

永创智能 (603901)

报告日期: 2021年9月20日

智能包装设备龙头, 受益白酒、低温奶新增市场需求  
——永创智能深度报告

投资要点

□ 公司为智能包装机械龙头, 过去10年归母净利润CAGR为15%

公司三大主营业务为智能包装生产线、标准单件设备、包装材料; 2020年公司实现营收20.2亿元, 归母净利润1.7亿元, 分别同比增长8%、73%; 2011-2020年公司营收、归母净利润CAGR分别约16%、15%; 受益于白酒技改爆发与低温奶渗透率提高带来的增量市场, 未来公司业绩有望延续高增长。

□ 预计到2025年中国包装机械市场规模将达750亿元, 复合增速约10%  
2020年中国市场规模约410亿元, 过去10年CAGR为6.5%, 增速领先全球。根据国家统计局数据, 2020年国内包装机械制造业实现营业收入约410亿元, 2011-2020年CAGR为6.5%, 增长速度领先同期全球水平(4.7%)。

预计国内市场未来5年CAGR近13%, 2025年将增长至754亿元。2019年国内包装设备机械终端应用领域中食品饮料合计占比为54%; 未来随着白酒技改的深入和低温奶渗透率提升, 包装自动化需求将持续扩张, 并呈现加速态势。

1) 白酒技改: 预计未来5年平均每年投入金额50-60亿元。过去2-3年国内主要酒企开始智能化改造, 包装相关技改规划投资已超400亿元, 周期涵盖未来5年; 白酒智能化包装的难点在于个性化与定制化, 内资品牌有望弯道超车。

2) 奶制品包装: 预计2025年需求达72亿元。5年CAGR为20%。目前奶制品包装机械需求中常温奶市场较大, 但低温奶增速较高, 未来随着低温奶渗透率进一步提高, 对应的包装机械需求规模将扩大。

□ 预计未来5年国内包装机械进口额合计近700亿元, 进口替代空间大

我们预计未来5年进口包装机械市场规模合计近700亿元, 进口占比逐步从25%下降至20%。参考全球龙头利乐、克朗斯、KHS等发展之路, 公司在研发投入、兼并收购、大客户等方面有相似之处, 国产替代大势所趋下将率先受益。公司可转债项目加速4万台套包装设备扩产, 为持续发展提供支撑。

□ 盈利预测与估值

预计公司2021-2023年营收分别为25.6/32.3/39.2亿元, 同比增长27%/26%/21%; 归母净利润分别为2.7/3.6/4.7亿元, 同比增长58%/33%/32%, 对应PE为25/19/14倍。给予“买入”评级。

□ 风险提示

1) 下游行业景气度不及预期, 固定投资增速放缓; 2) 行业竞争加剧, 爆发价格战; 3) 钢材、塑料颗粒、铝等原材料价格大幅波动

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	2020	2556	3231	3919
(+/-)	8%	27%	26%	21%
净利润	171	270	358	473
(+/-)	73%	58%	33%	32%
每股收益(元)	0.39	0.61	0.82	1.08
P/E	40	25	19	14
ROE	11%	16%	18%	20%
PB	4.4	3.7	3.2	2.7

评级

买入

上次评级

首次覆盖

当前价格

¥15.5

单季度业绩

元/股

2Q/2021

0.18

1Q/2021

0.12

4Q/2020

0.09

3Q/2020

0.11

分析师: 邱世梁

执业证书号: S1230520050001  
qiushiliang@stocke.com.cn

分析师: 王华君

执业证书号: S1230520080005  
wanghuajun@stocke.com.cn

分析师: 潘贻立

执业证书号: S1230518080002  
panyili@stocke.com.cn



## 投资案件

### ● 盈利预测、估值与目标价、评级

预计公司 2021-2023 年营收分别为 25.6/32.3/39.2 亿元，同比增长 27%/26%/21%；归母净利润分别为 2.7/3.6/4.7 亿元，同比增长 58%/33%/32%，对应 PE 为 25/19/14 倍。考虑到公司在包装机械行业具备龙头地位，同时下游需求处于快速扩张期，增速高于行业可比公司。我们给予公司 2022 年 25X 的 PE 估值目标，对应市值目标 90 亿元，给予“买入”评级。

### ● 关键假设

- 1) 国内白酒技改项目逐步推进，低温奶渗透率持续提升；
- 2) 公司凭借技术优势和产品质量提升切入下游大客户，国内市占率进一步提升。

### ● 我们与市场的观点的差异

市场认为：行业强者恒强，公司体量较小难以与外资头部制造商竞争。

我们认为：2015-2020 年公司饮料包装机械营收 CAGR 为 6.8%，领先海内外同行。公司是行业中少数实现前道+后道包装的产品线全覆盖的企业，技术实力比肩海外行业龙头；未来随着行业集中度提高，公司技术优势将进一步扩大。

### ● 股价上涨的催化因素

- 1) 下游行业固定投资超预期；2) 原材料价格回落

### ● 投资风险

- 1) 下游行业景气度不及预期，固定投资增速放缓；2) 行业竞争加剧，爆发价格战；3) 钢材、塑料颗粒、铝等原材料价格大幅波动

## 正文目录

<b>1. 包装机械龙头，过去 10 年归母净利润 CAGR 为 15%.....</b>	<b>5</b>
1.1. 深耕行业数十年，智能包装线及标准单机设备营收占比 70%以上.....	5
1.2. 股权结构集中，实控人持股约 55%.....	6
1.3. 过去 10 年业绩稳步增长，净利润 CAGR 为 15%.....	7
<b>2. 2025 年国内包装机械市场有望达 750 亿元，白酒技改与低温奶渗透率提升打开增量空间.....</b>	<b>9</b>
2.1. 目前国内包装机械市场约 410 亿元，过去 10 年增速高于全球.....	9
2.2. 预计 2025 年国内包装机械市场达 754 亿元，2021-2025 年 CAGR 为 10%.....	10
2.3. 增量市场：白酒技改进行中，低温奶渗透率持续提高.....	12
2.4. 存量市场：啤酒、软饮包装机械进入更新换代需求阶段，过去 20 年 CAGR 为 11%.....	15
2.5. 竞争格局：外资品牌主导高端市场，国产品牌集中度向头部靠拢.....	15
<b>3. 公司三大核心竞争优势领跑同行业.....</b>	<b>20</b>
3.1. 技术：引领行业应用趋势，积极布局视觉系统解决方案.....	20
3.2. 市场：拓宽多领域丰富产品线，积累优质客户资源提升品牌效应.....	20
3.3. 生产：投资机器人实现包装智能化；加速 4 万台套包装设备扩产.....	21
<b>4. 盈利预测.....</b>	<b>23</b>
4.1. 业务拆分.....	23
4.2. 估值探讨.....	24
<b>5. 风险提示.....</b>	<b>25</b>

## 图表目录

图 1: 2011-2020 年公司智能包装线和标准单机设备营收占比合计保持 70%以上.....	6
图 2: 公司实控人持股 55.4%.....	6
图 3: 2011-2020 年公司营收 CAGR 约 16%.....	7
图 4: 2011-2020 年公司归母净利润 CAGR 约 15%.....	7
图 5: 2011-2020 年公司综合毛利率、净利率先降后升.....	7
图 6: 2011-2020 年公司整体费用率管控良好.....	7
图 7: 2011-2020 年公司运营能力稳健.....	8
图 8: 2020 年公司经营性现金流净额创新高.....	8
图 9: 预计 2019-2023 年全球包装设备市场 CAGR 为 7.9%.....	9
图 10: 2019 年全球包装设备下游食品饮料合计占比近 60%.....	9
图 11: 2011-2020 年国内包装机械制造业收入 CAGR 为 6.5%.....	10
图 12: 2019 年国内包装设备下游食品饮料合计占比 54%.....	10
图 13: 2020 年 2 月以来国内酒、饮料和精制茶制造业固定资产投资完成额累计同比增速持续回升.....	12
图 14: 同一白酒品牌不同产品包装要求个性化与定制化.....	13
图 15: 传统白酒后道包装依靠人工完成.....	13
图 16: 预计 2022 年国内奶制品销售额为 1283 亿元.....	14

图 17: 预计 2022 年国内低温奶销售额为 371 亿元 .....	14
图 18: KHS 的 Innofill Glass DRS 高效的玻璃瓶装系统产能可达每小时 80,000 瓶 .....	17
图 19: 2010-2020 年 Krones、GEA 营收 CAGR 分别为 3.4%、-0.4% .....	18
图 20: 2010-2020 年 GEA 净利润 CAGR 为-3.9% .....	19
图 21: 未来 5 年国内包装机械进口额合计近 700 亿元, 进口占比逐步从 25%下降至 20% .....	19
图 22: 公司积极拓展下游领域, 主要客户均为行业龙头企业 .....	21
表 1: 公司主要产品分为包装设备、包装材料、软件系统三大类 .....	5
表 2: 公司深耕包装机械领域, 发展历程中持续兼并收购 .....	5
表 3: 预计 2021-2025 年国内饮料包装机械市场规模 CAGR 为 18% (亿元) .....	11
表 4: 国内主流白酒企业智能化技改项目 .....	12
表 5: 中国低温奶发展受制于牧场资源分布不均 .....	13
表 6: 低温奶相对于常温奶更依赖冷链运输 .....	14
表 7: 2001-2021 年国内啤酒+软饮包装机械市场规模年复合增速为 11% (亿元) .....	15
表 8: 2015-2020 年全球饮料包装机械主要公司相关营收 (亿元) .....	15
表 9: 全球包装机械龙头企业介绍 .....	16
表 10: 利乐在 70 年的发展历程中注重全球化布局和兼并收购 .....	17
表 11: 子公司先见科技四大行业解决方案 .....	20
表 12: 2018 年定向增发项目 (亿元) .....	21
表 13: 2019 年可转债发行项目 (亿元) .....	22
表 14: 公司主要业务预测及拆分 (百万元) .....	23
表 15: 可比公司估值情况 .....	24
表附录: 三大报表预测值 .....	26

