

研究所
证券分析师： 杨阳 S0350521120005
yangy08@ghzq.com.cn

原材料成本上行收入短期承压，可循环包装加速渗透未来可期

——喜悦智行（301198）2022 年报及 2023 年一季度报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现		2023/04/21		
表现	1M	3M	12M	
喜悦智行	-5.1%	-2.9%	38.6%	
沪深 300	1.3%	-3.6%	0.9%	

市场数据		2023/04/21
当前价格(元)		25.23
52 周价格区间(元)		16.20-32.32
总市值(百万)		3,279.90
流通市值(百万)		1,510.72
总股本(万股)		13,000.00
流通股本(万股)		5,987.80
日均成交额(百万)		68.11
近一月换手(%)		2.77

相关报告

《——喜悦智行（301198）公告点评：新获新能源汽车厂一级供应商订单，持续看好汽车业务领域发展（买入）*中小盘*杨阳》——2022-12-15

《——喜悦智行（301198）三季报点评：原材料价格高位侵蚀毛利率，租赁业务持续推广（买入）*包装印刷*杨阳》——2022-11-01

《——喜悦智行（301198）2022 中报点评：积极完善产业链，布局拓展西南市场（买入）*中小

事件：

喜悦智行于 2023 年 4 月 20 日发布 2022 年年度报告及 2023 年一季度报告，2022 年公司实现营收 4.28 亿元，同比+17.91%，实现归母净利润 0.66 亿元，同比+8.35%；2023Q1 公司实现营收 0.89 亿元，同比-6.07%，实现归母净利润 0.14 亿元，同比+7.02%。

投资要点：

- **原材料成本上行收入短期承压，2023 年有望向好。**公司持续深耕新能源汽车领域扩大规模，并在家电及酒水领域取得进展，2022 年可循环包装产品和租赁与运营服务收入占比分别为 66.84%/30.13%，同比分别+8.69%/+54.67%；而受制于大宗原材料价格、人工成本增长以及经济环境的不确定性等原因下游车企间断停工停产，公司业务成本上行较快，两项业务毛利率分别同比-4.52%/-10.45%；2022 年公司整体毛利率 32.41%，同比-4.28pcts。2023Q1 公司存货增加 1584 万元，产销规模持续扩张；而 2022Q4 经济环境的不确定性的延续延缓了下游车企 2023Q1 复工进度及材料货品的验收，导致公司营收同比下降 6.06%，环比下降 21.20%，短期承压；2023Q1 实现毛利率 32.24%，同比-1.36pcts，环比-4.68pcts。我们认为 2023 年公司盈利能力有望在宏观经济整体稳定向好趋势下逐渐向好。
- **研发投入加速多领域覆盖初显成效，经营效率逐季改善。**（1）销售费率方面，2022 年为 5.41%，同比+0.5pcts；2023Q1 为 5.99%，同比+0.63pcts，环比+0.26pcts；公司持续扩大销售规模，销售人员薪资上涨。（2）管理费率方面，2022 年为 8.37%，同比+1.76pcts；2023Q1 为 7.78%，同比+0.19pcts，环比-3.01pcts；公司施行股票激励计划于 2022-2025 年分别摊销 766.06/1375.07/547.55/173.50 万元，或将稀释当期收益。（3）研发费率方面，2022 年为 2.73%，同比-0.01pcts；2023Q1 为 3.08%，同比+0.52pcts，环比-1.07pcts；公司致力于增加可循环包装受众赛道以及降低材料成本，持续增加研发投入；截至 2022 年末，新能源汽车电芯模组包装、家电行业专用托盘、生鲜果蔬折叠周转箱以及酒水饮料行业包装的结构及材料的研发项目已进行试生产，EPP 发泡技术与材料项目尚在方案设计

