

## 吉宏股份 (002803.SZ)

## 跨境电商 AI 提效，包装业务重启扩张

**包装筑底、电商提效，双主业驱动成长。**公司由包装业务起家，2017 年内生孵化跨境社交电商，形成“包装利润底盘+电商成长引擎”的双主业格局。2025 年电商收入占比升至 65.1%，已成为公司收入主体；营业收入和归母净利润同比增长 21.6%和 52.2%。2026H1 公司收入同比增长 15.5%，归母净利润同比增长 33.5%，业绩拐点继续强化。公司控制权保持稳定，近期融资继续投向海外市场、品牌、技术和包装供应链。

**投放效率进入兑现期，区域复制与品牌化打开电商成长空间。**跨境电商行业渗透率持续提升，公司以社媒主动投放、独立落地页和 COD 履约形成差异化。电商品类以家居、电子和服饰为主，欧洲及北美其他地区收入由 2022 年的 0.81 亿元增至 2024 年的 5.18 亿元，区域复制逐步放量。公司已形成六个自有品牌，并拟将 H 股全球发售所得款项净额的 15%用于品牌组合扩张。2026H1 电商收入 24.51 亿元、同比增长 15.8%，归母净利润 1.00 亿元、同比增长 80.9%；电商毛利率同比提升 1.57 个百分点，近似 ROI 由 189%升至 205%。低库存与滚动采购则降低测品失败和资金占用风险。

**包装结构升级与产能扩张打开修复空间。**纸制快消品包装市场走出 2023 年低点，公司 2024 年份额约 1.2%、位居行业第一。2022-2025 年食品包装与纸袋合计占包装收入比重由 25.0%升至 42.2%，第一大客户占比由 64.4%降至 39.1%；2026H1 包装收入 12.83 亿元、同比增长 15.0%，其中食品包装增长 31.9%，但原材料涨价、竞争及新基地投入使毛利率同比下降 2.14 个百分点。阿联酋基地已建成试产，张家港及广东基地持续推进，结构升级与全球交付网络完善有望推动。

**Giikin AI+由内部提效迈向智能创业平台，对外商业化路径明确。**平台覆盖选品、内容、投放、客服、履约和业财等环节，并将内部数据与 Google、火山引擎、阿里云等外部生态连接起来；Google 协同覆盖数据洞察、广告投放与内容本地化，Seedance 等多模态模型与自研 GiiVideo 深度集成。公司预计 2027 年底上线智能创业平台公测，拟向中小创业者、供应商和开发者开放全链路能力，并探索 Token 计量付费，按“内部合伙人试点—核心供应商开放—全网创业者普惠商业化”推进。吉喵云已将供应链、落地页、广告投放、跨境物流及支付等流程产品化，我们认为，既有 SaaS 与全链路资源有望承接能力开放、降低中小卖家出海门槛。

**投资建议。**我们预计公司 2026-2028 年营业收入各 83.10 亿元/100.07 亿元/115.75 亿元，分别同比增长 23.6%/20.4%/15.7%；归母净利润各 3.54 亿元/4.58 亿元/5.88 亿元，分别同比增长 27.9%/29.5%/28.2%。社交电商主动投放模式具备差异化，Giikin AI+强化全链路提效，包装业务提供利润底盘并打开产能增量，首次覆盖给予“增持”评级。

**风险提示：**海外流量平台投放效率、COD 签收与履约、汇率波动、包装原材料价格及市场竞争、新产能爬坡不及预期。

## 增持（首次）

## 股票信息

|                 |          |
|-----------------|----------|
| 行业              | 互联网电商    |
| 08 月 21 日收盘价（元） | 18.53    |
| 总市值（百万元）        | 8,485.20 |
| 总股本（百万股）        | 457.92   |
| 其中自由流通股（%）      | 81.86    |
| 30 日日均成交量（百万股）  | 13.31    |

## 股价走势



## 作者

分析师 李宏科  
执业证书编号：S0680525090002  
邮箱：lihongke@gszq.com

分析师 毛弘毅  
执业证书编号：S0680525110003  
邮箱：maohongyi@gszq.com

## 相关研究

| 财务指标          | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E  | 2028E  |
|---------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）     | 5,529 | 6,722 | 8,310 | 10,007 | 11,575 |
| 增长率 yoy (%)   | -17.4 | 21.6  | 23.6  | 20.4   | 15.7   |
| 归母净利润（百万元）    | 182   | 277   | 354   | 458    | 588    |
| 增长率 yoy (%)   | -47.3 | 52.2  | 27.9  | 29.5   | 28.2   |
| EPS 最新摊薄（元/股） | 0.40  | 0.60  | 0.77  | 1.00   | 1.28   |
| 净资产收益率 (%)    | 8.3   | 10.3  | 11.6  | 13.4   | 15.0   |
| P/E (倍)       | 46.6  | 30.7  | 24.0  | 18.5   | 14.4   |
| P/B (倍)       | 3.9   | 3.1   | 2.8   | 2.5    | 2.2    |

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2026 年 08 月 21 日收盘价

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

| 会计年度           | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 1974  | 2728  | 3566  | 4327  | 5184  |
| 现金             | 764   | 1262  | 1839  | 2276  | 2864  |
| 应收票据及应收账款      | 551   | 626   | 758   | 926   | 1060  |
| 其他应收款          | 55    | 136   | 120   | 156   | 185   |
| 预付账款           | 21    | 28    | 44    | 45    | 53    |
| 存货             | 448   | 516   | 614   | 731   | 829   |
| 其他流动资产         | 136   | 160   | 192   | 192   | 193   |
| <b>非流动资产</b>   | 1529  | 1594  | 1543  | 1489  | 1439  |
| 长期投资           | 107   | 180   | 180   | 180   | 180   |
| 固定资产           | 897   | 895   | 908   | 892   | 876   |
| 无形资产           | 112   | 113   | 107   | 101   | 95    |
| 其他非流动资产        | 413   | 407   | 348   | 316   | 288   |
| <b>资产总计</b>    | 3503  | 4322  | 5109  | 5816  | 6623  |
| <b>流动负债</b>    | 1084  | 1242  | 1517  | 1727  | 1899  |
| 短期借款           | 109   | 230   | 230   | 230   | 230   |
| 应付票据及应付账款      | 718   | 696   | 886   | 1051  | 1181  |
| 其他流动负债         | 258   | 316   | 401   | 446   | 487   |
| <b>非流动负债</b>   | 210   | 329   | 411   | 411   | 411   |
| 长期借款           | 127   | 239   | 239   | 239   | 239   |
| 其他非流动负债        | 83    | 91    | 172   | 172   | 172   |
| <b>负债合计</b>    | 1295  | 1571  | 1928  | 2138  | 2310  |
| 少数股东权益         | 6     | 52    | 141   | 255   | 402   |
| 股本             | 385   | 450   | 458   | 458   | 458   |
| 资本公积           | 253   | 574   | 648   | 648   | 648   |
| 留存收益           | 1722  | 1862  | 2126  | 2508  | 2997  |
| 归属母公司股东权益      | 2202  | 2698  | 3040  | 3422  | 3911  |
| <b>负债和股东权益</b> | 3503  | 4322  | 5109  | 5816  | 6623  |

现金流量表 (百万元)

| 会计年度           | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 387   | 261   | 614   | 609   | 788   |
| 净利润            | 184   | 334   | 443   | 573   | 735   |
| 折旧摊销           | 146   | 143   | 145   | 154   | 160   |
| 财务费用           | 12    | 34    | 15    | 15    | 15    |
| 投资损失           | -12   | -20   | -21   | -26   | -30   |
| 营运资金变动         | 46    | -241  | 24    | -119  | -103  |
| 其他经营现金流        | 10    | 11    | 8     | 11    | 11    |
| <b>投资活动现金流</b> | -337  | -207  | -100  | -75   | -81   |
| 资本支出           | -131  | -155  | -121  | -101  | -111  |
| 长期投资           | -217  | -72   | 0     | 0     | 0     |
| 其他投资现金流        | 11    | 20    | 20    | 26    | 30    |
| <b>筹资活动现金流</b> | -395  | 477   | 96    | -96   | -119  |
| 短期借款           | 13    | 122   | 0     | 0     | 0     |
| 长期借款           | -29   | 111   | 0     | 0     | 0     |
| 普通股增加          | 0     | 66    | 8     | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 15    | 321   | 74    | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | -394  | -143  | 15    | -96   | -119  |
| <b>现金净增加额</b>  | -351  | 519   | 577   | 437   | 588   |

