

公司点评
喜悦智行(301198.SZ)
轻工制造 | 包装印刷
可循环塑料包装行业龙头，租赁服务模式加快普及

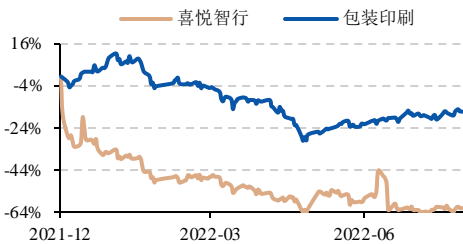
2022年08月03日

评级 买入

评级变动 首次

交易数据

| | |
|------------|-------------|
| 当前价格(元) | 22.13 |
| 52周价格区间(元) | 20.86-57.90 |
| 总市值(百万) | 2876.90 |
| 流通市值(百万) | 719.30 |
| 总股本(万股) | 13000.00 |
| 流通股(万股) | 3250.00 |

涨跌幅比较


| % | 1M | 3M | 12M |
|------|-------|-------|------|
| 喜悦智行 | 0.05 | 6.09 | -- |
| 包装印刷 | -0.50 | 19.64 | 3.99 |

杨甫

 执业证书编号:S0530517110001
 yangfu@hncasing.com

周心怡

zhouxinyi67@hncasing.com

分析师
研究助理
相关报告

| 预测指标 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 主营收入(百万元) | 235.85 | 267.67 | 426.31 | 625.18 | 880.83 |
| 净利润(百万元) | 52.95 | 58.82 | 104.77 | 140.69 | 189.83 |
| 每股收益(元) | 0.41 | 0.45 | 0.81 | 1.08 | 1.46 |
| 每股净资产(元) | 2.32 | 2.77 | 3.44 | 4.34 | 5.55 |
| P/E | 51.07 | 45.97 | 25.81 | 19.22 | 14.24 |
| P/B | 8.97 | 7.50 | 6.04 | 4.79 | 3.75 |

资料来源: iFinD, 财信证券

投资要点:





- 国内定制化可循环塑料包装领头羊，经营业绩情况逐渐向好：**公司主要为客户提供组合成套类包装产品、厚壁吸塑类包装单元、周转箱等定制化可循环塑料包装产品和相关配套服务。2021年公司实现营收3.63亿元，同比+35.6%，实现归母净利润0.61亿，同比+3.23%。包装产品业务上受益于新能源行业的快速发展，定制化可循环包装不仅有利于企业降本增效，还可以更好的保护运输电池和其他重要零部件；租赁服务业务目前在拓展新行业新客户策略上卓有成效，增速较快。
- 行业政策助推，可循环包装有望加快推广使用：**随着包装产业转型升级，国家鼓励塑料包装行业向高端智能、绿色环保、可循环方向转型发展，并出台一系列支持政策。定制化可循环塑料包装具有绿色可循环、承载度强、制造精度高、质量可靠、可塑性强、使用寿命长等优点，在坚持绿色可循环的理念下，同时能够满足品牌客户定制化、规模化的包装需求，未来有望加速推广。
- 公司采用定制化产品直销+租赁服务双模式：**直接采购产品的客户还存在着包装器具的资金、管理、仓储、物流运输等成本，前期资金压力较大，租赁服务模式可以降低客户使用门槛，减轻前期资金压力，由公司来提供租赁和运营服务能够降低推广难度，增强客户粘性，更好的构筑自身品牌形象和壁垒。
- 盈利预测：**在可循环塑料包装产品业务方面，考虑公司目前订单量充足，与客户合作年限较长，未来有望保持长期的合作关系；租赁服务业务方面，新客户覆盖了新能源汽车、家电、酒水等众多行业，增速非常快。我们预计公司2022年到2024年实现营业收入分别为4.26、6.25和8.81亿元，实现归母净利润1.05、1.41和1.90亿元，EPS为0.81、1.08和1.46元，PE分别为25.81、19.11和14.24倍，首次覆盖给予公司“买入”评级。
- 风险提示：**公司扩产进度不及预期，下游客户拓展不及预期，市场竞争加剧，原材料价格波动。

