

# 瓦楞纸包装设备龙头，聚焦主业再出发！

## ——东方精工深度报告

### 投资要点

#### □ 瓦楞纸箱包装设备龙头，2011-2020年归母净利润 CAGR 为 20%

公司主营智能瓦楞纸箱包装设备业务，子公司百胜动力负责舷外机业务。根据2021年中报显示，瓦楞纸智能包装设备与舷外机业务分别占比总营收的84%、16%。2011-2020年营业收入、归母净利润 CAGR 分别约26%、20%。

#### □ 快递行业高速发展，有望为瓦楞纸包装产业打开成长空间

目前瓦楞纸生产、印刷包装设备及周边辅助、仓储物流行业全球整体规模约300-400亿元人民币，公司全球排名第三，市占率约10%。2014-2020年快递业务量 CAGR 约35%。随着快递业务的高速发展、消费升级趋势提升和智能制造赋能，瓦楞纸包装行业仍存在较大的提升空间。

#### □ 智能化+Fosber 亚洲，聚焦主业深化公司竞争优势

**智能化:** 1) 软件端，2020年10月设立子公司东方合智，致力于为瓦楞纸包装行业打造基于工业互联网的智慧工厂；2) 硬件端，公司具备业内产品规格和市场定位最齐全、最丰富的产品库。包括 Tiruna 瓦楞辊、Fosber、Quantum 高端瓦楞纸板生产线、东方印刷机瓦楞纸箱全自动印刷联动线和单机产品等系列产品，致力于全面提升质量、生产效率、成本效益和交付速度。

**Fosber 亚洲:** Fosber 集团是全球第二大规模的高端瓦楞纸板生产线厂商，全球高端瓦楞纸板生产线市占率约30%。Fosber 亚洲2014年成立，主要面向中国市场。近年来实现高速增长，2017-2020年 Fosber 亚洲营收 CAGR 约88%。

#### □ “民用端+军用端”双轮驱动，舷外机市场进入发展快车道

2020年全国游艇行业规模约125亿元，上游设备及配件市场规模约81亿元，百胜动力市占率约3-4%。2014-2020年百胜动力营收 CAGR 约22%。随着人均GDP的提升带来的消费升级、游艇国产化、海洋强国战略和水上执法装备升级带来的需求，公司舷外机产品有望进入发展快车道。

#### □ 盈利预测与估值

公司为瓦楞纸包装设备龙头，预计公司2021-2023年营收分别为37/44/53亿元，同比增长26%/20%/19%；归母净利润分别为4.4/5.2/6.3亿元，同比增长12%/20%/20%，对应PE16/13/11X。首次覆盖，给予“买入”评级。

#### □ 风险提示

1) 海外疫情影响 Fosber 公司线下安装调试

#### 财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2916	3681	4404	5253
(+/-)	-71%	26%	20%	19%
归母净利润	389	436	523	626
(+/-)	-82%	12%	20%	20%
每股收益(元)	0.29	0.33	0.39	0.47
P/E	18	16	13	11
ROE	9%	9%	10%	11%
PB	1.9	1.4	1.3	1.1

### 评级

上次评级

当前价格

### 买入

首次覆盖

¥5.24

### 单季度业绩

3Q/2021

2Q/2021

1Q/2021

4Q/2020

元/股

0.10

0.10

0.05

0.11

分析师: 邱世梁

执业证书号: S1230520050001  
qiushiliang@stocke.com.cn

分析师: 王华君

执业证书号: S1230520080005  
wanghuajun@stocke.com.cn

联系人: 林子尧

linziyao@stocke.com.cn



### 相关报告

## 投资案件

### ● 盈利预测、估值与目标价、评级

预计公司 2021-2023 年营收分别为 37/44/53 亿元，同比增长 26%/20%/19%；归母净利润分别为 4.4/5.2/6.3 亿元，同比增长 12%/20%/20%，对应 PE16/13/11 X。首次覆盖，给予“买入”评级。

### ● 关键假设

- 1) 受益于快递行业的高速发展，瓦楞纸包装设备行业持续增长；
- 2) 国内舷外机市场高速发展，公司舷外机市占率不断提升。

### ● 我们与市场的观点的差异

#### 市场认为：

受制于产业链上游箱纸板（麻纸板）与瓦楞原纸瓦供需缓慢增长及供需缺口扩大，瓦楞纸箱行业发展趋于稳定，增速放缓。同时，公司剥离普莱德业务（锂电 PACK）后，原有瓦楞纸包装设备业务盈利能力提升有限。

#### 我们认为：

- 1) 2020 年国内邮政行业业务收入（不包括邮政储蓄银行直接营业收入）增速约 15%，2011-2020 年公司主营业务收入 CAGR 约 24%，大幅领先行业。公司通过自主研发和外延并购的方式进行全产业链布局，深度聚焦瓦楞纸包装行业，在瓦楞纸箱产业链各环节布局使公司盈利能力仍有进步空间。
- 2) 智能制造带来的存量替换：据统计国内市场大概有 6000 多条瓦楞纸板生产线，以及数量更多的瓦楞纸箱印刷包装设备存量，其中大部分的存量设备预计将在未来 5-10 年中被智能化水平、生产效率、稳定性可靠性更高的产线设备替代。升级换代过程中，市场对高端产线设备的需求会持续增长。子公司 Fosber 集团，在全球瓦楞纸板生产线行业市场的市占率位于全球第二，产线低端设备替换高端设备过程中，竞争优势明显。此外，随着快递行业的高速发展，fosber 亚洲在公司全产业链布局的助推以及携手万德在数码印刷行业布局，叠加子公司百胜动力舷外机业务的协同，公司有望打开新的市场空间。

### ● 股价上涨的催化因素

- 1) Fosber 亚洲订单高增；
- 2) 舷外机产品订单增长。

### ● 投资风险

海外疫情影响 Fosber 公司线下安装调试

## 正文目录

<b>1. 瓦楞纸包装机械龙头，聚焦主业再出发</b>	<b>6</b>
1.1. 聚焦主业，2020年瓦楞纸智能包装设备营收占比约88%以上	6
1.2. 实控人及一致行动人持股比例约27.6%	7
1.3. 公司主业营收稳定增长，2011-2020年CAGR为24%	7
1.4. 股权激励彰显公司信心，主业有望持续稳定发展	9
<b>2. 高端化+智能化有望使瓦楞纸箱市场“老树发新芽”</b>	<b>10</b>
2.1. 中国是全球最大的瓦楞纸箱市场，全产业链协同发展	10
2.2. 快递高速发展有望为瓦楞纸包装产业打开新成长空间	13
2.3. 竞争格局：中小企业占比超过50%，智能制造有望加速行业整合	15
2.4. 展望未来：集中度提升；中高端化；模式转变	16
<b>3. 剥离普莱德聚焦主业，瓦楞纸包装设备龙头再出发</b>	<b>19</b>
3.1. 剥离普莱德聚焦主业，纵深布局打开智能包装物流产业链	19
3.2. 数字化转型加码工业4.0	22
3.3. 携手深圳万德，进军工业数字印刷领域有望打开新成长空间	26
<b>4. 舷外机业务：有望进入发展快车道</b>	<b>28</b>
4.1. 国产品牌行业第一，近五年营收复合增速22%	28
4.2. 军+民+技术升级，舷外机业务有望进入发展快车道	30
<b>5. 盈利预测</b>	<b>33</b>
5.1. 业务拆分	33
5.2. 估值探讨	34
5.3. 投资建议	34
<b>6. 风险提示</b>	<b>34</b>

## 图表目录

图 1: 瓦楞纸智能包装设备示意图	6
图 2: 舷外机产品示意图	6
图 3: 2021H1 公司瓦楞纸包装设备占比总营收 84%	6
图 4: 2011-2020 年智能包装设备毛利率中枢约 29%	6
图 5: 公司实控人及一致行动人为唐灼林与唐灼棉兄弟，合计持股占比约 26%	7
图 6: 2011-2020 年公司营收 CAGR 约 26%	7
图 7: 2011-2020 年公司归母净利润 CAGR 约 20%	7
图 8: 2011-2020 年公司几何毛利率/净利率维持在 26%/15%	8
图 9: 2011-2020 年公司整体费用率管控良好	8
图 10: 2011-2020 年公司营运能力稳健	8
图 11: 公司出售普莱德后具备充足的货币资产	8

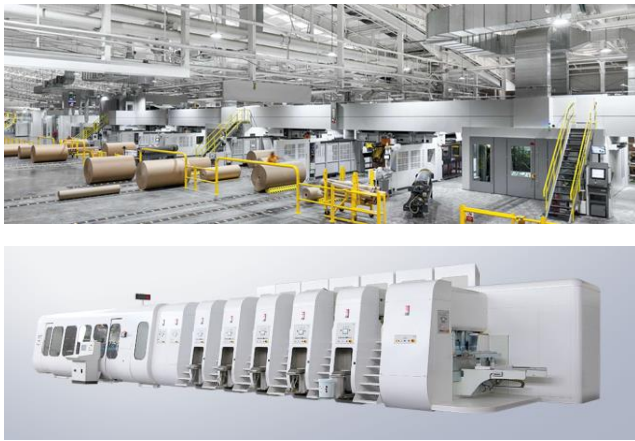
图 12: 东方精工处于智能瓦楞包装装备行业 .....	10
图 13: 2020 年箱纸板供需缺口加大 .....	11
图 14: 2020 年瓦楞原纸供需缺口逐渐加大 .....	11
图 15: 瓦楞纸价逐年攀升 .....	11
图 16: 瓦楞纸箱行业处于缓慢增长态势, 10 年 CAGR 约 1% .....	12
图 17: 纸箱端: 2019 年餐饮领域占比约 42% .....	12
图 18: 2019 年全球包装设备下游食品饮料合计占比近 60% .....	12
图 19: 2020 年快递服务企业业务量完成 833.6 亿件, YOY31% .....	13
图 20: 2020 年快递业务收入完成 8795 亿元, YOY17% .....	13
图 21: 2020 年快递各业务条线相比 2019 年均有所上升 .....	14
图 22: 2020 年异地快递营收占比快递总量的 52% .....	14
图 23: 2020 年异地快递业务量占比全部快递的 83% .....	14
图 24: 从单月快递业务量来看, 快递淡旺季特征减弱 .....	14
图 25: 2019-2025 年快递瓦楞纸包装市场规模增速约 15% .....	15
图 26: 我国纸包装行业市场分散现象明显 .....	15
图 27: 中国纸箱厂数量正在逐渐减少 .....	15
图 28: 瓦楞纸箱行业存在较大的增长空间 .....	17
图 29: 行业集中度偏低, 中国瓦楞纸箱企业 CR10 约 0% .....	17
图 30: 纸箱厂企业数量正在减少 .....	17
图 31: 智能制造应用于瓦楞纸包装行业 .....	18
图 32: 东方精工产业布局打通瓦楞纸板上中下游 .....	20
图 33: 产品: 瓦楞纸包装生产线 .....	20
图 34: 瓦楞纸印刷包装设备 .....	20
图 35: 东方合智行业智慧工厂整体解决方案示意图 .....	23
图 36: fosber 集团深度布局工业 4.0 .....	24
图 37: PRO 系列生产线流程图 .....	24
图 38: AGV 下游领域广阔 .....	25
图 39: 2021-2025 年全球 AGV 市场规模 CAGR 约 14% .....	25
图 40: 携手深圳万德, 进军工业数字印刷领域有望打开新成长空间 .....	26
图 41: 喷墨印刷市场占比不断提升, 2013-2018 年市场规模 CAGR 约 10% .....	26
图 42: 万德目前已建立起完备的数码印刷矩阵 .....	27
图 43: 公司产品符合低碳环保的要求, 运转平稳、噪音低 .....	28
图 44: 公司产品拥有更高的可靠性和更长的寿命 .....	28
图 45: 2015-2020 年公司营收 CAGR 为 22% .....	28
图 46: 公司舷外机毛利率中枢约 28% .....	28
图 47: 中国各类游艇总数 2012-2020 年 CAGR 为 30% .....	29
图 48: 美国舷外机总销量 2013-2020 年 CAGR 为 8% .....	29
图 49: 2020 年中国人均 GDP 为 7.2 万元人民币, 约 1.1 万美元 .....	31
表 1: 2020 年中国瓦楞纸包装行业竞争格局 .....	16
表 2: 普莱德收购-剥离历史 .....	19
表 3: Fosber 亚洲产品性能优于国内同类产品 .....	21
表 4: 近年来东方精工聚焦主业, 不断完善瓦楞纸板生产线布局 .....	21
表 5: 意大利 Fosber 集团产品性能优秀, 具备竞争优势 .....	22

表 6: 公司瓦楞纸箱印刷机的战略规划及竞争优势 .....	22
表 7: 公司主要竞争对手 .....	29
表 8: 公司主要业务预测及拆分(亿元) .....	33
表 9: 可比公司估值情况 .....	34
表附录: 三大报表预测值 .....	35

