

## 营收、利润增长稳健，海外业务加速发展

### 核心观点

事件：公司公告 2024 年中报，2024 年上半年公司实现营收 73.53 亿元，同比增长 15.52%，同期实现归母净利润 4.97 亿元，同比增长 15.15%。二季度公司实现收入 38.78 亿元，同比增长 12.28%，实现归母净利润 2.78 亿元，同比增长 11.23%。

- 优势纸包业务增长稳健，海外业务加速发展。**收入分产品来看，2024 年上半年公司纸制精品包装/包装配套产品/环保纸塑产品分别实现营收 51.81/13.90/5.47/1.04 亿元，同比分别增长 15.22%/11.10%/28.84%，公司纸制精品包装业务、环保纸塑产品收入实现稳健增长，推测主要系下游消费电子行业景气度有所回升。收入分地区来看，公司国内/国外业务分别实现营收 51.34/22.19 亿元，同比分别增长 9.55%/32.20%，公司持续推进国际化战略，海外产能陆续落地带动国外业务实现亮眼增长，伴随公司墨西哥、菲律宾基地逐步落地，公司国外业务有望延续高增。
- 盈利能力基本稳定，汇兑收益减少导致财务费用率有所提升。**2024 年上半年公司毛利率同比基本维稳，分产品来看，纸制精品包装/包装配套产品/环保纸塑产品毛利率同比分别+0.85pct/-2.06pct/+1.17pct。二季度公司毛利率为 24.95%，同比提升 1.43pct，推测主要系白卡纸等原材料价格有所回落；同期公司期间费用率为 15.02%，同比提升 5.22pct，主要系公司汇兑收益较去年同期有所减少。2024 年二季度公司归母净利率为 7.18%，同比基本稳定。
- 公司拟实施中期分红，未来高比例分红可期。**公司于近期发布半年度利润分配方案，拟向全体股东每 10 股派发现金红利 3.30 元（含税），合计派发现金红利约 3.02 亿元，占 2024 年上半年归母净利润的 61%。公司继 2023 年以后再次推出中期分红计划，分红比率延续高位，根据公司前期公告，预计 2024-2025 年公司每年以现金形式分配的利润不少于当年归母净利润的 60%。

### 盈利预测与投资建议

- 结合消费电子行业景气度适当上调公司盈利，预测公司 2024-2026 年归母净利润为 16.48/18.69/21.09 亿元（此前预测 24-25 年为 16.27/18.62 亿元），参考历史估值法给予公司 2024 年 16 倍 PE 估值，对应目标价 28.34 元，维持“买入”评级。

### 风险提示

- 下游订单需求不达预期的风险；原材料价格上涨的风险；汇率大幅波动的风险。

### 公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	16,362	15,223	17,385	19,214	21,268
同比增长(%)	9.5%	-7.0%	14.2%	10.5%	10.7%
营业利润(百万元)	1,857	1,790	2,096	2,368	2,677
同比增长(%)	51.3%	-3.6%	17.1%	13.0%	13.1%
归属母公司净利润(百万元)	1,488	1,438	1,648	1,869	2,109
同比增长(%)	45.5%	-3.3%	14.6%	13.4%	12.8%
每股收益(元)	1.60	1.55	1.77	2.01	2.27
毛利率(%)	23.7%	26.2%	26.6%	26.9%	27.2%
净利率(%)	9.1%	9.4%	9.5%	9.7%	9.9%
净资产收益率(%)	15.2%	13.5%	14.0%	14.3%	14.7%
市盈率	13.9	14.4	12.6	11.1	9.8
市净率	2.0	1.9	1.7	1.5	1.4

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2024年08月28日）	22.39元
目标价格	28.34元
52周最高价/最低价	28.31/21.55元
总股本/流通A股（万股）	93,051/52,099
A股市值（百万元）	20,834
国家/地区	中国
行业	造纸轻工
报告发布日期	2024年08月28日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	0.49	-3.66	-10.76	2.46
相对表现%	1.55	-0.06	-1.82	14.88
沪深300%	-1.06	-3.6	-8.94	-12.42



### 证券分析师

李雪君 021-63325888\*6069  
lixuejun@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860517020001  
香港证监会牌照：BSW124

### 联系人

谢雨辰 xieyuchen@orientsec.com.cn

### 相关报告

聚焦高质量发展，三季度盈利能力明显改善 2023-10-31  
善  
核心主业表现亮眼，盈利能力显著改善 2022-10-27  
环保包装业务表现亮眼，盈利能力稳步改善 2022-08-29  
善

## 投资建议

结合消费电子行业景气度适当上调公司盈利，预测公司 2024-2026 年归母净利润为 16.48/18.69/21.09 亿元（此前预测 24-25 年为 16.27/18.62 亿元），对应的 EPS 分别为 1.77/2.01/2.27 元。根据历史估值法，2022 年以来公司历史平均市盈率约 16 倍，对应目标价 28.34 元，维持“买入”评级。