利润表 (百万元)

| 会计年度            | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 5529  | 6722  | 8310  | 10007 | 11575 |
| 营业成本            | 3100  | 3568  | 4330  | 5107  | 5800  |
| 营业税金及附加         | 16    | 18    | 22    | 27    | 31    |
| 营业费用            | 1850  | 2376  | 3037  | 3741  | 4368  |
| 管理费用            | 247   | 254   | 282   | 335   | 377   |
| 研发费用            | 124   | 136   | 157   | 190   | 220   |
| 财务费用            | 7     | 27    | 16    | 0     | -7    |
| 资产减值损失          | -10   | -12   | -5    | -5    | -5    |
|                 | 39    | 30    | 33    | 35    | 35    |
| 公允价值变动收益        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | 12    | 20    | 21    | 26    | 30    |
| 资产处置收益          | 0     | 3     | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>     | 217   | 378   | 509   | 657   | 841   |
| 营业外收入           | 2     | 1     | 1     | 1     | 1     |
| 营业外支出           | 1     | 3     | 2     | 2     | 2     |
| <b>利润总额</b>     | 218   | 375   | 508   | 656   | 840   |
| 所得税             | 34    | 41    | 66    | 83    | 105   |
| <b>净利润</b>      | 184   | 334   | 443   | 573   | 735   |
| 少数股东损益          | 3     | 57    | 89    | 115   | 147   |
| <b>归属母公司净利润</b> | 182   | 277   | 354   | 458   | 588   |
| EBITDA          | 358   | 525   | 669   | 810   | 993   |
| EPS (元/股)       | 0.40  | 0.60  | 0.77  | 1.00  | 1.28  |

主要财务比率

| 会计年度            | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 营业收入(%)         | -17.4 | 21.6  | 23.6  | 20.4  | 15.7  |
| 营业利润(%)         | -43.9 | 74.1  | 34.9  | 29.1  | 27.9  |
| 归属母公司净利润(%)     | -47.3 | 52.2  | 27.9  | 29.5  | 28.2  |
| <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 毛利率(%)          | 43.9  | 46.9  | 47.9  | 49.0  | 49.9  |
| 净利率(%)          | 3.3   | 4.1   | 4.3   | 4.6   | 5.1   |
| ROE(%)          | 8.3   | 10.3  | 11.6  | 13.4  | 15.0  |
| ROIC(%)         | 7.1   | 10.1  | 11.9  | 13.2  | 14.7  |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)        | 37.0  | 36.4  | 37.7  | 36.8  | 34.9  |
| 净负债比率(%)        | -19.5 | -22.7 | -37.3 | -44.2 | -51.3 |
| 流动比率            | 1.8   | 2.2   | 2.4   | 2.5   | 2.7   |
| 速动比率            | 1.3   | 1.7   | 1.8   | 2.0   | 2.2   |
| <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率          | 1.6   | 1.7   | 1.8   | 1.8   | 1.9   |
| 应收账款周转率         | 10.7  | 11.4  | 12.0  | 11.9  | 11.7  |
| 应付账款周转率         | 6.2   | 6.3   | 6.4   | 6.5   | 6.3   |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)      | 0.40  | 0.60  | 0.77  | 1.00  | 1.28  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)   | 0.84  | 0.57  | 1.34  | 1.33  | 1.72  |
| 每股净资产(最新摊薄)     | 4.81  | 5.89  | 6.64  | 7.47  | 8.54  |
| <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |       |
| P/E             | 46.6  | 30.7  | 24.0  | 18.5  | 14.4  |
| P/B             | 3.9   | 3.1   | 2.8   | 2.5   | 2.2   |
| EV/EBITDA       | 12.4  | 12.8  | 10.9  | 8.5   | 6.3   |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 08 月 21 日收盘价

## 内容目录

|                                           |    |
|-------------------------------------------|----|
| 1. 公司概况：包装筑底、电商提效，双主业进入兑现期 .....          | 5  |
| 1.1 双主业格局：包装起家、内生孵化电商 .....               | 5  |
| 1.2 业务结构：电商贡献收入增量，包装构成利润底盘 .....          | 5  |
| 1.3 公司治理：控制权保持稳定，募资加速投向增长环节 .....         | 7  |
| 2. 电商业务：投放效率改善驱动利润弹性 .....                | 10 |
| 2.1 行业渗透力稳步提升，社交电商模式具备差异化 .....           | 10 |
| 2.2 广告费率下降，投放效率进入兑现期 .....                | 11 |
| 2.3 欧洲市场拓展加快，自有品牌矩阵打开长期价值空间 .....         | 12 |
| 3. 包装业务：结构升级与产能释放打开修复空间 .....             | 14 |
| 3.1 食品包装与纸袋占比连续提升，产品结构升级 .....            | 14 |
| 3.2 张家港与境外基地进入建设试产，全球产能网络加速成形 .....       | 15 |
| 4. AI 与组织效率：Giikin AI+由内部提效迈向智能创业平台 ..... | 17 |
| 5. 盈利预测 .....                             | 20 |
| 6. 投资建议 .....                             | 21 |
| 7. 风险提示 .....                             | 22 |

## 图表目录

|        |                                      |    |
|--------|--------------------------------------|----|
| 图表 1:  | 公司发展历程 .....                         | 5  |
| 图表 2:  | 公司营收及增速 .....                        | 6  |
| 图表 3:  | 公司归母净利润及增速 .....                     | 6  |
| 图表 4:  | 包装业务收入及增速 .....                      | 6  |
| 图表 5:  | 电商业务收入及增速 .....                      | 6  |
| 图表 6:  | 公司 2026H1 业绩预告 .....                 | 7  |
| 图表 7:  | 公司收入结构 (%) .....                     | 7  |
| 图表 8:  | 公司利润结构 (%，2025) .....                | 7  |
| 图表 9:  | 公司股权结构 (截至 2026H1) .....             | 8  |
| 图表 10: | 核心董事及管理层分工 .....                     | 8  |
| 图表 11: | 成长资金：近期融资聚焦海外扩张、品牌、技术与包装供应链 .....    | 9  |
| 图表 12: | 跨境电商规模持续扩张 .....                     | 10 |
| 图表 13: | 公司“货找人”业务模式 .....                    | 10 |
| 图表 14: | 投放效率改善，ROI 进入稳步上行通道 .....            | 11 |
| 图表 15: | 电商毛利减广告费 .....                       | 11 |
| 图表 16: | 电商签收订单与签收率 .....                     | 11 |
| 图表 17: | 电商客单价及覆盖国家 .....                     | 11 |
| 图表 18: | 跨境社交电商库存效率 .....                     | 12 |
| 图表 19: | 电商区域结构：欧洲等新市场占比上升 (百万元) .....        | 12 |
| 图表 20: | 电子与保健品增长，部分旧品类收缩 (百万元) .....         | 12 |
| 图表 21: | 公司自有品牌矩阵 .....                       | 13 |
| 图表 22: | 纸制快消品包装市场走出 2023 年低点，重回温和增长 .....    | 14 |
| 图表 23: | 纸制快消品包装市场竞争格局 .....                  | 14 |
| 图表 24: | 包装分产品收入 (百万元) .....                  | 15 |
| 图表 25: | 包装毛利率修复 .....                        | 15 |
| 图表 26: | 包装新基地成长路径 .....                      | 15 |
| 图表 27: | 第一大包装客户占比连续下降，客户结构持续分散 .....         | 16 |
| 图表 28: | 公司 Giikin 系统 .....                   | 17 |
| 图表 29: | AI 价值链：Giikin AI+从数据底座走向多智能体协同 ..... | 18 |
| 图表 30: | AI 价值传导路径 .....                      | 18 |
| 图表 31: | AI 原生组织升级，前端敏捷与规模复用并进 .....          | 18 |
| 图表 32: | Giikin AI+智能创业平台 .....               | 19 |
| 图表 33: | 公司收入拆分预测 (百万元) .....                 | 20 |
| 图表 34: | 可比公司估值表 .....                        | 21 |

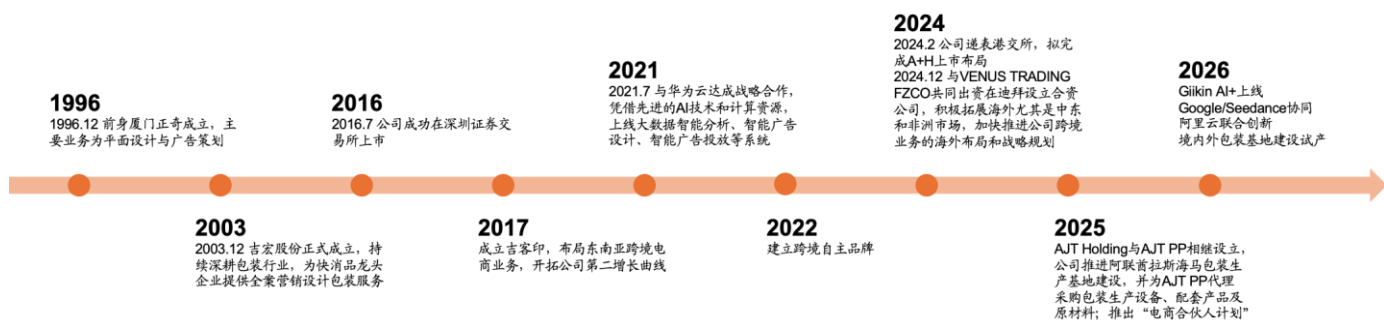
## 1. 公司概况：包装筑底、电商提效，双主业进入兑现期

### 1.1 双主业格局：包装起家、内生孵化电商

公司主营跨境社交电商和快消品纸制包装两项业务。跨境电商通过 Meta、TikTok、Google 等平台主动投放，将流量导入独立落地页，并以选品、素材、投放、履约和客服的高频迭代提升 ROI；包装业务则依托全国生产基地，为食品饮料、餐饮和日化客户提供设计、制造、配送一体化服务。