## 1. 瓦楞纸包装机械龙头，聚焦主业再出发

东方精工公司成立于1996年，并于2011年在深交所上市，是我国最早从事智能瓦楞纸箱包装设备研发、设计和生产的企业之一，为国内龙头、国际领先的智能瓦楞纸箱包装设备供应商。近年来公司逐渐切入特种设备领域。旗下子公司百胜动力自主研发的舷外机产品是国产品牌中型号最为齐全，功率区间最大的生产厂家，目前已成功切入军、民品两大市场。

图 1：瓦楞纸智能包装设备示意图



资料来源：东方精工官网，浙商证券研究所

图 2：舷外机产品示意图



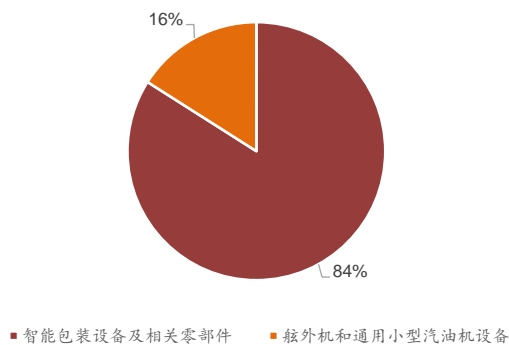
资料来源：百胜动力官网，浙商证券研究所

### 1.1. 聚焦主业，2020 年瓦楞纸智能包装设备营收占比约 88%以上

公司于2019年剥离动力电池（普莱德）业务，目前公司业务结构清晰，主要分智能包装设备，舷外机两大业务。根据2021年中报显示，瓦楞纸智能包装设备与舷外机业务分别占比总营收的84%、16%。

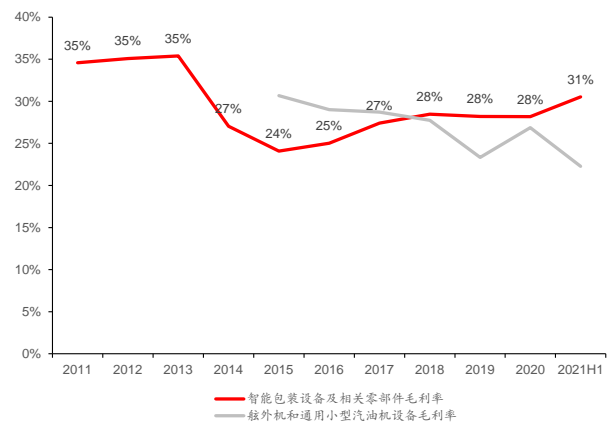
两大业务毛利率稳定，2011-2020年智能包装设备毛利率中枢处于29%水平，2015-2020年舷外机业务毛利率约27%。

图 3：2021H1 公司瓦楞纸包装设备占比总营收 84%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 4：2011-2020 年智能包装设备毛利率中枢约 29%

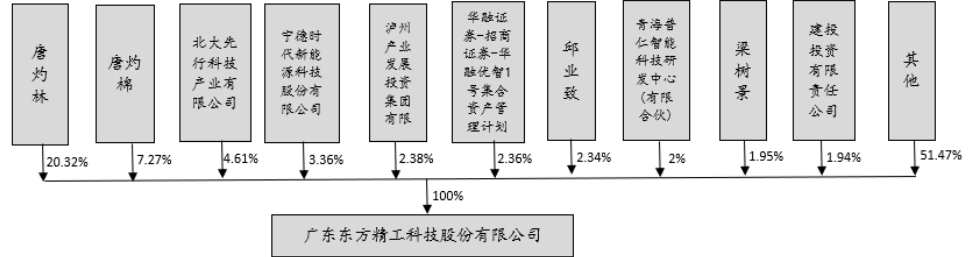


资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 1.2. 实控人及一致行动人持股比例约 27.6%

公司于 2019 年剥离普莱德 100% 股权，部分新能源汽车领域的相关股东减持股票，股权结构发生变动。变动后公司实控人及一致行动人仍为唐灼林与唐灼棉，二位系兄弟关系，合计占总股本比例 27.59%。

图 5：公司实控人及一致行动人为唐灼林与唐灼棉兄弟，合计持股占比约 26%

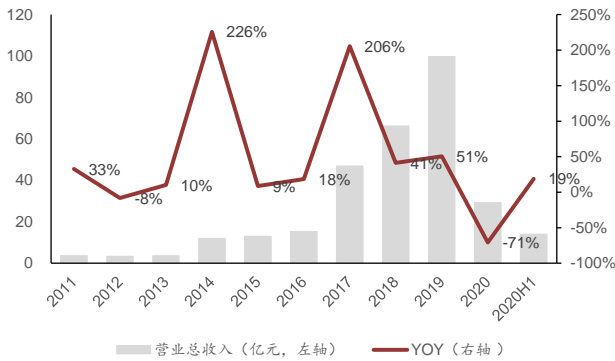


资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 1.3. 公司主业营收稳定增长，2011-2020 年 CAGR 为 24%

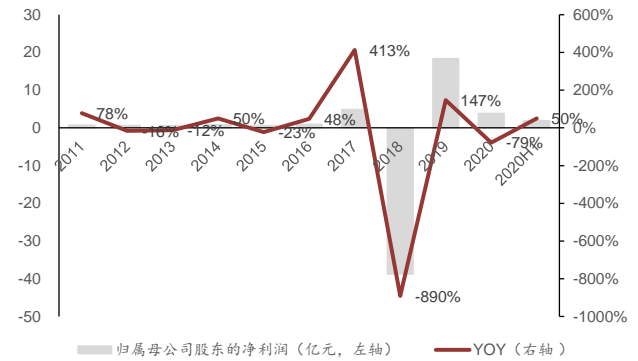
2011-2020 年公司营业收入、归母净利润 CAGR 分别约 26%、20%。疫情得到有效控制后国内物流等行业复苏动能强劲，包装机械需求旺盛，2021 年 H1 公司实现营收 14 亿元，归母净利润 1.9 亿元，分别同比增长 18%、50%。公司受益于物流市场扩容，包装厂自动化率提升双轮驱动，未来业绩有望延续高增长态势。

图 6：2011-2020 年公司营收 CAGR 约 26%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 7：2011-2020 年公司归母净利润 CAGR 约 20%

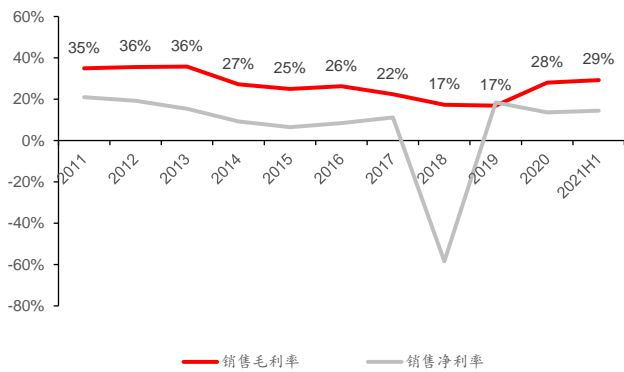


资料来源：Wind，浙商证券研究所

剔除普莱德造成的影响，公司主营业务 2011-2020 年复合增速约 24%。公司 2020 年利润下滑主要系剥离普莱德动力电池业务后不参与并表所致，公司已于 2019 年末出售普莱德 100% 股权，结束与其的纠纷。若排除普莱德所带来的营收，公司 2011-2020 年主营业务瓦楞纸包装设备营收由 3.6 亿元提升至 26 亿元，复合增速约 24%，维持稳定增长。

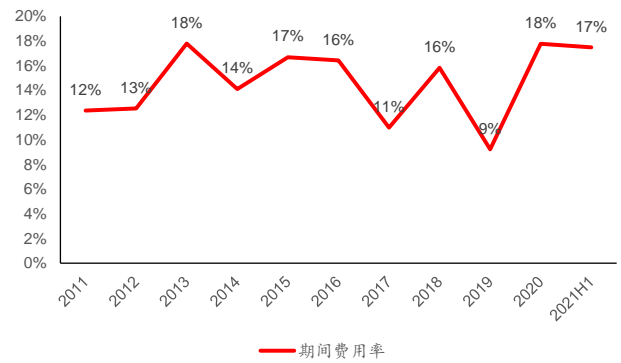
整体费用率管控良好，2011-2020 年公司期间费用率中枢保持在 14% 左右。费用率近年来有所提升主要系管理费用加大的原因，未来伴随公司管理水平不断提升，费用率有望回归中枢值 14% 附近。

图 8：2011-2020 年公司几何毛利率/净利率维持在 26%/15%



资料来源：Wind，浙商证券研究所，几何净利率剔除了 2018 年

图 9：2011-2020 年公司整体费用率管控良好



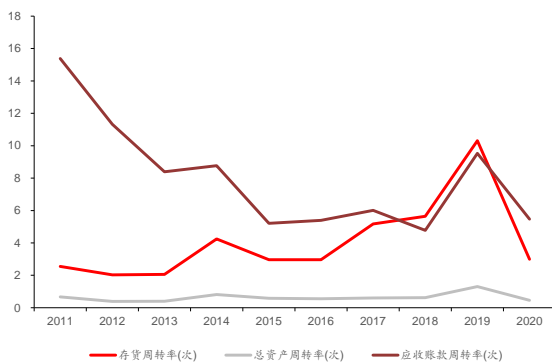
资料来源：Wind，浙商证券研究所

**应收账款周转率提升，公司产品影响力逐渐提升。**2020 年公司应收账款周转率达 5.47 次，回款状况良好；存货、总资产周转率分别为 2.99、0.46 次，相对比较平稳。除 2017 年，过去 10 年公司经营性现金流净额均为正，因剥离普莱德相关资产，公司经营性现金流情况良好，2020 年经营性现金流 5.5 亿元，期末现金余额 8.6 亿元。

**出售普莱德使公司具备充足的货币资产。**普莱德股权出售后，公司成功收回 15 亿现金，财务状况获得极大改善。据公司公告披露，2020 年末公司总资产达到 63.23 亿元，期末现金余额 8.6 亿元，占总资产比例 14%。

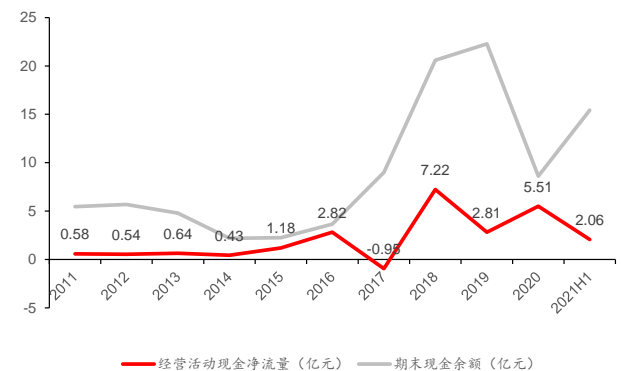
**充足的货币有望持续推动回购计划。**2021H1 公司货币资金及交易性金融资产约 28 亿元，持续保持高位。受宁德时代等新能源旧股东等影响，我们认为公司可采取回购方式达到分红效果，同时公司充足的货币资金为公司持续进行股票回购或推动资本运作提供了可能。

图 10：2011-2020 年公司营运能力稳健



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 11：公司出售普莱德后具备充足的货币资产



资料来源：Wind，浙商证券研究所



#### 1.4. 股权激励彰显公司信心，主业有望持续稳定发展

2021年2月，公司发布股权激励计划（草案）。计划向公司核心管理人员及技术人员共7人授予331.25万股，拟授予价格为1元/每股。

其中首次授予265万股，占比草案公告时公司股本总额的0.2%，预留66.25万股，占本激励计划草案公告时公司股本总额的0.05%。

方案以公司2022-2024年净利润为考核指标进行考核，规定2022-2024年净利润增速不低于2020-2021年平均值的10%、20%、30%。

激励费用方面，本次方案预计需摊销总费用为1094.45万元，分别于2022-2025年各摊销462、410、191.5、30.4万元。预计对公司财务造成影响幅度较小。

