

永创智能

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

国内包装设备龙头，下游多点开花

投资逻辑：

- 国内包装设备龙头企业，“内生+外延”过去十年收入一直正增长。内生：公司深耕包装设备十余载，研发费率多年维持在5.5%-6.5%，长期高研发投入保证产品长期竞争力。外延：上市后，公司先后合并、收购多家企业进入牛奶、饮料等细分赛道，下游领域持续拓宽。凭借“内生+外延”的战略，公司收入体量从2011年的5.1亿元提升到2021年的27.1亿元，过去五年营收、归母净利的CAGR分别达到14.5%和31.7%。
- 全球智能包装设备行业规模达500亿美元，进口替代空间大。根据Imarc Group统计，2021年全球包装设备行业市场规模为504亿美元，19-23年行业CAGR达7.9%。竞争格局：利乐、克朗斯、西得乐等欧洲企业占据主要份额，根据各公司年报数据测算，三家头部企业市占率分别达到22.6%/7.4%/2.9%，而公司作为国内龙头，当前市占率不足1%，随着中国包装设备进口份额逐年下降，公司有望引领国内企业实现进口替代。
- 智能产线订单高增，白酒、常温奶、饮料三箭齐发。1) 白酒：受下游包装技改驱动，19年至今公司多次中标五粮液、古井贡酒等企业的高端白酒设备订单，22年至今订单金额已超6亿元，随着白酒订单逐步落地，预计22-24年白酒智能包装产线收入为2.5/7.0/11.9亿元。2) 常温奶：奶制品包装设备领域常温奶市场空间较大，公司推进常温奶包装设备产线，打开牛奶领域新增长点，预计22-24年牛奶智能包装产线收入为4.4/5.7/8.0亿元。3) 饮料：公司通过收购廊坊百冠(21Q1-Q3实现收入2.15亿元)完善饮料包装产线，随着公司与廊坊百冠在饮料包装设备领域的协同效应不断显现，预计22-24年公司饮料包装设备产线收入为2.2/4.2/6.3亿元。
- 可转债成功发行上市，液态食品智能包装产线成长可期。2022.08.30公司可转债成功发行上市，募资6.1亿元，用于扩充液态智能包装生产线。

盈利预测及估值

- 我们预计2022-2024年公司营业收入为30.31/40.02/53.27亿元，归母净利润为3.49/4.04/5.81亿元，对应PE分别为22X/20X/14X。考虑公司业绩高成长性，给予公司23年25倍PE，对应目标价20.75元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- 疫情反复风险、下游固定资产投资不及预期风险、原材料价格上涨风险、限售股解禁风险、商誉减值风险。

机械组

分析师：满在朋 (执业S1130522030002)
manzaipeng@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 16.17元
目标价 (人民币): 20.75元



公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,020	2,707	3,031	4,002	5,327
营业收入增长率	7.96%	34.02%	11.95%	32.06%	33.08%
归母净利润(百万元)	171	261	349	404	581
归母净利润增长率	73.13%	53.05%	33.81%	15.51%	43.84%
摊薄每股收益(元)	0.388	0.535	0.716	0.827	1.189
每股经营性现金流净额	0.78	0.58	-0.11	0.63	1.27
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.14%	12.03%	14.27%	15.00%	19.10%
P/E	22.48	30.11	22.59	19.56	13.60
P/B	2.51	3.62	3.22	2.93	2.60

来源：公司年报、国金证券研究所

内容目录

一、国内包装机械设备龙头，过去十年收入保持正增长.....	4
1.1 产品体系完善，营收、净利稳定增长.....	4
1.2 盈利能力稳中有升，长期重视研发投入.....	5
1.3 外延收购拓宽下游领域，保证收入常年稳定增长.....	6
1.4 股权激励绑定核心骨干，发行可转债继续扩产智能包装产线.....	7
二、包装机械助推生产效率，行业规模稳定增长.....	8
2.1 包装机械能够明显提升生产效率、下游应用场景广泛.....	8
2.2 全球包装机械设备行业空间有望在 23 年达到 600 亿美元，进口替代空间大.....	8
三、智能包装产线进入放量期，白酒、常温奶、饮料多点开花.....	10
3.1 白酒：设备技改带来新需求，公司屡获大单.....	10
3.2 牛奶：牛奶包装市场多数份额被海外厂商占据，公司布局常温奶领域打开新增长点.....	11
3.3 饮料：对标克朗斯、西得乐，外购扩张有望重塑海外企业发展之路.....	13
四、盈利预测与投资建议.....	15
4.1 收入、毛利率预测：.....	15
4.2 投资建议：.....	16
五、风险提示.....	16

图表目录

图表 1：公司包装领域产品体系完善.....	4
图表 2：公司各类产品收入占比.....	4
图表 3：公司营业收入高速增长.....	5
图表 4：公司净利润高速增长.....	5
图表 5：公司毛利率近年来保持稳定.....	5
图表 6：净利率近年来呈现上升趋势.....	5
图表 7：公司管理、销售费用率情况.....	5
图表 8：公司应收账款周转天数呈现下降趋势.....	6
图表 9：公司存货周转天数处于可比公司低位.....	6
图表 10：2017-2022Q1-Q3 公司研发费用率&研发费用.....	6
图表 11：公司研发费用率稳居可比公司第一梯队.....	6
图表 12：公司近年来多次收购企业不断拓展设备下游应用领域.....	6
图表 13：公司 2005 年至今收购/并购概况.....	7
图表 14：公司上市以来收入一直保持正增长.....	7
图表 15：股权激励考核目标.....	7

图表 16: 公司可转债项目募集资金使用规划	8
图表 17: 包装机械对于生产过程意义重大	8
图表 18: 2020 年包装设备的下游应用领域情况	8
图表 19: 全球包装设备市场规模稳定增长	9
图表 20: 2021 年全球包装设备行业竞争格局	9
图表 21: 全球头部包装设备公司业务范围	9
图表 22: 中国包装机械设备产量近年大幅增长	10
图表 23: 中国包装设备进口份额逐年下降	10
图表 24: 2021-22 年多家白酒主流企业推出智能化技改项目	10
图表 25: 多家白酒企业未来几年积极扩产	11
图表 26: 白酒行业代表公司资本开支在 20 年开始回升	11
图表 27: 公司 2022 年多次中标高端白酒设备订单	11
图表 28: 全球牛奶包装市场规模超过约 230 亿美元	11
图表 29: 利乐集团年收入超过 100 亿欧元	12
图表 30: 利乐集团下游收入中近 6 成来自液态乳制品	12
图表 31: 2021 年牛奶包装设备行业竞争格局	12
图表 32: 2019 年中国乳制品消费结构	12
图表 33: 全球饮料包装设备市场规模超 160 亿欧元	13
图表 34: 2021 年全球饮料包装设备格局	13
图表 35: 海外两家龙头饮料包装设备企业概况	13
图表 36: 克朗斯 (上) 和西得乐 (下) 通过外部收购丰富饮料设备产线	14
图表 37: 克朗斯具有五条主要饮料包装产线	14
图表 38: 西得乐饮料包装生产线种类丰富	14
图表 39: 廊坊百冠公司股权结构图	15
图表 40: 公司具有饮料前道和后道包装设备供应能力	15
图表 41: 公司营业收入拆分及预测	16
图表 42: 可比公司估值	16

一、国内包装机械设备龙头，过去十年收入保持正增长

1.1 产品体系完善，营收、净利稳定增长

深耕包装设备十余载，产品结构完善。公司成立于2002年，专注包装设备、包装材料、包装智能化软件的研发、生产和销售产品。产品下游应用广泛，包括液态食品、固态食品、医疗、化工等多个领域。

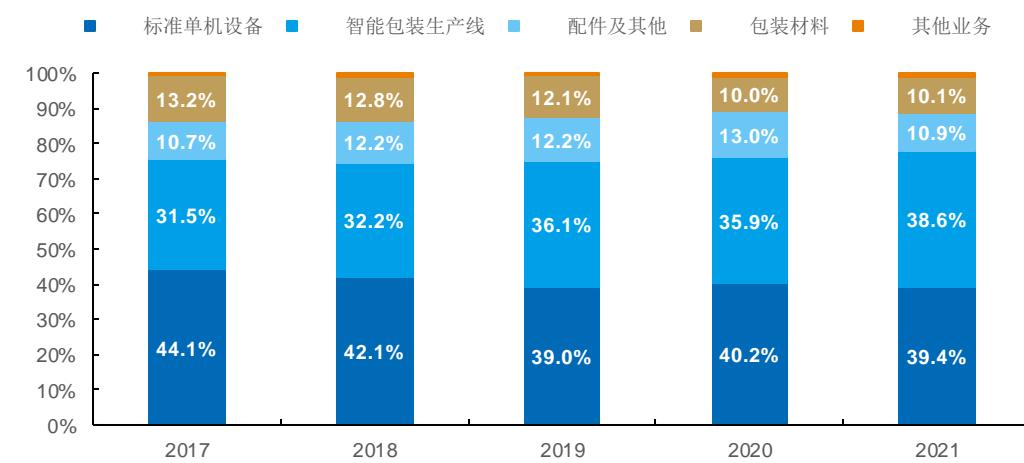
图表1：公司包装领域产品体系完善

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、码垛机器人、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、堆垛机、码垛机、卸垛机、卸箱机、卸瓶机、缠绕机、裹包机、贴标机、喷码机、智能覆膜机、智能包膜机、给袋式包装机
	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	包装带和包装膜	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

