

Q3 营收稳定增长，盈利端有所承压

合兴包装 (002228)

评级:	买入	股票代码:	002228
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	5.14/3.37
目标价格:		总市值(亿)	42.11
最新收盘价:	3.55	自由流通市值(亿)	43.83
		自由流通股数(百万)	1,234.57

事件概述

合兴包装发布 2021 年三季报，2021 年前三季度公司实现营收 126.68 亿元，同比+56.96%；归母净利润 2.05 亿元，同比-5.99%。分季度看，Q1、Q2、Q3 公司营收分别为 37.49、44.65、44.54 亿元，同比分别+94.13%、+57.58%、+34.71%；归母净利润分别为 0.61、0.90、0.54 亿元，同比分别+66.17%、-11.50%、-32.32%。Q3 公司营收持续增长，利润端受业务规模增长、成本相应增加及原材料涨价等影响增速有所下滑。

► 收入端：Q3 营收同比快速增长，持续优化创新业务

2021 年前三季度公司营收 126.68 亿元，同比+56.96%；分季度看，Q3 单季度公司营收 44.54 亿元，同比+34.71%。公司不断加大产品研发、工艺改进方面的投入，优化产品结构，拓宽业务渠道，逐步提升市场份额。上半年公司持续优化创新业务，顺应客户消费需求升级，PSCP 平台产业链服务和彩盒印刷业务营收均实现高速增长；同时公司积极推进智能化建设，把握市场复苏契机，聚焦优质客户需求，上半年整体营收实现高速增长，华中区域收入同比增速高达 116.04%。此外，公司通过自建和轻资产服务等方式加快产业布局，弥补了部分区域市场的空白并进一步提升优势区域的产能，截至 9 月底，公司行唐智能环保包装项目主体工程已经完工，项目进度按预定计划稳步推进中；长泰智能环保包装项目进度也按预计计划稳步推进中。公司不断完善产业布局，有利于销售网络的拓展，从而更好的满足客户持续、稳定增长的产品配套需求，提升公司整体的经营效益。

► 盈利端：盈利能力有所下降，期间费用管控良好

2021 年前三季度公司毛利率、净利率分别为 9.21%、1.72%，同比分别-3.91pct、-1.29pct；分季度看，Q3 单季度公司毛利率、净利率分别为 8.59%、1.10%，分别同比-4.46pct、-1.67pct，毛利率水平有所下降明显，主要为公司业务规模不断扩大，原材料成本上升且价格上涨等因素影响。净利率下降幅度低于毛利率，主要得益于公司良好的费用管控，2021 年前三季度公司期间费用率为 7.42%，同比-2.27pct，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 2.40%、2.63%、1.74%、0.66%，分别同比-1.72pct、-0.72pct、+0.18pct、-0.01pct，分季度看，Q3 单季度期间费用率为 7.87%，同比-1.66pct，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 2.47%、2.90%、1.82%、0.68%，分别同比-1.40pct、-0.27pct、-0.02pct、+0.02pct。Q3 单季度销售费用率、管理费用率管控较为良好，财务费用率小幅上升主要为公司借款规模增加所致。

投资建议：

我们看好合兴包装的发展潜能，目前公司各募投项目加速建设，产能持续扩张，有望贡献增量利润。塑料污染治理力度加强，纸包装需求有望得到提振，利好产业龙头发展。持续加码供应链平台战略，新技术&新平台赋予公司蓬勃向上的发展动能，长期看行业竞争格局将不断改善，预计未来依旧维持较快的增速。考虑到公司智能化建设的持续推进、战略布局的不断优化及原材料价格波动等原因，我们上调公司 21-23 年的营收 142.98/166.54/190.18 亿元的预测至 160.80/211.12/270.97 亿元，调整 21-23 年的 EPS 0.33/0.39/0.44 元预测至 0.25/0.35/0.45 元，对应 2021 年 10 月 28 日 3.55 元/股收盘价，PE 分别 14/10/8 倍，维持“买入”评级。

