



# 吉宏股份 (002803.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究  
证券研究报告

## 跨境主业修复，AI+品牌策略促增长

### 投资逻辑

#### 一、拥抱东南亚电商红利，深耕社交电商

- 东南亚互联网基础设施逐渐完善。截至 2022 年，据 Statista，互联网普及率达 73.71%，网购人数达 2.13 亿，部分国家日均上网时长达 8 至 9 小时，且人口结构年轻化，消费潜力有待释放。据 Insider Intelligence，电商渗透率 9.6%，远低于全球平均 18.9%，渗透率有望提升。我国对东南亚的出口近五年 CAGR 为 10.4%，高于欧美等主要出口区域，2023 年东南亚占我国出口规模 13%。
- 公司 2017 年起布局跨境社交电商，通过在社交网络如 Facebook、TikTok 上投放商品广告的形式实现“货找人”，单次触达仅展示 1-2 个商品，用户决策链短、转化率高，与货架电商错位竞争。多数商品先有订单再采购，库销比控制在 3%以内。2020 年公共卫生事件影响线下消费向线上转移，公司收入、利润均高速增长。主业稳步修复，截至 2023H1 跨境电商业务贡献公司收入的 64%，贡献归母净利润的 85%。2023 年业绩持续修复，据业绩预告归母净利润同比 80%-100%。

#### 二、包装业务高质量增长，头部客户稳定，盈利能力提升

- 公司深耕包装服务 20 年，客户主要为食品、餐饮、饮料、日化等快消品行业龙头，合作稳定。包装业务增长和国内消费市场的景气度高度相关，也受包装原纸材料价格及人工成本等因素影响。过去三年包装业务每年归母净利润 1 亿元左右。

#### 三、高水平数字化保障经营效率提升，延伸至品牌孵化探索

- AI 能力贯穿选品、营销、客服、投放各环节降本增效。截至 2023H1 在广告文案输出提效 95%，视频素材翻译提效 90%，短视频剪辑提效 40%，减少无效广告预算 3.62%，累计节省客服 5000 人次工时。结合多年数据积累以及营销优势，公司布局自有品牌探索，目前已有电动助力车、雨伞、大码内衣三个品牌孵化，参考行业从泛品向精品布局的案例，头部品牌年销售额可过亿的规模，精品及品牌净利率高于泛品 1%-2%。

### 盈利预测、估值和评级

公司为东南亚社交电商龙头，预计公司 2023 年至 2025 年的归母净利润分别为 3.56 亿元、4.44 亿元、5.85 亿元。我们给予公司 2024 年 18x PE 估值，对应市值 80.00 亿元，目标价 20.78 元。首次覆盖给予“买入”评级。

### 风险提示

海外市场环境及政策变化，行业竞争加剧，汇率波动等。

### 传媒与互联网组

分析师：陈泽敏 (执业 S1130524020004)

chenzemin@gjzq.com.cn

分析师：廖馨瑶 (执业 S1130522060005)

liaoxinyao@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：17.10 元

目标价 (人民币)：20.78 元



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,178	5,376	6,500	7,567	8,795
营业收入增长率	17.40%	3.83%	20.92%	16.42%	16.22%
归母净利润(百万元)	227	184	356	444	585
归母净利润增长率	-59.32%	-19.05%	93.42%	24.91%	31.69%
摊薄每股收益(元)	0.587	0.486	0.924	1.155	1.520
每股经营性现金流净额	0.61	0.99	1.15	1.56	1.84
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.17%	8.78%	15.41%	17.26%	20.00%
P/E	36.19	32.58	18.50	14.81	11.25
P/B	4.40	2.86	2.85	2.56	2.25

来源：公司年报、国金证券研究所



## 内容目录

一、拥抱东南亚电商红利，深耕社交电商.....	5
1.1 东南亚互联网渗透率提升，消费潜力释放.....	5
1.2 把握社交电商红利，与货架电商错位竞争.....	8
1.3 跨境电商享政策红利，受益于一带一路及 RCEP.....	11
二、包装业务高质量增长，头部客户稳定，盈利能力提升.....	12
2.1 下游客户回暖，带动包装需求增加.....	12
2.2 前瞻性布局环保包装能力，有望成为业务增长引擎.....	14
三、高水平数字化保障经营效率提升，延伸至品牌孵化探索.....	14
3.1 AI 应用赋能选品、营销、客服、投放.....	15
3.2 数字化能力延伸至自有品牌探索，加大品牌建设力度.....	16
3.3 吉喵云 SaaS 服务平台模块化输出社交电商成功经验.....	17
四、盈利预测.....	18
4.1 核心假设及盈利预测.....	18
4.2 估值及投资建议.....	20
五、风险提示.....	21

## 图表目录

图表 1： 2011-2027E 东南亚及全球零售电商规模增速.....	5
图表 2： 2011-2027E 东南亚及全球零售电商渗透率.....	5
图表 3： 4Q2022 日均上网时间最长国家(单位：小时).....	5
图表 4： 2017-2027E 东南亚电商渗透情况及预测.....	5
图表 5： 2019-2022 年东南亚六国整体 GDP 增速情况.....	6
图表 6： 2022 年东南亚六国人口结构情况.....	6
图表 7： 2022 年 1 月-2023 年 12 月越南入境游客增速.....	6
图表 8： 2022 年 1 月-2023 年 9 月马来西亚入境游客数.....	6
图表 9： 2022 年 1 月-2023 年 11 月泰国入境游客数.....	6
图表 10： 2022 年 1 月-2023 年 10 月新加坡入境游客数.....	6
图表 11： 2019-2023 11 东南亚主要国家及美国零售额增速.....	7
图表 12： 2019-2023 中国出口规模及增速.....	7
图表 13： 2023 年中国出口额占比前五的国家.....	7
图表 14： 2019-2023 中国出口主要地区/国家增速 (%).....	7
图表 15： 公司跨境社交电商业务发展三阶段.....	8



图表 16:	2019-2023H1 跨境社交电商业务营收及增速.....	8
图表 17:	2019-2023H1 年跨境社交电商归母净利润.....	8
图表 18:	2022 年东南亚主流跨境电商市占率.....	9
图表 19:	主流跨境电商网站访问量 (单位: 百万) .....	9
图表 20:	SEA E-commerce 营业收入及增速.....	9
图表 21:	SEA E-commerce 经调整 EBITDA 及利润率.....	9
图表 22:	阿里巴巴国际业务营业收入及增速.....	9
图表 23:	阿里巴巴国际业务经调整 EBITA 及利润率.....	9
图表 24:	公司“货找人”业务模式.....	10
图表 25:	2019-3Q2023 公司经营净现金流情况.....	10
图表 26:	2019-3Q2023 公司存货周转率同业对比.....	11
图表 27:	2019-3Q2023 公司应收账款周转率同业对比.....	11
图表 28:	2013-2022 年中国与共建“一带一路”国家贸易指数.....	11
图表 29:	RCEP 生效为跨境电商带来实际利好.....	12
图表 30:	国家层面跨境电商行业政策整理.....	12
图表 31:	2019-2023H1 全国纸包装行业营收规模及增速.....	13
图表 32:	2019-2023H1 全国纸包装行业利润额及利润率.....	13
图表 33:	2023 年 1-9 月全国纸和纸板容器制造行业营业收入及同比.....	13
图表 34:	2019-2023H1 公司包装业务营收规模及增速.....	13
图表 35:	2019-2023H1 公司包装业务归母净利及利润率.....	13
图表 36:	2019-2022 环保食品包装产品营收规模及占比.....	14
图表 37:	2019-2022 环保食品包装产品毛利率及对比.....	14
图表 38:	2019-3Q2023 年公司及同业研发费用率 (%) .....	14
图表 39:	2019-2022 年公司及同业研发人员数量 (人) .....	15
图表 40:	智能选品 ChatGiiKin-6B.....	15
图表 41:	智能广告投放 G-king.....	15
图表 42:	智能设计与素材生成 GiiAI.....	16
图表 43:	ChatGPT 赋能智能客服.....	16
图表 44:	公司自有品牌电助力自行车 SenadaBikes.....	16
图表 45:	公司自有品牌女士内衣 Veimia.....	16
图表 46:	华凯易佰精品策略及开发方式.....	17
图表 47:	华凯易佰精品业务和泛品容单价对比.....	17
图表 48:	跨境电商品牌的扣非净利率高于泛品类.....	17
图表 49:	吉喵云应用市场功能新增.....	17
图表 50:	公司“跨境电商+产业带”相关活动.....	18



图表 51: 2019-3Q2023 公司收入及增速.....	18
图表 52: 2019-2023H1 公司收入结构.....	18
图表 53: 2019-2023H1 公司各业务毛利率.....	19
图表 54: 2019-3Q2023 公司费用率.....	19
图表 55: 公司利润表.....	20
图表 56: 可比公司业务概况.....	21
图表 57: 可比公司估值.....	21



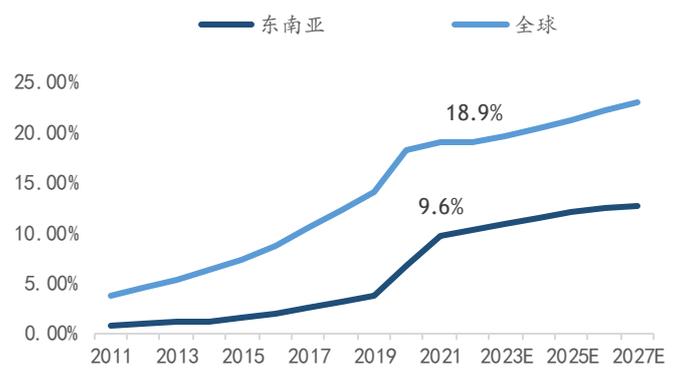
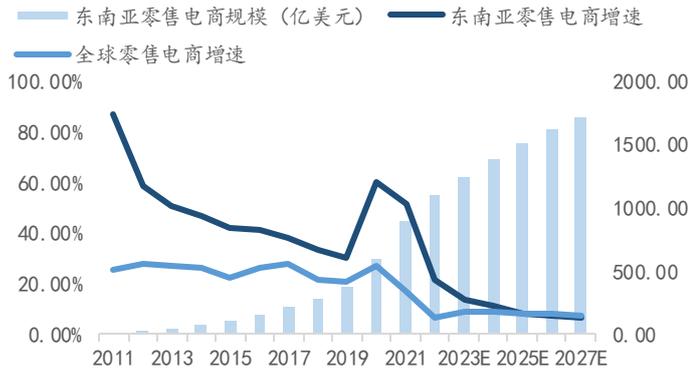
## 一、拥抱东南亚电商红利，深耕社交电商

### 1.1 东南亚互联网渗透率提升，消费潜力释放

东南亚线上零售快速增长，渗透率仍有提升空间。据 Insider Intelligence, 2022 年东南亚零售电商销售额达 1095.14 亿美元，同比增长 21.64%，预计 2023 年东南亚国家零售电商增速将达到 13.53%，高于全球 8.91% 的水平。主要是东南亚零售电商渗透率不高，2022 年仅为 9.6%，远低于全球零售电商渗透率 18.9%。

