)	1.9	4.8	6.3	6.4	6.6
ROE(%)	5.7	6.6	9.4	10.3	12.1
ROIC(%)	6.9	7.6	11.0	12.3	14.6
偿债能力					
资产负债率(%)	25.5	27.5	24.7	27.6	27.7
净负债比率(%)	-6.7	-11.3	-18.2	-11.7	-2.1
流动比率	1.9	1.8	2.1	1.8	1.5
速动比率	1.0	1.0	1.3	1.0	0.8
营运能力					
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
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.08	0.21	0.27	0.32	0.43
每股经营现金流(最新摊薄)	0.63	0.43	0.56	0.37	0.70
每股净资产(最新摊薄)	2.71	2.86	2.89	3.11	3.42
估值比率					
P/E	58.0	20.8	15.8	13.5	10.2
P/B	1.6	1.5	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	12.3	11.5	9.2	8.4	7.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 3 月 10 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