



2022-10-15

公司动态报告

增持/首次

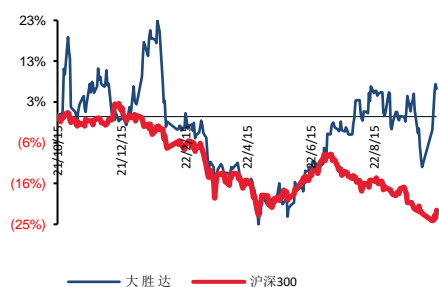
大胜达(603687)

昨收盘: 11.0

轻工制造 包装印刷

## 大胜达首次覆盖：深耕包装行业，努力拓展下游优质客户

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股) 419/419  
 总市值/流通(百万元) 4,610/4,610  
 12 个月最高/最低(元) 12.70/7.72

### 相关研究报告：

证券分析师：陈天蛟

电话：021-61376584

E-MAIL: chentj@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522090002

### 报告摘要

**营业收入稳步增长，公司净利润增长有望实现突破。**公司近两年收入规模稳步增长，2022 上半年，得益于新设工厂和加大市场开拓力度，订单量和销售量较快增长；利润方面，于成本端发力，今年上半年净利润同比呈现较好的增长，同时因收购控股子公司爱迪尔、四川大胜达中飞等业绩实现上升，展望今年公司净利润有望实现增长突破。

**客户资源稳定，加快智能化赛道布局。**公司扎根纸包装行业多年，与松下电器、三星电子、美的电器、农夫山泉、华润啤酒、老板电器、苏泊尔、顺丰速运龙头企业合作，下游市场高度集中度化的特点为公司维持大量稳定订单。2015 年，公司合作研发了纸包装生产线物联网系统，2019 年来更是借助建设位于杭州萧山的大胜达智能工厂的契机，联合北京大学信息技术高等研究院，在原有物联网基础上进一步升级搭建了行业领先的大胜达 E-packET 工业互联网平台，提升效能。

**自身发力深耕管理，积蓄动能促发展后劲。**上半年，公司全力推进海南大胜达施工建设工作，启动二期土地招拍挂工作，加强可降解纸浆餐具生产管理和技术团队的建设，为公司创造新的利润增长点，实现公司多元化发展战略；重点推进了纸包装信息化升级工作，深化各工厂设备联网与 MES 系统推进，提升信息化水平和生产效率。

**盈利预测与估值：**我们预计公司 2022-2024 年的营业收入分别为 18.53 亿元、21.87 亿元、25.07 亿元，对应净利润分别为 1.16 亿、1.39 亿、1.64 亿元，对应 EPS 分别为 0.28、0.33、0.39 元/股，按照 10 月 14 日收盘价计算，对应 PE 分别为 39.7、33.2、28.2 倍，首次覆盖，我们给出“增持”评级。

**风险提示：**原材料价格大幅上涨，疫情带来不确定性风险等

### ■ 盈利预测和财务指标：

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,664	1,853	2,187	2,507
(+/-%)	23.2	11.3	18.0	14.6
净利润(百万元)	98	116	139	164
(+/-%)	-65.0	19.1	19.4	17.9
摊薄每股收益(元)	0.23	0.28	0.33	0.39
市盈率(PE)	47.3	39.7	33.2	28.2

资料来源：Wind，太平洋证券（注：摊薄每股收益按最新总股本计算）

## 目录

一、 大胜达：中国纸包装龙头企业与多元创新发展 .....	4
(一) 基本概况 .....	4
(二) 发展历程：纸包装产业为主，以包强包，以纸兴纸 .....	4
(三) 管理层情况：股权稳固，核心管理层专业属性强 .....	5
(四) 财务情况 .....	5
二、 行业分析：行业集中度低，迈向规模化、绿色化、智能化 .....	6
(一) 行业情况：行业上游集中度高，行业下游需求增长空间大 .....	6
(二) 行业格局：行业集中度低，低端市场竞争激烈 .....	7
(三) 发展趋势：规模化、绿色化、智能化 .....	8
三、 未来发展 .....	9
(一) 核心竞争力 .....	9
(二) 驱动因素 .....	10
(三) 经营战略持续优化 .....	10
四、 估值及投资建议 .....	11
五、 风险提示 .....	11