来源：公司公告，国金证券研究所

产品结构保持稳定，主要收入由标准单机设备和智能包装产线贡献。2021年标准单机设备、智能包装生产线收入占比分别达到39.4%和38.6%，过去5年各业务收入占比基本稳定。

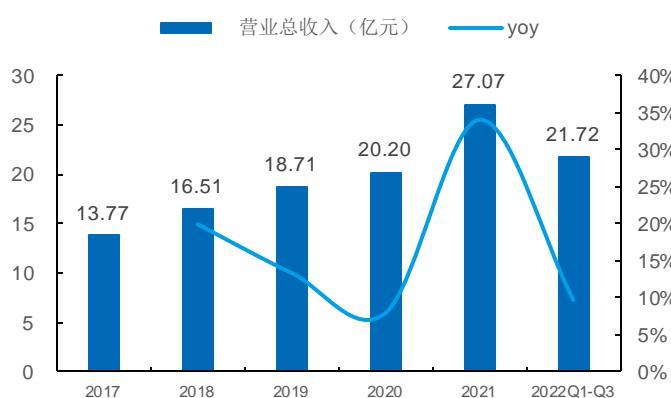
图表2：公司各类产品收入占比



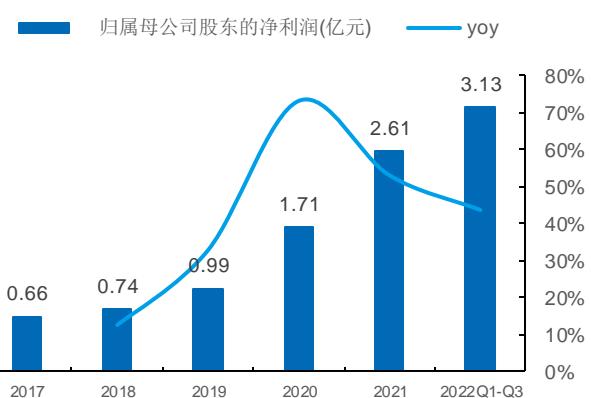
来源：Wind，国金证券研究所

近年来公司营收、业绩稳定增长。17-21年：公司营收、归母净利润高速增长，年化复合增速分别达到14.47%/31.65%。

2021-Q3：公司营收、归母净利润分别达21.72亿元（同比+9.71%）/3.13亿元（同比+43.72%）。受疫情影响，公司标准单机设备销售承压，导致期间营收增速下滑；净利润大幅增长主要系参股公司新巨丰上市推高非经常损益所致。

图表3：公司营业收入高速增长


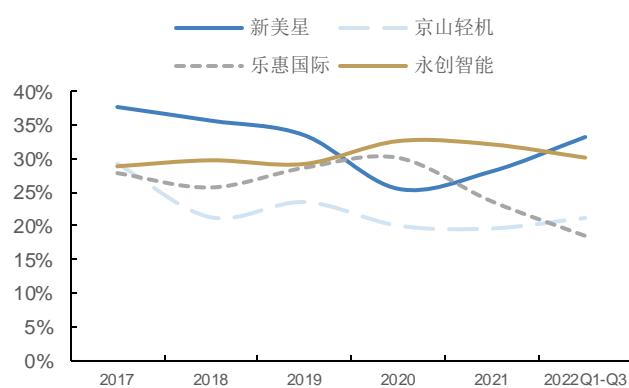
来源：wind，国金证券研究所

图表4：公司净利润高速增长


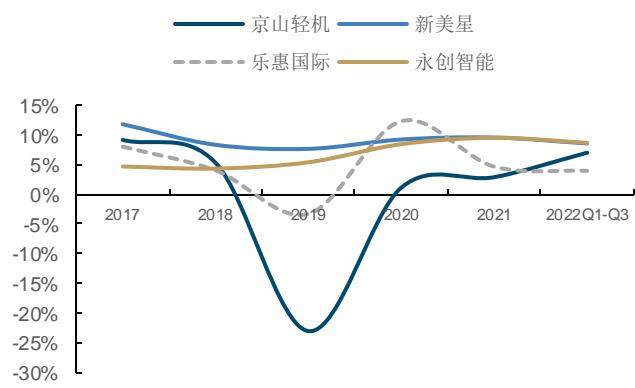
来源：wind，国金证券研究所

1.2 盈利能力稳中有升，长期重视研发投入

盈利能力稳中有升，处于可比公司高位。17-22Q3期间，公司毛利率从28.9%提升至30.2%、净利率从4.7%提升到8.7%，盈利能力呈现上升趋势，处于可比公司较高水平。

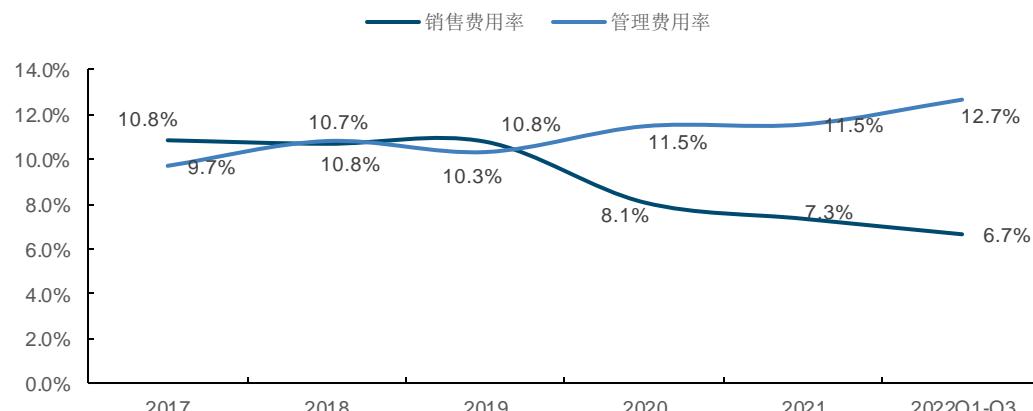
图表5：公司毛利率近年来保持稳定


来源：Wind，国金证券研究所

图表6：净利率近年来呈现上升趋势


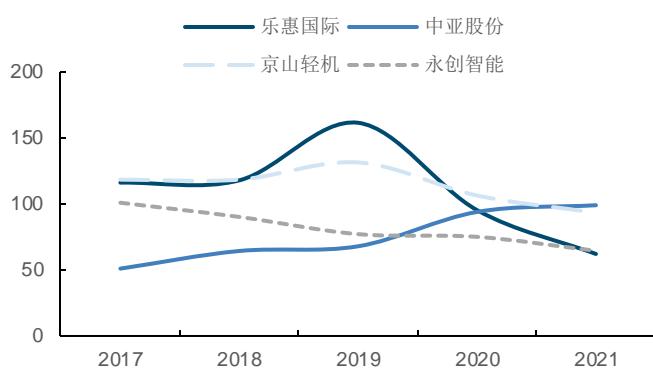
来源：Wind，国金证券研究所
注：永创智能22Q1-Q3净利率已经剔除参股公司上市影响

管理、销售费用率长期管控良好。2017-2022Q3，公司管理费率略有上升，销售费率近年来呈现下降趋势。

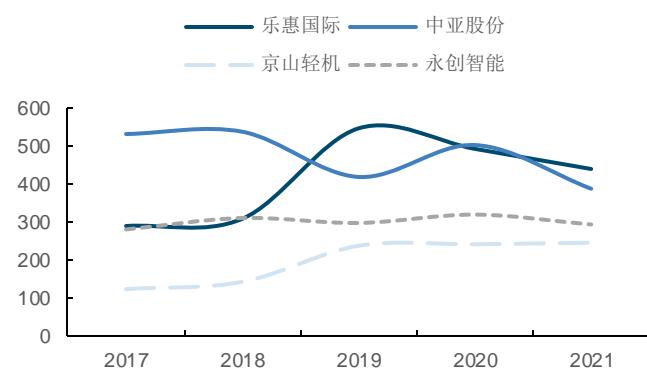
图表7：公司管理、销售费用率情况


来源：公司公告，国金证券研究所

公司营运能力不断优化，处于可比公司领先水平。2017-2021年期间，公司应收账款周转能力和存货周转能力均有所提升。

图表8：公司应收账款周转天数呈现下降趋势


来源：wind，国金证券研究所

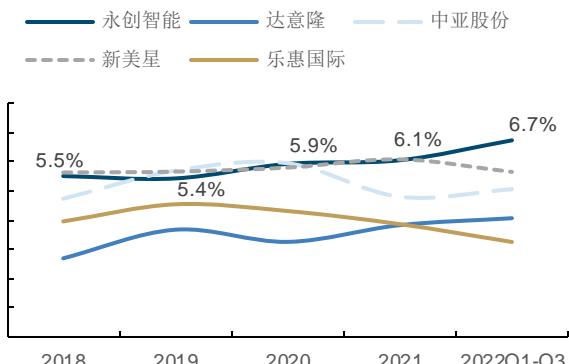
图表9：公司存货周转天数处于可比公司低位


来源：wind，国金证券研究所

长期坚持高研发投入，研发投入远超可比公司。公司研发费率不断提升，从2018年的5.5%提升至2022Q1-Q3的6.7%，处于可比公司第一梯队，长期高研发投入助力公司推进无菌包装智能生产线、白酒智能包装生产线、并完善DMC软件平台，保证公司长期竞争力。

