

2020年10月30日

Q3 业绩靓丽，创新业务模式拓展市场份额

合兴包装(002228)

评级:	买入	股票代码:	002228
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	6.1/3.3
目标价格:		总市值(亿)	58.83
最新收盘价:	4.75	自由流通市值(亿)	58.64
		自由流通股数(百万)	1,234.54

事件概述

合兴包装发布 2020 年三季报，报告期内公司实现营收 80.71 亿元，同比下降 2.18%；实现归母净利润 2.18 亿元，同比增长 11.99%；实现扣非净利润 1.74 亿元，同比下降 1.59%。单季度看，2020 年 Q3 实现营收 33.06 亿元，同比增长 19.53%；实现归母净利润 0.80 亿元，同比增长 31.11%；实现扣非净利润 0.73 亿元，同比增长 29.15%。

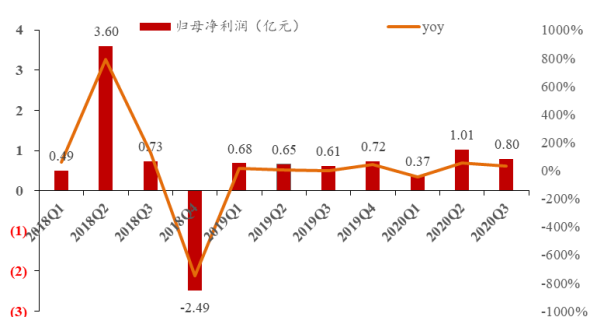
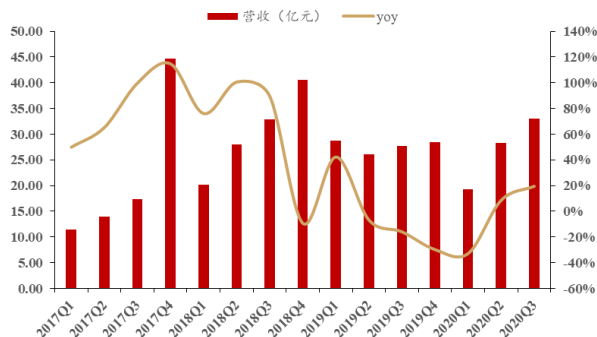
分析判断:

► 收入端：Q3 增速环比大幅提升

报告期内，在新冠肺炎疫情及国内市场经济下行压力的影响，公司及产业链上下游客户复工复产有所延迟，各项业务开展受到一定的影响，从而导致前三季度公司营收同比有所下滑。单季度看，公司收入增速由 2019 年 Q3 的-15.96%上升到 19.53%，相较于 2019 年 Q3 提升了 35.49PCT，相较于 2020 年 Q2 提升了 10.91PCT。主要系进入 Q3 后，国内经济持续恢复，外贸出口持续向好。

图 1 公司单季度营业收入

图 2 公司单季度归母净利润



资料来源：公司公告，华西证券研究所

资料来源：公司公告，华西证券研究所

► 利润端：Q3 净利率同比有所提升

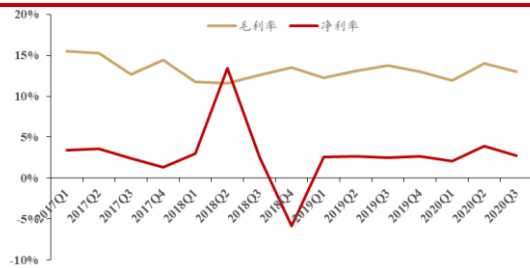
报告期内，公司实现营业外收入 0.26 亿元，比上年同期增加 536.51%，增加的主要原因为本报告期收到业绩承诺差额所致。公司毛利率同比提升了 0.10pct 至 13.12%，净利率同比提升了 0.42pct 至 3.01%。单季度看，2020 年 Q3 公司毛利率为 13.05%，同比下滑 0.70pct，环比下滑 0.97pct。公司净利率为 2.77%，同比提升 0.27pct，环比下滑了 1.16pct。费用方面，报告期内公司期间费用率同比下滑 0.10pct 至 9.69%，其中，销售/管理/财务/研发费用率分别同比增加-0.20/-0.23/0.32/0.01pct 至 4.12%/3.35%/1.55%/0.67%。Q3 单季度公司期间费用率同比下滑 1.18pct 至 9.53%，其中，销售/管理/财务/研发费用率分别同比增加-0.83/-0.91/0.53/0.02pct 至 3.87%/3.17%/1.84%/0.66%。

