

永创智能 (603901.SH)

深度复盘：包装设备龙头是如何炼成的

核心观点：

- **业务领域：**设立并购子公司，包装设备龙头羽翼渐丰。2015 年公司拥有 8 家子公司，至 2020 年底子公司数量已经达到 26 家，2021 年公司再度纳入两家子公司，加速横向扩展产品品类与覆盖领域、纵向沿产业链向上下游延伸。
- **产品实力：**重视研发创新，软件系统为硬件设备充分赋能。公司研发投入规模与比例持续提升，不仅着力硬件设备研发，提升产品性能与效率，持续推出新品；同样重视软件技术，设立子公司北京先见与永创汇新分别从事机器视觉检测与智能制造系统的研发，以提升设备的智能化、柔性化程度与生产流程效率。
- **产能规模：**积极募集资金扩充产能，销售规模不断跃上新台阶。公司自上市以来三次募集资金用于扩充产能，分别为 2015 年首次公开发行、2018 年定增、2020 年可转债发行，为公司规模持续增长提供最基础的支撑。
- **龙头炼成：**智能整线产品力增强，单机设备持续占领市场。通过产品领域的拓展与产品力的打造，在产能扩张的支撑下，公司实现了跨越式增长，确立了包装设备行业的绝对龙头地位。如今公司标准单机设备以产量 CAGR 26.5% 的速度持续放量占据市场，智能包装生产线 ASP 由 2012 年的 75.6 万元/套增长至 161.8 万元/套。
- **盈利预测与投资建议：**基于公司在液态食品领域的持续拓展以及未来新产能的落地，我们认为公司有望维持高增长。可转债转股后对 EPS 有所摊薄，但能减轻财务负担，我们预计 2021-2023 年 EPS 分别为 0.57/ 0.71/ 0.87 元/股，给予 2021 年归母净利润 30 倍 PE，对应合理价值 17.02 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示：**下游需求风险；行业竞争加剧风险；毛利率下滑风险。

盈利预测：

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	1,871	2,020	2,482	3,018	3,643
增长率 (%)	13.3	8.0	22.8	21.6	20.7
EBITDA (百万元)	184	305	324	390	468
归母净利润 (百万元)	99	171	277	348	425
增长率 (%)	32.9	73.1	62.4	25.4	22.4
EPS (元/股)	0.22	0.39	0.57	0.71	0.87
市盈率 (P/E)	47.44	22.48	26.08	20.80	16.99
ROE (%)	6.8	11.1	14.9	15.8	16.2
EV/EBITDA	24.75	12.64	21.57	17.70	14.45

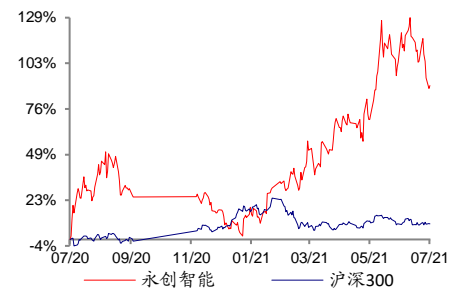
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	14.80 元
合理价值	17.02 元
前次评级	买入
报告日期	2021-07-20

相对市场表现



分析师：

代川



SAC 执证号：S0260517080007

SFC CE No. BOS186



021-38003678



daichuan@gf.com.cn

相关研究：

- 永创智能(603901.SH):21Q1 2021-04-28
业绩超预期，一季度净利率创新高
- 永创智能(603901.SH):收入 2021-04-27
增长不断加速，盈利能力大幅提升
- 永创智能(603901.SH):存量 2021-04-22
叠加增量需求，包装设备龙头成长加速

联系人：

范方舟

fanfangzhou@gf.com.cn

目录索引

一、内生外延，包装设备龙头羽翼渐丰.....	4
（一）设立并购子公司，加速扩展业务范围	4
（二）内生外延，产品品类愈发完备	5
二、重视研发，软件为硬件充分赋能	7
（一）重视研发投入，软件已形成平台化产品.....	7
（二）北京先见：从事机器视觉检测相关技术研发	8
（三）永创汇新：从事智能制造系统相关技术研发	9
三、产能扩张，为公司持续增长提供支撑	10
四、龙头炼成：智能整线产品力增强，单机设备持续占领市场	12
（一）产品与领域实现跨越，确立包装设备龙头地位.....	12
（二）智能整线产品力增强，单机设备持续占领市场.....	14
五、盈利预测与风险提示	16
（一）盈利预测与投资建议.....	16
（二）风险提示	17

图表索引

图 1: 永创智能子公司以及上市以来收并购的情况.....	4
图 2: 永创智能上市以来标准单机设备产品变化情况.....	6
图 3: 永创智能上市以来智能包装生产线服务领域变化情况.....	7
图 4: 公司研发费用及占收入比重.....	7
图 5: 包装机械主要上市公司 2020 年研发费用 (亿元) 及占收入比重.....	7
图 6: 永创智能软件技术和产品的发展.....	8
图 7: 北京先见在机器视觉检测领域给出的解决方案.....	9
图 8: 永创汇新资产及盈利情况.....	10
图 9: 永创智能三次募集资金扩张产能预计落地情况.....	12
图 10: 永创智能 2011-2021Q1 资本开支.....	12
图 11: 包装机械主要上市公司营业收入 (亿元)	14
图 12: 包装机械主要上市公司营业收入增速	14
图 13: 公司 2011-2020 各类产品营收占比及变动	15
图 14: 2012-2020 年营业总收入占比拆分	15
图 15: 2012-2020 年标准单机设备营收占比拆分	15
图 16: 2012-2020 年各产品产量情况	16
图 17: 2012-2020 年各产品单价情况	16
表 1: 永创智能子公司情况	5
表 2: 公司募集资金扩张产能情况	10
表 3: 上市以来包装设备公司产品品类变化.....	13
表 4: 上市以来包装设备公司下游领域变化.....	13
表 5: 永创智能可比公司 PE 估值情况可比 (市值统计截止 2021.07.20 收盘) .	16