我们自普莱德事件后，公司不断聚焦主业。拟推行股权激励计划彰显公司未来对瓦楞纸包装设备等产业布局的雄心，主业有望在未来几年持续稳定发展。

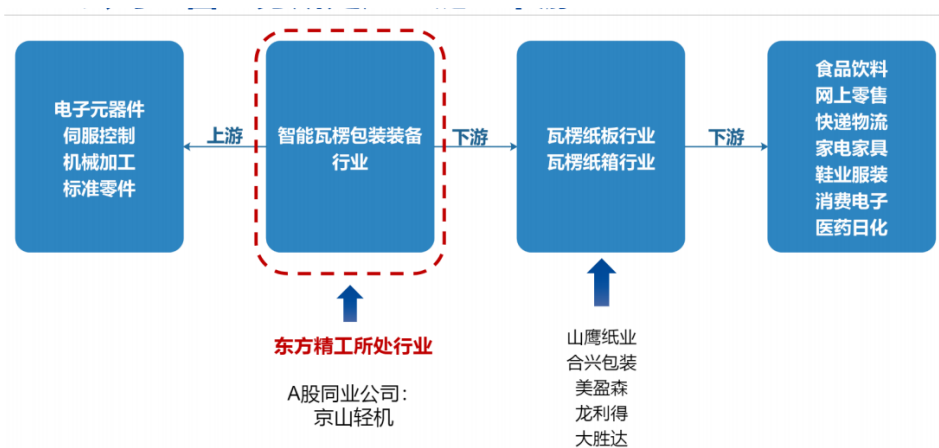
## 2. 高端化+智能化有望使瓦楞纸箱市场“老树发新芽”

### 2.1. 中国是全球最大的瓦楞纸箱市场，全产业链协同发展

我国 1954 年才开始推广使用瓦楞纸箱，行业起步较晚。较日本、美国晚 40 年、60 年。改革开放以来，我国瓦楞纸箱行业发展迅速，所创造的产值已经占到中国纸包装行业整体产值的 85%左右。目前增速已超过美国，成为全球最大的瓦楞纸箱市场。

瓦楞纸包装行业产业链可分为上游-造纸厂（太阳纸业、博汇纸业、玖龙纸业、山鹰纸业等），中游-瓦楞纸制品制造及包装（合兴包装、裕同包装、美盈森、山鹰纸业等），下游-各大瓦楞纸板应用市场（食品、饮料、电子、日化、快递等）。

图 12：东方精工处于智能瓦楞包装装备行业



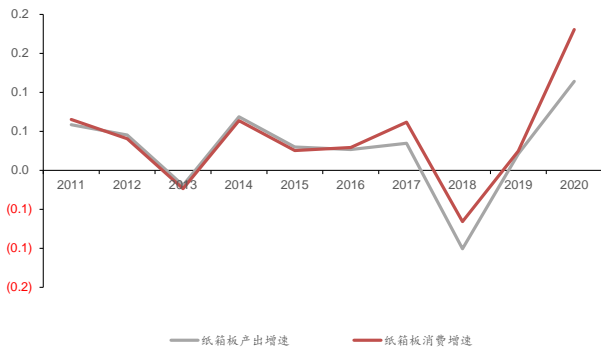
资料来源：公司 2021 中报业绩交流会，浙商证券研究所

#### 上游：供需缺口逐渐扩大，市场价回暖

箱纸板（麻纸板）与瓦楞原纸是瓦楞纸箱生产过程中的重要原料。根据中国包装联合会统计数据，全国箱纸板完成产量、消费量从 2010 年的 1880 万吨/1946 万吨提升至 2020 年的 2440 万吨/ 2837 万吨，完成量/消费量 10 年复合增速约为 3%/4%，箱纸板（原料）行业处于缓慢增长态势，但供需缺口逐渐加大。

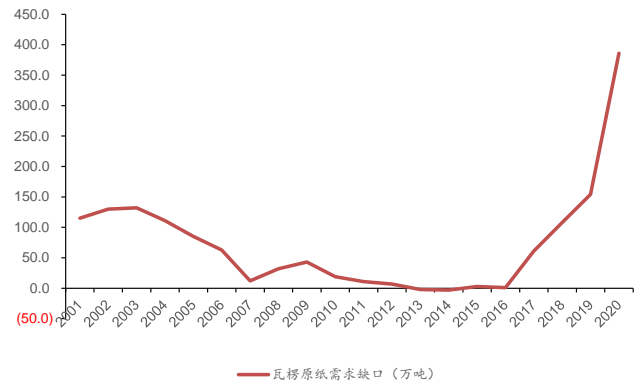
从瓦楞原纸数据来看，同样呈现出行业缓慢增长，但供需缺口扩大的态势。根据中国造纸协会数据，全国瓦楞原纸产量/消费量从 2010 年的 1870 万吨/1889 万吨提升至 2020 年的 2390 万吨/2776 万吨，瓦楞原纸产量/消费量 10 年复合增速分别为 2%/4%，消费增速大于产出增速，供需缺口加大。

图 13：2020 年箱纸板供需缺口加大



资料来源：中国造纸协会，前瞻网，wind，浙商证券研究所

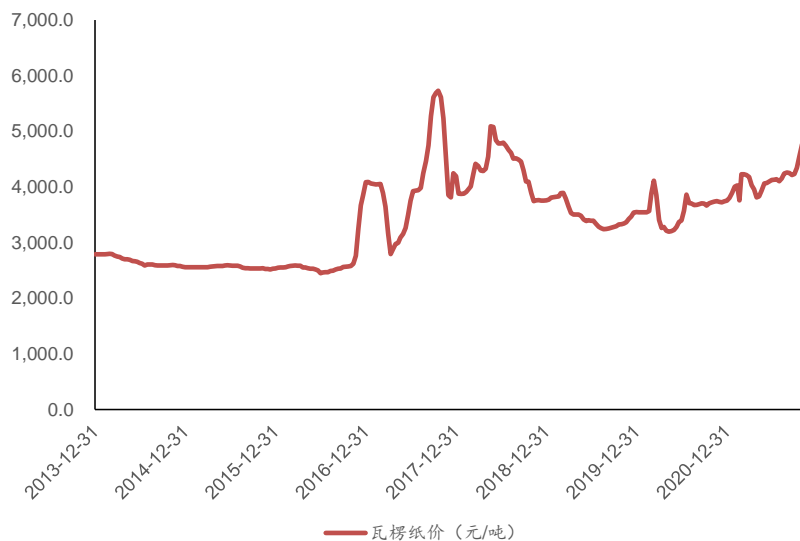
图 14：2020 年瓦楞原纸供需缺口逐渐加大



资料来源：中国造纸协会，wind，浙商证券研究所

从瓦楞纸价来看，供需缺口叠加 2016 年后国际废纸、煤炭等大宗商品价格上涨，环保等因素，瓦楞纸市场逐渐提升。根据国家统计局数据，全国高强瓦楞纸从 2016 年起上涨幅度较大，2018 年后进入价格震荡期，整体较 2013 年呈现上涨趋势。

图 15：瓦楞纸价逐年攀升



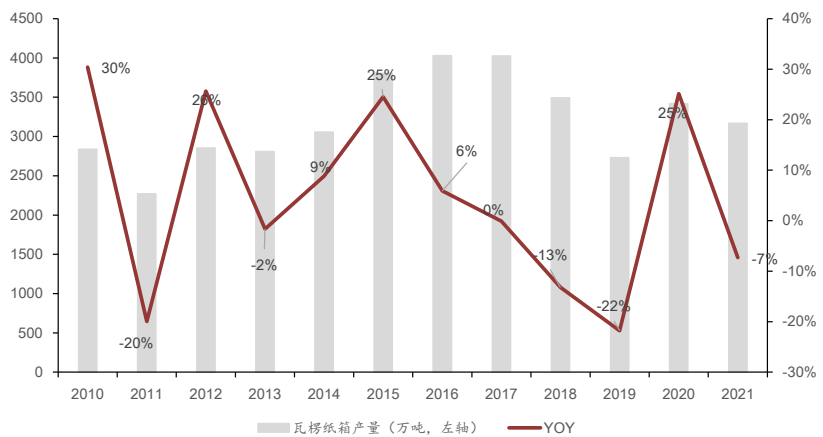
资料来源：国家统计局，wind，浙商证券研究所

### 中游：瓦楞纸箱中长期处于缓慢增长态势，10 年复合增速约 1%

瓦楞纸箱年产量受短期供求关系影响，年产量有所波动，中长期来看，瓦楞纸箱行业处于缓慢增长态势。根据国家统计局数据，我国瓦楞纸箱产量从 2010 年的 2839 万吨增长至 2020 年的 3171 万吨，10 年复合增速约 1%，处于缓慢增长态势。

从设备端来看，根据东方精工公告披露，据统计国内市场大概有 6000 多条瓦楞纸板生产线，以及数量更多的瓦楞纸箱印刷包装设备存量，其中大部分的存量设备预计将在未来 5-10 年中被智能化水平、生产效率、稳定性可靠性更高的产线设备替代。升级换代过程中，市场对高端产线设备的需求会持续增长。

图 16: 瓦楞纸箱行业处于缓慢增长态势, 10 年 CAGR 约 1%



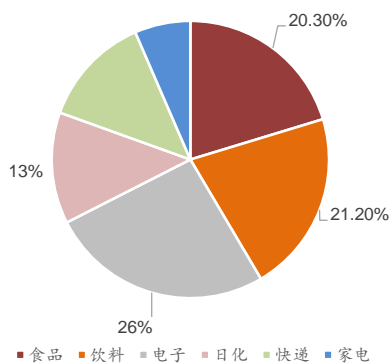
资料来源: 国家统计局, 浙商证券研究所

**下游: 主要集中于餐饮、日化品领域**

从瓦楞纸箱端看, 下游主要集中于餐饮、电子、日化品领域。根据《中华纸业》数据显示, 2018 年中国瓦楞纸包装下游领域中餐饮行业占比约 42%( 饮料 21.2%、食品 20.3%), 电子产品占比约 26%, 日化品占比约 13%, 为三大主要领域。

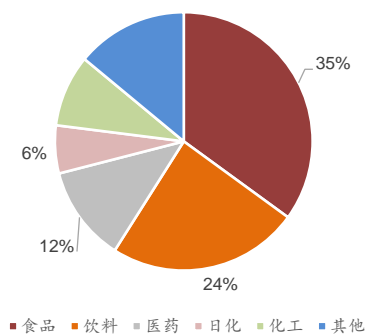
从设备端看, 包装机械行业个性化需求强, 下游行业主要为食品饮料。根据 Freedonia 数据, 2019 年全球包装设备机械中前三大终端应用领域分别为食品、饮料、医药( 国内前三下游与全球相同), 其中食品饮料包装需求占整体需求量的近 60%( 国内食品饮料合计占比为 54%); 未来随着食品和饮料产量每年增长, 供应商开发新产品时将产生新的包装机械需求。

图 17: 纸箱端: 2019 年餐饮领域占比约 42%



资料来源: 前瞻网, 浙商证券研究所

图 18: 2019 年全球包装设备下游食品饮料合计占比近 60%



资料来源: Freedonia, 浙商证券研究所

## 2.2. 快递高速发展有望为瓦楞纸包装产业打开新成长空间

我们认为快递业务高速发展有望使瓦楞纸包装产业焕发新春。

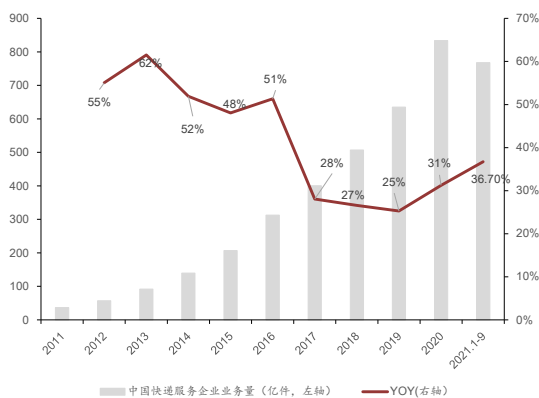
根据交通部数据披露,2010-2020年我国邮政业务收入(不包括邮政储蓄银行直接营业收入)整体上保持上升的趋势。2020年国内邮政行业业务收入(不包括邮政储蓄银行直接营业收入)完成11037.8亿元,同比增长14.5%。

分业务看,快递业务保持快速增长,邮政寄递服务业务受疫情影响,略有下滑。

**邮政寄递服务业务:**2020年邮政寄递服务业务量完成255.4亿件,同比增长3.3%;邮政寄递服务业务收入完成406.3亿元,同比下降5%。其中全年函件业务量完成14.2亿件,同比下降35%;包裹业务量完成2030.6万件,同比下降6%;订销报纸业务完成165.4亿份,同比下降1.6%;订销杂志业务完成7.1亿份,同比下降2.3%;汇兑业务完成960.7万笔,同比下降41.4%。

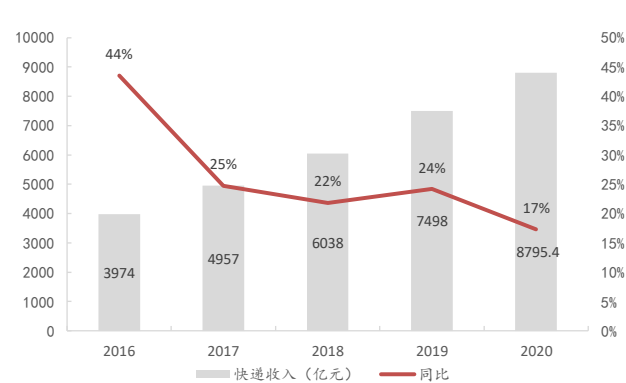
**快递业务:**整体保持快速增长。2020年快递服务企业业务量完成833.6亿件,同比增长31%;快递业务收入完成8795.4亿元,同比增长17%。