从包装制造到数字电商，再到 AI 生态与全球产能落地，公司成长主线持续升级。公司 2003 年起步于快消品纸包装，2016 年登陆 A 股，2017 年内部孵化跨境社交电商，此后围绕数字化运营、海外市场和包装生产网络持续投入。2025 年全球合伙人计划启动、阿联酋 AJT 项目完成主体搭建；2026 年 Giikin AI+ 上线，Google、Seedance 等合作落地并与阿里云开展联合创新，境内外新包装基地进入建设及试生产阶段，公司由业务扩张进一步走向 AI 生态协同与全球产能落地。

图表1：公司发展历程



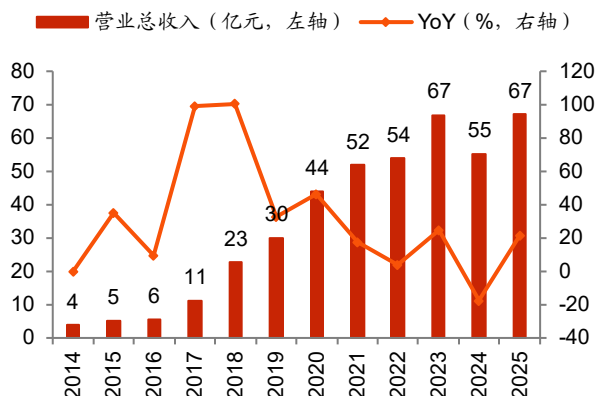
资料来源：公司官网、微信公众号，公司公告，国盛证券研究所

### 1.2 业务结构：电商贡献收入增量，包装构成利润底盘

2024 年外部扰动电商板块，区域与投放策略调整后订单于下半年回稳。2021-2023 年公司营业收入由 51.78 亿元增至 66.95 亿元；2024 年营业收入同比下降 17.4% 至 55.29 亿元，其中跨境社交电商收入同比下降 20.9%。主因海外消费信心不足、汇率波动和竞争加剧；公司通过拓展欧洲和东南亚、降低日本和韩国投放比重，并调整投放区域、规模和客单价，推动下半年订单规模明显回升。

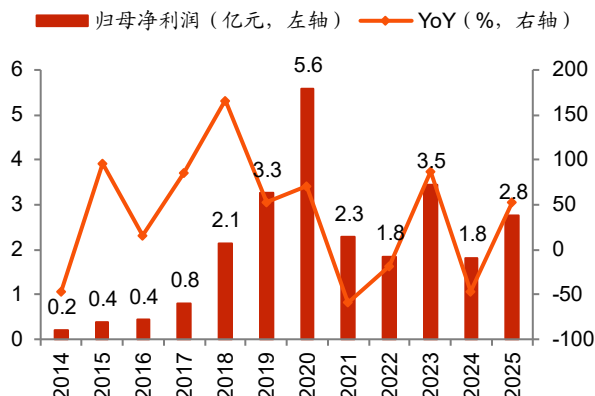
2025 年电商规模恢复拉动收入与利润反转。2025 年公司营业收入 67.22 亿元、同比增长 21.6%，归母净利润 2.77 亿元、同比增长 52.2%；其中跨境社交电商收入同比增长 29.9%，分部归母净利润同比增长 86.8%。电商业务已由收入恢复进入利润弹性释放阶段。

图表2: 公司营收及增速



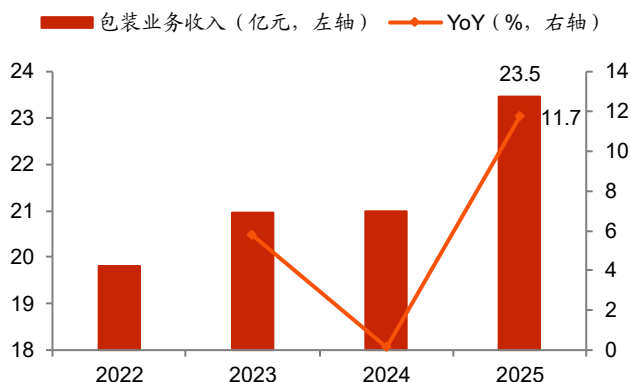
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表3: 公司归母净利润及增速



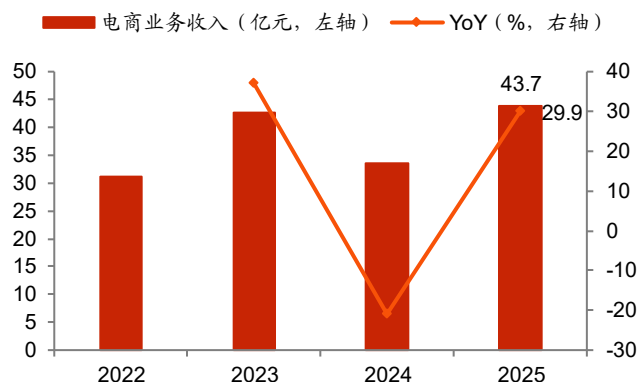
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表4: 包装业务收入及增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表5: 电商业务收入及增速



资料来源: 公司公告, wind, 国盛证券研究所

**2026H1 利润增速快于收入, Q2 继续提速。**公司收入 37.36 亿元、同比增长 15.5%, 归母净利润 1.58 亿元、同比增长 33.5%, 扣非归母净利润 1.48 亿元、同比增长 31.0%; Q2 倒算归母及扣非归母净利润同比增长 44.8%/40.6%, 均较 Q1 提速。2026H1 经营活动现金流净额 3.02 亿元、同比增长 65.6%, 利润与现金回收同步改善。

**电商成为 H1 利润增长核心, Q2 弹性进一步释放。**2026H1 电商收入 24.51 亿元、同比增长 15.8%, 归母净利润 1.00 亿元、同比增长 80.9%; Q2 倒算电商归母净利润 0.61 亿元、同比增长 115%, 较 Q1 的 45.3% 加速, 主要来自东北亚、欧洲等市场拓展及全流程数字化、智能化运营增效。2026H1 包装收入 12.83 亿元、同比增长 15.0%, 归母净利润 0.52 亿元、同比下降 31.6%, 受原料上涨、竞争及新基地投入期影响; 合并利润仍较快增长, 凸显电商盈利弹性。

图表6: 公司 2026H1 业绩预告

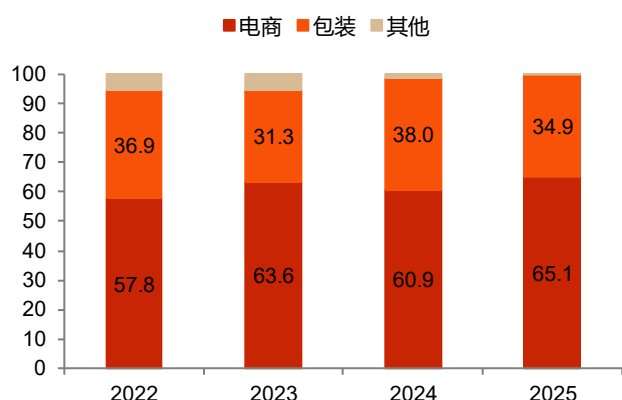
|               | 2026Q1 | 2026Q2  | 2026H1 |
|---------------|--------|---------|--------|
| 归母净利润（亿元）     | 0.72   | 0.85    | 1.58   |
| 归母同比          | +22.3% | +44.8%  | +33.5% |
| 扣非归母净利润（亿元）   | 0.70   | 0.78    | 1.48   |
| 扣非归母同比        | +21.7% | +40.6%  | +31.0% |
| 跨境电商归母净利润（亿元） | 0.40   | 0.61    | 1.00   |
| 跨境电商归母同比      | +45.3% | +115.2% | +80.9% |

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

电商收入占比提升, 带动公司收入恢复增长。2022-2025 年跨境社交电商收入占比分别为 57.8%、63.6%、60.9%、65.1%; 包装收入占比则由 2022 年的 36.9% 降至 2025 年的 34.9%。2025 年跨境社交电商收入 43.73 亿元、同比增长 29.9%, 占比较 2024 年提升 4.2 个百分点, 电商业务不仅为收入主体, 也是 2025 年公司恢复增长的主要来源。

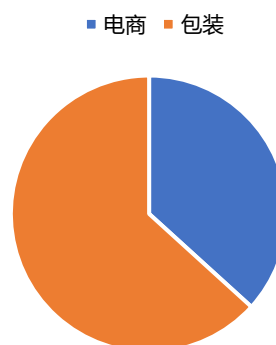
**2025 年电商业务利润弹性显著提升, 包装利润底盘同步增强。**2025 年电商业务归母净利润 1.07 亿元、同比增长 86.8%, 包装业务归母净利润 1.84 亿元、同比增长 27.7%。2025 年电商与包装分别相当于合并归母净利润的 38.7% 和 66.6%, 总部及其他项目形成约 5.3% 的抵减。包装以 35% 的收入占比提供 66.6% 的利润贡献, 是重要的利润底盘。

图表7: 公司收入结构 (%)



资料来源: 公司公告, wind, 国盛证券研究所

图表8: 公司利润结构 (% , 2025)