一、内生外延，包装设备龙头羽翼渐丰

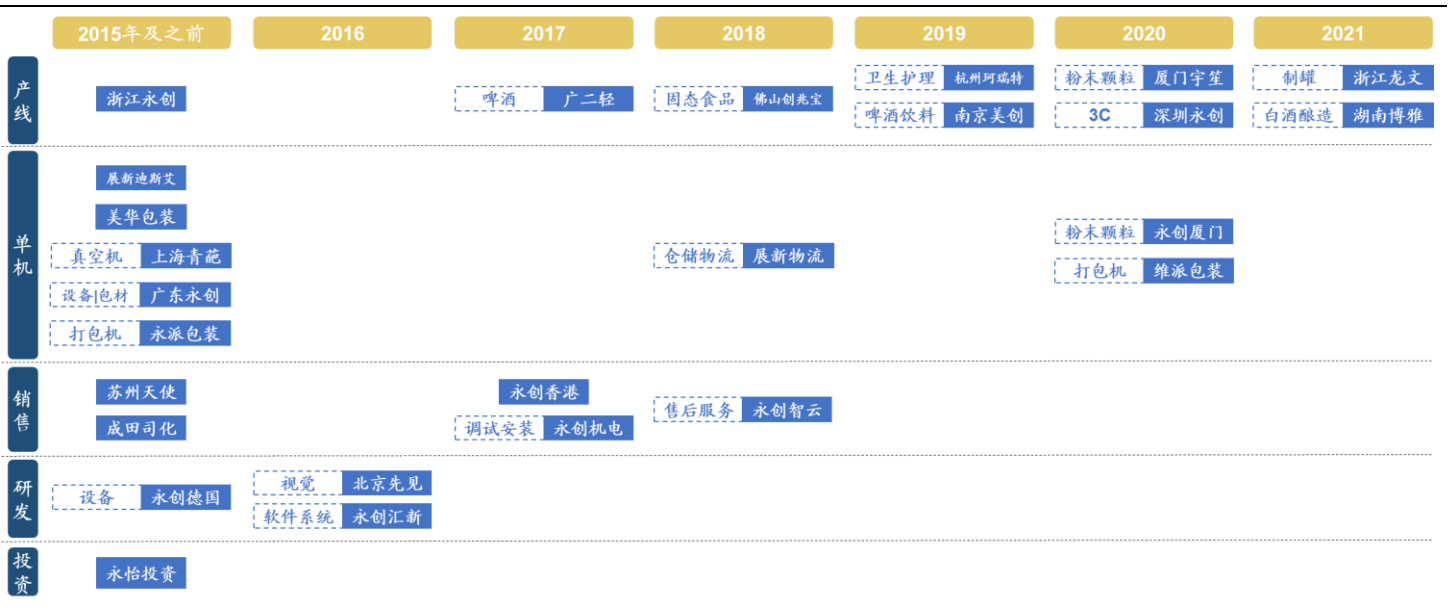
（一）设立并购子公司，加速扩展业务范围

公司控股子公司共28家以及3家孙公司，在横向不断扩大下游服务领域的同时，纵向沿产业链向上下游延伸。据2020年年报，公司合并财务报表范围已有26家，2021年再度新并购浙江龙文与湖南博雅，相较于2015年招股说明书中披露的8家控股子公司增长了两倍有余。公司的控股子公司在产业链横向与纵向两个方面为业务扩张提供助力，具体来看：

产业链横向方面，公司并购了广二轻、佛山创兆宝、湖南博雅等企业，完成了在啤酒灌装设备、固态食品包装设备、白酒酿造等新领域的布局；以及通过设立展新物流子公司开始研发仓储物流装备。此外，公司在2021年初通过并购浙江龙文实现向食品饮料包装的生产设备拓展，实现包装设备与包装材料制造设备在客户等方面的协同。

产业链纵向方面，在产业链上游，公司不仅拥有零部件和自动化机器人的制造能力，还通过并购设立子公司北京先见负责视觉技术研发，以及子公司永创汇新负责生产制造系统技术研发，为公司产品赋能，提升产品的智能化、柔性化水平；在产业链下游，设立了永创机电、永创智云专业从事包装机械的调试安装以及售后维修等服务，进一步完善公司包装设备全产业链各环节的服务能力。

图 1：永创智能子公司以及上市以来收并购的情况



数据来源：公司招股说明书，公司年报，天眼查，wind，广发证券发展研究中心

注：厦门宇笙是孙公司，由于其直接控股股东为永怡投资，因此将其算入子公司。

通常具备产线生产能力的子公司亦具有单机设备的生产能力。

公司2020年底26家控股子公司及浙江龙文具体的业务范围与盈利情况如下表所示。

表 1: 永创智能子公司情况

子公司	设立/并购时间	控股比例	主营业务范围	净利润 (万元)		
				2018	2019	2020
美华包装	2003.09	100%	包装设备的精加工及包装设备和包装材料的销售	575	222	166
展新迪斯艾	2009.04	90%	包装机械的生产和销售	206	83	215
苏州天使	2009.12	100%	包装设备与包装材料的销售和售后服务	-133	-86	9
佛山成田司化	2010.06	100%	包装设备及包装材料的销售和售后服务	236	25	119
上海青葩	2011.05	100%	真空包装机、食品机械的销售和售后服务	-1	-8	-1
浙江永创	2011.09	100%	包装设备的生产销售	1321	1641	3886
广东永创	2013.11	100%	包装机械、包装材料的生产、销售	-50	-38	-47
永创德国	2014.05	100%	包装设备的研发设计、销售和售后服务	-286	-279	-305
永怡投资	2015.08	100%	包装机械行业的股权投资	106	500	140
永派包装	2015.10	100%	包装机械及零配件、包装材料的研发、生产、销售	348	796	1017
北京先见	2016.07	100%	公司智能包装生产线产品上使用的图像采集、视觉检测、视觉系统集成等技术研发	-466	-466	-241
永创汇新	2016.08	100%	经营开发、升级与公司产品配套的智能制造系统	-658	-219	540
永创香港	2017.02	100%	开拓国际市场的窗口与国际化资本平台		0	
广二轻智能	2017.06	100%	制造、加工、销售、安装包灌装机、洗瓶机、杀菌机等一次包装设备	2455	1890	1723
永创机电安装	2017.12	100%	智能包装生产线、成套装备及机电设备的安装调试服务	54	94	15
永创智云维修	2018.09	100%	包装机械的销售、售后及技术服务	2	11	-27
永创展新物流	2018.09	100%	物流设备、配件的研发、生产、销售	0	3	-1
佛山创兆宝	2018.11	80%	食品包装机械的研发设计、生产、销售，公司借此完善在食品包装设备领域的布局	1352	1464	1663
杭州柯瑞特	2019.03	100%	一次性卫生护理用品（纸尿裤、拉拉裤、护理垫、卫生巾等）成套生产设备研发生产销售		-353	346
南京美创	2019.05	100%	饮料、啤酒等液态食品加工灌装设备的研发生产销售，公司在该领域向加工设备延伸		-234	-450
厦门宇笙	2020.06	90%	粉末颗粒食品包装设备的研发生产销售			
深圳永创	2020.06	100%	3C、保健品等行业的包装设备的研发、生产、销售			
永创厦门	2020.10	75%	粉末、颗粒食品包装设备的研发、生产、销售			-25
维派包装	2020.12	100%	手提式包装设备、电动、气动工具的研发、生产、销售			-5
湖南博雅	2021.03	80%	白酒酿造生产设备的制造			
浙江龙文	2021.04	74.63%	专业研发、设计和制造全系列自动食品包装设备及金属制罐机械，公司借此向食品饮料包装的生产设备延伸			

数据来源: Wind, 天眼查, 广发证券发展研究中心

注: 厦门宇笙为孙公司, 由于其直接控股股东为永怡投资, 因此将其算入子公司。

(二) 内生外延, 产品品类愈发完备

据2020年年报, 公司设备产品涵盖标准单机设备(具体分为成型装填封口系列设备、捆扎码垛缠绕系列设备、贴标打码系列设备)、智能包装生产线等包装设备, 以及包装材料等。包装设备覆盖面持续扩大, 自动化、智能化趋势明显。