图表10：2017-2022Q1-Q3公司研发费用率&研发费用

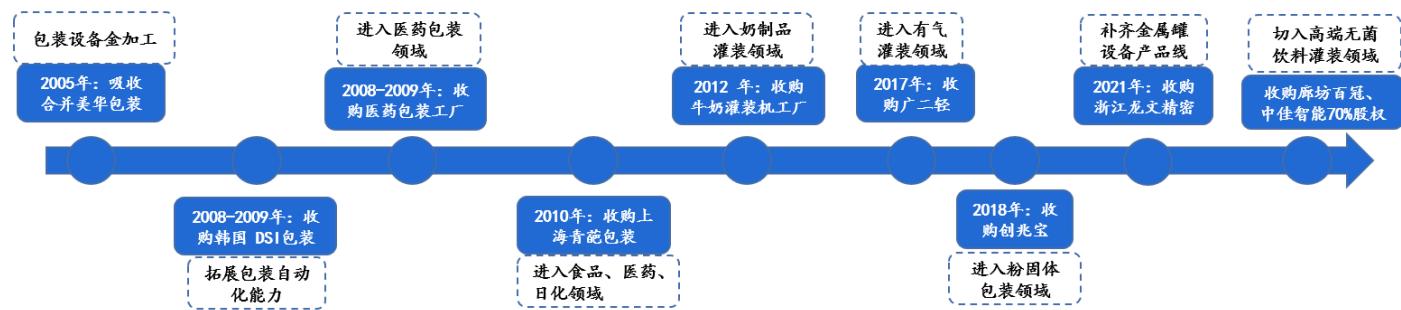

来源：公司公告，国金证券研究所

图表11：公司研发费用率稳居可比公司第一梯队


来源：各公司公告，国金证券研究所

1.3 外延收购拓宽下游领域，保证收入常年稳定增长

外延收购，下游领域持续拓宽。公司成立以来先后合并、收购美华包装、韩国SDI等多家企业，不断拓宽业务范围，为公司收入长期稳定增长提供充足动力。

图表12：公司近年来多次收购企业不断拓展设备下游应用领域


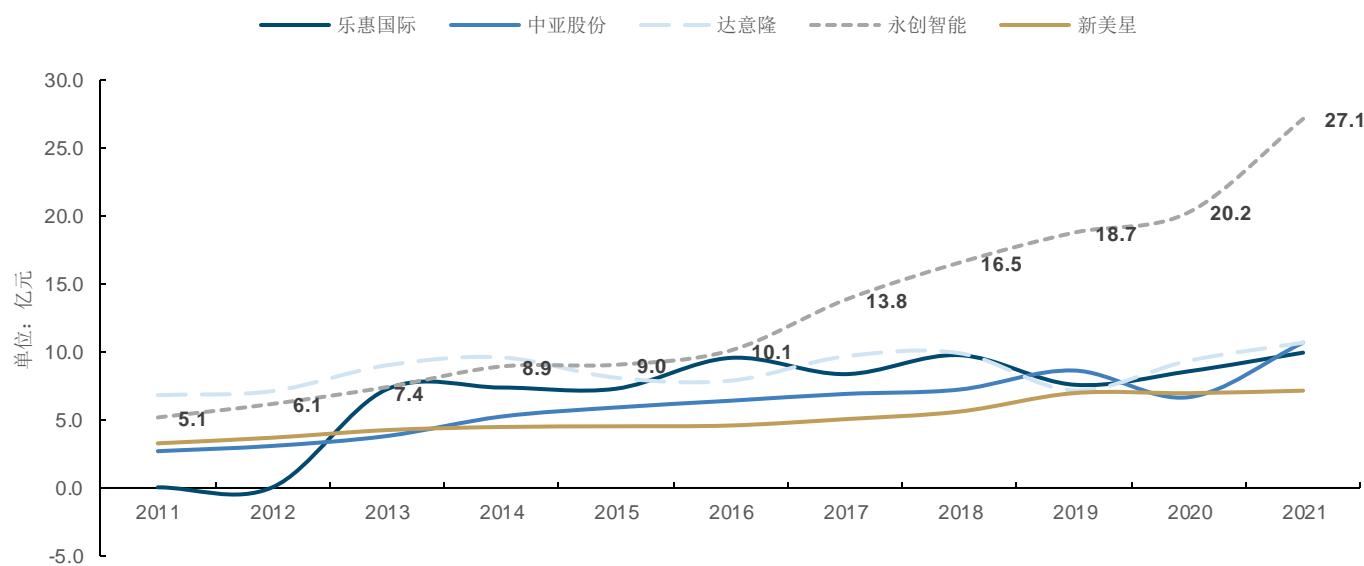
来源：公司公告，国金证券研究所

图表13：公司2005年至今收购/并购概况

时间	收购/并购公司	被收购/并购公司主业	被收购/并购公司营收	被收购/并购公司净利润
2005	美华包装	吸塑包装、PVC、PP等材料的真空吸塑生产		20年净利润166万元
2008	展新迪斯艾包装	从事各种捆扎机及配套包装材料的销售，以及捆扎机的售后服务	1H20实现收入2200万元	1H20净利润100万元
2010	上海青葩包装	真空包装机、食品机械的销售和售后服务	-	20年亏损1万元
2012	牛奶罐装机厂	具备牛奶罐装机生产能力	-	-
2016	北京先见	机器视觉研究、开发	-	21年亏损198万元
2017	广二轻智能	啤酒、饮料的灌装设备和包装设备	21年营收1.2亿元	1H22净利润593万元
2018	创兆宝智能	专注自动称量机、立式包装机、自动化包装线的研发和制造	21年营收1.0亿元	1H22净利润719万元
2019	南京美创	食品加工设备、啤酒酿造设备	-	21年亏损450万元
2021	浙江龙文	专业设计、制造全自动金属包装生产设备	21年营收1.2亿元	1H22净利润556万元
2021	湖南博雅	主要从事白酒包装线、酿造生产线的整线方案设计	-	-
2022	廊坊百冠	专注液体饮料罐装领域	21Q1-Q3营收2.15亿元	1H22净利润289万元

来源：各公司官网，公司可转债回复函，Ifind，国金证券研究所

凭借公司上市以来不断外延收购，实现了设备产线不断扩张，叠加公司长期坚持高研发投入，与国内竞争对手相比，公司营业收入过去十年从未回撤（21年预计5-6亿元收入为并购公司贡献）。

图表14：公司上市以来收入一直保持正增长


来源：各公司公告，国金证券研究所

1.4 股权激励绑定核心骨干，发行可转债继续扩产智能包装产线

2021年8月公司首次进行股权激励，激励对象包括公司高、中级管理人、核心（业务）技术人员等，授予限制性股票数量227万股，授予激励对象为137人，授予价格4.86元/股。本次收入考核目标为：以2020年营业收入/净利润为基数，对于首次授予的限制性股票2021-24年营业收入增长率不低于15%/30%/40%/50%；净利润增长率不低于15%/30%/40%/50%。

图表15：股权激励考核目标

考核年度	业绩考核目标
2021	2021年营业收入不低于23.23亿元，或2021年净利润不低于1.97亿元

2022	2022 年营业收入不低于 26.26 亿元, 或 2022 年净利润不低于 2.22 亿元
2023	2023 年营业收入不低于 28.28 亿元, 或 2023 年净利润不低于 2.39 亿元
2024	2024 年营业收入不低于 30.30 亿元, 或 2024 年净利润不低于 2.57 亿元

