

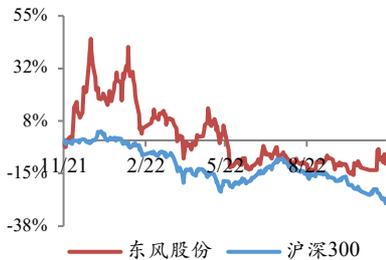
22A 投资收益波动及减值业绩承压，加大新材料布局转型高质量增长

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-04-11

收盘价(元)	4.3
近12个月最高/最低(元)	7.14/4.19
总股本(百万股)	1,843
流通股本(百万股)	1,843
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	79
流通市值(亿元)	79

公司价格与沪深300走势比较



分析师：马远方

执业证书号：S0010521070001

邮箱：mayf@hazq.com

相关报告

1. 投资收益波动业绩短期承压，主业增长稳健、加速拓展高成长赛道 2022-10-31
2. 拟全资收购博盛新材料，新材料产业布局加速 2022-10-19

主要观点：

- **公司发布 2022 年年报：**2022 年公司实现收入 37.44 亿元，同比-1.6%，归母净利润 2.9 亿元，同比-63.2%。22Q4 公司实现营收 9.17 亿元，同比-16.05%；归母净利润 0.04 亿元，同比-98.06%。
- **隔膜项目持续加码，转型综合材料端打开成长空间。**收入端，公司聚焦新能源材料转型，加速 I 类药包材布局，打造利润增长点。**1) 膜类新材料：**2022 年销售收入 2.9 亿元，同比-0.9%。主因 22H2 差异化基膜、功能膜需求下滑，及行业竞争加剧。高阻隔、可降解膜产能尚未释放、博盛新材料隔膜业务处于产能爬坡，预计 2023 年产能逐月释放驱动收入增长。公司已实现对博盛新材料的控股，产品涉及动力电池和储能隔膜，2023 年 2 月拟投资 40 亿元建设动力及储能电池隔膜项目；**2) 药包：**2022 年销售收入 5.8 亿元，同比+8.2%。公司通过外延并购已实现 I 类药包材的全品类覆盖，客户涵盖多家知名药企。公司加大对 I 类医药包材的投入，大力拓展外资药企客户，布局常用药品包装，后续订单或有显现。预计后续产品、客户结构持续优化，产能提升加速发展；**3) 烟标：**2022 年销售收入 24.5 亿元，同比-0.4%。主因行业竞争加剧影响招投标中标价，主业销量增长稳健，烟标销量同比+1.35%，中高档烟标占比提升 0.43pcts，产品结构优化。
- **非经常性损益致业绩短期承压，后续投资项目退出有望平滑业绩波动。**利润端，2022 年毛利率 29.3%，同比-2.1pcts，其中烟标/药包/新材料/纸品毛利率 27.4%/22.7%/22.6%/26.1%，同比-5.9/-3.5/-15.1/-5.7pcts。毛利率下滑主因原材料价格上涨、行业竞争加剧致烟标招投标中标价下降、疫情影响药包设备产值，以及新材料差异化基膜和功能膜规模效应减弱、高阻隔膜产能未释放。2022 年公司净利率 8.1%，同比-12.5pcts，主因公司投资项目奈雪的茶市值下跌及其他项目估值下降致投资净收益同比大幅减少（投资净收益由 2021 年的 4.5 亿元减少至 2022 年的 0.06 亿元），以及全资子公司鑫瑞新材计提商誉减值准备及计提存货跌价损失（2022 年资产减值损失 0.7 亿元）。随着公司投资项目陆续退出并投向新材料和医包高成长领域，有望平滑业绩波动；**费用端，**2022 年销售/管理/研发费用率 3.96%/8.11%/4.44%，同比 -1.1pcts/-0.4pcts/+0.3pcts。
- **投资建议**公司深耕烟标 30 年，是烟标行业第一梯队企业，具备产业链及规模优势。公司加速新材料、药包 I 类药包材产业布局，拓展高附加值高成长赛道，长期成长空间打开。看好 2023 年新材料产能逐月释放驱动业绩增长。预计 2023-25 年归母净利润 4.6/5.0/5.7 亿元，对应当前股价 PE 为 17X/16X/14X，维持“买入”评级。
- **风险提示** 原材料价格波动，新业务增长不及预期，投资收益大幅波动。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3744	4083	4300	4616
收入同比 (%)	-1.6%	9.0%	5.3%	7.4%
归属母公司净利润	289	460	503	572
净利润同比 (%)	-63.2%	59.2%	9.2%	13.8%
毛利率 (%)	29.6%	28.6%	29.1%	29.8%
ROE (%)	5.2%	7.6%	7.7%	8.0%
每股收益 (元)	0.17	0.25	0.27	0.31
P/E	27.40	17.21	15.76	13.85
P/B	1.42	1.31	1.21	1.11

