

# 传统业务保持稳定，铝塑膜业务快速增长

## 紫江企业(600210)

评级:	买入	股票代码:	600210
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	7.28/4.19
目标价格:		总市值(亿)	84.33
最新收盘价:	5.56	自由流通市值(亿)	84.33
		自由流通股数(百万)	1,516.74

### 事件概述

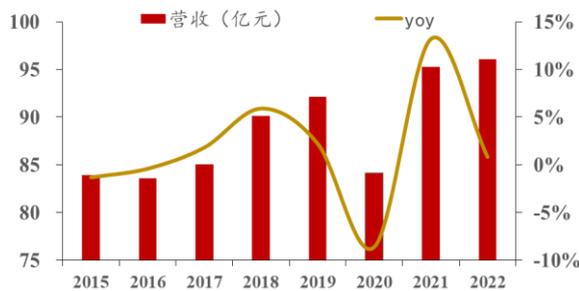
公司发布2022年年报，2022年全年公司实现营收96.08亿元，同比增长了0.83%；归母净利润6.03亿元，同比增长了9.04%；扣非后归母净利为5.24亿元，同比下滑了1.68%。现金流方面，经营活动产生的现金流量净额为7.63亿元，比去年同期减少了26.12%。单季度看，公司2022年Q1/Q2/Q3/Q4分别实现营收23.53/22.7/26.28/23.56亿元，同比+4.41%/-13.24%/+9.41%/+4.45%；分别实现归母净利润1.21/1.11/2.00/1.71亿元，同比-2%/-46.05%/+99.43%/+38.87%。

### 分析判断:

#### ► 收入端：传统业务稳定经营，铝塑膜业务快速增长

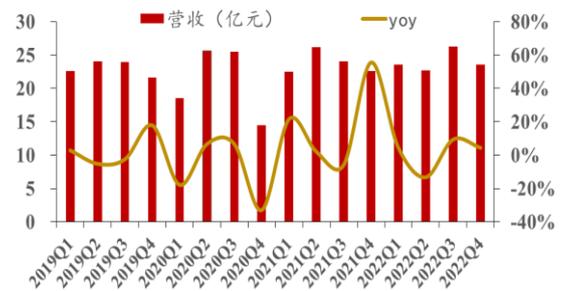
2022年，公司传统业务保持了稳定经营。饮料包装产业集群巩固战略客户市场份额，继续拓展东鹏饮料、怡宝等知名品牌份额以及喜茶等新兴客户市场。容器包装事业部贵州可乐配套新厂落成投产，首次实现在可乐厂内的OEM水线业务合作。纸包装事业部则实现百胜、麦当劳、雀巢、达美乐、得物等战略客户的增长。分具体产品看，2022年公司共生产了39.46亿只PET瓶，销售了39.9亿只PET瓶，生产了104.71亿只PET瓶胚，销售了104.04亿只PET瓶胚，PET瓶及瓶胚共实现了销售收入17.11亿元，同比增长了8.3%。公司生产了皇冠盖196.34亿只，销售了194.85亿只，生产了塑料标签5.28亿米，销售了5.2亿米，皇冠盖及标签业务共实现了销售收入15.23亿元，同比增长了7.24%。公司生产了9.52亿印彩色纸包装印刷，销售了9.36亿印，实现销售收入17.95亿元，同比增长了3.51%。不过受到疫情的影响，公司部分业务营收出现了下滑，其中塑料防盗盖/进出口贸易/快速消费品商贸分别实现了销售收入3.27/2.38/10.24亿元，同比下滑了35.08%/30.23%/24.4%。**铝塑膜业务方面**，公司抓住新能源汽车及储能市场快速发展的机遇，凭借多年积累的技术底蕴以及快速应变能力，继续深入与ATL和比亚迪的战略合作，实现了业务规模和资产规模的高速增长。公司铝塑膜共生产了4464.4万平方米，同比增加了72.04%；销售了4209.27万平方米，同比增加了89.69%；实现了销售收入6.96亿元，同比增加了90.75%。