资料来源: 公司公告, wind, 国盛证券研究所

### 1.3 公司治理: 控制权保持稳定, 募资加速投向增长环节

控制权保持稳定, 董事会结构兼顾经营连续性与外部监督。公司实际控制人庄浩兼任董事长, 2026 年 7 月配售完成后, 庄浩及一致行动人合计持股比例由 25.20% 小幅稀释至 24.68%, 控制权未发生变化。第六届董事会由 9 名董事组成, 其中包括 4 名独立非执行董事和 1 名职工代表董事; 稳定的控制权、外部董事监督和业务一线参与共同支持双主业的长期决策。

图表9: 公司股权结构 (截至 2026H1)

| 股东名称                   | 股东性质  | 持股数量 (万股) | 持股比例   |
|------------------------|-------|-----------|--------|
| HKSCC NOMINEES LIMITED | 境外法人  | 6790.95   | 15.14% |
| 庄浩                     | 境内自然人 | 6650.31   | 14.83% |
| 庄澍                     | 境内自然人 | 3333.10   | 7.43%  |
| 王亚朋                    | 境内自然人 | 887.99    | 1.98%  |
| 香港中央结算有限公司             | 境外法人  | 788.03    | 1.76%  |
| 贺静颖                    | 境内自然人 | 663.8925  | 1.48%  |
| 张和平                    | 境内自然人 | 623.6125  | 1.39%  |
| 长城人寿 - 分红 - 个人分红       | 其他    | 558.8     | 1.25%  |
| 金雪燕                    | 境内自然人 | 454.5     | 1.01%  |
| 共青城蕴津资产                | 其他    | 387       | 0.86%  |

注: 2026 年 6 月限制性股票回购注销、7 月新 H 股配售完成后, 公司 A 股、H 股及 A+H 总股本分别为 3.806/0.773/4.579 亿股; 庄浩、庄澍、贺静颖、张和平及陆它山合计持股 1.130 亿股, 持股比例由 25.20% 小幅稀释至 24.68%  
 资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

**董事长与总经理分设, 战略、经营与海外拓展分工进一步清晰。**核心岗位重新分工, 创始人聚焦董事会战略, 总经理统筹经营, 副董事长强化海外协同。2026 年 3 月 31 日, 公司完成核心管理职责调整: 庄浩因工作调整辞任总经理, 继续担任董事长及董事会战略委员会召集人; 张和平辞去副董事长职务并获聘总经理; 陆它山获选为第六届董事会副董事长, 同时继续担任执行董事、副总经理及董事会秘书。调整后, 董事长、总经理与海外事务负责人之间的职责边界更加清晰, 董事会战略决策、日常经营管理与境外项目推进形成更明确的分工。

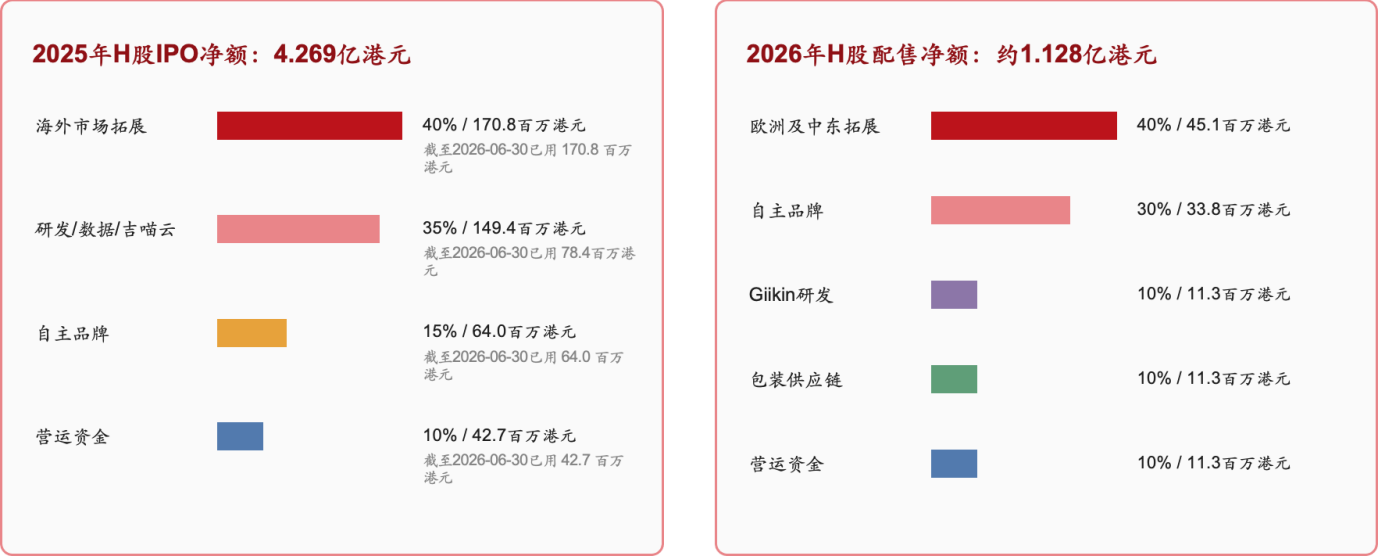
图表10: 核心董事及管理层分工

| 姓名  | 职务                          | 分工                                         | 2026 职责变化              |
|-----|-----------------------------|--------------------------------------------|------------------------|
| 庄浩  | 董事长、执行董事                    | 公司创始人, 长期主导集团战略规划及核心业务发展                   | 辞任总经理, 继续任董事长及战略委员会召集人 |
| 张和平 | 执行董事、总经理                    | 长期负责包装经营体系, 兼任多家包装子公司执行董事或总经理              | 辞去副董事长并获聘总经理           |
| 庄澍  | 执行董事、副总经理                   | 参与集团经营及包装业务管理, 长期任多家包装子公司董事或监事             | 无重大变化                  |
| 陆它山 | 副董事长、执行董事、副总经理、董事会秘书/联席公司秘书 | 连接海外事务与资本市场, 兼任 AJT Holding 董事及 AJT PP 总经理 | 新任第六届董事会副董事长           |
| 吴明贵 | 财务总监                        | 2011 年加入公司, 中级会计师, 负责集团财务管理                | 无重大变化                  |

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

**资金部署明显提速, 新增资本继续聚焦海外市场、品牌、技术和包装供应链。**2026 年港股发售募集净额 4.269 亿港元, 截至 2026 年 6 月末已使用 3.559 亿港元, 使用率约 83%; 海外市场、自主品牌和营运资金项目已按计划投入, 剩余 0.710 亿港元主要用于研发、数据及吉喵云开发。2026 年 7 月公司完成新 H 股配售, 预计新增净额约 1.128 亿港元, 其中 80% 投向跨境电商全球扩张、品牌和 Giikin 研发, 10% 投向包装供应链, 10% 补充营运资金。资金用途直接对应两项主业的增长瓶颈。

图表11: 成长资金: 近期融资聚焦海外扩张、品牌、技术与包装供应链

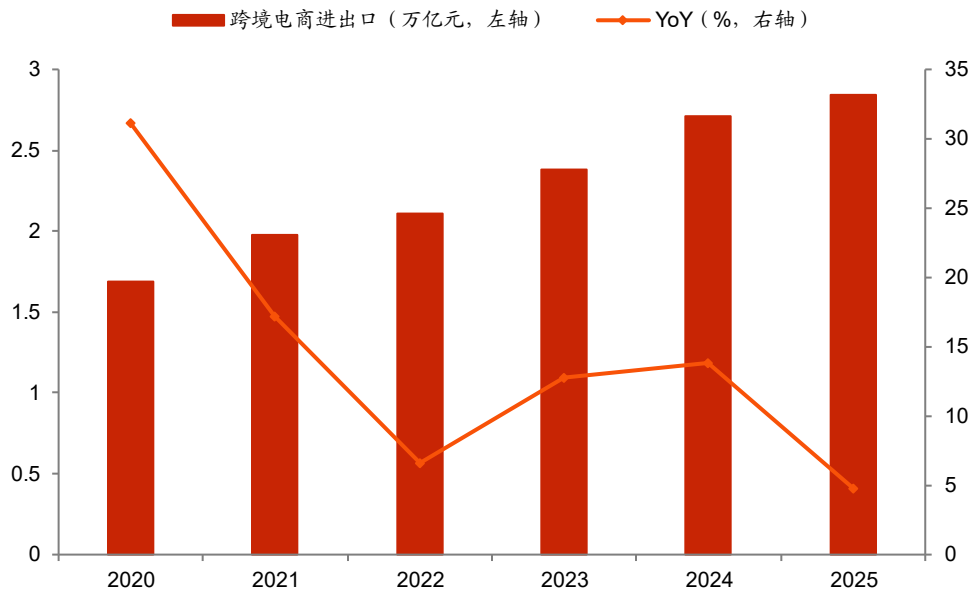


## 2. 电商业务：投放效率改善驱动利润弹性

### 2.1 行业渗透力稳步提升，社交电商模式具备差异化

行业渗透率稳步提升，公司凭借区域复制和效率改善跑赢行业增速。2020-2025 年我国跨境电商进出口由 1.69 万亿元增至 2.84 万亿元，复合增速约 10.9%；占货物贸易进出口比重由 5.2% 升至 6.2%，渗透率持续提高。虽然 2025 年行业增速放缓至 4.8%，公司跨境社交电商收入仍增长 29.9%，增长动力已经由行业扩容进一步转向区域复制与经营效率提升。