1 可循环包装有望推广，喜悦智行作为龙头具备先发优势

喜悦智行是一家提供定制化可循环塑料包装整体解决方案的服务商。主要为客户提供组合成套类包装产品、厚壁吸塑类包装单元、薄壁吸塑类包装单元、周转箱类包装单元等不同系列的定制化可循环塑料包装产品。2011年，公司将定制化可循环塑料包装在国内汽车主机厂及汽车零部件行业中推广，去替代纸箱、木箱和托盘等包装，成为国内较早进入该行业的定制化可循环塑料包装企业之一，目前正逐步扩展至家电、酒水和物流运输等行业。

可循环塑料包装改变了传统一次性包装无法循环，不够环保、承载力弱的弊端，可反复使用 5-10 年，对客户来说，能够达到节能降本的目的，目前正在逐步的推广普及；另外公司也为客户提供包装产品的定制设计、生产制造、性能测试、租赁及物流运输、仓储管理等贯穿全过程的供应链服务。

表 1：公司主要产品说明

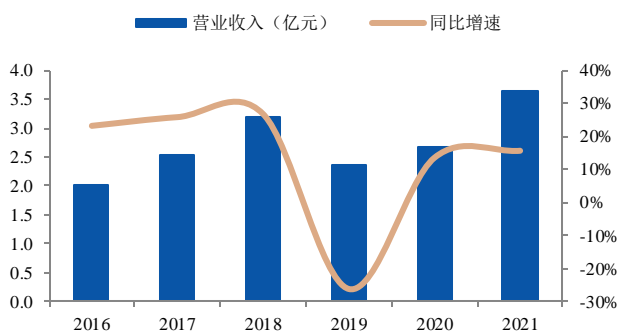
| 产品名称 | 图片示例 | 用途说明 |
|-----------|---|---|
| 厚壁吸塑类包装单元 |  | 适用于中小型、轻便型和精密型零部件长途运输包装和生产周转 |
| 薄壁吸塑类包装单元 |  | 主要适用于各类高洁净度电子元器件及各类小型零配件的包装周转。薄壁吸塑包装单元包括电子元件衬垫、工具衬垫、阀体衬垫等 |
| 周转箱组合包装产品 |  | 由配套的托盘单元、顶盖单元以及周转箱单元组成，内部可搭配各种衬垫单元或其他定制化内材单元；适用于各类型包装物的长途物流运输和生产周转，例如：发动机缸盖包装、电池箱盖包装等 |
| 料架组合包装产品 |  | 主要由厚壁吸塑衬垫单元与可折叠铁质料架单元组合构成；适用于体积较大、重量较重、有排序要求的运输物品。例如：变速器总成料架、前副车架料架、车门料架等 |

资料来源：公司招股说明书，财信证券

行业政策助推，可循环包装有望加快推广使用：随着包装产业转型升级，国家鼓励塑料包装行业向高端智能、绿色环保、可循环方向转型发展，并出台一系列支持政策。2020年出台的《关于加快推进快递包装绿色转型的意见》指出到2022年，电商快件不再二次包装比例达到85%，可循环快递包装应用规模700万个。到2025年，电商快件基本实现不再二次包装，可循环快递包装应用规模达1000万个。2021年发布的《关于组织开展可循环快递包装规模化应用试点的通知》明确提出于2021年至2023年间在快递企业试点可循环包装。定制化可循环塑料包装具有绿色可循环、承载度强、制造精度高、质量可靠、可塑性强、使用寿命长等优异性能，在坚持绿色可循环的理念下，同时能够满足品牌客户定制化、规模化的包装需求，未来有望加速推广。

