

产品优势+下游驱动，迈向全厂智能化解决方案

■ 证券研究报告

投资评级:增持(维持)
基本数据
2022-12-22

收盘价(元)	15.85
流通股本(亿股)	4.83
每股净资产(元)	4.95
总股本(亿股)	4.88

最近 12 月市场表现


分析师 余炜超

SAC 证书编号: S0160522080002

shewc@ctsec.com

联系人 谢铭

xieming@ctsec.com

相关报告

1. 《Q2 利润小幅下滑，多元产品布局有望释放增量》 2022-09-01

核心观点

- ❖ **深耕包装机械近 20 载，已成为智能包装领域引领者：**公司是国内工厂级智能包装解决方案的提供商，且产品类别丰富，下游应用广泛，包括但不限于液态食品、固态食品、医药、化工、家用电器等领域，长期深耕智能包装领域，定位于中高端市场，客户以中大型品牌为主。公司营收/净利润行稳致远，2011-2021 年 CAGR 分别为 16/14%，2022 前三季度实现营收 21.72 亿元，规模增长带来的市场、成本等效应逐步显现，多样化的客户群体和稳定优质的客户资源体现了公司较强的市场影响力，为公司业绩的持续稳定增长奠定了良好基础。
- ❖ **下游细分行业机遇凸显，高端设备进口替代空间广阔：**包装是商品进入流通领域的必要条件，而包装设备是实现产品包装的提效、降本主要手段。包装机械需求驱动力主要来自于下游行业存量更新+终端市场消费升级+高端设备进口替代。我们认为未来包装机械下游细分行业机遇将推动包装设备需求向上：首先，白酒行业产业升级，产线智能化改造升级从 0 到 1，经测算需求空间约 159 亿元；其次，高端包装设备市场仍由外资主导，高速灌装、饮料灌装、常温乳品等领域国产替代逻辑通顺，经测算，2021 年公司全球包装机械营收市占率小于 1%，而据 Freedonia Group, Inc 数据，预计至 2023 年全球包装机械市场规模约为 604 亿美元，进口替代空间广阔。最后，啤酒等行业存量更新提供了稳定的需求来源。综上，通用属性的打包机进口替代将持续推动设备端的需求。
- ❖ **公司内生外延，横向拓展应用领域，已得到优质客户认可。**公司深耕包装设备，通过自研+外延并购不断拓宽产品的下游覆盖面，迈向全厂智能化解决方案，充分受益下游细分行业机遇。其中子公司廊坊百冠，掌握了液体饮料灌装的核心技术，有望与公司协同共进，打造成长新曲线。同时，公司布局白酒行业多年，持续研发乳品、饮料等液态食品的新型无菌、超洁净智能包装生产线及啤酒、饮料高速智能包装生产线，有望实现进口替代。以白酒为例，据各市政府公关资源交易网，天眼查等数据的不完全统计，公司已相继中标泸州老窖、古井贡酒、五粮液多个白酒包装项目近 6 亿元，随着后续各大酒厂招标的持续进行，公司有望继续中标白酒包装项目，新添增量。
- ❖ **投资建议：**公司是包装机械龙头，下游多行业的布局，缓和了设备周期属性，存量更新+消费升级+进口替代将不断推动设备需求。考虑到公司积极推动募投项目产能建设，不断优化产品结构布局，主营业务将向产品附加值更高的液态智能化包装生产线领域扩展，增强企业盈利能力和可持续发展能力。我们预计公司 2022-2024 年实现营业收入 29.82/40.17/48.28 亿元，归母净利润 3.35/3.97/4.96 亿元。对应 PE 分别为 23/20/16 倍，维持“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**宏观经济波动风险、市场竞争加剧风险、原材料大幅波动风险、募投项目不及预期。

盈利预测：

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	2020	2707	2982	4017	4828
收入增长率 (%)	7.96	34.02	10.17	34.70	20.18
归母净利润 (百万元)	171	261	335	397	496
净利润增长率 (%)	73.13	53.05	28.25	18.54	25.02
EPS (元/股)	0.40	0.58	0.69	0.81	1.02
PE	21.83	27.76	23.29	19.65	15.72
ROE (%)	11.14	12.03	13.80	14.06	14.95
PB	2.51	3.62	3.21	2.76	2.35