来源: 公司公告, 国金证券研究所

可转债发行成功并上市, 液态食品智能包装产线成长可期。2022 年 8 月 30 日, 公司发行可转债成功上市, 合计募资 6.1 亿元, 主要用于发展液态智能包装生产线, 公司当前已经具备白酒、牛奶、饮料等多类液态食品产线的生产能力; 随着新项目逐步落地, 液态智能包装生产线收入有望持续增长。

图表16: 公司可转债项目募集资金使用规划

项目名称	投资金额	募集资金投入金额	实施主体
1 液态智能包装生产线 建设项目	4.66	4.28	浙江美化
2 补充流动资金项目	1.83	1.83	永创智能

来源: 公司公告, 国金证券研究所

二、包装机械助推生产效率, 行业规模稳定增长

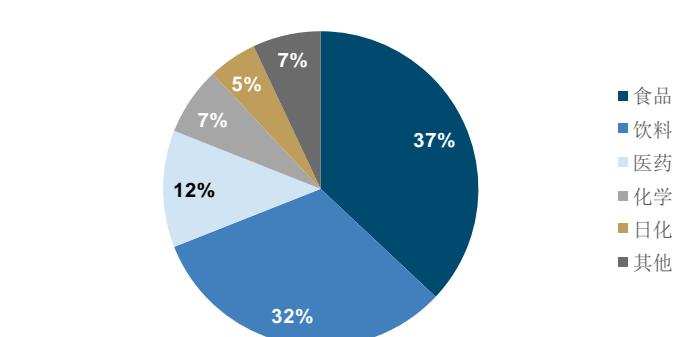
2.1 包装机械能够明显提升生产效率、下游应用场景广泛

包装设备能够大大提升生产效率、节省人工成本。以规模化技改智能包装产线的白酒包装设备为例, 单一品种裸瓶装箱灌装生产线自动化程度较高, 每条生产线用工仅在 30 人左右, 产能可达 10000-35000 瓶/h。此外, 包装设备还具有降低劳动强度、保证食品安全、保证包装质量等多个优势。

包装设备下游应用领域广泛, 食品、饮料为主要应用领域。根据 Grand View Research 统计, 2020 年包装机械应用行业主要为食品、饮料、医药, 分别占比 37%/32%/12%, 食品饮料为包装设备主要应用领域。

图表17: 包装机械对于生产过程意义重大

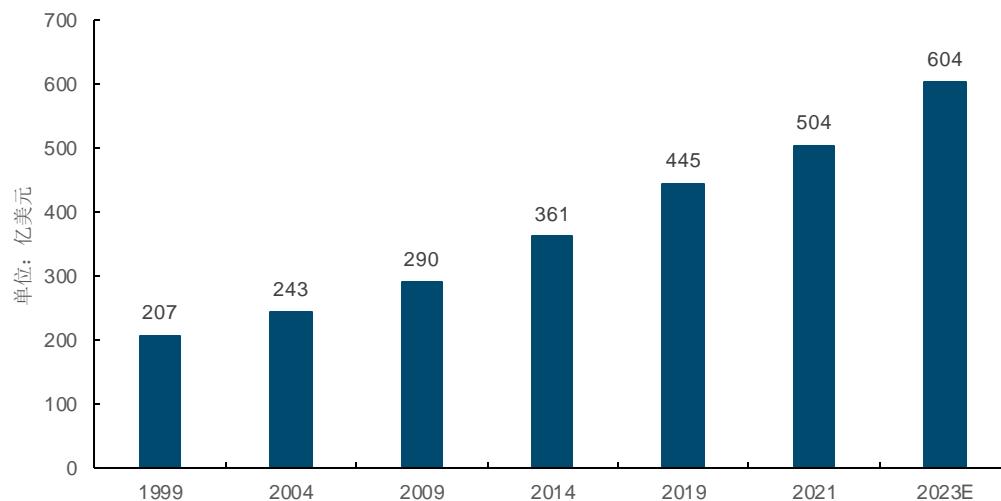

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

图表18: 2020 年包装设备的下游应用领域情况


来源: Grand View Research, 国金证券研究所

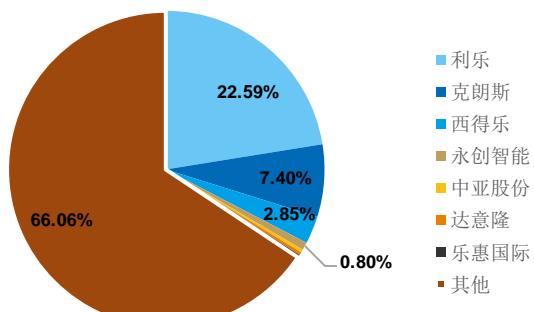
2.2 全球包装机械设备行业空间有望在 23 年达到 600 亿美元, 进口替代空间大

根据《GLOBAL PACKAGING MACHINERY》, 2019 年全球包装设备市场规模达 445 亿美元, 预计 2023 年全球包装设备需求市场空间将达 604 亿美元, 2019-2023 年行业年化复合增长率将达 7.9%。

图表19：全球包装设备市场规模稳定增长


来源：Imarc group, 《GLOBAL PACKAGING MACHINERY》，国金证券研究所

海外头部企业先发优势明显，垄断行业多数份额。全球头部三家企业分别为利乐、克朗斯、西得乐，均在 1950-1965 年期间成立，深耕包装设备领域几十载；我们根据 Imarc group 数据测算，21 年三家企业市占率分别达到 22.0%、7.4%、2.8%；国内企业目前与海外龙头企业存在较大差距。

图表20：2021 年全球包装设备行业竞争格局


来源：公司可转债募集说明书，利乐官网，国金证券研究所测算

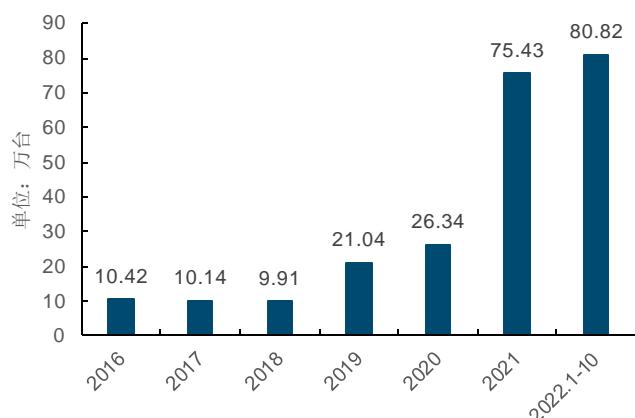
图表21：全球头部包装设备公司业务范围

公司名称	成立时间	业务范围
克朗斯	1950 年	提供适用于饮料、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
西得乐	1965 年	致力于提供初级和次级包装内的所有类型的设备和服务
利乐	1951 年	食品加工、包装和分销领域的全系统解决方案供应商
永创智能	2002 年	主营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，为客户提供包装设备解决方案
达意隆	1998 年	饮料灌装生产线，全自动 PET 吹瓶机，二次包装设备等
中亚股份	1999 年	液态食品灌装封口设备、后道智能包装设备、中空容器吹塑设备等
乐惠国际	1998 年	啤酒酿造设备和无菌灌装设备

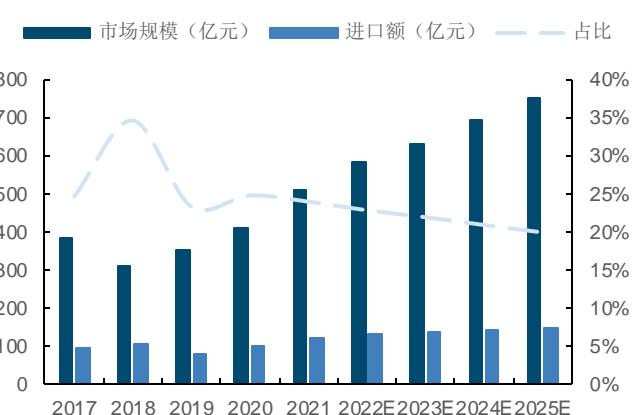
来源：公司可转债募集说明书，利乐官网，国金证券研究所

中国包装机械行业发展迅速，近两年产量大幅攀升。根据国家统计局数据显示，2020 年中国包装机械设备产量仅为 26.34 万台，而 2022 年 1-11 月已达到 80.82 万台，近两年国内包装机械设备产量明显提升。

包装机械设备正逐步实现进口替代，进口金额占比呈下滑趋势。根据华经产业研究院数据，21 年中国包装机械设备进口金额约为 134 亿元，占比达到 23%，未来进口包装机械设备占比有望逐年下滑，国产替代空间广阔。

图表22：中国包装机械设备产量近年大幅增长


来源：国家统计局，国金证券研究所

图表23：中国包装设备进口份额逐年下降


来源：华经产业研究院，国金证券研究所

三、智能包装产线进入放量期，白酒、常温奶、饮料多点开花

3.1 白酒：设备技改带来新需求，公司屡获大单

多家巨头推动产线智能化改造，推动白酒酿造高端包装生产线向智能化改造。白酒行业传统的生产方式被机械化、自动化取代，近年来，多家头部白酒厂商开始推出智能化技改项目，自动化酿造装备有望替代传统落后产能。