## 图表目录

图表 1：大胜达前十股东情况 .....	5
图表 2：2017-2021 年营业收入及增速 .....	6
图表 3：2017-2021 年净利润及增速 .....	6
图表 4：中国瓦楞包装行业产业链 .....	6
图表 5：瓦楞纸箱下游行业消费占比（单位：%） .....	7
图表 6：2011-2021 年食品饮料、家电市场成交额 .....	7
图表 7：2012-2021 年快递业务量情况 .....	7
图表 8：2012-2021 年快递业务收入情况 .....	7
图表 9：2020 年中国纸包装行业市场份额（单位：%） .....	8
图表 10：2020 年中国纸包装行业市场集中度（单位：%） .....	8
图表 11：2021 年中国瓦楞纸行业竞争格局 .....	8

## 一、大胜达：中国纸包装龙头企业与多元创新发展

### （一）基本概况

浙江大胜达包装股份有限公司成立于 2004 年 11 月，前身为浙江大胜达包装有限公司，2016 年完成股份制改造。公司先后在萧山、苏州、盐城、成都、武汉等地设立 10 余家子公司，在境外设立以“设计与营销”为一体的设计服务公司。公司主要从事纸包装产品的研发、生产、印刷和销售，主要产品涵盖瓦楞纸箱、纸板、精品酒盒、卷烟商标等，能为客户提供涵盖包装方案设计、研发、检测、生产、库存管理、物流配送等环节的全方位纸包装解决方案。

浙江大胜达包装股份有限公司是国家重点扶持的高新技术企业、中国纸包装开发生产基地，拥有中国纸制品研发中心、省级重点企业设计院、省级企业研究院、省级工业设计中心等多个研发平台，并被国家工信部列为“两化融合管理体系贯标试点企业”、浙江省两化深度融合示范企业、浙江省管理创新试点企业等。公司始终秉持全方位为客户提供“创意设计与研发创新”解决方案的发展理念，立足于“技术领先、设备领先、规模领先”的发展思路，坚持“完善自我、满足顾客、创造一流、追求卓越”的质量方针，以客户为关注焦点，以优良的产品品质，个性化的配套服务为客户提供更好更多的纸包装产品及解决方案。

### （二）发展历程：纸包装产业为主，以包强包，以纸兴纸

**纸包装产业为主，产业链不断扩展创新。**1983 年胜达集团的前身萧山包装材料厂正式创建，2004 年浙江大胜达包装有限公司正式成立，11 月 22 日 浙江大胜达包装有限公司正式成立，次年浙江双胜物流有限公司成立，随后几年公司不断发展壮大，2006 年与台湾正隆集团合资组建杭州胜铭纸业有限公司，2008 年胜达集团杭州高源房产开发有限公司成立，2010 年 9 月 浙江大胜达包装有限公司被国家科技部认定为国家重点扶持的高新技术企业，同时公司海外发展获得进展，同年 12 月登陆美国纳斯达克，2011 集团“胜达”“双灯”都国家工商局认定为“中国驰名商标”，并于第二年与爱迪包装有限公司强强联合，控股重组该公司，同年集团工业总产值突破 100 亿大关。

**立足技术领先目标，发展企业转型升级。**2014 年浙江大胜达包装有限公司高档包装项目落户江苏盐城高新区，江苏大胜达概念包装研发有限公司成立，次年大胜达（香港）国际有限公司正式成立，2017 年公司向智能包装赛道发力，收购爱迪尔和四川中天智能包装有限公司 55% 股权并成立大胜达智能包装有限公司，公司产业不断创新升级荣获多项奖项和荣誉：2018 年 12 月荣获“世界包装之星”大奖，公司为主起草的《绿色环保快递用瓦楞纸箱》批准发布成为“浙江制造标准”，公司始终秉持全方位为客户提供“创意设计与研发创新”解决方案的发展理念，立足“技术领先、设备领先、规模领先”的发展思路进行产品升级与创新，2020 年入选“浙江省重点技术创新项目”并和中国移动通信集团浙江有限公司杭州分公司签署 5G 战略合作协议。

### （三）管理层情况：股权稳固，核心管理层专业属性强

浙江大胜达包装股份有限公司大股东为杭州新胜达投资有限公司，持股比例 64.20%；实际控制人为方吾校，持股比例为 32.48%；其中杭州新胜达投资有限公司由方吾校、方能斌、方聪艺共同持有，分别持股 50.03%、30.00%、19.97%。