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

内容目录

1	公司简介：深耕包装机械近 20 载，行稳致远.....	5
1.1	基本概况：产品种类多元，智能包装领域引领者.....	5
1.2	股权结构：实控人共计持有公司 48.34% 股份，股权结构稳定.....	5
1.3	财务情况：近十年来业绩稳步增长，行稳致远.....	6
2	包装机械下游众多，高端设备进口替代空间广阔.....	7
2.1	包装机械：下游众多，空间广阔.....	7
2.2	市场空间：预计 2023 年全球包装设备市场空间约为 604 亿美元.....	8
2.3	设备需求：消费升级，品质+健康催生细分行业机遇.....	10
2.4	竞争格局：高端包装设备市场仍由外资主导，进口替代成为趋势.....	15
3	公司内生外延，横向拓展应用领域，把握行业机遇.....	17
3.1	业务布局：产品研发+外延并购，迈向液态包装设备全产业链覆盖.....	17
3.2	市场销售：白酒订单快速增长，合同负债和存货持续提高.....	19
3.3	产能建设：募投项目提高公司液态包装设备产能.....	20
4	投资建议.....	21
5	风险提示.....	23

图表目录

图 1.	吕婕女士和罗邦毅先生，通过直接和间接方式合计持有 48.34% 股份.....	6
图 2.	营收长期维持增长，10 年来 CAGR 为 16%.....	6
图 3.	归母净利润始终保持强势，10 年来 CAGR 为 14%.....	6
图 4.	受单机销售下滑影响，公司盈利能力短期承压.....	7
图 5.	公司费用率管控良好.....	7
图 6.	包装设备产业链上下游情况.....	7
图 7.	精密的液态食品包装机械融合了多行业技术，为下游企业提效、降本.....	8
图 8.	2018 年全球包装设备下游分布情况.....	8
图 9.	预计到 2023 年全球将达到 604 亿美元的需求规模.....	8
图 10.	全球包装饮料消费量（十亿升）.....	9
图 11.	我国社会消费品零售总额从 286,587.8 亿元增加至 440,823.2 亿元.....	9
图 12.	2021 年全国居民的人均消费总支出为 24,100 元.....	10

图 13. 2021 年全国居民的人均可支配收入达 35,128 元.....	10
图 14. 2017-2021 年白酒产量持续走低.....	10
图 15. 2017 年以来中国规模以上白酒企业数量下滑.....	11
图 16. 2017 年中国规模以上白酒企业销售收入不减反增.....	11
图 17. 三顿半高辨识度的小杯子.....	12
图 18. 农夫山泉天然健康产品矩阵.....	12
图 19. 2019 年软饮料市场下游分布情况.....	12
图 20. 预计至 2024 年软饮料市场规模达万亿级别（十亿元）.....	13
图 21. 牛奶需求日益提高，2021 年牛奶产量约为 3683 万吨.....	13
图 22. 相比于 2016 宝塔，奶制品摄入建议由 300g 提高至 300-500g.....	14
图 23. 利乐砖®无菌纸包装.....	15
图 24. 利乐钻®无菌纸包装.....	15
图 25. 利乐拉伐公司 2020 年营收 10.8 亿欧元.....	17
图 26. 利乐拉伐公司发展历程.....	17
图 27. 产品研发+外延并购，迈向液态包装设备全产业链覆盖.....	18
图 28. 2017-2021 年公司研发人数持续上升.....	18
图 29. 2018-2021 年公司研发费用占比持续上升.....	18
图 30. 公司客户群体多样化、优质稳定，奠定良好发展基础.....	19
图 31. 截至 2022 年三季度公司合同负债为 8.48 亿元.....	20
图 32. 2021 年，公司存货金额为 22.20 亿元.....	20
表 1. 公司产品主要分为包装设备、包装材料、软件系统三类.....	5
表 2. 全国白酒技改包装设备市场空间约为 159 亿元.....	11
表 3. 人均液态乳消费量来看，我国与世界平均水平仍然存在较大差距（公斤）.....	14
表 4. 无菌包装在不添加防腐剂的前提下，使液态奶可以长途运输而不变质.....	15
表 5. 国内外包装设备生产制造主要参与者（部分）.....	16
表 6. 对标德国克朗斯，公司市占率还有较大的提升空间.....	16
表 7. 公司相继斩获白酒技改订单，打开增长曲线.....	19
表 8. 公司公开发行人可转债，扩大公司产能，进一步优化产品结构（万元）.....	20
表 9. 公司业绩拆分情况.....	22
表 10. 可比公司估值对比.....	22

1 公司简介：深耕包装机械近 20 载，行稳致远

1.1 基本概况：产品种类多元，智能包装领域引领者

秉承“无人包装、智能系统”理念的包装解决方案提供商。公司自成立以来，深耕行业多年，积累深厚，是国内工厂级智能包装解决方案的提供商。公司产品类别丰富，包装设备及配套包装材料主要应用于液态食品、固态食品、医药、化工、家用电器、3C、造币印钞、仓储物流、建筑材料、造纸印刷、图书出版等众多领域。公司主要的包装设备产品分为标准单机设备及智能包装生产线，包含 40 余个产品种类、约 400 多种规格型号的包装设备，形成较为完整的产品体系；公司主要的包装材料为 PP 捆扎带、PET 捆扎带、PE 拉伸膜；公司的智能化软件系统产品为“永创智能 DMC 平台”。

