

喜悦智行 (301198)

证券研究报告

2023年04月18日

景气赛道加速 Alpha 成长

市场担心主要集中在行业空间，竞争格局以及包装企业壁垒，相较大多包装企业需求稳定、竞争分散且上下游议价弱，我们认为公司及所处赛道具备较大差异化，具体来看：

1、可循环包装需求增长来自产业替代，渗透率及应用领域具备可观前景

相较传统纸包/金属包需求稳定，可循环塑料包装最大产业逻辑在于对一次性包装的替代；直接原因在于①显著降本增效，精细化运营推动企业优化及开放供应链体系；同时符合我国双碳政策、绿色包装等方向；②物理性能优势显著，密度小且耐酸碱、抗氧化；易成型易着色；高强度且可塑；能定制化匹配客户多场景多产品物理运输需要。

目前公司大客户集中汽车链，该产业链规模较大并有望率先实现供应链升级，可循环包装仍具备较大渗透率空间；近两年进军家电企业快速放量，未来物流/生鲜/消费等领域有望加速拓展。

2、包装服务一体化趋势明确，租赁模式加深粘性丰富收入

不同于传统包材买断模式，随着行业分工专业化和产业链优化，下游客户对包装企业提出更高要求。供应商评审认证不局限于产品质量，还包含方案优化、物流仓储等；包装服务一体化使得和客户合作更加深入，提升客户粘性；同时降低客户使用门槛，租赁模式有望丰富公司收入。

公司 22H1 租赁收入占比提升至 26%，依托对需求理解和整体解决方案能力，提供仓储分拣、清洁维护、物流配送、空箱回收和规划统筹等多项服务。

3、公司优势体现在绑定龙头、个性化定制、设计配方经验及持续释放规模效应

①公司是大众/特斯拉/比亚迪及美的可循环塑料包装供应商，各领域龙头认可既体现公司服务能力也起到示范带头作用；②公司产品多为个性化定制，客户更换成本高于传统标准化包材；③公司产品设计及工艺配方需经验积累及研发投入；以及④快速响应客户需求，一方面奠定细分市场主导；另一方面伴随客户规模增长规模效应有望持续释放。

调整盈利预测，维持“买入”评级

公司具有丰富的循环包装行业经验，品类齐全的工艺生产、稳定的品质管控、高效的生产制造能力。23 年新能源车、家电等客户或将继续发挥显著贡献，并在生鲜、服装、快递等多行业布局拓展，提高市场竞争力和行业知名度。目前公司处于客户快速开拓、规模提升早期阶段，或具备较好产业前景及发展前景，我们预计公司归母净利润分别为 0.9/1.5/2.3 亿（原值分别为 0.9/1.5/2.0 亿），EPS 分别为 0.73/1.15/1.74 元/股，PE 分别为 36.9/23.3/15.4X。

风险提示：原材料价格波动；技术替代风险；主要客户业绩下滑影响公司持续经营能力等

投资评级

行业	轻工制造/包装印刷
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	26.35 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	130.00
流通 A 股股本(百万股)	59.88
A 股总市值(百万元)	3,425.50
流通 A 股市值(百万元)	1,577.79
每股净资产(元)	7.15
资产负债率(%)	16.73
一年内最高/最低(元)	32.32/16.20

作者

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

唐婕 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519070001
tjie@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《喜悦智行-公司点评:持续开拓优质客户，可循环包装加速渗透率提升》2023-04-09
- 《喜悦智行-公司点评:获新项目定点函有望增厚收入预期，把握新能源车机遇弯道超车》2022-12-15
- 《喜悦智行-季报点评:Q3 业绩超预期，细分赛道龙头把握新能源车市场机遇》2022-11-04

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	267.67	362.96	479.12	725.64	1,015.89
增长率(%)	13.49	35.60	32.00	51.45	40.00
EBITDA(百万元)	89.43	103.89	129.70	196.57	289.63
归属母公司净利润(百万元)	58.82	60.73	94.83	150.13	226.29
增长率(%)	11.10	3.23	56.16	58.32	50.73
EPS(元/股)	0.45	0.47	0.73	1.15	1.74
市盈率(P/E)	59.40	57.54	36.85	23.28	15.44
市净率(P/B)	9.70	3.86	3.39	2.96	2.49
市销率(P/S)	13.05	9.63	7.29	4.82	3.44
EV/EBITDA	0.00	30.78	21.79	15.08	9.17