公司汇聚了纸箱制造、印刷工艺、质量控制方面的一系列人才。公司管理团队稳定，绝大部分关键管理人员、核心技术人员和主要业务骨干在公司任职 10 年以上，具备多名高级会计师、高级经济师、高级经营师等高级人才，在纸箱技术、行业经验和管理经验上有明显的优势。公司建立了良好的人才培养机制，经验丰富的管理团队和优秀的人才为公司持续、稳定的发展奠定了坚实的基础。

目前与浙江大胜达包装股份有限公司存在关联关系的公司共有 32 家，其中控股子公司 20 家，主要涉及制造业和技术服务业，包括纸包装、浆纸等业务，联营公司 12 家包括印刷包装等业务。

图表 1：大胜达前十股东情况

序号	股东名称	持股数（股）	持股比例
1	杭州新胜达投资有限公司	269,042,700	64.20%
2	阮国欣	17,042,924	4.07%
3	上海烜鼎资产管理有限公司-烜鼎星宿 1 号私募证券投资基金	16,642,924	3.97%
4	六颖康	16,542,924	3.95%
5	王晚兴	2,305,400	0.55%
6	金玉妹	2,050,000	0.49%
7	上海通怡投资管理有限公司-通怡麒麟 3 号私募证券投资基金	1,940,700	0.46%
8	顾建华	1,885,000	0.45%
9	张烨	1,451,800	0.35%
10	褚华庭	1,420,600	0.34%
合计		330,324,972	78.83%

资料来源：同花顺（2022 半年报），太平洋研究院整理

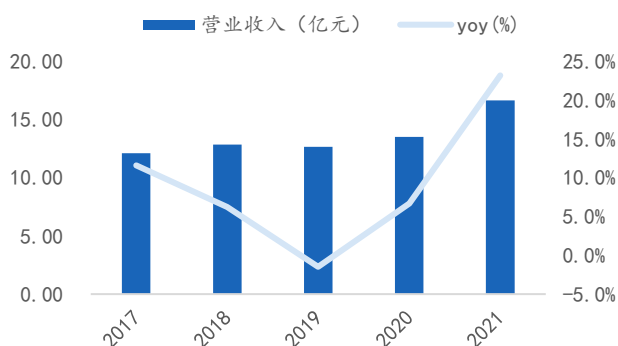
### （四）财务情况

营业收入稳步增长，营业规模逐步扩大。大胜达包装股份有限公司自上市后营业收入除 2019 年略有下降，收入规模在稳步增长，2022 上半年的业绩增长得益于公司战略布局的新设工厂随着市场开拓力度加大，深挖优势产品的市场需求，优化产品结构，订单量和销售量稳步增长，同时上半年收购江苏中彩持有的四川大胜达中飞 60%股权，四川大胜达中飞成为公司控股子公司，导致合并范围主体增加所致。

经营业绩上升，公司净利润增长有望实现突破。公司除上市后于 2018、2019 年净利润有所亏损，2020 年实现归母净利润正向增长达历史高位，但由于疫情形势和外部环境的复杂严峻，整体环境经济发展面临需求收缩，预期转弱的压力，消费市场乏力，2021 年净利润同比亏损 65.02%，而今年上半年公司经营规模扩大，产能布局进一步扩展，根据市场需求进行技术革新，于成本端

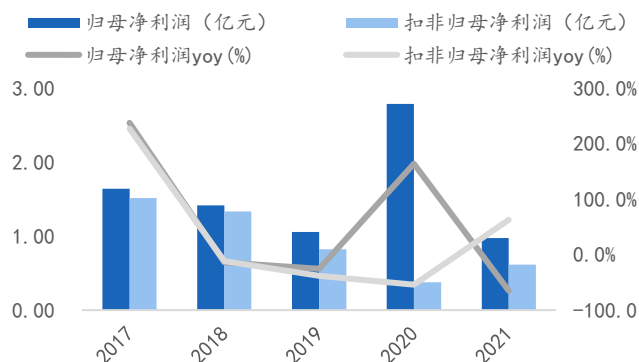
发力，上半年净利润同比呈现较好的增长，同时因收购控股子公司爱迪尔、四川大胜达中飞等业绩实现上升，展望今年公司净利润有望实现增长突破。