公司通过内生外延持续拓展包装设备品类覆盖范围。公司依靠自研技术, 以及消化并购子公司技术, 对原有产品进行更新迭代, 提高了其包装设备的自动化与智能化

水平，建立起完备的产品体系，根据公司2020年年报，公司目前主要产品涉及40个产品种类、400多种规格型号。

公司自身的成长叠加对外并购加速了公司产品系列的拓展：

据公司年报中披露的经营计划，2015-2019年公司在工业机器人项目保持投入、坚持技术创新，加之2017年5月并购广二轻后，经过一年时间的技术消化与前期长时间在工业机器人等研发领域的投入，**2018年公司的产品品类发生了较大变化**，出现了灌装封口机、全自动打包机、库卡机器人等新的标准单机设备产品，以及啤酒、白酒的智能包装生产线；

在2018年11月并购佛山创兆宝之后，2019年公司智能包装生产线的服务领域覆盖了固态食品；

2020年6月并购厦门宇笙后，2020年公司智能包装生产线的覆盖行业则覆盖了颗粒、粉末等固态食品。

公司上市以来历年标准单机设备与智能包装生产线的变化如下图所示，单机产品品类逐渐增加；智能产线的应用领域围绕食品领域不断拓展。

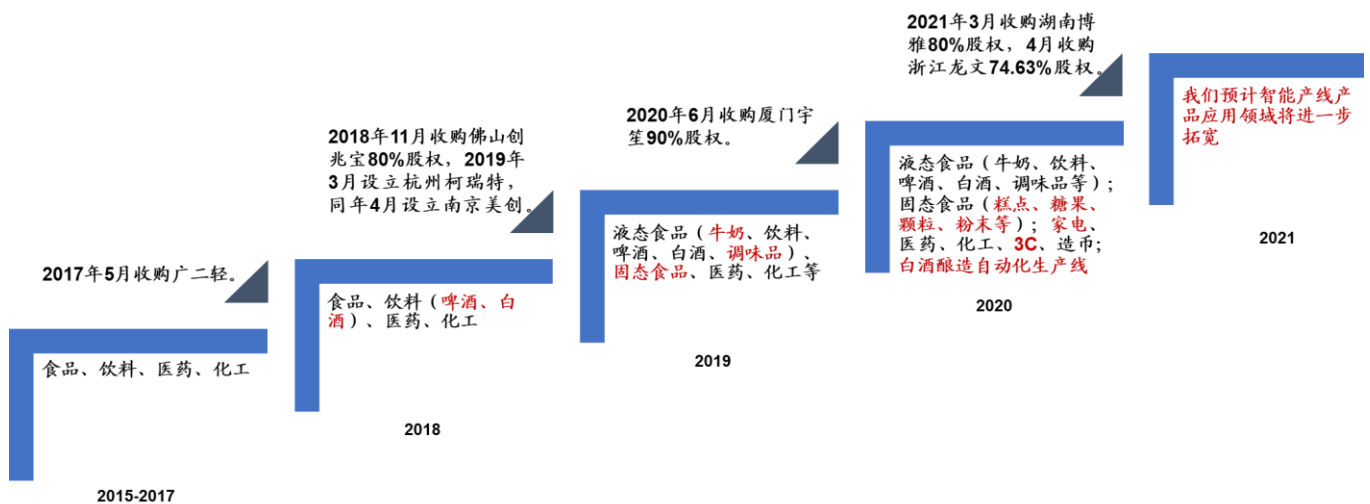
图 2：永创智能上市以来标准单机设备产品变化情况



数据来源：公司招股说明书，公司年报，广发证券发展研究中心

注：黄色字体部分为逐年年报中相较于前一年新出现的机器，我们判断其中一部分为新研制的设备，另一部分可能为之前未放入年报中或仅名称修改的设备。

图 3：永创智能上市以来智能包装生产线服务领域变化情况



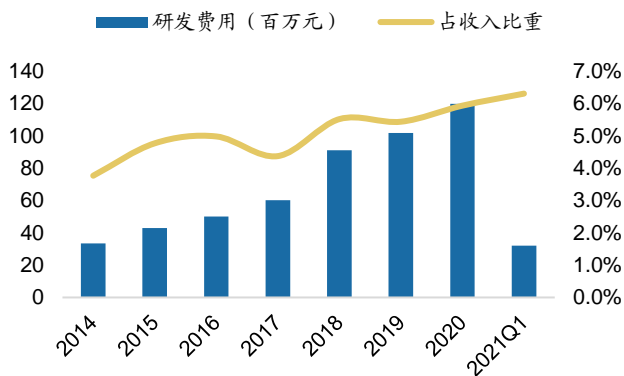
数据来源：公司招股说明书，公司年报，天眼查，广发证券发展研究中心

二、重视研发，软件为硬件充分赋能

（一）重视研发投入，软件已形成平台化产品

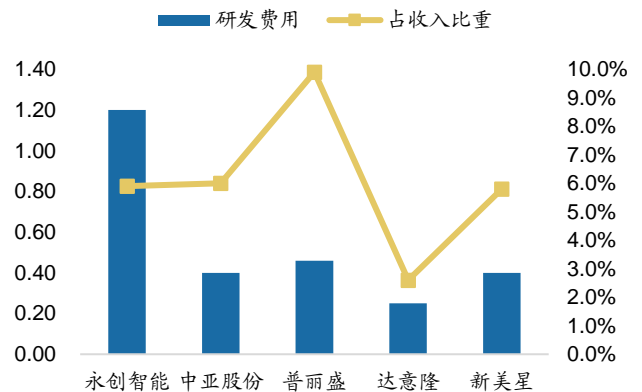
永创智能重视技术创新，研发投入规模远高于同行。一直以来，公司研发费用投入保持增长，占比也在不断提升，至2020年公司研发费用已达到1.2亿元，占总收入的5.9%，研发人员占比不断上升，2020年达22%。与同行业的中亚股份、普丽盛等相比，公司的研发投入规模明显较高。

图 4：公司研发费用及占收入比重



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 5：包装机械主要上市公司2020年研发费用（亿元）及占收入比重



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：普丽盛近几年收入波动下滑，因此研发投入相对而言占比明显较高

与同行其他企业不同的是，永创智能大规模的研发投入不仅用于包装设备硬件性能

的提升，同样用于软件技术的开发。根据永创智能2020年年报，公司目前已形成系列软件产品，包括智能设备人机交互系统、产线控制系统、AI视觉检测系统、生产过程控制系统、生产执行管理系统、产品追溯系统等一系列软件系统，以及搭载以上成熟软件系统模块的平台型产品DMC平台。