## 1. 包装机械龙头，过去 10 年归母净利润 CAGR 为 15%

### 1.1. 深耕行业数十年，智能包装线及标准单机设备营收占比 70%以上

公司业务以包装机械为主，下游应用范围广泛。公司主营业务可分为包装设备及设备、标准单件设备、包装材料以及其他业务。公司产品应用于液态食品、固态食品、医药、化工、家用电器、3C、造币印钞、仓储物流、建筑材料、造纸印刷、图书出版等众多领域。

目前公司主要的包装设备产品分为标准单机设备及智能包装生产线，包含 40 余个产品种类、约 400 多种规格型号的包装设备，形成了较为完整的产品体系；公司主要的包装材料为 PP 捆扎带、PET 捆扎带、PE 拉伸膜；公司的智能化软件系统产品为“永创智能 DMC 平台”。

**表 1：公司主要产品分为包装设备、包装材料、软件系统三大类**

类别	系列	产品种类
包装设备	标准单机设备	灌装封口机、杀菌机、洗瓶机、真空包装机、气调包装机、枕式包装机、立式包装机、纸箱成型机、纸盒成型机、热收缩包装机、装盒机、装箱机器人、封箱机、泡罩包装机、全自动捆扎机、半自动捆扎机、手提打包机、堆码机、码垛机、卸垛机、卸箱机、卸瓶机、缠绕机、裹包机、输送线、码垛机器人、贴标机、喷码机
	智能包装生产线	液态食品（牛奶、饮料、啤酒、白酒、调味品等）智能包装生产线 固态食品（糕点、糖果、颗粒、粉末等）智能包装生产线 家电、医药、化工、3C、造币等行业智能包装生产线 白酒酿造自动化生产线
包装材料	包装袋和包装膜	PP 捆扎带、PET 捆扎带、PE 拉伸膜
软件系统	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

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

**起家模具生产及机械制造，通过内生外延立足包装行业。**2002 年公司前身永创机械成立，一直专注于从事包装设备及配套包装材料的研发设计、生产制造、安装调试与技术服务。经过数十年深耕行业，公司收购兼并同业公司，积极开拓海外市场，从单机设备向智能化生产线延伸，产品矩阵覆盖生产、灌装、包装、物流全产业链。

2021 年 3 月，公司收购浙江龙文精密设备有限公司 74.63% 股权，将产品延伸至金属包装的成型生产设备，并结合公司成熟的智能包装生产线，实现为食品饮料行业的差异化、个性化及多样化包装需求提供更优的解决方案，完成公司在食品饮料包装生产设备领域的布局。

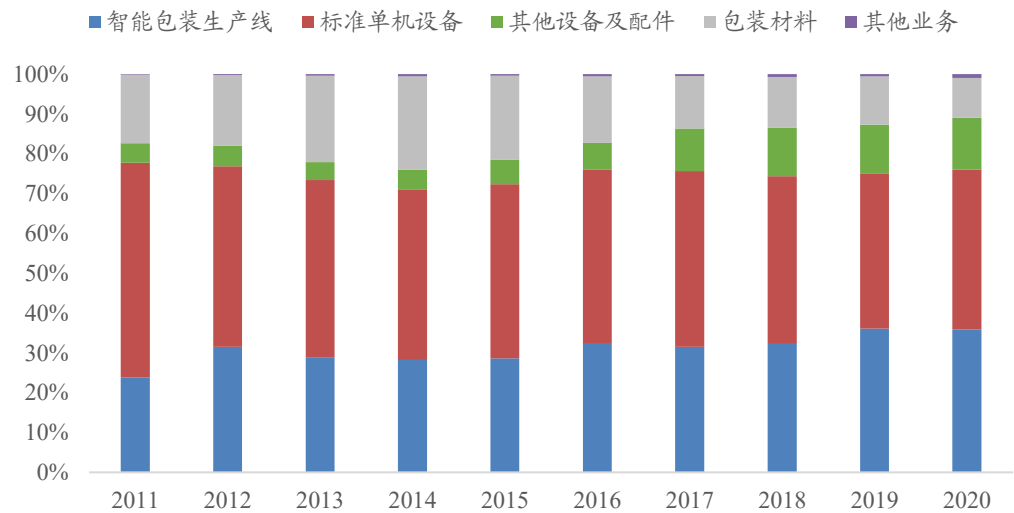
**表 2：公司深耕包装机械领域，发展历程中持续兼并收购**

年份	重要事件	年份	重要事件
1983	永创模具成立	2011	实施无人包装战略；更名永创智能
2002	永创机械成立	2012	成立德国子公司，收购牛奶灌装工厂
2004	开拓国际市场	2013	进入包装机械视觉领域

2005	吸收合并美华包装	2014	进入工业软件领域
2006	成立荷兰永创	2015	上交所主板上市
2007	收购韩国 DSI 包装	2016	建设包装物联网自主控制省级重点研究院
2009	收购医药包装工厂	2017	收购广二轻; 进入有气罐装领域
2010	首台罐装设备试制成功; 收购上海青葩包装	2018	收购创兆宝进入粉固体包装; 工业软件成熟

资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

图 1: 2011-2020 年公司智能包装线和标准单机设备营收占比合计保持 70%以上

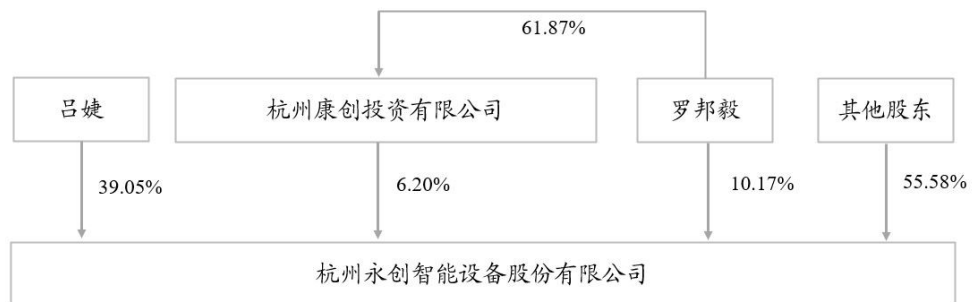


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 1.2. 股权结构集中, 实控人持股约 55%

公司股权结构集中, 实控人持股比例约 55%。截止 2020 年报, 公司前两大股东吕婕、罗邦毅分别持股 39.1%、10.2%, 夫妻二人为公司创始人和实际控制人。罗邦毅为杭州康创投资有限公司实际控制人, 并通过该公司间接持股 6.2%, 公司实际控制人持股比例合计为 55.4%。

图 2: 公司实控人持股 55.4%



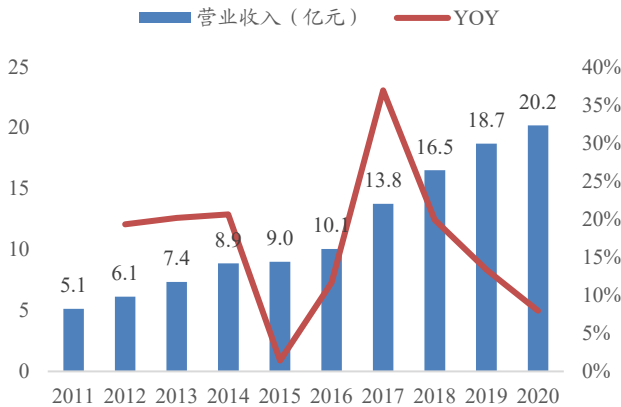
资料来源: Wind, 浙商证券研究所



### 1.3. 过去 10 年业绩稳步增长，净利润 CAGR 为 15%

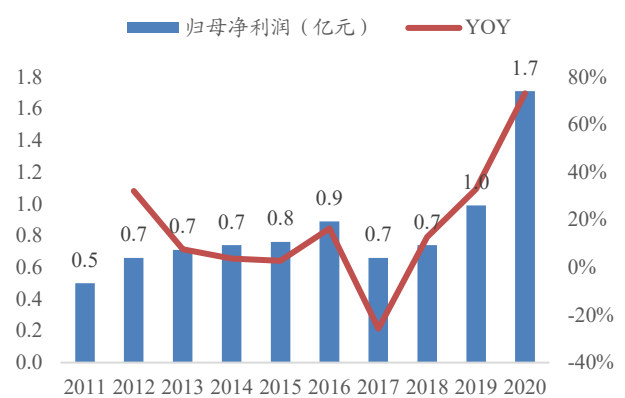
过去 10 年公司业绩稳定爬坡，后疫情时代进入高增长。2011-2020 年公司营业收入、归母净利润 CAGR 分别约 16%、15%；疫情得到有效控制后国内食品、饮料行业复苏动能强劲，包装机械需求旺盛，2021 年上半年公司实现营收 12.4 亿元，归母净利润 1.3 亿元，分别同比增长 61%、55%。受益于白酒技改爆发与低温奶渗透率提高带来的增量市场，未来公司业绩有望延续高增长。

图 3：2011-2020 年公司营收 CAGR 约 16%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 4：2011-2020 年公司归母净利润 CAGR 约 15%