图 1：2022 年以来公司 PE 平均值约 16 倍



数据来源：wind，东方证券研究所

## 风险提示

- 下游订单需求不达预期的风险。
- 原材料价格上涨的风险。
- 汇率大幅波动的风险。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,317	3,496	5,049	6,507	8,048	营业收入	16,362	15,223	17,385	19,214	21,268
应收票据及应收账款	6,225	5,857	6,689	7,393	8,183	营业成本	12,477	11,230	12,753	14,046	15,491
预付账款	293	232	265	293	324	营业税金及附加	81	91	104	115	128
存货	1,766	1,619	1,839	2,025	2,234	营业费用	404	417	477	527	583
其他	567	1,244	1,259	1,272	1,286	管理费用及研发费用	1,561	1,666	1,840	2,034	2,251
<b>流动资产合计</b>	<b>12,169</b>	<b>12,448</b>	<b>15,101</b>	<b>17,490</b>	<b>20,075</b>	财务费用	(25)	28	6	15	28
长期股权投资	9	16	16	16	16	资产减值损失	45	41	40	40	40
固定资产	5,733	6,505	6,579	6,974	7,044	公允价值变动收益	65	31	31	31	31
在建工程	597	337	250	0	0	投资净收益	(91)	(103)	(12)	(12)	(12)
无形资产	745	699	670	641	612	其他	63	113	(87)	(87)	(87)
其他	1,814	2,181	2,052	1,947	1,947	<b>营业利润</b>	<b>1,857</b>	<b>1,790</b>	<b>2,096</b>	<b>2,368</b>	<b>2,677</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>8,897</b>	<b>9,738</b>	<b>9,568</b>	<b>9,578</b>	<b>9,619</b>	营业外收入	14	12	12	12	12
<b>资产总计</b>	<b>21,066</b>	<b>22,186</b>	<b>24,669</b>	<b>27,068</b>	<b>29,694</b>	营业外支出	65	34	34	34	34
短期借款	3,878	4,224	4,224	4,224	4,224	<b>利润总额</b>	<b>1,806</b>	<b>1,769</b>	<b>2,075</b>	<b>2,347</b>	<b>2,656</b>
应付票据及应付账款	3,020	3,779	4,292	4,727	5,213	所得税	229	275	322	364	412
其他	1,303	1,162	1,173	1,182	1,193	<b>净利润</b>	<b>1,577</b>	<b>1,494</b>	<b>1,753</b>	<b>1,982</b>	<b>2,244</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>8,202</b>	<b>9,165</b>	<b>9,689</b>	<b>10,134</b>	<b>10,630</b>	少数股东损益	89	56	105	113	135
长期借款	1,574	739	1,173	1,797	2,420	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,488</b>	<b>1,438</b>	<b>1,648</b>	<b>1,869</b>	<b>2,109</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.60	1.55	1.77	2.01	2.27
其他	535	691	691	691	691						
<b>非流动负债合计</b>	<b>2,109</b>	<b>1,429</b>	<b>1,864</b>	<b>2,487</b>	<b>3,111</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>10,311</b>	<b>10,595</b>	<b>11,553</b>	<b>12,621</b>	<b>13,742</b>		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	513	540	645	758	893	<b>成长能力</b>					
股本	931	931	931	931	931	营业收入	9.5%	-7.0%	14.2%	10.5%	10.7%
资本公积	1,614	1,515	1,928	1,928	1,928	营业利润	51.3%	-3.6%	17.1%	13.0%	13.1%
留存收益	7,703	8,542	9,613	10,831	12,201	归属于母公司净利润	45.5%	-3.3%	14.6%	13.4%	12.8%
其他	(6)	64	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>10,755</b>	<b>11,592</b>	<b>13,116</b>	<b>14,447</b>	<b>15,953</b>	毛利率	23.7%	26.2%	26.6%	26.9%	27.2%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>21,066</b>	<b>22,186</b>	<b>24,669</b>	<b>27,068</b>	<b>29,694</b>	净利率	9.1%	9.4%	9.5%	9.7%	9.9%
						ROE	15.2%	13.5%	14.0%	14.3%	14.7%
						ROIC	10.2%	9.2%	9.9%	10.1%	10.4%
现金流量表						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	48.9%	47.8%	46.8%	46.6%	46.3%
净利润	1,577	1,494	1,753	1,982	2,244	净负债率	23.4%	15.8%	5.4%	0.0%	0.0%
折旧摊销	514	673	727	773	744	流动比率	1.48	1.36	1.56	1.73	1.89
财务费用	(25)	28	6	15	28	速动比率	1.26	1.18	1.36	1.52	1.67
投资损失	91	103	12	12	12	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(1)	1,218	(583)	(492)	(554)	应收账款周转率	2.8	2.6	2.9	2.8	2.8
其它	466	158	(100)	(25)	(25)	存货周转率	6.8	6.4	7.2	7.1	7.1
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,621</b>	<b>3,673</b>	<b>1,815</b>	<b>2,266</b>	<b>2,450</b>	总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
资本支出	(902)	(949)	(545)	(783)	(785)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	(360)	(330)	0	0	0	每股收益	1.60	1.55	1.77	2.01	2.27
其他	(1,194)	(648)	18	18	18	每股经营现金流	2.82	3.95	1.95	2.43	2.63
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2,456)</b>	<b>(1,927)</b>	<b>(527)</b>	<b>(765)</b>	<b>(766)</b>	每股净资产	11.01	11.88	13.40	14.71	16.18
债权融资	97	(879)	434	624	624	<b>估值比率</b>					
股权融资	(478)	(98)	413	0	0	市盈率	13.9	14.4	12.6	11.1	9.8
其他	19	(619)	(583)	(666)	(766)	市净率	2.0	1.9	1.7	1.5	1.4
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(362)</b>	<b>(1,597)</b>	<b>264</b>	<b>(42)</b>	<b>(143)</b>	EV/EBITDA	9.6	9.1	8.0	7.2	6.5
汇率变动影响	139	19	-0	-0	-0	EV/EBIT	12.3	12.4	10.7	9.5	8.3
<b>现金净增加额</b>	<b>(59)</b>	<b>168</b>	<b>1,553</b>	<b>1,459</b>	<b>1,541</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。