风险提示：

1) 行业竞争加剧风险。2) 原材料成本上涨风险。3) 财务费用增加风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11,097	12,007	16,080	21,112	27,097
YoY (%)	-8.8%	8.2%	33.9%	31.3%	28.3%
归母净利润(百万元)	267	290	306	434	559
YoY (%)	14.5%	8.7%	5.5%	41.8%	28.8%
毛利率 (%)	13.0%	11.4%	10.2%	10.2%	10.2%
每股收益 (元)	0.22	0.23	0.25	0.35	0.45
ROE	8.8%	8.4%	8.1%	10.3%	11.8%
市盈率	16.57	15.24	14.45	10.19	7.91

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 徐林锋

邮箱: xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

分析师: 戚志圣

邮箱: qizs@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100001

联系人: 杨维维

邮箱: yangww@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520080001

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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	12,007	16,080	21,112	27,097	净利润	327	346	487	629
YoY (%)	8.2%	33.9%	31.3%	28.3%	折旧和摊销	195	106	104	104
营业成本	10,642	14,436	18,954	24,332	营运资金变动	-249	-424	-683	-840
营业税金及附加	49	69	89	115	经营活动现金流	350	85	-38	-39
销售费用	316	431	551	699	资本开支	-598	-99	-105	-108
管理费用	390	531	688	878	投资	18	0	0	0
财务费用	75	45	44	41	投资活动现金流	-579	-96	-99	-111
资产减值损失	0	0	0	0	股权募资	119	0	0	0
投资收益	-5	3	6	-3	债务募资	1,891	0	0	0
营业利润	372	404	572	747	筹资活动现金流	411	-70	-70	-70
营业外收支	15	8	8	2	现金净流量	176	-80	-207	-220
利润总额	388	412	580	749					
所得税	60	66	93	120	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	327	346	487	629	成长能力 (%)				
归属于母公司净利润	290	306	434	559	营业收入增长率	8.2%	33.9%	31.3%	28.3%
YoY (%)	8.7%	5.5%	41.8%	28.8%	净利润增长率	8.7%	5.5%	41.8%	28.8%
每股收益	0.23	0.25	0.35	0.45	盈利能力 (%)				
					毛利率	11.4%	10.2%	10.2%	10.2%
					净利率	2.7%	2.1%	2.3%	2.3%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	总资产收益率 ROA	3.6%	3.3%	4.0%	4.4%
货币资金	692	611	404	184	净资产收益率 ROE	8.4%	8.1%	10.3%	11.8%
预付款项	72	58	76	97	偿债能力 (%)				
存货	1,400	1,805	2,411	3,078	流动比率	1.49	1.50	1.47	1.48
其他流动资产	3,310	4,015	5,281	6,691	速动比率	1.09	1.06	1.02	1.01
流动资产合计	5,474	6,489	8,172	10,050	现金比率	0.19	0.14	0.07	0.03
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	53.4%	54.8%	57.4%	58.7%
固定资产	1,490	1,403	1,319	1,235	经营效率 (%)				
无形资产	611	664	722	779	总资产周转率	1.48	1.76	1.95	2.13
非流动资产合计	2,657	2,659	2,670	2,679	每股指标 (元)				
资产合计	8,130	9,148	10,842	12,729	每股收益	0.23	0.25	0.35	0.45
短期借款	878	878	878	878	每股净资产	2.79	3.04	3.39	3.84
应付账款及票据	2,462	3,058	4,138	5,260	每股经营现金流	0.28	0.07	-0.03	-0.03
其他流动负债	325	401	528	664	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	3,665	4,337	5,544	6,802	估值分析				
长期借款	320	320	320	320	PE	15.24	14.45	10.19	7.91
其他长期负债	355	355	355	355	PB	1.51	1.18	1.05	0.93
非流动负债合计	675	675	675	675					
负债合计	4,340	5,012	6,219	7,477					
股本	1,239	1,239	1,239	1,239					
少数股东权益	337	377	429	500					
股东权益合计	3,790	4,136	4,623	5,252					
负债和股东权益合计	8,130	9,148	10,842	12,729					

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，9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，5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。

杨维维：轻工行业分析师。2020年7月加盟华西证券，4年从业经验。厦门大学资产评估硕士，重庆大学管理学学士。

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。