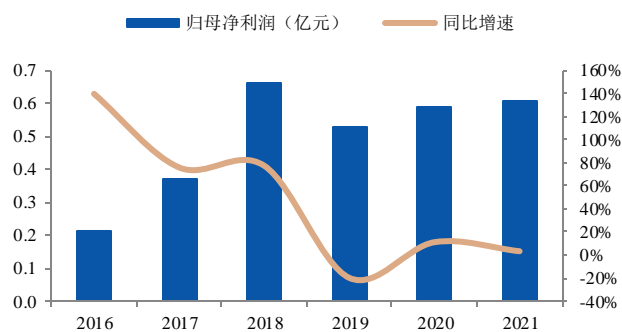
营收稳定增长，积极拓展新客户：2018-2021年，公司实现营收3.2、2.36、2.68和3.63亿元，增速分别为26.72%、-26.29%、13.49%和35.6%；2018-2021年，公司实现归母净利润0.66、0.53、0.59和0.61万元，增速分别为77.33%、-19.87%、11.1%和3.23%。其中2019年公司营收有所下降主要是因为当年汽车消费需求整体疲软，叠加燃油车排放标准由“国五”向“国六”换代带来的短期冲击，对公司2019年产品销售产生一定影响，对此公司迅速采取了战略，产品布局从传统燃油车延伸到新能源汽车领域，积极拓展新客户，并且伴随促进汽车行业消费政策的出台，2020年经营业绩较2019年明显增长。

图 1：喜悦智行营收及其同比增速



资料来源：公司年报，财信证券

图 2：喜悦智行归母净利润及其同比增速

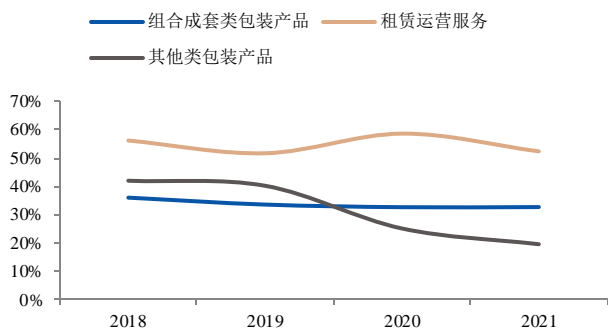


资料来源：公司年报，财信证券

租赁运营服务毛利率高，增速快，公司整体毛利率在行业中居前：公司的主营业务中，租赁运营服务业务的毛利率最高，2018年至2021年毛利率分别为56.20%、51.71%、58.64%、52.38%，公司于2019年开始着重加大对租赁运营服务业务的投入，将产品布局陆续扩展至家电、酒水和物流行业，通过服务模式打开市场同时增强客户黏性，形成自身壁垒，成套类包装产品的毛利率也较高，始终保持在30%以上。公司的主要几大高毛利业务拉动了公司的整体毛利率，在包装行业中，喜悦的毛利率高于其他可比公司。

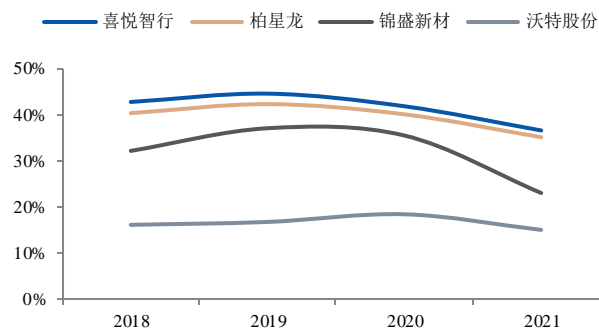
2021年开始公司积极拓展新行业新客户，拿到了美的海尔等家电企业的订单，根据客户需求提供产品及配套服务，2020-2021年，可循环包装产品业务由1.73亿增长至2.64亿，同比增速为52.6%，营收占比从69%增长至73%，租赁服务业务从0.66亿增长到0.83亿，同比增速为25.8%，营收占比从11%提高至23%。