图表1：2011-2027E 东南亚及全球零售电商规模增速

图表2：2011-2027E 东南亚及全球零售电商渗透率



来源：Insider Intelligence, 国金证券研究所

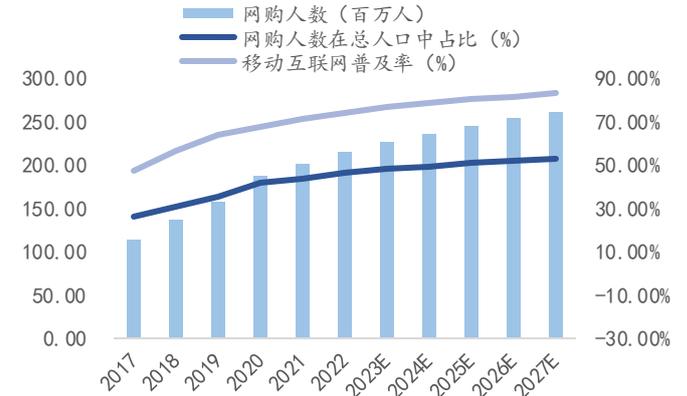
来源：Insider Intelligence, 国金证券研究所

东南亚地区移动互联网普及率高，国民网络依赖度高，零售电商渗透率将持续增长：

- 网络依赖度高。据 Statista, 2022 年第四季度，平均每日上网时间最长的十个国家中有三个东南亚国家，分别是菲律宾、马来西亚和泰国。其中，菲律宾网民平均每天上网时间超过 9 个小时，马来西亚、泰国网民均超过 8 个小时。
- 网络基础好。东南亚地区网络基础建设完善，据 Statista, 2022 年东南亚移动互联网普及率达到了 73.71%，网购人数达 2.13 亿人，占总人口的 45.7%。预计 2027 年东南亚移动互联网普及率将超过 80%，网购人数将达到 2.6 亿，为零售电商发展提供了扎实的网络基础。

图表3：4Q2022 日均上网时间最长国家(单位：小时)

图表4：2017-2027E 东南亚电商渗透情况及预测



来源：Statista, 国金证券研究所

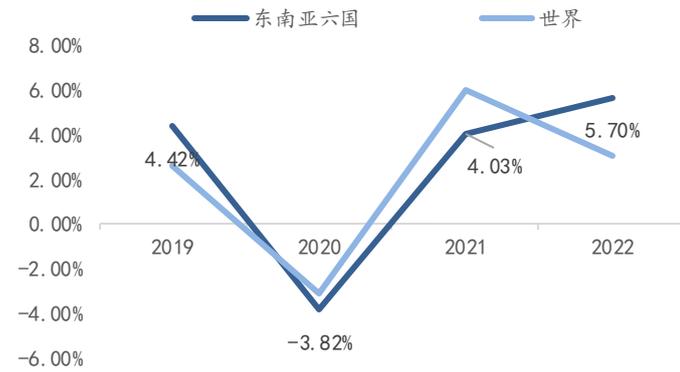
来源：Statista, 国金证券研究所

东南亚经济修复速度快，需求持续增长。2022 年东南亚六国整体 GDP 增速达 5.70%，超过世界平均水平，主要受益于人口红利和旅游业恢复：

- 人口“年轻化”，带来劳动力市场红利。据 UNCTAD, 2022 年，除新加坡和泰国外，其他四国 35 岁以下人口占比均超过 50%。年轻人口为市场带来了巨大的消费潜力和优质的劳动力资源，吸引大批外资企业进入东南亚市场，带动东南亚经济高速发展。

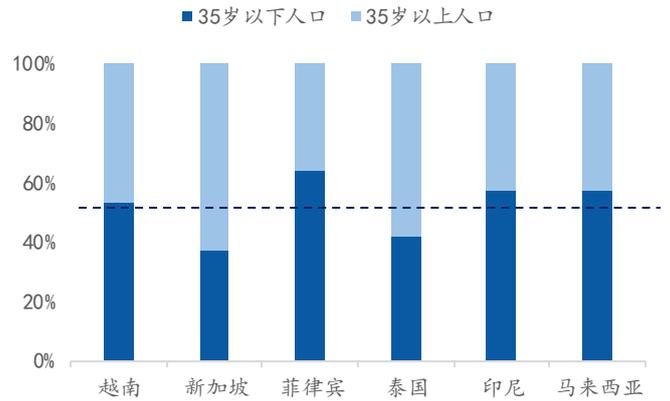


图表5: 2019-2022年东南亚六国整体GDP增速情况



来源: WDI 数据库, 国金证券研究所

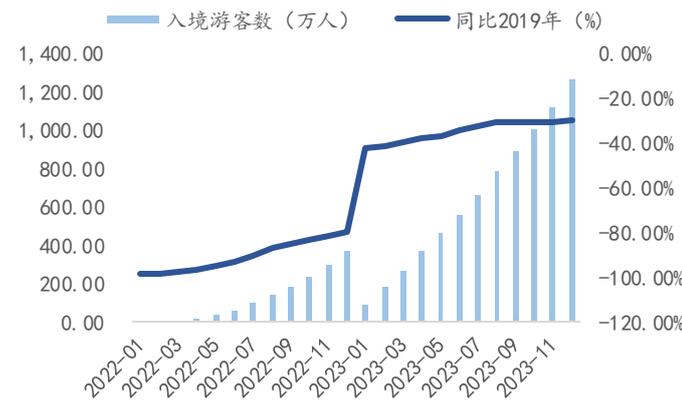
图表6: 2022年东南亚六国人口结构情况



来源: UNCTAD, 国金证券研究所

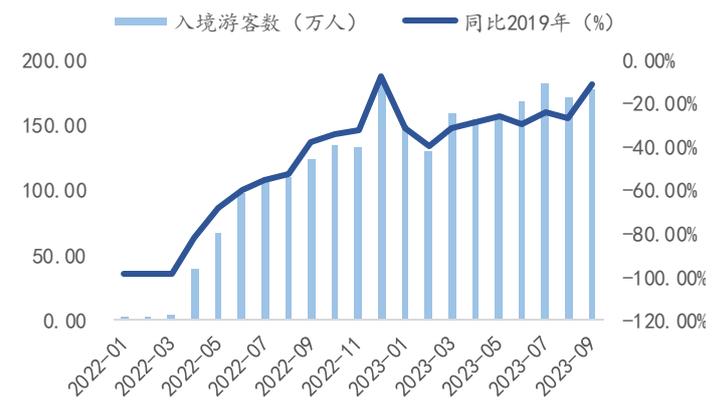
- 跨境游的修复拉动东南亚旅游收入的回暖。作为热门旅游目的地, 2022年全球普遍放开线下管控后, 东南亚入境游客数持续恢复, 逐渐接近2019年水平。境外游客消费直接拉高东南亚市场总需求, 扩大零售规模。

图表7: 2022年1月-2023年12月越南入境游客增速



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表8: 2022年1月-2023年9月马来西亚入境游客数



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表9: 2022年1月-2023年11月泰国入境游客数



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表10: 2022年1月-2023年10月新加坡入境游客数

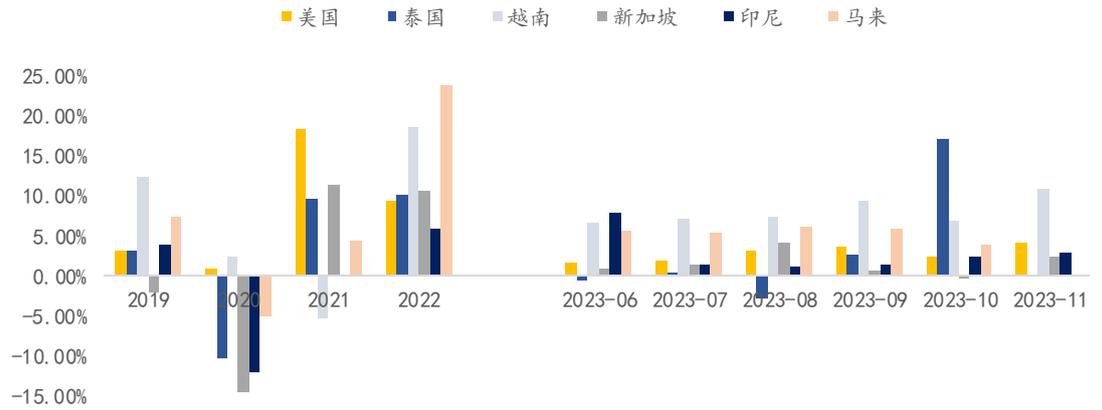


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

消费需求扩张, 零售规模快速增长。2022年, 越南和菲律宾零售增速分别达18.59%、23.89%。近6月, 东南亚主要国家零售增速稳中有升。2023年10月泰国零售增速超过17%, 零售销售指数达320.30, 是五年内最高。



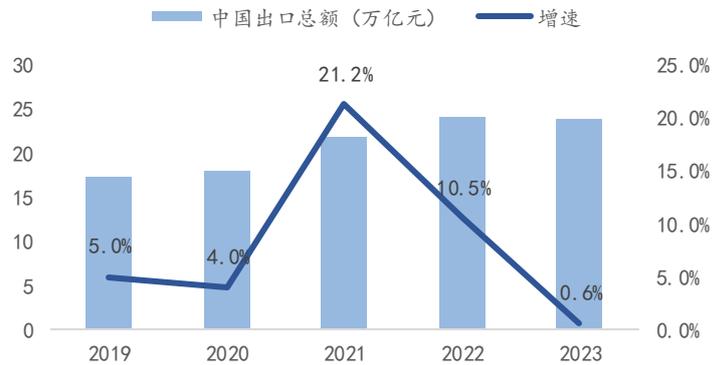
图表11: 2019-2023H1 东南亚主要国家及美国零售额增速



来源: Bloomberg, 马来西亚统计局, Trading Economics, 国金证券研究所

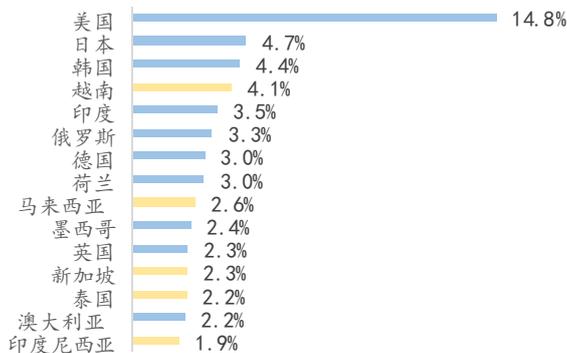
中国优势制造出口, 与东盟经贸合作蓬勃发展, 2020年至2022年出口增速持续攀升。从总量看, 2023年中国出口额总体改善, 达23.77万亿元, 人民币计价下同比增长0.6%。从结构看, 2019年至2023年中国出口至欧、美、东南亚的年复合增速分别为4.5%、5.1%、10.4%, 2023年增速分别为-5.3%、-8.1%、0.0%, 东南亚增速表现更优。2023年中国出口前15的国家中, 东南亚5国上榜, 占比合计约13.1%, 随经济持续修复, 预期中国对东南亚出口潜力将进一步释放。

图表12: 2019-2023 中国出口规模及增速

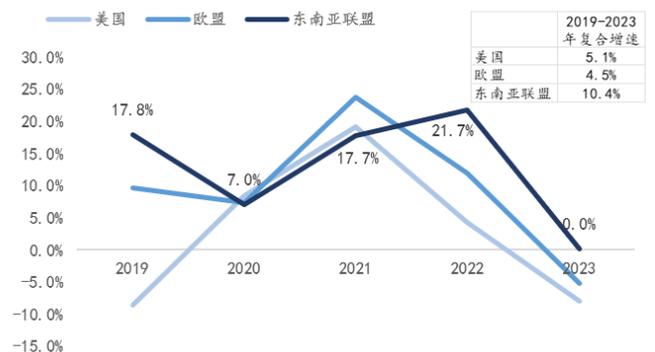


来源: 海关总署, 国金证券研究所

图表13: 2023年中国出口额占比前五的国家



图表14: 2019-2023 中国出口主要地区/国家增速 (%)