图表24：2021-22年多家白酒主流企业推出智能化技改项目

项目名称	投资金额 (亿元)	项目内容
贵州茅台 3 万吨酱香系列酒技改及配套设施	83.84	新建制酒厂房 84 栋及配套设施等
泸州老窖 智能化包装中心技改项目	18.86	建设包装车间、立体包材库等，同时购置并安装全自动化包装设备
古井贡酒 酿酒生产智能化技术改造项目	47.83	酿酒生产区、储酒及勾调区、包装物流区、生产设备购置与安装（酿酒设备、储酒设备、灌装设备、粮食加工设备）等
五粮液 成品酒包装及智能仓储配送一体化项目	85.97	建智能化包装厂房 4 栋、智能化立体仓库 12 栋、待包酒库 2 栋、包装材料库 2 栋，并完善项目区域内安全、消防等设施
舍得酒业 酿酒配套工程技术改造项目	18.20	建设自动化立体仓库、自动化灌装线与供盘储酒系统

来源：各公司公告，国金证券研究所

21 年多家白酒企业资本支出开始明显回升，推动白酒设备更新。我们统计了六家头部企业的资本过去几年的基本开支情况，20-22Q3，白酒厂商资本开支从 46.1 亿元提升到 73.4 亿元，多家白酒企业加大资本开支，推动白酒包装设备更换。

多家白酒企业扩充产能，资本开支有望维持高位。根据艾瑞咨询统计，贵州珍酒、郎酒、茅台等企业均有扩产规划，未来几年产能不断扩张。

图表25：多家白酒企业未来几年积极扩产

企业名称	扩产情况	扩产效果
茅台酒	2024年在太平村将增加2万吨产能	2026年太平村3.5万吨产能将全部完成
茅台系列酒	新增3万吨技改工程	2023年产能达5.6万吨
郎酒集团	五大核心生态酿酒区全面投产6万吨	2023年实现6万吨产量, 2026年基酒储量将达到30万吨
金沙酒业	“十四五”将完成2万吨扩产	2025年力争5万吨+
五粮液	10万吨生态酿酒一期、二期项目	23年新增原酒产能2万吨, 25年新增原酒产能6万吨
山西汾酒	汾酒2030技改原酒产能扩建项目(一期)	新增年产原酒5.1万吨, 新增原酒储能13.44万吨。

来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

图表26：白酒行业代表公司资本开支在20年开始回升


来源：Wind，国金证券研究所 注：我们选取贵州茅台、五粮液、古井贡酒、今世缘、洋河股份、水井坊作为白酒行业代表公司

多次中标高端白酒设备订单，22年1-8月，公司在白酒领域累计中标金额已超6亿元。公司近两年开始逐步切入高端白酒生产设备产线，近两年多次中标五粮液、古井贡酒、泸州老窖等多家公司的智能生产设备。

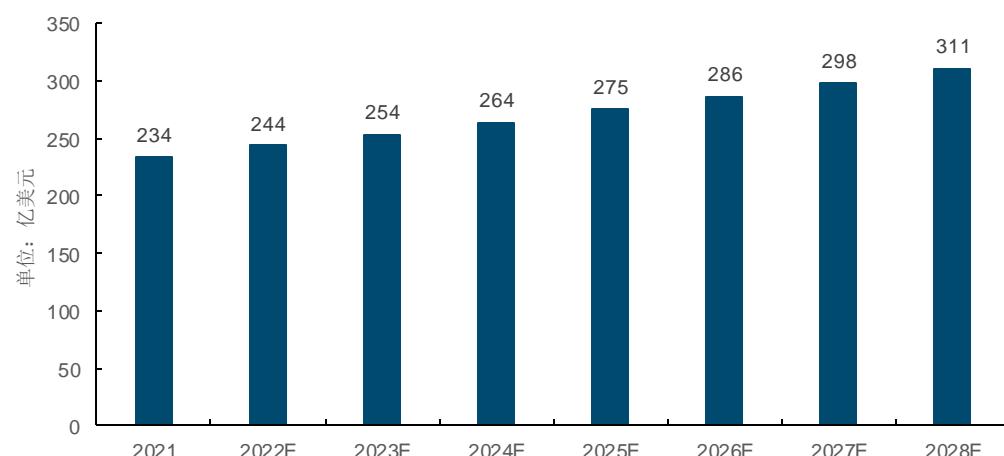
图表27：公司2022年多次中标高端白酒设备订单

公司	项目名称	时间	金额
五粮液	成品酒包装及智能仓储一体化项目——“一期五粮液成品酒自动包装子项目”和“一期五粮春成品酒自动包装子项目”	2022.11	1.98亿元
五粮液	成品酒包装及智能仓储一体化项目——“一期五粮液成品酒自动包装子项目”和“一期五粮春成品酒自动包装子项目”	2022.08	0.75亿元
古井贡酒	生产智能化技术改造项目自动化灌装设备总承包(标段一、四)	2022.05	1.87亿元
五粮液	成品酒包装及智能仓储一体化项目——一期成品酒光瓶全自动化高速包装子项目	2022.04	1.17亿元
泸州老窖	智能化包装中心技改项目——自动化灌装线设备购置项目泸州老窖智能化包装中心技改项目——自动化灌装线	2022.01	0.44亿元
合计金额			6.21亿元

来源：招标网，国金证券研究所 注：以上数据为不完全统计

3.2 牛奶：牛奶包装市场多数份额被海外厂商占据，公司布局常温奶领域打开新增长点

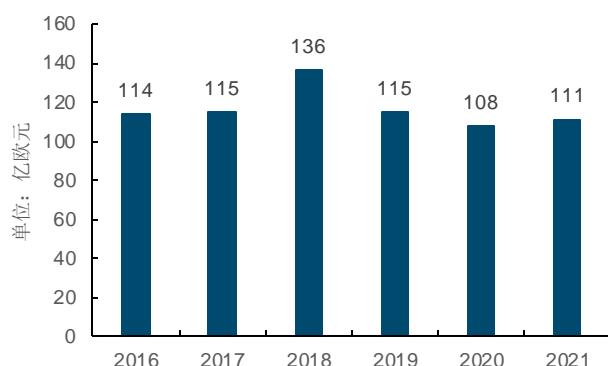
根据Imarc group数据，2021年全球牛奶包装市场规模达到234亿美元，并有望在未来几年保持4.13%的年化复合增速，行业规模有望在2028年达到300亿美元。

图表28：全球牛奶包装市场规模超过约230亿美元


来源：Imarc，国金证券研究所

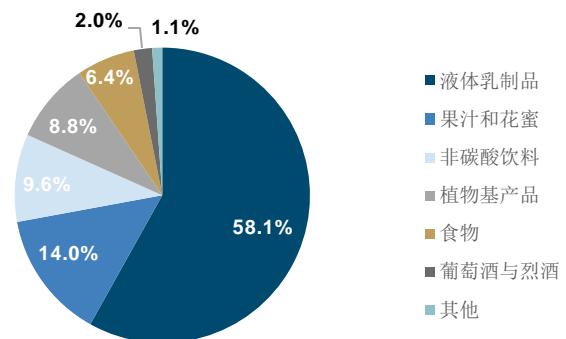
利乐为全球牛奶包装领域龙头企业，乳制品领域收入体量超过 100 亿欧元。从产品下游应用领域来看，利乐集团近 6 成收入来自液态乳制品领域，21 年利乐在液态乳制品领域收入体量达到 64 亿欧元。

图表29：利乐集团年收入超过 100 亿欧元



来源：利乐集团年报，国金证券研究所

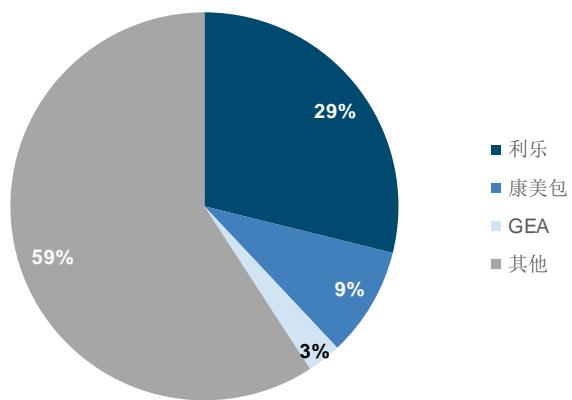
图表30：利乐集团下游收入中近 6 成来自液态乳制品



来源：利乐集团年报，国金证券研究所

欧洲多个巨头占据牛奶包装设备行业多数份额，行业 CR3 超过 40%。牛奶包装行业头部企业分别为瑞典利乐、德国 SIG、德国 GEA，我们根据各公司年报数据测算，21 年三家公司市占率分别达到 29%/9%/3%。