图表 2：2017-2021 年营业收入及增速



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 3：2017-2021 年净利润及增速



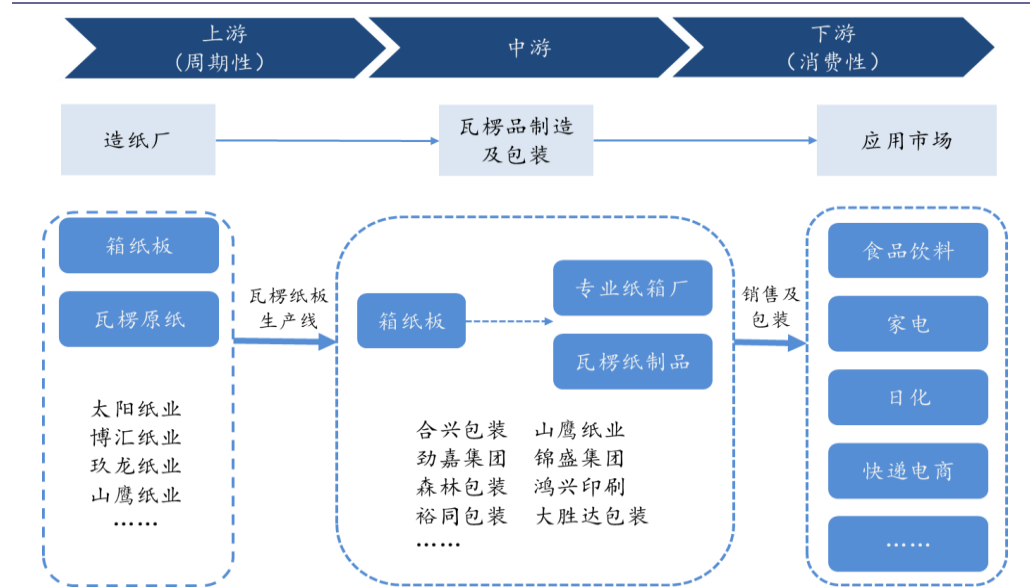
资料来源：Wind，太平洋证券整理

## 二、行业分析：行业集中度低，迈向规模化、绿色化、智能化

### (一) 行业情况：行业上游集中度高，行业下游需求增长空间大

上游行业集中度高，议价能力强。瓦楞纸包装行业上游原料主要为瓦楞原纸和箱板纸，与造纸行业密切相关。造纸行业集中度高，龙头企业玖龙纸业（控股）有限公司占比为 14.34%，前十大造纸企业产量占比为 46.62%，高市场集中度导致上游造纸行业议价能力较强。自 2020 年四季度开始，随着瓦楞纸上游木浆大宗价格大幅增长，瓦楞纸价格也随之增长，纸包装生产销售企业短期内面临一定的成本控制压力。

图表 4：中国瓦楞包装行业产业链

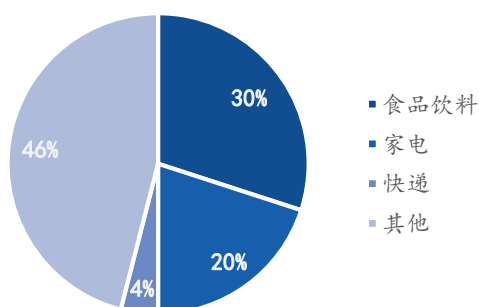




资料来源：前瞻研究院，太平洋证券整理

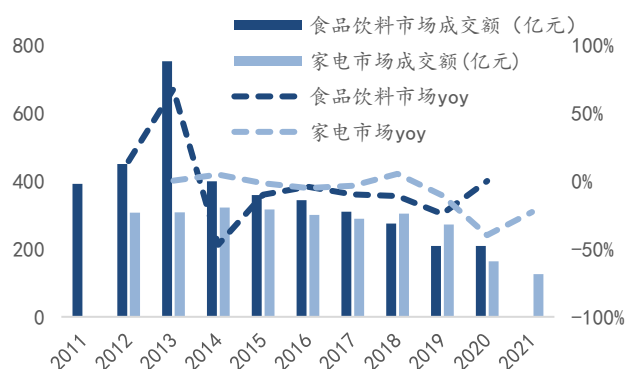
下游行业众多，需求增长空间大。瓦楞纸包装行业下游行业众多，覆盖食品饮料、家用电器、消费电子等多个行业，其中食品饮料、家用电器、快递物流分别约占瓦楞纸箱总消费量的 30%、20% 和 4%。尽管在宏观经济增速放缓、中美贸易摩擦、工业产品出口增速下降等因素影响下，中国瓦楞纸箱行业增速有所放缓，但未来受益于社会总体消费正向增长、环保绿色、循环经济的发展导向及电商物流、城镇化发展等结构性机会，增长空间仍然巨大。分行业来看，快递行业近五年业务量和业务收入以约 25% 的平均速度呈高速增长，极大拉动了瓦楞纸包装的需求增长；食品饮料和家电行业近十年市场成交额虽逐年下降，但仍有较大体量。

