

# 短期成本增加导致利润承压，产能扩张支撑未来增长

## 冠豪高新(600433)

评级:	买入	股票代码:	600433
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	4.78/2.82
目标价格:		总市值(亿)	78.92
最新收盘价:	4.27	自由流通市值(亿)	61.46
		自由流通股数(百万)	1,439.46

### 事件概述

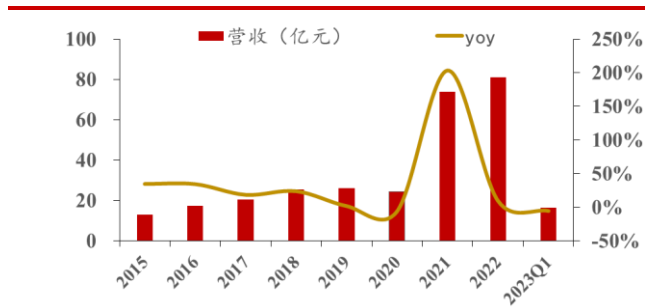
公司发布2023年一季报，2023年Q1公司实现营收16.25亿元，同比下滑了5.4%；归母净利润0.08亿元，同比下滑了79.24%；扣非后归母净利为0.07亿元，同比下滑了79.3%。现金流方面，经营活动产生的现金流量净额为-5.84亿元，比去年同期减少了283.78%，主要是本期支付的原材料采购款增加所致。

### 分析判断:

#### ▶ 原材料成本增加导致利润承压

公司的收入同比下滑了5.4%，主要是由于卷烟二维码商标纸改版，由此可能会导致公司烟卡产品短期的一些需求量下滑。归母净利润同比下滑了79.24%，主要是由于公司原材料成本增加所致。虽然木浆价格已经处于下行周期，但依然有一些去年的高价库存需要消化。原材料成本的增加，也导致了公司2023年Q1的毛利率下滑了4.54pct。费用方面，2023年Q1公司的费用率为9.39%，同比下滑了0.17pct。其中销售费用率为1.15%，同比下滑了0.05pct。管理费用率为3.36%，同比下滑了0.27pct。财务费用率为-0.25%，同比减少了0.68pct，主要是本期公司获得银行定期存款利息增加所致。研发费用率同比提升了0.83pct至5.13%。

图1 公司营业收入



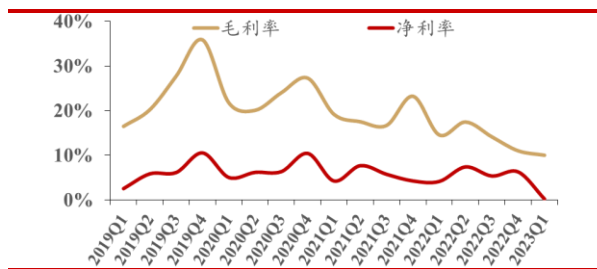
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图2 公司归母净利润



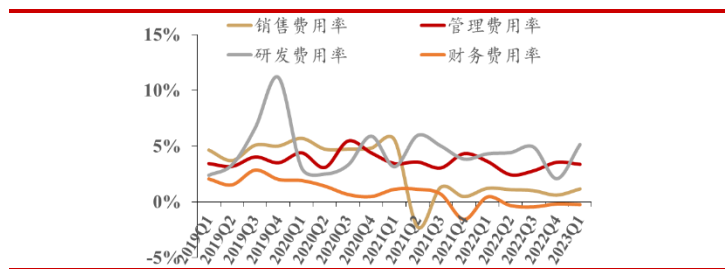
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图3 公司毛利率/净利率



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图4 公司各项费用率



资料来源: Wind, 华西证券研究所

### ▶ 公司将投资建设年产 6 万吨特种纸项目

公司 2023 年 4 月 4 日公告称，公司根据“十四五”战略发展规划，积极筹划湛江东海岛基地建设，公司计划新建年产 6 万吨特种纸项目。从而进一步提升公司的产能规模，推动公司高质量可持续发展。本项目预计总投资约 4.5 亿元，项目整体建设期为 19 个月。该项目主要产品定位为低克重热升华转印纸和特种包装纸，有助于公司拓展低定量特种纸包装市场。项目投产后，将提升公司热升华转印纸和特种包装纸等产品的品质，提升公司的市场份额。