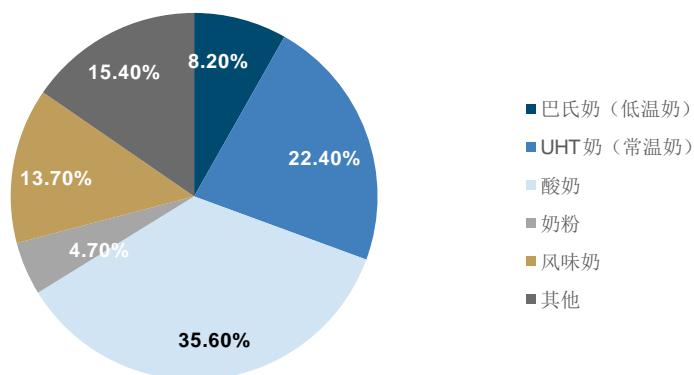
图表31：2021 年牛奶包装设备行业竞争格局



来源：各公司年报，Imarc，国金证券研究所测算

乳制品领域常温酸奶市场规模较大。根据 Euromonitor 数据统计，常温奶的市场规模约为低温奶的 3 倍左右。

图表32：2019 年中国乳制品消费结构



来源: Euromonitor, 前瞻产业研究院, 国金证券研究所

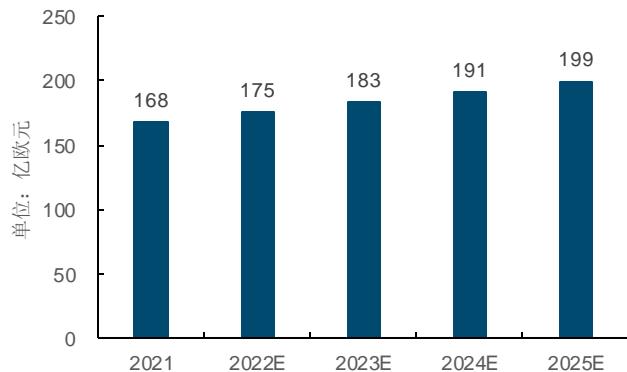
切入常温奶赛道, 公司打开液态奶领域新增长点。公司已开始布局常温奶包装设备产线, 常温奶领域的领先技术实力, 未来有望为公司贡献新订单, 我们预计公司在乳制品包装领域有一定的增长空间。

3.3 饮料: 对标克朗斯、西得乐, 外购扩张有望重塑海外企业发展之路

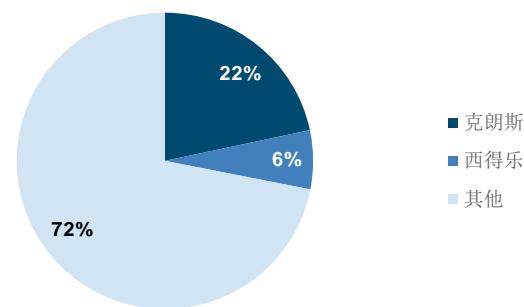
全球饮料包装设备规模约 160 亿欧元, 头部厂商为克朗斯和西得乐。我们根据 Imarc 数据测算, 2021 年全球饮料包装设备市场规模为 167.73 亿欧元, 预计到 2025 年行业规模有望达到 199.26 亿欧元。

竞争格局: 2021 年克朗斯和西得乐分别在饮料包装设备领域实现 36.35 和 10.75 亿欧元, 市占率分别达到 22% 和 6%。

图表33: 全球饮料包装设备市场规模超 160 亿欧元



图表34: 2021 年全球饮料包装设备格局



来源: Imarc group, 国金证券研究所

来源: 克朗斯年报, 西得乐年报, 国金证券研究所

注: 克朗斯的市场份额采用罐装机包装业务收入进行测算

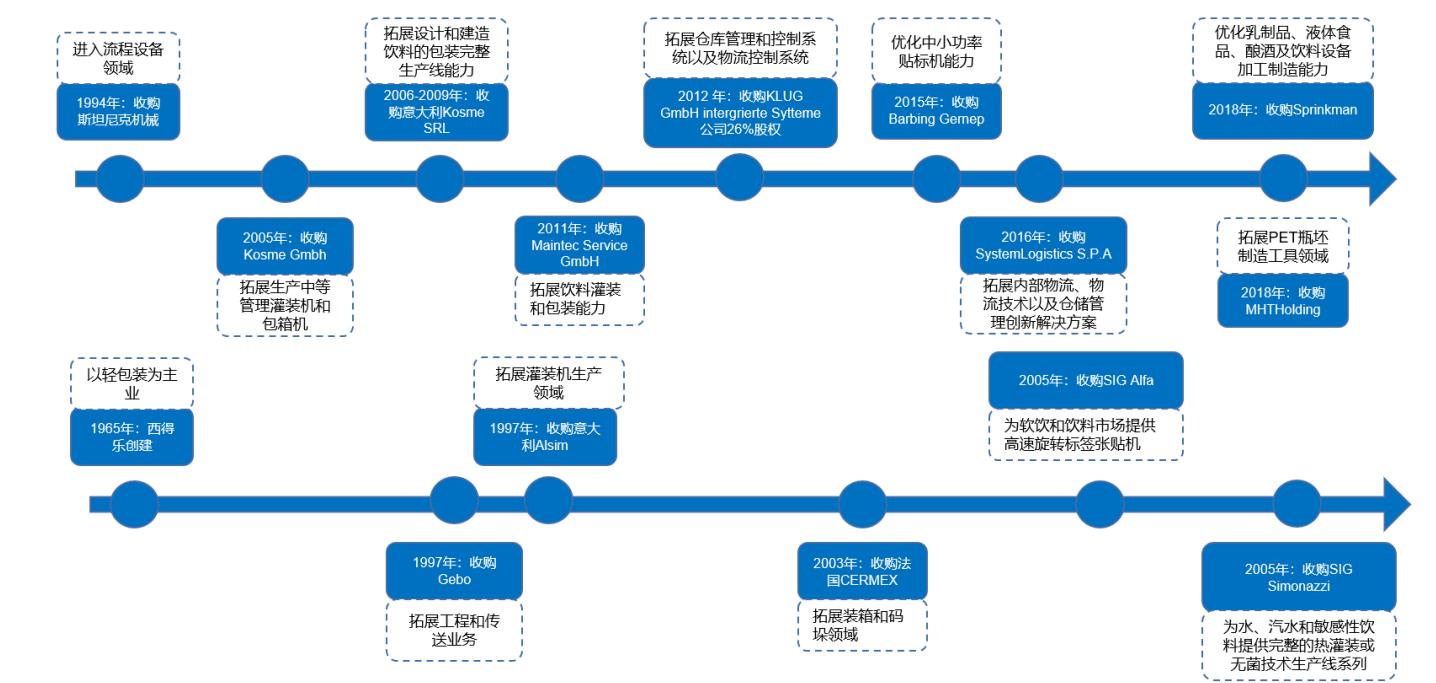
图表35: 海外两家龙头饮料包装设备企业概况

公司名称	成立时间	2021 年营收	营收分产品	主要产品	特点
克朗斯	1950	36 亿欧元	灌装机 30.46 亿欧元, 占比 84%; 饮料制 造 5.89 亿欧元, 占比 16%	饮料、酒类的前道设备延伸, 送、产品加工、二次包装、码垛	起家于后道设备 (贴标机), 向方案提供商
西得乐	1965	14 亿欧元	水类相关设备净销售额占比 21%; 碳酸饮 料占比 14%; 啤酒、葡萄酒和烈性酒类占 比 22%; 果汁, 花蜜, 软饮料等渗剂和茶 类占比 19%; 液态乳制品占比 9%	吹瓶、灌装、Combi、Super Combi、 贴标、容器处理和清洁、传送和进给 系统、装箱、码垛、内部物流系统	专注瓶类包装, 吹瓶机是最早 的产品, 研发可热灌装并经巴 氏杀菌处理的 PET 包装机

来源: 立鼎研究院, 克朗斯年报, 西得乐官网, 国金证券研究所

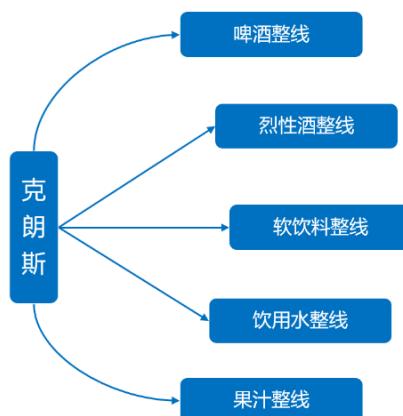
复盘: 海外企业通过外延收购, 不断丰富饮料包装设备产线。1) 克朗斯: 通过收购 Kosme GmbH、Maintec Service GmbH 等设备供应商, 打通饮料包装全链条, 成就包装全产业链方案供应商; 同时通过收购 Kosme SRL、Sprinkman 等公司, 拓展牛奶、葡萄酒、啤酒等领域, 不断拓宽产品边界; 2) 西得乐: 最初为轻包装设备公司, 后陆续通过收购意大利 Alsim、SIG Alfa 等 5 家公司, 补齐灌装机、码垛等设备供应能力的同时, 丰富了水、汽水、热灌装以及无菌包装设备品类。