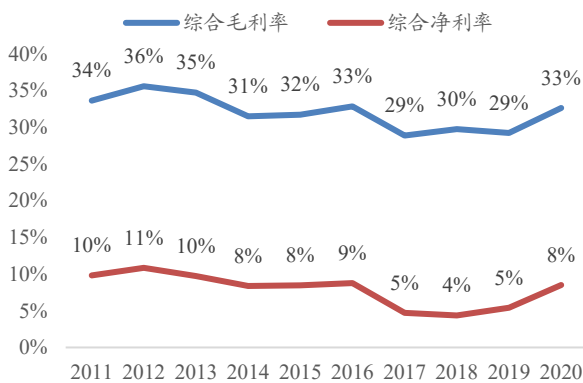


资料来源：Wind，浙商证券研究所

2011-2020 年公司综合毛利率保持 30% 左右，净利率波动回升。2020 年公司综合毛利率为 32.6%，其中智能包装生产线和标准单机设备的毛利率分别为 33.6%、29.6%，综合净利率为 8.5%；近年来公司在智能包装生产线中投入工业机器人增加了生产成本，同时原材料价格上涨造成毛利率承压。未来随着公司灵活使用价格机制调节，规模化生产降本增效，毛利率、净利率有望进一步提升。

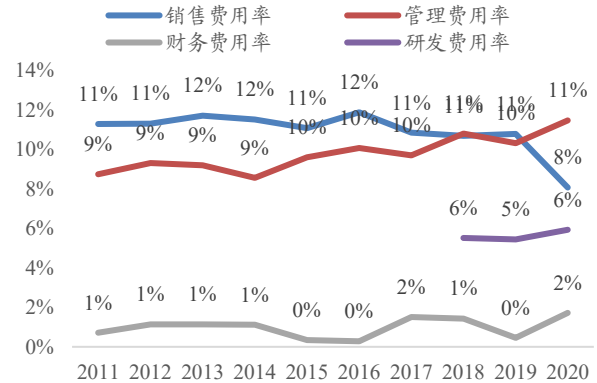
整体费用率管控良好，持续加大研发投入。2018-2020 年公司研发费用分别为 0.91、1.02、1.20 亿元，研发费用率保持在 5% 以上。得益于持续加大研发投入，公司获得认可成为国家火炬计划重点高新技术企业，四大专利体系覆盖智能单机、包装机器人、智能包装生产线、智慧工厂工业软件，授权专利数量处于行业领先。

图 5：2011-2020 年公司综合毛利率、净利率先降后升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

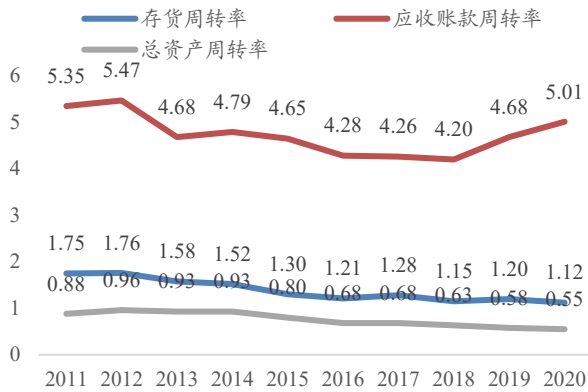
图 6：2011-2020 年公司整体费用率管控良好



资料来源：Wind，浙商证券研究所

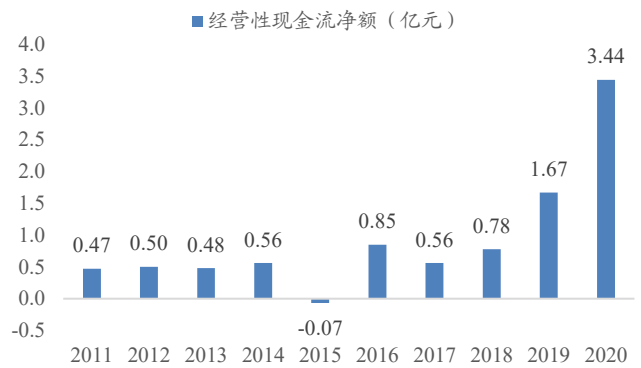
应收账款周转率提升,经营性现金流净额创新高。2020年公司应收账款周转率达5.01次,为近3年来最高;存货、总资产周转率分别为1.12、0.55次,相对比较平稳。除2015年,过去10年公司经营性现金流净额均为正,2020年为3.4亿元创历史新高,经营性现金流情况良好。

图 7: 2011-2020 年公司运营能力稳健



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 8: 2020 年公司经营性现金流净额创新高



资料来源: Wind, 浙商证券研究所



## 2. 2025 年国内包装机械市场有望达 750 亿元，白酒技改与低温奶渗透率提升打开增量空间

### 2.1. 目前国内包装机械市场约 410 亿元，过去 10 年增速高于全球

2020 年全球包装机械市场规模约 519 亿美元，预计 2019-2023 年 CAGR 为 7.9%。根据 Freedonia 调查报告数据，2019 年全球包装机械市场规模为 445 亿美元，预计 2019-2023 年间 CAGR 为 7.9%；根据此增速线性外推，目前全球市场规模约为 519 亿美元，2023 年将达到 604 亿美元。

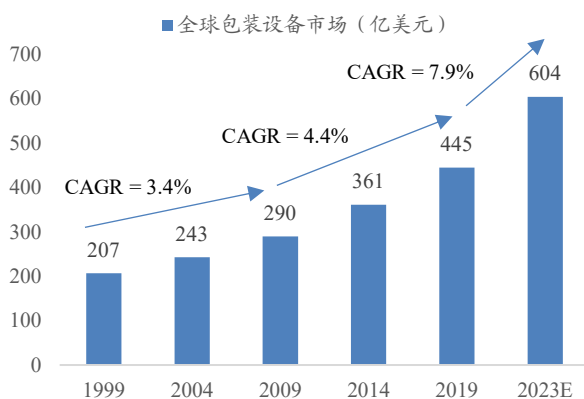
2020 年国内市场规模约 410 亿元，2011-2020 年 CAGR 为 6.5%，增速领先全球。根据国家统计局数据，2020 年国内包装机械制造业实现营业收入约 410 亿元，2011-2020 年 CAGR 为 6.5%，增长速度领先同期全球水平（4.7%）。

包装机械行业个性化需求强，下游行业主要为食品饮料。是涉及多学科、跨领域的综合行业，由于其下游行业使用环境、生产工艺、包装材料、被包装物形态各异，供应商须根据客户个性化的需求量身定制相应的包装单机设备或生产线。

包装设备的上游是钢材、机械元件、电气元器件、塑料颗粒等行业；下游行业广泛，覆盖食品、饮料、医药、化工、家用电器、造币印钞、机械制造、仓储物流、建筑材料、金属制造、造纸印刷、图书出版等。

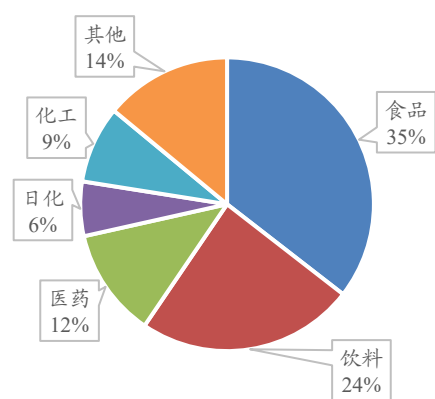
从下游应用领域的集中度来看，2019 年全球包装设备机械中前三大终端应用领域分别为食品、饮料、医药（国内前三下游与全球相同），其中食品饮料包装需求占整体需求量的近 60%（国内食品饮料合计占比为 54%）；未来随着食品和饮料产量每年增长，供应商开发新产品时将产生新的包装机械需求。

图 9：预计 2019-2023 年全球包装设备市场 CAGR 为 7.9%



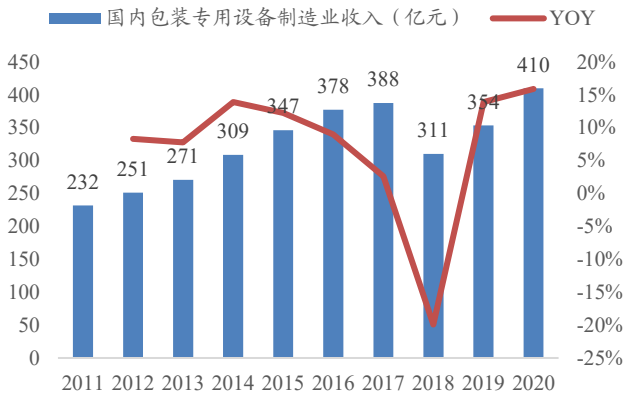
资料来源：Freedonia，浙商证券研究所

图 10：2019 年全球包装设备下游食品饮料合计占比近 60%



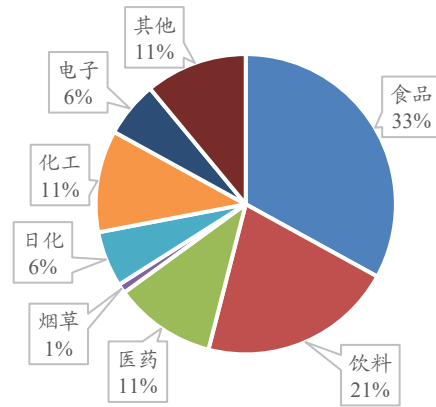
资料来源：Freedonia，浙商证券研究所

图 11：2011-2020 年国内包装机械制造业收入 CAGR 为 6.5%



资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

图 12：2019 年国内包装设备下游食品饮料合计占比 54%



资料来源：华商情报网，浙商证券研究所

## 2.2. 预计 2025 年国内包装机械市场达 754 亿元，2021-2025 年 CAGR 为 10%

我国已经成为全球发展最快、规模最大，最具潜力的包装机械市场。随着全球加工制造业的中心转移，我国的包装机械行业将进一步加速发展。2019 年以来，在下游食品、药品、日化等行业新增长点拉动下，我国包装专用设备产量逐年增长；根据国家统计局数据，2020 年我国包装专用设备产量达 26.3 万台，同比增长 25%；2021 年 1-4 月，我国包装专用设备产量为 22.8 万台，同比增长 245%。

