

喜悦智行(301198)

报告日期: 2023年01月14日

循环包装龙头，优质客户树立标杆效应

——喜悦智行深度报告

投资要点

□ 持续创新，成就强定制化服务能力行业龙头

公司专注可循环塑料包装整体解决方案，深耕行业近20年，21年实现营业收入3.63亿元，17-21年CAGR9.55%，实现归母净利0.61亿元，17-21年CAGR13.33%，上市前控制租赁业务发展部分拖累增长。公司以服务汽车行业起家，近年来积极进行应用领域的横向延伸，将现有模式复制于物流、家电制造、日用品制造等行业领域，同时公司开展租赁及运营服务，即提供后续衍生配送和回收等物流服务，进一步降低客户使用可循环包装门槛。分行业看，21年汽车制造/家电/物流供应链服务收入分别占比82.0%/5.5%/10.8%，销售与租赁服务模式分别占比72.7%/23.0%。

□ 经济与环保效益突出，可循环包装行业快速发展

可循环包装市场规模近千亿元，塑料材质占比约45%。中国可循环包装市场2020-2027年CAGR可达8.6%，2027年市场规模有望达到242亿美元。其中结构看，2019年塑料可循环包装市场份额占整体可循环包装44.8%。

定制化可循环塑料包装在环保属性、产品性能和经济效益上优势明显。环保：可循环塑料包装具有绿色可循环、环保无污染、清洁防掉屑等特点，政策驱动行业持续发展。产品性能：相比一次性包装塑料可循环包装在产品保护、承载作用和洁净度具有优势。经济效益：据IFCO估计，使用可循环包装后，企业可在生产、仓储、运输、销售环节分别节省成本10%、25%、5%、51%。

行业具备技术壁垒，竞争格局整体分散。喜悦智行、中集载具、伍兹、优乐赛、米高等为目前行业主要参与者。其中中集载具体量较大，2021年营收达54.11亿元，毛利率18%，净利率约10%，标准化服务能力突出，喜悦智行定制化服务能力更明显，整体净利率优于中集载具。

□ 2023宁德客户拓展实现重要突破，打开未来成长空间

特斯拉、宁德核心供应商，研发&服务能力持续验证。公司汽车行业起家，2019年成功切入特斯拉循环包装供应链，目前是特斯拉循环包装一供，验证了公司产品力与定制化服务能力，树立标杆效应。23年凭借优秀产品品质公司开始切入宁德时代国内运输体系（此前使用一次性包装与铁架），预计新增收入0.8-1亿元，我们测算未来销售空间为22-23年销售体量近10倍，有望驱动业绩持续超预期，公司迎来发展新阶段。

租赁模式降低门槛，公司卡位布局。以周转箱产品为例，我们测算买入周转箱产品的一次性投入成本可以租赁该类产品两年以上，租赁模式有效降低了循环包装的使用门槛，加速公司客户拓展。

□ 他山之石：集保，强管理&运营能力成就全球龙头

集保是全球可循环包装产品龙头，以租赁为核心模式。截至21年6月公司通过1.2万名员工为60多个国家/地区的50万个客户提供服务，在欧洲/拉美/北美市占率分别达33%/35%/45%。2022年集保实现营收55.6亿美元，实现归母净利5.61亿美元，毛利率14.75%，净利率10.67%，ROE达到21.85%。

广覆盖规模化优势&强服务能力成就全球龙头。租赁业务随着租赁规模扩大将有效摊薄产品单位成本，向客户提供更有性价比的服务，此外规模扩大也将支撑网点扩张，提高服务效率。对应公司持续扩大产品覆盖范围，服务行业范围，与服务网点密度，目前公司拥有托盘、容器、衬垫等6大产品系列，44种产品，在全球80%以上人口地区经营业务。

□ 盈利预测与估值

我们预计公司2022-2024年实现收入4.7/7.0/9.4亿元，同比增29%/49%/34%，归母净利润0.8/1.4/1.9亿元，同比增长32%/74%/37%，对应PE分别为44X/

投资评级：买入(首次)

分析师：史凡可
执业证书号：S1230520080008
shifanke@stocke.com.cn

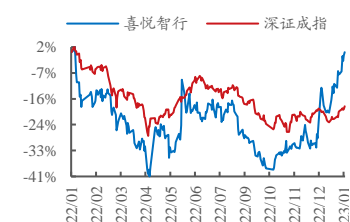
分析师：马莉
执业证书号：S1230520070002
mali@stocke.com.cn

分析师：傅嘉成
执业证书号：S1230521090001
fujiacheng@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥27.08
总市值(百万元)	3,520.40
总股本(百万股)	130.00

股票走势图



相关报告

25X/18X。考虑公司长期发展目标集保进入稳定期（收入利润个位数增长）后仍具有 20X 左右估值体系，我们认为公司正处于收入、利润高速增长期，成长天花板尚未到来，更应给予估值溢价，结合 23 年疫后业绩快速释放与公司历史平均估值达 41X，最低估值 33X（22 年疫情致业绩承压所致），首次覆盖予以“买入”评级。

□ 风险提示

下游需求波动，原材料价格波动，新客户拓展不及预期。

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	363	470	701	941
(+/-) (%)	35.60%	29.36%	49.32%	34.15%
归母净利润	61	80	140	191
(+/-) (%)	3.23%	32.40%	74.47%	36.51%
每股收益(元)	0.47	0.62	1.08	1.47
P/E	57.97	43.78	25.10	18.38

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 持续创新，成就强定制化服务能力行业龙头	5
1.1 应用领域纵横双向延伸，租赁业务优化商业模式.....	5
1.2 业绩增长强劲，覆盖行业&服务模式有序拓展	6
2 经济与环保效益突出，可循环包装行业快速发展	8
2.1 行业规模近千亿元，产品优势突出	8
2.2 应用领域广泛，潜在空间广阔	10
2.3 行业具备技术壁垒，竞争格局整体分散.....	12
3 技术实力雄厚，深度绑定客户，租赁+运包助推发展	13
3.1 技术加持专业化定制服务能力	13
3.2 特斯拉、宁德核心供应商，研发&服务能力持续验证.....	14
3.3 积极布局租赁业务，降低客户使用门槛.....	15
4 集保：租赁为核心模式，强管理&运营能力成就全球龙头	17
5 盈利预测与估值	19
6 风险提示	21

图表目录

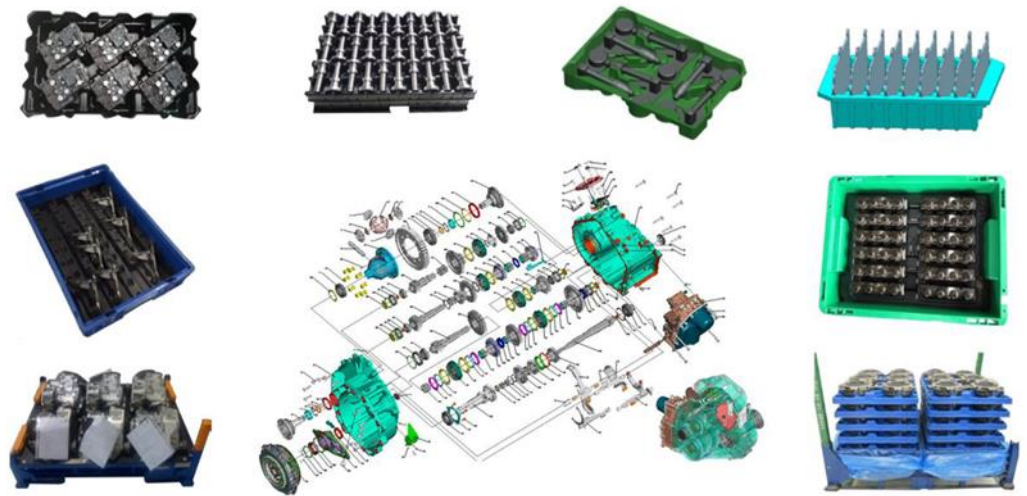
图 1: 可循环塑料包装示意图.....	5
图 2: 喜悦智行股权结构图.....	6
图 3: 我国塑料包装行业工业产值 (亿元)	9
图 4: 2027 年中国可循环包装市场规模有望达 242 亿美元	9
图 5: 使用可循环包装可在各个环节为企业节省成本.....	10
图 6: 迅纳箱零部件运输方案.....	11
图 7: 我国汽车产量增长迅速.....	11
图 8: 中国新能源汽车产量迅速增长.....	11
图 9: 2021 年汽车零部件制造业营收达 4.07 万亿元	11
图 10: 2021 年中国大家电销售额达 2602 亿元	12
图 11: 2021 年中国社会物流总额达 335.2 万亿元	12
图 12: 公司拥有四类可循环塑料包装产品.....	13
图 13: 公司拥有三方面技术体系.....	14
图 14: 电池模组可循环包装.....	15
图 15: 公司家电制造业务快速增长.....	15
图 16: 2021 年公司营分行业情况.....	15
图 17: 汽车领域租赁模式运营方式.....	16
图 18: 周转箱类平均销售单价.....	16
图 19: 前五大客户中周转箱类产品静态租赁均价.....	16
图 20: 公司静态租赁服务模式.....	17
图 21: 公司动态租赁服务模式.....	17
图 22: 公司两种租赁模式营收 (百万元) 情况.....	17
图 23: 公司租赁及运营服务营收占比逐渐提升.....	17
图 24: 集保主要财务指标 (百万美元)	18
图 25: 集保业务覆盖地区.....	18
图 26: 亚马逊美国配送中心分布.....	19
图 27: 集保不同国家市占率.....	19
图 28: 喜悦智行 PE-BAND	20
表 1: 喜悦智行历史沿革.....	6
表 2: 喜悦智行主要财务指标.....	7
表 3: 喜悦智行营收按行业拆分.....	7
表 4: 喜悦智行营收按业务模式拆分.....	8
表 5: 相关部门密集出台政策文件鼓励可循环包装发展.....	9
表 6: 可循环包装主要企业.....	12
表 7: 中集载具与喜悦智行主要财务数据比较 (亿元)	13
表 8: 公司主要客户及已合作年限.....	14
表 9: 盈利预测	20
表 10: 可比公司估值 (截至 1 月 13 日)	20
表附录: 三大报表预测值.....	22

1 持续创新，成就强定制化服务能力行业龙头

1.1 应用领域纵横双向延伸，租赁业务优化商业模式

喜悦智行是一家提供定制化可循环包装整体解决方案的龙头服务商。公司成立于2005年，2021年上市，主要为汽车及汽车零部件制造、家电制造、果蔬生鲜、快递物流等众多行业的客户提供塑料可循环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。

图1：可循环塑料包装示意图



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

2005-2006：创立之初，可循环包装理念创新。公司由当前实控人与美国可循环塑料生产制造企业 Orbis 合资成立，是国内较早进入可循环塑料包装的企业之一，主要生产厚壁吸塑类包装，建立了一套以厚壁吸塑技术工艺为核心的产品研发、生产、销售体系。

2007-2011：洞察客户需求，不断产品创新。公司在厚壁吸塑类产品取得了客户广泛认可的基础上，及时洞悉客户对周转箱类包装器具的需求，开展相关产品的研发、生产和销售。

2012-2016：纵向深耕，汽车行业定制化可循环塑料包装领军企业。公司将定制化可循环塑料包装在国内汽车主机及汽车零部件行业中推广，并不断将高性能改性材料制备技术、复杂性结构设计技术、稳定性工艺工装技术等创新技术应用于产品，从根本上解决了传统包装箱体不能达到良好承载作用、保护作用和洁净度等弊端，受到客户的青睐。

2016-至今：横向拓展+租赁模式，全产业链运包一体化规模不断扩大。公司积极进行应用领域的横向延伸，将现有模式复制于物流、家电制造、日用品制造等行业领域。与此同时，公司开展租赁及运营服务，除为其提供可循环包装供给外，还提供后续衍生配送和回收等物流服务，进一步降低客户使用可循环包装门槛。

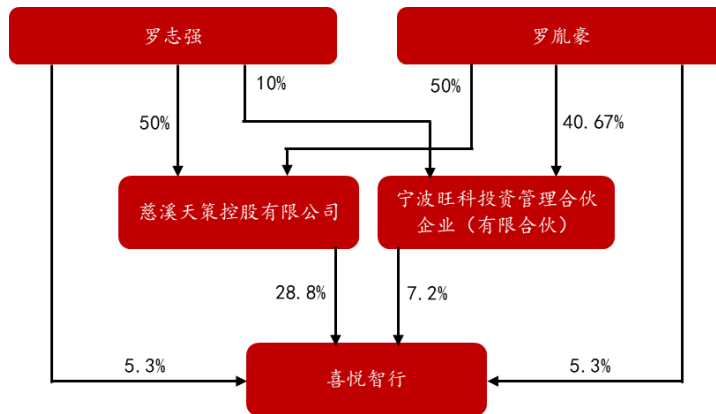
表1: 喜悦智行历史沿革

发展阶段	主要产品和服务情况	业务发展情况
2005-2006年	建立以厚壁吸塑技术工艺为核心的产品研发、生产、销售体系。	吸收先进设计理念,引进先进生产工艺和生产设备,生产厚壁吸塑产品;积极布局汽车及零部件行业的可循环塑料包装研发及营销体系。
2007-2011年	立足吸塑工艺,完善吸塑类产品的种类,并逐步开展周转箱组合包装产品研发、生产、销售。	及时洞悉客户对注塑周转箱类包装器具的需求,开展周转箱类包装单元及周转箱类组合包装产品的研发设计和生产供应;由零散部件的包装逐渐向汽车的动力系统、传动系统零部件开展定制化研发与生产。
2012-2016年	根据客户需求,不断完善绿色可循环塑料包装产品的品类,开发出围板箱、料架组合包装产品。	开始生产薄壁吸塑产品,并建立标准10万级无尘车间,优化其清洁性,以提升产品竞争力;取得68项实用新型专利,29项外观设计专利,并于2016年取得“高新技术企业”认证。
2016年至今	积极布局与推行租赁业务,并开展对智能物流系统的研究;将汽车行业的运营模式向物流、家电制造、日用品制造等领域复制,不断开拓市场。	根据市场拓展与客户需求,开展租赁业务,拓展舍弗勒、大众祥云等重要客户;深耕汽车及汽车零部件行业,并向其他产业领域布局,取得美的电器、百岁山等客户。

资料来源:招股说明书,浙商证券研究所

股权结构集中稳定,管理团队经验丰富。公司实际控制人为罗志强、罗胤豪父子,两人直接持股比例 10.6%,通过慈溪天策控股有限公司和宁波旺科投资管理合伙企业(有限合伙)间接控股比例为 32.45%,合计占比 43.05%,控制权集中稳定。公司管理层经验丰富,董事长兼总经理罗志强深耕行业 40 余年,具有丰富的从业经验;副总经理胡友明、张华曾分别任职于苏州思品特供应链管理有限公司、集保物流设备(中国)有限公司,具有多年供应链解决方案从业经验。

图2: 喜悦智行股权结构图



资料来源:Wind,浙商证券研究所

1.2 业绩增长强劲,覆盖行业&服务模式有序拓展

业绩增长整体强劲,22年受制于原材料与上海疫情盈利能力承压。公司近年营收及归母净利润均保持两位数较快增长。其中,2019年营收下滑主因燃油车排放标准向“国六”换代对汽车生产造成冲击。2021年,公司实现营收3.63亿元,同比增长35.6%,主要受益于新能源汽车行业客户订单需求增加,以及家电制造等行业客户拓展初见成效。2022Q1-Q3营收增长缓慢主因受新冠疫情影响,公司部分汽车主机和零部件厂客户有不同程度停工停产,此外盈利能力受原材料影响整体下行。

表2: 喜悦智行主要财务指标

单位: 百万元	2017	2018	2019	2020	2021	2022Q1-Q3
营业收入	252.49	319.96	235.85	267.67	362.96	314.99
YOY	25.79%	26.72%	-26.29%	13.49%	35.60%	19.87%
归母净利润	37.26	66.07	52.95	58.82	60.73	54.34
YOY	75.83%	77.33%	-19.87%	11.10%	3.23%	16.72%
毛利率	43.68%	42.86%	44.66%	41.93%	36.69%	30.80%
归母净利率	14.76%	20.65%	22.45%	21.98%	16.73%	17.25%
存货	50.71	59.35	50.15	48.26	69.66	90.83
较上年同期增减	13.91	8.64	-9.20	-1.89	21.40	28.97
存货周转天数	110.76	108.36	151.02	113.97	92.80	99.74
较上年同期增减	31.82	-2.40	42.66	-37.04	-21.17	11.27
应收账款及票据	107.47	151.12	92.37	128.89	187.06	207.33
较上年同期增减	48.85	43.64	-58.75	36.53	58.17	38.63
应收账款周转天数	115.12	140.52	182.30	148.79	156.69	169.04
较上年同期增减	40.51	25.40	41.78	-33.51	7.90	16.15
应付账款及应付票据	32.65	54.19	31.09	50.99	48.92	69.95
较上年同期增减	10.56	21.54	-23.10	19.90	-2.07	17.12
应付账款周转天数	69.29	81.43	104.76	82.23	69.61	66.26
较上年同期增减	22.30	12.14	23.33	-22.52	-12.62	-3.18
预收账款(合同负债)	1.39	1.34	0.60	0.72	0.46	0.66
较上年同期增减	0.03	-0.06	-0.73	0.12	-0.26	-0.56
经营性现金流净额	25.76	16.82	77.41	79.68	-17.22	7.58
较上年同期增减	-808.21%	-34.71%	360.18%	2.93%	-121.61%	-63.22%
筹资性现金流净额	-20.98	63.17	-65.99	-25.35	516.70	8.06
较上年同期增减	-239.32%	-401.16%	-204.46%	-61.58%	-2138.16%	-81.77%
资本开支	16.05	53.97	27.97	53.43	38.38	66.63
较上年同期增减	3.70	37.92	-26.00	25.45	-15.05	13.22
ROE	29.07%	23.61%	17.56%	16.32%	6.71%	5.85%
YOY(±)	-1.63%	-5.47%	-6.05%	-1.24%	-9.61%	-5.59%
资产负债率	50.43%	34.73%	19.68%	17.72%	11.35%	16.73%
净资产	128.15	279.87	301.57	360.39	904.68	929.03

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

汽车行业纵向拓展: 特斯拉、宁德时代树立标杆。作为国内较早的可循环包装企业之一, 公司以汽车主机厂及零部件制造商为切入点, 从为传统汽车提供可循环包装, 到为新能源汽车提供可循环包装, 不断深度介入下游客户的供应链环节, 帮助其降低包装相关经营与管理成本、作业效率和环保性能。公司已成为细分领域中“整体包装解决方案”服务的领先者, 实现与大众汽车、特斯拉、宝马、沃尔沃、比亚迪、长城、吉利、舍弗勒、博格华纳等品牌的汽车主机厂及汽车零部件供应商深度绑定。**截至21年公司成为特斯拉塑料循环包装核心供应商, 特斯拉收入贡献占比29%, 22年获得宁德时代电池模组循环包装项目定点, 23年预计贡献收入0.8-1亿元, 头部客户认可树立标杆效应。**

其他行业横向延伸:在纵向深耕的同时, 公司积极进行应用领域的横向延伸, 目前已与美的、海尔、三一重工、淘生鲜、京东、申通等白色家电、工程机械、果蔬生鲜、快递物流等行业的客户建立了长期信赖的合作关系。**对应21年家电行业收入贡献1994万元, 同比+456%, 占比达5.5%**

表3: 喜悦智行营收按行业拆分

单位: 百万元	2018	2019	2020	2021
营业收入(百万)	320	236	268	363
yoy	26.7%	-26.3%	13.5%	35.6%
毛利率	43.7%	42.9%	41.9%	36.7%
汽车制造行业(百万)	277.94	197.19	210.32	297.81
yoy		-29.1%	6.7%	41.6%
家电行业(百万)		0.26	3.58	19.94
yoy			1276.2%	456.3%
物流供应链服务(亿元)	38.05	35.90	50.24	39.14
yoy		-5.6%	39.9%	-22.1%
其他(亿元)	3.97	2.50	3.53	6.08
yoy		-37.1%	41.2%	72.3%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

租赁模式拓展服务环节：凭借多年行业积累及对客户需求的深刻理解和包装整体解决方案能力的提升，公司积极开展租赁服务，除为其提供可循环包装供给外，还提供后续衍生配送和回收等物流服务。**通过租赁运营模式的推广，进一步降低客户使用可循环包装门槛的同时，提升商业模式稳定性。**2017年至今，得益于公司积极推广租赁业务，且该模式由于初次成本投入较低，客户接受度较高，租赁及运营服务业务营收规模不断扩大，营收占比逐渐上升；该部分业务毛利率水平较高，2018-2021年租赁及运营服务毛利率分别为56.20%、51.71%、58.64%、52.38%。

表4：喜悦智行营收按业务模式拆分

单位：百万元	2017	2018	2019	2020	2021
营业收入（百万）	252	320	236	268	363
yoy		26.7%	-26.3%	13.5%	35.6%
毛利率	43.7%	42.9%	44.7%	41.9%	36.7%
可循环包装产品（百万）	232.41	280.25	180.54	186.95	263.94
yoy		20.6%	-35.6%	3.6%	41.2%
占比	92.0%	87.6%	76.5%	69.8%	72.7%
租赁及运营服务（百万）	13.05	33.19	49.58	66.05	83.38
yoy		154.3%	49.4%	33.2%	26.2%
占比	5.2%	10.4%	21.0%	24.7%	23.0%
其他（百万）	7.04	6.52	5.73	14.67	15.64
yoy		-7.4%	-12.1%	156.0%	6.6%
占比	2.8%	2.0%	2.4%	5.5%	4.3%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

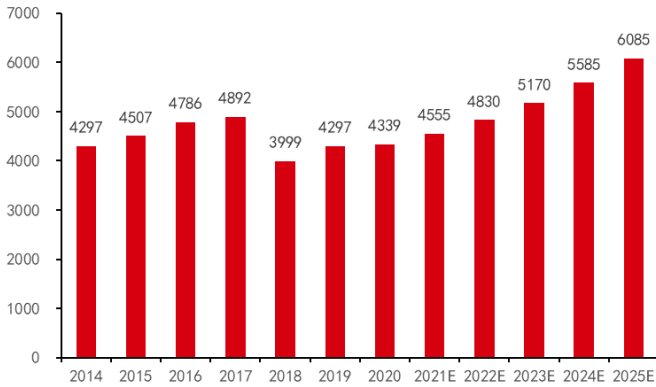
2 经济与环保效益突出，可循环包装行业快速发展

2.1 行业规模近千亿元，产品优势突出

塑料包装空间广阔，可循环产品优势突出。塑料包装由于成本低、轻便等优势被广泛应用，行业规模不断扩大。据上海市包装技术协会数据，2022年我国塑料包装行业工业产值将达4830亿元，2018-2022年CAGR达4.83%。近年来塑料包装行业呈现向高端智能、绿色环保、可循环方向转型发展的趋势。**可循环塑料包装可通过重复使用降低企业成本，替换一次性纸包装环保效益突出与相比木/铁质可循环包装更低价格&更强可塑性实现可持续发展。**

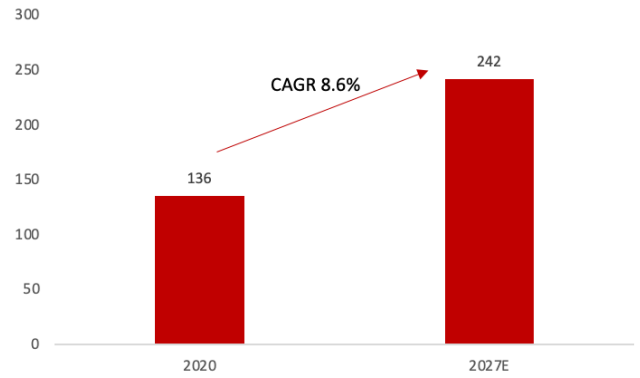
可循环包装市场规模近千亿元，塑料材质占比高增速快。据ReportLinker预测，中国可循环包装市场2020年市场规模136亿美元（以1美元兑6.5元人民币计算，人民币市场规模884亿元），2020-2027年CAGR可达8.6%，2027年市场规模有望达到242亿美元。其中结构看，塑料材质相比木、金属在质量，可塑性等方面优势突出。据Reports and data，2019年塑料可循环包装市场份额占整体可循环包装44.8%，其在所有材质中增速最快，2019-2027年的市场规模复合增长率达7.6%。

图3: 我国塑料包装行业工业产值(亿元)



资料来源: 上海市包装技术协会, 浙商证券研究所

图4: 2027年中国可循环包装市场规模有望达242亿美元



资料来源: ReportLinker, 浙商证券研究所

相较传统一次性包装, 定制化可循环塑料包装在环保属性、产品性能和经济效益上优势明显。

环保: 可循环塑料包装绿色环保, 符合政策持续推进方向。可循环塑料包装具有绿色可循环、环保无污染、清洁防掉屑等特点, 符合绿色环保及发展循环经济的要求。近年来国家有关部门持续推出相应政策鼓励推进“绿色包装”产业链发展。

表5: 相关部门密集出台政策文件鼓励可循环包装发展

出台时间	发布单位	名称	主要内容
2021年3月	国家发改委、工信部等13部委	《关于加快推动制造业高质量发展 的意见发改产业(2021)372号》	发展回收与利用服务, 完善再生资源回收利用体系, 畅通汽车、纺织、家电等产品生产、消费、回收、处理、再利用全链条, 实现产品经济价值和社会价值最大化。
2020年11月	国务院办公厅	《关于加快推进快递包装绿色转型意见的通知》	提出可循环快递包装应用规模到2022年达700万个, 到2025年达1000万个的目标。
2020年1月	国家发改委、生态环境部	《关于进一步加强塑料污染治理的意见》	提出到2022年底, 一次性塑料制品的消费量明显减少, 替代产品得到推广。
2018年9月	国务院办公厅	《完善促进消费体制机制实施方案(2018-2020年)》	要求壮大绿色消费, 推动绿色流通发展, 倡导流通环节减量包装、使用可降解包装。
2017年10月	国务院办公厅	《关于积极推进供应链创新与应用的指导意见》	倡导绿色消费理念, 培育绿色消费市场。鼓励流通环节推广节能技术, 加快节能设施设备的升级改造, 培育一批集节能改造和节能产品销售于一体的绿色流通企业。要求开发应用绿色包装材料, 建立绿色物流体系。
2016年12月	中国包装联合会	《中国包装工业发展规划(2016-2020年)》	将绿色包装、智能包装、安全包装确定为包装工业的“三大方向”, 并确定“十三五”时期中国包装工业的主要目标是包装工业规模持续增长, 质量素质增强, 区域协调发展, 结构调整优化, 动力逐步转换; “十三五”时期包装业的核心目标是提升对国民经济和社会发展的支撑能力和贡献能力, 提升品牌影响力和国际竞争力。

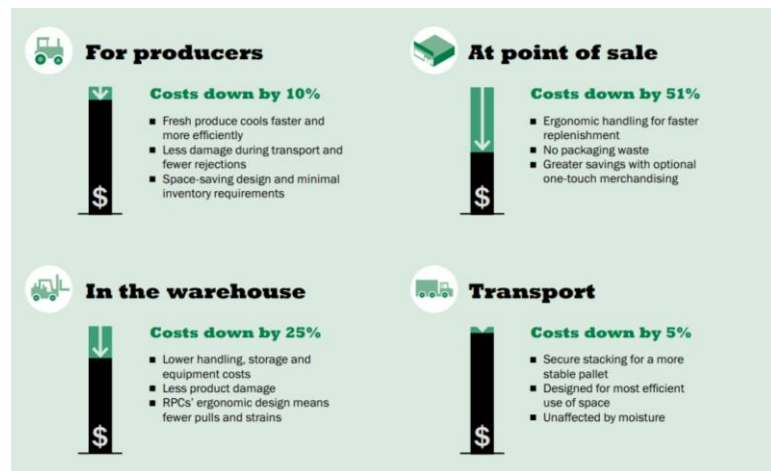
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

个性化的力学结构设计, 具有更好的承载作用、保护作用和洁净度。传统包装箱体内对零部件起到保护作用的主要为纸张或泡沫材料。而定制化可循环包装可考虑被包装物的放置形态、支撑方式、限位和防跳等因素, 对包装的外部形状、内部空间、支撑方式、层叠情况等仿形结构、旋转支撑、立体借位、回收易分离、防抱紧等力学设计。

根据需求调节，具备良好性能。目前不同厂商生产的同品类塑料粒子各项性能指标差异较小，而高分子材料系在塑料的基础上通过改性技术加工而成，具有显著的个性化和定制化特征。定制化可循环包装根据产品和客户需求进行微创新及调制，使包装具有超高强度、难燃性、耐高温性、耐油性、耐腐蚀性等性能。

重复利用降低单次使用成本。定制化可循环包装可通过结构化设计适应自动化生产线，有效地减少部分拣选、装卸等作业环节；同时经过简单处理即可投入二次使用，大幅度提高重复利用率。使用可循环包装的初始成本更高，但经过多次重复使用后，单次使用成本将降低。据 IFCO 估计，使用可循环包装后，企业可在生产、仓储、运输、销售环节分别节省成本 10%、25%、5%、51%。

图5：使用可循环包装可在各个环节为企业节省成本



资料来源：IFCO，浙商证券研究所

2.2 应用领域广泛，潜在空间广阔

近年来，可循环塑料包装箱在汽车、家电、生鲜、快递等行业供应链体系中得到广泛应用，应用领域与范围不断扩大。

汽车零部件以可循环塑料包装为主，存量与新增需求提供稳定市场。汽车行业较早开始使用可循环塑料包装，目前塑料周转箱和塑料托盘已得到广泛应用，改变了传统塑料包装无法循环、不够环保的弊端，使汽车行业达到了节能降本的目的。2010年以来我国汽车产量高速增长，2018年后受中美贸易摩擦、“国五”向“国六”标准转换、新冠疫情等因素影响，汽车产量下降后逐渐企稳，2021年达2268万辆。随着我国经济的发展，预计汽车新增需求还将继续提升，同时一般汽车的使用周期为10-15年，2010年左右购置的汽车将陆续进入换购周期，存量需求将启动。

新能源车快速发展提振定制化包装需求。新能源支持政策不断推出，2018年以来新能源汽车发展加速，2021年我国新能源汽车产量达336.1万辆。新能源车由于生产线自动化程度更高，更需要智能化可循环箱直接上生产线，新能源汽车制造厂商对零配件物流包装的定制化需求逐渐扩大。

2022年汽车零部件行业可循环包装市场规模可达140亿元。据汽车行业协会和喜悦智行招股说明书，约1/3的汽车零部件可使用循环包装。一个营业额为300亿元的汽车零部件制造厂，其每年包装费用为2亿元-2.5亿元，其中使用可循环包装的零部件费用为0.7亿

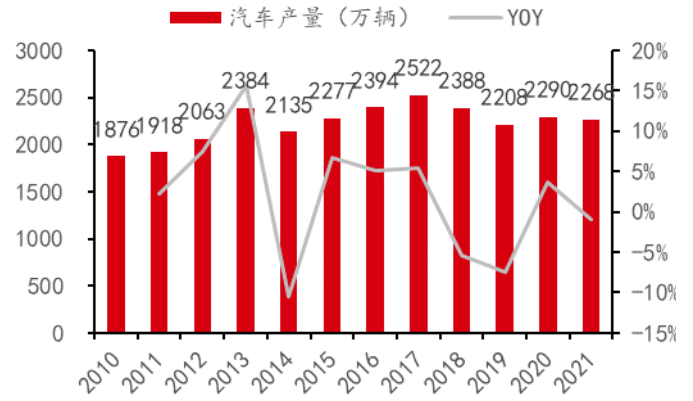
元-0.8 亿元。根据《上海包装》预测，按照现有汽车零部件行业规模以上企业主营业务收入增长规模计算，到 2022 年汽车零部件行业可循环包装费用为 140 亿元。

图6： 迅纳箱零部件运输方案



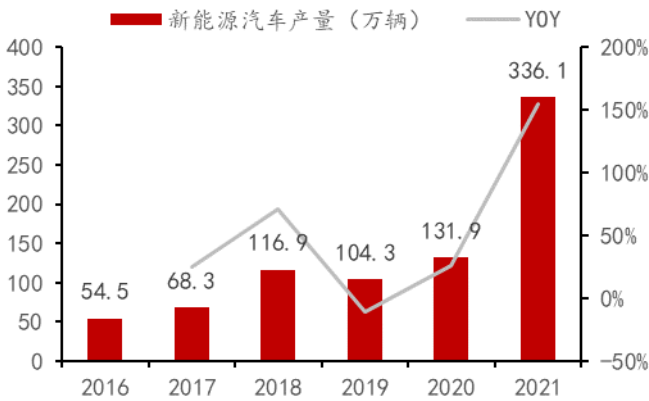
资料来源：优乐赛官网，浙商证券研究所

图7： 我国汽车产量增长迅速



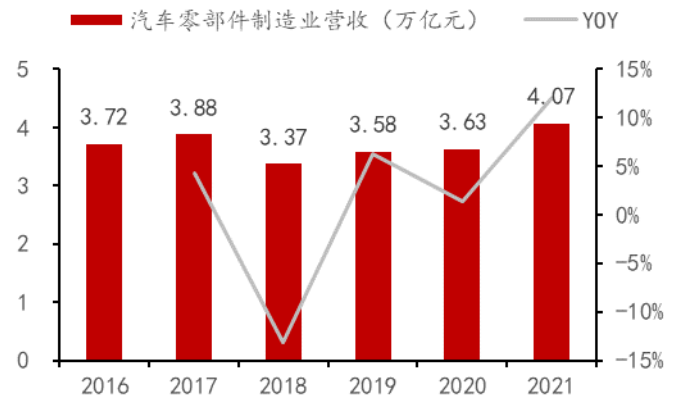
资料来源：wind，浙商证券研究所

图8： 中国新能源汽车产量迅速增长



资料来源：wind，浙商证券研究所

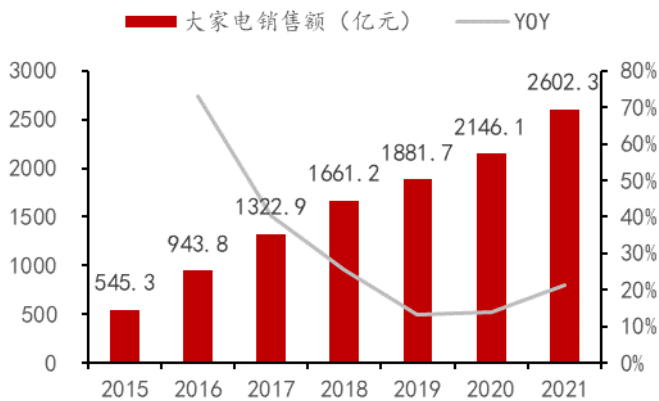
图9： 2021 年汽车零部件制造业营收达 4.07 万亿元



资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

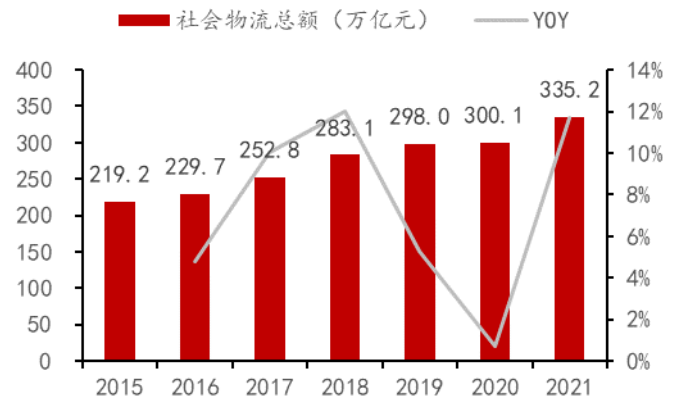
家电、物流等领域为市场贡献更多增量。在电视、空调、冰箱、洗衣机等需要上门安装交付的大型家用电器中，可循环包装将大有可为，其中美的集团已经在微波与清洁事业部、机电事业群等采用可循环包装器具。随物流行业对包装质量和废弃包装的回收处理越加重视，绿色包装、环保包装越来越受到青睐。塑料包装以其绿色可循环、环保无污染等特性，将逐渐取代传统木质、金属包装、玻璃包装等在高端商品的应用。根据中国产业信息网及喜悦智行招股说明书，苏宁物流、京东等电商平台均针对使用绿色循环包装产品发布了计划，其中 2023 年底京东物流将完成循环包装共享模式试点。

图10: 2021年中国大家电销售额达2602亿元



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图11: 2021年中国社会物流总额达335.2万亿元



资料来源: wind, 浙商证券研究所

2.3 行业具备技术壁垒，竞争格局整体分散

可循环塑料包装行业具备一定技术壁垒。传统塑料包装行业内公司规模较小，技术水平有限，产品交付能力较弱，产品质量参差不齐，同质化竞争普遍存在。另外，部分中小企业不重视知识产权保护，存在较多不规范竞争。随着下游应用领域的不断拓展，不同应用场景对高分子改性材料的配方、制备工艺方面的研发能力提出更多的不同要求，同时下游市场的更新迭代速度通常较快，对可循环塑料包装企业的方案设计和技术创新能力同样提出了较高要求。持续的技术研发、产品创新、人才储备、稳定的产品供给为龙头企业区别于一般企业的核心竞争力。

现有市场参与者中中集载具体量较大，标准化服务能力突出，喜悦智行定制化优势明显，高盈利水平。喜悦智行、中集载具、伍兹、金虹、优乐赛、米高等为目前定制化可循环包装行业主要参与者。其中中集载具体量较大，2021年营收达54.11亿元，毛利率18%，净利率约10%，公司标准化托盘服务能力突出。

表6: 可循环包装主要企业

名称	简介
中集运载科技有限公司	中集集团控股子公司，位于深圳蛇口，深耕单元化物流载具领域，行业经验20余年。公司服务涵盖循环载具研发制造、共享服务及一站式综合解决方案，主要服务领域聚焦汽车、化工食品等行业。在全国拥有二十余家成员企业，四大制造基地，六个专业型服务单元。
伍兹物料周转用品(苏州)有限公司	成立于2005年，隶属于瑞士伍兹集团。主要生产包括塑料周转箱、吸塑盘、托盘制造和塑料再循环运输系统在内的塑料周转产品。
金虹包装材料(上海)有限公司	成立于2003年，主要从事物流包装解决方案，主要生产吸塑制品、重型瓦楞纸箱等产品。
苏州优乐赛供应链管理有限公司	成立于2016年，前身系苏州工业园区安华物流系统有限公司，主要从事汽车零部件的可循环包装方案和租赁共享服务，同时在零售、速递、化工、物流、冷链和农业领域提供一站式供应链解决方案和智能化信息系统服务。
米高(上海)包装技术有限公司	成立于2002年，主要生产加工各类汽车与汽车零部件用的金属、木、纸、橡塑、防锈材料类配套内外包装物和包装制品。

资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

表7: 中集载具与喜悦智行主要财务数据比较 (亿元)

		2020	2021	2022H1
中集载具	营收	25.99	54.11	32.63
	YOY		108.22%	36.21%
	毛利	5.60	9.74	5.88
	YOY		73.89%	42.72%
	毛利率	21.55%	18.00%	18.02%
喜悦智行	营收	2.68	3.63	1.83
	YOY	13.49%	35.60%	8.09%
	归母净利	0.59	0.61	0.35
	YOY	11.10%	3.23%	14.19%
	毛利率	41.93%	36.69%	33.02%
	净利率	21.98%	16.73%	19.06%

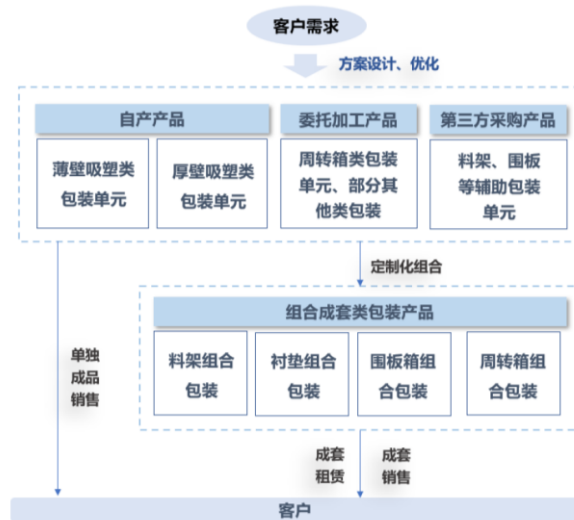
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

3 技术实力雄厚，深度绑定客户，租赁+运包助推发展

3.1 技术加持专业化定制服务能力

以客户需求为导向，提供四大种类的定制化产品。公司目前主要提供四大产品品类，不同产品组合与产品细节特点主要以客户需求为导向，定制一整套可循环塑料包装解决方案，并提供贯穿全程的供应链服务，也可将四类产品作为单独成品销售。

图12: 公司拥有四类可循环塑料包装产品

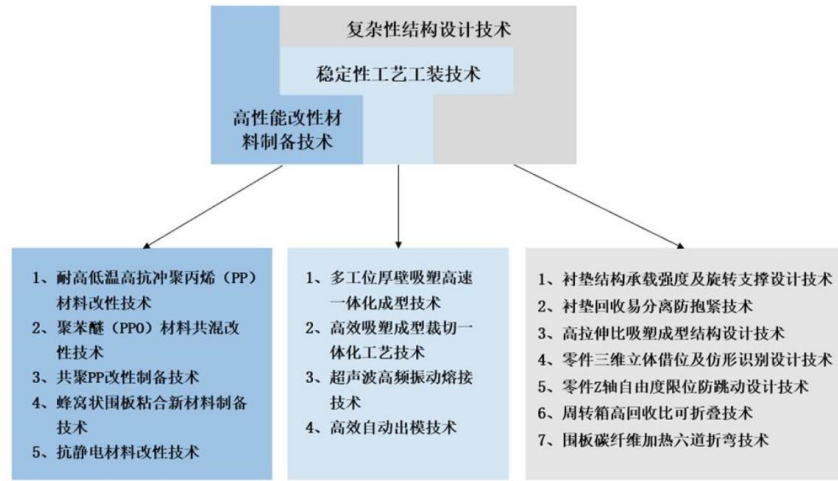


资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

研发实力雄厚，三大技术沉淀加持定制化服务能力。公司专注于定制化可循环塑料包装整体解决方案领域，经过长期的技术积累和生产实践，已形成围绕高性能改性材料制备技术、复杂性结构设计技术和稳定性工艺工装技术三方面的技术体系。截至2021年末，公司拥有发明专利5项，实用新型专利99项，外观设计专利73项。公司主导制定了浙江省团体标准 T/ZZB0615—2018《组合式可循环厚壁吸塑包装单元》，有效促进了可循环厚壁吸塑行业标准化建设工作。公司的VDA系列周转箱获得了该产品德国汽车工业联合会

VDA 标准认证，公司是国内少数通过该类产品认证的企业之一。公司技术研发中心被评为“省级高新技术企业研究开发中心”和“宁波市企业工程技术中心”。

图13: 公司拥有三方面技术体系



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

3.2 特斯拉、宁德核心供应商，研发&服务能力持续验证

汽车行业起家，特斯拉核心供应商，树立标杆效应。由于汽车行业零部件较多，产业链环节较长，自动化程度相对较高，对应循环包装需求较大，公司 2011 年开始深耕汽车制造领域，并与大众、特斯拉、华晨宝马等头部客户建立了持续合作关系。2019 年公司成功切入特斯拉循环包装供应链，目前是特斯拉循环包装一供，验证了公司产品力与定制化服务能力，树立标杆效应。

表8: 公司主要客户及已合作年限

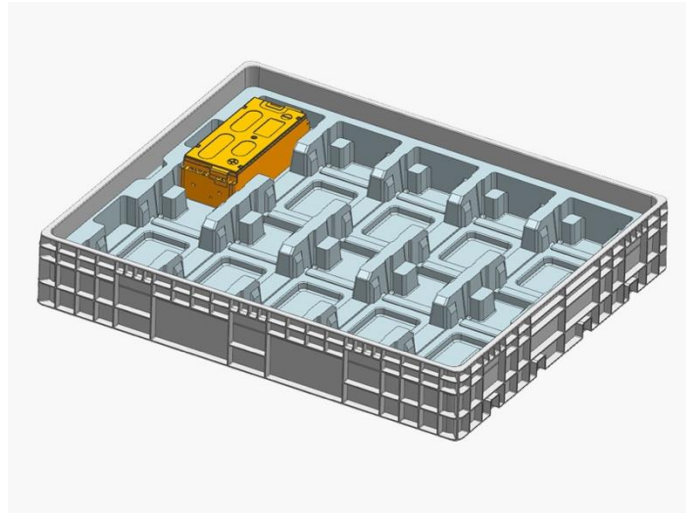
品牌方	客户名	开始合作时间	已合作年限	2020年收入贡献(万元)	收入占比
大众汽车	上海大众祥云运输管理有限公司及其关联企业	2005年12月	17	3643.2	13.61%
	上汽大众汽车有限公司	2007年10月	15		
	一汽-大众汽车有限公司	2010年10月	12		
	大众汽车自动变速器(天津)有限公司	2012年7月	10		
舍弗勒	舍弗勒(中国)有限公司	2007年11月	15	3217.94	12.02%
华晨宝马	华晨宝马汽车有限公司	2012年6月	10	41.25	0.15%
博格华纳	博格华纳联合传动系统有限公司	2012年9月	10	643.54	2.40%
吉利	义乌吉利动力总成有限公司	2013年6月	9	49.41	0.18%
	贵州吉利发动机有限公司	2018年11月	4		
	吉利长兴自动变速器有限公司	2020年3月	2		
集保物流	集保物流设备(中国)有限公司	2012年9月	10	737.58	2.76%
沃尔沃	张家口沃尔沃汽车发动机制造有限公司	2015年12月	7	953.04	3.56%
长城汽车	长城汽车股份有限公司	2016年5月	6	1.83	0.01%
渤海物流	吉林省渤海物流装备有限公司	2017年12月	5	12.55	0.05%
特斯拉	特斯拉(上海)有限公司	2019年11月	3	5025.51	18.78%
	Tesla, Inc	2019年11月	3		
百岁山	广东百岁山实业有限公司	2019年3月	4	25.86	0.10%
美的电器	安徽美芝制冷设备有限公司	2019年12月	3	32.46	0.12%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

宁德时代实现重要突破，23 年进入发展新阶段。23 年凭借优秀产品品质公司开始切入宁德时代国内运输体系（此前用一次性包装与铁架），预计新增收入 0.8-1 亿元。该产品

单价 600 元，单次循环运输 3 块电池（假设每块 20KG，能力密度 200wh/kg），宁德总月出货量约 27GW，2 个月循环一次，对应需要 450 万套该产品，如果循环包装渗透率达 50%，对应空间 225 万套，23 年公司总出货量以中值计算约 15 万套，未来成长空间较大，有望驱动未来业绩超预期。

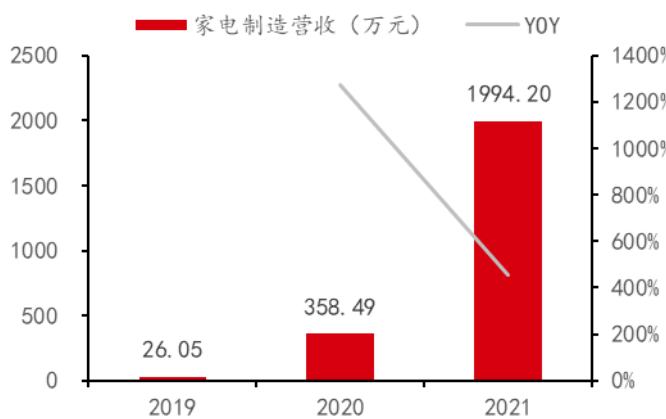
图14： 电池模组可循环包装



资料来源：中集良才官网，浙商证券研究所

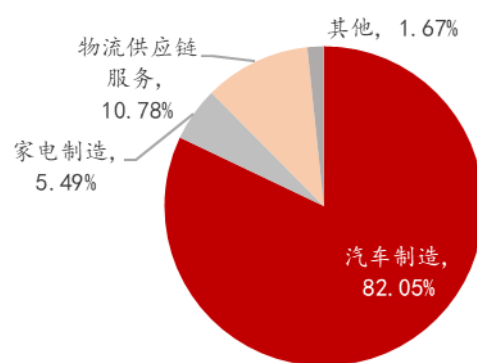
切入物流、家电、快消等领域，打开成长空间。2012 年公司与集保物流合作切入物流供应链服务市场，2019 年公司与美的、百岁山开展合作，开拓了家电、日用快消品市场。2021 年公司在家电制造行业营收达 1994.20 万元，营收占比已达 5.49%。

图15： 公司家电制造业务快速增长



资料来源：招股说明书，公司公告，浙商证券研究所

图16： 2021 年公司营分行业情况



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3.3 积极布局租赁业务，降低客户使用门槛

可循环包装租赁更具经济效益，进一步降低客户使用门槛。可循环包装租赁可以为客户提供从包装设计、生产、运输、回收、清洗、仓储整个周期的服务，客户无需投入资金建立专门器具循环管理场地或投入人力进行维护；另外，客户可有效利用租赁公司网点布

局，充分实现物流仓储效益的最大化，增加经营的灵活性；从财务角度考虑，可以减少承租方当期资本开支，经济性更为突出。受益于市场需求的推动，多家企业在积极布局租赁模式，行业尚处于成长阶段。

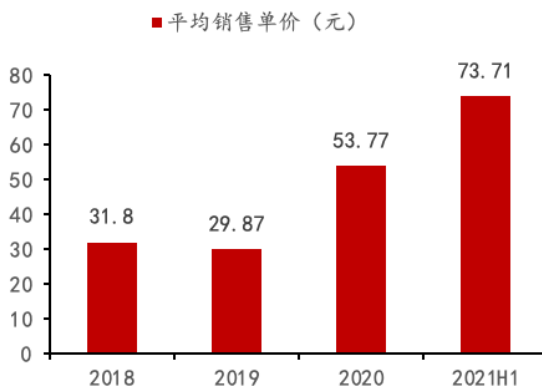
图17: 汽车领域租赁模式运营方式



资料来源：中集载具官网，浙商证券研究所

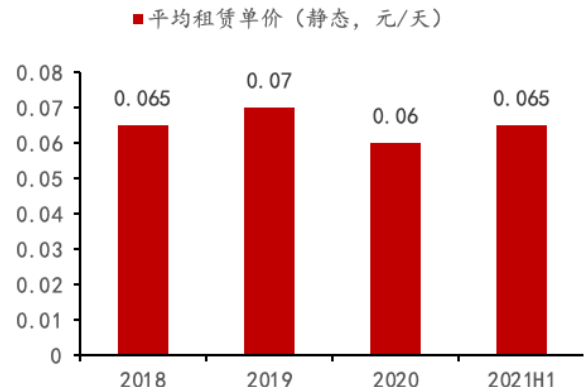
以周转箱类产品为例，2020年该类产品平均销售单价为53.77元，而前五大客户中该类产品静态租赁平均单价为0.06元/天，动态租赁平均单价为9.58元/次，即在不考虑物流运输和清理维修等附加成本的情况下，买入周转箱产品的一次性投入成本可以租赁该类产品两年以上，而公司租赁类合同初始租赁期限为2年，该模式充分降低可循环包装使用门槛，提高了服务粘性，根据招股书公司定制类静态租赁合同在2年服务期后均完成续签。

图18: 周转箱类平均销售单价



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

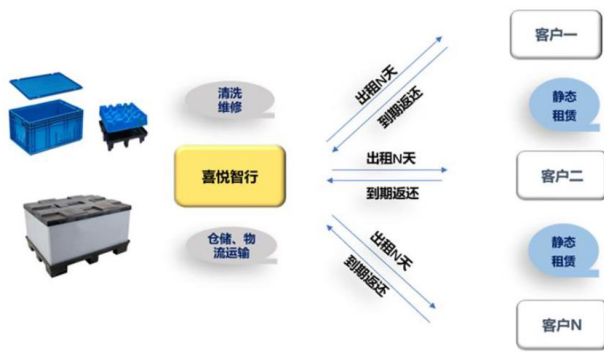
图19: 前五大客户中周转箱类产品静态租赁均价



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

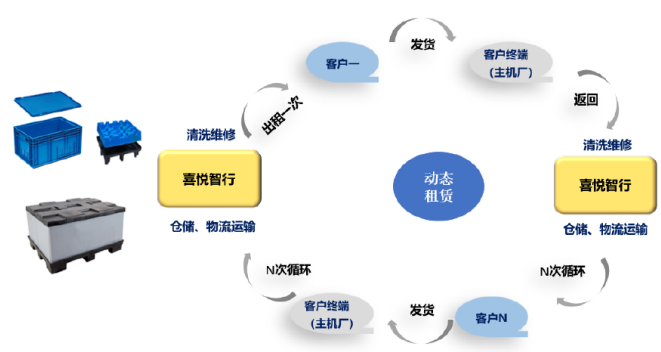
公司提供的租赁及运营服务分为静态租赁和动态租赁。静态租赁中，公司在租赁期内按照包装器具的使用天数及使用数量计算租金，租赁期间客户自行管理租赁包装器具。动态租赁中，公司在提供包装器具租赁使用的同时还需根据客户的不同需求，为客户提供仓储分拣、清洁维护、物流配送、空箱回收和规划统筹等配套服务。公司客户对两种模式的选择主要根据自身需求和能力进行决策。静态租赁客户主要为主机厂物流仓储的配套服务商，其自身有较强的仓储、物流管理能力；动态租赁客户主要为零部件制造商，除租赁使用包装器具外，还对第三方的仓储、物流运输等服务有较大的需求。

图20: 公司静态租赁服务模式



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

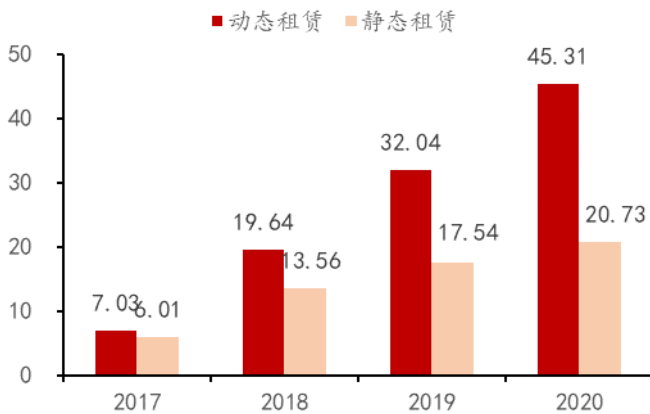
图21: 公司动态租赁服务模式



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

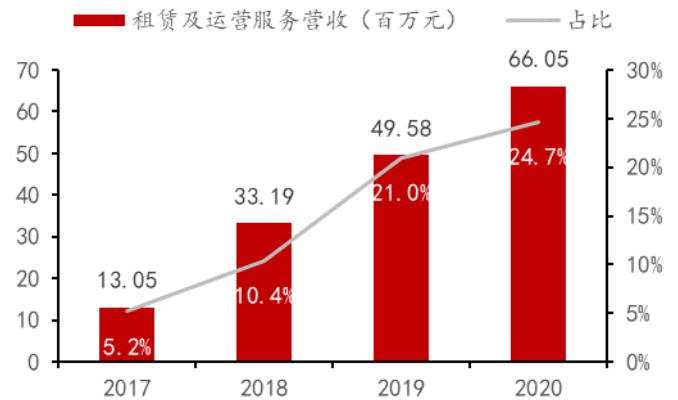
租赁营收稳步扩张, 动态租赁服务粘性强成为重点模式。公司近年来租赁及运营服务业务开展顺利, 2017-2020年动态、静态租赁营收分别从703万元、601万元增长至4531万元、2073万元, 合计占总营收比达到24.7%, 相较2017年+19.5pct。

图22: 公司两种租赁模式营收(百万元)情况



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图23: 公司租赁及运营服务营收占比逐渐提升



资料来源: wind, 浙商证券研究所

4 集保: 租赁为核心模式, 强管理&运营能力成就全球龙头

集保是澳大利亚可循环包装产品龙头, 主要从事可循环包装(托盘、包装箱及容器等)的租赁与管理业务。截至21年6月公司通过1.2万名员工为60多个国家/地区的50万个客户提供服务, 公司在租赁管理的托盘等产品超3.45亿个。2021年集保实现营收52.1亿美元, 实现归母净利润5.34亿美元, ROE达到19.63%。2022年公司实现营收/归母净利润55.6亿美元/5.6亿美元, 分别同增6.70%/5.05%。

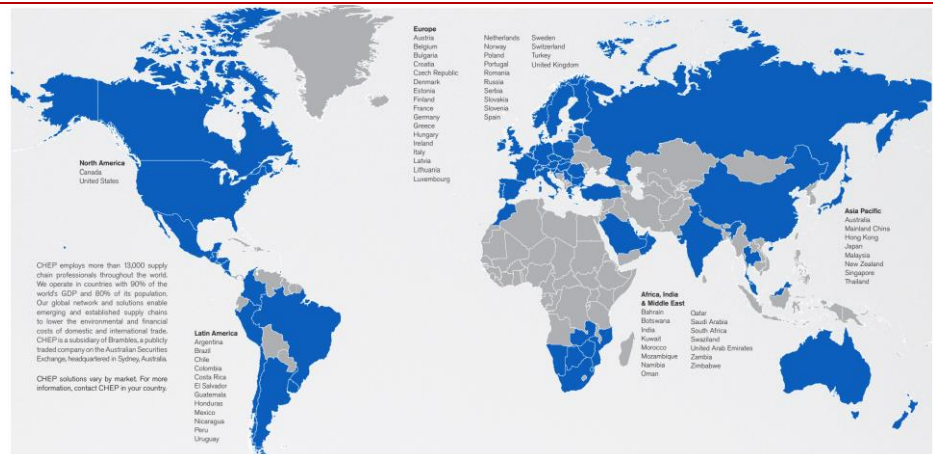
图24: 集保主要财务指标 (百万美元)

	2006FY	2007FY	2008FY	2009FY	2010FY	2011FY	2012FY	2013FY	2014FY	2015FY	2016FY	2017FY	2018FY	2019FY	2020FY	2021FY	2022FY
营业收入	3522.1	3868.8	4358.6	4018.6	4146.8	4672.2	5625.0	5082.9	5404.5	5440.5	4900.1	5104.3	4470.3	4595.3	4733.6	5209.8	5558.9
YOY	—	9.84%	12.66%	-7.80%	3.19%	12.67%	20.39%	-9.64%	6.33%	0.67%	-9.93%	4.17%	-12.42%	2.80%	3.01%	10.06%	6.70%
其中: 托盘	—	—	—	—	—	3743.9	3743.9	3944.4	4123.4	4057.4	—	—	—	4131.0	4324.3	4752.8	—
占比	—	—	—	—	—	66.56%	66.56%	77.60%	76.30%	74.58%	—	—	—	89.90%	91.35%	91.23%	—
其中: 可循环塑料箱	—	—	—	—	—	1036.1	1036.1	1138.5	1281.1	1383.1	—	—	—	464.3	409.3	457.0	—
占比	—	—	—	—	—	18.42%	18.42%	22.40%	23.70%	25.42%	—	—	—	10.10%	8.65%	8.77%	—
税前毛利率	16.81%	18.63%	20.22%	14.86%	14.83%	14.59%	13.99%	15.27%	15.11%	15.25%	16.99%	13.18%	15.11%	14.20%	14.50%	15.14%	14.75%
营业利润	832.7	986.7	949.3	841.7	702.2	830.9	992.5	899.6	967.3	984.5	1023.2	973.6	833.1	802.6	763.2	882.8	917.9
营业利润率	23.64%	25.50%	21.78%	20.95%	16.93%	17.78%	17.64%	17.70%	17.90%	18.10%	20.88%	19.07%	18.64%	17.47%	16.12%	16.95%	16.51%
归母净利润	1463.4	1291.3	648.7	573.2	431.7	508.1	633.4	564.9	610.1	621.8	658.3	611.4	524.5	507.9	475.6	533.7	560.7
YOY	—	-11.76%	-49.76%	-11.64%	-24.68%	17.69%	24.67%	-10.82%	8.00%	1.92%	5.87%	-7.12%	-14.21%	-3.16%	-6.36%	12.23%	5.05%
净利润率	41.55%	33.38%	14.88%	11.26%	10.82%	10.17%	10.25%	12.60%	8.40%	10.74%	11.99%	3.58%	15.50%	31.94%	9.46%	10.03%	10.67%
总资产	6597.8	5017.4	5636.8	5098.5	4910.3	7768.0	7545.7	7951.9	7437.7	7594.6	7896.3	7747.7	7827.6	7730.3	7083.2	7496.1	7931.7
净资产	2953.0	1422.7	1543.5	1429.3	1632.6	2451.4	2740.4	3025.4	2751.0	2641.1	2955.1	2846.7	2778.4	3808.2	2756.4	2681.3	2451.1
长期债务	1760.1	2063.0	2439.5	2165.5	1618.8	2811.7	2777.7	2686.4	2086.2	2727.6	2576.2	2059.0	2397.1	1643.4	2368.6	2283.2	2681.8
应收款项	480.6	531.1	524.8	450.1	498.8	838.1	805.6	871.8	831.5	802.4	889.7	969.3	1040.5	589.5	530.9	623.4	659.1
资产负债率	55.24%	71.64%	72.62%	71.97%	66.75%	68.44%	63.68%	61.95%	63.01%	65.22%	62.58%	63.26%	64.51%	50.74%	61.09%	64.23%	69.10%
经营性现金流量净额	1189.1	1044.0	1166.3	1023.0	990.3	1013.5	1089.2	1339.9	1267.9	1323.2	1166.9	1211.2	1423.0	1338.4	1386.9	1554.0	1585.8
投资性现金流量净额	255.1	1701.2	-811.4	-606.6	-440.4	-1762.5	-932.8	-1010.3	-460.4	-1416.8	-922.6	-826.9	-770.2	1266.2	-940.7	-957.0	-1499.6
融资性现金流量净额	-1502.8	-2747.7	-413.7	-394.0	-484.3	694.2	-55.0	-395.4	-649.9	60.0	-269.8	-375.6	-566.3	-1083.5	-1342.6	-1005.7	-329.1
股利支付率	—	43.42%	72.96%	71.49%	73.72%	82.83%	73.27%	73.29%	72.20%	54.51%	58.64%	79.14%	62.13%	101.46%	56.77%	55.59%	51.52%
ROE	—	19.84%	39.82%	38.57%	28.21%	24.89%	24.40%	19.59%	21.12%	23.06%	23.53%	21.08%	18.65%	15.42%	14.49%	19.63%	21.85%
平均PE	—	33.67	32.43	10.27	17.63	19.03	19.88	18.45	22.69	22.79	21.81	22.71	26.48	22.63	27.70	25.83	21.47
最高PE	—	33.67	43.95	16.26	21.13	22.75	22.26	21.78	25.59	24.50	26.18	27.38	28.82	31.68	31.77	28.30	25.65
最低PE	—	33.67	16.57	5.37	12.66	13.09	14.80	14.42	19.57	20.79	18.08	18.30	18.87	18.74	18.82	21.85	18.32

资料来源: 彭博, 浙商证券研究所

广覆盖规模化优势&强服务能力成就全球龙头。集保以租赁为核心业务模式, 租赁业务随着租赁规模扩大将有效摊薄产品单位成本, 向客户提供更有性价比的服务, 此外规模扩大也将支撑网点扩张, 提高服务效率。对应公司持续扩大产品覆盖范围, 服务行业范围, 与服务网点密度, 目前公司拥有托盘、容器、衬垫等6大产品系列, 44种产品, 在全球80%以上人口地区经营业务, 向全赛道客户提供供应链优化, 零售, 运输等全面优化解决方案。

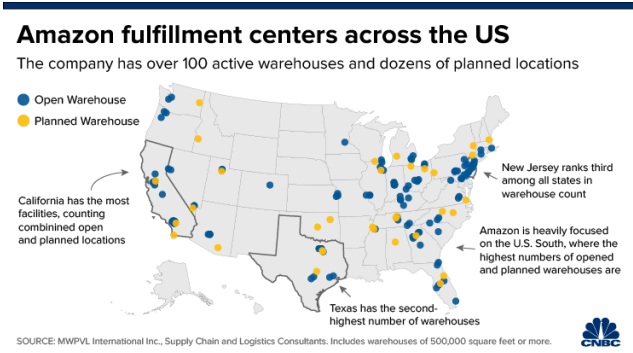
图25: 集保业务覆盖地区



资料来源: 集保, 浙商证券研究所

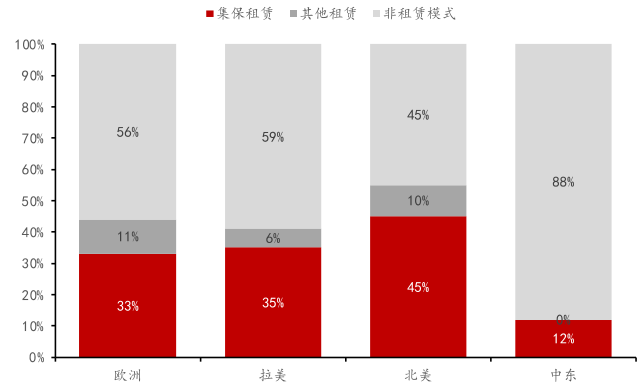
从服务网点覆盖角度看, 公司北美拥有超过530个服务中心, 而亚马逊北美物流配送中心仅约110个。高服务中心密度优化了服务效率与服务能力, 进一步强化竞争壁垒与用户获取能力, 形成经营正向循环。2021年公司在北美市占率近45%, 为行业绝对龙头, 而中东等发展中市场, 目前仍以销售为主要模式并逐步向租赁拓展。

图26: 亚马逊美国配送中心分布



资料来源: CNBC, 浙商证券研究所

图27: 集保不同国家市占率



资料来源: 集保, 浙商证券研究所

5 盈利预测与估值

公司作为塑料可循环包装的龙头企业, 深耕汽车领域同时积极向家电、酒水等新领域、新赛道拓展, 22年受制于疫情增速略有承压, 23年下游需求修复与低基数下成长有望提速, 我们预计: 1) **汽车制造行业:** 汽车行业单车包装价值量约 600-800 元, 以中值计算, 2021 年中国汽车产量 2268 万量 (-1%), 对应汽车包装市场规模约 159 亿元, 公司渗透率 1.9%, 22 年截止十一月汽车产量同比+5.5%, 我们预计 23 年以后消费略有修复, 24 年恢复常态, 公司 22 年疫情影响渗透率提升, 23 年租赁模式与宁德时代大客户加速拓展, 综合预计 22-24 年渗透率分别为 2.3%/3.2%/3.8%, 对应实现收入 3.85/5.70/7.22 亿元, 分别同比增长 29.4%/47.9%/26.7%。2) **家电行业:** 我们测算家电行业纸包装费用占总成本约 2.5%, 2021 年我国大家电销售额 2602 亿元, 对应公司可渗透替代的一次性纸包装市场规模约 65 亿元, 公司渗透率 0.3%, 公司 21 年产能部分释放后加速家电市场拓展, 22 年亦受疫情影响其他客户拓展或有放缓, 但核心客户美的订单维持高速增长, 23 年起疫后拓展提速, 预计高增, 综合假设公司 22-24 年渗透率分别为 0.5%/0.9%/1.6%, 中国大家电市场 22 年截止 11 月+9.1%, 23 年消费略有修复, 24 年维稳, 由此公司 22-24 年家电行业实现收入 0.35/0.72/1.42 亿元, 分别同比+77.8%/102.4%/97.5%。3) **物流供应链服务:** 核心客户包括集保等, 22 年 11 月集保与路凯中国区宣布合并, 预计公司 22 年整体业务略承压, 综合收入持平, 23-24 年随着合并企业与其他客户逐步拓展预计保持小幅稳健增长, 物流供应链非未来核心发力方向, 综合预计 22-24 年实现收入 0.39/0.43/0.47 亿元, 分别同比 +0%/10%/10%。4) **其他:** 包括酒水等新赛道, 短期公司以持续深耕汽车赛道拓展家电赛道为主要经营策略, 长期将持续加大新赛道覆盖, 提升规模效益, 综合预计 22-24 年增速逐步提升分别实现收入 0.1/0.17/0.3 亿元, 分别同比+60%/70%/80%。

毛利率: 考虑租赁业务随着租赁模式占比更高的家电、酒水快速增长预计未来呈现稳健增长趋势, 22 年受制于疫情下收入承压, 租赁业务成本摊销刚性, 且核心原料塑料粒子价格随石油有明显提升, 毛利率同比有明显下降, 预计 23 年随着收入高速提升, 规模效应显现与塑料粒子预期下降, 毛利率将明显修复, 此外随着租赁业务占比提升, 毛利率有望提高, 综合 22-24 年毛利率分别 32.3%/37.5%/38.1%。

表9: 盈利预测

单位: 百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万)	268	363	470	701	941
yoy	13.5%	35.6%	29.4%	49.3%	34.2%
毛利率	41.9%	36.7%	32.3%	37.5%	38.1%
汽车制造行业 (百万)	210.32	297.81	385.22	569.79	721.74
yoy	6.7%	41.6%	29.4%	47.9%	26.7%
家电行业 (百万)	3.58	19.94	35.46	71.76	141.73
yoy	1276.2%	456.3%	77.8%	102.4%	97.5%
物流供应链服务 (亿元)	50.24	39.14	39.14	43.05	47.35
yoy	39.9%	-22.1%	0.0%	10.0%	10.0%
其他 (亿元)	3.53	6.08	9.72	16.53	29.75
yoy	41.2%	72.3%	60.0%	70.0%	80.0%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

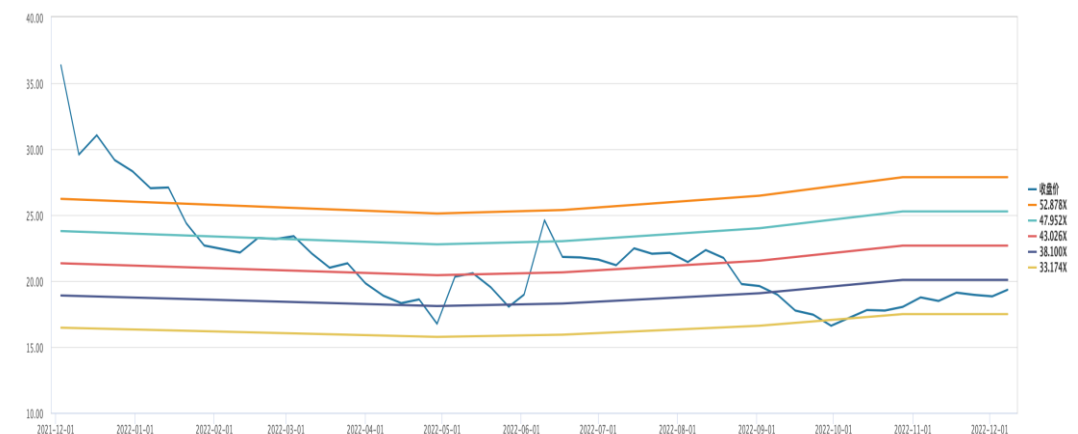
我们预计公司 2022-2024 年实现收入 4.7/ 7.0/ 9.4 亿元, 同比增 29%/49%/34%, 归母净利润 0.8/ 1.4/ 1.9 亿元, 同比增长 32%/74%/37%, 对应 PE 分别为 44X/ 25X/18X。由于可循环塑料包装国内并无可比上市公司, 我们国内选取塑料包装龙头海顺新材、王子新材, 铝模板租赁龙头志特新材作为可比公司, 海外选取集保控股母公司 Brambles 作为可比公司, 可比公司 23 年平均估值 22X, 考虑公司长期发展目标集保进入稳定期 (收入利润个位数增长) 仍具有 20X 左右估值体系, 我们认为公司正处于收入、利润高速增长期, 成长天花板尚未到来, 更应给予估值溢价, 结合 23 年疫后业绩快速释放与公司历史平均估值达 41X, 最低估值 33X (22 年疫情致业绩承压所致), 首次覆盖予以“买入”评级。

表10: 可比公司估值 (截至 1 月 13 日)

总市值 (亿元/亿美元)	归母净利润 (亿元/亿美元)				PE		
	2021A	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
海顺新材 29	0.97	1.12	1.37	1.67	26	21	17
志特新材 69	1.64	2.13	2.89	3.80	33	24	18
Brambles 113	5.23	5.93	5.98	6.49	19	19	17
王子新材 46	0.84	0.82	1.79	2.74	56	26	17
平均值					33	22	17
喜悦智行 35	0.61	80	140	191	44	25	18

资料来源: Wind, 彭博, 浙商证券研究所

图28: 喜悦智行 PE-BAND



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

6 风险提示

(1) 下游需求波动: 公司下游对接家电、汽车、酒水等众多板块, 如果疫情反复、行业竞争格局恶化等情况发生, 客户需求可能波动较大, 影响公司销量与租赁业务表现。

(2) 原材料价格波动: 22 年原材料高位, 公司盈利受损, 若 23 年原材料价格再度大幅波动, 公司盈利能力将有所受损。

(3) 新客户拓展不及预期: 公司下游客户较分散, 短期仍以销售为主要模式, 客户采购由于产品耐用品属性具有周期性, 公司需持续拓展客户实现销售, 若客户拓展不利将对业绩产生影响。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	780	895	969	1,196
现金	507	483	445	446
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	187	254	385	502
其它应收款	4	8	5	13
预付账款	4	6	7	10
存货	70	141	123	222
其他	9	3	3	4
非流动资产	240	293	349	397
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	129	160	197	229
无形资产	47	62	83	95
在建工程	8	11	6	5
其他	56	59	63	68
资产总计	1,021	1,187	1,318	1,593
流动负债	104	190	179	262
短期借款	28	30	33	42
应付款项	49	122	97	163
预收账款	0	0	0	0
其他	27	36	49	56
非流动负债	12	13	14	15
长期借款	0	0	0	0
其他	12	13	14	15
负债合计	116	202	193	276
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	905	985	1,125	1,317
负债和股东权益	1,021	1,187	1,318	1,593

现金流量表

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	(17)	25	29	59
净利润	61	80	140	191
折旧摊销	33	12	17	22
财务费用	1	0	0	0
投资损失	(0)	(4)	(3)	(2)
营运资金变动	(121)	(55)	(126)	(153)
其它	10	(8)	1	1
投资活动现金流	(38)	(51)	(70)	(67)
资本支出	(38)	(55)	(73)	(69)
长期投资	0	0	0	0
其他	0	4	3	2
筹资活动现金流	517	2	2	9
短期借款	23	2	2	9
长期借款	0	0	0	0
其他	494	(0)	(0)	(0)
现金净增加额	462	(24)	(38)	1

利润表

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	363	470	701	941
营业成本	230	318	438	583
营业税金及附加	3	4	6	8
营业费用	18	23	34	45
管理费用	24	33	47	62
研发费用	10	9	13	18
财务费用	1	(0)	(0)	(0)
资产减值损失	(2)	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	0	4	3	2
其他经营收益	1	1	2	3
营业利润	72	88	169	231
营业外收支	2	9	0	0
利润总额	74	97	169	231
所得税	13	16	29	39
净利润	61	80	140	191
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	61	80	140	191
EBITDA	105	95	182	250
EPS (最新摊薄)	0.47	0.62	1.08	1.47

主要财务比率

	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	35.60%	29.36%	49.32%	34.15%
营业利润	3.46%	22.71%	92.33%	36.51%
归属母公司净利润	3.23%	32.40%	74.47%	36.51%
获利能力				
毛利率	36.69%	32.30%	37.53%	38.05%
净利率	16.73%	17.12%	20.01%	20.36%
ROE	6.71%	8.16%	12.47%	14.54%
ROIC	6.27%	6.70%	11.67%	13.74%
偿债能力				
资产负债率	11.35%	17.03%	14.61%	17.35%
净负债比率	12.81%	20.52%	17.11%	20.99%
流动比率	7.48	4.72	5.41	4.57
速动比率	6.75	3.93	4.67	3.67
营运能力				
总资产周转率	0.50	0.43	0.56	0.65
应收账款周转率	2.30	2.21	2.31	2.22
应付账款周转率	5.17	4.21	4.55	5.14
每股指标(元)				
每股收益	0.47	0.62	1.08	1.47
每股经营现金	-0.13	0.19	0.23	0.45
每股净资产	6.96	7.58	8.66	10.13
估值比率				
P/E	57.97	43.78	25.10	18.38
P/B	3.89	3.57	3.13	2.67
EV/EBITDA	31.02	30.07	15.93	11.66

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

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

行业的投资评级：

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

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

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

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

法律声明及风险提示

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

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>