

# 大包装业务多元拓展顺利推进，利润率有望逐季改善

事件：公司公告 2021 三季报，2021 年前三季度实现营业收入 100.55 亿元，同比增长 36.27%；实现归母净利润 6.68 亿元，同比增长 1.70%。其中，2021 年单三季度实现营业收入 40.03 亿元，同比增长 30.45%；归母净利润 3.32 亿元，同比增长 0.84%。

## 核心观点

- **大包装业务多点开花，三季度收入端略超预期。**2021Q3 公司实现收入同比增长 30%、环比增长 18%，略超市场预期，消费电子、烟酒、环保包装均有积极贡献。其中，3C 包装在夯实核心客户基础上，优质新客户订单持续拓展，收入规模稳健扩张；酒包、烟包延续高增长态势，公司凭借市场化竞争优势积极深耕老客户、导入新客户，市占率持续提升；环保纸塑包装，受益全球禁塑趋势及疫情后需求恢复，欧美市场出口订单逐步回暖，国内入选美团外卖“青山计划”推荐名录，环保包装业务持续加码可期。
- **原材料价格回落叠加智能化降本提效，盈利能力环比改善。**受疫情限制海外产能开工、纸张等原材料价格显著上涨等因素影响，2021Q3 公司毛利率同比下滑 7.59pct 至 22.96%；环比角度，随着 5 月以来白卡纸等原材料价格持续下行，Q3 公司毛利率提升 4.40pct。费用方面，公司智能化降本提效持续推进，Q3 期间费用率同比、环比分别下降 4.56pct、1.36pct，2021Q3 实现归母净利率 8.28%，同比下降 2.43pct，环比提升 3.29pct，盈利拐点已确认，伴随原材料成本进一步回落，四季度盈利能力有望逐季改善。
- **国内纸包装龙头竞争优势稳固，未来市占率提升空间较为广阔。**公司公告 10 月 16 日拟收购仁禾智能 60% 的股权，拟定估值为 6.7 亿元（标的公司 2021-2023 年平均目标扣非净利润 0.67 亿\*10 倍 PE），有望强化公司在智能穿戴、智能家居等 3C 领域软包装、软材料的布局，提升产业协同；公司烟酒、化妆品及大健康业务持续推进，禁塑政策下环保纸塑业务有望加速，未来增长可期。中长期，智能工厂改造构筑竞争优势，在当前纸包装行业集中度仍较为分散的背景下，公司有望通过内生+外延并举的方式实现中长期稳健成长，市占率提升空间广阔。

## 财务预测与投资建议

- 考虑原材料成本上行的影响，预测公司 2021-2023 年归母净利润为 12.09/16.83/19.62 亿(此前预测为 14.03/16.08/18.30 亿)，采用历史估值法给予公司 2022 年 23 倍 PE 估值，对应目标价 41.40 元，维持“买入”评级。

## 风险提示

- 下游客户订单需求不达预期的风险；原材料价格上涨超预期的风险；汇率大幅波动的风险

公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	9,845	11,789	15,007	17,999	21,419
同比增长(%)	14.8%	19.7%	27.3%	19.9%	19.0%
营业利润(百万元)	1,273	1,353	1,467	2,043	2,368
同比增长(%)	11.2%	6.2%	8.3%	39.2%	16.0%
归属母公司净利润(百万元)	1,045	1,120	1,209	1,683	1,962
同比增长(%)	10.5%	7.2%	7.7%	39.2%	16.6%
每股收益(元)	1.12	1.20	1.30	1.80	2.10
毛利率(%)	30.0%	26.8%	23.9%	25.8%	25.9%
净利率(%)	10.6%	9.5%	8.0%	9.3%	9.1%
净资产收益率(%)	17.4%	15.1%	13.3%	16.3%	16.6%
市盈率	26.6	24.9	23.1	16.6	14.2
市净率	4.4	3.3	2.9	2.5	2.2

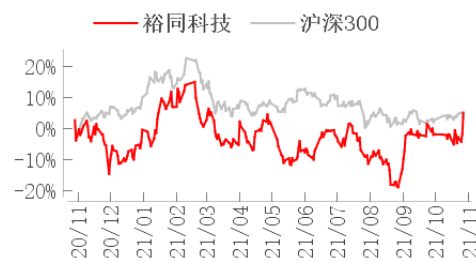
资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年10月27日)	32元
目标价格	41.40元
52周最高价/最低价	36.14/24.3元
总股本/流通A股(万股)	93,051/51,987
A股市值(百万元)	29,776
国家/地区	中国
行业	造纸轻工
报告发布日期	2021年10月28日

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	10.3	5.12	15.48	5.14
相对表现	11.79	0.51	14.87	1.42
沪深300	-1.49	4.61	0.61	3.72



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 李雪君  
021-63325888\*6069  
lixuejun@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860517020001

证券分析师 吴瑾  
021-63325888\*6088  
wujin@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860520080001