图1 公司营业收入



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图2 公司单季度营业收入



资料来源: Wind, 华西证券研究所

#### ► 利润端：Q4利润率同比有所提升

**盈利能力方面**，2022年公司实现毛利率20.58%，同比下滑了0.62pct，净利率同比提升了0.69pct至7.01%。单季度看，2022年Q4公司毛利率同比提升了1.69pct至20.29%，净利率同比提升了2.05pct至8.14%。分产品看，PET瓶及瓶胚/皇冠盖及标签的毛利率分别同比下滑了3.99pct和2.37pct。而铝塑膜的毛利率则下滑了1.88pct至30.56%。**费用方面**，2022年公司费用率为12.73%，同比下滑了0.04pct。其中销售费用率为2.21%，

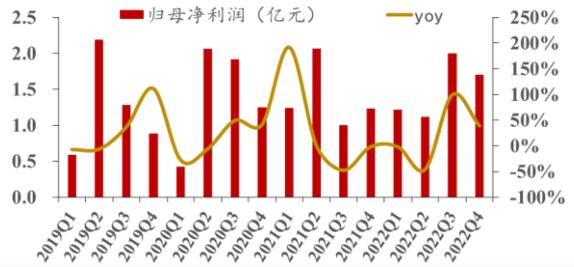
同比下滑了 0.09pct。管理费用率为 6.18%，同比提升了 0.01pct。财务费用率为 1%，同比减少了 0.17pct。研发费用率同比提升了 0.21pct 至 3.34%。

图 3 公司归母净利润



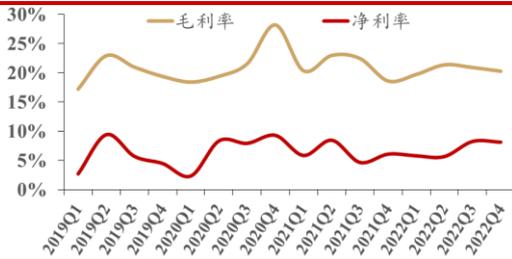
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 4 公司单季度归母净利润



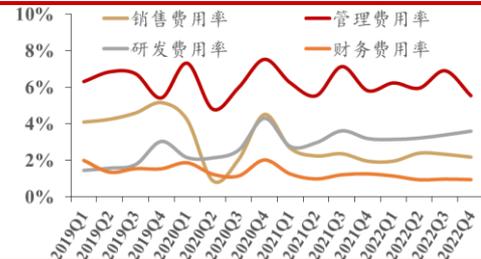
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 5 公司毛利率/净利率



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 6 公司各项费用率



资料来源：Wind，华西证券研究所

### 投资建议

我们看好紫江企业，公司作为国内包材印刷行业龙头，一直是可口可乐、百事可乐、联合利华等众多国内外知名企业的优秀供应商。公司是国内最早研发铝塑膜工艺并具量产能力的企业，发展历程也最为接近日韩铝塑膜企业，具备成为国产铝塑膜龙头的条件。受益于国产替代以及下游新能源汽车行业的快速发展，叠加公司的新产能释放，业绩有望持续快速增长。考虑到公司新业务的拓展受到疫情的影响有所滞后，我们下调公司 2023-2024 年的盈利预测，营收分别由 116.25/131.01 亿元下调至 106.7/122.38 亿元，EPS 分别由 0.47/0.58 元下调至 0.46/0.55 元。预计 2025 年公司实现营收 137.72 亿元，EPS 为 0.65 元。对应 3 月 21 日的收盘价 5.56 元/股，23-25 年 PE 分别为 12.12/10.15/8.62X。维持公司“买入”评级。

### 风险提示

1) 宏观经济波动导致下游需求不及预期；2) 原材料价格变动导致公司盈利能力下降；3) 新兴业务开拓不及预期。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9,529	9,608	10,670	12,238	13,772
YoY (%)	13.2%	0.8%	11.1%	14.7%	12.5%
归母净利润(百万元)	553	603	696	831	979
YoY (%)	-2.1%	9.0%	15.4%	19.4%	17.8%
毛利率 (%)	21.2%	20.6%	21.7%	22.6%	22.8%
每股收益 (元)	0.37	0.40	0.46	0.55	0.65
ROE	10.0%	10.9%	11.2%	11.8%	12.2%
市盈率	15.23	13.97	12.12	10.15	8.62

