

三季度盈利短期承压，期待后续经营改善

核心观点

事件：公司公告 2024 年三季报，前三季度公司实现营业收入 28.51 亿元，同比下降 4.45%；实现归母净利润 4.09 亿元，同比增长 2.94%。单三季度公司实现营业收入 9.05 亿元，同比、环比分别下降 19.44%、9.06%；实现归母净利润 1.06 亿元，同比、环比分别下降 33.89%、31.51%。

- 三季度业绩环比回落，盈利短期承压。**2024 年三季度公司实现归母净利润 1.06 亿元，同比、环比分别下降 34%、32%，推测主要系公司产品销售结构调整、部分产品销售均价下降且用浆成本仍处于相对高位，此外高温季节产线检修导致销量减少、对利润亦有一定负面影响。三季度公司归母净利率为 11.8%，环比下降 3.9pct，盈利短期承压。
- 产品均价下降、成本维持高位，公司装饰原纸盈利水平环比走弱。**拆分业务来看：
(1) 装饰原纸：收入端，地产后周期需求相对平淡、整体需求结构有所下移，同时年内新增产能密集投放、供给端竞争加剧，供需短期错配导致公司部分产品销售均价有所下降；成本端，二季度纸浆外盘报价仍有提涨，考虑船期与公司库存周期，预计三季度公司成本仍处于相对高位；综合来看，预计三季度公司装饰原纸盈利能力环比走弱。(2) 木浆贸易：推测三季度木浆贸易业务盈利环比基本稳定。
- 四季度成本压力释放，政策支撑下需求或逐步修复，期待公司盈利改善。**展望后续，8 月底开始全国各地家居产品以旧换新补贴陆续推出，有望提振定制家居等家具产品的终端需求，带动装饰原纸终端需求结构改善；同时成本端，伴随主要原材料纸浆、钛白粉价格下跌，预计四季度公司成本压力环比将有所释放，期待公司盈利逐步修复。

盈利预测与投资建议

- 结合近期行业竞争情况适当下调装饰原纸均价与销量，我们预测公司 2024-2026 年归母净利润分别为 5.66/5.97/6.43 亿元（此前预测 2024-2026 为 6.13/7.16/7.66 亿元），对应的 EPS 分别为 1.22/1.28/1.38 元。根据可比公司我们给予公司 2024 年 12 倍市盈率估值，对应目标价 14.64 元，维持“买入”评级。

风险提示

- 原材料价格大幅波动；新增产能建设不达预期；终端需求下滑超预期的风险；其他特种纸业务发展不及预期。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,436	3,976	3,991	4,666	5,344
同比增长(%)	16.9%	15.7%	0.4%	16.9%	14.5%
营业利润(百万元)	533	649	648	684	737
同比增长(%)	1.7%	21.7%	-0.1%	5.5%	7.7%
归属母公司净利润(百万元)	467	566	566	597	643
同比增长(%)	4.2%	21.1%	-0.1%	5.5%	7.7%
每股收益(元)	1.01	1.22	1.22	1.28	1.38
毛利率(%)	18.5%	19.0%	20.2%	19.8%	18.9%
净利率(%)	13.6%	14.2%	14.2%	12.8%	12.0%
净资产收益率(%)	15.2%	14.9%	13.7%	13.6%	13.9%
市盈率	13.4	11.1	11.1	10.5	9.7
市净率	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3

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。

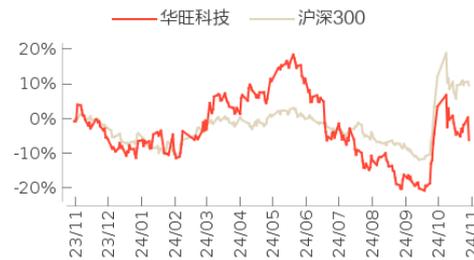
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资评级 买入（维持）

股价（2024年10月29日）	12.61元
目标价格	14.64元
52周最高价/最低价	16.07/10.47元
总股本/流通A股（万股）	46,470/46,470
A股市值（百万元）	5,860
国家/地区	中国
行业	造纸轻工
报告发布日期	2024年10月31日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	-3.37	-1.96	10.09	-11.57
相对表现%	-2.53	-7.93	-5.66	-21.74
沪深300%	-0.84	5.97	15.75	10.17



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
谢雨辰	xieyuchen@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524090001

相关报告

二季度业绩环比提升，中期分红比例持续高位	2024-08-16
盈利韧性突出，分红比例持续提升：华旺科技 2023FY&2024Q1 业绩点评	2024-04-30
三季度业绩环比向上，装饰原纸延续高景气	2023-10-30

投资建议

结合近期行业竞争情况适当下调装饰原纸均价与销量，我们预测公司 2024-2026 年归母净利润分别为 5.66/5.97/6.43 亿元（此前预测 2024-2026 为 6.13/7.16/7.66 亿元），对应的 EPS 分别为 1.22/1.28/1.38 元。根据可比公司我们给予公司 2024 年 12 倍市盈率估值，对应目标价 14.64 元，维持“买入”评级。