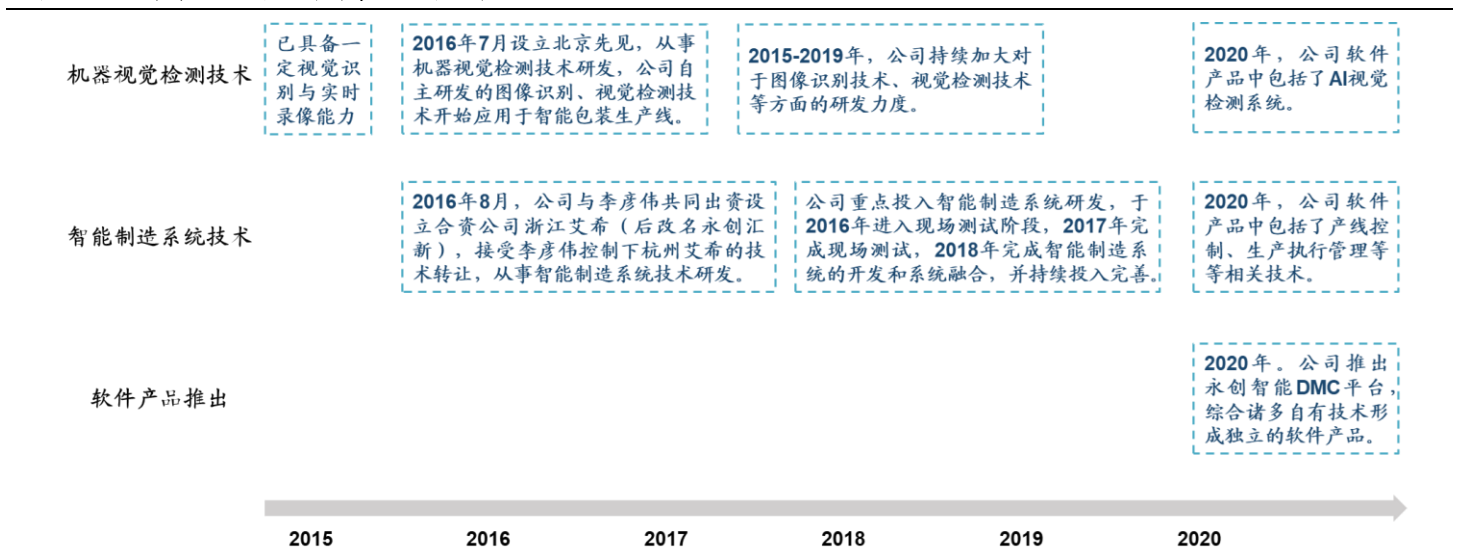
公司在软件领域的研发投入由来已久。据招股说明书，2015年时公司已在工业机器人应用的基础上完成了机器人本体结构的初步设计和小试生产，能够基于数控系统软件平台为客户制定个性化的操控系统，将本体结构、操控系统与外购的伺服电机和减速机等电气元器件进行系统集成，初步具备了工业机器人在物料归集、装箱、码垛等包装环节的应用能力，并已取得计算机软件著作权8项。

机器视觉检测技术领域，据招股说明书与历年年报，公司在上市时已具备一定视觉识别与实时录像能力，并于2016年7月设立子公司北京先见专业从事相关技术研发；2015-2019年也一直着重于研发图像识别技术机器视觉检测技术；

在智能制造系统技术领域，公司于2016年8月与李彦伟合资设立子公司浙江艾希（现名永创汇新），承接杭州艾希的技术转让并专业从事相关技术研发；

在各类技术逐渐成熟的基础上，公司于2020年推出平台型软件产品——永创DMC平台，集成了公司自有的机器视觉检测、智能制造系统等多种模块技术，公司软件系统产品转变为成熟的产品品类，我们认为未来有望在与公司包装设备深度绑定，赋能其智能化、柔性化程度的同时，成为公司主营业务中一个新的增长极。

图 6：永创智能软件技术和产品的发展



数据来源：公司招股说明书，公司年报，广发证券发展研究中心

（二）北京先见：从事机器视觉检测相关技术研发

北京先见全名为北京先见科技有限公司，2016年设立于北京，从事机器视觉检测技术研发。据公司公告，公司以自有资金出资2000万元设立北京先见全资子公司，于2016年7月14日完成工商注册。

机器视觉技术可显著提升智能包装生产线的柔性和高效率，从而赋能硬件设备。据公司公告，公司设立北京先见的目的是在原有技术的基础上进一步优化公司研发资源配置加快公司在图像采集分析、机器视觉检测技术、视觉系统集成方面的研发应用。其中采用的视觉检测技术为国际上通用的开源技术，同时也借鉴知名商业视觉库技术，通过工业相机拍摄产品图像与标准产品图像进行比对以识别被包装物缺陷，类似于违章车牌识别。这些技术可用于对被包装物进行检测、识别、分拣和定位等，从而提升智能包装生产线的柔性和高效率，有助于公司产品智能化升级，进一步增强公司产品市场竞争力，提高公司盈利能力。

北京先见在赋能公司智能包装生产线的同时，对外提供相关解决方案。据北京先见官网资料，北京先见一方面帮助母公司实现了前道包装生产线上的全自动视觉检测方案，提高了生产线的质量可追溯性和自动化程度；另一方面向电子、物流、医药等行业提供机器视觉解决方案，客户包括海信、海尔、澳柯玛、华为等，如向海信提供液晶屏质量检测服务，解决方案具体如下图所示。

图 7：北京先见在机器视觉检测领域给出的解决方案



数据来源：北京先见官网，广发证券发展研究中心

（三）永创汇新：从事智能制造系统相关技术研发

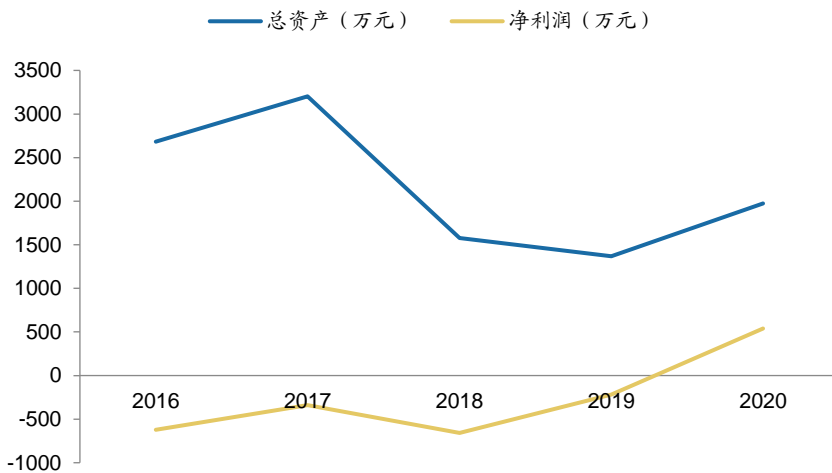
永创汇新全名为浙江永创汇新网络科技有限公司，前身为浙江艾希，从事智能制造系统的研发经营与升级配套。据公司公告，永创智能与李彦伟于2016年7月13日签署《投资合作协议》，约定双方各出资2100万元与400万元设立合资公司浙江艾希，永创智能持有该公司60%的股权，接受李彦伟个人及其控制的杭州艾希计算机科技有限公司（产品包括艾希离散生产MES管理系统、艾希流程型生产MES管理系统等）转让所持有的与合资公司主营业务相关的资产，2016年10月11日永创智能再次公告通过浙江艾希以1241.75万元收购杭州艾希相关资产。2018年6月30日永创智能签订协议受让浙江艾希其余40%股权，同年浙江艾希改名为永创汇新。

