

大胜达 (603687)

证券研究报告
2024年05月28日

精品烟酒包效益显现，期待新业务进展

公司发布 2023 年年报及 24 一季报

24Q1 收入 4.67 亿同增 4.6%；归母 0.18 亿元同减 10.1%；

23Q4 收入 5.44 亿元，同减 7.8%；归母净利 0.13 亿元，同减 57.7%；23A 收入 20.14 亿元，同减 2.2%；归母净利 0.89 亿元，同减 15.9%

23 年收入及业绩下降主要系市场消费不及预期、竞争加剧等原因导致瓦楞纸包装单价下降，毛利率下降所致。

2023 年公司拟派发现金红利 2656.69 万元（含税），现金分红率 30%。

分产品，23 年瓦楞纸板收入 13.5 亿，同减 14.4%，毛利率 8.9%，同减 1.4pct；高端酒包收入 2.8 亿元，同增 31%，毛利率 32.71%，同增 2.3pct；精品烟包收入 2.6 亿，同增 69.92%；毛利率 28.11%，同增 6.2pct。

23 年毛利率 17%，同增 1pct；归母净利率 4.4%，同增约-0.7pct

23 年公司实现降本增效，总费率 10.8%，同减 0.03pct。其中，销售费率 1.8%，同增 0.2pct；管理费 5.1%，同增 0.5pct；财务费率-0.2%，同减 0.9pct，主要系 23 年利息收入增加所致。

做深大包装，做大精包装

2024 年公司将持续深耕瓦楞纸包装业务，洞察市场形势，调整优化订单结构，公司将进一步加强和完善全球性布局，加快推进公司在东南亚、欧美区域的海外战略布局，持续提升公司的市场份额，深耕存量客户，拓展增量市场，在维护老客户的同时积极开拓新客户，通过技改设备更新技术。

高端酒包业务要持续加强市场开拓力度，稳步推进贵州仁怀酒包新工厂项目进度。面对更加复杂的白酒市场环境，公司将继续推进自动化进程，全员参与质量与工艺的革新创新整合，在确保大客户基础上并举计划与交货的紧密集合，管理费用的合理有效使用等方面进行大力度的提升措施。

做好新路径，作为新质生产力助力上市公司高质量发展

针对新收购的荷兰 Fornax B.V.项目，2024 年 1 月已正式完成交割程序，通过组织架构调整，重新定位荷兰和国内子公司职能和分工，理顺管理架构，目前公司已经组建新的专业管理团队，逐步引入产业技术高端人才，全面开展经营管理工作，2024 年新项目要重抓在手订单的项目交付和降本增效工作，打造更有竞争力的供应链，力争尽快改善荷兰项目当前的经营和财务状况实现盈利。

调整盈利预测，调整为“增持”评级

公司是国内领先的包装印刷综合解决方案专业供应商之一，是中国包装联合会认定的“中国纸包装龙头企业”之一，公司主要从事纸包装产品的研发、生产、印刷和销售，主要产品涵盖瓦楞纸箱、纸板、高端酒包、精品烟包、可降解纸浆环保餐具等，能为客户提供涵盖包装方案设计、研发、检测、生产、库存管理、物流配送等环节的全方位纸包装解决方案。考虑到消费市场不及预期，我们调整盈利预测，预计 24-26 年归母净利分别为 1.34/1.67/2.02 亿元（24 年前值为 2.8 亿元），EPS 分别为 0.24/0.31/0.37 元/股，对应 PE 分别为 33/26/22x。

风险提示：原材料价格波动风险；市场需求波动风险；宏观经济周期波动的风险；公司扩大业务品类导致的管理风险；项目并购及商誉减值风险

投资评级

| | |
|--------|-----------|
| 行业 | 轻工制造/包装印刷 |
| 6 个月评级 | 增持（调低评级） |
| 当前价格 | 8.08 元 |
| 目标价格 | 元 |

基本数据

| | |
|---------------|------------|
| A 股总股本(百万股) | 550.03 |
| 流通 A 股股本(百万股) | 546.50 |
| A 股总市值(百万元) | 4,444.26 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 4,415.74 |
| 每股净资产(元) | 5.83 |
| 资产负债率(%) | 19.53 |
| 一年内最高/最低(元) | 12.34/7.46 |