图表36：克朗斯（上）和西得乐（下）通过外部收购丰富饮料设备产线



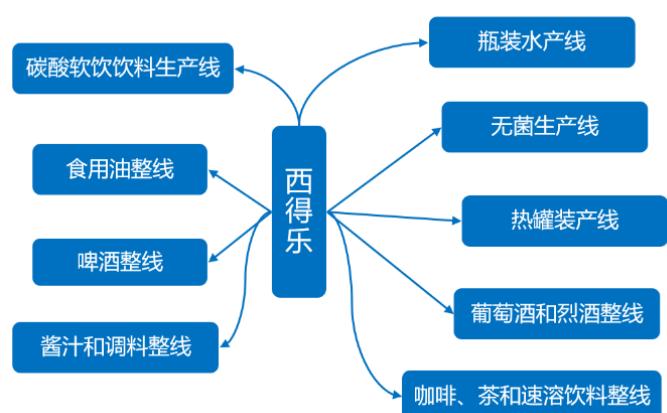
来源：克朗斯官网，西得乐官网，立鼎产业研究院，国金证券研究所

图表37：克朗斯具有五条主要饮料包装产线



来源：克朗斯官网，国金证券研究所

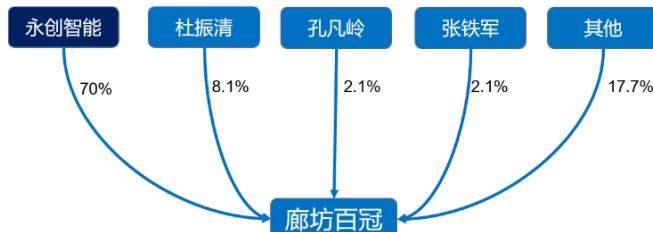
图表38：西得乐饮料包装生产线种类丰富



来源：克朗斯年报，西得乐官网，国金证券研究所

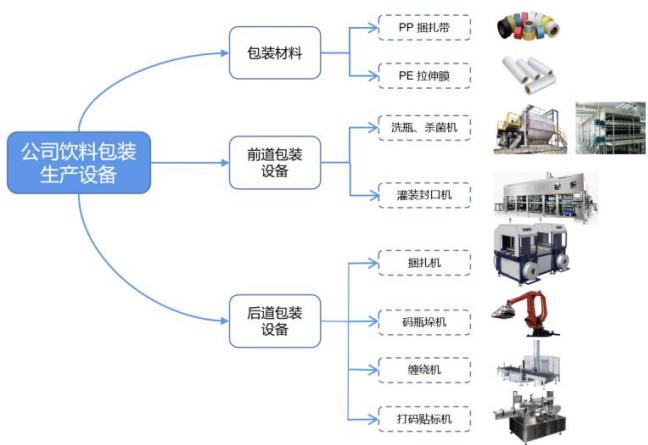
采取外延收购策略，上市后公司凭借外延收购不断扩充下游应用领域。2017年至今，公司分别收购广二轻、浙江龙文、廊坊百冠等多个企业不断丰富产线，当前已具备液态食品（饮料、牛奶、啤酒、白酒）智能包装产线的生产能力。

图表39：廊坊百冠公司股权结构图



来源：Wind，国金证券研究所

图表40：公司具有饮料前道和后道包装设备供应能力



来源：公司官网、公司公告，广轻二官网，国金证券研究所

公司积极并购拓展，有望复刻海外巨头发展之路。随着公司通过兼并收购广二轻、浙江龙文、廊坊百冠等公司，产品品类拓展迅速，有望提升饮料包装设备行业的市场份额。

四、盈利预测与投资建议

我们预计22-24年公司的营业收入为30.31/40.02/53.27亿元，同比增长11.95%/32.68%/33.02%；归母净利润为3.49/4.04/5.81亿元，同比增长33.81%/15.51%/43.84%，对应EPS为0.72/0.83/1.19元/股。

4.1 收入、毛利率预测：

1、标准单机设备业务：1) **营收：**标准单机类产品与宏观经济相关性较高，今年受到疫情影响，22H1标准单机业务受到影响较大，预计22-24年，该业务收入体量为9.39/11.55/14.08亿元，同比增长-12%/23%/20%。2) **毛利率：**22年标准单机设备受到原材料上行和销售受阻双重影响，预计毛利率有所下滑，随着未来疫情逐步向好，公司标准单机设备毛利率有望反弹，预计22-24公司毛利率为28.5%/29.5%/29.5%。

2、智能包装生产线：

1) 营收：根据前文分析，白酒、牛奶、饮料三大领域为公司智能包装产线业务增长核心驱动力，以下为三大细分领域业务的收入、毛利率预测和假设：

A) 白酒：根据招标网信息，目前公司不完全统计的白酒高端设备中标金额已经超过6亿元；根据前文分析，白酒企业未来扩产规划明确，预计资本开支会维持高位，白酒企业招标有望持续，我们预计22-24年公司白酒智能包装生产线的收入为2.5/7.0/11.9亿元；考虑到白酒包装设备壁垒较高，且无海外厂商进行竞争，预计公司该类设备毛利率有望超过40%，假设22-24年白酒智能包装产线毛利率有望维持在41%。

B) 牛奶：公司前期主要从事低温奶包装设备领域，今年开始进军常温奶包装设备领域，有望贡献增量收入，预计22-24年牛奶智能包装产线收入为4.4/5.7/8.0亿元，毛利率假设保持在33%。

C) 饮料：公司收购后切入液体饮料罐装领域，根据公告，21Q1-Q3廊坊百冠实现收入2.15亿元，随着公司与廊坊百冠在饮料包装设备领域的协同效应不断显现，预计22-24年公司饮料包装设备产线收入为2.2/4.2/6.3亿元，毛利率假设保持在34%。

综上，我们预计22-24年智能包装产线业务的收入增速为34.1%/45.9%/47.0%，对应收入为14.09/20.55/30.20亿元。

2) 毛利率：公司白酒类高端设备预计呈现出更高的盈利能力，随着白酒类包装设备收入占比不断提升，有望带动智能包装产线设备毛利率提升，根据上文数据测算，预计22-24年智能包装产线业务毛利率为33.4%/34.6%/35.2%。

3、包装材料：1) **营收：**随着包装膜等产品向市场逐步推广，预计包装材料业务有望维持20%的收入增速，预计22-24年收入为3.29/3.95/4.73亿元。2) **毛利率：**假设包装材料业务毛利率为18%。

图表41：公司营业收入拆分及预测

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（亿元）	13.77	16.50	18.71	20.20	27.11	30.31	40.02	53.27
yoy		19.8%	13.4%	8.0%	34.2%	11.8%	32.1%	33.1%
毛利润（亿元）	3.98	4.91	5.47	6.59	8.58	9.35	12.81	17.37
毛利率	28.9%	29.8%	29.2%	32.6%	31.7%	30.8%	32.0%	32.6%
包装设备及配件（亿元）	11.88	14.28	16.34	17.99	24.13	26.82	35.88	48.33
毛利率	30.6%	31.4%	30.6%	33.5%	32.4%	32.1%	33.3%	33.9%
标准单机设备（亿元）	6.07	6.95	7.30	8.12	10.67	9.39	11.55	13.86
yoy		14.5%	5.0%	11.2%	31.4%	-12%	23%	20%
毛利率				29.6%	29.7%	28.5%	29.5%	29.5%
智能包装生产线（亿元）	4.34	5.32	6.76	7.25	10.50	14.09	20.55	30.20
毛利率	34.1%	32.4%	31.5%	33.6%	34.4%	33.4%	34.6%	35.2%
yoy		22.6%	27.1%	7.2%	44.8%	34.1%	45.9%	47.0%
其他设备及配件（亿元）	1.47	2.01	2.28	2.62	2.96	3.34	3.78	4.27
yoy		36.7%	13.4%	14.9%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%
毛利率	27.05	31.3%	31.4%	45.2%	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%
包装材料（亿元）	1.82	2.11	2.27	2.02	2.74	3.29	3.95	4.73
yoy		15.9%	7.6%	-11.0%	35.6%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	15.7%	15.8%	18.3%	21.5%	21.2%	18.0%	18.0%	18.0%