盘*杨阳》——2022-08-31

《——喜悦智行(301198)公司深度研究：可循环塑料包装龙头，运包一体化模式开拓蓝海市场

(买入)*中小盘*杨阳》——2022-04-28

与材料调试阶段。2023Q1 公司实现净利率 16.06%，同比+1.95pcts，环比+5.92pcts，产品多领域覆盖已显成效，经营效率逐季改善。

- **客户资源丰富、在手订单储备充足，汽车电动化转型有望带来可循环包装增量需求。** 公司在汽车、家电行业的可循环包装领域具有较高知名度，与大众汽车、特斯拉、宝马、沃尔沃、比亚迪、长城、吉利、美的、海尔、京东、申通等客户建立了长期信赖的合作关系。2022 年末公司新获新能源车厂一级供应商订单，2023 年有望实现新增收入 0.8-1 亿元，有助于公司进一步扩大在新能源汽车行业可循环包装领域的市场份额。据乘联会数据，2023 年国内新能源车渗透率有望达 36%；目前可循环包装的使用主要集中于各大汽车主机厂及一级零部件供应商，汽车电动化转型将带来可循环包装的增量需求，喜悦智行有望持续受益。
- **盈利预测和投资评级** 我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 6.41/8.68/11.72 亿元，同比增速分别为 50%/36%/35%，归母净利润分别为 1.30/1.73/2.25 亿元，同比增速分别为 98/33%/30%，对应 2023-2025 年 PE 分别为 26/20/15 倍。公司作为国内可循环塑料包装龙头，立足汽车工业拓展家电及日用品领域，提供定制化可循环塑料包装整体解决方案。随着公司业务领域的拓展与租赁模式的推广未来收入有望提升。维持“买入”评级。
- **风险提示** 可循环包装应用推广不及预期；可循环包装中塑料循环包装占比下降；行业竞争加剧；公司扩产进度不及预期；公司下游应用拓展不及预期。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	428	641	868	1172
增长率(%)	18	50	36	35
归母净利润(百万元)	66	130	173	225
增长率(%)	8	98	33	30
摊薄每股收益(元)	0.51	1.00	1.33	1.73
ROE(%)	7	12	14	15
P/E	47.53	26.32	19.84	15.26
P/B	3.33	3.19	2.75	2.33
P/S	7.36	5.36	3.96	2.93
EV/EBITDA	27.79	16.54	12.09	8.89

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：喜悦智行盈利预测表

证券代码:	301198				股价:	25.23		投资评级:	买入		日期:	2023/04/21	
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E				
盈利能力					每股指标								
ROE	7%	12%	14%	15%	EPS	0.51	1.00	1.33	1.73				
毛利率	32%	37%	37%	36%	BVPS	7.27	8.28	9.61	11.34				
期间费率	14%	10%	10%	10%	估值								
销售净利率	15%	20%	20%	19%	P/E	47.53	26.32	19.84	15.26				
成长能力					P/B	3.33	3.19	2.75	2.33				
收入增长率	18%	50%	36%	35%	P/S	7.36	5.36	3.96	2.93				
利润增长率	8%	98%	33%	30%									
营运能力					利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E				
总资产周转率	0.38	0.50	0.59	0.69	营业收入	428	641	868	1172				
应收账款周转率	1.81	2.63	3.31	4.22	营业成本	289	403	551	753				
存货周转率	4.81	7.11	9.29	10.12	营业税金及附加	3	5	7	9				
偿债能力					销售费用	23	31	42	56				
资产负债率	16%	16%	15%	14%	管理费用	36	38	48	64				
流动比	4.46	4.24	4.08	4.27	财务费用	0	-3	-3	-3				
速动比	3.88	3.70	3.54	3.65	其他费用/(-收入)	12	16	22	29				
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	营业利润	69	154	208	270				
现金及现金等价物	424	450	445	502	营业外净收支	9	4	2	3				
应收款项	237	244	263	278	利润总额	78	158	210	273				
存货净额	89	90	93	116	所得税费用	13	28	37	48				
其他流动资产	20	26	35	47	净利润	66	130	173	225				
流动资产合计	770	810	836	943	少数股东损益	0	0	0	0				
固定资产	150	230	322	458	归属于母公司净利润	66	130	173	225				
在建工程	61	71	121	101	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E				
无形资产及其他	149	168	186	204	经营活动现金流	-18	175	216	276				
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	66	130	173	225				
资产总计	1130	1279	1466	1706	少数股东权益	0	0	0	0				
短期借款	80	80	80	80	折旧摊销	45	41	59	86				
应付款项	67	76	80	91	公允价值变动	-3	0	0	0				
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-126	4	-17	-34				
其他流动负债	25	35	45	49	投资活动现金流	-176	-145	-217	-216				
流动负债合计	173	191	205	221	资本支出	-85	-145	-217	-216				
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	-100	0	0	0				
其他长期负债	11	11	11	11	其他	8	0	0	0				
长期负债合计	11	11	11	11	筹资活动现金流	6	-4	-4	-4				
负债合计	184	202	216	232	债务融资	42	0	0	0				
股本	130	130	130	130	权益融资	0	0	0	0				
股东权益	946	1076	1249	1474	其它	-36	-4	-4	-4				
负债和股东权益总计	1130	1279	1466	1706	现金净增加额	-189	26	-5	57				

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【公共事业和中小盘团队介绍】

杨阳，中央财经大学会计硕士，湖南大学电气工程本科，5年证券从业经验，现任国海证券公用事业和中小盘团队首席，曾任职于天风证券、方正证券和中泰证券。获得2021年新财富分析师公用事业第4名，21世纪金牌分析师和Wind金牌分析师公用事业行业第2名，21年水晶球公用事业入围，2020年wind金牌分析师公用事业第2，2018年新财富公用事业第4、水晶球公用事业第2核心成员。

罗琨，香港浸会大学经济学硕士、湖南大学会计学本科，5年证券从业经验，曾任财信证券资管投资部投资经理、研究发展中心机械研究员、宏观策略总监。

钟琪，山东大学金融硕士，现任国海证券公用事业&中小盘研究员，曾任职于方正证券、上海证券。

许紫荆，对外经济贸易大学金融学硕士，现任国海证券公用事业&中小盘研究员。

【分析师承诺】

杨阳，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；
 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；
 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；
 增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；
 中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；
 卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所

述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。