预计 2025 年国内包装机械市场规模有望达 754 亿元，2021-2025 年 CAGR 为 10%。假设 2021 年全年国内包装专用设备产量达 32 万台（同比增长 21%），均价 16 万元/台（与 2019、2020 年持平），预计 2021 年国内包装机械总市场规模为 511 亿元。2011-2020 年国内包装机械市场规模 CAGR 为 6.5%，假设 2021-2025 年 CAGR 为 10%，预计 2025 年将增长至 754 亿元。

饮料包装机械市场增速（18%）高于总体水平，其中白酒增速最高（32%）。我们将 2021-2025 年国内包装机械市场规模预测分为饮料、食品、其他三部分。其中饮料细分为白酒、乳品、啤酒、其他饮料。根据产业调研，我们预计饮料包装机械市场规模 2021-2025 年 CAGR 为 18%，高于总体包装机械增速。

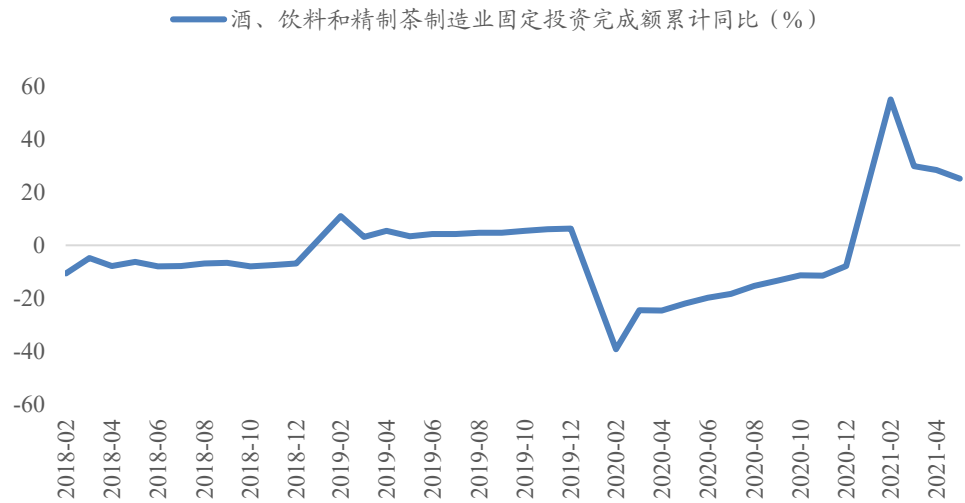
从饮料细分品类看，白酒因技改带来增量空间，2021-2025 年 CAGR 最高，约为 32%；乳品包装机械市场规模同期 CAGR 约 20%，仅次于白酒；啤酒和其他饮料 2021-2025 年 CAGR 分别为 8%和 16%，主要系存量更新替换带来市场需求。

**表 3：预计 2021-2025 年国内饮料包装机械市场规模 CAGR 为 18%（亿元）**

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2021-2025 CAGR
饮料	135.0	182.5	202.9	236.8	264.8	18%
-白酒	20.0	50.0	50.0	60.0	60.0	32%
-乳品	34.6	41.5	49.8	59.8	71.7	20%
-啤酒	27.4	29.6	32.0	34.5	37.3	8%
-其他饮料	53.0	61.4	71.1	82.5	95.8	16%
食品	173.5	190.8	209.9	230.9	254.0	10%
其他	202.9	210.5	218.5	226.8	235.4	4%
<b>国内包装机械总市场规模</b>	<b>511.4</b>	<b>583.9</b>	<b>631.4</b>	<b>694.5</b>	<b>754.2</b>	<b>10%</b>

资料来源：浙商证券研究所测算

图 13：2020 年 2 月以来国内酒、饮料和精制茶制造业固定资产投资完成额累计同比增速持续回升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 2.3. 增量市场：白酒技改进行中，低温奶渗透率持续提高

现阶段白酒企业技改进行中，为饮料包装机械带来增量市场。为代表的中国传统酒类，经过多年摸索，已经形成智能化较高的技术装备体系，涵盖白酒生产过程中的酿造、包装主要环节。尤其在包装环节，智能化包装解决方案替代传统包装方式逐渐为白酒制造企业所接受，淘汰传统产能已经成为大势所趋。

白酒自动化智能化酿造装备已经开始进入大规模应用阶段，尤其是以小曲清香为主的产品，从智能酿造到智能包装，已经非常成熟。而以泸州老窖和五粮液为代表的浓香产品，智能化酿造也正在全面实验摸索阶段。

预计未来 5 年平均每年技改投入金额 50-60 亿元。过去 2-3 年国内主要白酒企业普遍开始了新建或者改造智能酿造工厂或者车间的步伐。公告项目中涉及包装相关技改的项目合计规划投资金额已超过 400 亿元，项目周期涵盖未来 5 年；平均来看，技改带来的市场空间约每年 50-60 亿元。

白酒智能化包装的难点在于个性化与定制化，内资品牌有望弯道超车。根据产业调研，过去白酒的后道包装流程复杂（贴标、打钉、防伪等）且每家包装规格的个性化与定制化要求高（比如外包装不规则形状、套丝带等），高度依赖人工完成。

随着国内劳动力成本逐渐上升与白酒需求量持续增加，人工替代成为大势所趋，白酒企业通过技术升级改造进一步提高后道包装产线的自动化与智能化程度。以永创智能为代表的国产品牌在技术上更为擅长个性化、定制化，同时应对项目需求的响应时间快于外资品牌，竞争优势凸显，有望实现弯道超车。

表 4：国内主流白酒企业智能化技改项目

公司名称	项目名称	项目投资 (亿元)	时间	项目周期
古井贡酒	酿酒生产智能化技术改造项目	89.24	2020 年 11 月	预计 5 年
五粮液	成品酒包装及智能仓储配送一体化项目	85.96	2019 年 4 月	预计 2023 年 12 月完成

贵州茅台	3万吨酱香系列酒技改及配套设施	83.84	2021年1月	预计3年
舍得酒业	酿酒配套工程技术改造项目	18.9	2020年1月	预计3年
泸州老窖	智能化包装中心技改项目	18.86	2020年6月	2019-2022年

资料来源：各公司公告，浙商证券研究所

图 14：同一白酒品牌不同产品包装要求个性化与定制化



资料来源：五粮液官网，浙商证券研究所

图 15：传统白酒后道包装依靠人工完成



资料来源：伊力特官网，浙商证券研究所

全球主要市场的液态奶消费分为常温奶和低温奶两类。美国、日本、澳大利亚、欧洲大陆少数国家（北欧、英国、希腊、爱尔兰等）一直保持饮用低温奶的消费习惯；中国、欧洲大陆大部分国家（法国、比利时、德国、瑞士、意大利、西班牙、葡萄牙等）则在 UHT 灭菌法普及后，从低温奶转向消费常温奶或常温低温并行。

中国的奶制品市场人均消费水平低，未来发展空间大。根据《中国奶业质量报告》：2011 至 2015 年，中国奶制品消费量从 2481 万吨增至 2958 万吨，年复合增长率为 4.5%。2015 年，中国人均奶制品折合生鲜乳消费量 36kg，约为世界平均水平的 1/3。根据国家食物与营养咨询委员会的消费阶段性目标，到 2020 年，人均奶类消费量将达到 28 千克，到 2030 年将达到 41 千克，巨大的发展空间也将带动奶制品包装机械的需求。

表 5：中国低温奶发展受制于牧场资源分布不均

国家	因素	
保持饮用低温奶习惯的国家	牧场分布靠近城市	
	美国	饮食传统对鲜奶粘性非常强 冷链发达
	日本	政策塑造了国民的口味偏好 牧场资源均匀，中小牧场靠近城市分布 冷链发达
经历了低温转向常温（或低温常温并行）的过程	欧洲大陆大多数国家（法国、比利时、德国、瑞士、意大利、西班牙、葡萄牙等）	饮食传统对巴氏奶口味粘性较弱 相比美国，对长保制品信赖度更高
	中国	牧场资源分布不均

资料来源：产业信息网，浙商证券研究所



表 6：低温奶相对于常温奶更依赖冷链运输

	常温奶	低温奶
杀菌方式	UHT 超高温灭菌法	巴士杀菌法
储藏条件	常温储存、可远距离运输	低温储藏(2-6 摄氏度), 冷链运输
保质期	长, 一般为 6 个月	短, 一般为 5-20 天
营养价值	维生素等热敏感物质被破坏, 牛奶风味变化	最大限度地保留了鲜奶的营养成分和口感
包装	百利包、利乐枕、利乐砖居多	塑料袋、塑料瓶、屋顶纸盒居多