图 19: 2020 年快递服务企业业务量完成 833.6 亿件, YOY31%



资料来源: 国家邮政局, 浙商证券研究所

图 20: 2020 年快递业务收入完成 8795 亿元, YOY17%

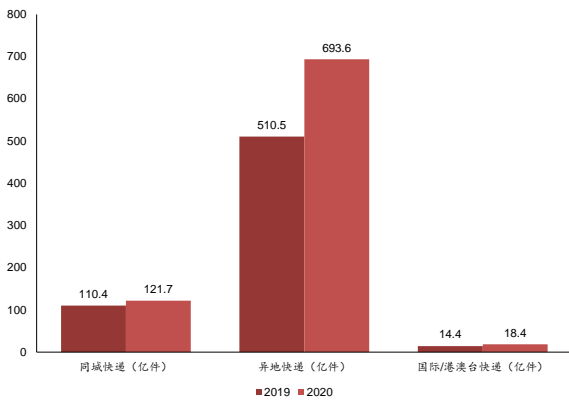


资料来源: 国家邮政局, 浙商证券研究所

从快递细分数据来看,形成同城快递业务小幅增长,异地快递业务快速增长,国际/港澳台快递业务持续增长局势。

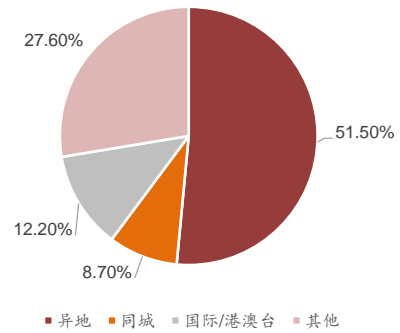
2020年同城快递业务量完成121.7亿件,同比增长10.2%;实现业务收入766.4亿元,同比增长1.9%。异地快递业务量完成693.6亿件,同比增长35.9%;实现业务收入4531.3亿元,同比增长15.0%。国际/港澳台快递业务量完成18.4亿件,同比增长27.7%;实现业务收入1073.4亿元,同比增长43.6%。

图 21：2020 年快递各业务条线相比 2019 年均有上升



资料来源：国家邮政局，浙商证券研究所

图 22：2020 年异地快递营收占比快递总量的 52%

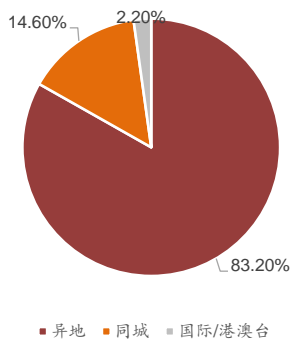


资料来源：国家邮政局，浙商证券研究所

在结构方面，2020 年全年同城、异地、国际/港澳台快递业务量分别占全部快递业务量的 14.6%、83.2%和 2.2%;业务收入分别占全部快递收入的 8.7%、51.5%和 12.2%。与去年同期相比，同城快递业务量的比重下降 2.8 个百分点，异地快递业务量的比重上升 2.8 个百分点，国际/港澳台业务量的比重基本持平。

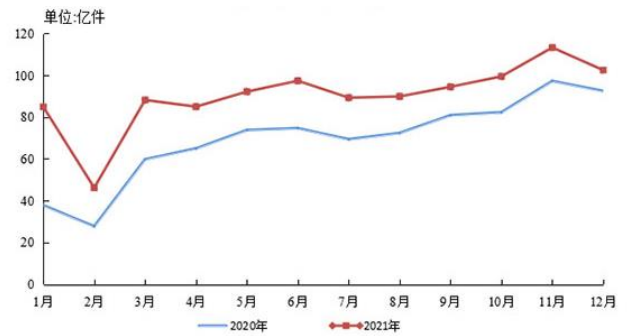
受“419”、“双品网购节”、“618”、“818”、“919”电商节等促销活动影响，与往年相比，“淡旺季”波动特征明显减弱、月度间流量更趋均衡。

图 23：2020 年异地快递业务量占比全部快递的 83%



资料来源：国家邮政局，浙商证券研究所

图 24：从单月快递业务量来看，快递淡旺季特征减弱

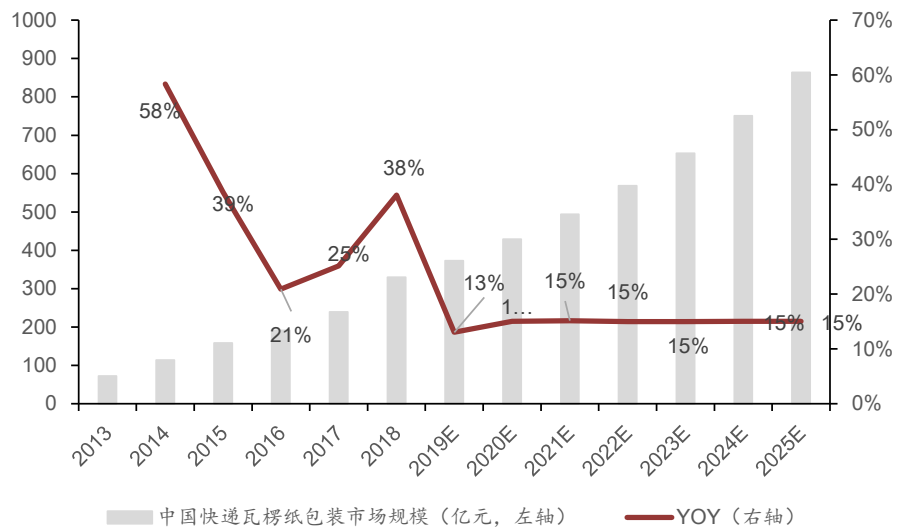


资料来源：国家邮政局，浙商证券研究所

### 中国快递行业瓦楞纸包装市场规模不断增加

根据中国造纸协会旗下的《中华纸业》杂志数据显示，近些年中国的快递瓦楞纸包装市场规模在不断上升，2018 年达到了 330 亿元。预计 2019 年能够达到 373 亿元。根据前瞻产业研究院预测，2020-2025 年中国快递瓦楞纸市场规模将会继续增加，预计 2025 年将会达到 864 亿元，2019-2025 年 CAGR 约为 15%。

图 25：2019-2025 年快递瓦楞纸包装市场规模增速约 15%



资料来源：前瞻研究院，《中华纸业》，浙商证券研究所

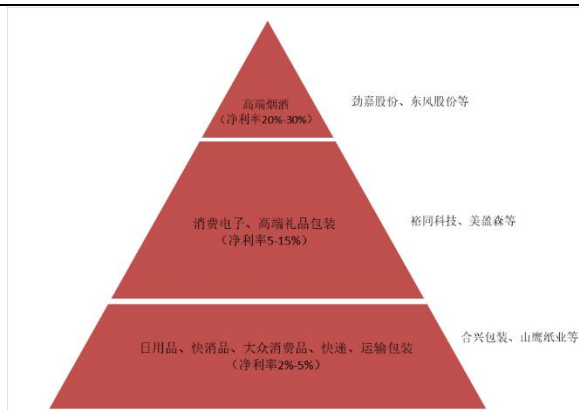
### 2.3. 竞争格局：中小企业占比超过 50%，智能制造有望加速行业整合

目前我国纸包装行业市场分散现象明显，按照利润率和规模体量呈现金字塔状。

**最底层：**工业包装及低端商业包装，规模体量最大，原材料以箱板、瓦楞为主，结构简单个性化程度低，多用于低客单价的日用品、快消品、快递包装以及部分高客单价但体积较大的商品(如家电)，净利润水平约在 2%~5%；

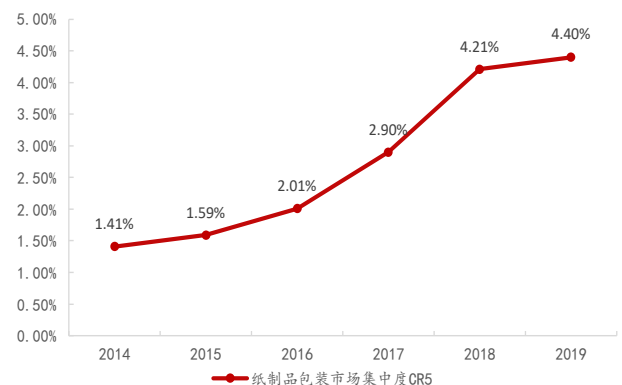
**中上层：**主要以白卡纸、白板纸等材料为主，印刷精美、结构复杂、设计附加值高，主要用于高客单价、小体积的商品，如消费电子、高端白酒、精品烟盒、高端礼品，其中消费电子包装净利率多在 5%~15%，烟酒包装净利率可达 20%~30%。

图 26：我国纸包装行业市场分散现象明显



资料来源：锐观咨询，浙商证券研究所

图 27：中国纸箱厂数量正在逐渐减少



资料来源：前瞻网，浙商证券研究所

**纸包装行业中小企业占比超 60%，2019 年 CR5 市场份额不足 5%。**根据前瞻网数据，2019 年我国纸制品包装行业 CR5 市场份额仅为 4.4%，行业集中度有待进一步提升。我们认为分散主要原因有：

1) 行业人力密集, 印刷设备虽具备一定的资本壁垒, 但中小厂商凭借低廉的人工成本仍可存活, 行业进入门槛仍然较低;

2) 产品对运输成本敏感, 存在 100-150km 运输半径, 导致中小厂家区域割据;

3) 下游需求分散导致集中度难以提升, 行业需求来自消费电子、烟、酒、化妆品、保健品等多个行业。

**智能制造背景下, 纸包装行业也将迎来产业升级与转型发展。**行业头部企业纷纷开始尝试“互联网+包装”模式, 目前厦门合兴包装、美盈森、裕同、劲嘉等头部包装企业均已注入互联网基因, 进军智能制造领域或云印刷等市场, 纸包装及印刷产业的互联网化将掀起巨变, 行业整合将迎来新的力量。智能制造及互联网包装背景下, **瓦楞纸包装设备龙头如东方精工、京山轻机等也有望迎来发展新机遇。**

**表 1: 2020 年中国瓦楞纸包装行业竞争格局**

	营业收入 (亿元)	主营业务	主要市场
合兴包装	91	瓦楞包装、工业用纸	华南、华中、华东
裕同科技	22	纸质包装、植物纤维制品、精密塑胶	国内外
山鹰纸业	71	箱板纸、瓦楞原纸、特种纸、纸板及纸质品包装	国内外
美盈森	33	轻型、重型包装产品	国内
大胜达	13.5	瓦楞纸箱、纸板	华东地区
森林包装	6	原纸、瓦楞纸板、纸箱	海内外
济丰包装	20	瓦楞纸板、瓦楞产品	海内外

资料来源: wind, 公司公告, 浙商证券研究所整理

从瓦楞包装设备市场来看, 全球瓦楞包装装备行业包括瓦楞纸板生产设备、瓦楞纸箱印刷包装设备、周边相关辅助设备及物流仓储设备, 全球行业规模约为 300-400 亿。公司 2020 年营收约 29 亿元, 约占市场规模的 10%。

竞争对手方面, 瓦楞纸板生产设备目前全球范围内对手主要为德国 BHS (全球第一)、Marquip (美国 Barry-Wehmiller 团全资子公司)、京山轻机 (A 股上市公司) 等。

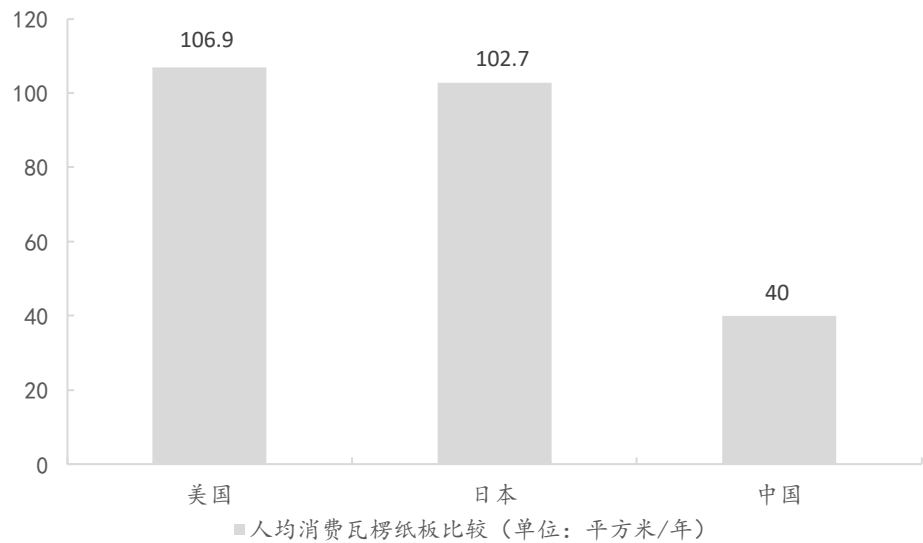
瓦楞纸箱印刷包装设备方面, 目前对手主要为 Bobst (瑞士)、Gopfert (德国)、Ward (美国 Barry-Wehmiller 集团全资子公司) 等。