公司持续对智能制造系统投入研发，相关技术渐趋专业化。据公司历年年报数据，

公司依托永创汇新（原浙江艾希）进行智能制造系统技术研发，2016年已开发形成了质量管理体系、物流追溯系统、供应链管理系统、采购系统、库存系统、生产管理系统、预算管理系统、MES系统等模块，实现生产排程、物料和能源管理、生产控制、库存管理、维修管理、质量保证等功能的智能系统，并已进入现场测试阶段，该系统的研发成功使得公司具备为下游客户提供整体智能制造解决方案的能力；2017年公司继续增加投入，形成了用于食品、医药行业的相关系统，且已完成现场测试，短期即可实现营收；2018年公司完成智能制造系统的开发和系统融合；及至2020年，公司整合了已有了软件技术推出智能化软件系统“永创智能DMC平台”，包括智能装备人机交互系统、生产过程控制系统、生产执行管理系统等等，开拓出公司的软件市场，为公司的发展翻开了新的一页。

永创汇新资产变轻，2020年实现扭亏为盈。2018年永创汇新总资产有明显下滑，我们推测当年实现全资控股后公司对永创汇新之前的低效资产进行了处置和剥离，优化其资产质量。2016-2019年永创汇新连续亏损，2019年亏损额收窄到219万元，并于2020年扭亏为盈至540万元，我们认为这主要由于公司对永创汇新实现全资控股后，永创汇新技术研发方向与公司设备产品配套的协同性更强，以及形成平台型产品后，公司正式从永创汇新采购的产品增加。未来随着DMC平台的进一步优化完善以及公司智能装备产线产品规模的增长，永创汇新业绩规模有望同步扩大。

图 8: 永创汇新资产及盈利情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

三、产能扩张，为公司持续增长提供支撑

公司上市以来共有三次募集资金扩张产能。具体投入项目信息如下。

表 2: 公司募集资金扩张产能情况

公告时间	公告内容	项目名称	投资总额 (万元)	募集投入资金 (万元)	实施主体
2015-05-19	IPO	年产 30000 台 (套) 包装设备建设项目	25000	18050	浙江永创
		企业技术中心建设项目	3200	3200	永创智能

		偿还银行贷款及补充流动资金	15000	14464	永创智能
		合计	43200	35714	
2018-02-08	定增	智能包装装备扩产项目	59598	45471	永创智能
		补充流动资金项目	16043	16043	永创智能
		合计	75641	61513	
2019-12-19	可转债募集	年产 40000 台（套）包装设备建设项目	54830	35856	浙江永创
		补充流动资金项目	15362	15362	永创智能
		合计	70192	51217	

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

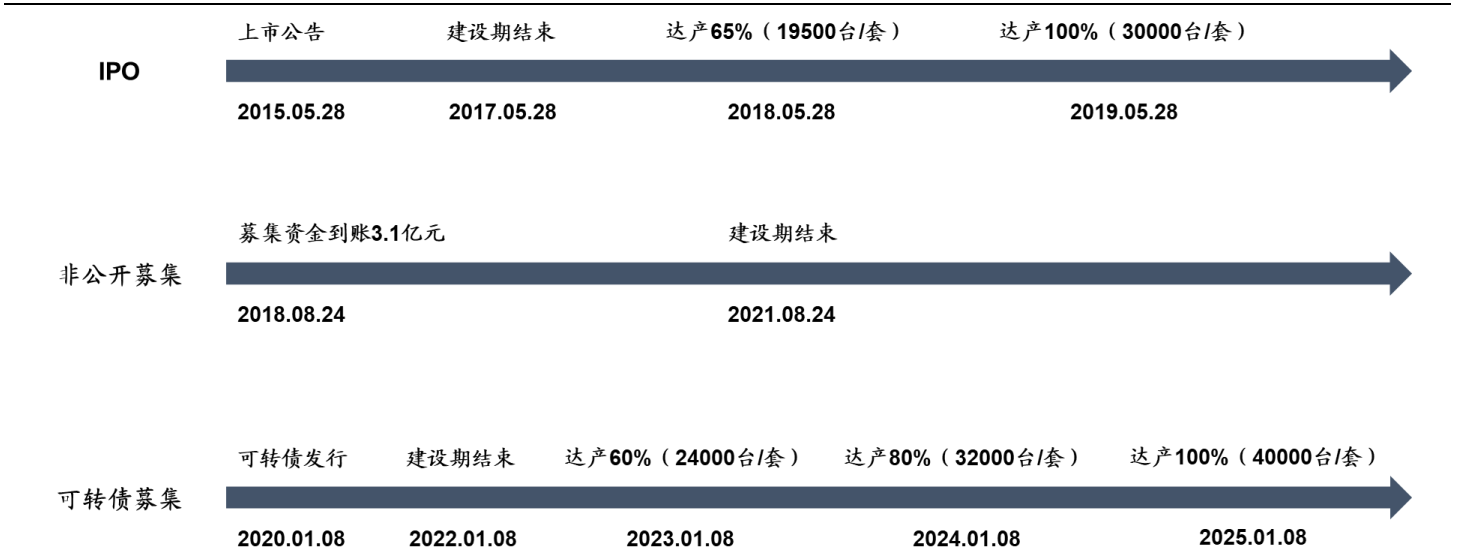
2015年首次公开发行募投项目中的年产30000台（套）包装设备建设项目建设地点为杭州市余杭区，建设年产包装设备30000台/套的生产能力，其中成型装填封口系列设备8500台/套、捆扎码垛缠绕系列设备21000台/套、贴标打码系列设备150台/套、智能包装生产线350台/套。

2018年定增的募投项目智能包装装备扩产项目建设地点为杭州市西湖科技园区，项目建设期3年，建成后形成年产600台串联机器人、600台并联机器人、20台直线式灌装机、40台旋转式灌装机和60台开装封设备的生产能力。预计实现新增年均销售收入83600万元，实现利润总额13579万元，税后投资内部收益率为15.3%，税后投资回收期为8.6年（含建设期3年）。

2019年可转债募投项目中的年产40000台（套）包装设备建设项目建设地点为杭州市余杭区兴国路392号，项目建设期2年，项目建成并全部达产后将增加包装设备产能40000台（套），其中达产第一年达产率为60%，达产第二年达产率为80%，达产第三年开始达产率为100%。预计实现新增年均销售收入77842.00万元，实现利润总额11232万元，税后投资内部收益率为12.9%，税后投资回收期为8.9年（含建设期2年）。

