

上海艾录 (301062.SZ)

主业修复确定，新业务光伏背板成长可期

事件: 公司与上海安景兴企业管理有限公司共同投资设立南通艾录新能源科技有限公司，公司以自有资金出资 3650 万元，占艾录新能源 73% 的股权，主要致力于高性能光伏背板膜的生产及产品研发创新。

太阳能光伏背板蓝海市场，格局未定布局正当时。 公司切入光伏产业链中游，定位高性能光伏 CPC 背板。**生产端:** 依托传统包装主业积淀，公司在全生产流程形成优势积累，自动化高效生产有望带来成本优势。**研发端:** 产品创新中心及研发部前期建立相关技术储备，引入专业技术团队后研发实力进一步增强。**客户端:** 新业务团队具有产业经验与客户资源积累，有望凭借高品质产品与性价比优势快速打开市场。新业务稳步推进，厂区落地、产品试产，预计 2023H2 产能逐步释放，效益随之显现。蓝海市场格局未定，公司择机布局，有望打开成长空间。

需求回暖有望、奶酪包装产能释放，盈利修复。 2022 年下游客户需求不佳导致新增产能尚未完全释放，单位产品分摊折旧与人工成本增加；另一方面，公司为进一步拓展奶酪棒片材合作客户，进行战略性调价，双重影响下奶酪棒包装业务利润受损。Q4 需求压力仍存，但预计 2023 年终端消费景气度有所回升，且公司客户拓展顺利，后续成长弹性有望恢复。公司作为国内奶酪棒包装龙头，产品品质与服务能力领先，有望充分受益下游需求回暖，订单增加将带动产能利用率相应提升，利润弹性释放确定性较强。

提价落地+海外拓展+产能扩张，工业用纸包装恢复稳健增长。 2022 年纸价高位导致纸包装业务利润承压，但公司未采取提价措施，提价计划有望延迟至 2023 年。成本回落叠加提价落地双重利好，利润弹性有望释放。2022 年海外市场增速亮眼，收入占比提升，未来公司将加大海外客户拓展，通过切入现有国际客户的全球供应链扩大合作范围，同时设立国外办事处用于开拓新客户。8000 万条工业用环保纸阀口袋产能预计将于 2023 年投产，为纸包装业务贡献增量；近期公司发行可转债进一步扩充产能，新项目完全达产后年产能将达 6 亿条，有效扩张公司现有产能瓶颈，充分发挥规模优势。

盈利预测与投资评级。 公司纸包装&奶酪棒业务核心优势稳固，主业修复确定，新业务太阳能光伏背板膜稳步推进，蓝海市场想象空间充足。我们预计 2022-24 年公司归母净利润分别为 1.08 亿元/1.51 亿元/2.04 亿元，对应 PE 为 39X、28X、21X，维持“增持”评级。

风险提示: 光伏背板业务进展不及预期，下游需求复苏不及预期。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	775	1,120	1,137	1,409	2,107
增长率 yoy (%)	20.1	44.6	1.5	24.0	49.6
归母净利润(百万元)	111	145	108	151	204
增长率 yoy (%)	73.5	30.2	-25.7	40.6	35.2
EPS 最新摊薄(元/股)	0.28	0.36	0.27	0.38	0.51
净资产收益率(%)	13.7	13.9	9.2	11.5	13.7
P/E(倍)	37.8	29.1	39.1	27.8	20.6
P/B(倍)	5.5	4.1	3.8	3.4	2.9

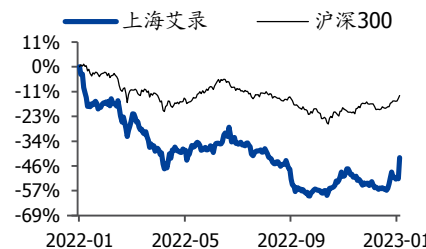
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 1 月 16 日收盘价

增持(维持)

股票信息

行业	包装印刷
前次评级	增持
1月16日收盘价(元)	10.50
总市值(百万元)	4,204.11
总股本(百万股)	400.39
其中自由流通股(%)	65.28
30日日均成交量(百万股)	4.39