2019-2023 年复合增速	
美国	5.1%
欧盟	4.5%
东南亚联盟	10.4%

来源: 海关总署, 国金证券研究所

来源: 海关总署, 国金证券研究所



## 1.2 把握社交电商红利，与货架电商错位竞争

公司依托社交平台流量互动，“货找人”精准营销。从跨境电商出口经营模式上看，以 Amazon 等为代表的传统电商模式仍是主流。但近年，由于线下管控和电商平台流量红利减少、2021 年 Amazon 掀起“封店潮”等不利影响，叠加社交媒体加码构建电商业务，“独立站+社交媒体引流”的社交电商模式迅速扩张。

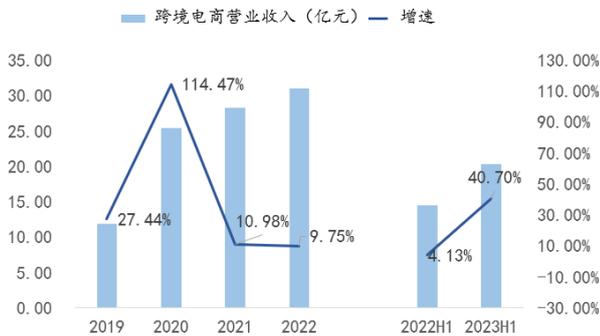
公司 2017 年布局跨境社交电商业务，经历了“高速增长-波动维稳-盈利修复”三个阶段。2023H1，受益于 RCEP 协议地区消费市场延续复苏态势，消费者购买力进一步提升，叠加公司数字化体系赋能业务降本增效，公司跨境电商实现营业收入 20.19 亿元，同比增长 39.50%，占公司总营收 64.22%，实现归母净利润 1.61 亿元，同比增长 111.06%，贡献总归母净利润 84.98%。

图表 15：公司跨境社交电商业务发展三阶段

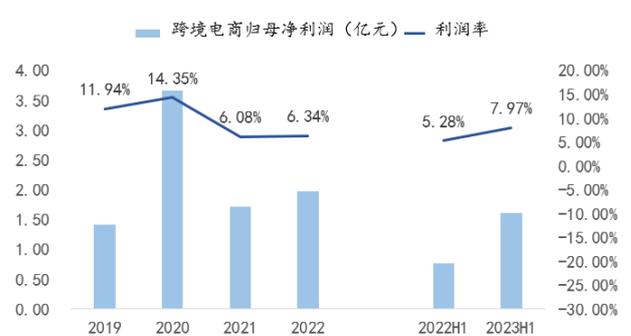


来源：公司公告，国金证券研究所

图表 16：2019-2023H1 跨境社交电商业务营收及增速



图表 17：2019-2023H1 年跨境社交电商归母净利润



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

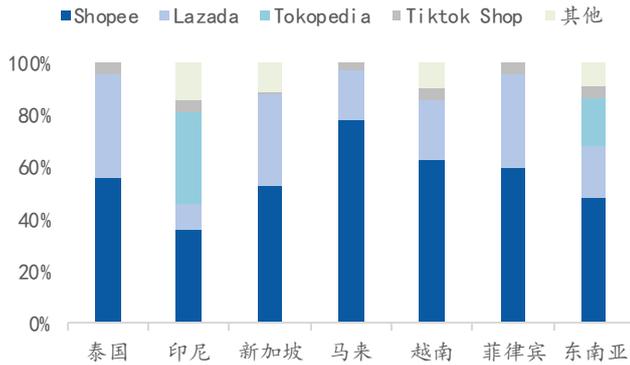
东南亚电商市场竞争激烈，国家之间电商平台份额差异大。从竞争格局上看，据 Momentum Works，2022 年东南亚主要电商平台 GMV 总额达到 995 亿美元，其中 Shopee 达 479 亿美元，几乎占地区总额一半，第二大玩家是 Lazada，GMV 达 200 亿美元。但在印尼，Tokopedia 和 Shopee 市场份额超过 Lazada，市占率分别为 35%、36%。

- 货架电商主要是 Shopee、Lazada 和 Tokopedia：Shopee 主营 C2C 业务，产品主打性价比，促销活动多，受众范围广。据 SEA (Shopee 母公司) 财报，在 2023 年持续两季度盈利后，3Q2023 Shopee 营收 22 亿美元，经调整 EBITDA 转亏为-3.47 亿美元。Lazada 主营 B2C 业务，走品牌品质路线，优势在于具有完善的自营物流系统和强大的市场推广。Lazada 母公司阿里巴巴，其国际业务主要包括零售 Lazada 和批发阿里巴巴国际站。据阿里巴巴财报，2023 第三季度国际业务收入 245.11 亿人民币，经调整 EBITA 利润-3.84 亿元，亏损收窄但仍未实现盈利。Tokopedia 是印尼本土的跨境电商平台，该平台拥有巨大的用户基础，在印尼的市占率与 Shopee 接近，但在除印尼以外的地区存在一定限制。

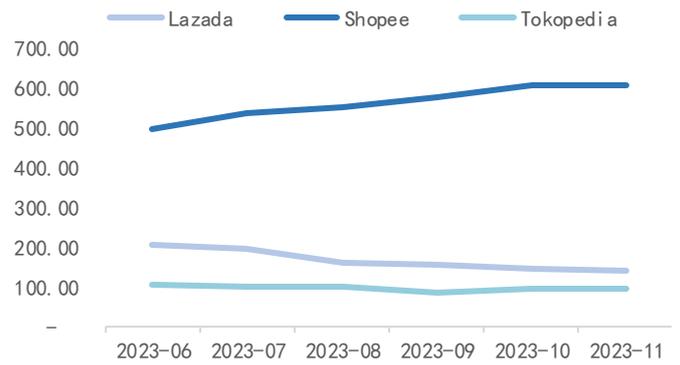


- 社交电商主要是TikTok Shop: TikTok Shop 借助平台流量优势, 2021 年上线后快速扩张。据 The Information, TikTok Shop 2022 年东南亚电商 GMV 达 44 亿美元, 同比增长超三倍。受政策影响, TikTok 被迫于 2023 年 9 月关停印尼站点, 12 月 11 日, TikTok 官方宣布在印尼与 Tokopedia 合并为 PT Tokopedia (TikTok 拥有该企业 75% 股份, 并掌握控制权), 并于 12 月 12 日印尼全国网购日重新上线。据沙利文预测, 东南亚社交电商交易额从 2018 年的 92 亿美元增长至 2022 年的 602 亿美元, 复合年增长率为 59.9%, 预计 2023 年至 2027 年的年复合增长率为 22.2%。社交电商在东南亚电商零售市场占比按交易额计从 2018 年的 24% 增长到 2022 年的 38.9%, 预计 2027 年增长至 48.1%。

图表18: 2022 年东南亚主流跨境电商市占率



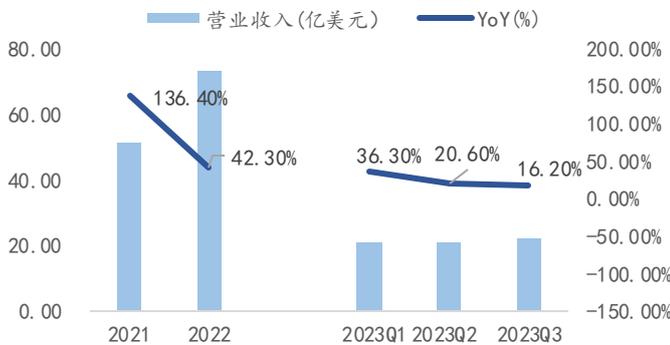
图表19: 主流跨境电商网站访问量 (单位: 百万)



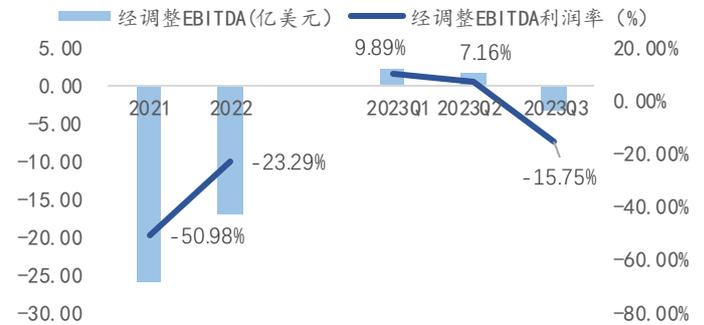
来源: Momentum Works, 国金证券研究所

来源: similarweb, 国金证券研究所

图表20: SEA E-commerce 营业收入及增速



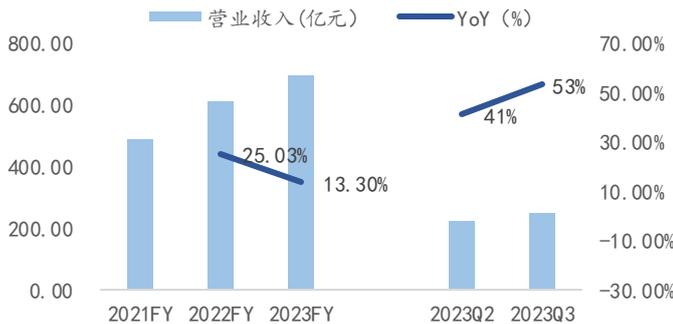
图表21: SEA E-commerce 经调整 EBITDA 及利润率



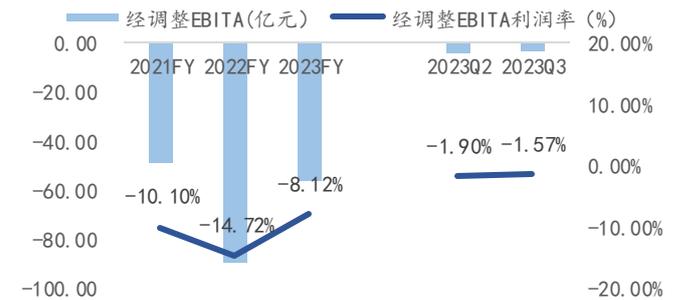
来源: SEA 公司公告, 国金证券研究所

来源: SEA 公司公告, 国金证券研究所

图表22: 阿里巴巴国际业务营业收入及增速



图表23: 阿里巴巴国际业务经调整 EBITA 及利润率



来源: 阿里巴巴公司公告, 国金证券研究所

来源: 阿里巴巴公司公告, 国金证券研究所



公司深耕社交电商，多方面打造竞争优势。用户决策链短，产品间对比少，货到付款降低网购门槛，有效提高转化率：

- “货找人”精准推送：公司基于对用户的精准理解、智能算法精准匹配客户所需产品，选取最佳 SKU，并精准推送广告，刺激用户迅速决策和完成消费。

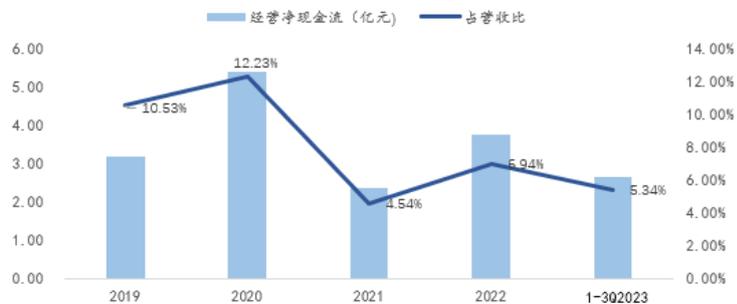
图表24：公司“货找人”业务模式



来源：公司公告，国金证券研究所

- “单品投放”降低客户选择成本：公司在广告中仅向客户推荐 1-2 款产品，便于客户利用碎片化时间深度理解产品。
- “货到付款”有效降低客户信任成本：公司结合东南亚等新兴市场移动互联网支付体系尚不成熟等市场客观因素，推出货到付款方式降低客户信用成本。
- 私域多途径运营，保持稳定的二次智能营销。优质售前售后服务深耕私域流量运营，较低成本实现用户复购。公司自 2017 年布局跨境电商业务以来，累计获客达 4,000 万+人次，并积累了大量运营数据。为提升用户体验和自身服务质量，公司近年来通过 Line、WhatsApp 等社群营销、短信营销、EDM 订阅推送等方式进行售前售后服务提升用户体验和粘度，并通过自研跨境社交电商运营管理系统对私域用户的标签属性、区域、品类特征进行二次智能营销，向老用户推出积分活动商城等综合的私域流量运营活动，较低成本实现用户复购。2023H1，公司每日订单中约 10%左右来自老用户复购。
- 轻资产运营，库销比较低，现金流较好。公司依靠高效的协作机制和供应链管理，实现先有订单再进行采购的高效数字化运营 模式，有效降低库存。近两年公司库销比均控制在 3%以内，库存压力小，现金流好，可持续能力较强。公司经营净现金流随营业规模逐渐回升。从 2022 年东南亚市场逐步放开线下管控，市场开始复苏以来，公司经营净现金流随业务规模恢复而逐渐回升。