图表12：跨境电商规模持续扩张



资料来源：海关总署，国家统计局，国家发改委，证券时报网，国盛证券研究所

**社交电商模式差异化。**公司采用主动精准发掘目标客户的“货找人”模式：供应端依托国内完整供应链及数据分析能力筛选商品；流量端通过 Meta、TikTok、Google 等社交媒体主动投放；消费端将 Giikin 系统生成的产品标签与社交媒体用户标签匹配，实现商品向潜在消费者的精准推荐。该模式形成从消费反馈、选品、素材生成到广告投放的持续数据闭环。

图表13：公司“货找人”业务模式



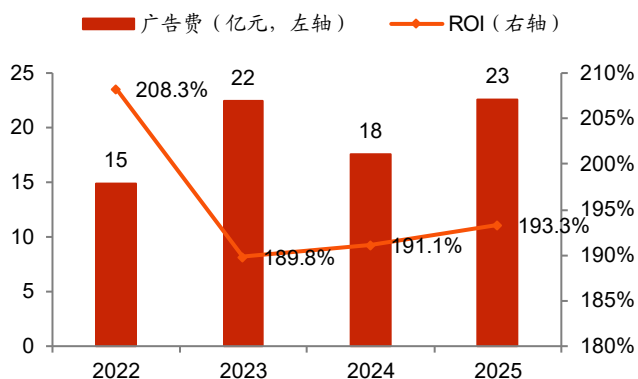
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

## 2.2 广告费率下降，投放效率进入兑现期

**ROI 自 2023 年低点连续改善，2026H1 ROI 提升至 205%。**公司定义的 ROI 为电商收入与广告成本之比。2022-2025 年近似 ROI 分别为 208.3%/189.8%/191.1%/193.3%，2023 年触底后连续两年修复；2025 年电商收入 43.73 亿元、广告费 22.62 亿元。2026H1 电商收入 24.51 亿元、广告费用 11.94 亿元，近似 ROI 达 205%。

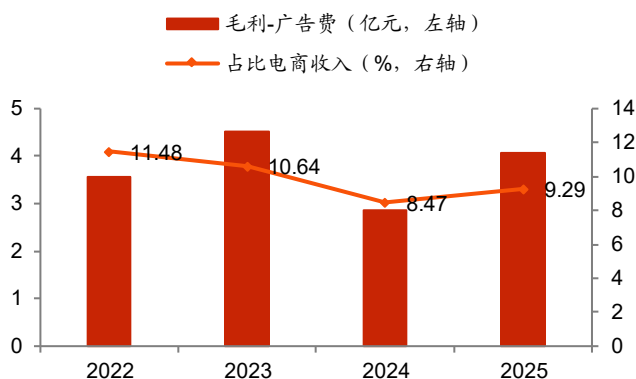
**毛利减广告费率已从 2024 年低点回升，利润弹性释放。**2022-2025 年电商毛利减广告费占电商收入分别为 11.5%/10.6%/8.5%/9.3%，2025 年已较 2024 年低点回升 0.8 个百分点，对应毛利减广告费约 4.06 亿元。2026H1 电商毛利率为 62.99%、同比提升 1.57 个百分点；毛利减广告费率约 14.27%。电商归母净利润以 80.9% 的增速显著快于 15.8% 的收入增长，效率改善已经进入利润兑现阶段。

图表14: 投放效率改善，ROI 进入稳步上行通道



资料来源: 公司公告, wind, 国盛证券研究所

图表15: 电商毛利减广告费

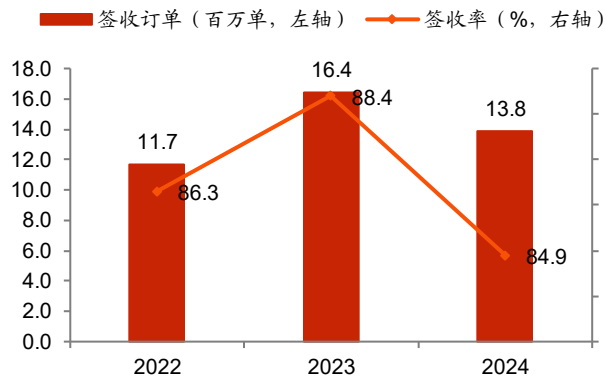


资料来源: 公司公告, wind, 国盛证券研究所

**订单、签收率与客单价共同决定电商收入质量。**2022-2024 年签收订单为 1165/1640/1383 万单，签收率为 86.3%/88.4%/84.9%，客单价为 266.6/259.5/243.3 元。2024 年收入下降不仅来自订单数减少，签收率和客单价也同时承压。

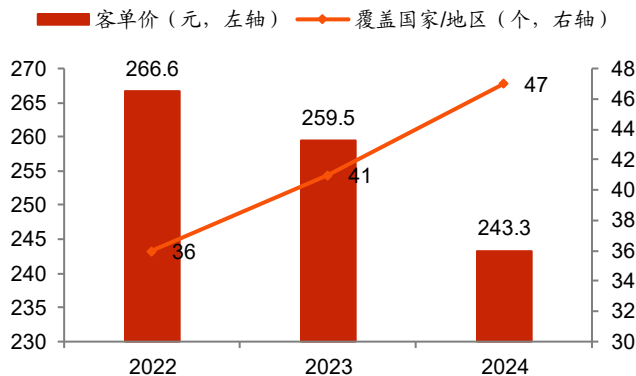
**2026H1 业绩预告披露跨境社交电商整体营收规模不断扩大、投放转化率不断提升，同时营销广告费用占营业收入比重下降。**营收规模与投放转化率已率先改善，为后续订单指标恢复披露提供积极经营信号。

图表16: 电商签收订单与签收率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表17: 电商客单价及覆盖国家



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

低存销比与滚动采购形成高效的测品和资金周转机制。2022-2024 年，公司跨境社交电商存销比分别为 3.7%/3.2%/4.0%，同期存货周转天数为 33.4/31.2/36.9 天；招股书引用灼识咨询数据，2022-2024 年中国 B2C 出口电商公司的平均存销比约 15%。滚动库存模式只对特定商品保持一定库存，缺货时再按订单向供应商采购，显著降低测品失败、品类轮动与库存跌价造成的资金占用。

图表18: 跨境社交电商库存效率

| 指标     | 2022   | 2023   | 2024   |
|--------|--------|--------|--------|
| 存销比    | 3.7%   | 3.2%   | 4.0%   |
| 存货周转天数 | 33.4 天 | 31.2 天 | 36.9 天 |

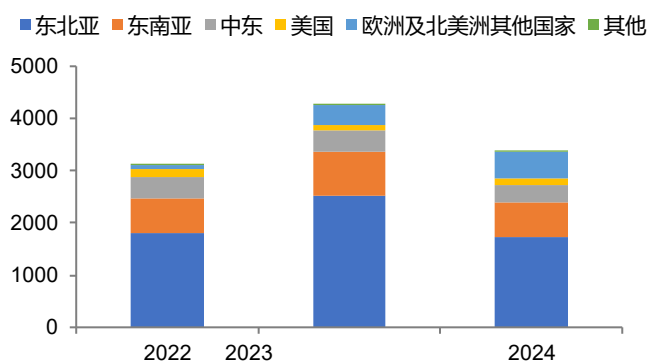
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 2.3 欧洲市场拓展加快，自有品牌矩阵打开长期价值空间

欧洲等新市场加速拓展，区域复制进入规模化阶段。2022-2024 年，欧洲及北美其他地区收入由 0.81 亿元增至 5.18 亿元。2026H1 公司持续深耕并拓展东北亚、欧洲等海外市场，带动电商收入同比增长 15.8%，多区域复制已经成为电商收入增长的重要来源。

多品类轮动增强选品宽度与投放适配能力。2024 年家居、电子和服饰是电商业务最大的三类商品，保健品和母婴用品保持增长，鞋类、箱包和腕表收缩。品类快速轮动有利于投放系统寻找增量，多品类轮动扩大选品空间。

图表19: 电商区域结构: 欧洲等新市场占比上升 (百万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表20: 电子与保健品增长，部分旧品类收缩 (百万元)

|       | 2022 | 2023 | 2024 |
|-------|------|------|------|
| 家居用品  | 834  | 1111 | 932  |
| 电子产品  | 382  | 766  | 790  |
| 服饰    | 549  | 1033 | 615  |
| 美妆个护  | 357  | 335  | 328  |
| 保健品   | 175  | 303  | 337  |
| 鞋类    | 491  | 423  | 157  |
| 箱包    | 182  | 126  | 72   |
| 腕表及配饰 | 119  | 132  | 76   |
| 母婴用品  | 18   | 27   | 59   |

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

品牌化已从单品探索进入组合运营。公司拥有 Veimia、SENADA BIKES、Konciwa、PETTENA、Orivin 及 Lanfo 六个自有品牌，来源包括内部孵化与外部收购，覆盖内衣、出行、雨具、宠物、美容和化妆品；主要通过指定品牌网站销售，较少通过 Lazada、亚马逊及 Shopee 等第三方电商平台销售。2022-2024 年各年自有品牌收入占公司总收入均低于 4%；Konciwa 雨伞截至 2024 年末按销量位居日本亚马逊折叠伞首位。