## 2.4. 展望未来: 集中度提升; 中高端化; 模式转变

我国人均瓦楞纸消费水平占发达国家比例不足 40%, 瓦楞纸箱行业存在较大的增长空间。据统计, 我国人均瓦楞纸板消费仅为 40 平方米/年, 而美国、日本分别为 107 平方米/年、103 平方米/年。我国人均瓦楞纸板消费量远低于美国、日本等发达国家水平, 未来仍存在较大的提升空间。我们认为瓦楞纸行业未来将受益于: 1) 行业进一步出清, 集中度提升; 2) 消费升级: 瓦楞纸箱产品向中高档化方向发展; 3) 模式转变: 瓦楞纸箱企业从生产商向包装解决方案提供商转变; 4) 智能制造: 打造“互联网+包装”智能化, 平台化。



图 28：瓦楞纸箱行业存在较大的增长空间



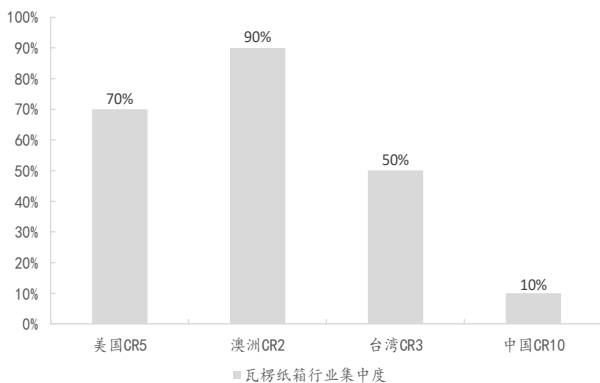
资料来源：中商产业研究院，浙商证券研究所

### 1) 行业进一步出清，集中度提升

我国瓦楞纸箱行业集中度偏低。我国前十大瓦楞纸箱企业合计市场份额低于 10%，而美国前五大瓦楞纸箱企业占到国内市场份额超过 70%，国际间行业集中度比较的结果显示我国瓦楞纸箱行业集中度偏低。

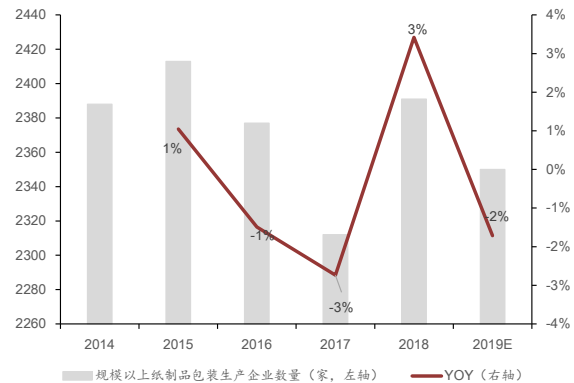
产能进一步出清，未来我国瓦楞纸箱行业将通过淘汰落后产能、并购重组等方式使行业集中度提高，进入规模化、集团化发展阶段。伴随着下游终端消费行业品牌化和升级趋势，下游企业对于瓦楞纸箱产品质量、功能性、印刷内容精良程度、交货时间、配套服务的要求也会逐步上升，中小纸箱厂将更加难以适应，产能面临进一步出清趋势。同时，环保压力和激烈的市场竞争将使得行业门槛逐步提高，有资金、技术实力的瓦楞纸箱企业将逐渐占据市场主导地位。

图 29：行业集中度偏低，中国瓦楞纸箱企业 CR10 约 0%



资料来源：锐观咨询，浙商证券研究所

图 30：纸箱厂企业数量正在减少



资料来源：前瞻网，浙商证券研究所

## 2) 消费升级：瓦楞纸箱产品向中高档化方向发展

消费升级的趋势下，纸箱产品逐步向中高档化发展，从“简单包装”走向“消费包装”。主要体现在：

a) 外包装配套的需求提升：低克重、高强度、轻量化瓦楞纸板成为普遍需求；

b) 对包装印刷的要求提升：除储运、保护、防潮、抗压等功能性作用外，对瓦楞纸箱的产品展示、品牌强化、消费引导的增值性作用需求提升。

## 3) 模式转变：瓦楞纸箱企业从生产商向包装解决方案提供商转变

当前：我国大部分瓦楞纸箱企业为“生产者”，仅负责设计方案的加工生产，利润空间较小。

未来向包装解决方案提供商转型：包装解决方案提供商的服务体现为从包装设计、定制、生产、配送、售后等各个环节全面为客户提供服务。从为客户提供包装外观和样式设计开始，缩短客户产品的设计周期，定制化地为客户提供适合其产品的最优最省整体方案，根据客户订单提供后续的生产、配送服务，并在售后与客户保持紧密联系，根据其反馈的情况随时提供相应的服务。际包装业巨头如国际纸业和 WestRock，早已由包装产品的生产商转变为了包装解决方案提供商。我国瓦楞纸箱行业中的领先企业也正往这种模式靠拢。

## 4) 智能制造：打造“互联网+包装”智能化，平台化

未来行业内优质包装企业将通过整合企业内外资源，建立生产、物流、信息平台，将客户包装产品的流转、存储直至生产辅助的全过程整合起来，全面且一站式地为客户解决各环节所需的所有包装物料问题，降低了客户整体包装与物流成本，增加了盈利增长点，并与客户建立长期相互信赖关系。

图 31：智能制造应用于瓦楞纸包装行业



资料来源：Fosber，浙商证券研究所

### 3. 剥离普莱德聚焦主业，瓦楞纸包装设备龙头再出发

#### 3.1. 剥离普莱德聚焦主业，纵深布局打开智能包装物流产业链

公司于 2016 年收购普莱德，2019 年 11 月剥离，获普莱德原股东 16.76 亿元的业绩补偿。目前公司聚焦主业，深化智能包装物流产业链布局。

**表 2：普莱德收购-剥离历史**

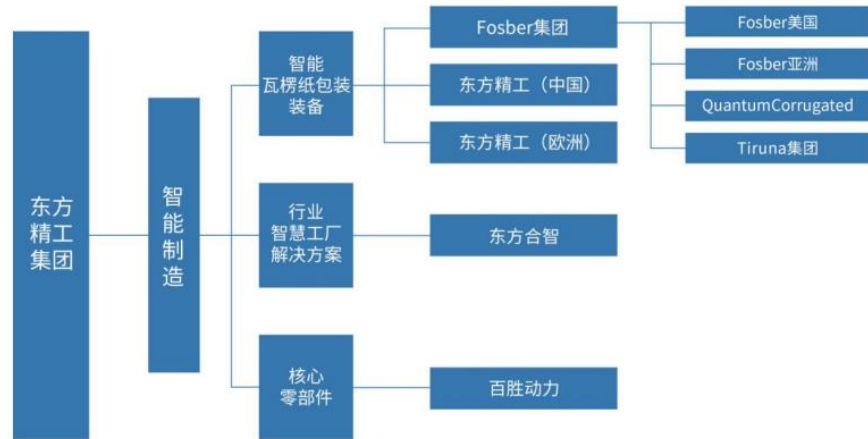
时间	事件	意义
2016 年 7 月	东方精工使用 47.5 亿元分别从北大先行、宁德时代、北汽产投和福田汽车以及青海普仁等五位股东中购买了普莱德 100% 的股权；同时，双方签署了对赌协议，要求普莱德在 2016 年到 2019 年这 4 年中，经过审计累计的扣非净利润合计不得低于 14.98 亿元，否则五位股东则需要对东方精工进行业绩补偿。	此项收购代表了东方精工正式进入动力电池业务
2019 年 4 月 17 日	东方精工发布专项审核公告并指出普莱德业绩不达标，2016 年至 2018 年普莱德累计实现扣非后净利润为 3.77 亿元，未达到业绩承诺要求，2018 年度普莱德原股东应补偿总金额为 26.45 亿元	
2019 年 4 月 19 日- 2019 年 4 月 22 日	原股东之一福田汽车公告指出，普莱德管理层批准报出的 2018 年度财务报表与东方精工披露的普莱德的业绩存在重大差异，其不认可东方精工关于普莱德的业绩报告； 原股东之一宁德时代同样公告称东方精工公告的普莱德 2018 年度业绩不符合实际情况，对普莱德与公司关联交易公允性的判断不客观，将严重损害本公司及股东的利益	
2019 年 5 月 6 日	普莱德管理层召开媒体说明会，并解释普莱德 2018 年实际业务状况并非亏损，同时也称东方精工和立信会计师事务所的做法极其不负责任	
2019 年 6 月 28 日- 2019 年 7 月 1 日	东方精工发布公告反击，罗列了普莱德的“多宗罪”，并指出两名普莱德原股东存在的一系列问题。 东方精工提起的利润补偿协议争议仲裁获受理，涉案金额 26.45 亿元。	
2019 年 11 月 25 日	东方精工与普莱德原股东以及普莱德签署《协议书》，就公司与普莱德原股东之间关于普莱德 2018 年度业绩承诺完成情况和利润补偿事项发生的争议纠纷，达成一揽子解决方案。基于其所委托的具有证券业务资格的评估机构以 2019 年 7 月 31 日为基准日所评估的普莱德 100% 股权的权益价值，确定以 15 亿元出售普莱德 100% 股权	有力缓解公司商誉减值计提产生的不利影响，回收 15 亿现金极大改善公司财务状况

资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

剥离普莱德后，公司业务结构清晰，主要分为智能包装设备及零部件与舷外机业务两大类。公司通过外延式并购，从上市初期单一的瓦楞纸板多色印刷成套设备供应商向产业链上下游延伸，并强化自身瓦楞纸箱印刷设备成套能力，逐步打造成为集上游瓦楞纸板

生产线、中游印前印后设备及印刷开槽模切设备、下游自动化物流系统于一体的智能瓦楞包装设备整体解决方案提供商。目前公司生产线在中国、意大利、美国均有布局。

图 32：东方精工产业布局打通瓦楞纸板上中下游



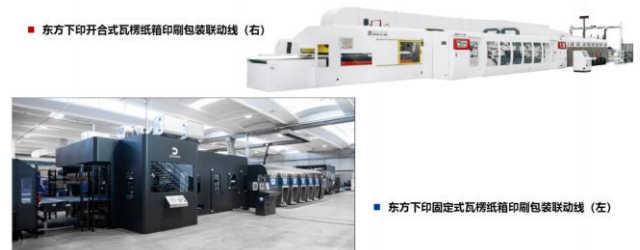
资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

图 33：产品：瓦楞纸包装生产线



资料来源：公司业绩说明会，浙商证券研究所

图 34：瓦楞纸印刷包装设备



资料来源：公司业绩说明会，浙商证券研究所

### 主营业务外延并购，瓦楞纸包装设备全产业链布局

#### 关键并购一：并购 Fosber 延伸将上游瓦楞纸板生产环节

Fosber 公司成立于 1978 年，是全球第二大规模的高端瓦楞纸板生产设备研发、制造和供应商，客户覆盖了全球主要的大型包装企业。公司 2014 年 3 月和 2017 年 9 月分两次完成了对意大利 Fosber 集团 100% 股份的收购，借此进入产业链上游的高端瓦楞纸板生产线领域。

合资成立 Fosber 亚洲填充国内和亚洲地区瓦楞纸板中高端市场。公司 2015 年 1 月与意大利 Fosber 成立合资公司 Fosber 亚洲，主要用于将 Fosber 的高端技术进行国产化的研发制造，并向国内市场进行销售。目前 Fosber 亚洲线中 S/Line 与 Pro/Line 两线产品均已落地。其中 Pro/Line 参数 2.2-2.8 米幅面尺寸，250 米/分钟生产速度，300 米/分钟的设计速度有望有效填充国内和亚洲地区瓦楞纸板生产线的中高端市场。

**表 3: Fosber 亚洲产品性能优于国内同类产品**

	Fosber 亚洲产品	国内市场同类产品
生产线速度	250-300 米/分	150-250 米/分
幅面尺寸	宽幅, 可达 2.5-2.8 米	多数为窄幅, 小于 2 米
生产线价格	单线平均售价 350 万欧元 (约人民币 2500 万元)	1000 万元
综合性能	性能稳定、故障率低、生产质量好和效率高, 综合性价比比较好	效率较低、生产质量一般, 综合性价比普通