作者

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

1 《大胜达-首次覆盖报告:终端需求复苏，盈利企稳向上》2023-03-31

| 财务数据和估值 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 2,058.26 | 2,013.81 | 2,310.24 | 2,728.86 | 3,172.03 |
| 增长率(%) | 23.66 | (2.16) | 14.72 | 18.12 | 16.24 |
| EBITDA(百万元) | 297.37 | 304.22 | 262.96 | 317.67 | 373.82 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 105.34 | 88.55 | 134.18 | 167.97 | 201.78 |
| 增长率(%) | 7.99 | (15.94) | 51.54 | 25.18 | 20.13 |
| EPS(元/股) | 0.19 | 0.16 | 0.24 | 0.31 | 0.37 |
| 市盈率(P/E) | 42.19 | 50.19 | 33.12 | 26.46 | 22.03 |
| 市净率(P/B) | 2.18 | 1.37 | 1.31 | 1.26 | 1.20 |
| 市销率(P/S) | 2.16 | 2.21 | 1.94 | 1.64 | 1.41 |
| EV/EBITDA | 11.05 | 16.55 | 12.78 | 9.59 | 8.57 |

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 货币资金 | 845.32 | 1,558.38 | 1,935.08 | 2,242.68 | 2,100.46 |
| 应收票据及应收账款 | 541.48 | 516.45 | 651.95 | 733.25 | 893.68 |
| 预付账款 | 17.01 | 36.06 | 13.57 | 46.61 | 26.40 |
| 存货 | 266.68 | 259.57 | 287.88 | 367.69 | 403.73 |
| 其他 | 84.19 | 153.78 | 101.57 | 126.06 | 125.63 |
| 流动资产合计 | 1,754.67 | 2,524.23 | 2,990.05 | 3,516.31 | 3,549.91 |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 2.00 | 5.00 | 6.67 |
| 固定资产 | 920.57 | 1,020.48 | 1,107.21 | 1,041.45 | 1,020.68 |
| 在建工程 | 43.34 | 217.77 | 222.77 | 295.12 | 379.04 |
| 无形资产 | 274.60 | 260.28 | 268.48 | 222.95 | 200.55 |
| 其他 | 450.10 | 364.48 | 373.06 | 372.10 | 348.75 |
| 非流动资产合计 | 1,688.61 | 1,863.02 | 1,973.53 | 1,936.61 | 1,955.69 |
| 资产总计 | 3,443.28 | 4,387.25 | 4,963.58 | 5,452.92 | 5,505.60 |
| 短期借款 | 14.90 | 59.81 | 200.00 | 200.00 | 200.00 |
| 应付票据及应付账款 | 378.78 | 468.15 | 347.09 | 638.55 | 546.84 |
| 其他 | 143.94 | 137.99 | 116.80 | 168.10 | 134.40 |
| 流动负债合计 | 537.62 | 665.95 | 663.89 | 1,006.66 | 881.23 |
| 长期借款 | 30.00 | 17.00 | 100.00 | 100.00 | 100.00 |
| 应付债券 | 452.18 | 0.00 | 305.49 | 252.55 | 186.01 |
| 其他 | 157.69 | 173.89 | 159.61 | 163.73 | 165.74 |
| 非流动负债合计 | 639.87 | 190.89 | 565.10 | 516.29 | 451.76 |
| 负债合计 | 1,182.07 | 859.57 | 1,228.99 | 1,522.94 | 1,332.99 |
| 少数股东权益 | 219.55 | 290.64 | 312.65 | 359.84 | 420.34 |
| 股本 | 419.47 | 550.03 | 555.08 | 555.08 | 555.08 |
| 资本公积 | 736.59 | 1,801.47 | 1,801.47 | 1,801.47 | 1,801.47 |
| 留存收益 | 807.38 | 885.66 | 1,010.76 | 1,169.34 | 1,362.80 |
| 其他 | 78.23 | (0.12) | 54.63 | 44.24 | 32.92 |
| 股东权益合计 | 2,261.21 | 3,527.68 | 3,734.59 | 3,929.97 | 4,172.61 |
| 负债和股东权益总计 | 3,443.28 | 4,387.25 | 4,963.58 | 5,452.92 | 5,505.60 |