图 3：喜悦智行主要业务的毛利率



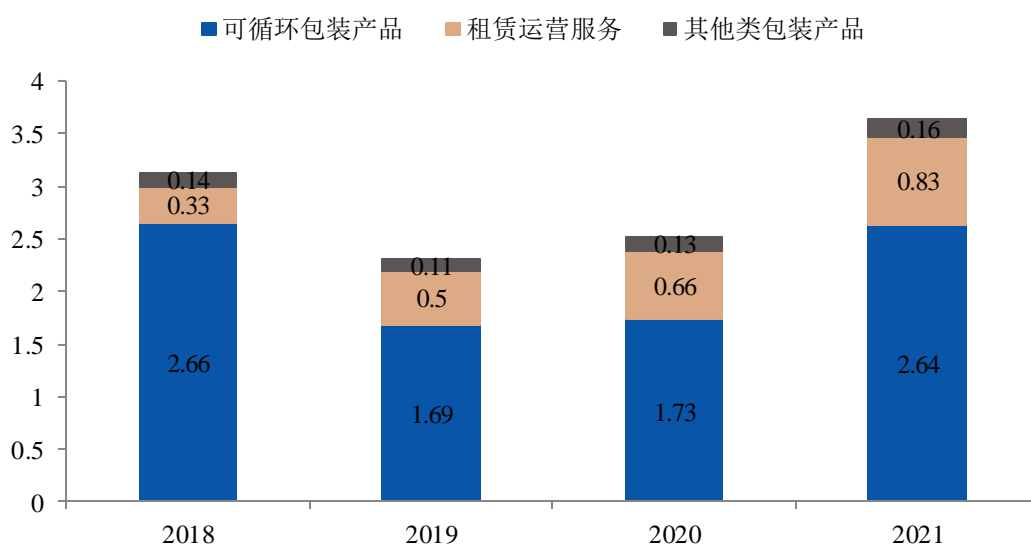
资料来源：公司招股书，公司年报，财信证券

图 4：喜悦智行及其他可比公司的毛利率对比



资料来源：公司招股书，公司年报，财信证券

图 5：喜悦智行的主要业务营业收入（亿元）



资料来源：公司招股书，公司年报，财信证券

2 定制化产品直销+租赁服务双模式

公司与下游客户的合作模式主要分为产品直销和租赁服务两种。直销模式下，公司根据客户需求制定研发计划、开展包装方案设计、进行试模、样品试制等，待性能参数达到客户要求后，通过自行生产或委托加工进行批量生产、销售。租赁服务模式则更有利于公司和客户建立粘性，形成自身壁垒，租赁模式主要分为动态租赁和静态租赁。

1) 动态租赁：公司在租赁期内，按照出租包装器具的使用次数及使用数量计算租金，同时还能根据客户的不同需求，为客户提供仓储分拣、清洁维护、物流配送、空箱回收和规划统筹等配套服务。