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所整理

**Fosber 亚洲成长速度快, 2017-2020 年营收 CAGR 约 88%。**根据公司公告, Fosber 亚洲 2014 年成立, 2016 年设备正式投产, 2017-2020 年公司营收从 2017 年 0.3 亿元增长到 2020 年的超过 2 亿元, 3 年 CAGR 约 88%。伴随产品设计逐步成熟、产品国产化程度逐步提升、运营管理效率持续改善, 公司净利率由 2017 年的不到 1% 增长至 2020 年的超过 10%, 成长速度较快。

**Fosber 亚洲逐渐获得国内纸板商企业认可, 订单增速实现快速增长。**2020 年 Fosber 亚洲订单金额 3.6 亿, 相较 2019 年同比增长约 150%, 且与下游箱板瓦楞纸包装行业领先企业如玖龙纸业、山鹰国际、美盈森等集团大客户达成合作或建立合作意向。

#### 关键并购二: 并购意大利 EDF, 深化技术研发与欧洲市场布局

通过并购意大利 EDF100% 股份, 公司实现了高端外冷纸箱印刷联动产线研发升级, 进一步深化印刷成套设备的全球化战略布局。

EDF 公司设立于 2009 年, 长期专注于瓦楞纸箱印刷机械的印前、印后配套设备的研发生产和销售, 就业务而言与东方精工母公司属同类产品。公司通过并购 EDF 使公司进一步深化技术路线, 为公司带来长期增长驱动力。主要体现在 1) 多色印刷联动生产线的集成、自动化配套能力, 提高公司产品的技术附加值和品质; 2) 进一步扩大欧洲地区的销售布局与生产规模。

**表 4: 近年来东方精工聚焦主业, 不断完善瓦楞纸板生产线布局**

时间	并购事件	意义
2014 年 3 月	收购意大利 Fosber60% 股份	进入智能瓦楞纸包装机械的上游, 完成产业链延伸, 在产品上实现国际化协同
2014 年 6 月	参股嘉腾机器人 20% 股份	切入物流搬运机器人领域
2015 年 1 月	与意大利 Fosber 成立合资公司	实现国外高端技术的国产化研发和生产
2015 年 7 月	收购苏州百胜动力 80% 股份	切入舷外机、动力机领域, 开启公司高端核心零部件战略布局
2015 年 10 月	收购意大利 Ferretto40% 股份	布局推进智能物流仓储设备
2016 年 1 月	与意大利 Ferretto 成立合资公司	实现国外高端技术的国产化研发和生产
2016 年 7 月	收购意大利 EDF 集团 100% 股份	瓦楞纸板、纸质包装产品
2019 年 5 月	收购意大利 Tiruña70% 股份	瓦楞纸板核心零部件
2020 年 5 月	收购意大利 BP Agnati S.r.l.60% 股份	瓦楞纸板生产线

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所整理

#### 产品性能优秀, 国内外均具备竞争优势

国内市场: 公司的印刷机产品在生产效率、使用寿命、自动化程度方面均优于竞争对手, 而故障率的降低又大幅削减了印刷机的维修成本, 公司凭借其产品的性能优势位居国内同行前列;

国外市场: 公司的印刷机在保证生产工艺及品质与国际水平接轨的同时, 价格优势明显。

**表 5: 意大利 Fosber 集团产品性能优秀, 具备竞争优势**

	Fosber 进口纸板生产线	国产纸板生产线
速度	350-420 米/分	150-250 米/分左右
尺寸	2.5-2.8 米	2 米左右
性价比	总价约 3500-6500 万人民币, 效率高, 速度快, 质量高, 故障率低, 综合使用成本相对较低	约 1000 万人民币, 产品效率及质量较低, 综合使用成本高

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所整理

**表 6: 公司瓦楞纸箱印刷机的战略规划及竞争优势**

	国内市场	国外市场	综述
战略规划	增加产品研发力度, 提高智能自动化的联动线产品	以能适应全球市场的标准化产品/中高端产品为研发目标	提供从智能包装到智能仓储物流系统的整体解决方案
竞争优势	产品效率高 30% 以上, 使用寿命 10 年以上, 自动化程度高 40% 以上, 产品故障率低, 维修成本低	产品设计理念国际化, 功能接近。生产工艺先进, 品质同样稳定, 价格优势明显	性能优势+国际化

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所整理

### 3.2. 数字化转型加码工业 4.0

中高端智能化、数字化瓦楞纸包装生产线为行业发展变革的刚需产品。随瓦楞纸箱包装行业整合的加速, 集中度不断提升, 国内终端客户对瓦楞纸包装品的质量、生产效率、成本效益、交付速度要求愈加提升。

**疫情倒逼头部企业加速实行智能工厂建设。** 印刷包装行业作为传统产业, 具备劳动密集型特征。在疫情冲击下, 部分关键岗位过度依赖熟练员工技能、管理模式传统、部分工序等劳动密集型问题被凸显放大, 成为制约企业复工复产的主要障碍, 后疫情时代“机器换人”、“智能工厂”的认识在印刷包装行业愈加深入人心。

公司着力推进公司瓦楞印刷包装装备业务向数字化、智能化转型, 通过“软硬结合, 共同发展”+“智能物流”为客户提供全方位智能制造解决方案。

a) “软”即为软件端: 具体为数字化, 智能化, 云安装的发展规划。

公司通过设立子公司东方合智, 坚定不移推动“数字化、智能化”战略落地。2020 年 10 月, 公司设立子公司“东方合智数据科技有限责任公司”, 以在智能瓦楞纸包装装备领域全产业链布局、生产信息化管理系统方面的成功实践等为基础, 致力于为箱板瓦楞纸包

装行业打造基于工业互联网的智慧工厂、智能制造行业解决方案，成为箱板瓦楞纸包装行业智慧工厂整体解决方案供应商。

图 35：东方合智行业智慧工厂整体解决方案示意图



资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

**b) “硬”为硬件布局：产品规格和市场定位最齐全、最丰富的产品库**

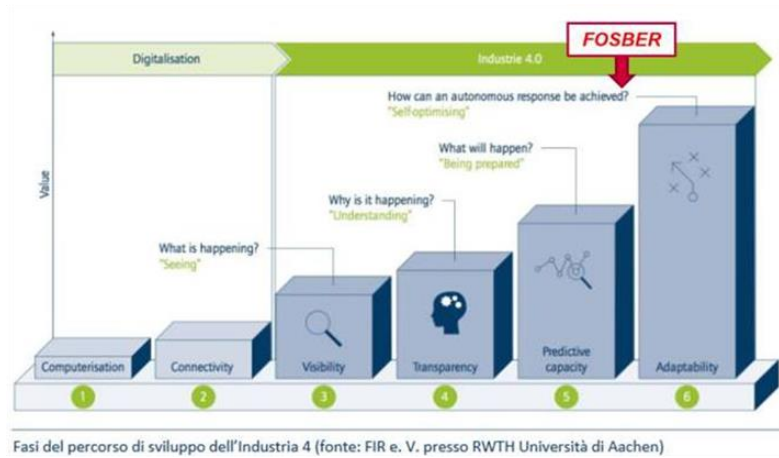
公司产品布局全产业链。公司旗下拥有 Tiruna 瓦楞辊—Fosber 瓦楞纸板生产线—Agnati/Quantum 高端瓦楞纸板生产线—瓦楞纸箱全自动印刷联动线和单机产品—欧洲瓦楞纸箱印刷设备和自动化印前印后设备—嘉腾机器人 AGV 等系列产品，产品矩阵完备。

公司具备业内产品规格和市场定位最齐全、最丰富的产品库。如在瓦楞纸箱印刷设备细分领域，公司可提供上、下印式共 26 种不同规格、不同市场定位的产品，远超竞争对手，可充分满足不同类型客户需求。

**旗下 Fosber 集团积极实践工业 4.0 模式，已在数字化方面积累丰富经验**

目前，公司旗下 Fosber 集团在瓦楞纸板生产线的智能识别、智能诊断、智能修正和自我学习等工业 4.0 应用上积累了相当丰富的经验。目前 Fosber 已完成在机器的自我学习和智能生产的四个阶段的功能设计，分别为可视化阶段（智能识别问题）、透明化阶段（智能分析问题）、预测阶段（智能预测问题走向）、自适应阶段（人工智能提供解决方案）。

图 36: fosber 集团深度布局工业 4.0

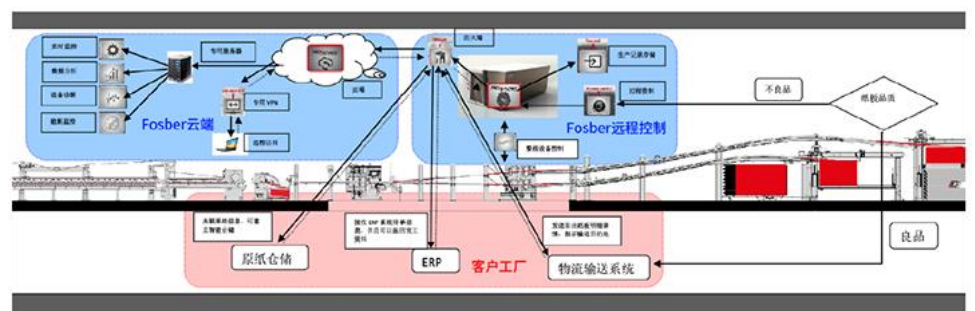


资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

Fosber 通过将传统的瓦楞纸板生产设备与先进的人工智能、虚拟现实、3D 模拟等技术相结合，实现对整条产线和单个设备运行情况的智能监测和控制，以达到提升生产效率，保证产品质量的目的。

目前管理系统可实现 1) 与客户 ERP 对接实现 ERP 排单；2) 对接客户仓储管理系统，实现智能库存管理和仓储物流控制；3) 对生产过程实时监控和看板管理；4) 大数据分析，为客户生产决策提供支撑；5) 实时识别异常的生产数据，自动诊断、检索、输出解决方案；6) 专用云端服务器、防火墙保障数据的安全存储和传输；7) 远程控制，实时监控设备运行与操作。

图 37: PRO 系列生产线流程图



资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理



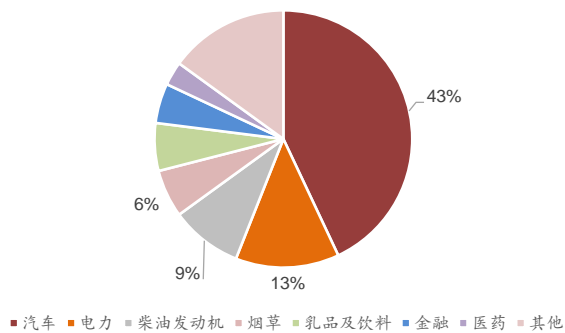
### 智能物流：助力智能包装业务实现自动化

为提升生产企业的整厂自动化程度，公司积极布局智能物流板块，提升运营效率。2014 年公司参股嘉腾 20% 的股权，2015 年 10 月公司参股意大利 Ferretto 集团 40% 的股权，分别通过 AGV 业务和智能仓储业务布局自动化智能物流仓储模块。

嘉腾机器人于 2005 年正式进军 AGV 领域，强调对核心产品进行自主研发。嘉腾在汽车、家电等制造领域经验丰富，由于其 AGV 产品智能便捷、性能卓越，成为联想、美的、神龙汽车、广达电脑、江铃汽车等大客户的重要合作伙伴。

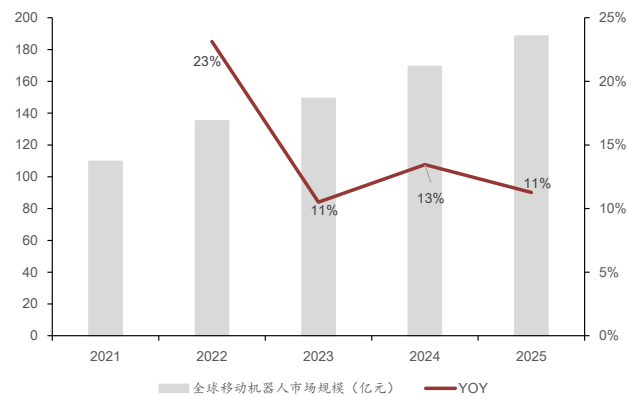
目前 AGV 主要应用在高端市场，在汽车制造业的应用占比最高，为 43%，在电力、烟草、医药等领域也有部分 AGV 投入应用。根据 AGV 产业联盟数据与 GGII 数据，2020 年 AGV 市场规模约 76.8 亿元，2021-2025 年 AGV 市场规模增速约 14%。公司布局智能物流领域，形成“瓦楞纸板生产线-瓦楞纸箱印刷全自动联动线-智能仓储物流”的全产业链，实现瓦楞纸包装业务真正自动化和智能化，智能物流仓储系统有望为公司带来全新的市场发展空间。