► 创新业务模式拓展市场份额

与国外包装行业成熟的国家相比，我国包装行业的集中度较低，未来行业上下游的集中、整合空间大，公司市场份额具有很大的提升空间。公司将通过实施战略升级，抓住行业整合的趋势和机会，通过创新业务模式的发展，提高市场份额，创造新的增量。目前，公司依靠内生性增长和外延式扩张相结合的方式，在全国已拥有 50 多个生产基地，是行业内全国布点最多的包装企业。公司推出的 IPS（智能包装集成服务）主要是

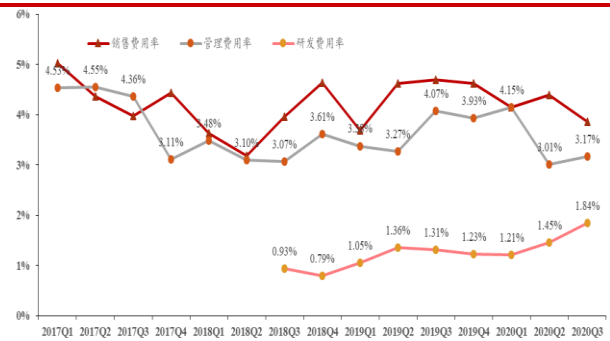
针对大中型客户的需求。IPS 项目将深度参与客户的供应链管理，以商业模式创新为驱动力，以包装内部结构设计为契机，实现包装相关产品和服务的综合智能集成，深化公司与客户的合作关系，满足客户的个性化需求，增强客户黏性，由被动的订单生产转向深层次的战略合作。公司通过实施产能整合、外延并购、智能包装集成服务 (IPS)、包装产业供应链云平台 (PSCP) 四大业务模块的建设，实现公司原有产能整合与外延并购互相结合，IPS 和 PSCP 互相协作，包装制造为包装服务提供基础支持，包装服务深化包装制造的新机制。

图 3 公司毛利率/净利率



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 4 公司销售/管理/财务费用率



资料来源: Wind, 华西证券研究所

投资建议

我们看好合兴包装的发展潜能，目前公司各募投项目加速建设，产能持续扩张，有望贡献增量利润。塑料污染治理力度加强，纸包装需求有望得到提振，利好产业龙头发展。持续加码供应链平台战略，新技术&新平台赋予公司蓬勃向上的发展动能，长期看行业竞争格局不断改善，预计未来依旧维持高增速。考虑到公司不断对行业进行整合，市场份额持续提升，我们上调公司的盈利预测，2020/2021/2022 年营收由 112.6/132.4/147.4 亿元上调至 119.61/149.05/172.80 亿元，2020/2021/2022 年归母净利润由 2.7/3.2/3.6 亿元上调至 3.8/4.7/5.5 亿元；对应 EPS 分别为 0.31/0.38/0.44 元，继续维持“买入”评级。

风险提示

1) 需求放缓。2) 原材料成本上涨风险。3) 新业务开展不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	12166.13	11096.78	11961.07	14904.67	17280.27
YoY (%)	39.08%	-8.79%	7.79%	24.61%	15.94%
归母净利润(百万元)	233.06	266.80	378.32	469.71	550.38
YoY (%)	64.49%	14.48%	41.80%	24.16%	17.18%
毛利率 (%)	12.54%	13.03%	13.01%	13.25%	13.30%
每股收益 (元)	0.19	0.22	0.31	0.38	0.44
ROE	8.51%	8.81%	11.06%	12.08%	12.40%
市盈率	25.24	22.05	15.55	12.53	10.69

资料来源: wind, 华西证券研究所

分析师: 徐林锋

邮箱: xulif@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

联系电话:

分析师: 戚志圣

邮箱: qizs@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100001

联系电话:

联系人: 杨维维

邮箱: yangww@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520080001

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	11096.78	11961.07	14904.67	17280.27	净利润	290.37	411.74	511.20	599.00
YoY (%)	-8.79%	7.79%	24.61%	15.94%	折旧和摊销	199.29	213.84	206.48	198.86
营业成本	9650.93	10405.04	12929.37	14981.48	营运资金变动	-117.16	49.66	-476.55	-351.09
营业税金及附加	51.25	57.34	70.58	82.17	经营活动现金流	391.07	693.92	268.48	474.13
销售费用	488.07	502.37	633.45	743.05	资本开支	-248.35	31.84	27.56	19.09
管理费用	406.83	430.60	536.57	622.09	投资	49.71	0.00	0.00	0.00
财务费用	74.05	13.90	-29.86	-46.94	投资活动现金流	-198.64	66.84	27.56	19.09
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	股权募资	29.87	0.00	0.00	0.00
投资收益	32.08	35.00	0.00	0.00	债务募资	-796.29	-733.00	0.00	0.00
营业利润	363.69	492.17	610.57	715.10	筹资活动现金流	-345.69	-776.70	-25.35	-25.35
营业外收支	-4.93	-2.00	-2.00	-2.00	现金净流量	-153.26	-15.94	270.69	467.87
利润总额	358.76	490.17	608.57	713.10	主要财务指标				
所得税	68.40	78.43	97.37	114.10	成长能力 (%)				
净利润	290.37	411.74	511.20	599.00	营业收入增长率	-8.79%	7.79%	24.61%	15.94%
归属于母公司净利润	266.80	378.32	469.71	550.38	净利润增长率	14.48%	41.80%	24.16%	17.18%
YoY (%)	14.48%	41.80%	24.16%	17.18%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.22	0.31	0.38	0.44	毛利率	13.03%	13.01%	13.25%	13.30%
资产负债表 (百万元)					净利率率	2.62%	3.44%	3.43%	3.47%
货币资金	511.93	495.99	766.68	1234.55	总资产收益率 ROA	4.10%	5.76%	6.14%	6.34%
预付款项	38.58	41.60	51.69	59.89	净资产收益率 ROE	8.81%	11.06%	12.08%	12.40%
存货	1082.22	1228.26	1526.25	1768.49	偿债能力 (%)				
其他流动资产	2699.26	2863.79	3601.47	4142.68	流动比率	1.65	2.05	2.10	2.21
流动资产合计	4332.00	4629.64	5946.08	7205.61	速动比率	1.22	1.49	1.55	1.65
长期股权投资	2.80	2.80	2.80	2.80	现金比率	0.19	0.22	0.27	0.38
固定资产	1243.29	999.87	764.25	534.87	资产负债率	49.45%	43.42%	44.73%	44.45%
无形资产	542.70	531.44	520.02	508.45	经营效率 (%)				
非流动资产合计	2180.32	1935.64	1699.60	1479.64	总资产周转率	1.64	1.83	2.10	2.12
资产合计	6512.31	6565.28	7645.68	8685.25	每股指标 (元)				
短期借款	733.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.22	0.31	0.38	0.44
应付账款及票据	1667.30	2018.67	2527.17	2921.03	每股净资产	2.45	2.76	3.14	3.58
其他流动负债	227.41	239.30	300.00	346.70	每股经营现金流	0.32	0.56	0.22	0.38
流动负债合计	2627.72	2257.97	2827.17	3267.73	每股股利	0.31	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	估值分析				
其他长期负债	592.61	592.61	592.61	592.61	PE	22.05	15.55	12.53	10.69
非流动负债合计	592.61	592.61	592.61	592.61	PB	1.64	1.72	1.51	1.33
负债合计	3220.33	2850.58	3419.78	3860.35					
股本	1169.52	1169.52	1169.52	1169.52					
少数股东权益	262.01	295.43	336.92	385.54					
股东权益合计	3291.98	3714.70	4225.90	4824.90					
负债和股东权益合计	6512.31	6565.28	7645.68	8685.25					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，8年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，4年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

杨维维：轻工行业分析师。2020年7月加盟华西证券，3年从业经验。厦门大学资产评估硕士，重庆大学管理学学士。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。