品牌矩阵与成熟投放能力协同，打开复购和毛利率提升空间。公司拟将 H 股全球发售所得款项净额的 15% 用于扩展品牌组合，通过外部收购与内部孵化增加约五至八个新品牌，并通过多平台营销以及与明星和 KOL 合作提升品牌知名度和客户粘性。明确的资金与实施安排，使品牌建设从现有单品运营进一步延伸至组合扩张。当前品牌独立站主要依托社交媒体广告导流，与公司成熟的投放能力形成协同。随着品牌收入、复购率、自然流

量和品牌毛利率提升，公司有望在保持主动获客优势的同时降低边际获客成本，并推动业务从泛品分销向品牌出海升级。

图表21：公司自有品牌矩阵

| 品牌           | 形成方式       | 主要品类     | 目标市场   | 运营方式                          |
|--------------|------------|----------|--------|-------------------------------|
| Veimia       | 2021 年内部孵化 | 功能内衣     | 日本     | 与内衣制造商签署独家合作协议，将公司设计转化为产品     |
| SENADA BIKES | 2022 年收购   | 电助力自行车   | 北美高端客群 | 收购库存、商标、品牌网站及社媒账号，收购后与制造商合作生产 |
| Konciwa      | 2023 年收购   | 自动防紫外线雨伞 | 日本     | 与原品牌运营商设立公司并持有多数股权，与中国制造商合作生产 |
| PETTENA      | 2023 年内部孵化 | 宠物用品     | 日本     | 与中国制造商合作，负责品牌产品的设计、开发及销售      |
| Orivin       | 2023 年内部孵化 | 美发及美容设备  | 日本     | 与制造商签订合作生产框架协议                |
| Lanfo        | 2023 年内部孵化 | 化妆品      | 日本     | 与中国制造商合作，以自主研发眉笔切入日本市场        |

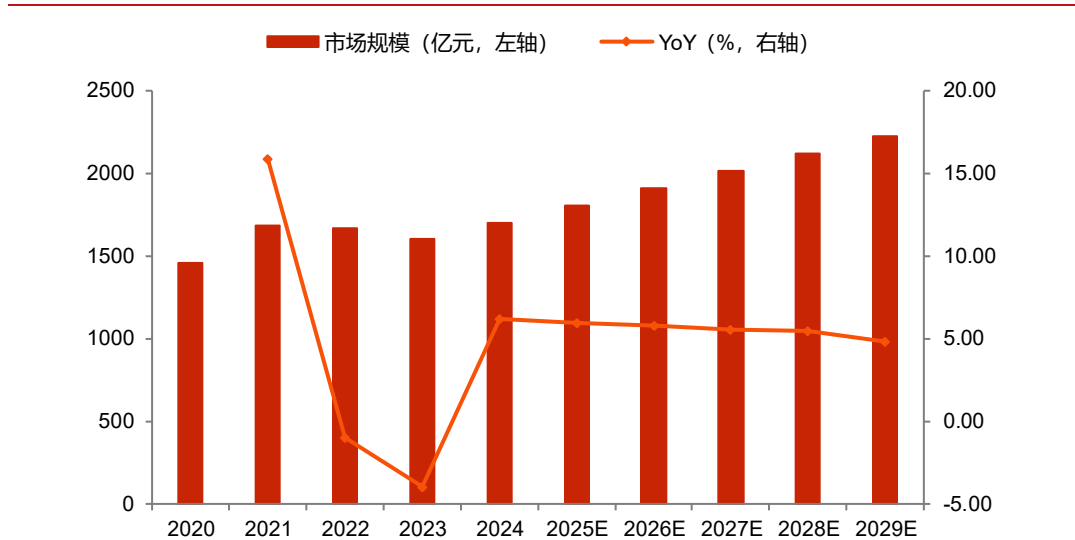
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

### 3. 包装业务：结构升级与产能释放打开修复空间

#### 3.1 食品包装与纸袋占比持续提升，产品结构升级

纸制快消品包装市场已走出 2023 年低点，行业增长与集中度提升共同打开龙头空间。招股书引用灼识咨询数据，中国纸制快消品销售包装市场规模由 2020 年的 1456 亿元增至 2024 年的 1703 亿元，复合增速 4.0%；市场在 2022-2023 年连续调整后，2024 年增速恢复至 6.2%，预计 2024-2029 年复合增速 5.5%。2024 年前五名参与者合计份额仅约 4.5%，吉宏按收入排名第一、份额仅 1.2%，高度分散格局为龙头扩张留下空间。

图表22：纸制快消品包装市场走出 2023 年低点，重回温和增长



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表23：纸制快消品包装市场竞争格局

| 排名 | 公司   | 2024 年收入(亿元) | 市场份额   |
|----|------|--------------|--------|
| 1  | 吉宏股份 | 20           | 1.2%   |
| 2  | 公司 I | 约 17         | 约 1.0% |
| 3  | 公司 J | 约 14         | 约 0.8% |
| 4  | 公司 K | 约 14         | 约 0.8% |
| 5  | 公司 L | 约 12         | 约 0.7% |

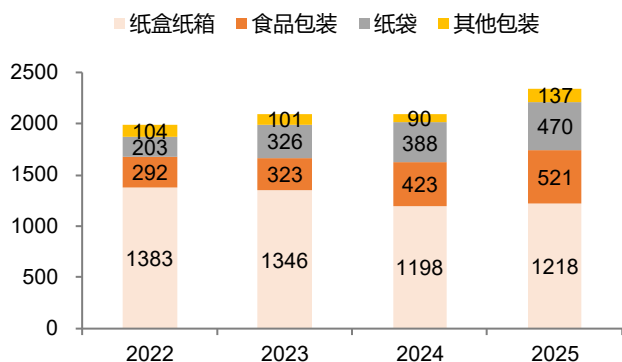
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

食品包装与纸袋增速持续领先，22-25 年占比提升 17.3 个百分点。2022-2025 年，食品包装收入由 2.92 亿元增至 5.21 亿元，复合增速约 21.3%；纸袋收入由 2.03 亿元增至 4.70 亿元，复合增速约 32.2%，均显著高于包装业务整体约 5.8%的复合增速；同期传统纸盒纸箱收入复合增速为-4.1%。食品包装与纸袋合计占包装收入比例由 25.0%连续提升至 31.0%/38.6%/42.2%，产品结构升级持续兑现。

短期毛利承压，品类增长与产能释放提供修复基础。2022-2025 年包装毛利率分别为 15.76%/19.20%/17.85%/20.69%，2025 年较 2024 年提升 2.84 个百分点。2026H1 包装收入 12.83 亿元、同比增长 15.0%，其中食品包装收入同比增长 31.9%，但原材料价格短期上涨、市场竞争加剧及新基地投入使包装毛利率降至 17.41%、同比下降 2.14 个

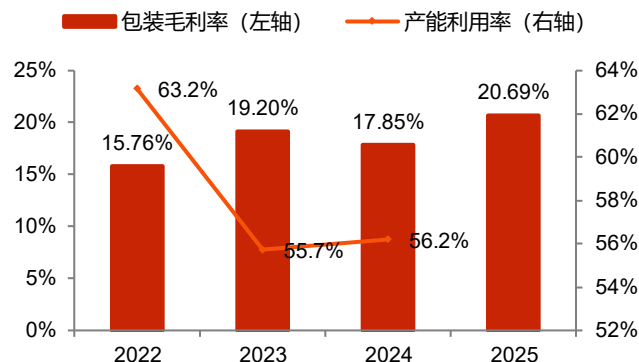
百分点。随着价格传导和境内外新增产能爬坡，产品结构升级有望推动盈利能力逐步修复。

图表24: 包装分产品收入 (百万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表25: 包装毛利率修复



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 3.2 张家港与境外基地进入建设试产，全球产能网络加速成形

境内外新基地加快推进，包装业务全球交付网络进入验证期。张家港项目总投资 3.11 亿元，规划食品包装及环保纸袋产能 3.6 亿平方米；2026H1 公司继续推进江苏张家港及广东惠州新生产基地，阿联酋包装生产基地已建成并进入试生产阶段。2026H1 联营企业 AJT Holding 实现营业收入 0.61 亿元、净亏损 0.06 亿元，表明海外产能已进入收入贡献初期，但仍处爬坡阶段。

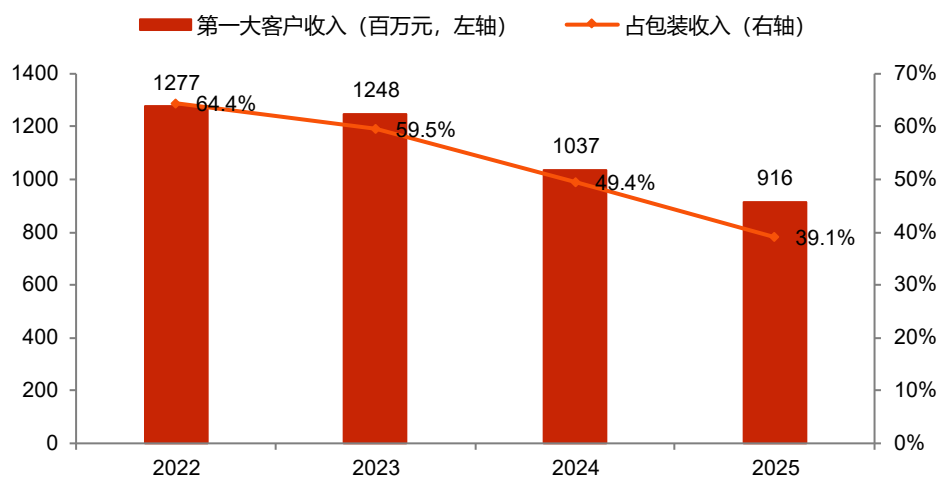
图表26: 包装新基地成长路径

| 项目       | 项目情况                                                | 成长贡献                   |
|----------|-----------------------------------------------------|------------------------|
| 张家港      | 投资 3.112 亿元，规划 3.6 亿平方米                             | 食品包装与环保纸袋扩产            |
| 阿联酋 AJT  | 间接持股 45%；AJT Holding 2026H1 收入 0.61 亿元              | 服务海外快消品客户，产能爬坡         |
| 广东吉宏（惠州） | 公司持股 88%，合作方持股 12%；为子公司提供担保，售后回租本金 7414 万元、期限 48 个月 | 完善华南包装产能布局，提升大湾区区域服务能力 |

