

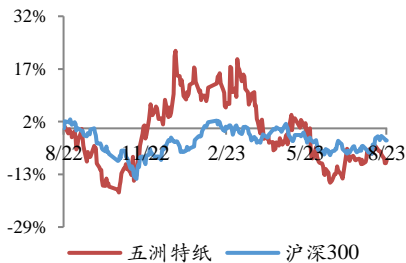
食品卡价盘坚挺，报表盈利修复启动

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-08-10

收盘价(元)	15.02
近12个月最高/最低(元)	20.28/13.48
总股本(百万股)	401
流通股本(百万股)	83
流通股比例(%)	20.70
总市值(亿元)	60
流通市值(亿元)	12

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

- 1.23Q2 环比扭亏，迎接需求与成本利好共振 2023-07-17
- 2.发布定增及股权激励方案，底部增持看好发展 2023-06-25
- 3.高浆价压力进入尾声，盈利复苏贯穿全年 2023-04-30

主要观点：

- **公司发布 2023 年半年报。**23H1 公司实现营收 28.41 亿元，同比-4.44%，实现归母净利润-1215 万元，同比-105.68%。23Q2 公司实现营收 15.83 亿元，同比/环比分别-3.63%/+25.79%，实现归母净利润 1768 万元，同比/环比分别-84.02%/+159.27%。
- **收入：价盘依然坚挺，迎接需求修复。**年初市场基于白卡纸行业供给扩张，对食品卡纸价格体系担忧，但从上半年来看，在成本快速下行背景下，价盘依然坚挺，更加印证食品白卡格局以及公司客户壁垒。**分产品：**上半年食品包装纸/格拉辛纸/描图纸/转印纸营收 14.17/7.9/0.53/2.2 亿元，预计同比-10%/+1%/+17%/+96%。食品包装纸产线技改、价格下滑及需求不及预期使得收入下滑，格拉辛在去年出口旺盛背景下展现韧性，转印纸增幅较大系 23Q1 有 2.2 万吨新产能投放。**量：**公司上半年实现产量/销量分别 48.17/42.62 万，同比-5.4%/-13.8%，我们预计 23Q2 公司约实现 23~25 万吨左右销量，环比提升约 5-7 万吨，主要系食品卡技改、需求弱复苏以及出口高基下走弱；**价：**上半年浆价快速下行，叠加终端弱复苏价格下调，23Q2 吨纸价约 6429 元/吨，环比-8%。**分地区看，**23H1 公司内销/外销营收分别实现 24.9/3.5 亿元。
- **报表盈利修复启动。**上半年属于报表端消化高价木浆阶段，下半年成本红利有望显著兑现。公司 23H1 毛利率/净利率分别 5.27%/-0.43%，同比-9.9/-7.6pct。23Q2 公司毛利率 6.75%，同比/环比-7.4/+3.3pct；净利率 1.12%，同比/环比-5.6/+3.5pct。23Q2 销售费率/管理费率/研发费率/财务费率分别 0.26%/1.04%/1.35%/1.85%，同比+0.06、-0.39、-1.55、-0.58pct。上半年高价浆压力集中兑现，当前外盘浆价回落至低位，截至 6 月 30 日公司原材料库存较去年年末增长 14.26%，较去年同期增长 35.96%，叠加自有浆线 23Q4 释放，下半年利润有望呈现阶梯式增长。
- **投资建议。**我们认为二季度是报表盈利修复启动的开始，下半年利润弹性有望显著释放，需求端旺季以及终端复苏超预期，有望带来明显超额收益。中长期维度，公司大基地的规模优势，以及年底投产的化机浆布局，将持续夯实公司高于行业的 ROE 以及抗波动能力。预计公司 23-25 年归母净利润分别 2.85/6.03/7.31 亿元，同比+39%/+111.5%/+21.1%，对应 PE 分别为 21.08X/9.97X/8.23X，维持“买入”评级。
- **风险提示** 原材料价格大幅上涨、市场竞争加剧、产能投放不及预期。

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	5962	6102	7652	8593
收入同比(%)	61.6%	2.4%	25.4%	12.3%
归属母公司净利润	205	285	603	731
净利润同比(%)	-47.4%	39.1%	111.5%	21.1%
毛利率(%)	8.8%	11.0%	15.5%	16.3%
ROE(%)	9.3%	11.8%	19.9%	19.4%
每股收益(元)	0.51	0.71	1.51	1.82
P/E	36.96	21.08	9.97	8.23

P/B	3.42	2.48	1.99	1.60
EV/EBITDA	18.27	13.49	8.12	6.40

资料来源: wind, 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，2022年水晶球轻工造纸行业（公募榜）第五名，2022年新浪金麒麟纺织服装最佳分析师，2022年Choice轻工制造行业最佳分析师。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。