图表25：2019-3Q2023 公司经营净现金流情况

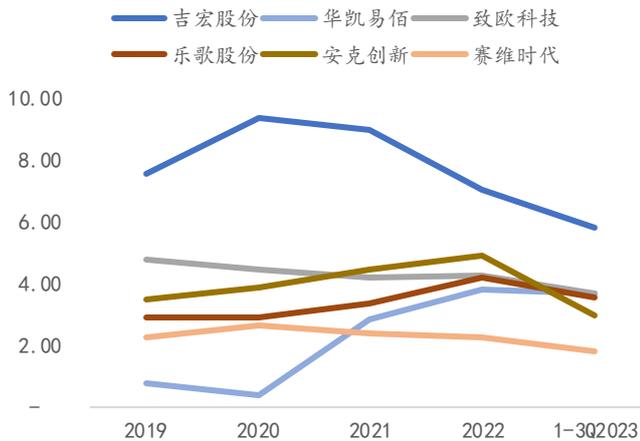


来源：公司公告，国金证券研究所

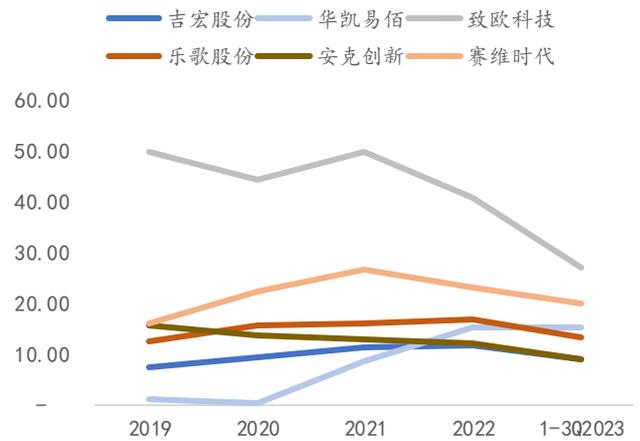
公司存货周转率效率领先，应收账款周转率逐年改善。公司依靠高效的协作机制和供应链管理，实现现有订单再进行采购的高校数字化运营 模式，有效降低了库存。据公司财报，近年来，公司库销比均控制在 3%以内，公司库存压力小，现金流好。公司应收账款周转率稳步提升，从 2019 年的 7.52 次提升至 2022 的 11.98 次，资金周转效率有所改善。



图表26: 2019-3Q2023 公司存货周转率同业对比



图表27: 2019-3Q2023 公司应收账款周转率同业对比



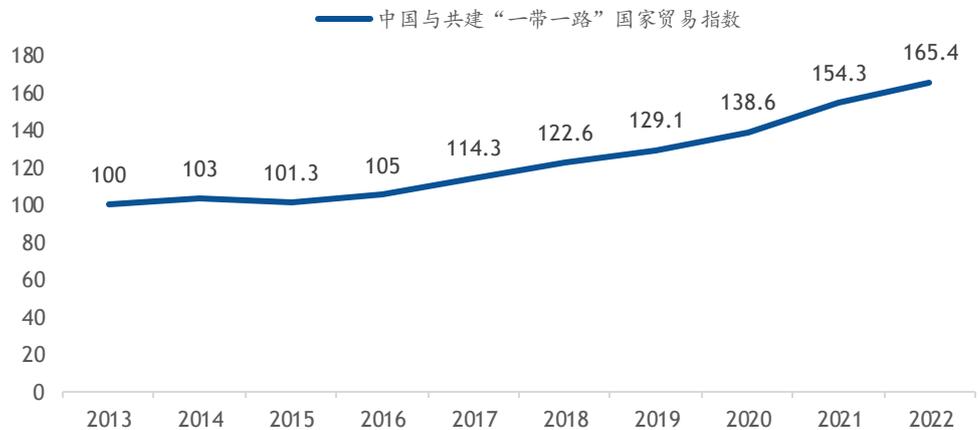
来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

### 1.3 跨境电商享政策红利, 受益于一带一路及 RCEP

“一带一路”为跨境电商注入动力。2023 年, 中国与菲律宾、印尼签署双边电子商务合作备忘录, “丝路电商”伙伴国增至 30 国, 并与东盟共同通过《中国-东盟关于加强电子商务合作的倡议》。据商务部, 2023 前三季度, 我国跨境电商进出口 1.7 万亿元, 增长 14.4%, 与 30 个“丝路电商”伙伴国跨境电商进出口占我国跨境电商进出口总额超三成。同期, 中国对共建“一带一路”国家进出口 14.32 万亿元, 电商仍有渗透空间。中国与共建“一带一路”国家贸易指数由 2013 年基期的 100 升到 2022 年的 165.4, 共建“一带一路”对贸易的促进作用持续增强。

图表28: 2013-2022 年中国与共建“一带一路”国家贸易指数

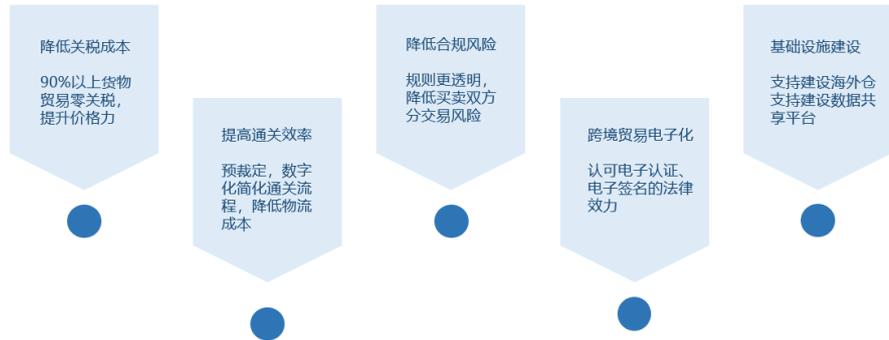


来源: 海关总署, 国金证券研究所

RCEP 生效为跨境电商带来实际利好。2022 年 1 月 RCEP 正式生效, 从降低货物贸易关税、规范投资标准、知识产权保护、加速数字化升级、支持基础设施建设等方面为跨境贸易发展提供政策支持, 对布局东南亚地区的跨境电商品牌商及卖家带来实际利好。据商务部, 2022 年我国对 RCEP 贸易伙伴的出口同比增长 17.5%, 高于整体增速 7 个百分点。



图表29: RCEP 生效为跨境电商带来实际利好



来源：公司公告，国金证券研究所

政府加大扶持力度，多措并举鼓励跨境电商发展。从2014年“跨境电子商务”一词出现在政府报告中后，其连续十年成为政府政策提及的重要内容。政府加大扶持力度，从商品清单、关税减免、监管试点和科技创新等多角度促进跨境电商发展。截至目前，国内已建立跨境电商综试区165个。据海关数据，2022年，我国跨境电商进出口额2.11万亿元中，各综试区的进出口额占比超过九成，带动作用明显。

图表30: 国家层面跨境电商行业政策整理

发布时间	发布部门	政策名称	重点内容解读
2023年4月	国务院	《国务院办公厅关于推动外贸稳规模优结构的意见》	鼓励地方结合产业和禀赋优势，创新跨境电商综合试验区，积极发展“跨境电商+产业带”，带动跨境电商B2B出口
2023年2月	财政部等	《关于跨境电子商务出口退税商品税收政策的公告》	退还商品免税政策
2022年11月	市场监管总局	《小微企业跨境电商综合服务业务管理规范》	规定跨境电商产品信息多语种描述、交易服务质量评价等方面的内容
2022年11月	国务院	《国务院关于同意在廊坊等33个城市和地区设立跨境电子商务综合试验区的批复》	同意在廊坊等33个城市和地区设立跨境电子商务综合试验区
2022年7月	中国人民银行	《关于支持外贸新业态跨境人民币结算的通知》	出台二十条行动措施全面强化稳外贸金融服务保障
2022年2月	国务院	《关于同意在鄂尔多斯等27个城市和地区设立跨境电子商务综合试验区的批复》	同意新增鄂尔多斯市、扬州市等27个城市和地区为跨境电子商务综合试验区
2022年2月	财政部等	《关于调整跨境电子商务零售进口商品清单的公告》	在上版基础上，增加了29项近年来消费需求旺盛的商品
2021年12月	国务院	《“十四五”数字经济发展规划》	跨境电商综合试验区建设；培育跨境电商龙头企业、海外仓领军企业和优秀产业园区
2021年7月	国务院	《国务院办公厅关于加快发展外贸新业态新模式的意见》	在全国适用跨境电商B2B直接出口、跨境电商出口海外仓监管模式，便利跨境电商进出口退换货管理，优化跨境电商零售进口商品清单，扩大跨境电商综试区试点范围。到2025年，力争培育100家左右优秀海外仓企业

来源：财政部，市场监管总局，国务院，中国人民银行，中国政府网，国金证券研究所

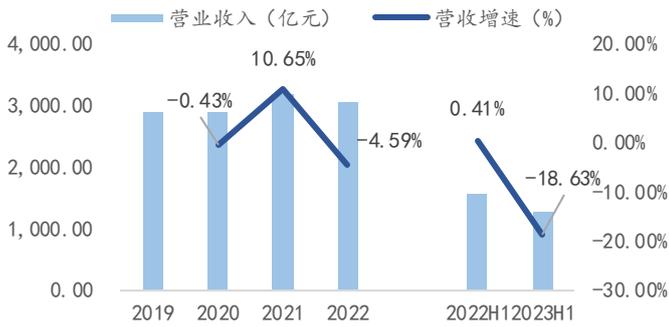
## 二、包装业务高质量增长，头部客户稳定，盈利能力提升

### 2.1 下游客户回暖，带动包装需求增加

纸包装行业结束下降态势，利润空间释放。公司深耕包装服务20年，在全国拥有10个大型包装印刷生产基地，主要为快消客户提供纸包装。据中国包装联合会，2019-2023H1，全国纸和纸板容器制造行业营收缩水，利润率持续下滑，2023年9月结束下降态势，行业内完成营业收入244.55亿元，同比增长4.62%。同时，行业利润空间释放，1~9月，行业内规模以上企业累计实现利润67.25亿元，同比增长16.64%。

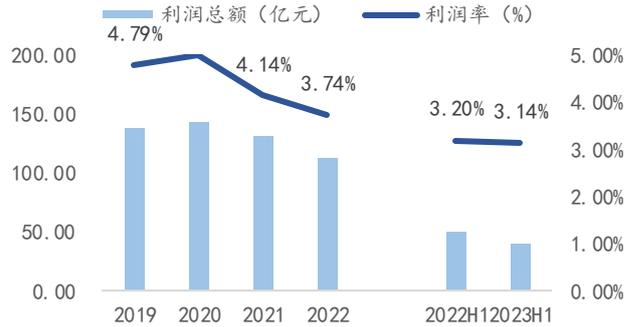


图表31: 2019-2023H1 全国纸包装行业营收规模及增速



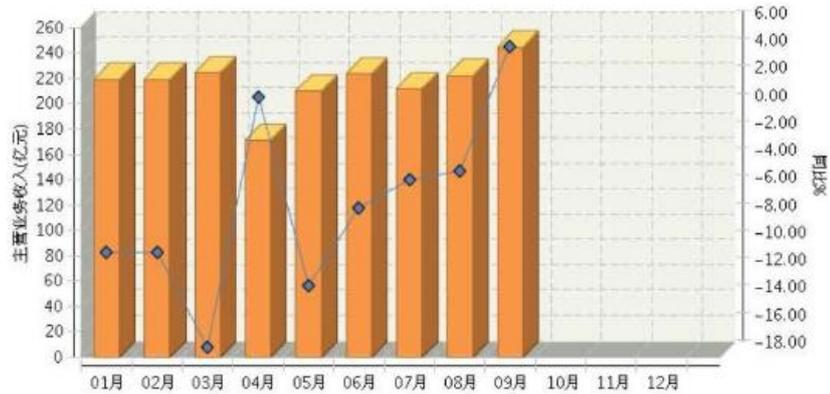
来源: 中国包装联合会, 国金证券研究所

图表32: 2019-2023H1 全国纸包装行业利润额及利润率



来源: 中国包装联合会, 国金证券研究所

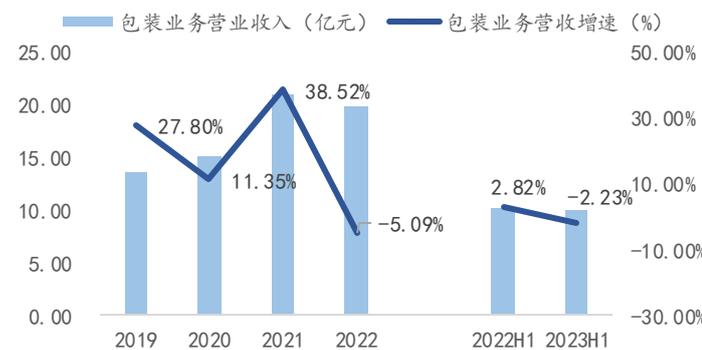
图表33: 2023年1-9月全国纸和纸板容器制造行业营业收入及同比



来源: 中国包装联合会, 国金证券研究所

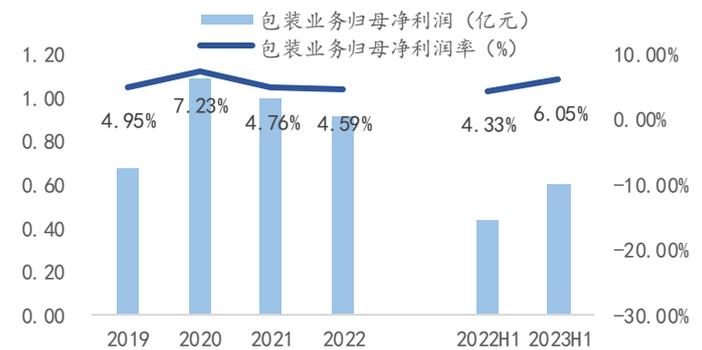
公司包装业务高质量发展, 盈利能力修复。2023H1, 纸包装市场持续受压情况下, 公司凭借数字化赋能精益管理, 实现利润率逆势增长。公司包装业务归母净利润达到 5,984.63 万元, 同比增长 23.76%, 利润率达 6.05%, 同比提高 1.72 个百分点。公司包装业务主要客户为快消品行业龙头企业, 包括伊利、瑞幸等。据公司投资者关系平台答复, 公司自 2018 年开始与瑞幸咖啡合作, 2023H1 公司对瑞幸咖啡的销售收入占包装业务收入的比例为 5.44%。公司凭借“营销策划+设计/方案优化+生产制造+运输配送+销售”集成化的一站式服务, 深化同客户交流合作, 提高竞争力。获评“2022 年度中国包装百强企业纸包装前 100 名企业”第 6 名。

图表34: 2019-2023H1 公司包装业务营收规模及增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表35: 2019-2023H1 公司包装业务归母净利润及利润率



来源: 公司公告, 国金证券研究所

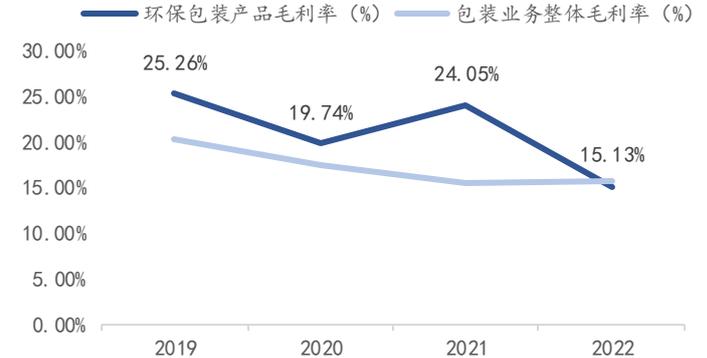
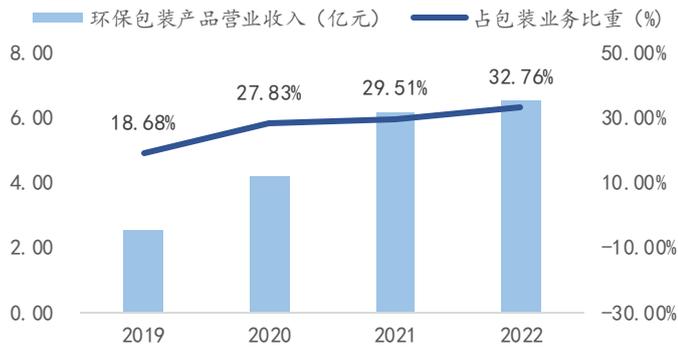


## 2.2 前瞻性布局环保包装能力，有望成为业务增长引擎

2018 年公司通过并购及非公开发行股票提前布局食品级 QSR 环保包装业务，受益于限塑令的推进以及外卖市场的巨大需求，公司环保包装业务快速发展。公司环保食品包装产品营收由 2019 年的 2.53 亿元增长至 2022 年的 6.50 亿元，年复合增长率达 26.58%，占包装业务整体营收比重由 18.68% 持续提升至 32.76%，毛利率最高可达 24.05%。目前，公司旗下包装印刷生产基地及产品均已通过多项高标准审核，并且能在注重环保的兼顾客户个性化需求，实现市场需求与企业 ESG 理念的价值统一，未来将成为公司有力的增长引擎。

图表36：2019-2022 环保食品包装产品营收规模及占比

图表37：2019-2022 环保食品包装产品毛利率及对比



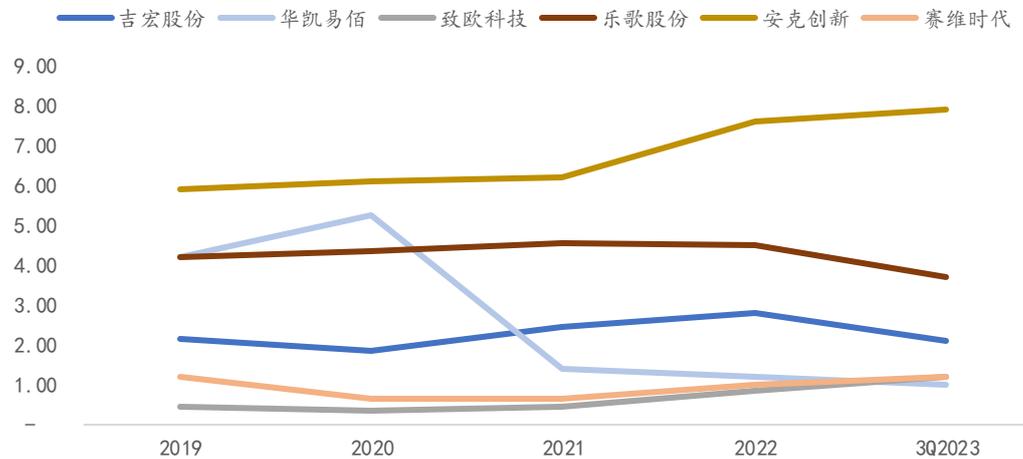
来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

## 三、高水平数字化保障经营效率提升，延伸至品牌孵化探索

公司注重研发投入同时控费能力较强，研发人员规模稳步提升。与同行业公司相比，公司研发投入规模大，费用率控制较好，投入能力可持续性较强。

图表38：2019-3Q2023 年公司及同业研发费用率 (%)

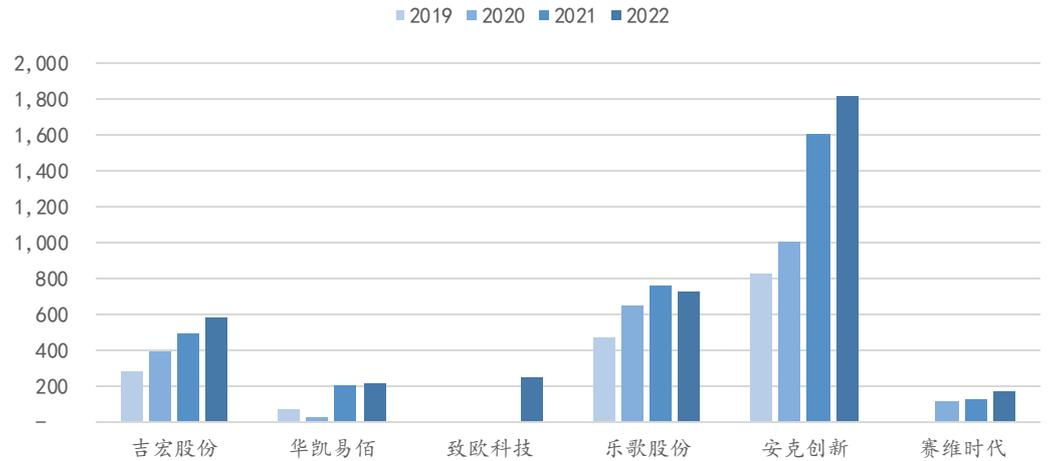


来源：Wind，国金证券研究所

2019-2022 年，多数可比公司研发人员数量波动，公司研发人员数量逐年提升，从 283 人增加至 579 人，占比由 9.87% 提升至 13.82%，反映公司“以数字为轴”的战略方向。



图表39: 2019-2022 年公司 & 同业研发人员数量 (人)



来源: Wind, 国金证券研究所

### 3.1 AI 应用赋能选品、营销、客服、投放

公司逐步推出电商文本垂类模型 ChatGiiKin-6B、电商智能设计与素材生成垂类模型 GiiAI 和智能投放助手 G-king, 赋能跨境电商业务长期可持续发展。

- 智能选品方面, 公司借助积累多年的商品标准数据资源, Transformer 基础上自主研发电商文本垂类模型 ChatGiiKin-6B。截至 2023H1, 累计帮助公司上架新品 10 万+, 帮助公司选品师在选品决策、商品卖点梳理及广告文案输出方面的效率同比提升 95%。
- 智能广告投放方面, 公司跨境社交电商运营管理系统与 Facebook、TikTok、Google 等多个社交网络平台的广告系统全面打通, 并推出 AI 智能投放助手 G-king, 截至 2023H1, 公司平均减少了约 3.62% 的无效广告预算, 多平台广告投放操作流程、广告投放方面工作效率同比提升超 50%。

图表40: 智能选品 ChatGiiKin-6B

图表41: 智能广告投放 G-king



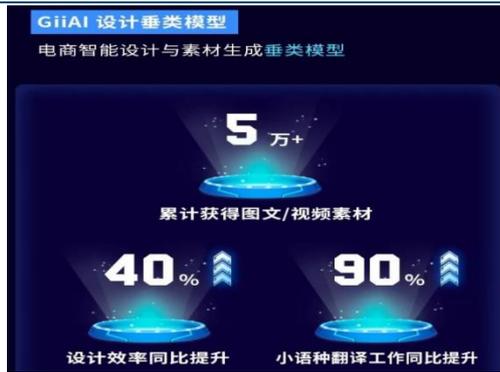
来源: 吉宏股份官方公众号, 国金证券研究所

来源: 吉宏股份官方公众号, 国金证券研究所

- 智能设计与素材生成、智能翻译方面, 借助公司积累多年的商品图文/短视频素材资源, 推出电商智能设计与素材生成垂类模型 GiiAI, 截至 2023H1, 累计帮助公司获得图文/视频素材 5 万+, 帮助公司设计师在素材设计、短视频剪辑方面效率同比提升 40%, 帮助公司小语种翻译团队在视频素材内容翻译工作同比提升 90%。
- 智能客服方面, 公司跨境社交电商运营管理系统接入 ChatGPT, 持续优化智能客服功能, 截至 2023H1, 累计接手客户商品咨询、客户闲聊 30 万+, 累计节省客服 5,000 人次工时。



图表42: 智能设计与素材生成 GiiAI



来源: 吉宏股份官方公众号, 国金证券研究所

图表43: ChatGPT 赋能智能客服



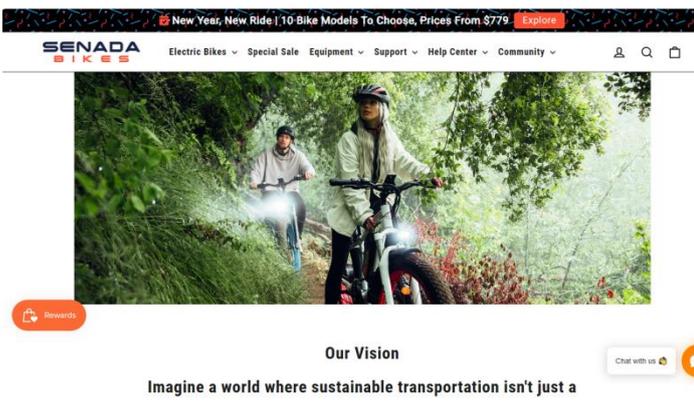
来源: 吉宏股份官方公众号, 国金证券研究所

### 3.2 数字化能力延伸至自有品牌探索, 加大品牌建设力度

公司基于选品优势和社交广告精准营销优势, 精准挖掘热销品类, 由此孵化自有品牌, 拓展业务边界。已成功孵化“SenadaBikes”、“Veimia”、“吉宏百福”、“吉宏贵势”等细分电商品牌, 品牌发展势能强劲, 并于2022年年末成立吉客拓作为公司电商品牌运营中心, 持续加大品牌建设力度。

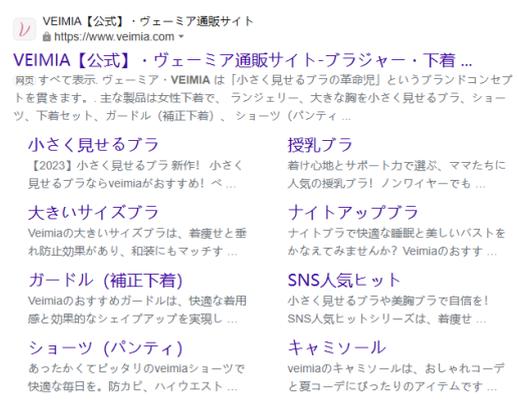
SenadaBikes 瞄准北美电助力自行车市场, 推出10款车型, 售价779美元起。鉴于东南亚市场对日本产品的深厚喜好, 公司日本孵化品牌Veimia, 主营女士内衣。

图表44: 公司自有品牌电助力自行车 SenadaBikes



来源: SenadaBikes, 国金证券研究所

图表45: 公司自有品牌女士内衣 Veimia



来源: Veimia, 国金证券研究所

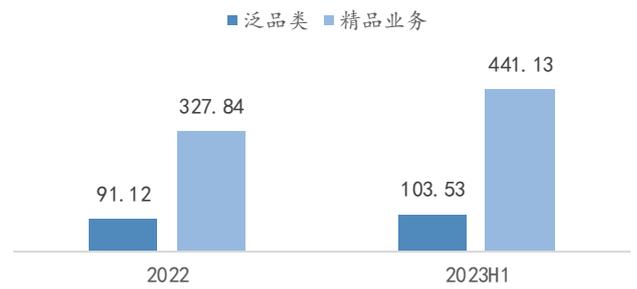
泛品向精品布局的案例中, 头部品牌可以实现年销售额过亿的规模, 品牌利润率可高于泛品1%-2%左右。参考跨境电商公司华凯易佰的精品业务发展, 自2021年开始布局, 截至2023H1精品sku数量为376个。跨境电商品牌化的运作方式以选品为核心, 创建高溢价、高粘性的自有商品品牌, 可以有效提升客单价, 驱动利润增长。华凯易佰已经布局清洁电器、家电、宠物用品、灯具四大产品线, 销量实现快速增长, 其中, 清洁家电类品牌“Voweek”2022年度销售额过亿, 预计2023年打造3个超过一亿元的核心品牌。以安克创新、致欧科技作为自有品牌出海的企业代表, 华凯易佰、赛维时代为泛品向精品布局的企业代表, 出海品牌企业2022年、2023前三季度扣非后净利率中位数高于泛品企业1.04个百分点、2.35个百分点。



图表46：华凯易佰精品策略及开发方式

精品策略路线	品质打造品牌，品牌带动销量
品类	清洁电器、家电、宠物、灯具
头部品牌表现	各品类均有多款产品进入细分小类top行列，清洁家电类品牌“Voweek”2022年年销售额过亿
精品开发方式	当前以供应商选型和供应商联合开发为主、自研产品为辅。随着核心产品线的形成，再围绕核心品类提升供应商联合开发和自研产品的比例
产品备货方式	以整柜为单位备货，降低物流成本，大规模下单降低采购成本
发货方式	工厂直发为主，提升物流时效和加快库存周转
销售方式	在不同的销售时期，以“走量款”和“利润款”动态结合的策略，实现销量和利润的最大化

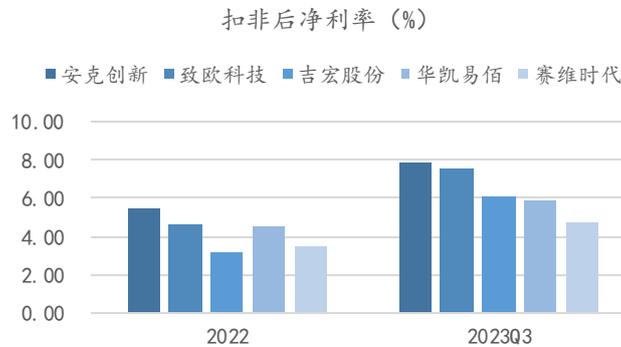
图表47：华凯易佰精品业务和泛品客单价对比



来源：华凯易佰公司公告，国金证券研究所

来源：华凯易佰公司公告，国金证券研究所

图表48：跨境电商品牌的扣非净利率高于泛品类



来源：wind，国金证券研究所

### 3.3 吉喵云 SaaS 服务平台模块化输出社交电商成功经验

公司复刻自身“独立站+社交媒体”的跨境社交电商模式，借助长期积累的精准营销数据资源及跨境社交电商运营管理系统，将成熟业务流程环节、业务体系及应用模块以产品化形式输出，打造吉喵云跨境电商 SaaS 服务平台，目前产品处于持续迭代中：

- 产品功能日趋丰富：“吉运 ERP”新增数据统计、财务管理等 20 多项新功能，升级 60 多项运营功能打通独立站与第三方平台壁垒，帮助商户多渠道多平台管理商品和订单。“应用市场”新增组合促销、地址服务等插件应用，近 30 款插件贯穿独立站全链路生命周期，极大提升站内外流量转化。

图表49：吉喵云应用市场功能新增



来源：GiiMall，国金证券研究所



- 自主研发能力再进步：截至 2023 年中期，公司累计投入研发 6000 余万元打造和完善 SaaS 服务平台，以科技为驱动力，构筑独立站 SaaS 系统的核心竞争力。包括但不限于智能选品、极速建站、品牌营销、订单管理、智能翻译、安全支付、物流配送等全链路功能。
- 探索“跨境电商+产业带”：平台推广策略上，公司以地方特色产业带和地方跨境电商产业园为主，在此基础上带动其他中小卖家进驻。公司通过多种落地形式，为 18 个地区产业带提供独立站出海服务，丰富交易渠道，推动优势产业数字化转型。

图表50：公司“跨境电商+产业带”相关活动



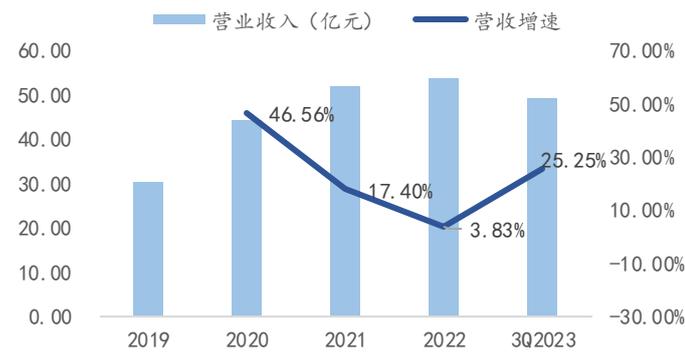
来源: GiiMall, 国金证券研究所

## 四、盈利预测

### 4.1 核心假设及盈利预测

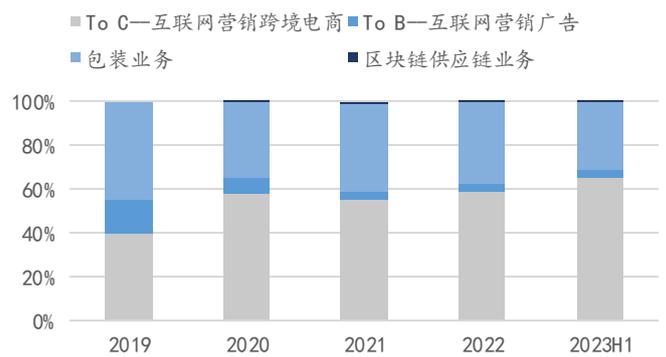
收入端：经营聚焦主业。公司为东南亚社交电商龙头，收入增长驱动包括东南亚电商渗透率的提升、新国家/区域的开拓、营销精准度提升带来转化率提升。我们预计 2023 年至 2025 年公司营业收入分别为 65.00 亿元、75.67 亿元、87.95 亿元，对应增速 20.92%、16.42%、16.22%。

图表51：2019-3Q2023 公司收入及增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表52：2019-2023H1 公司收入结构



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 互联网电商：包括 ToC 互联网营销跨境电商业务和 ToB 互联网营销广告两部分，2020 年起 ToB 互联网营销广告业务战略收缩，聚焦发展跨境电商。据弗若斯特沙利文，东南亚社交电商 2023 至 2027 年交易额复合年增长率为 22.2%。此外，除东南亚、日韩等市场，公司积极开拓欧洲、中东市场。在数字化能力上，社交电商以单品投放的形式降低客户选择成本。公司积累大量商品标签和用户标签以实现精准营销，再通过 Line、WhatsApp 等方式二次营销，实现复购。截至 2023H1，公司每日订单中约 10% 来自于老用户复购。我们预计 2023 年至 2025 年公司互联网业务营业收入分别为 44.31 亿元、54.21 亿元、65.83 亿元，对应增速 32.18%、22.32%、21.44%。
- 包装业务：客户主要为食品、餐饮、饮料、日化等快消品行业龙头，凭借“营销策划

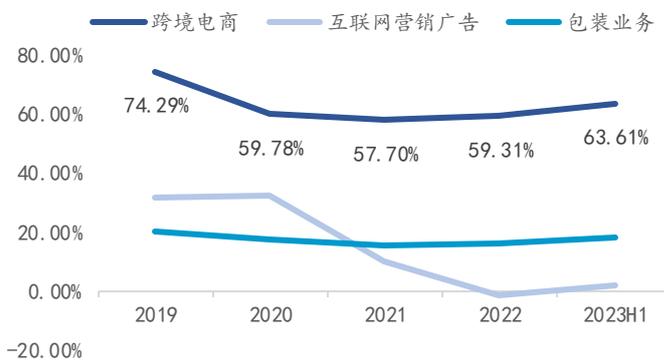


+设计/方案优化+生产制造+运输配送+销售”集成化的一站式服务、优秀的市场拓展能力和精细化的运营管理，客户合作稳定。该业务收入增长和国内消费市场的景气度高度相关，同时受包装原纸材料价格及人工成本等因素影响。预计 2023 年至 2025 年包装业务营业收入分别为 20.55 亿元、21.35 亿元、22.01 亿元，对应增速 3.68%、3.85%、3.12%。

- 区块链供应链业务：预计 2023 年至 2025 年收入为 1337 万，1204 万，1083 万，业务更加聚焦互联网电商和包装业务的发展。

成本端：毛利率改善的主要驱动力来自低毛利业务板块 ToB 互联网营销广告业务收缩、新品牌战略的发展。受国内广告市场需求疲软等影响，公司延续自 2020 年收缩 ToB 互联网营销广告业务的战略。互联网业务将聚焦跨境电商，截至 2023H1，跨境电商毛利率为 63.61%，持续修复。包装业务毛利率预计小幅改善，主要由于公司前瞻布局环保包装领域，环保包装毛利率高于行业平均。环保食品包装占收入比例提升，从 2019 年的 18.68% 逐年提升至 2022 年的 32.76%。我们预计 2023 年至 2025 年毛利率分别为 45.40%、45.59%、46.35%。

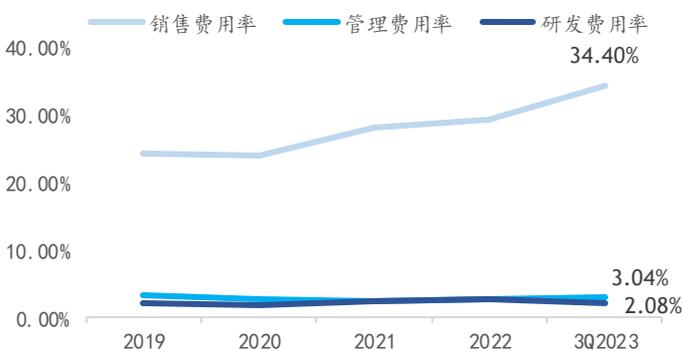
图表53：2019-2023H1 公司各业务毛利率



来源：公司公告，国金证券研究所

费用端：2023 年至 2025 年预计销售费用率分别为 32.82%、32.25%、32.11%，其中近 95% 的销售费用为广告费用，主要由于公司业务形态为通过精准营销实现电商的商业化变现，销售费用仍会保持可观的规模，以及公司通过 AI 应用赋能营销素材生成及精准投放等环节，预计投放效率提升。管理费用率预计分别为 3.33%、3.28%、3.28%，其中 2023 年较 2022 年增加主要由于运营管理人力成本增加，以及本期摊销股份支付增加所致，截至 2023Q3 管理费用率为 3.04%。研发费用率预计分别为 2.40%、2.60%、2.67%，2023 年研发费用减少主要由于上半年项目较上年同期减少所致，长期来看仍将保持研发投入，坚持“数据为轴，技术驱动”的数字化运营模式。

图表54：2019-3Q2023 公司费用率



来源：公司公告，国金证券研究所

公司于 2023 年 8 月发布股权激励，业绩考核目标为以 2022 年跨境电商净利润 1.9786 亿元为基数，2023 年净利润增长率不低于 10%，2024 年净利润增长率不低于 21%，2025 年净利润增长率不低于 33.1%。按照此业绩目标对应 2023 至 2025 年跨境电商净利润分别为 2.18 亿元、2.39 亿元、2.63 亿元，年复合增长率为 10%。2023 年上半年，公司跨境电商实现净利润 1.61 亿，同比 111.06%，净利润已完成当年股权激励目标的 74%，在 22 年低基数影响下显著恢复。公司主要销售区域 RCEP 协议地区消费市场延续复苏态势，消费者



购买力进一步提升，2023H1 跨境电商净利润率恢复至 7.97%（2019 至 2020 年跨境电商净利润率区间为 12%-14%），我们预计公司跨境电商业务净利润增速表现优于股权激励目标。此外，包装业务近三年净利润贡献稳健，每年约为 1 亿元。

基于以上假设，我们认为在利润端，公司 2023 年至 2025 年的归母净利润分别为 3.56 亿元、4.44 亿元、5.85 亿元。归母净利润率稳中有升，分别为 5.47%、5.87%、6.66%。归母净利润增速分别为 93.42%、24.91%、31.69%。

图表55：公司利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	5,177.66	5,375.88	6,500.26	7,567.32	8,794.81
YoY	17.40%	3.83%	20.92%	16.42%	16.22%
其中：					
互联网业务	3,038.51	3,352.63	4,431.42	5,420.63	6,582.68
YoY	5.84%	10.34%	32.18%	22.32%	21.44%
占收入比例 (%)	58.69%	62.36%	68.17%	71.63%	74.85%
包装业务	2,089.00	1,982.59	2,055.47	2,134.66	2,201.30
YoY	38.52%	-5.09%	3.68%	3.85%	3.12%
占收入比例 (%)	40.35%	36.88%	31.62%	28.21%	25.03%
区块链供应链业务	50.14	40.66	13.37	12.04	10.83
YoY	59.52%	-18.90%	-67.12%	-10.00%	-10.00%
占收入比例 (%)	0.97%	0.76%	0.21%	0.16%	0.12%
毛利	1,987.67	2,187.35	2,951.38	3,450.11	4,076.25
毛利率 (%)	38.39%	40.69%	45.40%	45.59%	46.35%
其中：					
互联网业务	1,662.54	1,873.98	2,591.03	3,087.62	3,702.34
毛利率 (%)	54.72%	55.90%	58.47%	56.96%	56.24%
包装业务	324.13	312.54	359.38	361.89	373.37
毛利率 (%)	15.52%	15.76%	17.48%	16.95%	16.96%
区块链供应链业务	0.99	0.83	0.97	0.60	0.54
毛利率 (%)	1.98%	2.05%	7.25%	5.00%	5.00%
销售费用	-1,450.65	-1,575.18	-2,136.69	-2,440.66	-2,823.79
销售费用率	28.02%	29.30%	32.87%	32.25%	32.11%
管理费用	-131.88	-154.14	-216.44	-247.99	-288.32
管理费用率	2.55%	2.87%	3.33%	3.28%	3.28%
研发费用	-126.00	-148.51	-155.76	-196.45	-234.85
研发费用率	2.43%	2.76%	2.40%	2.60%	2.67%
营业利润	248.51	214.42	388.02	506.20	659.09
营业利润率	4.80%	3.99%	5.97%	6.69%	7.49%
净利润	208.89	171.58	329.86	429.36	558.95
净利率	4.03%	3.19%	5.07%	5.67%	6.36%
归母净利润	227.28	183.98	355.85	444.50	585.34
归母净利率	4.39%	3.42%	5.47%	5.87%	6.66%

来源：公司公告，国金证券研究所

## 4.2 估值及投资建议

采用 PE 估值法，公司 2023 年至 2025 年的归母净利润分别为 3.56 亿元、4.44 亿元、5.85 亿元。可比公司包括跨境电商产业链企业，以中国制造网为主营业务的跨境 B2B 企业焦点科技，跨境电商领域从泛品类向品牌转型的企业华凯易佰、赛维时代，自主品牌出海领域高增长的公司消费电子企业安克创新、办公及智能家居企业乐歌股份、互联网家居企业致欧科技。行业 2024 年 PE 中位数为 18.78x。我们给予公司 2024 年 18x PE 估值，对应市值 80.00 亿元，目标价 20.78 元。首次覆盖给予“买入”评级。



图表56: 可比公司业务概况

股票代码	公司名称	主营业务	销售平台	覆盖区域	主要产品类
300592.SZ	华凯易佰	以易佰网络为载体开展跨境出口电商业务	2022年亚马逊(收入占比79%, 网店数量777个)、ebay(3%)、速卖通(3%)、Cdiscount(2%)、Walmart(1%)等	欧美为主, 开拓东南亚、拉美	泛品类以居家园艺(22%)、工业及商业用品(16%)、汽车摩托车配件(15%)、健康美容(13%)、3C电子产品(11%)、运动户外(9%)、工艺收藏(5%)等; 精品以清洁电器、家电、宠物、灯具为主
002315.SZ	焦点科技	主要依托中国制造网的全链路外贸服务综合平台、跨境 B2B 电子商务业务、线上线下融合的保险代理业务以及与各平台业务相关联的综合服务	中国制造网站收入比例82.37%, 2023H1在约收费会员数 24,388 位	收入均来自国内供应商, 平台买家流量欧美50%、东南亚、中东、拉美高增速	机械制造类为主, 轻工日用占比8-9%, 光伏、新能源汽车、电池等高增速
301381.SZ	赛维时代	“第三方+垂类自营平台结合”跨境销售自有品牌产品	亚马逊(88.32%)、沃尔玛(2.94%)、eBay(0.93%)、其他第三方电商平台(1.07%)、自营网站(3.27%)	北美(88.51%)、欧洲(8.83%)、亚洲(0.46%)、其他境外地区(0.14%)、境内(2.06%)	服饰配饰(70.75%)、非服饰配饰(27.31%)、物流服务(1.93%)
300866.SZ	安克创新	消费电子品牌研发、生产、销售	亚马逊(55.87%)、其他第三方平台(6.45%)、自由独立站(6.46%)、线下(31.22%)	北美(46.55%)、欧洲(20.09%)、日本(15.06%)、中东(5.78%)、中国大陆(3.83%) 其他(8.70%)	充电类(49.30%)、智能创新类(27.54%)、无线音频类(22.12%)、其他(1.05%)
300729.SZ	乐歌股份	全球知名的智能家居、健康办公产品的研发、制造、销售商, 同时布局跨境电商公共海外仓	2022年线上销售占比56.16%, 其中亚马逊站29.16%, 独立站站18.04%	欧美、日本等	核心产品为线性驱动升降系统产品, 占销售额58%。主要产品包括智能升降桌、智能电动床、健身办公椅等
301376.SZ	致欧科技	自有家居类品牌跨境出口电商	B2C:亚马逊(68.32%)、独立站(2.21%)、其他(11.47%) B2B:线上(11%), 线下(7%)	欧洲(62%)、北美(36.52%)、日本(0.88%)、其他(0.61%)	家具系列(43.57%)、家居系列(36.01%)、庭院系列(12.36%)、宠物系列(8.00%)、其他产品(0.06%)

\*华凯易佰、乐歌股份数据来自 2022 年年报, 焦点科技、赛维时代、安克创新、致欧科技来自 2023 年半年报

来源: Wind, 国金证券研究所

图表57: 可比公司估值

公司名称	证券代码	净利润(百万元)					P/E				
		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
华凯易佰	300592.SZ	-82.0	243.8	342.0	506.5	639.0	NA	25.29	18.03	12.17	9.65
焦点科技	002315.SZ	248.0	300.2	382.5	470.1	582.5	45.32	37.43	29.38	23.90	19.29
赛维时代	301381.SZ	347.7	185.1	338.6	462.0	641.0	30.66	57.59	31.50	23.08	16.63
安克创新	300866.SZ	1,024.4	1,184.9	1,636.0	1,916.0	2,229.3	33.44	28.92	20.94	17.88	15.37
乐歌股份	300729.SZ	184.4	218.7	605.1	454.8	519.5	32.44	27.35	9.89	13.16	11.52
致欧科技	301376.SZ	239.8	250.1	410.0	499.5	613.5	41.00	39.31	23.98	19.69	16.03
		行业最高值					45.32	57.59	31.50	23.90	19.29
		行业中位数					33.44	33.18	22.46	18.78	15.70
		行业最低值					30.66	25.29	9.89	12.17	9.65
吉宏股份	002803.SZ	227.28	183.98	355.85	444.50	585.34	28.97	35.78	18.50	14.81	11.25

\*收盘价时间为 2024 年 3 月 18 日

来源: Wind, 国金证券研究所

## 五、风险提示

海外市场环境和政策变动风险。公司跨境电商业务布局日本、韩国、泰国、沙特等国家或地区, 产品销售地的政策诠释及实施存在不确定性。如果公司缺乏与当地的沟通与合作, 不能及时根据电商政策进行业务上的调整, 可能会对公司产生巨大的不利影响。

市场竞争加剧风险。东南亚市场巨大的增长潜力吸引了国内电商巨头和许多中小企业纷纷涌入市场, 市场竞争格局或愈发激烈。

原材料价格波动风险。2023 上半年, 公司包装业务重要原材料即原纸价格持续波动, 该主要原材料的价格受整体经济状况、市场供需等多项因素影响, 公司产品价格调整或滞后于原材料价格变化, 对公司包装业务毛利率构成一定影响, 公司没有运用任何金融工具以对冲主要原材料价格风险。

汇率波动风险。公司于 2017 年开始涉足跨境电商业务, 在业务开展过程中涉及以美元、



港币、新台币、日元等多种外币进行结算，公司主要以人民币向国内供应商付款，而人民币与外币间的汇率变动可能会对公司盈利有所影响。

新品牌孵化及市场拓展不及预期。公司将品牌计划作为发展重点之一，若对市场需求、目标人群、投放及推广方式等误判，或影响新品牌孵化的进展和公司经营。

新技术研发与落地不及预期。公司积极在业务场景中融入 AI 大模型，ChatGPT 技术，或存在新技术研发进程不及落地预期的风险。

大股东股权质押风险。截至 2023 年 12 月 20 日，公司大股东庄浩、庄澍累计质押股份公司总股本比例 6.96%，占其所持有股份比例 21.87%，大股东偿债能力及资信状况的变化可能带来一定的股价波动、公司治理风险。



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)							
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
<b>主营业务收入</b>	<b>4,410</b>	<b>5,178</b>	<b>5,376</b>	<b>6,500</b>	<b>7,567</b>	<b>8,795</b>	货币资金	835	756	982	966	1,140	1,417	
增长率	46.6%	17.4%	3.8%	20.9%	16.4%	16.2%	应收款项	611	542	529	633	737	856	
<b>主营业务成本</b>	<b>-2,509</b>	<b>-3,190</b>	<b>-3,189</b>	<b>-3,549</b>	<b>-4,117</b>	<b>-4,719</b>	存货	291	422	484	488	493	527	
%销售收入	56.9%	61.6%	59.3%	54.6%	54.4%	53.7%	其他流动资产	256	218	147	174	195	223	
<b>毛利</b>	<b>1,902</b>	<b>1,988</b>	<b>2,187</b>	<b>2,951</b>	<b>3,450</b>	<b>4,076</b>	流动资产	1,993	1,937	2,141	2,260	2,566	3,024	
%销售收入	43.1%	38.4%	40.7%	45.4%	45.6%	46.3%	%总资产	70.9%	65.8%	66.0%	67.7%	70.4%	73.7%	
<b>营业税金及附加</b>	<b>-13</b>	<b>-14</b>	<b>-14</b>	<b>-16</b>	<b>-19</b>	<b>-22</b>	长期投资	75	74	86	67	53	40	
%销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	固定资产	633	730	782	785	787	793	
<b>销售费用</b>	<b>-1,061</b>	<b>-1,451</b>	<b>-1,575</b>	<b>-2,137</b>	<b>-2,441</b>	<b>-2,824</b>	%总资产	22.5%	24.8%	24.1%	23.5%	21.6%	19.3%	
%销售收入	24.1%	28.0%	29.3%	32.9%	32.3%	32.1%	无形资产	100	121	143	155	167	180	
<b>管理费用</b>	<b>-115</b>	<b>-132</b>	<b>-154</b>	<b>-216</b>	<b>-248</b>	<b>-288</b>	非流动资产	818	1,006	1,101	1,080	1,077	1,077	
%销售收入	2.6%	2.5%	2.9%	3.3%	3.3%	3.3%	%总资产	29.1%	34.2%	34.0%	32.3%	29.6%	26.3%	
<b>研发费用</b>	<b>-80</b>	<b>-126</b>	<b>-149</b>	<b>-156</b>	<b>-196</b>	<b>-235</b>	<b>资产总计</b>	<b>2,811</b>	<b>2,943</b>	<b>3,242</b>	<b>3,340</b>	<b>3,642</b>	<b>4,101</b>	
%销售收入	1.8%	2.4%	2.8%	2.4%	2.6%	2.7%	短期借款	377	255	320	68	0	0	
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>632</b>	<b>265</b>	<b>296</b>	<b>427</b>	<b>546</b>	<b>707</b>	应付款项	494	609	552	630	731	838	
%销售收入	14.3%	5.1%	5.5%	6.6%	7.2%	8.0%	其他流动负债	102	87	124	123	151	186	
<b>财务费用</b>	<b>-35</b>	<b>-34</b>	<b>-8</b>	<b>-3</b>	<b>-26</b>	<b>-32</b>	流动负债	973	951	995	821	882	1,024	
%销售收入	0.8%	0.7%	0.1%	0.0%	0.4%	0.4%	长期贷款	42	0	17	156	156	156	
<b>资产减值损失</b>	<b>-13</b>	<b>-13</b>	<b>-87</b>	<b>-53</b>	<b>-31</b>	<b>-37</b>	其他长期负债	27	77	93	39	28	21	
<b>公允价值变动收益</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	负债	1,041	1,028	1,105	1,016	1,066	1,200	
<b>投资收益</b>	<b>27</b>	<b>0</b>	<b>-15</b>	<b>-14</b>	<b>-19</b>	<b>-22</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,740</b>	<b>1,868</b>	<b>2,095</b>	<b>2,309</b>	<b>2,576</b>	<b>2,927</b>	
%税前利润	4.1%	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	其中：股本	378	387	378	385	385	385	
<b>营业利润</b>	<b>653</b>	<b>249</b>	<b>214</b>	<b>388</b>	<b>506</b>	<b>659</b>	未分配利润	1,139	1,322	1,505	1,719	1,985	2,336	
营业利润率	14.8%	4.8%	4.0%	6.0%	6.7%	7.5%	少数股东权益	29	48	42	16	1	-26	
<b>营业外收支</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-2</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,811</b>	<b>2,943</b>	<b>3,242</b>	<b>3,340</b>	<b>3,642</b>	<b>4,101</b>	
<b>税前利润</b>	<b>653</b>	<b>247</b>	<b>214</b>	<b>387</b>	<b>505</b>	<b>658</b>	<b>比率分析</b>		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润率	14.8%	4.8%	4.0%	6.0%	6.7%	7.5%	<b>每股指标</b>							
<b>所得税</b>	<b>-76</b>	<b>-38</b>	<b>-42</b>	<b>-57</b>	<b>-76</b>	<b>-99</b>	每股收益	1.476	0.587	0.486	0.924	1.155	1.520	
所得税率	11.6%	15.5%	19.8%	14.8%	15.0%	15.0%	每股净资产	4.599	4.820	5.537	5.997	6.690	7.602	
<b>净利润</b>	<b>577</b>	<b>209</b>	<b>172</b>	<b>330</b>	<b>429</b>	<b>559</b>	每股经营现金净流	1.425	0.607	0.985	1.147	1.557	1.841	
少数股东损益	18	-18	-12	-26	-15	-26	每股股利	0.100	0.000	0.263	0.370	0.462	0.608	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>559</b>	<b>227</b>	<b>184</b>	<b>356</b>	<b>444</b>	<b>585</b>	<b>回报率</b>							
净利率	12.7%	4.4%	3.4%	5.5%	5.9%	6.7%	净资产收益率	32.10%	12.17%	8.78%	15.41%	17.26%	20.00%	
							总资产收益率	19.88%	7.72%	5.67%	10.65%	12.20%	14.27%	
							投入资本收益率	25.48%	10.30%	9.57%	14.28%	17.00%	19.67%	
							<b>增长率</b>							
							主营业务收入增长率	46.56%	17.40%	3.83%	20.92%	16.42%	16.22%	
							EBIT增长率	58.17%	-58.06%	11.63%	44.28%	27.91%	29.52%	
							净利润增长率	71.25%	-59.32%	-19.05%	93.42%	24.91%	31.69%	
							总资产增长率	15.23%	4.72%	10.16%	3.03%	9.04%	12.59%	
							<b>资产管理能力</b>							
							应收账款周转天数	38.6	31.8	30.5	30.2	30.2	30.2	
							存货周转天数	38.9	40.8	51.8	52.5	47.0	45.0	
							应付账款周转天数	46.5	38.0	40.7	40.8	40.8	40.8	
							固定资产周转天数	48.3	50.5	49.4	38.6	30.9	24.8	
							<b>偿债能力</b>							
							净负债/股东权益	-30.96%	-26.15%	-30.27%	-31.95%	-38.25%	-43.52%	
							EBIT利息保障倍数	18.2	7.9	38.1	164.9	20.6	22.3	
							资产负债率	37.04%	34.92%	34.09%	30.41%	29.27%	29.26%	

来源：公司年报、公司公告，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
买入	2	6	14	16	43
增持	0	0	1	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.07	1.11	1.00

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。

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：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究