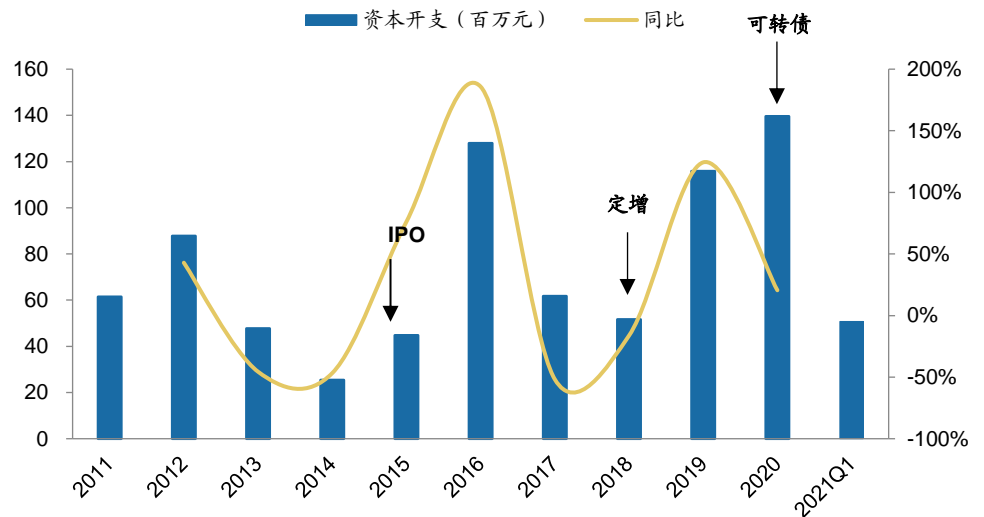
公司三次募集资金扩张产能预计落地情况如下所示，伴随募投项目的建设，公司资本开支亦在2016年与2019-2021年达到高峰，未来随着募投项目产能的逐步爬坡，公司业务规模的扩张将得到更充分的支撑。

图 9: 永创智能三次募集资金扩张产能预计落地情况



数据来源: 公司招股说明书, 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 10: 永创智能2011-2021Q1资本开支



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

四、龙头炼成: 智能整线产品力增强, 单机设备持续占领市场

(一) 产品与领域实现跨越, 确立包装设备龙头地位

通过产品领域的不断拓展以及产品力的持续打造, 在持续扩张的产能的支撑下, 公司实现了跨越式增长, 产品和领域的覆盖面皆实现显著提升, 与同行拉开差距, 确立了包装设备行业的绝对龙头地位。

对比永创与其他包装设备上市公司，永创的产品与下游领域的覆盖范围扩张更为明显，其次为新美星：

表 3：上市以来包装设备公司产品品类变化

永创智能	标准单机设备变化：灌装封口机、杀菌机、洗瓶机、气调包装机、立式包装机、装箱机器人、全自动捆扎机、半自动捆扎机、手提打包机、裹包机、输送线、码垛机器人
	智能包装生产线变化：覆盖领域增添液态食品（牛奶、饮料、啤酒、白酒、调味品等）、固态食品（糕点、糖果、颗粒、粉末等）、家电、3C 等，同时增加了白酒酿造自动化生产线
	软件系统变化：永创智能 DMC 平台（智能装备人机交互系统、产线控制系统、AI 视觉检测系统、生产过程控制系统、生产执行管理系统、产品追溯系统）
	包装材料变化：PET 捆扎带
中亚股份	罐装封口设备变化：真空负压式灌装设备、电子称重式灌装设备、容积式灌装设备、流量计式灌装设备
	后道智能包装设备：未见明显变化
	中空容器吹塑设备：未见明显变化
达意隆	无人零售设备变化：综合食品智能售货机、履带式 and 链板式智能售货机、智能便利柜
	灌装生产线变化：水处理、饮料前处理系统、吹灌旋三合一机系列、吹贴灌旋四合一机系列
	全自动高速 PET 瓶吹瓶机：未见明显变化
新美星	二次包装设备变化：贴标系列、输送系列
	吹灌旋一体机变化：无菌吹灌旋一体机、瓶装水吹灌旋一体机、大包装水吹灌旋一体机、超洁净吹灌旋一体机、碳酸饮料吹灌旋一体机、热灌装吹灌旋一体机、非饮料吹灌旋一体机
	前处理系统：未见明显变化
	吹瓶系统：未见明显变化
普丽盛	灌装系统变化：PET 啤酒灌装机、调味品灌装机、超洁净灌装机、酒类灌装机、日化品灌装机、食用油灌装机
	二次包装系列设备变化：输送系统、温瓶机、倒瓶杀菌机、喷淋杀菌机、膜包机、纸箱裹包机、分拣机器人、龙门码垛机等
	灌装机系列设备：未见明显变化
	前处理系列设备：未见明显变化
普丽盛	纸铝复合无菌包装材料：未见明显变化
	浓缩干燥设备：未见明显变化

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

注：仅统计 2020 年年报相对于招股书产品品类的差异，可能存在公司未将新的具体产品写入年报的情况

表 4：上市以来包装设备公司下游领域变化

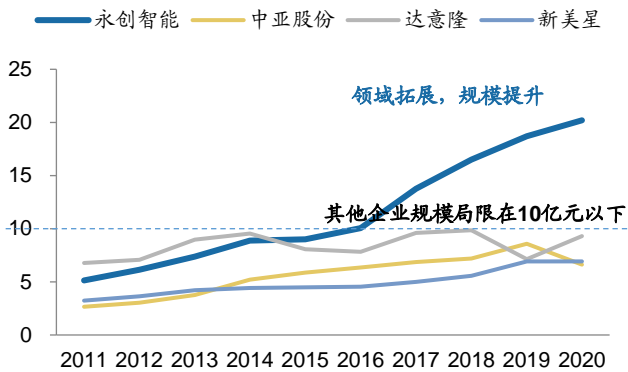
	上市时覆盖的下游领域	至 2020 年新增覆盖领域
永创智能	标准单机设备覆盖较广，智能包装生产线应用于食品、饮料、医药、化工等行业	智能包装生产线领域增加液态食品（牛奶、饮料、啤酒、白酒、调味品等）、固态食品（糕点、糖果、颗粒、粉末等）、家电、3C 等
中亚股份	乳品、食用油脂、饮料、日化、医疗健康等液态食品制造行业	未有明显变化
达意隆	上市时下游客户主要为饮料制造业	高黏度流体包装机械、后段智能自动化包装机械（在食品、乳业、日化行业、玩具、电子以及塑料行业等均有应用）
新美星	饮料制造业、食用油及调味品制造业、酒类制造业等液态食品制造业	乳品、日化品
普丽盛	饮料、乳制品等液态食品制造业	未有明显变化

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

注：仅统计 2020 年年报相对于招股书覆盖范围的差异，可能存在公司未将下游领域的变化写入年报的情况

近十年，永创成为行业上市公司中唯一一家营收规模增长无回撤的公司。2020年，公司收入规模已经达到20亿元以上，而同行其他企业规模皆未能突破10亿元。

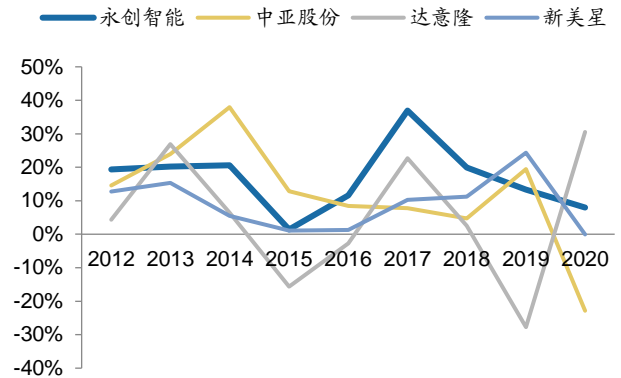
图 11: 包装机械主要上市公司营业收入 (亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 由于普丽盛近几年营收规模下滑, 出现亏损, 因此不纳入对比