资料来源：前瞻网，浙商证券研究所

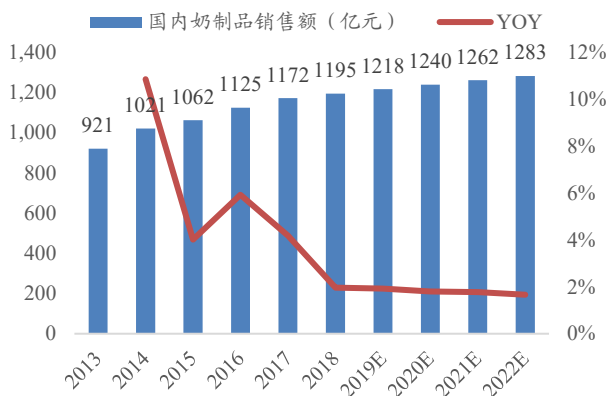
**国内奶制品市场规模将稳步增长，低温奶渗透率持续提高。**2013-2017 年，国内牛奶（包括牛奶、鲜牛奶、脱脂牛奶等）销售量从 890 万吨增至 979 万吨，年复合增长率为 3%；中国牛奶销售额从 921 亿元增长至 1172 亿元，年复合增长率为 7%，

根据中商产业研究院发布的《2018-2023 年中国牛奶行业市场前景及投资机会研究报告》预测，国内奶制品销售额将从 2018 年的 1195 亿元增加至 2022 年的 1283 亿元，年均复合增长率为 1.7%。

国内乳制品行业近年来普遍加大对低温产品的投入，在产品研发、装备等方面投入较大，低温奶市场已迎来新的发展风口。数据显示，在发达国家，低温奶在液态奶中的占比均超 90%，而与国际市场相比，2018 年国内低温奶的市场占有率约为 25%；预计 2022 年国内低温奶渗透率有望提升至 29%，对应销售额约 371 亿元。

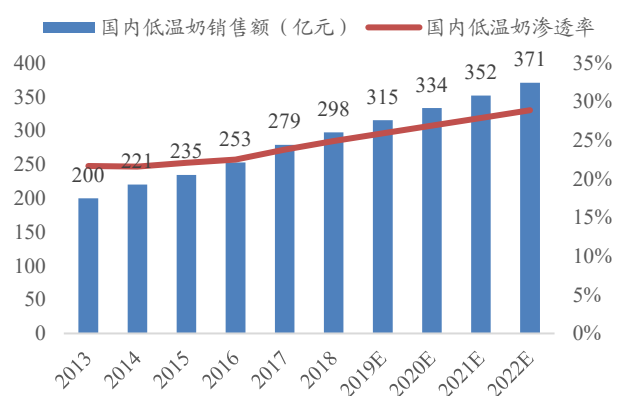
**预计未来 5 年平均每年奶制品包装机械需求 CAGR 为 20%，2025 年达 72 亿元。**目前奶制品包装机械需求中常温奶市场较大，但低温奶增速较高，未来随着低温奶渗透率进一步提高，对应的包装机械需求规模将扩大。2021 年奶制品包装机械市场规模约为 35 亿元，按照 CAGR 为 20%测算，预计 2025 年将增长至 72 亿元。

图 16：预计 2022 年国内奶制品销售额为 1283 亿元



资料来源：中商产业研究院，浙商证券研究所

图 17：预计 2022 年国内低温奶销售额为 371 亿元



资料来源：产业信息网，浙商证券研究所测算



## 2.4. 存量市场：啤酒、软饮包装机械进入更新换代需求阶段，过去 20 年 CAGR 为 11%

中国在液态食品领域消费潜力居全球前列。根据全球包装设备巨头克朗斯年报中引用的 Global Data 数据，中国为全球包装饮料消费潜力最大的市场。中国市场的饮料消费量将在 2020-2023 年保持年均 2.5% 的速度增长，增速位列全球第一。2020 年，中国包装饮料消费量为 2415 亿升，至 2023 年，中国包装饮料消费量将会增长 187 万升至 2602 亿升，为中国饮料领域包装设备的需求提供稳定支撑。

根据 Freedonia，过去 20 年啤酒+软饮包装机械市场规模 CAGR 为 11%，已进入更新换代需求阶段。以啤酒行业为例，2013 年，华润雪花、青岛啤酒、百威英博、燕京啤酒和嘉士伯啤酒五大啤酒集团的国内市场占有率之和已接近 80%，这些啤酒厂商以前主要采购进口包装设备，随着国内包装机械技术的不断进步，目前国内大型啤酒厂商的采购目标已逐渐向性价比更高的国内高端包装设备转移，包装设备的国产化率不断提高。

同时，饮料行业的领先企业凭借较为突出的资金实力和研发实力，不断缩短产品更新换代的周期，以便抢占更多的市场和满足消费者快速变化和多样化的消费需求，包装设备的柔性化生产能力成为其主要考虑因素之一，因此包装设备的自动化、模块化技术和单元组合形式在饮料行业中的应用将越发重要。

**表 7：2001-2021 年国内啤酒+软饮包装机械市场规模年复合增速为 11%（亿元）**

	2001	2006	2011	2016	2021	2001-2021 CAGR
啤酒	7.5	10.6	17.1	21.6	27.4	7%
碳酸饮料	0.4	2.0	5.8	10.7	16.6	20%
水	0.6	3.5	5.7	7.7	10.6	15%
果汁	1.2	2.3	4.0	5.8	8.2	10%
茶和咖啡	0.6	1.5	3.6	5.6	8.3	14%
其他软饮	0.5	2.1	5.7	7.0	9.3	16%
<b>啤酒+软饮包装机械市场规模合计</b>	<b>10.8</b>	<b>22.0</b>	<b>41.9</b>	<b>58.4</b>	<b>80.4</b>	<b>11%</b>

资料来源：Freedonia，浙商证券研究所

## 2.5. 竞争格局：外资品牌主导高端市场，国产品牌集中度向头部靠拢

外资品牌在规模、技术方面优势地位明显，主导海内外包装机械高端市场。全球范围内，德国、美国、意大利等制造业发达国家生产现代化水平位居世界领先地位，其包装设备以产品序列全、更新速度快、领先的研发设计能力、先进的加工制造能力获得了国际范围的品牌影响力。

国产品牌企业数量多而规模小，行业集中度向头部靠拢。国产品牌在技术、资金等方面与海外同行仍有差距，2020 年收入超过 10 亿元的仅有京山轻机（30.6 亿元）、永创智能两家（20.2 亿元）。在饮料包装领域，2020 年永创智能相关营业收入近 10 亿元，过去 5 年 CAGR 为 6.8%，处于国产品牌中领先水平。从业务层面看，永创智能等少数行业龙头实现前道+后道包装的产品线全覆盖，未来规模优势将进一步加大。

**表 8：2015-2020 年全球饮料包装机械主要公司相关营收（亿元）**

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2015-2020 CAGR	优势领域
Krones	225	248	288	302	309	267	3.5%	啤酒及酒类、饮料
GEA	117	108	118	95	114	134	2.8%	乳品、啤酒和咖啡

KHS	93	95	100	105	109	112	3.7%	饮料、食品
中集安瑞科	21.3	22.6	26.9	32.0	30.1	27.0	5.2%	啤酒及酿造设备
<b>永创智能</b>	<b>7.1</b>	<b>8.3</b>	<b>11.9</b>	<b>14.3</b>	<b>16.3</b>	<b>9.9</b>	<b>6.8%</b>	<b>啤酒、二次包装</b>
达意隆	8.1	7.8	9.6	9.9	7.1	9.3	2.8%	饮料、二次包装
乐惠国际	7.2	9.5	8.3	9.7	7.5	8.5	3.4%	啤酒及酿造设备
中亚股份	4.7	5.4	6.0	6.4	7.5	6.0	5.1%	乳品
新美星	4.1	4.2	4.6	5.0	5.0	4.9	3.6%	饮料、二次包装

资料来源: Bloomberg, Wind, 浙商证券研究所

**表 9: 全球包装机械龙头企业介绍**

品牌	国家	成立时间	业务情况
Tetra Pak (利乐)	瑞典	1951	食品加工、包装和分销领域的全系统解决方案供应商。利乐自从 1972 年进入中国市场以来, 已累计投资 37.6 亿元人民币。利乐中国总部设在上海, 拥有员工 1900 多名。利乐为家族企业模式, 未上市。
Krones (克朗斯)	德国	1950	提供符合饮料, 流质食品, 药物, 化妆品及化学品灌装包装需求的全套生产线设备, 同时拥有整体生产厂房规划能力。Krones 在中国的分公司各在北京、上海、香港、太仓、成都。
GEA (基伊埃集团)	德国	1920	能源和食品领域内机械与过程技术供应商。全世界几乎 1/4 的牛奶是由 GEA 的设备采集和加工而成, 1/3 左右的速溶咖啡是由 GEA 的设备加工而成, 1/2 的啤酒至少流经过 GEA 的零件。
KHS (科埃斯)	德国	1993	饮料、食品、非食品领域的灌装和包装设备制造商。KHS 在德国拥有五个生产基地, 具备整线灌装、包装设备的生产研发能力, 员工人数为 5085。KHS 进入中国超过 20 年, 在北京设立第一家代表处。

资料来源: 各公司官网, 浙商证券研究所

以瑞典利乐、德国克朗斯、KHS 等为代表的国际知名包装设备企业, 通过提供大型、成套、高精度的单机设备和智能包装生产线, 主导世界包装机械市场, 也占据了国内高端包装机械市场的主要份额。