股价走势



作者

分析师 姜春波

执业证书编号: S0680521070003

邮箱: jiangchunbo@gszq.com

研究助理 姜文疆

执业证书编号: S0680122040027

邮箱: jiangwenqiang1@gszq.com

相关研究

1、《上海艾录(301062.SZ): 工业纸袋与奶酪棒包装双轮驱动，成长路径清晰》2022-11-16

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	618	881	1227	1573	2483
现金	115	135	482	560	874
应收票据及应收账款	227	369	235	514	607
其他应收款	3	4	3	6	8
预付账款	11	10	12	15	25
存货	192	349	480	464	955
其他流动资产	70	14	14	14	14
非流动资产	688	785	760	911	1360
长期投资	1	1	1	0	0
固定资产	544	578	568	717	1119
无形资产	34	32	31	28	25
其他非流动资产	109	174	160	166	215
资产总计	1306	1667	1987	2484	3842
流动负债	391	515	780	1146	2293
短期借款	144	181	421	710	1644
应付票据及应付账款	141	182	164	254	375
其他流动负债	106	153	195	181	274
非流动负债	143	128	106	101	125
长期借款	117	95	74	69	92
其他非流动负债	25	33	33	33	33
负债合计	534	643	886	1247	2418
少数股东权益	7	5	-2	-10	-20
股本	352	400	400	400	400
资本公积	32	90	90	90	90
留存收益	383	527	624	759	942
归属母公司股东权益	765	1019	1102	1247	1444
负债和股东权益	1306	1667	1987	2484	3842

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	109	22	178	17	-87
净利润	106	143	101	143	195
折旧摊销	42	48	46	54	64
财务费用	14	15	9	18	49
投资损失	0	0	-1	-2	-1
营运资金变动	-56	-194	24	-195	-394
其他经营现金流	4	11	0	0	0
投资活动现金流	-105	-106	-20	-204	-511
资本支出	121	107	-25	151	448
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	15	1	-45	-52	-63
筹资活动现金流	13	101	-52	-25	-21
短期借款	-29	37	0	0	0
长期借款	38	-22	-22	-5	24
普通股增加	0	49	0	0	0
资本公积增加	0	59	0	0	0
其他筹资现金流	4	-21	-30	-20	-45
现金净增加额	15	16	107	-212	-619

利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	775	1120	1137	1409	2107
营业成本	512	800	858	1039	1561
营业税金及附加	1	2	2	2	4
营业费用	38	21	26	31	42
管理费用	59	79	85	103	150
研发费用	26	38	37	49	74
财务费用	14	15	9	18	49
资产减值损失	-2	-1	0	0	0
其他收益	5	4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	1	2	1
资产处置收益	-1	0	0	0	0
营业利润	124	164	120	169	229
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	1	1	1
利润总额	124	165	120	169	229
所得税	18	22	19	26	34
净利润	106	143	101	143	195
少数股东损益	-6	-2	-7	-9	-9
归属母公司净利润	111	145	108	151	204
EBITDA	178	226	178	243	345
EPS (元)	0.28	0.36	0.27	0.38	0.51

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	20.1	44.6	1.5	24.0	49.6
营业利润(%)	72.3	32.3	-27.0	40.9	35.5
归属于母公司净利润(%)	73.5	30.2	-25.7	40.6	35.2
获利能力					
毛利率(%)	33.9	28.6	24.5	26.3	25.9
净利率(%)	14.3	12.9	9.5	10.7	9.7
ROE(%)	13.7	13.9	9.2	11.5	13.7
ROIC(%)	11.1	11.5	6.7	7.7	7.4
偿债能力					
资产负债率(%)	40.9	38.6	44.6	50.2	62.9
净负债比率(%)	22.2	18.5	5.8	22.2	65.2
流动比率	1.6	1.7	1.6	1.4	1.1
速动比率	0.9	1.0	0.9	0.9	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.8	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	4.0	3.8	3.8	3.8	3.8
应付账款周转率	4.4	5.0	5.0	5.0	5.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.28	0.36	0.27	0.38	0.51
每股经营现金流(最新摊薄)	0.27	0.05	0.45	0.04	-0.22
每股净资产(最新摊薄)	1.91	2.54	2.75	3.12	3.61
估值比率					
P/E	37.8	29.1	39.1	27.8	20.6
P/B	5.5	4.1	3.8	3.4	2.9
EV/EBITDA	24.6	19.4	24.0	18.4	14.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 1 月 16 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com