图 12: 包装机械主要上市公司营业收入增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

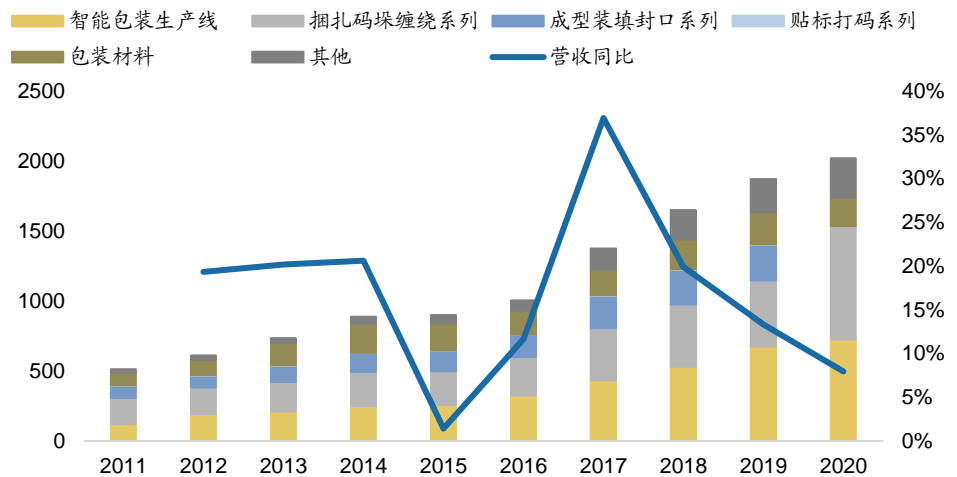
注: 由于普丽盛近几年营收规模下滑, 出现亏损, 因此不纳入对比

(二) 智能整线产品力增强, 单机设备持续占领市场

从这些年公司内部收入结构的变化来看, 智能包装生产线营收占比稳步上升。据公司年报显示, 2011-2020年智能包装生产线在营业总收入中占比由23.8%上升到35.9%, 而标准单机设备与包装材料在营业总收入中占比由53.9%、17.2%分别下降到40.2%、10.0%。

在标准单机设备内部, 各系列产品占比相对稳定, 一次包装的单机设备占比增加。贴标打码系列产品占比常年保持在1.0%以下, 我们认为这主要由于贴标打码产品一般是在包装外壳上贴标打码, 多配套其他包装设备共同使用, 因此或与公司智能产线配套售卖较多; 而成型装填封口系列与捆扎码垛缠绕系列在标准单机设备中的占比分别由32.6%、66.4%变化到34.7%、64.7%, 作为一次包装设备的成型装填封口产品占比有所增加, 二次包装的捆扎码垛虽规模在增长, 但占比相对有所减少。

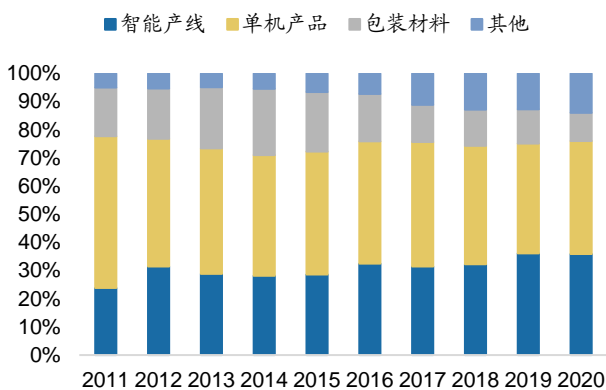
图 13: 公司2011-2020各类产品营收占比及变动



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

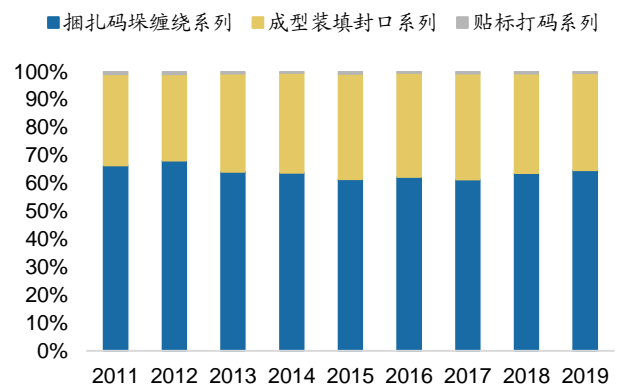
注: 2020年的捆扎码垛缠绕系列产品数据为单机整体规模数据

图 14: 2012-2020年营业总收入占比拆分



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 15: 2012-2020年标准单机设备营收占比拆分



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

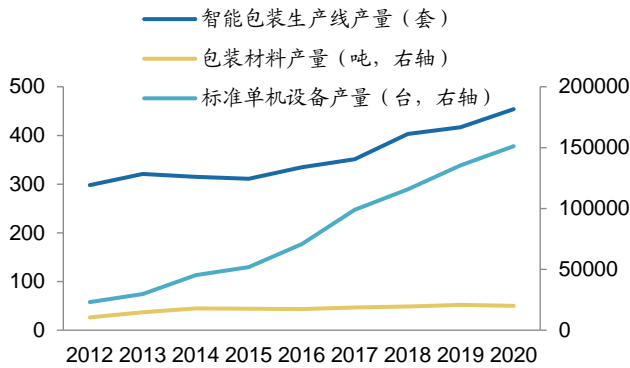
标准单机设备产量CAGR 26.5%，充分体现竞争力，助力公司快速提升客户覆盖面。据公司年报显示，自2012年至2020年，公司标准单机设备产量由2.31万台/年增长至15.12万台/年，年复合增长率为26.5%，充分体现了公司单机产品的竞争力；标准单机设备单价由1.17万元/台下降到0.54万元/台，整体规模已增长至8亿元以上。我们认为这主要由于公司价格相对较低的小型单机设备实现快速增长，销售数量的快速增长有利于公司产品覆盖范围的快速铺开，也是公司能够实现为多行业万余家客户提供产品及服务（根据2020年年报）的重要因素，助力公司与下游更多的客户建立合作关系，为未来潜在的智能产线需求铺路。

智能包装生产线产品力增强，产量及单价均稳步上涨。公司智能包装生产线产量由2012年的298套/年增长至2020年的454套/年，虽每年智能产线条数增长较慢，但其单价由2012年的75.63万元/套上升到2020年的161.80万元/套，我们认为这主要依靠公司技术的进步和设备品种的不断增长，通过持续智能自动化、柔性化提升产品附

加值,同时单条产线所连线的单机设备数量增加,所能实现的包装功能越来越丰富,销售单价有了翻倍的增长。

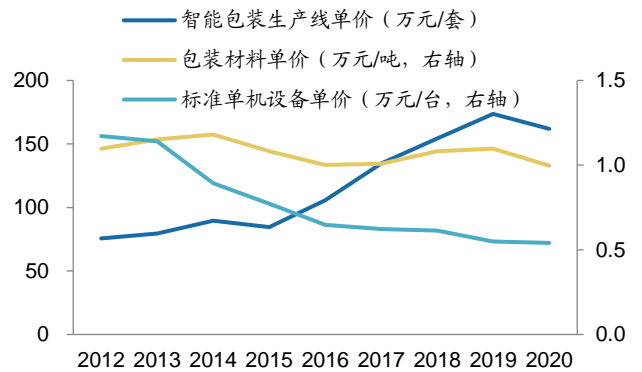
未来,我们认为公司产品的协同性将进一步体现,随着产品品类和应用领域的持续扩张,产品力持续提升,单机设备的竞争优势和覆盖范围将进一步扩大,为公司的智能产线产品的发展带来丰富的客户资源,提供各行业的前沿需求信息以及奠定公司产品的良好口碑,助力公司实现持续性增长。