资料来源: 公司公告, 张家港政府网, 国盛证券研究所

第一大客户占比连续四年下降，客户结构改善。2022-2025 年第一大包装客户集团收入分别为 12.77/12.48/10.37/9.16 亿元，占包装收入比例分别为 64.4%/59.5%/49.4%/39.1%，三年累计下降 25.4 个百分点。客户结构分散已取得实质进展，后续若新客户同时提供可接受的利润率、回款和产能利用率，将进一步降低单一客户风险并改善产能利用。

图表27：第一大包装客户占比连续下降，客户结构持续分散



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

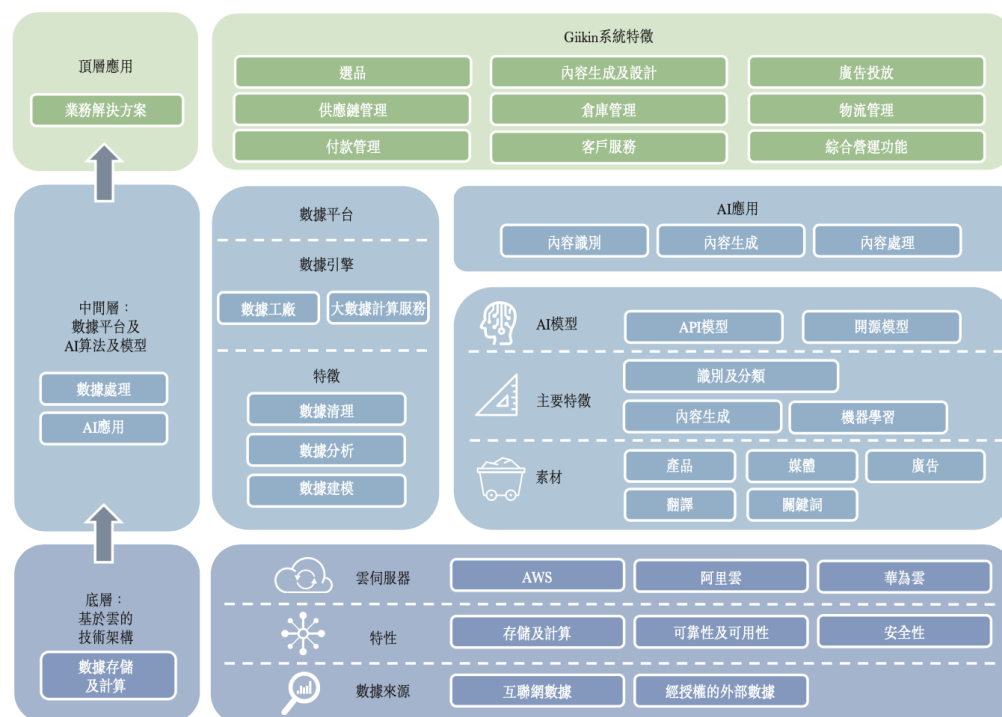
## 4. AI 与组织效率: Giikin AI+ 由内部提效迈向智能创业平台

**Giikin AI+** 将公司的数据与经验沉淀为可复用的 **AI 原生运营能力**。2026 年 6 月，公司正式推出 **Giikin AI+** 全域智能运营平台，以 **GiiBuild·吉构 AI 中台**、十大智能体矩阵与人机协同为核心，覆盖选品、投放、视频、落地页、营销、客服、数据分析、履约和业财等环节。

公司平台已沉淀超 61 万个 SKU 数据与 5800 万份广告素材，运营能力由单点工具升级为全链路协同。首批运行结果显示，**Giikin AI+** 带动整体运营效率提升 60% 以上、内容产能提升 770% 以上、客服自动化率达 85% 以上。

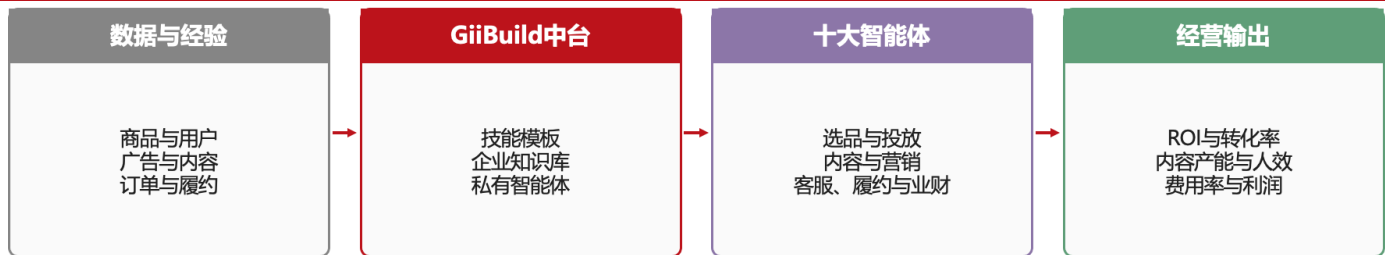
多模型能力已嵌入具体业务环节，自有数据与经营闭环构成整合核心。2026 年 4 月公司与 Google 的业务协同；6 月上线 **Giikin AI+**；**GiiVideo** 已融合 **Seedance**、**Veo** 等多模态模型，支持分镜设计、智能混剪及文生/图生视频；**GiiBuild** 则基于 **AWS AgentCore** 构建企业级 AI 中台。公司以自身数据、技能模板、运营方法论和经营反馈闭环承接外部通用模型能力，多模型协同有助于加快场景迭代并降低单一技术路线依赖。

图表28: 公司 Giikin 系统



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表29: AI 价值链: Giikin AI+从数据底座走向多智能体协同



- 首批运行结果初步验证内容产能、客服自动化与组织效率的提升方向
- 阿里云等外部技术生态为模型迭代与全球化应用提供支撑

资料来源: 公司公告, 公司官网, 国盛证券研究所

头部云厂商生态加速汇聚, 跨境 AI 底座持续完善。2026 年 8 月, 吉宏股份与阿里云召开“智起千问·共筑 AI 原生底座”联合创新研讨会, 围绕千问模型、AI 原生底座及 Token 出海场景开展交流。叠加公司与火山引擎、Google、亚马逊云科技等生态伙伴的 AI 应用协同, 内部跨境数据与场景优势正在连接外部模型、算力及平台能力。

AI 与数字化运营已同时改善获客效率与单位成本。投放模型迭代带动转化率提升及营销广告费用率下降, 智能化运营通过提高管理效率和人均效能摊薄单位成本。数字化能力已经沿着“模型迭代—转化率提升—费率下降—利润增长”的路径进入财务兑现。

图表30: AI 价值传导路径

| 环节     | 系统能力                      | 经营改善            | 财务传导              |
|--------|---------------------------|-----------------|-------------------|
| 选品/投放  | GiiHunt 与 GiiAds          | 提高测品和预算分配效率     | ROI、毛利减广告费        |
| 素材/落地页 | GiiVideo、GiiPage 与 GiiGeo | 加快多语种内容生成与迭代    | 点击率、转化率、制作成本      |
| 客服/履约  | GiiChat 与 GiiOrder        | 提高响应、风控和订单周转效率  | 人工费率、履约损失         |
| 数据/业财  | GiiData 与 GiiFin          | 经营分析、对账与利润拆解实时化 | 决策效率、管理费          |
| 组织底座   | GiiBuild 与人机协同            | 沉淀技能模板并支持岗位级复用  | 人均效能、营销研发费用率、ROIC |

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

扁平前端与共享中后台共同放大系统效率和规模效应。公司跨境电商采用由中层支持小型前端团队的扁平结构, 多个“家族”团队分别负责选品、广告投放和素材生成, 以利润优先并兼顾战略贡献, 供应链、IT 与客服等中后台提供共享支持。前端保持市场响应和快速试错, 共享中后台复用数据与服务能力, 构成数字化效率持续释放的组织基础。

图表31: AI 原生组织升级, 前端敏捷与规模复用并进

| 组织层   | 职责                 | 效率来源            |
|-------|--------------------|-----------------|
| 前端家族  | 选品、广告投放、素材生成       | 贴近市场、快速试错       |
| 共享中后台 | 供应链、IT 系统、客户服务     | 复用数据与能力, 降低固定成本 |
| 考核机制  | 利润优先, 兼顾战略贡献, 内部赛马 | 强化结果导向          |