表1.公司产品主要分为包装设备、包装材料、软件系统三类

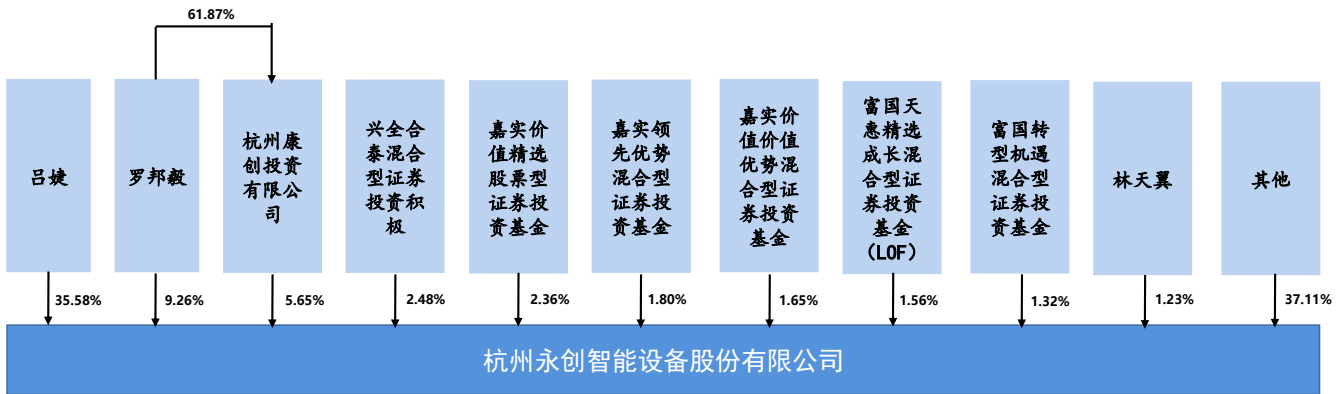
类别	系列	产品种类
包装设备	标准单机设备	装封口机、杀菌机、洗瓶机、真空包装机、气调包装机、枕式包装机、立式包装机、纸箱成型机、纸盒成型机、热收缩包装机、装盒机、装箱机器人、码垛机器人、封箱机、泡罩包装机、全自动捆扎机、半自动捆扎机、手提打包机、堆垛机、码垛机、卸垛机、卸箱机、卸瓶机、缠绕机、裹包机、贴标机、喷码机、智能覆膜机、智能包膜机、给袋式包装机
	智能包装生产线	液态食品（牛奶、饮料、啤酒、白酒、调味品等）智能包装生产线；固态食品（糕点、糖果、颗粒、粉末等）智能包装生产线；家电、医药、化工、3C、造币等行业智能包装生产线；白酒酿造自动化生产线
包装材料	包装带和包装膜	PP 捆扎带、PET 捆扎带、PE 拉伸膜
软件系统	永创智能 DMC 平台	智能装备人机交互系统、产线控制系统、AI 视觉检测系统、生产过程控制系统、生产执行管理系统、产品追溯系统

数据来源：公司 2021 年年报，财通证券研究所

1.2 股权结构：实控人共计持有公司 48.34% 股份，股权结构稳定

管理层务实高效，股权结构稳定。截至 2022 年三季报，吕婕女士直接持有公司 35.58% 的股份，罗邦毅先生除直接持有公司 9.26% 的股份外，同时还通过康创投资，间接持有公司 3.50% 的股份。吕婕女士和罗邦毅先生系夫妻关系，二人通过直接和间接方式合计持有公司 48.34% 的股份，为公司的实际控制人，公司股权结构稳定。

图1.吕婕女士和罗邦毅先生，通过直接和间接方式合计持有 48.34%股份



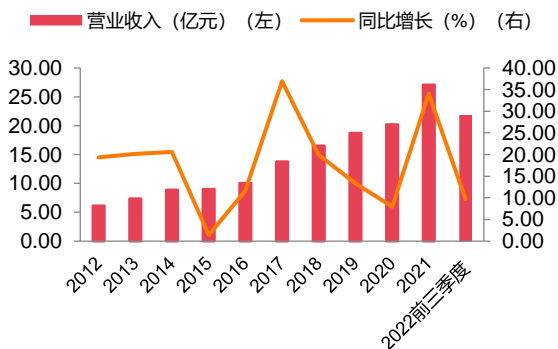
数据来源：Wind，财通证券研究所

1.3 财务情况：近十年来业绩稳步增长，行稳致远

公司营收/净利润稳步增长，10 年来 CAGR 分别为 16/14%。1) 营收端：从过去 10 年来看，公司营收从 2012 年的 6.13 亿元，增长至 2021 年的 27.07 亿元，CAGR+16%。从近 3 年来看，公司 2019-2021 年营收分别为 18.71/20.2/27.07 亿元，同比增长 13.33/7.96/34.01%。2) 净利润端：从过去 10 年来看，公司净利润从 2012 年的 0.78 亿元，增长至 2021 年的 2.97 亿元，CAGR+14%。公司 2020-2021 年营收/净利润的提高主要是 2021 年公司下游牛奶、休闲食品等行业对智能化包装设备需求增加，叠加公司核心产品市场竞争力提高所致。