| 现金流量表(百万元) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|----------------|-----------------|
| 净利润 | 127.19 | 128.14 | 134.18 | 167.97 | 201.78 |
| 折旧摊销 | 110.48 | 122.40 | 128.80 | 131.30 | 136.30 |
| 财务费用 | 36.38 | 37.04 | (47.07) | (51.49) | (54.38) |
| 投资损失 | (8.94) | 0.00 | (9.41) | (8.31) | (6.66) |
| 营运资金变动 | (111.04) | 40.47 | (254.20) | 123.38 | (277.25) |
| 其它 | 93.56 | (18.99) | 23.01 | 44.69 | 58.08 |
| 经营活动现金流 | 247.63 | 309.07 | (24.68) | 407.54 | 57.86 |
| 资本支出 | 491.66 | 356.78 | 243.02 | 88.22 | 175.05 |
| 长期投资 | (144.24) | 0.00 | 2.00 | 3.00 | 1.67 |
| 其他 | (709.62) | (636.55) | (463.16) | (175.25) | (347.52) |
| 投资活动现金流 | (362.21) | (279.77) | (218.13) | (84.03) | (170.80) |
| 债权融资 | 30.18 | (413.64) | 570.40 | 1.37 | (12.25) |
| 股权融资 | 30.09 | 1,117.10 | 49.12 | (17.28) | (17.03) |
| 其他 | (72.20) | (20.62) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 筹资活动现金流 | (11.92) | 682.84 | 619.52 | (15.90) | (29.28) |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | (126.50) | 712.14 | 376.71 | 307.60 | (142.22) |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入 | 2,058.26 | 2,013.81 | 2,310.24 | 2,728.86 | 3,172.03 |
| 营业成本 | 1,729.94 | 1,672.56 | 1,944.99 | 2,278.60 | 2,618.51 |
| 营业税金及附加 | 14.73 | 16.90 | 15.78 | 20.35 | 23.98 |
| 销售费用 | 32.82 | 35.41 | 38.35 | 45.30 | 52.66 |
| 管理费用 | 95.58 | 103.19 | 99.42 | 105.06 | 125.30 |
| 研发费用 | 79.58 | 82.50 | 88.03 | 103.53 | 123.45 |
| 财务费用 | 14.18 | (4.39) | (47.07) | (51.49) | (54.38) |
| 资产/信用减值损失 | (1.58) | (4.09) | (4.75) | (4.20) | (3.66) |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | (0.60) | 0.00 | 0.20 |
| 投资净收益 | 8.94 | 0.00 | 9.41 | 8.31 | 6.66 |
| 其他 | (47.80) | (36.81) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 131.88 | 148.53 | 174.80 | 231.61 | 285.73 |
| 营业外收入 | 8.74 | 2.09 | 2.95 | 3.56 | 4.33 |
| 营业外支出 | 2.86 | 5.12 | 3.61 | 3.39 | 3.74 |
| 利润总额 | 137.75 | 145.50 | 174.13 | 231.79 | 286.32 |
| 所得税 | 10.57 | 17.36 | 16.34 | 19.13 | 26.65 |
| 净利润 | 127.19 | 128.14 | 157.80 | 212.66 | 259.67 |
| 少数股东损益 | 21.85 | 39.59 | 23.61 | 44.69 | 57.88 |
| 归属于母公司净利润 | 105.34 | 88.55 | 134.18 | 167.97 | 201.78 |
| 每股收益(元) | 0.19 | 0.16 | 0.24 | 0.31 | 0.37 |

| 主要财务比率 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 23.66% | -2.16% | 14.72% | 18.12% | 16.24% |
| 营业利润 | 31.89% | 12.63% | 17.69% | 32.50% | 23.36% |
| 归属于母公司净利润 | 7.99% | -15.94% | 51.54% | 25.18% | 20.13% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 15.95% | 16.95% | 15.81% | 16.50% | 17.45% |
| 净利率 | 5.12% | 4.40% | 5.81% | 6.16% | 6.36% |
| ROE | 5.16% | 2.74% | 3.92% | 4.70% | 5.38% |
| ROIC | 10.00% | 7.33% | 5.93% | 7.20% | 9.84% |

| 偿债能力 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 资产负债率 | 34.33% | 19.59% | 24.76% | 27.93% | 24.21% |
| 净负债率 | -14.89% | -41.61% | -35.38% | -42.72% | -38.42% |
| 流动比率 | 3.24 | 3.77 | 4.50 | 3.49 | 4.03 |
| 速动比率 | 2.74 | 3.39 | 4.07 | 3.13 | 3.57 |

| 营运能力 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------|------|------|-------|-------|-------|
| 应收账款周转率 | 4.07 | 3.81 | 3.95 | 3.94 | 3.90 |
| 存货周转率 | 8.91 | 7.65 | 8.44 | 8.33 | 8.22 |
| 总资产周转率 | 0.65 | 0.51 | 0.49 | 0.52 | 0.58 |

| 每股指标(元) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------|------|------|-------|-------|-------|
| 每股收益 | 0.19 | 0.16 | 0.24 | 0.31 | 0.37 |
| 每股经营现金流 | 0.45 | 0.56 | -0.04 | 0.74 | 0.11 |
| 每股净资产 | 3.71 | 5.89 | 6.16 | 6.43 | 6.76 |

| 估值比率 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 市盈率 | 42.19 | 50.19 | 33.12 | 26.46 | 22.03 |
| 市净率 | 2.18 | 1.37 | 1.31 | 1.26 | 1.20 |
| EV/EBITDA | 11.05 | 16.55 | 12.78 | 9.59 | 8.57 |
| EV/EBIT | 16.85 | 26.33 | 25.04 | 16.35 | 13.49 |

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 海口 | 上海 | 深圳 |
|-----------------------|--|--------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100088 | 邮编：570102 | 邮编：200086 | 邮编：518000 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(0898)-65365390 | 电话：(8621)-65055515 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 传真：(8621)-61069806 | 传真：(86755)-82571995 |
| | | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |