

王翊朝 非银&amp;中小盘首席分析师

执业编号: S1500519120002

联系电话: 010-83326877

邮箱: wangfangzhao@cindasc.com

武子皓 中小盘分析师

执业编号: S1500522060002

联系电话: 15001884486

邮箱: wuzihao@cindasc.com

## 相关研究

《喜悦智行: 可循环包装材料龙头, 自上而下实现客户开拓》  
20230310

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 年报&amp;一季报符合预期, 静候新行业开拓成果

2023年04月21日

事件: 2023年4月20日, 公司发布2022年年报与2023年一季报: 2022年营业收入4.28亿元, yoy+17.9%, 归母净利润6580万元, yoy+8.4%; 2023Q1营业收入8930万元, yoy-6.1%, 归母净利润1431万元, yoy+7.0%。

## 点评:

- **2022&2023Q1 业绩符合预期, 家电行业增速亮眼。**受新能源汽车行业销量提升及公司在家电、酒水等新行业开拓影响, 公司2022年收入保持较高增速, 同时由于2022年大宗原材料价格增长、因疫情原因有所停工等因素影响, 公司净利润增速小于收入增速。公司2022年汽车制造/汽车物流供应链/家电/其他收入占比分别为72%/12%/10%/5%, 2021全年收入占比分布为82%/11%/5%/2%, 结构变化主要原因为家电行业增速较高, 达123%。受原材料成本同比上升等因素影响, 公司2022整体毛利率32.4%, 较2021全年36.7%有所下滑, 其中租赁模式业务仍保持41.9%的较高水平。
- **租赁模式高速增长, 占比已达三成。**公司租赁服务快速发展, 2022收入达1.29亿, yoy+55%, 占比由2021年的23%迅速提升至2022年的30%。公司自2015年起推动租赁模式, 解决了客户“资金占用大”与“管理难度大”这两大核心痛点; 对喜悦智行而言, 租赁模式下增强客户粘性提高壁垒, 同时租赁模式提供增值服务提高盈利性, 2022毛利率达42%, 显著高于包装产品的28%毛利率。我们认为租赁模式收入占比仍有较大提升空间, 有望增厚公司业绩并提高毛利率。
- **家电+新能源, 静候新行业开拓成果。**家电: 公司2022年家电收入4441万元, 较2021年增长123%, 公司近年切入家电行业后增长迅速, 当前家电行业仍为可循环包装材料蓝海, 家电行业内纵向横向空间均较大。新能源: 公司2022年12月公告获得新能源汽车电池模组循环包装项目定点, 新能源电芯模组包装材料研发完成进入试生产阶段, 我们认为新能源行业对可循环塑料包装而言同样是蓝海, 空间广阔。
- **盈利预测与投资评级:**喜悦智行是国内领先的定制化可循环塑料包装材料公司, 近年来品牌打造成效尽显, 未来有望充分受益于双碳政策下接受可循环材料的行业拓展和现有汽车客户的稳步开发, 业绩有望保持高速增长。我们预计公司2023-2025年营收为7.08/10.75/16.51亿元, 同比增长66%/52%/50%; 归母净利润为1.31/1.94/2.89亿元, 同比增长99%/48%/49%。当前股价对应23年PE26.2x。维持“买入”评级。
- **风险因素:**原材料价格大幅上升风险; 可循环包装材料推广不及预期风险; 技术替代风险。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	363	428	708	1,075	1,615
增长率 YoY %	35.6%	17.9%	65.5%	51.9%	50.2%
归属母公司净利润 (百万元)	61	66	131	194	289
增长率 YoY%	3.2%	8.3%	99.3%	47.8%	49.2%
毛利率%	36.7%	32.4%	33.9%	33.9%	33.8%
净资产收益率ROE%	6.7%	7.0%	12.2%	15.3%	18.5%
EPS(摊薄)(元)	0.47	0.51	1.01	1.49	2.22
市盈率 P/E(倍)	56.54	52.18	26.18	17.71	11.87
市净率 P/B(倍)	3.80	3.63	3.19	2.70	2.20