图 1：可比公司 2024 年调整后平均 PE 为 12 倍

公司	代码	最新价格(元) 2024/10/29	每股收益(元)				市盈率			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
仙鹤股份	603733	19.17	0.94	1.53	1.94	2.34	20.39	12.57	9.88	8.18
五洲特纸	605007	13.64	0.68	1.15	1.53	1.89	20.19	11.81	8.91	7.21
冠豪高新	600433	3.21	-0.03	0.08	0.12	0.22	-122.05	40.79	27.55	14.71
岳阳林纸	600963	6.09	-0.13	-0.01	0.23	0.31	-45.18	-661.96	26.63	19.87
太阳纸业	002078	13.43	1.10	1.22	1.36	1.51	12.16	11.05	9.86	8.87
	最大值						20.39	40.79	27.55	19.87
	最小值						(122.05)	(661.96)	8.91	7.21
	平均数						(22.90)	(117.15)	16.57	11.77
	调整后平均						(4.28)	11.81	15.46	10.59

数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

- 原材料价格大幅波动的风险。
- 新建产能建设不达预期的风险。
- 终端需求下滑超预期的风险。
- 其他特种纸发展不及预期的风险。

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	1,859	2,294	2,303	2,693	3,084	营业收入	3,436	3,976	3,991	4,666	5,344
应收票据、账款及款项融资	1,054	1,438	1,444	1,688	1,933	营业成本	2,802	3,218	3,186	3,744	4,332
预付账款	6	5	5	6	7	营业税金及附加	12	14	14	17	19
存货	916	979	969	1,139	1,317	销售费用	20	24	24	29	33
其他	433	42	42	42	42	管理费用及研发费用	141	173	182	209	233
流动资产合计	4,268	4,758	4,763	5,567	6,383	财务费用	(44)	(50)	(26)	13	19
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	20	28	6	13	16
固定资产	921	1,294	1,802	2,003	1,985	公允价值变动收益	(4)	0	0	0	0
在建工程	203	21	235	0	0	投资净收益	1	(1)	1	1	1
无形资产	74	109	107	105	102	其他	49	81	43	43	43
其他	54	36	17	15	15	营业利润	533	649	648	684	737
非流动资产合计	1,252	1,460	2,160	2,123	2,102	营业外收入	0	0	0	0	0
资产总计	5,520	6,219	6,923	7,690	8,486	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	235	370	872	1,120	1,356	利润总额	532	648	648	684	736
应付票据及应付账款	1,484	1,629	1,612	1,895	2,192	所得税	67	83	83	88	95
其他	142	128	128	130	132	净利润	465	565	565	596	642
流动负债合计	1,860	2,126	2,612	3,145	3,681	少数股东损益	(2)	(1)	(1)	(1)	(1)
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	467	566	566	597	643
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.01	1.22	1.22	1.28	1.38
其他	46	77	37	37	37						
非流动负债合计	46	77	37	37	37	主要财务比率					
负债合计	1,906	2,204	2,649	3,182	3,718		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	6	5	4	3	2	成长能力					
实收资本(或股本)	332	332	465	465	465	营业收入	16.9%	15.7%	0.4%	16.9%	14.5%
资本公积	1,870	1,877	1,806	1,806	1,806	营业利润	1.7%	21.7%	-0.1%	5.5%	7.7%
留存收益	1,404	1,799	1,999	2,234	2,495	归属于母公司净利润	4.2%	21.1%	-0.1%	5.5%	7.7%
其他	2	2	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	3,614	4,015	4,274	4,508	4,768	毛利率	18.5%	19.0%	20.2%	19.8%	18.9%
负债和股东权益总计	5,520	6,219	6,923	7,690	8,486	净利率	13.6%	14.2%	14.2%	12.8%	12.0%
						ROE	15.2%	14.9%	13.7%	13.6%	13.9%
						ROIC	13.3%	12.7%	11.4%	11.3%	11.2%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	34.5%	35.4%	38.3%	41.4%	43.8%
净利润	465	565	565	596	642	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	84	100	211	285	333	流动比率	2.29	2.24	1.82	1.77	1.73
财务费用	(44)	(50)	(26)	13	19	速动比率	1.79	1.77	1.44	1.40	1.36
投资损失	(1)	1	(1)	(1)	(1)	营运能力					
营运资金变动	(164)	(314)	(18)	(144)	(141)	应收账款周转率	12.8	11.8	11.2	12.0	11.9
其它	200	137	(19)	13	16	存货周转率	3.6	3.3	3.2	3.5	3.4
经营活动现金流	539	439	711	763	867	总资产周转率	0.7	0.7	0.6	0.6	0.7
资本支出	(204)	(323)	(927)	(248)	(313)	每股指标(元)					
长期投资	5	0	0	0	0	每股收益	1.01	1.22	1.22	1.28	1.38
其他	(232)	372	1	1	1	每股经营现金流	1.62	1.32	1.53	1.64	1.87
投资活动现金流	(432)	49	(926)	(247)	(312)	每股净资产	7.76	8.63	9.19	9.69	10.26
债权融资	1	1	0	0	0	估值比率					
股权融资	765	7	62	0	0	市盈率	13.4	11.1	11.1	10.5	9.7
其他	(84)	(24)	162	(127)	(164)	市净率	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3
筹资活动现金流	682	(16)	224	(127)	(164)	EV/EBITDA	7.4	6.1	5.1	4.3	3.9
汇率变动影响	4	(6)	-0	-0	-0	EV/EBIT	8.7	7.1	6.8	6.1	5.6
现金净增加额	793	465	9	389	391						

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

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。