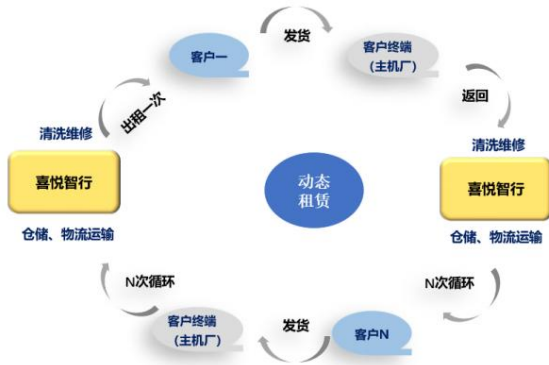
动态租赁服务租赁收入=包装器具租金及服务单价×租用数量×使用次数。

2) 静态租赁：按照包装器具的使用天数及使用数量计算租金，租赁期间客户自行管理租赁包装器具。

静态租赁服务租赁收入=包装器具租赁单价×租用天数×租用数量。

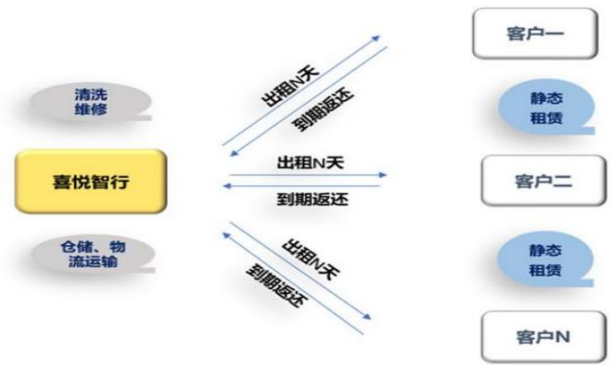
长期看客户选择公司运营租赁服务的单次使用价格相比直接买入产品单次使用价格更高，但直接购买产品的客户还存在包装器具的资金、管理、仓储、物流运输等成本，而在租赁模式中公司通过全国布局 CMC 网点，充分实现物流仓储效益最大化，降低以上的成本。公司智能物流运输平台随着网点布局的完善及算法的优化，可以进一步提升租赁项目的效益，因此租赁服务模式目前的普及速度也非常快。

图 6：动态租赁服务模式



资料来源：公司招股说明书，财信证券

图 7：静态租赁服务模式



资料来源：公司招股说明书，财信证券

建立多个租赁服务网点覆盖多区域，解决区域半径问题：目前喜悦智行在上海、广州、宁波、北京、天津、合肥、武汉、成都等 15 个城市建立了租赁网点用于物流仓储和办公，服务回收城市共覆盖了 90 余个，这些网点提供可循环塑料包装产品的出租及运营服务，用于集中或中转包装，调配当地物流资源；同时，公司计划开发包含仓储管理、物流分拨、包装租赁结算等在内的一体化平台管理系统，配合用于公司租赁及运营业务的管理，以更好的解决区域半径问题。

3 投资评级与盈利预测

在可循环塑料包装产品业务方面，考虑公司目前订单量充足，与客户合作年限较长，未来有望保持长期的合作关系；租赁服务业务方面，新客户覆盖了新能源汽车、家电、酒水等众多行业，增速非常快。我们预计公司 2022 年到 2024 年实现营业收入分别为 4.26、6.25 和 8.81 亿元，实现归母净利润 1.05、1.41 和 1.90 亿元，EPS 为 0.81、1.08 和 1.46 元，PE 分别为 25.81、19.11 和 14.24 倍，首次覆盖给予公司“买入”评级。