图表 5：瓦楞纸箱下游行业消费占比（单位：%）



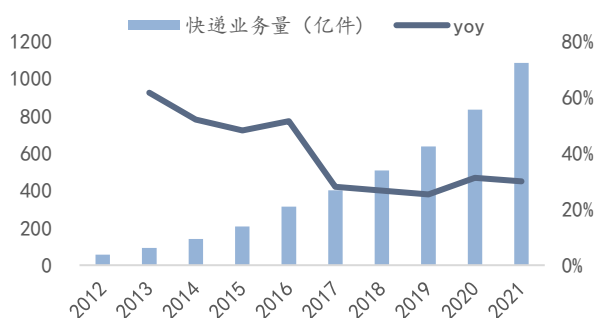
资料来源：大胜达年报，太平洋证券整理

图表 6：2011-2021 年食品饮料、家电市场成交额



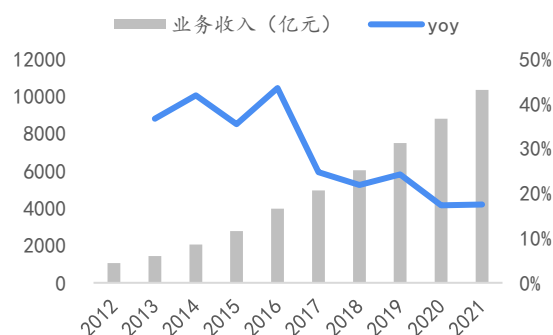
资料来源：国家统计局，太平洋证券整理

图表 7：2012-2021 年快递业务量情况



资料来源：国家统计局，太平洋证券整理

图表 8：2012-2021 年快递业务收入情况



资料来源：国家统计局，太平洋证券整理

## （二）行业格局：行业集中度低，低端市场竞争激烈

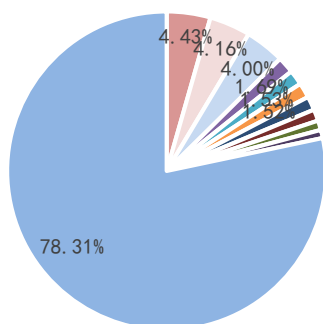
我国瓦楞纸包装行业集中度低，竞争格局分散。瓦楞纸箱是纸包装行业的主要产品，我国纸包装行业中小企业占比超 60%，CR5 市场份额仅为 15% 左右，CR10 仅为 20% 左右。由于纸包装行业人力密集，印刷设备虽具备一定的资本壁垒，但中小厂商凭借低廉的人工成本仍可存活，行业进

入门槛仍然较低；产品对运输成本敏感，存在 100-150km 运输半径，导致中小厂家区域割据；下游需求来自消费电子、烟、酒、化妆品、保健品等多个行业，需求分散导致行业发展初期集中度难以提高。

**低端市场同质化程度高，价格竞争激烈。**从瓦楞纸箱行业的厂商构成来看，“小、散、乱”局面长期存在，整合力度不足，无序竞争现象时有发生。行业内低端瓦楞纸箱厂商产品同质化程度高，低端瓦楞纸箱市场价格竞争激烈，许多企业处于微利甚至亏损的状态。根据中国包装联合会发布的数据测算，2021 年纸和纸板容器制造行业的平均利润率仅为 4.14%。

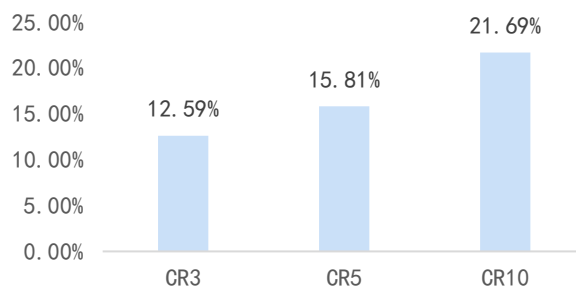
图表 9：2020 年中国纸包装行业市场份额（单位：%）

■ 大胜达  
■ 合兴包装  
■ 裕同包装  
■ 山鹰国际  
■ 吉宏科技  
■ 乘信包装  
■ 大亚科技  
■ 美盈森集团  
■ 亚太森博  
■ 东经科技  
■ 其他