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	46.97	506.95	645.80	526.48	834.94
应收票据及应收账款	128.89	187.06	196.44	443.92	414.52
预付账款	2.45	3.79	4.79	9.73	8.58
存货	48.26	69.66	94.69	178.78	163.52
其他	12.14	12.36	21.53	24.01	23.81
流动资产合计	238.71	779.84	963.25	1,182.92	1,445.37
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	106.19	129.10	115.73	102.36	88.99
在建工程	9.34	8.40	8.40	8.40	8.40
无形资产	48.19	46.86	45.50	44.13	42.77
其他	35.59	55.81	29.51	10.81	9.88
非流动资产合计	199.31	240.17	199.15	165.70	150.04
资产总计	438.01	1,020.57	1,162.40	1,348.62	1,595.41
短期借款	5.01	27.99	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	50.99	48.92	87.17	136.33	148.09
其他	17.19	26.90	37.84	25.29	33.75
流动负债合计	73.19	103.81	125.00	161.62	181.84
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	3.72	11.61	7.88	7.36	7.64
非流动负债合计	3.72	11.61	7.88	7.36	7.64
负债合计	77.62	115.88	132.88	168.98	189.48
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	75.00	100.00	130.00	130.00	130.00
资本公积	118.51	577.08	577.08	577.08	577.08
留存收益	166.88	227.61	322.44	472.57	698.86
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	360.39	904.68	1,029.51	1,179.64	1,405.93
负债和股东权益总计	438.01	1,020.57	1,162.40	1,348.62	1,595.41

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	58.82	60.73	94.83	150.13	226.29
折旧摊销	23.83	29.97	14.73	14.73	14.73
财务费用	(0.21)	1.08	0.31	(1.03)	(1.19)
投资损失	0.00	(0.01)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	6.62	(123.28)	33.39	(283.59)	67.07
其它	(9.38)	14.31	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	79.68	(17.22)	143.26	(119.76)	306.90
资本支出	54.62	26.32	3.73	0.52	(0.28)
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(107.17)	(64.21)	(3.73)	(0.52)	0.28
投资活动现金流	(52.55)	(37.88)	0.00	0.00	0.00
债权融资	(22.25)	34.36	(34.41)	0.43	1.55
股权融资	0.00	453.57	30.00	0.00	0.00
其他	(3.10)	28.77	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	(25.35)	516.70	(4.41)	0.43	1.55
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1.78	461.59	138.85	(119.32)	308.45

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	267.67	362.96	479.12	725.64	1,015.89
营业成本	155.43	229.81	284.59	426.82	579.06
营业税金及附加	2.31	2.87	3.98	5.96	8.39
销售费用	12.78	17.81	28.13	39.98	55.57
管理费用	18.09	23.98	31.92	48.40	67.80
研发费用	8.07	9.95	15.38	23.22	30.90
财务费用	(0.18)	1.18	0.31	(1.03)	(1.19)
资产/信用减值损失	(2.81)	(7.10)	(0.96)	(1.98)	(3.21)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00
其他	4.76	12.85	0.00	0.00	0.00
营业利润	69.22	71.61	113.84	180.31	272.15
营业外收入	3.14	2.24	2.67	3.08	2.78
营业外支出	0.06	0.01	1.56	0.96	0.65
利润总额	72.30	73.85	114.95	182.43	274.29
所得税	13.48	13.12	20.12	32.30	48.00
净利润	58.82	60.73	94.83	150.13	226.29
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	58.82	60.73	94.83	150.13	226.29
每股收益(元)	0.45	0.47	0.73	1.15	1.74

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	13.49%	35.60%	32.00%	51.45%	40.00%
营业利润	12.27%	3.46%	58.97%	58.38%	50.94%
归属于母公司净利润	11.10%	3.23%	56.16%	58.32%	50.73%
获利能力					
毛利率	41.93%	36.69%	40.60%	41.18%	43.00%
净利率	21.98%	16.73%	19.79%	20.69%	22.28%
ROE	16.32%	6.71%	9.21%	12.73%	16.10%
ROIC	23.04%	21.12%	24.59%	40.85%	34.46%
偿债能力					
资产负债率	17.72%	11.35%	11.43%	12.53%	11.88%
净负债率	-11.50%	-51.50%	-62.05%	-44.09%	-58.91%
流动比率	3.23	7.48	7.71	7.32	7.95
速动比率	2.58	6.82	6.95	6.21	7.05
营运能力					
应收账款周转率	2.42	2.30	2.50	2.27	2.37
存货周转率	5.44	6.16	5.83	5.31	5.94
总资产周转率	0.66	0.50	0.44	0.58	0.69
每股指标(元)					
每股收益	0.45	0.47	0.73	1.15	1.74
每股经营现金流	0.61	-0.13	1.10	-0.92	2.36
每股净资产	2.77	6.96	7.92	9.07	10.81
估值比率					
市盈率	59.40	57.54	36.85	23.28	15.44
市净率	9.70	3.86	3.39	2.96	2.49
EV/EBITDA	0.00	30.78	21.79	15.08	9.17
EV/EBIT	0.00	35.40	24.58	16.30	9.66

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com