资料来源：wind，华西证券研究所

分析师：徐林锋

分析师：戚志圣

邮箱：xulf@hx168.com.cn

邮箱：qizs@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

SAC NO: S1120519100001

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	9,608	10,670	12,238	13,772	净利润	674	763	916	1,079
YoY (%)	0.8%	11.1%	14.7%	12.5%	折旧和摊销	429	514	520	523
营业成本	7,631	8,350	9,476	10,630	营运资金变动	-383	-186	-412	-363
营业税金及附加	78	104	119	130	经营活动现金流	763	1,216	1,141	1,381
销售费用	213	237	300	340	资本开支	-569	-71	-81	-70
管理费用	594	672	783	895	投资	84	-3	-4	-4
财务费用	96	221	206	192	投资活动现金流	-453	34	40	26
研发费用	321	352	410	482	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-10	0	0	0	债务募资	220	0	0	0
投资收益	124	128	135	110	筹资活动现金流	-337	-247	-247	-247
营业利润	805	921	1,103	1,294	现金净流量	-27	1,003	934	1,160
营业外收支	-17	-7	-6	-6					
利润总额	788	914	1,097	1,288	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
所得税	114	151	182	209	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	674	763	916	1,079	营业收入增长率	0.8%	11.1%	14.7%	12.5%
归属于母公司净利润	603	696	831	979	净利润增长率	9.0%	15.4%	19.4%	17.8%
YoY (%)	9.0%	15.4%	19.4%	17.8%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	0.40	0.46	0.55	0.65	毛利率	20.6%	21.7%	22.6%	22.8%
					净利率	7.0%	7.2%	7.5%	7.8%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	总资产收益率 ROA	5.0%	5.3%	5.8%	6.2%
货币资金	1,684	2,687	3,622	4,782	净资产收益率 ROE	10.9%	11.2%	11.8%	12.2%
预付款项	255	334	359	410	<b>偿债能力 (%)</b>				
存货	2,296	2,495	2,838	3,182	流动比率	1.48	1.71	1.94	2.16
其他流动资产	2,309	2,508	2,882	3,221	速动比率	<b>0.90</b>	<b>1.11</b>	<b>1.30</b>	<b>1.49</b>
流动资产合计	6,545	8,026	9,701	11,595	现金比率	0.38	0.57	0.72	0.89
长期股权投资	335	335	335	335	资产负债率	51.0%	49.0%	47.0%	45.0%
固定资产	2,661	2,214	1,781	1,326	<b>经营效率 (%)</b>				
无形资产	249	276	304	331	总资产周转率	0.80	0.81	0.85	0.87
非流动资产合计	5,532	5,086	4,645	4,191	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	12,077	13,111	14,346	15,786	每股收益	0.40	0.46	0.55	0.65
短期借款	1,948	1,948	1,948	1,948	每股净资产	3.63	4.09	4.64	5.28
应付账款及票据	1,538	1,727	1,943	2,186	每股经营现金流	0.50	0.80	0.75	0.91
其他流动负债	927	1,009	1,112	1,230	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	4,413	4,684	5,003	5,364	<b>估值分析</b>				
长期借款	1,302	1,302	1,302	1,302	PE	13.97	12.12	10.15	8.62
其他长期负债	438	438	438	438	PB	1.38	1.36	1.20	1.05
非流动负债合计	1,740	1,740	1,740	1,740					
负债合计	6,153	6,424	6,744	7,104					
股本	1,517	1,517	1,517	1,517					
少数股东权益	413	480	565	666					
股东权益合计	5,924	6,687	7,602	8,682					
负债和股东权益合计	12,077	13,111	14,346	15,786					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，10年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，7年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

宋姝旺：轻工行业助理分析师。2021年7月加入华西证券，悉尼大学金融学硕士，阿德莱德大学会计学学士。

### 分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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