来源：公司公告，国金证券研究所

费用率预测：

销售、管理费率：公司当前液态食品领域产线基本健全，未来持续扩张收购概率较低，随着公司智能包装产线收入不断提升，规模效应有望逐步显现，预计 22-24 年公司销售、管理费用率有望呈现下滑趋势，预计 22-24 年公司销售费用率为 7.0%/6.5%/6.5%，管理费用率为 5.5%/5.0%/5.0%。

研发费用率：公司长期坚持高研发投入保证公司长期竞争力，预计 22-24 年研发费率有望维持在 6%以上，对应费率为 6.2%/6.2%/6.2%。

4.2 投资建议：

预计公司 2022-2024 年归母净利润为 3.49/4.04/5.81 亿元，对应 PE 分别为 22/20/14 倍。我们选取乐惠国际、京山轻机、杰克股份作为可比公司。参考可比公司估值，考虑到公司智能包装产线放量有望带动公司业绩高成长，给予公司 2022 年 25 倍 PE，则合理估值为 101 亿元、对应股价 20.75 元，给予“买入”评级。

图表42：可比公司估值

股票名称	股价（元）	EPS					PE				
		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
乐惠国际	39.71	1.42	0.45	0.68	1.35	2.26	27.96	88.24	58.09	29.51	17.61
京山轻机	20.75	0.10	0.26	0.46	0.68	0.86	207.50	79.81	44.70	30.46	24.24
杰克股份	19.82	0.71	1.05	1.31	1.52	1.81	27.92	18.88	15.11	13.05	10.96
平均		0.74	0.59	0.82	1.18	1.64	87.79	62.31	39.30	24.34	17.60
永创智能	16.17	0.39	0.53	0.72	0.83	1.19	41.64	30.25	22.59	19.56	13.60

来源：Wind，国金证券研究所 注：数据截止日期为 2022.12.06

五、风险提示

5.1 疫情反复风险：公司标准单机设备业务与经济相关较高，且下游较多为中小企业，若疫情反复导致较多中小企业破产，单机设备需求可能明显下滑，进而对公司业绩产生不利影响。

- 5.2 下游固定资产投资不及预期：公司智能包装生产线和标准单机设备需求取决于下游企业资本开支，若下游固定资产投资不及预期，可能对上市公司业绩产生不利影响。
- 5.3 原材料价格上涨风险：公司主要产品为钢材、塑料颗粒、铝材等，若原材料价格上涨，公司毛利率可能受到影响，进而影响公司整体业绩。
- 5.4 限售股解禁风险：公司在 22 年 11 月 30 日解禁 176.75 万限售股，限售股解禁后具有交易风险。
- 5.5 商誉减值风险：公司并购公司后产生商誉，若收购公司经营不及预期，可能会导致公司计提商誉减值，进而对公司业绩产生不利影响。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
主营业务收入	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	货币资金	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
增长率		8.0%	34.0%	11.9%	32.1%	33.1%	应收账款		951	765	691	1,059	851	903
主营业务成本	-1,324	-1,361	-1,837	-2,096	-2,721	-3,589	存货		483	507	573	692	829	1,098
%销售收入	70.8%	67.4%	67.9%	69.2%	68.0%	67.4%	其他流动资产		1,113	1,314	1,697	2,206	2,387	2,832
毛利	547	659	870	935	1,281	1,737	流动资产		217	262	143	306	319	351
%销售收入	29.2%	32.6%	32.1%	30.8%	32.0%	32.6%	%总资产		2,765	2,848	3,103	4,263	4,385	5,184
营业税金及附加	-14	-14	-19	-15	-24	-32	长期投资		77.9%	76.0%	69.4%	67.7%	66.1%	68.1%
%销售收入	0.8%	0.7%	0.7%	0.5%	0.6%	0.6%	固定资产		123	134	174	334	334	334
销售费用	-202	-163	-199	-212	-260	-346	%总资产		368	402	646	1,008	1,176	1,310
%销售收入	10.8%	8.1%	7.3%	7.0%	6.5%	6.5%	无形资产		10.4%	10.7%	14.5%	16.0%	17.7%	17.2%
管理费用	-91	-112	-149	-167	-200	-266	非流动资产		273	322	430	628	679	724
%销售收入	4.9%	5.5%	5.5%	5.5%	5.0%	5.0%	%总资产		786	901	1,369	2,031	2,248	2,423
研发费用	-102	-120	-164	-188	-248	-330	资产总计		22.1%	24.0%	30.6%	32.3%	33.9%	31.9%
%销售收入	5.4%	5.9%	6.1%	6.2%	6.2%	6.2%	资产总计		3,551	3,749	4,472	6,293	6,633	7,608
息税前利润 (EBIT)	138	251	340	353	549	763	短期借款		388	378	389	641	670	705
%销售收入	7.4%	12.4%	12.5%	11.6%	13.7%	14.3%	应付账款		705	678	939	1,052	1,092	1,460
财务费用	-8	-35	-25	-35	-56	-59	其他流动负债		556	733	833	959	994	1,223
%销售收入	0.4%	1.7%	0.9%	1.1%	1.4%	1.1%	流动负债		1,649	1,788	2,161	2,651	2,756	3,388
资产减值损失	-32	-61	-62	-56	-53	-61	长期贷款		73	7	54	457	457	457
公允价值变动收益	2	-1	23	145	23	23	其他长期负债		375	401	44	639	631	625
投资收益	3	24	6	-1	2	2	负债		2,097	2,196	2,259	3,747	3,844	4,471
%税前利润	2.2%	12.7%	1.9%	n. a.	0.4%	0.3%	普通股股东权益		1,439	1,531	2,170	2,449	2,691	3,039
营业利润	116	192	297	406	464	667	其中：股本		439	439	488	488	488	488
营业利润率	6.2%	9.5%	11.0%	13.4%	11.6%	12.5%	未分配利润		450	579	758	968	1,210	1,558
营业外收支	0	-2	0	0	0	0	少数股东权益		15	21	44	98	98	98
税前利润	116	190	297	406	464	667	负债股东权益合计		3,551	3,749	4,472	6,293	6,633	7,608
利润率	6.2%	9.4%	11.0%	13.4%	11.6%	12.5%	比率分析							
所得税	-14	-18	-38	-53	-60	-87	2019		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税率	12.4%	9.6%	12.8%	13.0%	13.0%	13.0%	每股指标							
净利润	101	171	259	353	404	581	每股收益		0.224	0.388	0.535	0.716	0.827	1.189
少数股东损益	3	1	-2	4	0	0	每股净资产		3.276	3.485	4.443	5.017	5.513	6.226
非现金支出	78	115	151	141	168	198	每股经营现金净流		0.379	0.784	0.581	-0.115	0.633	1.272
非经营收益	3	16	5	-57	51	53	每股股利		0.055	0.070	0.120	0.286	0.331	0.475
营运资金变动	-17	42	-130	-494	-314	-210	回报率							
经营活动现金净流	167	344	284	-56	309	621	净资产收益率		6.85%	11.14%	12.03%	14.27%	15.00%	19.10%
资本开支	-116	-138	-357	-626	-327	-313	总资产收益率		2.78%	4.55%	5.84%	5.55%	6.09%	7.63%
投资	-25	-78	-83	-75	23	23	投入资本收益率		5.28%	9.72%	11.15%	7.22%	10.55%	13.51%
其他	15	59	165	-1	2	2	增长率							
投资活动现金净流	-126	-158	-275	-702	-302	-288	主营业务收入增长率		13.34%	7.96%	34.02%	11.95%	32.06%	33.08%
股权募资	0	30	18	69	0	0	EBIT 增长率		15.97%	81.83%	35.42%	3.93%	55.43%	39.00%
债权募资	498	-31	0	1,261	29	35	净利润增长率		32.85%	73.13%	53.05%	33.81%	15.51%	43.84%
其他	41	-331	-97	-193	-237	-310	总资产增长率		21.72%	5.55%	19.30%	40.72%	5.39%	14.70%
筹资活动现金净流	539	-332	-79	1,137	-208	-275	资产管理能力							
现金净流量	580	-149	-73	379	-201	58	应收账款周转天数		78.0	72.9	60.0	70.0	65.0	65.0
							存货周转天数		303.6	325.5	299.1	390.0	330.0	300.0
							应付账款周转天数		74.5	87.8	91.4	105.0	83.0	85.0
							固定资产周转天数		71.0	72.1	62.0	82.9	68.5	58.0
							偿债能力							
							净负债/股东权益		-12.43%	-4.20%	-11.21%	25.48%	31.80%	27.71%
							EBIT 利息保障倍数		16.5	7.2	13.6	10.2	9.8	12.8
							资产负债率		59.06%	58.59%	50.50%	59.54%	57.96%	58.77%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1. 00 =买入； 1. 01~2. 0=增持； 2. 01~3. 0=中性

3. 01~4. 0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员认对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦7楼	地址：中国北京西城区长椿街3号4层	地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号 嘉里建设广场T3-2402