

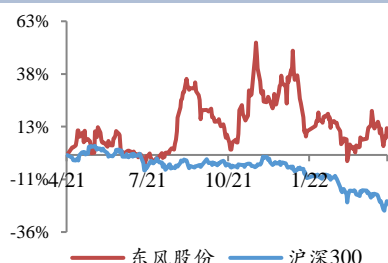
收入稳健增长，投资收益波动业绩短期承压

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-04-30

收盘价（元）	6.84
近 12 个月最高/最低（元）	9.28/5.85
总股本（百万股）	1,536
流通股本（百万股）	1,334
流通股比例（%）	86.89
总市值（亿元）	105
流通市值（亿元）	91

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

1.2021 年业绩超预期，药包高增长、结构升级稳步推进 2022-04-16

2.立足烟标主业，走向大包装结构升级 2022-03-29

主要观点：

公司发布 2022 年一季报：22Q1 实现营收 10.5 亿元，YoY+7.8%；实现归母净利润 1.2 亿元，YoY-50.7%，22Q1 毛利率 32.2%，YoY-1.7pcts；经营活动现金流净额-4668.0 万元，YoY-143.8%。

● 投资收益因项目估值波动，剔除该因素业绩与收入增速同步

收入端，22Q1 受疫情影响公司部分工厂开工不足，但营收整体稳步增长。烟标产品结构优化支撑增长，有望通过提升设计能力、技改、原材料替代提升毛利率。药包扩产、扩客户、优化产品结构稳步推进，通过整合收购药包企业产能和良品率，毛利率存在改善空间；新材料业务或于 Q4 释放产能，毛利率或相对平稳。利润端，毛利率小幅减少，猜测主因业务结构调整。公司投资项目奈雪的茶由于 2021 年上市价格较高，估值回落拖累业绩，投资收益-6027.9 亿元，YoY-157.3%；公司经营重点仍聚焦业务转型，剔除因投资项目估值变化导致的投资收益波动影响，经营性归母净利润同比增长约 12%，与收入增速基本一致。

● 22Q1 降本增效显著，为锁定成本提前备货导致现金流减少

费用端，降本增效显著，2022Q1 销售/研发/管理/财务费用率分别为 3.5%/3.7%/6.6%/-0.3%，YoY-0.6pct/-0.1pct/-0.4pct/-0.2pct；现金流，公司现金流减少主因应收账款及应收票据同比增加，以及由于化工原料价格波动，为锁定成本提前备货，付现原料款增加。22Q1 预付款同比增长 68.7%。子公司广东鑫瑞预付聚酯切片款及贵州千叶预付原料聚氯乙稀和树脂备料款等同比增加，截至 Q1 末应收账款同比增长 34.4%。

● 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。公司布局高成长赛道，长期空间打开，药包和膜业务增长迅速。预计 2022-24 年归母净利润分别为 8.3/10.1/12.0 亿元，对应当前股价 PE 为 13X/10X/9X，维持“买入”评级。

● 风险提示

原材料价格大幅波动，新业务增长不及预期，投资收益大幅波动风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3805	4743	5396	6112
收入同比（%）	24.0%	24.7%	13.8%	13.3%
归属母公司净利润	785	831	1006	1199
净利润同比（%）	43.4%	5.9%	21.0%	19.3%
毛利率（%）	31.6%	31.1%	32.4%	33.2%
ROE（%）	13.1%	12.2%	12.9%	13.3%
每股收益（元）	0.57	0.54	0.65	0.78
P/E	12.00	12.64	10.45	8.76
P/B	1.76	1.54	1.34	1.16

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	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	4272	5241	6454	7694	营业收入	3805	4743	5396	6112
现金	2396	2982	3634	4521	营业成本	2602	3267	3646	4081
应收账款	527	625	780	887	营业税金及附加	34	43	43	49
其他应收款	76	0	0	0	销售费用	191	237	259	281
预付账款	22	33	41	46	管理费用	322	379	459	519
存货	867	1141	1432	1598	财务费用	1	-44	-57	-72
其他流动资产	385	460	567	642	资产减值损失	-16	0	0	0
非流动资产	3766	4015	4253	4478	公允价值变动收益	1	0	0	0
长期投资	1442	1653	1864	2076	投资净收益	450	261	297	336
固定资产	1345	1183	1009	824	营业利润	936	957	1156	1377
无形资产	456	561	666	771	营业外收入	1	0	0	0
其他非流动资产	523	618	713	808	营业外支出	9	9	9	9
资产总计	8038	9256	10707	12172	利润总额	928	948	1147	1368
流动负债	1322	1704	2143	2403	所得税	144	114	138	164
短期借款	29	0	0	0	净利润	784	834	1009	1204
应付账款	547	827	1038	1159	少数股东损益	-1	3	4	5
其他流动负债	746	877	1104	1244	归属母公司净利润	785	831	1006	1199
非流动负债	507	507	507	507	EBITDA	706	1200	1398	1614
长期借款	40	40	40	40	EPS (元)	0.57	0.54	0.65	0.78
其他非流动负债	467	467	467	467					
负债合计	1829	2211	2650	2910	主要财务比率				
少数股东权益	233	236	240	244	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
股本	1536	1536	1536	1536	成长能力				
资本公积	999	999	999	999	营业收入	24.0%	24.7%	13.8%	13.3%
留存收益	3442	4275	5283	6484	营业利润	52.0%	2.2%	20.8%	19.1%
归属母公司股东权	5977	6810	7817	9018	归属于母公司净利	43.4%	5.9%	21.0%	19.3%
负债和股东权益	8038	9256	10707	12172	获利能力				
					毛利率 (%)	31.6%	31.1%	32.4%	33.2%
					净利率 (%)	20.6%	17.5%	18.6%	19.6%
					ROE (%)	13.1%	12.2%	12.9%	13.3%
					ROIC (%)	6.3%	10.8%	11.4%	11.9%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	22.8%	23.9%	24.7%	23.9%
					净负债比率 (%)	29.5%	31.4%	32.9%	31.4%
					流动比率	3.23	3.08	3.01	3.20
					速动比率	2.56	2.39	2.32	2.52
					营运能力				
					总资产周转率	0.47	0.51	0.50	0.50
					应收账款周转率	7.22	7.58	6.92	6.89
					应付账款周转率	4.76	3.95	3.51	3.52
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.57	0.54	0.65	0.78
					每股经营现金流薄)	0.45	0.60	0.60	0.73
					每股净资产	3.89	4.43	5.09	5.87
					估值比率				
					P/E	12.00	12.64	10.45	8.76
					P/B	1.76	1.54	1.34	1.16
					EV/EBITDA	11.97	6.53	5.14	3.90

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。