资料来源：中国包装联合会，太平洋证券整理

图表 10：2020 年中国纸包装行业市场集中度(单位:%)



资料来源：中国包装联合会，太平洋证券整理

图表 11：2021 年中国瓦楞纸行业竞争格局

企业名称	2021 年营业收入(亿元)	主要业务/产品	主要市场
合兴包装	175.49	瓦楞包装、工业用纸	华南、华中、华东
裕同科技	148.50	纸质包装、植物纤维制品、精密塑胶	国内外
山鹰纸业	330.33	箱板纸、瓦楞原纸、特种纸、纸板及纸制品包装	国内外
美盈森	36.05	轻型、重型包装产品	国内
劲嘉股份	50.67	高端包装印刷品、包装材料	华东地区
大胜达	16.64	瓦楞纸箱、纸板	华东地区
森林包装	29.56	原纸、瓦楞纸板、纸箱	国内外

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

### （三）发展趋势：规模化、绿色化、智能化

行业集中度提高，进入规模化、集团化发展阶段。伴随着下游终端行业消费升级趋势，下游企业对于瓦楞纸箱产品质量、印刷内容精良程度、交货时间、配套服务的要求逐步上升，仅适用低速、低质、窄幅瓦线设备和落后印刷及后道设备的中小纸箱厂将难以发展。另外，随着环保政策趋严、供给侧改革的推进和上游原纸行业的变革，有资金、技术实力的瓦楞纸箱企业将逐渐占据市场主导地位，中小包装企业将逐步面临淘汰。在未来一段时间，我国瓦楞纸箱行业将通过淘



汰落后产能、并购重组等方式使行业集中度提高，进入规模化、集团化发展阶段。

**绿色环保型包装成为行业的重要发展趋势。**随着国家环保政策的日趋严格以及社会环保意识的不断普及和深入，传统的印刷包装已经无法满足市场需求，积极研发绿色环保型包装正成为行业的重要发展趋势。包装产品从原料投入，到包装产品的设计、制造，再到产品的回收利用，每一个环节都将更加节能、高效、无害，符合我国节能、减排的目标，产品全生命周期资源能源消耗和环境负荷最小。

**智能化应用是包装印刷生产行业未来的主轴。**通过智能化提高纸包装行业的生产效率，智能化应用是包装印刷生产行业未来的主轴。数字化印刷、一体化包装印刷技术、自动化检验技术等先进技术正逐步应用于行业产品生产和质量管理的各环节中，大大提高了生产效率，缩短了生产同期，节约人力成本。智能化技术、一体化包装印刷技术以及数字印刷的应用将会成为印刷包装行业技术的未来发展方向，把从订单下达、设计、生产计划安排、物流配送到收货确认的全流程彻底打通。

### 三、 未来发展

#### (一) 核心竞争力

**客户资源稳定。**公司扎根纸包装行业多年，在包装解决方案、产品和服务质量等方面领先行业，具备满足客户个性化需求的纸包装解决方案供应能力。公司精益求精的经营理念及先进的经营模式得到了许多客户的认可，长期合作的客户包括松下电器、三星电子、美的电器、博世(BOSCH)、农夫山泉、华润啤酒、老板电器、苏泊尔、顺丰速运、浙江中烟等世界 500 强、中国 500 强和细分行业龙头企业。下游家电、电子、烟酒等行业集中度高使得这类知名企业集中了大量订单，且这些客户倾向于与合格的包装供应商保持长期、稳定的合作关系。

**精益生产制度，加快智能化赛道布局。**公司在多年发展中制定了一套严格的精益生产管理制度，从 2015 年起合作研发了纸包装生产线物联网系统，按“两化融合”要求配置主要生产设备；2019 年以来，更是借助建设位于杭州萧山的大胜达智能工厂的契机，联合北京大学信息技术高等研究院，在原有物联网基础上进一步升级搭建了行业领先的大胜达 E-packET 工业互联网平台。