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2023年04月20日收盘价

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	780	770	957	1,196	1,608
货币资金	507	321	196	233	87
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	187	237	471	604	1,012
预付账款	4	9	9	14	21
存货	70	89	163	220	357
其他	13	115	117	125	132
<b>非流动资产</b>	240	360	373	384	392
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	129	150	164	175	184
无形资产	47	56	55	54	53
其他	64	155	155	155	155
<b>资产总计</b>	1,021	1,130	1,330	1,580	2,000
<b>流动负债</b>	104	173	242	298	429
短期借款	28	80	80	80	80
应付票据	5	3	10	10	20
应付账款	44	64	118	159	257
其他	27	25	34	49	72
<b>非流动负债</b>	12	11	11	11	11
长期借款	0	0	0	0	0
其他	12	11	11	11	11
<b>负债合计</b>	116	184	253	309	440
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司	905	945	1,077	1,270	1,560
<b>负债和股东权益</b>	1,021	1,130	1,330	1,580	2,000

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	363	428	708	1,075	1,615
同比	35.6%	17.9%	65.5%	51.9%	50.2%
归属母公司净利润	61	66	131	194	289
同比	3.2%	8.3%	99.3%	47.8%	49.2%
毛利率(%)	36.7%	32.4%	33.9%	33.9%	33.8%
ROE%	6.7%	7.0%	12.2%	15.3%	18.5%
EPS(摊薄)(元)	0.47	0.51	1.01	1.49	2.22
P/E	56.54	52.18	26.18	17.71	11.87
P/B	3.80	3.63	3.19	2.70	2.20
EV/EBITDA	31.02	27.79	19.71	13.56	9.72

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	363	428	708	1,075	1,615
营业成本	230	289	468	711	1,070
营业税金及	3	3	4	6	10
销售费用	18	23	33	49	74
管理费用	24	36	39	65	97
研发费用	10	12	19	29	44
财务费用	1	0	0	0	0
减值损失合	-2	-1	0	0	0
投资净收益	0	5	7	11	16
其他	-4	-1	2	3	5
<b>营业利润</b>	72	69	154	229	342
营业外收支	2	9	2	2	2
<b>利润总额</b>	74	78	156	231	344
所得税	13	13	25	37	55
<b>净利润</b>	61	66	131	194	289
少数股东损	0	0	0	0	0
<b>归属母公司</b>	61	66	131	194	289
EBITDA	105	105	169	242	353
EPS(当	0.61	0.51	1.01	1.49	2.22

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	-17	-18	-99	60	-129
净利润	61	66	131	194	289
折旧摊销	33	45	22	24	27
财务费用	1	-1	0	0	0
投资损失	0	-6	-7	-11	-16
营运资金变	-116	-126	-242	-146	-428
其它	5	4	-2	-2	-2
<b>投资活动现金流</b>	-38	-176	-26	-22	-17
资本支出	-38	-85	-33	-33	-33
长期投资	0	-100	0	0	0
其他	0	8	7	11	16
<b>筹资活动现金流</b>	517	6	0	0	0
吸收投资	506	0	0	0	0
借款	78	136	0	0	0
支付利息或	-1	-32	0	0	0
<b>现金流净增加额</b>	462	-189	-125	37	-146

## 研究团队简介

王舫朝，信达证券非银金融&中小盘首席分析师。硕士，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019年11月加入信达证券研发中心。2020年“新浪金麒麟非银行金融行业新锐分析师”。

武子皓，中小盘分析师，西安交通大学学士，悉尼大学硕士，ACCA，五年研究经验，历任民生证券、国泰君安证券分析师，2022年加入信达证券负责中小市值行业研究工作，2019年“新浪金麒麟行业新锐分析师”。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjiali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com



华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准20%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。