**KHS 在德国拥有五个生产基地, 具备整线灌装、包装设备的生产研发能力。**KHS 总部所在地——德国多特蒙德, 主要为无菌技术、巴氏灭菌机、检测系统、贴标系统和传送系统的技术中心。KHS 克莱沃负责包装业务的技术研发和设备制造。

KHS 巴特克罗伊茨纳赫工厂, 集中研究工艺流程、灌装技术和灭菌技术, 主要产品有过滤系统、饮料混比机、巴氏灭菌单元、桶啤技术和冲洗、灌装、封盖系统。KHS 沃尔姆工厂为高效的码垛设备、卸垛设备的制造基地。KHS 汉堡公司主要提供 Blomax 吹瓶系统、Plasmax 保鲜涂层技术, 瓶与型设计。

**全球化布局, 绑定大客户。**KHS 在美国、墨西哥、巴西、印度和中国都建立了生产基地。1980 年至今, KHS 成为中国啤酒和饮料市场上高品质设备和生产线的主要供应商, 1998 年在北京成立第一个办公室, 2014 年在上海成立新的中国总部。嘉士伯、喜力、青岛啤酒、华润雪花啤酒、可口可乐、农夫山泉等与 KHS 保持长期合作。

**单机及整线系统的研发及制造打造核心竞争力。**KHS 新研发的技术包含: Innoket Neo 模块化贴标机, 全膜包包装机, 缩膜包装单元, 用于 200,000 罐/小时的易拉罐线码垛中心, 超低能耗的 Innopro ECOSTAB C 啤酒稳定系统, 速度达 75,000 瓶/小时的 Innofill

玻璃瓶灌装设备，速度达 81,000 瓶/小时的 InnoPET BloFill 吹瓶机/灌装机，2,000 桶/小时的 Innokeg 桶啤灌装技术。

**图 18: KHS 的 Innofill Glass DRS 高效的玻璃瓶装系统产能可达每小时 80,000 瓶**



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

**利乐产品种类多，技术受到广泛认可。**利乐的产品种类繁多，为巴氏消毒和无菌包装产品提供的包装系统不少于 12 种，基本分为纸包装和塑料包装两类。在常温纸盒包装业务领域，利乐公司处于世界领先地位。所提供产品包括利乐砖、利乐冠、利乐枕、利乐威、利乐钻和利乐晶等。

**深耕中国市场，伴随乳品业共同发展。**早在 1972 年，利乐公司就在中国的一次展览会上崭露头角。随着食品工业的迅速发展，利乐的第一台灌装机于 1979 年在广州投入使用，利用这一技术生产的 250 毫升的纸盒装菊花茶立即受到广大消费者的欢迎。

利乐在上海、北京和香港等主要城市设立了 10 余个分支机构，并建立了遍布全国的分销网络，在北京、佛山、昆山、呼和浩特开设了先进的包材生产厂，足以满足甚至超越中国客户的需求。随着中国乳品业的飞速发展，利乐产品也得到了中国市场的广泛认可。

利乐对中国的改变包括对乳品巨头的帮助：进入中国近 50 年时间，利乐已为本地的牛奶和饮料客户提供了上千条灌装线。以伊利为例，曾是服务于呼和浩特周边地区的一家小公司，利乐公司利用能够保存新鲜乳品的先进技术，帮助伊利成功地从一个区域性企业变成国内乳品巨头。

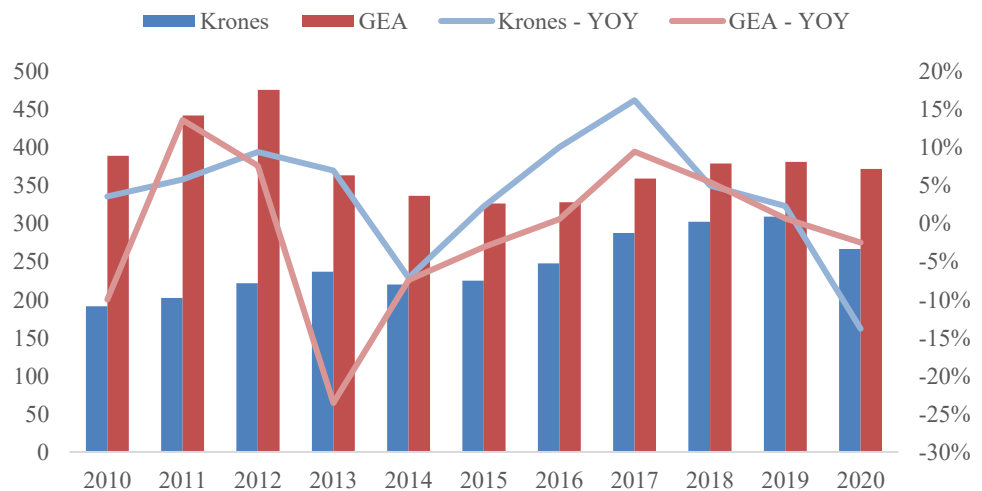
**表 10: 利乐在 70 年的发展历程中注重全球化布局和兼并收购**

年份	事件	年份	事件
1951	鲁宾·劳辛博士在瑞典隆德建立了利乐公司。	1989	在韩国设立的两个新包装材料工厂开始投产。在美国西北部建立了一个工厂，用于生产屋顶型包装。年度总产量超过了 510 亿包。
1960	利乐在墨西哥成立了瑞典以外的第一家包装材料生产工厂，该厂的产能每年超过 10 亿包。	1991	利乐完成了对阿法拉伐的收购——全球最大的食品、加工和农业设备提供商之一。成立了利乐阿法拉伐集团。
1970	新的开发部在德国普丰施塔特 (Pfungstadt) 成立。在西班牙阿尔甘达 (Arganda)，利乐建立新的包装材料工厂。	1995	利乐通过收购 Tebel MKT，将业务扩展至硬质和半硬质奶酪设备。

1971	新增两个包装材料工厂：一个在日本御殿场 (Gotemba), 另一个在法国第戎 (Dijon)。利乐包装的总产量超过 100 亿包。	1997	七个新工厂开张, 大大提高了产能。这些工厂位于中国、哥伦比亚、印度、意大利、墨西哥和英国。
1973	设在意大利的拉庭罗工厂开始生产包装材料。年产能超过 110 亿盒。	1998	两个新工厂在沙特阿拉伯吉达附近开业。
1979	利乐在中国交付第一台利乐砖®无菌灌装机。同年在英国成立包装材料工厂, 坐落于北威尔士的雷克瑟姆, 年产能超过 220 亿盒。	2003	利乐拉伐集团通过第三产业集团西得乐 (塑料瓶机械的全球领先企业之一) 得以扩张。
1980	利乐在意大利摩德纳成立灌装机的装配和最终测试台。设在葡萄牙的一个新工厂开始生产包装材料。利乐包装的总产量超过了 300 亿包。	2009	在中国呼和浩特开办新的包装材料工厂, 支持中国日益增长的乳品和饮料行业。
1984	利乐在美国登顿和委内瑞拉设立两个生产包装材料工厂。	2014	利乐收购 Miteco 公司, 这是一家业界领先的碳酸软饮料解决方案提供商。
1985	两个新包材工厂成立, 分别位于阿根廷和加拿大。	2015	利乐收购了 Obram 公司, 这是波兰一家提供奶酪技术解决方案和设备的领先供应商, 其业务遍及东欧地区。
1987	在中国北京举行了利乐®包装材料工厂奠基仪式。利乐在中国台湾设立新包材工厂。利乐®设备覆盖的市场数量达到 100 个。	2019	利乐公司与俄罗斯瓦楞纸箱的主要生产商 L-Pak 联手, 推出了一条全新的消费后饮料纸包装回收生产线。

资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

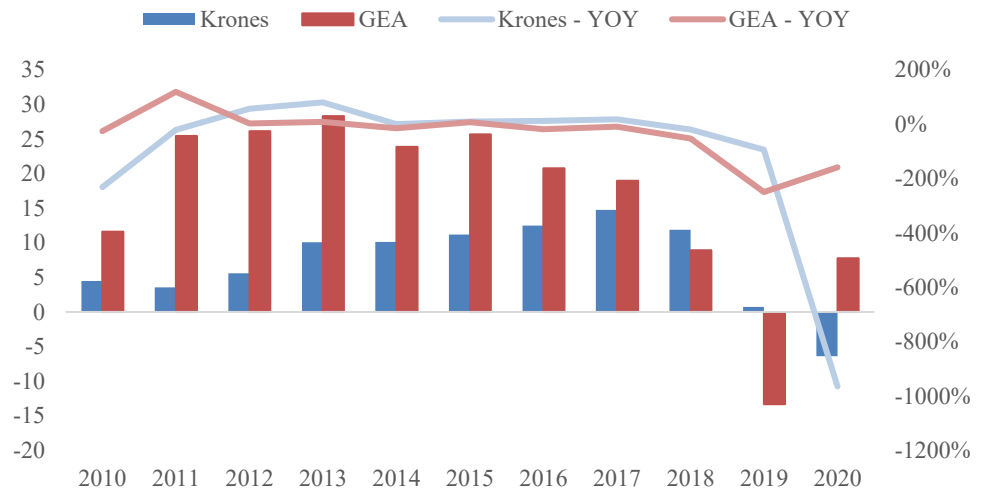
图 19: 2010-2020 年 Krones、GEA 营收 CAGR 分别为 3.4%、-0.4%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所, 单位: 亿元人民币