**工艺体系完善，生产效率提高。**在印刷工艺方面，公司已建立齐全、完善的印刷工艺体系，掌握了水印、凹印、胶印、预印等印刷工艺技术，能够满足不同行业特点、不同包装印刷要求和不同成本考虑的订单需求。以预印工艺为例，在欧美国家，30%的瓦楞纸箱产量采用了预印技术，相对于传统纸箱成型工艺，预印技术下生产效率更高、水墨印刷质量更高，是未来高档纸箱印刷工艺的发展趋势。目前公司拥有高品位的多条 7 色预印生产线，套印精度高，色彩丰富饱和，相对胶印工艺而言更为绿色、环保，适合大批量生产，擅长生产各类啤酒、饮料等快速消费品类瓦楞纸箱。

**技术研发领先行业赛道。**公司是国家高新技术企业，是中包联授予的“中国纸制品研发中心”，建有国家级工业设计中心、省级企业技术中心、省级重点企业研究院、省级企业设计院，技术实力雄厚。公司下属技术研发中心拥有国内先进的标准化实验室，拥有一批国内先进的纸包装研发、检测设备，同时配备了一支经验丰富的专业化研发团队。近年来公司取得了丰硕的研发成果，截至本半年度报告已取得 48 项发明专利，166 项实用新型专利，1 项外观专利和 22 项软件著作权。

## （二）驱动因素

**品牌认可度不断提高。**公司是中国包装联合会认定的“中国包装龙头企业”之一、“中国纸包装开发生产基地”，多次入选中国包装联合会评定的“中国包装百强企业”、“中国纸包装企业 50 强”，子公司爱迪尔被评为“中国包装龙头企业”、“浙江省科技先导型企业”，“胜达”“爱迪尔”商标均为中国驰名商标、浙江省名牌产品。公司产品具有明显的品牌优势

**先进管理团队和行业优秀人才。**公司汇聚了纸包装制造、印刷工艺、质量控制方面的一系列人才。公司管理团队稳定，绝大部分关键管理人员、核心技术人员和主要业务骨干在公司任职 10 年以上，在纸包装技术、行业经验和管理经验上有明显的优势。公司大部分关键管理人员、核心技术人员、业务骨干持有公司股权，与公司的战略规划和业务发展目标实现了最大契合。公司建立了良好的人才培养机制，经验丰富的管理团队和优秀的人才为公司持续、稳定的发展奠定了坚实的基础。

## （三）经营战略持续优化

**深耕经营管理，夯实基础保稳步提升。**上半年，国内经济形势面临巨大压力，公司积极巩固已有市场，强抓医药、民生等新市场的开拓，报告期内开发多家新品牌客户，完善系统定价机制、精算成本，在严峻形势下努力提升利润空间。通过梳理流程、制定标准、优化工艺、加强操作技能提升，提高员工对目标的重视度，强化生产指标考核的达成率管理，出台考核指标的奖罚政策，激发了各工厂之间的比拼氛围。

**加快推进项目，积蓄动能促发展后劲。**上半年，公司全力推进海南大胜达施工建设工作，启动二期土地招拍挂工作，加强可降解纸浆餐具生产管理和技术团队的建设，为公司创造新的利润增长点，实现公司多元化发展战略。同时 2022 年上半年，公司收购了四川大胜达中飞 60% 的股权、收购浙江爱迪尔 6% 股权使其纳入合并报表范围，公司将进一步加强在烟包、酒包领域的业务拓展。

**抓好数字管控，形成未来工厂平台效应。**在系统建设方面，今年上半年，公司重点推进了纸包装信息化升级工作，树立总部管控流程模版，夯实基础数据管理，深化各工厂设备联网与 MES 系统推进，利用信息化系统提升精益生产水平，细化成本核算，在现有数据积累基础上加强大数据分析，深挖产能潜力，降本增效，目前外地工厂全面切换 ERP 系统，计件考核等模块也全面进入

试行阶段。

**注重人才培养，引育人才添创新活力。**后疫情时代经济新常态下，企业转型升级是必然趋势。2022年上半年，公司通过胜达商学院针对中高层管理干部进行为期一年的外训工作，同时积极开展内训师带徒工作，加速其更快更好地适应岗位，做好管理人才、技能人才素质提升工作。针对公司新项目、新基地的不断发展，上半年进一步加大外部人才的引进，加大各区域人员结构优化力度，精炼队伍提升管理。