图 38：AGV 下游领域广阔



资料来源：GGII，浙商证券研究所

图 39：2021-2025 年全球 AGV 市场规模 CAGR 约 14%



资料来源：GGII，浙商证券研究所

### 3.3. 携手深圳万德，进军工业数字印刷领域有望打开新成长空间

2月15日，公司与深圳万德正式签署股权合作协议。通过本次与深圳万德的合作，东方精工集团将进一步加深在瓦楞纸板数码印刷板块的布局。我们认为公司通过增资及股权合作的方式携手深圳万德对公司意义重大，有望进一步打开公司成长天花板。

图 40：携手深圳万德，进军工业数字印刷领域有望打开新成长空间



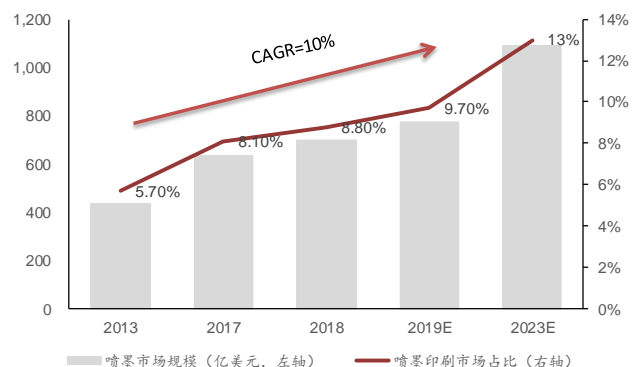
资料来源：公司官网，浙商证券研究所

数码印刷与传统印刷有较大区别，传统的瓦楞纸板印刷行业采用的是有版印刷的方式，而数码印刷具备无需制版、生产周期短、按需印刷、可变数据（任意图案）印刷、节能环保等特点，更加符合当前的时代发展趋势。

**数字喷墨印刷具备较大成长空间和发展潜力，2013-2018年喷墨印刷市场 CAGR 约 10%。**数码印刷可分为数字喷墨印刷、静电成像印刷两大类，据 Smithers Pira 2018 年发布的研究报告《The Future of Inkjet Printing to 2023》统计，在全球印刷品与包装领域中，2013年-2018年喷墨印刷的市场规模在从434亿美元快速增长至696亿美元，CAGR约10%，预计将于2023年达到1,090亿美元。

**包装行业市场整体增长势头相对更强，2013-2018年包装喷墨市场规模约 12%。**Smithers Pira 统计包装喷墨印刷2013-2018年全球市场规模从9亿美元增长至35亿美元，CAGR约12%，预计2023年将达到111.3亿美元。伴随电商等行业迅速发展，包装印刷行业多品种、小批量的趋势越来越明显，数码印刷在瓦楞纸包装领域的市场渗透率有望在近几年快速提升。

图 41：喷墨印刷市场占比不断提升，2013-2018年市场规模 CAGR 约 10%



资料来源：Smithers Pira (2018)，浙商证券研究所

深圳万德成立于 2011 年，为专业瓦楞纸板数码印刷设备制造商，国家级高新技术企业。目前设备远销东南亚、欧美、中东、拉美等地，全球 80 多个国家，超过 1300 台设备持续运行。深圳万德作为国内最早在瓦楞纸包装印刷设备行业推广数码喷墨印刷技术的企业之一，目前已建立起完备的数码印刷矩阵，能为客户提供全方位的瓦楞数码印刷解决方案。此外公司在包装外领域仍具备成长空间。公司在印制品（广告、标签、海报）、纺织印花、服装服饰印花、陶瓷、玻璃、汽车乃至 3D 打印等领域也存在大规模运用的市场基础。

图 42：万德目前已建立起完备的数码印刷矩阵



资料来源：wind，浙商证券研究所

我们认为伴随印刷行业发展，东方精工有望利用自身在瓦楞纸包装产业链的资源优势，对万德进一步进行管理赋能。产业链协同效应下，万德作为国内瓦楞包装印刷设备领军企业，有望在行业发展趋势中直接受益，使东方精工集团打开新成长天花板。

## 4. 舷外机业务：有望进入发展快车道

### 4.1. 国产品牌行业第一，近五年营收复合增速 22%

公司子公司百胜动力是集研发、制造、销售、服务为一体的舷外机、通用小型汽油机设备供应商。主业聚焦在舷外机业务，拥有从2马力的、涉及20个品种数百个型号的4大系列舷外机产品。拥有国产舷外机品牌中最全的产品线，是国内领先的水上动力设备专业供应商。产品适配在内河、湖泊和近海领域使用的24米以下的舟艇，广泛应用于民用短途运输/捕鱼作业、游艇/摩托艇等休闲运动消费，以及军用/海事/防汛救援等领域。

图 43：公司产品符合低碳环保的要求，运转平稳、噪音低



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图 44：公司产品拥有更高的可靠性和更长的寿命

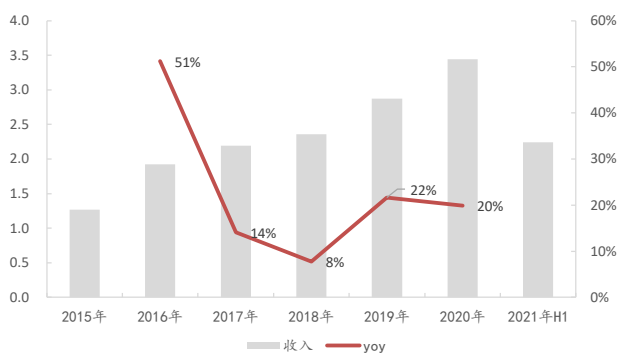


资料来源：公司官网，浙商证券研究所

2014-2020 年营收从 1.27 亿元提升至 3.44 亿元，近五年复合增速约 22%；舷外机业务毛利率中枢约 27%。随着公司资源投入的加大和消费升级趋势的发展，公司舷外机业务有望继续扩大。

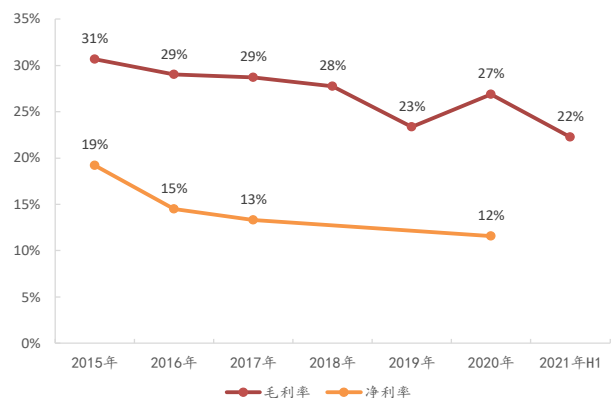
2021 年上半年营收 2.24 亿元，同比增长 52%，毛利率 22%。受益于海外国家在疫情下对水上休闲娱乐需求的持续增长，以及疫情持续下全球制造业订单向中国转移的趋势，舷外机和通用汽油小型机产品的订单和出货同比快速增长，营业收入和净利润同比增幅均超过 50%。同时百胜动力国内市场收入同比增速超过 60%，中大马力舷外机销售收入同比增长超过 40%。

图 45：2015-2020 年公司营收 CAGR 为 22%



资料来源：wind，浙商证券研究所

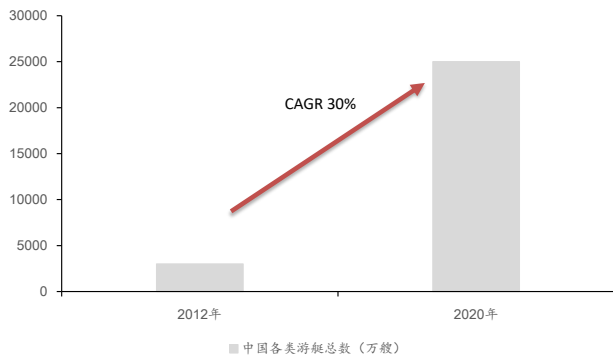
图 46：公司舷外机毛利率中枢约 28%



资料来源：wind，公司年报，浙商证券研究所

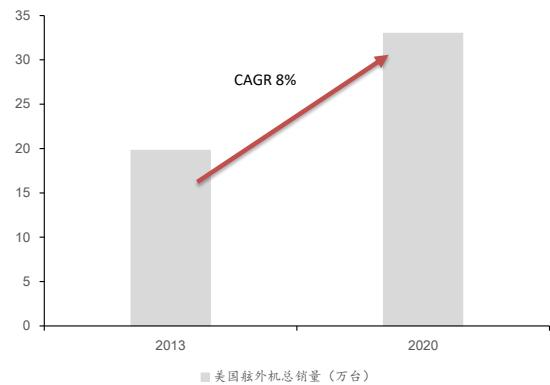
中国游艇市场处于高速发展阶段 2012-2020 年 CAGR 为 30%。根据中国邮轮游艇产业协会、海之蓝游艇数据，2012-2020 年中国各类游艇总数从 0.3 万艘增长至 2.5 万艘，CAGR 为 30%。从区域分布上看，游艇业聚集的地方主要为海南、广东、福建、青岛、厦门等地。根据美国船舶制造商协会 NMMA 数据，2020 年美国舷外机总销量 33 万台，同比增长 18%，2013-2020 年 CAGR 为 8%。2020 年不同马力的舷外机销量增速 6%-38%；30 马力及以下的舷外机年度销量占比 22%，同比增长 25%。

图 47：中国各类游艇总数 2012-2020 年 CAGR 为 30%



资料来源：中国交通运输协会邮轮游艇分会，浙商证券研究所

图 48：美国舷外机总销量 2013-2020 年 CAGR 为 8%



资料来源：Statista, NMMA, 浙商证券研究所

竞争格局：根据公司官网介绍，百胜品牌在细分行业位列中国第一，在全世界排名前六位。国际的主要竞争者有美国水星(MERCURY)、日本雅马哈(Yamaha)、日本东发(TOHATSU)、日本铃木(Suzuki)、日本本田(HONDA)。而国内市场则以百胜动力为主、同时还有海的动力等优质舷外机企业。根据产业信息网的海关出口数据，截至 2017 年 5 月，百胜舷外机出口量占国内总出口量的份额达到 65%，领先行业。

表 7：公司主要竞争对手

	公司介绍	经营状况	舷外机营收
美国水星	美国 Brunswick 子公司，母公司是全球设计及制作娱乐产品的公司，包括船用发动机，游艇，健身器材，保龄球和台球设备。	2020 年总营收 43 亿美元，推进系统 16 亿美元，零部件 15 亿美元，船体 13 亿美元。	15 亿美元
日本雅马哈			
日本东发			
日本铃木	公司经营三个业务部门：双轮车部门从事两轮摩托车的制造和销售；四轮车部门从事汽车的制造和销售；专业车辆部门从事制造和销售舷外马达，销售电动汽车和住房。	2020 年总营收 288 亿美元	
日本本田	日本仅次于丰田汽车的第二大汽车制造商，全球最大的摩托车厂家、世界最大的内燃式发动机制造商。主营业务有四大部分：摩托车业务，汽车业务，金融服务业务，电力产品和其他业务。	2020 年总营收 1194 亿美元，其中：汽车销售 796 亿美元，金融服务 227 亿美元，三轮摩托车 162 亿美元。	

东方精工 (百胜动力)	东方精工子公司，母公司为瓦楞纸箱包装设备龙头，业务范围包括智能包装设备及相关零部件和舷外机。	2020年东方精工总营收29亿人民币，智能包装设备及相关零部件26亿，舷外机3亿。	3.44亿元
海的动力	专业从事舷外机领域的高新技术企业,主营业务为舷外机的研发、生产、销售并提供相应服务	2018年上半年总收入0.65亿	

资料来源：wind，公司官网，浙商证券研究所

## 4.2. 军+民+技术升级，舷外机业务有望进入发展快车道

技术：近20年研发经验积累，创新力保持国内技术领先优势

百胜动力在舷外机研发团队有将近20年的产品技术研发经验，技术积累雄厚可支持产品的持续升级和创新。产品通过欧盟CE认证、美国EPA认证、中国船级社的CCS认证，是国内舷外机行业标准《舷外机用汽油机技术条件》(JB/T11875-2014)的第一起草单位。连续多年被认定为国家级高新技术企业，曾两次获得中国机械工业科学技术奖二等奖荣誉。2021年入围国家级“专精特新”小巨人企业名单，舷外机年产量、年销售量国内品牌第一。

产品方面，公司通过自研与合作形式开发新品加强行业竞争力。公司于2021年7月初自主研发115大马力汽油舷外机成功下线，在大马力汽油舷外机市场打破海外垄断。此外，公司2020年8月与瑞典柴油舷外机品牌OXE Marine达成合作，在国内销售OXE品牌的大马力柴油舷外机产品。

