

股票投资评级

增持|维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	6.19
总股本/流通股本(亿股)	4.16 / 4.16
总市值/流通市值(亿元)	26 / 26
52周内最高/最低价	8.35 / 4.48
资产负债率(%)	22.5%
市盈率	20.63
第一大股东	杭州市实业投资集团有 限公司

研究所

分析师:张泽亮
SAC 登记编号:S1340523100003
Email:zhangzeliang@cnpsec.com
分析师:马语晨
SAC 登记编号:S1340524030001
Email:mayuchen@cnpsec.com

杭华股份(688571)

UV 油墨量增驱动增长，原材料价格回落盈利改善

- **事件：**公司4月23日发布2023年财报，全年实现营收11.9亿元，同比+4.39%；归母净利润为1.23亿元，同比+54.40%；其中23Q4实现营收3.29亿元，同比+12.29%，环比-4.05%；归母净利润0.4亿元，同比+25.40%，环比-5.86%。公司拟向全体股东每10股派发现金股利1.5元(含税)，合计约0.61亿元，派息率49.87%。公司以4000-8000万元回购股份。
- **UV 油墨量增驱动营收增长，传统油墨产品产销相对稳定。**1) **UV 油墨：**2023年营收5.94亿元，同比+10.20%，销量同比+19.30%；均价同比-7.62%。公司传统LED-UV油墨产品优势明显，销售出货占比扩大至UV油墨业务板块1/3以上。此外，书刊轮转LED-UV胶印技术应用推进，新增和改造LED-UV商务轮转印刷机数量提升，具有高生物基含量的MontAge α 系列产品获书刊印刷头部企业认可，具备示范效应；2) **胶印油墨：**营收3.48亿元，同比+2.02%，销量同比-0.14%，均价同比+2.17%。传统胶印油墨持续向无VOCs、无矿物油纯植物油方向发展；3) **液体油墨：**营收1.93亿元，同比+3.78%，销量同比+3.48%，均价同比+0.29%，在食品饮料等消费包装领域销量稳步增长。
- **原材料价格回落驱动盈利能力增长显著。**2023年公司毛利率为24.48%，同比+5.76pcts，UV油墨/胶印油墨/液体油墨毛利率34.42%、13.57%、18.16%，同比+4.44pcts、+7.98pcts、+3.35pcts。毛利率增加主因2023年原油等大宗商品价格高位回落，原材料成本减少。公司原材料成本占生产成本的比重约82%，核心原材料松脂/引发剂/溶剂及矿油/树脂及树脂相关品/颜料采购均价同比-15.78%/-16.02%/-4.2%/-10.1%/-5.6%。公司管理、研发费用率略有增加，主因公司加大自主创新投入和研发力度，以及实施股权激励股份支付增加等。
- **液体油墨降本增效+新领域应用拓展，看好项目投产带来长期成长性。**公司一方面聚焦液体油墨产品降本增效，配合募投项目开展树脂合成和工艺路线研究等，另一方面在新能源(光伏、电池)、电子、特殊防伪等领域的细分材料应用尝试并取得一定进展，部分产品已获得客户小批量订单。公司年产1万吨液体油墨、8000吨功能材料(二期)和新材料研发中心已于2023年10月取得建筑工程施工许可证，计划于2024年12月完工。此外，公司投资新建年产3.5万吨绿色印刷新材料项目已完成主体全资子公司设立，有望推动产品结构持续优化。
- **投资建议：**预计公司24/25/26年归母净利润为1.39/1.58/1.76亿元(前值24/25年1.34/1.54亿元)，维持“增持”评级。
- **风险提示：**项目投产不及预期；竞争格局恶化；原材料价格波动。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1190	1292	1406	1518
增长率(%)	4.39	8.64	8.82	7.94
EBITDA(百万元)	156.39	203.52	228.86	248.22
归属母公司净利润(百万元)	122.86	138.50	158.15	176.19
增长率(%)	54.40	12.73	14.19	11.41
EPS(元/股)	0.30	0.33	0.38	0.42
市盈率(P/E)	20.96	18.59	16.28	14.61
市净率(P/B)	1.74	1.63	1.48	1.34
EV/EBITDA	15.80	9.56	8.23	7.31

资料来源：iFind，公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	1190	1292	1406	1518	营业收入	4.4%	8.6%	8.8%	7.9%
营业成本	898	975	1053	1117	营业利润	61.9%	10.2%	14.2%	9.0%
税金及附加	9	9	10	11	归属于母公司净利润	54.4%	12.7%	14.2%	11.4%
销售费用	56	59	65	67	获利能力				
管理费用	61	67	73	76	毛利率	24.5%	24.6%	25.1%	26.4%
研发费用	46	49	54	55	净利率	10.3%	10.7%	11.2%	11.6%
财务费用	-11	0	0	0	ROE	8.3%	8.7%	9.1%	9.2%
资产减值损失	-6	0	0	0	ROIC	6.9%	8.2%	8.5%	8.6%
营业利润	140	155	177	193	偿债能力				
营业外收入	0	0	0	0	资产负债率	22.5%	22.9%	22.9%	23.2%
营业外支出	1	0	0	0	流动比率	3.66	3.52	3.55	3.51
利润总额	140	155	177	193	营运能力				
所得税	15	17	19	17	应收账款周转率	4.02	4.10	4.15	4.10
净利润	125	138	157	175	存货周转率	7.16	7.24	7.23	7.43
归母净利润	123	138	158	176	总资产周转率	0.64	0.64	0.64	0.63
每股收益(元)	0.30	0.33	0.38	0.42	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.30	0.33	0.38	0.42
货币资金	685	690	772	867	每股净资产	3.56	3.81	4.19	4.61
交易性金融资产	300	345	390	435	估值比率				
应收票据及应收账款	395	422	455	497	PE	20.96	18.59	16.28	14.61
预付款项	3	2	2	3	PB	1.74	1.63	1.48	1.34
存货	165	192	197	212	现金流量表				
流动资产合计	1582	1674	1843	2045	净利润	125	138	157	175
固定资产	241	249	256	261	折旧和摊销	36	49	52	56
在建工程	18	20	19	17	营运资本变动	25	-14	-17	-27
无形资产	65	99	115	136	其他	-3	-14	-15	0
非流动资产合计	361	416	449	484	经营活动现金流净额	183	158	177	204
资产总计	1944	2090	2292	2529	资本开支	-33	-97	-80	-85
短期借款	45	60	80	107	其他	-131	-37	-35	-51
应付票据及应付账款	326	355	374	403	投资活动现金流净额	-164	-134	-115	-136
其他流动负债	62	60	65	72	股权融资	0	-34	0	0
流动负债合计	433	475	519	582	债务融资	0	15	20	27
其他	4	4	4	4	其他	-52	0	0	0
非流动负债合计	4	4	4	4	筹资活动现金流净额	-52	-19	20	27
负债合计	437	480	524	586	现金及现金等价物净增加额	-33	5	82	95
股本	416	416	416	416					
资本公积金	503	503	503	503					
未分配利润	472	590	725	875					
少数股东权益	27	27	26	25					
其他	88	75	98	125					
所有者权益合计	1507	1611	1768	1943					
负债和所有者权益总计	1944	2090	2292	2529					

资料来源: iFind, 公司公告, 中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
回避		预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下	

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048