图 20：2010-2020 年 GEA 净利润 CAGR 为-3.9%

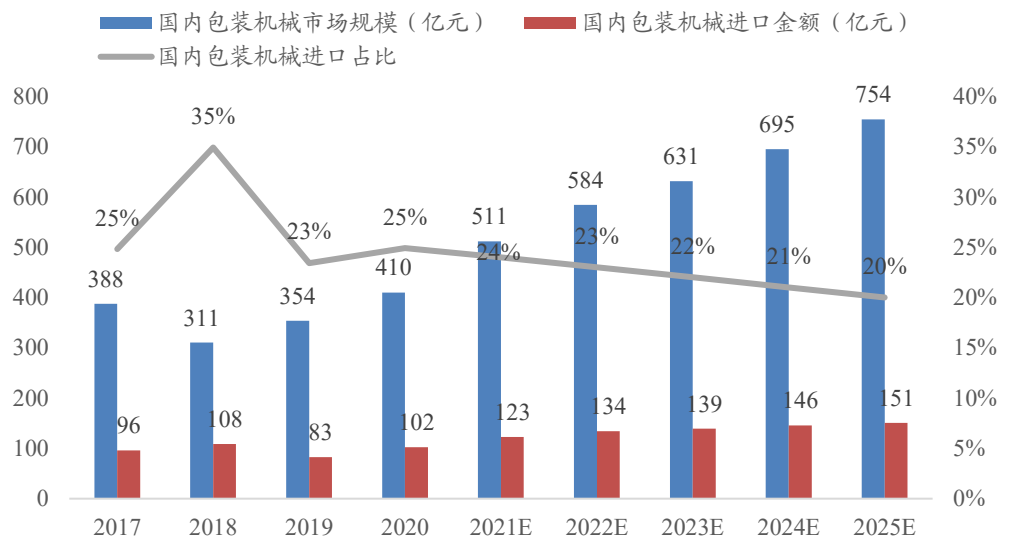


资料来源：Wind，浙商证券研究所，单位：亿元人民币

未来 5 年国内包装机械进口额合计近 700 亿元，进口替代空间大。20 世纪 80 年代以前，我国包装机械主要从德国、法国、意大利、日本等世界机械设备制造强国进口。经过 20 多年的发展，我国包装机械已成为机械工业中十大行业之一，为包装工业快速发展提供了有力的保障。

据中国海关总署统计数据，2017-2020 年，我国每年进口包装机械数量为 14-15 万台，对应年进口额为 96-102 亿元，进口占比中枢为 25%。随着我国包装机械行业整体实力的不断提高，进一步填补高端领域的空白，我们预计 2021-2025 年进口占比逐步从 25% 下降至 20%，5 年合计进口额为 693 亿元，国产替代空间广阔。

图 21：未来 5 年国内包装机械进口额合计近 700 亿元，进口占比逐步从 25% 下降至 20%



资料来源：Wind，海关总署，浙商证券研究所测算

### 3. 公司三大核心竞争优势领跑同行业

#### 3.1. 技术：引领行业应用趋势，积极布局视觉系统解决方案

2016年，公司全资子公司北京先见科技有限公司成立，通过布局机器视觉，形成专业优势。机器视觉是人工智能的分支，机器通过代替人眼进行测量和判断，是一项集合图像处理、电光源照明、光学成像、机械工程技术、传感器等的综合技术。这项技术能够提高生产的灵活性，提升自动化的程度，可适用于危险或不适合人为操作的工作环境，还有一些需要高度重复的工业性环境。

公司顺应行业发展趋势，将行业需求切入机器视觉领域，目前正在向电子、包装、物流、医药以及科研等行业的相关企业提供视觉系统解决方案和相关智能设备。近年来，公司持续加大对机器视觉检测技术的研发投入，通过自主研发，将图像识别、视觉检测技术等应用于公司智能包装生产线，有助于提高产品的智能化水平和市场竞争力，提高公司盈利水平。

**表 11：子公司先见科技四大行业解决方案**

行业	解决方案	系统描述
包装	四码合一检测方案	系统的主要目的是对家电类产品的 LOGO、铭牌、二维码标签等信息进行自动的识别与检测。目前用户对以上信息的检测均为人工检测，出错率较高，亦无法实现与系统的整合。
医药	泡罩检测方案	系统的主要目的是对用户在线生成的生产各种胶囊和药片进行缺陷检测，其中胶囊可以分为双色和单色两种。
物流	3D 物流定位拆剥方案	此系统主要针对物流中的箱体、编织袋等产品进行定位抓取，人工进行物体的位置移动时，遇到沉重、有腐蚀或者连续工作的场景，使用机械手代替操作。
电子	LCD 电视显示屏检测方案	系统的主要目的是对用户生产的 32 寸-60 寸显示屏进行自动识别和缺陷检测，并自动录入到数据采集系统中。

资料来源：先见科技官网，浙商证券研究所

#### 3.2. 市场：拓宽多领域丰富产品线，积累优质客户资源提升品牌效应

食品消费的需求规模具有长期持续和稳定的成长性，食品饮料作为人们的日常消费的必需品，且随着人们对生活品质的追求不断提高，食品饮料的消费支出也会不断上升，因此食品饮料消费较为稳定，为食品饮料包装生产线提供了稳定且持续增长的保有量市场需求与存量更新换代需求。

**公司不断积累优质客户资源，品牌效应逐步显现。**公司专注于包装设备的研发和生产，持续拓展产品应用领域，在下游众多领域奠定了优势地位，覆盖客户范围多达万余家，积累了稳定的优质客户资源和市场经验，品牌效应已经逐步显现。

**公司积极拓宽多个下游应用领域，产品线不断丰富。**公司为食品、饮料、医药、化工、造币印钞等多个下游应用领域提供包装设备及配套服务，其中，液态食品为公司下游重点持续发展的领域。公司设计制造的啤酒智能包装生产线、乳品智能包装线等，满足了客户速度快、安全性高、自动检测、产品可追溯、包装美观等生产要求。

公司加大对乳品、啤酒、饮料等液态食品包装的新型高端智能化包装生产线的研发投入，以满足客户更加高效智能化生产的需求。根据 2019 年年报，公司已经成为伊利、蒙



牛、百威、华润等大型企业的设备供应商及重要合作伙伴。根据公司官网的合作伙伴图亦可以看出，液态食品，尤其是乳制品，为公司产品的重要下游领域。

图 22：公司积极拓展下游领域，主要客户均为行业龙头企业



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

### 3.3. 生产：投资机器人实现包装智能化；加速 4 万台套包装设备扩产

**定增项目投资机器人实现包装智能化。**2018 年公司投资 5.96 亿元（其中包括定向增发 4.55 亿元）实施智能包装装备扩产项目，项目建设期 3 年，将形成年产 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。通过工业机器人推进智能制造理念的落地，将为公司创造新的利润增长点，为公司持续快速发展提供重要保证。

项目建成达产后，预计实现新增年均销售收入 8.36 亿元，实现利润总额 1.36 亿元，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），经济效益较好，且具有较强的抗风险能力。

表 12：2018 年定向增发项目（亿元）

项目名称	投资总额	拟使用募集资金金额
智能包装装备扩产项目	5.96	4.55
补充流动资金项目	1.60	1.60
合计	7.56	6.15

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**发行可转债项目，加速 4 万台套包装设备扩产。**2020 年 1 月，公司发行总计 5.12 亿元的可转债，其中 3.59 亿元的可转债募集资金将用于年产 4 万台(套)包装设备建设项目（项目总额 5.48 亿元），该项目由公司全资子公司永创机械负责实施；剩余 1.54 亿元将用于补充流动资金；项目建设周期为 2 年，达产后第一年至第三年的达产率分别为 60%、80%、100%，有助于公司突破产能不足的瓶颈，增强盈利能力。

此外根据公告，公司拟以 1.33 亿元募集资金购买大型加工中心、激光切割机和数控冲床等加工精度、自动化水平更高的生产设备来优化公司生产工艺，进一步提高作业效率。

表 13：2019 年可转债发行项目（亿元）

项目名称	投资总额	募集资金投入金额
年产 4 万台（套）包装设备建设项目	5.48	3.59
补充流动资金项目	1.54	1.54
合计	7.02	5.12

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

## 4. 盈利预测

### 4.1. 业务拆分

公司主营业务包括智能包装生产线、标准单机设备、包装材料三部分，其中标准单机设备于 2020 年由缠绕捆扎码垛系列、成型填充封口系列、贴标打码系列合并而成。白酒智能化技改方面，我们预计未来 5 年行业平均每年将技改投入金额 50-60 亿元；奶制品包装方面，2018 年国内低温奶的市场占有率约为 25%，我们预计 2022 年国内低温奶渗透率有望提升至 29%，未来 5 年平均每年奶制品包装机械需求 CAGR 为 20%，2025 年对应包装机械需求达 72 亿元。**我们在做公司盈利预测时将其分拆，关键假设如下：**

**智能包装生产线：**公司新兴业务，2020 年营收占比为 36%，相比 2015 年提升 7pct.，2015-2020 年智能包装生产线营收 CAGR 为 23.0%，其中 2017-2019 年同比分别增长 32.8%、22.7%、26.9%；根据 2020 年 1 月发布的《中国机械工业年鉴 2019》，近年来传统食品、自动化酿造、乳品饮料等领域正在实现快速产业升级，对智能装备和智能生产线的需求越来越多，行业新增长点拉动包装机械市场整体增长。

受益于白酒智能化技改和低温奶渗透率持续提高带来增量需求，公司凭借技术优势和产品口碑有望切入国内头部酒企与奶制品企业；我们预计 2021-2023 年该业务营收增速分别为 40%、30%、30%，毛利率分别为 34%、34%、35%。