#### 四、 估值及投资建议

首次覆盖，我们给予增持评级：我们预计公司 2022-2024 年的营业收入分别为 18.53 亿元、21.87 亿元、25.07 亿元，对应净利润分别为 1.16 亿、1.39 亿、1.64 亿元，对应 EPS 分别为 0.28、0.33、0.39 元/股，按照 10 月 15 日收盘价计算，对应 PE 分别为 39.7、33.2、28.2 倍。

#### 五、 风险提示

原材料价格大幅上涨，疫情带来不确定性风险等

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1780	1713	1873	1818	1881	营业收入	1351	1664	1853	2187	2507
现金	862	943	1080	796	854	营业成本	1193	1461	1649	1933	2178
应收票据及应收账款	362	471	456	637	616	营业税金及附加	6	8	10	11	13
预付账款	12	21	16	28	22	营业费用	23	28	32	42	49
存货	189	195	238	270	303	管理费用	52	59	70	82	92
其他流动资产	355	84	82	87	85	研发费用	52	57	81	93	100
非流动资产	1101	1189	1241	1363	1440	财务费用	8	12	-3	-1	2
长期投资	149	144	152	160	168	资产减值损失	-0	-0	-0	-0	-0
固定资产	705	746	774	876	964	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	189	197	200	201	182	投资净收益	14	15	14	14	14
其他非流动资产	58	101	114	125	126	营业利润	320	100	123	147	173
资产总计	2881	2902	3113	3181	3321	营业外收入	1	0	1	1	1
流动负债	466	371	561	582	666	营业外支出	5	2	4	5	5
短期借款	80	0	0	0	0	利润总额	316	98	119	143	168
应付票据及应付账款	288	265	360	372	453	所得税	44	4	7	9	10
其他流动负债	98	106	201	209	213	净利润	272	95	112	135	158
非流动负债	602	612	526	456	371	少数股东损益	-7	-3	-4	-4	-5
长期借款	462	464	379	308	224	归属母公司净利润	279	98	116	139	164
其他非流动负债	140	147	147	147	147	EBITDA	409	182	178	213	253
负债合计	1068	983	1088	1037	1037						
少数股东权益	6	13	9	5	-1	主要财务比率					
股本	411	414	419	419	419		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
资本公积	663	693	693	693	693	成长能力					
留存收益	642	712	813	934	1076	营业收入(%)	6.7	23.2	11.3	18.0	14.6
归属母公司股东权益	1807	1906	2017	2139	2284	营业利润(%)	188.0	-68.8	22.5	20.1	17.4
负债和股东权益	2881	2902	3113	3181	3321	归属于母公司净利润(%)	163.9	-65.0	19.1	19.4	17.9
						获利能力					
现金流量表（百万元）						毛利率(%)	11.7	12.2	11.0	11.6	13.1
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	净利率(%)	20.6	5.9	6.3	6.3	6.5
经营活动现金流	165	14	209	-55	295	ROE(%)	15.0	4.9	5.5	6.3	6.9
净利润	272	95	112	135	158	ROIC(%)	11.9	4.0	3.8	4.6	5.4
折旧摊销	83	81	75	86	101	偿债能力					
财务费用	8	12	-3	-1	2	资产负债率(%)	37.1	33.9	34.9	32.6	31.2
投资损失	-14	-15	-14	-14	-14	流动比率	3.8	4.6	3.3	3.1	2.8
营运资金变动	-80	-189	73	-215	76	速动比率	2.9	3.8	2.8	2.5	2.2
其他经营现金流	-105	30	-34	-45	-26	营运能力					
投资活动现金流	-79	176	-79	-149	-137	总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.7	0.8
筹资活动现金流	497	-106	8	-80	-100	应收账款周转率	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
						应付账款周转率	3.2	5.3	5.3	5.3	5.3
每股指标（元）						估值比率					
每股收益(最新摊薄)	0.67	0.23	0.28	0.33	0.39	P/E	16.5	47.3	39.7	33.2	28.2
每股经营现金流(最新摊薄)	0.39	0.03	0.50	-0.13	0.70	P/B	2.7	2.5	2.4	2.3	2.1
每股净资产(最新摊薄)	4.10	4.34	4.60	4.89	5.23	EV/EBITDA	10.2	22.9	22.8	20.1	16.3

资料来源: WIND, 太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。