4 风险提示

公司扩产进度不及预期，下游客户拓展不及预期，市场竞争加剧，原材料价格波动。

| 报表预测(单位:百万元) | | | | | | 财务和估值数据摘要 | | | | | |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 利润表 | | | | | | 主要指标 | | | | | |
| | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 营业收入 | 235.85 | 267.67 | 426.31 | 625.18 | 880.83 | 营业收入 | 235.85 | 267.67 | 426.31 | 625.18 | 880.83 |
| 减: 营业成本 | 130.51 | 155.43 | 230.78 | 350.50 | 502.64 | 增长率(%) | -26.29 | 13.49 | 59.27 | 46.65 | 40.89 |
| 营业税金及附加 | 1.89 | 2.31 | 3.60 | 5.27 | 7.43 | 归属母公司股东净利润 | 52.95 | 58.82 | 104.77 | 140.69 | 189.83 |
| 营业费用 | 17.89 | 12.78 | 22.59 | 34.38 | 50.65 | 增长率(%) | -19.87 | 11.10 | 78.11 | 34.29 | 34.93 |
| 管理费用 | 17.88 | 18.09 | 28.48 | 43.76 | 63.42 | 每股收益(EPS) | 0.41 | 0.45 | 0.81 | 1.08 | 1.46 |
| 研发费用 | 8.94 | 8.07 | 14.35 | 21.04 | 29.64 | 每股股利(DPS) | 0.00 | 0.23 | 0.14 | 0.18 | 0.25 |
| 财务费用 | 0.95 | -0.18 | -0.19 | -0.64 | -1.07 | 每股经营现金流 | 0.64 | 0.65 | 0.77 | 1.07 | 1.24 |
| 减值损失 | 2.97 | -2.81 | -1.59 | -2.24 | 0.00 | 销售毛利率 | 0.45 | 0.42 | 0.46 | 0.44 | 0.43 |
| 加: 投资收益 | 0.22 | 0.00 | 0.22 | 0.22 | 0.22 | 销售净利率 | 0.22 | 0.22 | 0.25 | 0.23 | 0.22 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 净资产收益率(ROE) | 0.18 | 0.16 | 0.23 | 0.25 | 0.26 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投入资本回报率(ROIC) | 0.17 | 0.18 | 0.30 | 0.38 | 0.49 |
| 营业利润 | 61.65 | 69.22 | 126.13 | 169.63 | 229.13 | 市盈率(P/E) | 51.07 | 45.97 | 25.81 | 19.22 | 14.24 |
| 加: 其他非经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 市净率(P/B) | 8.97 | 7.50 | 6.04 | 4.79 | 3.75 |
| 利润总额 | 63.72 | 72.30 | 126.86 | 170.36 | 229.87 | 股息率(分红/股价) | 0.00 | 0.01 | 0.01 | 0.01 | 0.01 |
| 减: 所得税 | 10.77 | 13.48 | 22.09 | 29.67 | 40.03 | 主要财务指标 | | | | | |
| 净利润 | 52.95 | 58.82 | 104.77 | 140.69 | 189.83 | 收益率 | | | | | |
| 减: 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 毛利率 | 44.66% | 41.93% | 45.87% | 43.94% | 42.94% |
| 归属母公司股东净利润 | 52.95 | 58.82 | 104.77 | 140.69 | 189.83 | 三费/销售收入 | 15.57% | 11.60% | 12.03% | 12.60% | 13.07% |
| 资产负债表 | | | | | | EBIT/销售收入 | | | | | |
| 货币资金 | 44.00 | 46.97 | 125.01 | 240.49 | 369.97 | EBITDA/销售收入 | 37.02% | 35.85% | 38.93% | 33.47% | 28.86% |
| 交易性金融资产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 销售净利率 | 22.45% | 21.98% | 24.58% | 22.50% | 21.55% |
| 应收和预付款项 | 106.74 | 137.35 | 195.22 | 268.07 | 362.44 | 资产获利率 | | | | | |
| 其他应收款(合计) | 3.16 | 1.55 | 7.32 | 10.73 | 15.12 | ROE | 17.56% | 16.32% | 23.42% | 24.94% | 26.30% |
| 存货 | 50.15 | 48.26 | 57.91 | 69.50 | 83.40 | ROA | 14.10% | 13.43% | 18.91% | 19.49% | 20.12% |
| 其他流动资产 | 8.43 | 4.58 | 8.57 | 12.57 | 17.71 | ROIC | 17.46% | 18.47% | 30.12% | 38.23% | 48.77% |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资本结构 | | | | | |
| 金融资产投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资产负债率 | 19.68% | 17.72% | 19.26% | 21.85% | 23.53% |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资资本/总资产 | 81.01% | 78.81% | 65.87% | 53.50% | 46.60% |