**标准单机设备：**公司核心业务，2020 年营收占比为 40%，由缠绕捆扎码垛系列(26.1%)、成型填充封口系列(13.8%)、贴标打码系列组成(0.2%)；2015-2020 年标准单机设备营收 CAGR 为 12.5%；因 2020 年标准单机设备营收未做系列拆分，我们参考 2017-2019 年财报数据，缠绕捆扎码垛系列营收同比分别增长 37.0%、18.7%、6.6%，成型填充封口系列营收同比分别增长 41.7%、7.3%、2.6%。

食品、饮料等快速消费品，电子、医药等自动化、智能化程度较高的细分领域，以数字化转型和智能制造为主要推动力；在国内制造业人工替代长期驱动下，我们预计三大标准单机设备产品系列将保持高增长，其中 2021-2023 年缠绕捆扎码垛系列营收增速分别为 20%、20%、15%，毛利率分别为 28%、29%、30%，成型填充封口系列营收增速分别为 15%、15%、10%，毛利率分别为 33%、33%、34%。

**包装材料：**发展进入稳定期，由 PP 捆扎带与 PE 拉伸膜组成。2020 年该业务受疫情影响营收出现下滑，我们预计 2021-2023 年营收增速分别为 20%、10%、10%，毛利率分别为 45%、45%、45%。

我们预计 2021-2023 年营业总收入分别为 25.6/32.3/39.2 亿元，同比增长 27%/26%/21%，综合毛利率分别为 33%/33%/34%。

**表 14：公司主要业务预测及拆分（百万元）**

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,650.90	1,871.16	2,020.05	2,556.05	3,231.26	3,918.92
YOY	20%	13%	8%	27%	26%	21%
营业总成本	1,159.35	1,324.16	1,360.91	1,719.26	2,160.49	2,579.98
综合毛利率	30%	29%	33%	33%	33%	34%
<b>智能包装生产线</b>						
营业收入	532.14	675.53	724.88	1,014.84	1,420.77	1,847.00
YOY	23%	27%	7%	40%	40%	30%

毛利率	32%	31%	34%	34%	34%	35%
<b>缠绕捆扎码垛系列</b>						
营业收入	443.16	472.43	527.62	633.14	759.77	873.73
YOY	19%	7%	12%	20%	20%	15%
毛利率	29%	28%	28%	28%	29%	30%
<b>成型填充封口系列</b>						
营业收入	247.20	253.65	279.23	321.12	369.28	406.21
YOY	7%	3%	10%	15%	15%	10%
毛利率	33%	33%	33%	33%	33%	34%
<b>贴标打码系列</b>						
营业收入	4.78	4.07	4.87	6.82	9.55	12.41
YOY	16%	-15%	20%	40%	40%	30%
毛利率	51%	47%	47%	48%	48%	49%
<b>包装材料</b>						
营业收入	211.24	227.44	202.30	242.76	267.03	293.73
YOY	16%	8%	-11%	20%	10%	10%
毛利率	34%	32%	47%	45%	45%	45%
<b>其他业务</b>						
营业收入	140.00	160.83	149.32	185.56	222.67	267.21
YOY	30%	15%	-7%	24%	20%	20%
毛利率	34%	32%	47%	45%	45%	45%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所测算

## 4.2. 估值探讨

我们预计公司 2021-2023 年营收分别为 25.6/32.3/39.2 亿元,同比增长 27%/26%/21%;综合毛利率分别为 33%/33%/34%;归母净利润分别为 2.7/3.6/4.7 亿元,同比增长 58%/33%/32%,对应 PE 为 25/19/14 倍。

由于包装机械行业部分公司未被覆盖,因此我们选取通用自动化行业龙头作为可比公司,弘亚数控、杰克股份分别为木工机械、纺织机械头。参考可比公司 2021-2022 年 PE 平均值为 24/17X,考虑到我国包装机械中小企业众多、规模偏小、自主研发能力弱,公司在包装机械行业具备龙头地位,同时下游需求处于快速扩张期,增速高于可比公司。我们给予公司 2022 年 25X 的 PE 估值目标,对应市值目标 90 亿元,给予“买入”评级。

**表 15: 可比公司估值情况**

公司简称	市值 (亿元)	归母净利润(亿元)			EPS(元/股)			PE			PB (LF)	PS (LF)
		2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E		
乐惠国际	45	1.1	1.2	1.8	0.90	1.00	1.50	43	39	25	3.5	5.3
中亚股份	49	0.4	2.8	3.8	0.16	1.03	1.42	112	18	13	3.3	7.5
弘亚数控	112	4.5	5.7	7.0	0.28	0.36	0.44	25	20	16	6.1	6.6
杰克股份	100	3.1	5.4	7.0	0.70	1.22	1.57	32	18	14	3.3	2.8
<b>可比公司平均</b>								<b>24</b>	<b>17</b>	<b>4.2</b>	<b>5.8</b>	
永创智能	76	1.7	2.7	3.6	0.39	0.61	0.82	40	25	19	3.7	3.7

资料来源: Wind, 浙商证券研究所,注:股价采用 2021 年 9 月 10 日收盘价,可比公司采用 Wind 一致预测值;中亚股份为国内液态食品智能化包装机械制造商,与公司业务可比度高,2020 年 PE 因业绩下滑出现异常值,不作为 2020 年行业平均值参考。

## 5. 风险提示

- 1) 下游行业景气度不及预期, 固定资产投资增速放缓;
- 2) 行业竞争加剧, 爆发价格战;
- 3) 钢材、塑料颗粒、铝等原材料价格大幅波动

## 表附录：三大报表预测值

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位:百万元	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	2848	3191	3796	4329	<b>营业收入</b>	2020	2556	3231	3919
现金	765	736	817	773	营业成本	1361	1719	2160	2580
交易性金融资产	81	81	81	81	营业税金及附加	14	18	26	31
应收账款	414	549	632	744	营业费用	163	217	275	333
其它应收款	52	54	90	98	管理费用	112	130	162	192
预付账款	47	43	54	73	研发费用	120	143	178	216
存货	1314	1574	1960	2398	财务费用	34.7	25.4	19.2	16.3
其他	174	155	161	164	资产减值损失	32	26	32	39
<b>非流动资产</b>	901	887	954	995	公允价值变动损益	(1)	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	24	20	18	15
长期投资	0	7	2	3	其他经营收益	14	10	8	7
固定资产	399	407	422	430	<b>营业利润</b>	192	308	406	534
无形资产	167	189	218	251	营业外收支	(2)	0	0	0
在建工程	3	4	5	5	<b>利润总额</b>	190	308	406	534
其他	331	279	306	306	所得税	18	37	46	58
<b>资产总计</b>	3749	4078	4750	5324	<b>净利润</b>	171	271	360	476
<b>流动负债</b>	1788	1936	2225	2384	少数股东损益	1	1	2	2
短期借款	378	241	193	89	<b>归属母公司净利润</b>	171	270	358	473
应付款项	639	864	1075	1264	EBITDA	251	363	458	584
预收账款	0	462	481	430	EPS(最新摊薄)	0.39	0.61	0.82	1.08
其他	771	369	477	602	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	408	282	357	349		2020A	2021E	2022E	2023E
长期借款	7	7	7	7	<b>成长能力</b>				
其他	401	275	350	342	营业收入	7.96%	26.53%	26.42%	21.28%
<b>负债合计</b>	2196	2218	2582	2733	营业利润	65.22%	60.15%	31.99%	31.52%
少数股东权益	21	23	24	26	归属母公司净利润	73.13%	58.05%	32.91%	32.07%
归属母公司股东权益	1531	1838	2144	2564	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	3749	4078	4750	5324	毛利率	32.63%	32.74%	33.14%	34.17%
					净利率	8.49%	10.60%	11.14%	12.14%
					ROE	11.35%	15.80%	17.79%	19.89%
					ROIC	9.32%	13.61%	15.66%	18.04%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	58.59%	54.38%	54.36%	51.34%
					净负债比率	17.51%	12.33%	9.03%	4.22%
					流动比率	1.59	1.65	1.71	1.82
					速动比率	0.86	0.84	0.83	0.81
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.55	0.65	0.73	0.78
					应收帐款周转率	5.01	5.23	5.18	5.17
					应付帐款周转率	4.16	4.34	4.63	4.38
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	0.39	0.61	0.82	1.08
					每股经营现金	0.78	0.61	0.38	0.50
					每股净资产	3.48	4.18	4.88	5.84
					<b>估值比率</b>				
					P/E	39.92	25.26	19.00	14.39
					P/B	4.45	3.71	3.18	2.66
					EV/EBITDA	13.51	17.36	13.48	10.45

<b>现金流量表</b>				
单位:百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	344	268	168	219
净利润	171	271	360	476
折旧摊销	54	35	38	40
财务费用	34.7	25.4	19.2	16.3
投资损失	(24)	(20)	(18)	(15)
营运资金变动	101	134	150	100
其它	7	(178)	(381)	(399)
<b>投资活动现金流</b>	(158)	(57)	(59)	(66)
资本支出	(35)	(35)	(44)	(39)
长期投资	0	(7)	5	(1)
其他	(123)	(15)	(20)	(27)
<b>筹资活动现金流</b>	(332)	(239)	(27)	(197)
短期借款	66	(137)	(49)	(104)
长期借款	(66)	0	0	0
其他	(332)	(103)	22	(93)
<b>现金净增加额</b>	(146)	(29)	82	(45)

资料来源：浙商证券研究所



## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>