## 相关报告

2021Q1 收入略超预期，大包装业务多点开花 2021-05-02

客户新品发布延期致三季度增速回落，看好多元化布局中长期成长空间 2020-11-02

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,521	2,337	2,975	3,568	4,246	营业收入	9,845	11,789	15,007	17,999	21,419
应收票据及应收账款	4,164	5,325	6,779	8,130	9,675	营业成本	6,889	8,626	11,413	13,350	15,882
预付账款	163	265	337	404	481	营业税金及附加	71	64	81	97	116
存货	1,011	1,518	2,009	2,350	2,795	营业费用	472	324	438	525	625
其他	565	805	849	890	937	管理费用及研发费用	1,094	1,261	1,555	1,865	2,220
<b>流动资产合计</b>	<b>7,424</b>	<b>10,250</b>	<b>12,948</b>	<b>15,342</b>	<b>18,134</b>	财务费用	144	254	245	266	350
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	17	87	36	31	37
固定资产	3,865	4,513	5,410	6,415	7,562	公允价值变动收益	6	57	57	57	57
在建工程	197	368	451	534	617	投资净收益	30	39	39	39	39
无形资产	430	685	987	1,439	2,112	其他	79	82	132	82	82
其他	658	772	309	247	238	<b>营业利润</b>	<b>1,273</b>	<b>1,353</b>	<b>1,467</b>	<b>2,043</b>	<b>2,368</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>5,150</b>	<b>6,337</b>	<b>7,158</b>	<b>8,634</b>	<b>10,528</b>	营业外收入	7	7	7	7	7
<b>资产总计</b>	<b>12,575</b>	<b>16,587</b>	<b>20,106</b>	<b>23,976</b>	<b>28,662</b>	营业外支出	17	26	26	26	26
短期借款	2,577	2,835	3,103	3,131	3,178	<b>利润总额</b>	<b>1,263</b>	<b>1,333</b>	<b>1,447</b>	<b>2,023</b>	<b>2,349</b>
应付票据及应付账款	1,908	2,654	3,511	4,107	4,886	所得税	196	185	201	281	326
其他	524	1,005	1,018	1,031	1,046	<b>净利润</b>	<b>1,068</b>	<b>1,147</b>	<b>1,246</b>	<b>1,742</b>	<b>2,022</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>5,009</b>	<b>6,493</b>	<b>7,632</b>	<b>8,269</b>	<b>9,110</b>	少数股东损益	23	27	37	59	60
长期借款	759	1,039	2,469	4,223	6,413	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,045</b>	<b>1,120</b>	<b>1,209</b>	<b>1,683</b>	<b>1,962</b>
应付债券	0	67	0	0	0	每股收益(元)	1.12	1.20	1.30	1.80	2.10
其他	153	241	0	0	0						
<b>非流动负债合计</b>	<b>912</b>	<b>1,348</b>	<b>2,469</b>	<b>4,223</b>	<b>6,413</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>5,920</b>	<b>7,841</b>	<b>10,101</b>	<b>12,492</b>	<b>15,522</b>		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	293	240	278	337	396	<b>成长能力</b>					
股本	877	934	931	931	931	营业收入	14.8%	19.7%	27.3%	19.9%	19.0%
资本公积	715	1,986	2,079	2,079	2,079	营业利润	11.2%	6.2%	8.3%	39.2%	16.0%
留存收益	4,780	5,656	6,603	8,023	9,619	归属于母公司净利润	10.5%	7.2%	7.7%	39.2%	16.6%
其他	(10)	(70)	115	115	115	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>6,654</b>	<b>8,746</b>	<b>10,005</b>	<b>11,484</b>	<b>13,140</b>	毛利率	30.0%	26.8%	23.9%	25.8%	25.9%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>12,575</b>	<b>16,587</b>	<b>20,106</b>	<b>23,976</b>	<b>28,662</b>	净利率	10.6%	9.5%	8.0%	9.3%	9.1%
						ROE	17.4%	15.1%	13.3%	16.3%	16.6%
						ROIC	12.7%	12.1%	10.3%	11.4%	11.2%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	1,068	1,147	1,246	1,742	2,022	资产负债率	47.1%	47.3%	50.8%	52.6%	54.6%
折旧摊销	356	397	569	721	852	净负债率	28.4%	20.6%	29.5%	36.1%	43.6%
财务费用	144	254	245	266	350	流动比率	1.48	1.58	1.67	1.83	1.96
投资损失	(30)	(39)	(39)	(39)	(39)	速动比率	1.27	1.34	1.40	1.54	1.65
营运资金变动	530	(558)	(1,223)	(1,220)	(1,354)	<b>营运能力</b>					
其它	(702)	(199)	215	(26)	(21)	应收账款周转率	2.4	2.5	2.5	2.4	2.4
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,366</b>	<b>1,003</b>	<b>1,013</b>	<b>1,444</b>	<b>1,811</b>	存货周转率	6.8	6.6	6.3	6.0	6.0
资本支出	(1,061)	(1,409)	(1,792)	(2,200)	(2,750)	总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
长期投资	32	(3)	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
其他	54	(613)	89	96	96	每股收益	1.12	1.20	1.30	1.80	2.10
<b>投资活动现金流</b>	<b>(975)</b>	<b>(2,025)</b>	<b>(1,703)</b>	<b>(2,104)</b>	<b>(2,654)</b>	每股经营现金流	1.56	1.07	1.09	1.55	1.95
债权融资	(189)	466	1,363	1,754	2,190	每股净资产	6.84	9.14	10.33	11.85	13.56
股权融资	(109)	1,328	89	0	0	<b>估值比率</b>					
其他	287	(163)	(239)	(500)	(669)	市盈率	26.6	24.9	23.1	16.6	14.2
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(11)</b>	<b>1,631</b>	<b>1,213</b>	<b>1,253</b>	<b>1,520</b>	市净率	4.4	3.3	2.9	2.5	2.2
汇率变动影响	(15)	(83)	-0	-0	-0	EV/EBITDA	16.7	14.8	13.0	9.8	8.3
<b>现金净增加额</b>	<b>365</b>	<b>526</b>	<b>523</b>	<b>593</b>	<b>678</b>	EV/EBIT	20.9	18.4	17.3	12.8	10.9

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)