| 固定资产和在建工程 | 83.94 | 115.53 | 98.65 | 81.52 | 64.16 | 带息债务/总负债 | 31.14% | 6.45% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 无形资产和开发支出 | 37.39 | 48.19 | 40.16 | 32.13 | 24.09 | 流动比率 | 3.14 | 3.23 | 3.83 | 3.91 | 3.89 |
| 其他非流动资产 | 41.66 | 35.59 | 21.20 | 6.81 | 6.81 | 速动比率 | 2.23 | 2.48 | 3.14 | 3.33 | 3.38 |
| 资产总计 | 375.47 | 438.01 | 554.04 | 721.81 | 943.69 | 股利支付率 | 0.00% | 51.00% | 17.00% | 17.00% | 17.00% |
| 短期借款 | 23.02 | 5.01 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 收益留存率 | 100.00 | 49.00% | 83.00% | 83.00% | 83.00% |
| 交易性金融负债 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资产管理效率 | | | | | |
| 应付和预收款项 | 39.71 | 67.57 | 95.52 | 142.68 | 202.07 | 总资产周转率 | 0.63 | 0.61 | 0.77 | 0.87 | 0.93 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 固定资产周转率 | 4.16 | 2.52 | 4.69 | 8.30 | 14.81 |
| 其他负债 | 11.18 | 5.05 | 11.17 | 15.01 | 19.93 | 应收账款周转率 | 2.27 | 1.98 | 2.26 | 2.42 | 2.52 |
| 负债合计 | 73.91 | 77.62 | 106.69 | 157.69 | 222.00 | 存货周转率 | 2.60 | 3.22 | 3.98 | 5.04 | 6.03 |
| 股本 | 75.00 | 75.00 | 75.00 | 75.00 | 75.00 | 估值指标 | | | | | |
| 资本公积 | 118.51 | 118.51 | 118.51 | 118.51 | 118.51 | EBIT | 64.67 | 72.13 | 126.67 | 169.72 | 228.80 |
| 留存收益 | 108.06 | 166.88 | 253.84 | 370.61 | 528.18 | EBITDA | 87.31 | 95.95 | 165.97 | 209.27 | 254.20 |
| 归属母公司股东权益 | 301.57 | 360.39 | 447.35 | 564.12 | 721.68 | NOPLAT | 51.97 | 56.17 | 103.99 | 139.54 | 188.33 |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 净利润 | 52.95 | 58.82 | 104.77 | 140.69 | 189.83 |
| 股东权益合计 | 301.57 | 360.39 | 447.35 | 564.12 | 721.68 | EPS | 0.41 | 0.45 | 0.81 | 1.08 | 1.46 |
| 负债和股东权益合计 | 375.47 | 438.01 | 554.04 | 721.81 | 943.69 | BPS | 2.32 | 2.77 | 3.44 | 4.34 | 5.55 |
| 现金流量表 | | | | | | PE | | | | | |
| 经营性现金净流量 | 83.19 | 83.97 | 100.73 | 138.83 | 160.74 | PEG | -2.57 | 4.14 | 0.33 | 0.56 | 0.41 |
| 投资性现金净流量 | -20.43 | -52.55 | -0.07 | -0.07 | -0.07 | PB | 8.97 | 7.50 | 6.04 | 4.79 | 3.75 |
| 筹资性现金净流量 | -65.99 | -25.35 | -22.62 | -23.28 | -31.20 | PS | 11.46 | 10.10 | 6.34 | 4.33 | 3.07 |
| 现金流量净额 | -3.23 | 6.07 | 78.04 | 115.48 | 129.47 | PCF | 32.50 | 32.20 | 26.84 | 19.48 | 16.82 |

资料来源: 财信证券, iFinD

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

| 类别 | 投资评级 | 评级说明 |
|--------|------|--------------------------------|
| 股票投资评级 | 买入 | 投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上 |
| | 增持 | 投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15% |
| | 持有 | 投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5% |
| | 卖出 | 投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上 |
| 行业投资评级 | 领先大市 | 行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上 |
| | 同步大市 | 行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5% |
| | 落后大市 | 行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上 |

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为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。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438