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	3842	4475	4664	5185	营业收入	3744	4083	4300	4616
现金	1921	2301	2409	2778	营业成本	2637	2915	3048	3242
应收账款	589	638	671	721	营业税金及附加	35	37	39	42
其他应收款	108	90	103	112	销售费用	148	159	163	166
预付账款	49	58	61	65	管理费用	304	327	322	323
存货	757	946	955	1014	财务费用	-20	-19	-20	-20
其他流动资产	417	443	464	495	资产减值损失	-70	0	0	0
非流动资产	4321	4523	4725	4927	公允价值变动收益	-1	0	0	0
长期投资	1439	1439	1439	1439	投资净收益	6	82	64	46
固定资产	1615	1820	2025	2230	营业利润	412	583	635	723
无形资产	461	455	449	443	营业外收入	1	1	1	1
其他非流动资产	806	809	812	815	营业外支出	18	3	2	2
资产总计	8163	8999	9389	10112	利润总额	395	580	634	721
流动负债	1503	1722	1769	1884	所得税	91	96	105	119
短期借款	47	0	0	0	净利润	304	485	529	602
应付账款	530	583	610	648	少数股东损益	15	24	26	30
其他流动负债	926	1139	1159	1236	归属母公司净利润	289	460	503	572
非流动负债	657	784	594	594	EBITDA	669	585	658	760
长期借款	10	10	10	10	EPS (元)	0.17	0.25	0.27	0.31
其他非流动负债	647	774	584	584					
负债合计	2160	2506	2362	2478					
少数股东权益	432	456	482	513	主要财务比率				
股本	1843	1843	1843	1843	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	687	687	687	687	成长能力				
留存收益	3042	3507	4015	4592	营业收入	-1.6%	9.0%	5.3%	7.4%
归属母公司股东权	5571	6036	6544	7121	营业利润	-56.0%	41.6%	9.0%	13.8%
负债和股东权益	8163	8999	9389	10112	归属于母公司净利	-63.2%	59.2%	9.2%	13.8%
					获利能力				
					毛利率 (%)	29.6%	28.6%	29.1%	29.8%
					净利率 (%)	7.7%	11.3%	11.7%	12.4%
					ROE (%)	5.2%	7.6%	7.7%	8.0%
					ROIC (%)	5.4%	5.6%	6.1%	6.7%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	26.5%	27.8%	25.2%	24.5%
					净负债比率 (%)	36.0%	38.6%	33.6%	32.5%
					流动比率	2.56	2.60	2.64	2.75
					速动比率	2.02	2.02	2.06	2.18
					营运能力				
					总资产周转率	0.46	0.45	0.46	0.46
					应收账款周转率	6.35	6.40	6.40	6.40
					应付账款周转率	4.97	5.00	5.00	5.00
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.17	0.25	0.27	0.31
					每股经营现金流薄)	0.37	0.30	0.31	0.35
					每股净资产	3.02	3.28	3.55	3.86
					估值比率				
					P/E	27.40	17.21	15.76	13.85
					P/B	1.42	1.31	1.21	1.11
					EV/EBITDA	9.62	10.47	8.86	7.19

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：马远方,新加坡管理大学量化金融硕士，曾任职国盛证券研究所，2020年新财富轻工纺服第4名团队。2021年加入华安证券研究所，以龙头白马确立研究框架，擅长挖掘成长型企业。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深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；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。