图 16: 2012-2020年各产品产量情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 17: 2012-2020年各产品单价情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

五、盈利预测与风险提示

(一) 盈利预测与投资建议

盈利预测与投资建议: 基于公司在液态食品领域的持续拓展以及未来新产能的落地,我们认为公司有望维持高增长。可转债转股后对EPS有所摊薄,但能减轻财务负担,我们预计2021-2023年EPS分别为0.57/ 0.71/ 0.87元/股,给予2021年归母净利润30倍PE,对应合理价值17.02元/股,维持“买入”评级。

表 5: 永创智能可比公司 PE 估值情况可比 (市值统计截止 2021.07.20 收盘)

公司名称	公司代码	业务类型	市值 (亿元)	净利润 (亿元)			PE 估值水平		
				2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
弘亚数控	002833.SZ	家具装备	101.88	3.50	4.82	6.50	29.11	21.14	15.67
拓斯达	300607.SZ	通用自动化	82.62	5.20	5.08	6.37	15.90	16.26	12.97
埃斯顿	002747.SZ	通用自动化	330.74	1.28	2.85	4.22	258.92	116.05	78.37
博实股份	002698.SZ	通用自动化	126.59	4.05	5.46	6.77	31.23	23.19	18.70
杰克股份	603337.SH	纺织机械	111.11	3.14	6.67	8.42	35.42	16.66	13.20

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

（二）风险提示

下游需求风险。若宏观经济走势造成我国经济增长进一步下滑，下游占比较大的食品饮料行业需求进一步萎缩，将导致其新增固定资产投资减少，从而可能会对公司的生产经营带来不利影响。

包装专用设备行业竞争加剧风险。随着行业中一些小型企业的成长，以及重组兼并，使得市场竞争的加剧，可能会影响产品的销售价格等，从而导致毛利的下降。

毛利率下滑风险。公司产品的原材料中，钢材和塑料颗粒的价格大幅波动，或对公司的毛利率和经营业绩的稳定性将产生一定影响。

资产负债表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2,765	2,848	2,955	3,551	4,261
货币资金	951	765	651	758	902
应收及预付	415	461	551	670	808
存货	1,113	1,314	1,396	1,694	2,041
其他流动资产	285	308	357	429	510
非流动资产	786	901	1,014	1,137	1,278
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	364	399	459	534	634
在建工程	4	3	6	9	12
无形资产	111	167	212	252	286
其他长期资产	308	331	336	341	346
资产总计	3,551	3,749	3,969	4,688	5,539
流动负债	1,649	1,788	1,666	2,016	2,422
短期借款	311	378	0	0	0
应付及预收	1,187	639	1,536	1,865	2,249
其他流动负债	151	771	130	150	173
非流动负债	448	408	418	433	443
长期借款	73	7	17	32	42
应付债券	372	396	396	396	396
其他非流动负债	3	6	6	6	6
负债合计	2,097	2,196	2,084	2,449	2,866
股本	439	439	489	489	489
资本公积	427	409	409	409	409
留存收益	504	645	922	1,270	1,695
归属母公司股东权益	1,439	1,531	1,857	2,205	2,630
少数股东权益	15	21	27	34	43
负债和股东权益	3,551	3,749	3,969	4,688	5,539

现金流量表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	167	344	353	237	293
净利润	101	171	283	355	434
折旧摊销	46	54	40	39	40
营运资金变动	-17	42	35	-140	-159
其它	36	77	-5	-17	-22
投资活动现金流	-126	-158	-126	-133	-147
资本支出	-116	-138	-149	-158	-178
投资变动	-25	-78	0	0	0
其他	15	59	22	25	31
筹资活动现金流	539	-332	-340	2	-3
银行借款	925	553	-368	15	10
股权融资	0	30	49	0	0
其他	-386	-915	-22	-13	-13
现金净增加额	580	-149	-114	107	144
期初现金余额	325	905	765	651	758
期末现金余额	905	756	651	758	902

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	13.3%	8.0%	22.8%	21.6%	20.7%
营业利润增长	38.3%	65.2%	66.0%	27.2%	22.4%
归母净利润增长	32.9%	73.1%	62.4%	25.4%	22.4%
获利能力					
毛利率	29.2%	32.6%	31.5%	31.7%	31.9%
净利率	5.4%	8.5%	11.4%	11.8%	11.9%
ROE	6.8%	11.1%	14.9%	15.8%	16.2%
ROIC	5.3%	9.7%	10.8%	11.5%	12.0%
偿债能力					
资产负债率	59.1%	58.6%	52.5%	52.2%	51.7%
净负债比率	144.2%	141.5%	110.6%	109.4%	107.2%
流动比率	1.68	1.59	1.77	1.76	1.76
速动比率	0.98	0.81	0.92	0.90	0.90
营运能力					
总资产周转率	0.53	0.54	0.63	0.64	0.66
应收账款周转率	4.75	4.89	4.87	4.87	4.87
存货周转率	1.68	1.54	1.78	1.78	1.79
每股指标 (元)					
每股收益	0.22	0.39	0.57	0.71	0.87
每股经营现金流	0.38	0.78	0.72	0.49	0.60
每股净资产	3.28	3.48	3.80	4.51	5.38
估值比率					
P/E	47.44	22.48	26.08	20.80	16.99
P/B	3.25	2.51	3.89	3.28	2.75
EV/EBITDA	24.75	12.64	21.57	17.70	14.45

利润表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,871	2,020	2,482	3,018	3,643
营业成本	1,324	1,361	1,699	2,061	2,483
营业税金及附加	14	14	17	21	26
销售费用	202	163	199	241	291
管理费用	91	112	139	169	204
研发费用	102	120	144	175	211
财务费用	8	35	8	-1	-4
资产减值损失	-17	-32	-5	-1	-1
公允价值变动收益	2	-1	0	0	0
投资净收益	3	24	27	30	36
营业利润	116	192	319	405	496
营业外收支	0	-2	5	0	0
利润总额	116	190	323	405	496
所得税	14	18	40	51	62
净利润	101	171	283	355	434
少数股东损益	3	1	6	7	9
归属母公司净利润	99	171	277	348	425
EBITDA	184	305	324	390	468
EPS (元)	0.22	0.39	0.57	0.71	0.87

广发机械行业研究小组

- 代川：首席分析师，中山大学数量经济学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 周静：资深分析师，上海财经大学会计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 孙柏阳：资深分析师，南京大学金融工程硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 朱宇航：资深分析师，上海交通大学机械电子工程硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 王振：研究助理，南京大学法学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 范方舟：研究助理，中国人民大学国际商务硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 樊建岐：浙江大学工学学士、硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 王宁：北京大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港德辅道中189号李 宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。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。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。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，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。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，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。