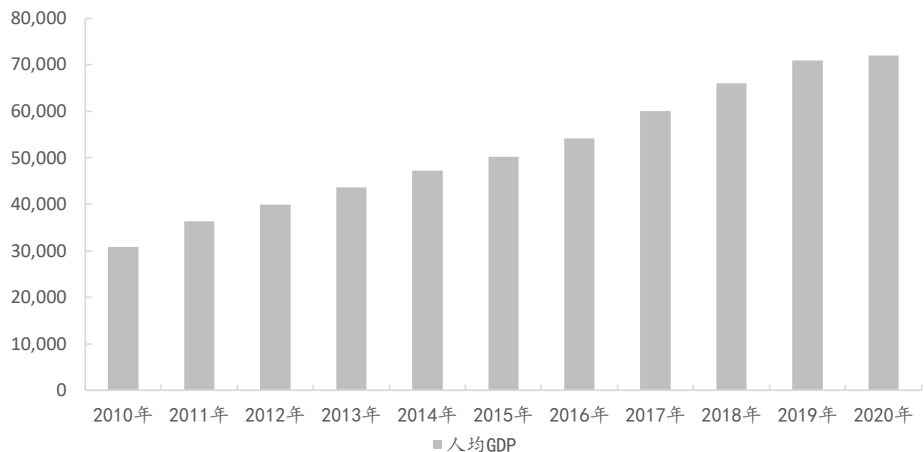
### 民用：疫情叠加消费升级，水上娱乐需求持续增长

消费升级，水上娱乐需求持续增长，2020年全国游艇行业规模约125亿元。根据海之蓝游艇数据，2020年全国游艇数量约25000台，按每台游艇50万测算，2020年全国游艇行业销售规模约125亿元。

根据英国调查数据，成熟游艇产业链的收入主要由上游设备及发动机(27.1%)、中游的游艇制造和销售(37.5%)和游艇消费服务(32.6%)构成，按此测算，行业整体市场规模2020年上游设备及发动机等配件市场规模约81亿元。2020年百胜动力(舷外机板块)营收约3亿元，国内市占率约3-4%，仍有较大的提升空间。

对标发达国家发展历史，中国游艇产业具备快速发展土壤。根据发达国家经验，当人均GDP达到3000美元时，游艇经济开始萌芽，人均GDP达到5000~6000美元时进入快速发展阶段。根据国家统计局数据，2020年中国人均GDP为7.2万元，约1.1万美元，超过发达国家游艇经济发展标准。预计受益于中国经济的蓬勃发展，游艇产业将保持高速发展。

图 49：2020 年中国人均 GDP 为 7.2 万元人民币，约 1.1 万美元



资料来源：wind，浙商证券研究所

未来，随着游艇消费趋于理性，消费结构不断优化，中小型游艇、国产游艇将成为我国游艇消费的主要发展方向；游艇市场进一步细分，钓鱼艇、帆船等游艇产品对培育游艇消费市场、体验游艇生活将起到不可估量的基础作用；游艇租赁也会让更多的城市白领接触游艇、了解游艇、享受海上生活，同时拉动内需，形成规模经济效应，促进游艇在我国的推广普及。

### 军用端：海洋强国战略及水上执法装备升级，驱动需求持续增长

**公务执法船艇发展趋势明显，有望成为行业增速点。** 公务执法船艇在我国船艇市场占据着极为重要的地位，主要用于维护海洋主权及维护水域秩序，其客户主要为政府与水上活动有关的部门，如海警、海事、海关、海监、港航、渔政、边防、水警、防汛等部门，受到政府财政预算及周边国际局势的影响。随着我国水域开发程度的提高和水上交通运输事业的发展，为提高水域管理能力，上述部门对水上执法装备的要求不断提高。

随着我国“建设海洋强国”步伐的提速，公务执法船艇将迎来一个新的发展时期。根据中船重工经济研究中心预测，未来几年，我国仅海洋公务执法船需求将达 300-500 亿元。公务执法船艇将呈现大型化、多功能化、多材料复合的发展趋势，大型多材质复合船艇的需求将进一步增大。

**政策端加码水上装备发展，驱动军用端舷外机市场持续发展。** 近年来，随着沿海各国加强对专属经济区渔业资源和油气资源的开发力度，我国周边国家加紧了对海洋资源和海洋权益的争夺。我国也不断提升执法效率和装备能力：

2013 年，我国成立了中华人民共和国海警局，整合了中国海监、公安部边防海警、农业部中国渔政和海关总署海上缉私警察的队伍和职责，以中国海警局名义开展海上执法活动。

2018 年 3 月，中共中央印发了《深化党和国家机构改革方案》：1、组建自然资源部，作为国务院组成部门，整合国家海警局的职能，对外保留国家海洋局牌子；2、将农业部的渔船检验和监督管理职责划入交通运输部；3、公安边防部队不再列武警部队序列，全

部退出现役；4、将国家海洋局（中国海警局）领导管理的海警队伍及相关职能全部划归武警部队。

同时，根据国家“军民融合”发展规划，我国大力推动船舶、海工、核工业、航空航天、兵器电子等领域的军民融合发展，在“民参军”上，将合理界定并逐步减少许可管理范围，鼓励社会资本参与国防科技工业改革和投资建议。

这些举措一方面提升了我国海上执法效率，一方面产生了装备新增及升级需求。随着百胜动力品牌影响力的持续扩散，与军企合作的合作可能性提升，舷外机板块业务将得到大幅提升。



## 5. 盈利预测

### 5.1. 业务拆分

公司主营业务包括智能瓦楞纸箱包装设备和舷外机两部分。参考相关行业增速和竞争格局趋势，**关键假设如下：**

**智能瓦楞纸箱包装设备：**公司传统业务，2021年上半年营收占比为84%；受益于瓦楞纸行业集中度提升、消费升级、快递业务高速发展以及纸智能制造带来的产业升级，预计瓦楞纸包装设备业务将恢复增长趋势。参考2020年我国邮政业务收入同比增长14.5%，预计未来几年快递包装行业仍能维持较为稳定增速，预计设备价格单价平稳，量略有提升，因此我们预计2021-2023年该业务营收增速分别为24%、17%、17%，毛利率分别为30%、30%、31%。

**舷外机：**公司外延业务（2015年并购百胜动力），有望独立拆分上市。2021年上半年营收占比为16%。受益于技术迭代、消费升级及军用端的政策开放及需求提升，我们预计舷外机业务将开启高速增长通道。参考2012-2020年中国游艇数量年复合增速约为30%，我们预计2021-2023年舷外机销量方面增速分别为30%/27%/25%，伴随公司大马力新机型逐渐放量，平均单价有望逐年提升，预计2021-2023年价增速分别为10%/7%/5%，综合来看该业务营收增速分别有望达43%、36%、31%，

考虑到和国际巨头抢占舷外机市场和军用端市场的开发，预计毛利率增速处于缓慢爬坡过程。我们预计2021-2023年该业务毛利率分别为27%、28%、28%。

我们预计2021-2023年营业总收入分别为37/44/53亿元，同比增长26%/20%/19%，综合毛利率分别为29%/30%/30%。

**表 8：公司主要业务预测及拆分（亿元）**

	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业总收入</b>	<b>29.16</b>	<b>36.81</b>	<b>44.04</b>	<b>52.53</b>
<b>YOY</b>	<b>10%</b>	<b>26%</b>	<b>20%</b>	<b>19%</b>
<b>营业总成本</b>	<b>20.99</b>	<b>26.03</b>	<b>30.82</b>	<b>36.59</b>
<b>综合毛利率</b>	<b>28%</b>	<b>29%</b>	<b>30%</b>	<b>30%</b>
智能包装设备及相关零部件				
营业收入	25.72	31.89	37.35	43.75
YOY	8%	24%	17%	17%
毛利率	28%	30%	30%	31%
舷外机				
营业收入	3.44	4.92	6.68	8.77
YOY	20%	43%	36%	31%
毛利率	27%	27%	28%	28%

资料来源：Wind，浙商证券研究所测算

## 5.2. 估值探讨

公司为瓦楞纸行业包装设备龙头，我们使用瓦楞纸包装设备同业**京山轻机**、包装领域设备企业**裕同科技**、**永创智能**、瓦楞纸行业企业**美盈森**、以及数码喷印设备公司**宏华数科**进行估值对比。根据 Wind 一致预期盈利预测，可比公司 2022-2023 年 PE 均值为 27/21X。

**表 9：可比公司估值情况**

公司简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			EPS (元/股)			PE			PB	PS
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	(LF)	(LF)
京山轻机	72	2.38	2.92	3.78	0.38	0.47	0.61	30	25	19	2.5	2.4
裕同科技	270	12.22	16.78	20.71	1.31	1.80	2.23	22	16	13	3.0	2.3
永创智能	70	2.73	3.73	4.78	0.56	0.76	0.98	26	19	15	3.3	3.5
美盈森	55	1.18	2.08		0.08	0.14		47	27		1.2	1.6
宏华数科*	169	2.28	3.41	4.72	3.20	4.50	6.20	74	49	36	11.4	23.5
可比公司平均								40	27	21	4.3	6.7
东方精工	70	4.36	5.23	6.26	0.33	0.39	0.47	16	13	11	1.8	2.4

资料来源：Wind，浙商证券研究所，注：股价采用 2021 年 3 月 3 日收盘价，可比公司采用 Wind 一致预测值，宏华数科为浙商研究所预测

## 5.3. 投资建议

预计公司 2021-2023 年营收分别为 37/44/53 亿元，同比增长 26%/20%/19%；归母净利润分别为 4.4/5.2/6.3 亿元，同比增长 12%/20%/20%，EPS 为 0.33/0.39/0.47 元/股，对应 PE16/13/11 X。公司作为瓦楞纸包装设备龙头，瓦楞纸行业数智化建设水平领先。首次覆盖，给予“买入”评级。

## 6. 风险提示

海外疫情影响 Fosber 公司线下安装调试

Fosber 海外市场占比公司营收比例较大，若海外疫情加剧，可能会影响公司海外产线调试，影响公司营收确认，造成公司盈利能力受损。

## 表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020A	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	3958	5575	6144	7152	<b>营业收入</b>	2916	3681	4404	5253
现金	886	3031	3317	3651	营业成本	2099	2603	3083	3660
交易性金融资产	1636	934	1245	1272	营业税金及附加	10	15	14	19
应收账款	482	922	741	1063	营业费用	182	258	308	362
其它应收款	79	61	75	106	管理费用	247	309	366	431
预付账款	29	21	26	37	研发费用	82	147	198	236
存货	734	522	649	928	财务费用	8	15	(2)	(5)
其他	112	84	92	96	资产减值损失	13	17	20	24
<b>非流动资产</b>	2365	1763	1676	1787	公允价值变动损益	45	45	45	45
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	55	55	55	55
长期投资	73	75	73	74	其他经营收益	11	14	16	13
固定资产	571	510	436	381	<b>营业利润</b>	386	431	533	640
无形资产	332	303	273	273	营业外收支	34	34	34	34
在建工程	9	27	42	53	<b>利润总额</b>	420	465	567	674
其他	1380	848	852	1006	所得税	23	20	33	35
<b>资产总计</b>	6323	7338	7820	8940	<b>净利润</b>	397	445	534	639
<b>流动负债</b>	1509	1648	1674	2124	少数股东损益	8	9	11	13
短期借款	40	40	40	40	<b>归属母公司净利润</b>	389	436	523	626
应付款项	608	714	644	943	EBITDA	501	551	629	730
预收账款	265	368	440	509	EPS (最新摊薄)	0.29	0.33	0.39	0.47
其他	597	526	550	632	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	582	648	570	600		2020A	2021E	2022E	2023E
长期借款	353	353	353	353	<b>成长能力</b>				
其他	229	295	217	247	营业收入	-70.76%	26.22%	19.65%	19.28%
<b>负债合计</b>	2092	2296	2243	2724	营业利润	-83.19%	11.57%	23.68%	20.13%
少数股东权益	73	82	93	105	归属母公司净利润	-81.69%	12.02%	20.05%	19.67%
归属母公司股东权益	4159	4961	5484	6110	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	6323	7338	7820	8940	毛利率	28.02%	29.28%	30.01%	30.33%
					净利率	13.62%	12.09%	12.13%	12.17%
					ROE	9.02%	9.40%	9.86%	10.62%
					ROIC	8.28%	8.03%	8.44%	9.15%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	33.08%	31.28%	28.69%	30.47%
					净负债比率	29.62%	26.92%	29.48%	23.24%
					流动比率	2.62	3.38	3.67	3.37
					速动比率	2.14	3.07	3.28	2.93
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.46	0.54	0.58	0.63
					应收帐款周转率	5.47	7.23	8.07	8.07
					应付帐款周转率	4.30	5.14	6.07	5.92
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	0.29	0.33	0.39	0.47
					每股经营现金	0.41	0.89	0.30	0.28
					每股净资产	2.69	3.72	4.12	4.59
					<b>估值比率</b>				
					P/E	17.93	16.01	13.34	11.14
					P/B	1.95	1.41	1.27	1.14
					EV/EBITDA	11.06	6.84	5.14	3.94

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“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>