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

从内部提效迈向智能创业平台, Giikin AI+对外商业化路径进一步明确。2026 年 8 月, 公司 CTO 披露已初步商定 Giikin AI+商业化方案, 预计 2027 年底上线智能创业平台公测。平台拟开放选品、内容、投放、客服、履约和结算等全链路能力, 并通过模型聚合、智能路由及多模型 API 探索 Token 计量付费, 按“内部合伙人试点—核心供应商开放—全网创业者普惠商业化”三步推进。H 股招股书显示, 吉喵云已提供覆盖供应链、落地

页、广告投放、跨境物流和支付的一站式 SaaS 服务。我们认为，吉喵云的产品化基础与公司的履约资源有望承接 AI 能力开放、降低中小卖家出海门槛。

图表32: Giikin AI+ 智能创业平台



资料来源：公司微信公众号，国盛证券研究所

## 5. 盈利预测

我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 83.10 亿元、100.07 亿元、115.75 亿元，分别同比增长 23.6%、20.4%、15.7%；归母净利润分别为 3.54 亿元、4.58 亿元、5.88 亿元，分别同比增长 27.9%、29.5%、28.2%。利润增速快于收入增长，主要增量来自跨境社交电商规模扩张及投放效率改善。

### 主要假设：

**1) 电商：**区域复制与 AI 提效共同推动电商收入扩张和盈利能力改善。跨境社交电商方面，公司巩固东南亚、东北亚等核心市场，同时拓展欧洲等新区并推进全球合伙人计划；Giikin AI+继续作用于选品、素材、投放、客服和履约等环节。我们预计 2026-2028 年电商收入分别增长 29%/24%/18%，近似 ROI 由 1.95 倍提升至 2.02 倍，电商毛利率由 61.8%提升至 62.2%。

**2) 包装：**品类升级与新产能放量推动包装收入增长，毛利率预计先稳后升。包装业务方面，食品包装、纸袋等品类增长以及境内外新基地投产构成主要增量；同时考虑原材料价格、行业竞争和新产能爬坡的阶段性影响。我们预计 2026-2028 年包装收入分别增长 13.7%/12.9%/10.3%，毛利率分别为 18.5%/18.7%/19.3%，在 2026 年消化成本压力后逐步修复。

**3) 其他业务：**假设维持平稳。

图表33：公司收入拆分预测（百万元）

|             | 2025    | 2026E  | 2027E  | 2028E  |
|-------------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入        | 6722    | 8310   | 10007  | 11575  |
| Yoy         | 21.56%  | 23.63% | 20.42% | 15.67% |
| 综合毛利率       | 46.92%  | 47.89% | 48.97% | 49.89% |
| <b>电商</b>   |         |        |        |        |
| 收入          | 4373    | 5641   | 6995   | 8255   |
| Yoy         | 29.93%  | 29.00% | 24.00% | 18.00% |
| 广告费用        | 2262    | 2893   | 3533   | 4086   |
| ROI         | 193.3%  | 195.0% | 198.0% | 202.0% |
| 毛利率         | 61.02%  | 61.80% | 62.00% | 62.20% |
| <b>包装</b>   |         |        |        |        |
| 收入          | 2345    | 2666   | 3008   | 3318   |
| Yoy         | 11.71%  | 13.66% | 12.85% | 10.28% |
| 毛利率         | 20.69%  | 18.50% | 18.70% | 19.30% |
| <b>其他业务</b> |         |        |        |        |
| 收入          | 3       | 3      | 3      | 3      |
| Yoy         | -95.16% | 0.00%  | 0.00%  | 0.00%  |
| 毛利率         | 10.11%  | 10.11% | 10.11% | 10.11% |

资料来源：公司 2025 年报，国盛证券研究所

## 6. 投资建议

社交电商的运营效率与包装制造底盘共同构成公司的差异化能力。我们认为，公司的核心竞争力在于跨境社交电商与包装双主业形成差异化经营组合。电商业务依托社交媒体主动投放、独立落地页和 COD 履约体系，以滚动库存、前端赛马机制及共享中后台实现快速测品和区域复制；Giikin 及 Giikin AI+持续沉淀选品、素材、投放、客服和履约数据，推动运营能力由单点工具向多智能体协同演进。包装业务则以全国生产网络、一站式服务和客户结构分散提供制造底盘，并通过食品包装、纸袋及境内外新基地打开增量空间。

效率兑现、AI 协同与包装结构升级共同抬升公司的成长质量。公司具备三项值得关注的稀缺性：一是社媒主动投放模式与传统第三方平台电商不同，经营杠杆直接体现为 ROI、签收履约和组织人效；二是 Giikin AI+已接入选品、内容、投放、客服、履约和业财环节，2026H1 电商毛利率同比提升 1.57 个百分点、ROI 达 205%，电商归母净利润增长 80.9%，实际业绩确认提效路径；三是包装业务客户集中度持续下降，新品类与境内外产能扩张有望增强收入韧性。上述特征使公司盈利增速和效率改善空间高于单纯依赖平台流量的铺货型公司。

2026H1 半年报显示电商利润增长已经进入效率兑现阶段。考虑公司社交电商模式的差异化、Giikin AI+的全链路提效潜力以及包装结构升级，我们认为应合理给予一定估值溢价，首次覆盖给予“增持”评级。

图表34：可比公司估值表

|           |      | EPS（元/股） |       |       |       |       | PE    |       |
|-----------|------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           |      | 2025A    | 2026E | 2027E | 2028E | 2026E | 2027E | 2028E |
| 301381.SZ | 赛维时代 | 0.70     | 1.16  | 1.49  | 1.77  | 19.65 | 15.36 | 12.90 |
| 300592.SZ | 华凯易佰 | 0.36     | 0.88  | 1.12  | 1.38  | 16.98 | 13.37 | 10.82 |
| 301376.SZ | 致欧科技 | 0.83     | 1.17  | 1.46  | 1.75  | 17.39 | 13.98 | 11.67 |
| 300866.SZ | 安克创新 | 4.75     | 5.44  | 6.71  | 8.08  | 21.77 | 17.66 | 14.66 |
| 平均值       |      |          |       |       |       | 18.95 | 15.09 | 12.51 |
| 002803.SZ | 吉宏股份 | 0.61     | 0.77  | 1.00  | 1.28  | 23.97 | 18.51 | 14.44 |

资料来源：wind，国盛证券研究所

注：可比公司盈利预测为 wind 一致预期，股价取 8 月 21 日收盘价。

## 7. 风险提示

**海外流量平台投放效率风险：**公司跨境社交电商主要通过 Meta、TikTok 和 Google 等媒体获取流量，收入规模与投放转化效率对平台算法、广告竞价、账户审核及投放规则较为敏感。若流量价格上涨、算法调整或账户稳定性下降，而商品毛利率与客单价未能同步改善，可能导致 ROI 回落、广告费用率上升，进而压缩电商业务收入及利润。

**COD 签收与履约波动风险：**公司部分市场采用货到付款模式，收入确认和现金回收受签收率、末端配送时效、消费者拒收及当地物流服务能力影响。若区域经济环境、物流网络或消费者行为发生不利变化，可能导致拒收、退货及二次配送增加，使收入、毛利率和经营现金流同时承压。

**汇率波动风险：**公司境外收入占比较高，跨境电商业务涉及日元、韩元、欧元、美元及其他当地货币的收款、广告投放和采购结算。若人民币相对主要经营货币明显升值，或当地货币短期大幅贬值，公司可能面临折算收入减少、定价及投放策略调整和汇兑损失增加，实际影响取决于收入、成本及结算币种的匹配程度。

**包装原材料价格及市场竞争风险：**包装业务的主要原材料包括白卡纸、牛卡纸、瓦楞纸等，原纸价格变动向下游客户传导通常存在一定时滞，同时行业参与者较多、价格竞争较为充分。若原材料价格快速上涨而产品提价不及预期，或市场竞争导致加工费下降，包装业务毛利率可能低于预测。

**新产能建设与爬坡不及预期风险：**公司正在推进张家港及境外包装项目建设和产能释放，新基地从建设、试产到稳定量产需要经过客户认证、订单导入和良率爬坡。若项目进度、市场开拓或产能利用率低于预期，新增折旧、人工和运营费用可能先于收入释放，导致包装利润率、经营现金流和 ROIC 低于预测。

### 免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

| 投资建议的评级标准                                                                                                                                                 |      | 评级 | 说明                      |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|----|-------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期基准指数涨幅在 15%以上       |
|                                                                                                                                                           |      | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间    |
|                                                                                                                                                           |      | 持有 | 相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间   |
|                                                                                                                                                           |      | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在 5%以上        |
|                                                                                                                                                           | 行业评级 | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在 10%以上       |
|                                                                                                                                                           |      | 中性 | 相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间 |
|                                                                                                                                                           |      | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在 10%以上       |

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市丰台区丽泽路 22 号院新华社国家金融信息大厦  
 厦西塔 B 座 38 层  
 邮编：100077  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦  
 邮编：330038  
 传真：0791-86281485  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋  
 邮编：200120  
 电话：021-38124100  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼  
 邮编：518033  
 邮箱：gsresearch@gszq.com