### 投资建议

我们看好冠豪高新，公司作为特种纸行业里的龙头企业，产品线主要包括特种纸、不干胶标签以及特种白卡纸。短期来看，下游需求回升叠加成本下行，利好公司业绩进一步提升。中长期看，公司特种纸业务和白卡纸业务均将受益于公司自身的产能扩张以及在优质客户供应体系里的份额提升。我们维持公司的盈利预测不变，预计公司 23-25 年的营收为 84.96/98.1/111.36 亿元，EPS 为 0.28/0.33/0.4 元，对应 2023 年 4 月 18 日 4.27 元/股收盘价，PE 分别为 15.37/13.11/10.75 倍，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) 原材料价格持续在高位震荡导致公司盈利能力下滑。
- 3) 集团公司南方基地高端包装新材项目尚处于环评公示阶段，且即便投产，对因大股东履行避免同业竞争的承诺而发生的资产注入的进度也不好精确判断。
- 4) 新项目的建设具有一定的建设周期，可能会受宏观经济变化、行业竞争加剧、产业政策变化以及项目建设过程其他相关不确定因素影响，存在一定的不确定性。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,398	8,086	8,496	9,810	11,136
YoY (%)	13.9%	9.3%	5.1%	15.5%	13.5%
归母净利润(百万元)	139	387	512	601	733
YoY (%)	-56.4%	179.1%	32.4%	17.2%	21.9%
毛利率 (%)	18.3%	14.2%	17.6%	17.5%	18.0%
每股收益 (元)	0.08	0.21	0.28	0.33	0.40
ROE	2.8%	7.3%	8.8%	9.4%	10.3%
市盈率	53.38	20.33	15.37	13.11	10.75

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

联系电话：

## 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	8,086	8,496	9,810	11,136	净利润	474	666	801	977
YoY (%)	9.3%	5.1%	15.5%	13.5%	折旧和摊销	292	440	487	477
营业成本	6,936	6,997	8,095	9,132	营运资金变动	30	-196	-201	-247
营业税金及附加	48	53	62	69	经营活动现金流	787	947	1,120	1,237
销售费用	77	86	100	111	资本开支	-257	-643	-98	2
管理费用	249	263	302	342	投资	11	0	0	0
财务费用	-13	58	28	13	投资活动现金流	-606	-629	-81	22
研发费用	314	336	385	438	股权募资	101	0	0	0
资产减值损失	4	0	0	0	债务募资	69	-40	0	0
投资收益	16	14	17	19	筹资活动现金流	-17	-98	-57	-57
营业利润	511	736	878	1,075	现金净流量	168	219	983	1,201
营业外收支	0	4	4	4					
利润总额	512	740	882	1,079	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
所得税	38	74	81	102	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	474	666	801	977	营业收入增长率	9.3%	5.1%	15.5%	13.5%
归属于母公司净利润	387	512	601	733	净利润增长率	179.1%	32.4%	17.2%	21.9%
YoY (%)	179.1%	32.4%	17.2%	21.9%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	0.21	0.28	0.33	0.40	毛利率	14.2%	17.6%	17.5%	18.0%
					净利率	5.9%	7.8%	8.2%	8.8%
<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	3.9%	4.9%	5.2%	5.7%
货币资金	1,720	1,938	2,921	4,122	净资产收益率 ROE	7.3%	8.8%	9.4%	10.3%
预付款项	161	185	206	235	<b>偿债能力 (%)</b>				
存货	1,086	1,048	1,231	1,381	流动比率	1.80	1.96	2.27	2.62
其他流动资产	1,728	1,939	2,222	2,551	速动比率	<b>1.32</b>	<b>1.48</b>	<b>1.77</b>	<b>2.11</b>
流动资产合计	4,695	5,111	6,579	8,290	现金比率	0.66	0.74	1.01	1.30
长期股权投资	686	686	686	686	资产负债率	27.5%	25.5%	25.6%	25.1%
固定资产	3,507	3,104	3,152	2,812	<b>经营效率 (%)</b>				
无形资产	353	378	358	338	总资产周转率	0.82	0.81	0.84	0.87
非流动资产合计	5,204	5,415	5,033	4,561	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	9,899	10,526	11,612	12,851	每股收益	0.21	0.28	0.33	0.40
短期借款	792	792	792	792	每股净资产	2.87	3.14	3.47	3.87
应付账款及票据	1,121	1,165	1,335	1,510	每股经营现金流	0.43	0.51	0.61	0.67
其他流动负债	699	657	772	859	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	2,612	2,614	2,899	3,161	<b>估值分析</b>				
长期借款	50	10	10	10	PE	20.33	15.37	13.11	10.75
其他长期负债	60	60	60	60	PB	1.42	1.36	1.23	1.10
非流动负债合计	110	70	70	70					
负债合计	2,723	2,684	2,969	3,231					
股本	1,845	1,845	1,845	1,845					
少数股东权益	1,889	2,042	2,242	2,486					
股东权益合计	7,176	7,842	8,643	9,620					
负债和股东权益合计	9,899	10,526	11,612	12,851					

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，8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。