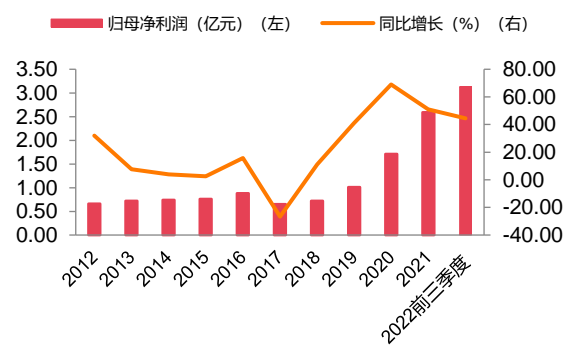
公司 2022 年前三季度实现营业收入 21.72 亿元，同比+9.71%，归母净利润为 3.13 亿元，同比+43.72%，扣非后归母净利润为 1.90 亿元，同比-9.33%。公司 2022 年 Q3 单季度实现收入 7.76 亿元，同比+4.81%，实现归母净利润 1.85 亿元，同比+117.57%，实现扣非后归母净利润 0.60 亿元，同比-24.81%，主要是由于公司参股的山东新巨丰包装材料有限公司于 2022 年 9 月 2 日挂牌上市，根据其股票价格调整相应公允价值变动损益。

图2.营收长期维持增长，10 年来 CAGR 为 16%



数据来源：Wind，财通证券研究所

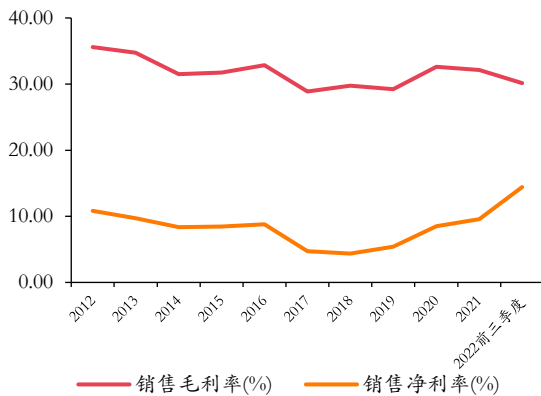
图3.归母净利润始终保持强势，10 年来 CAGR 为 14%



数据来源：Wind，财通证券研究所

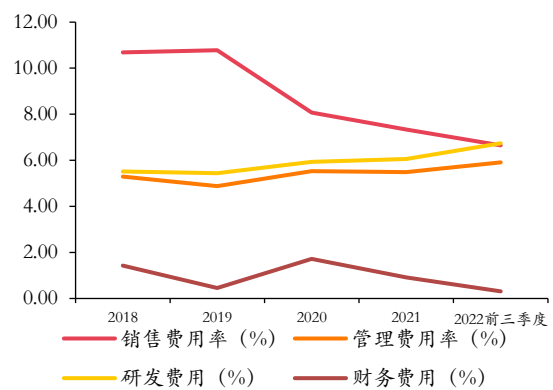
毛利率/净利率端：受疫情及宏观经济影响，截至三季报，公司盈利能力放缓，后续修复向上。2017-2021年，公司毛利率和净利率呈现震荡上升的趋势。2022年三季度公司毛利率/扣非归母净利润率分别为29.07/7.73%，同比分别-3.48/-3.77pct，环比下滑-1.22/-1.77pct，主要系因为疫情和宏观经济影响，公司标准单机的销售受到一定影响，导致订单结构发生变化，单机的营收和毛利率拉低了整体的盈利情况，随着公司产品结构持续优化、规模效益逐渐体现，宏观经济逐步回暖，毛利率和净利率有望修复向上。

图4.受单机销售下滑影响，公司盈利能力短期承压



数据来源：Wind，财通证券研究所

图5.公司费用率管控良好



数据来源：Wind，财通证券研究所

2 包装机械下游众多，高端设备进口替代空间广阔

2.1 包装机械：下游众多，空间广阔

包装是商品进入流通领域的必要条件，而包装设备是实现产品包装的提效、降本主要手段。根据新美星招股说明书，包装设备的上游行业主要由钢材、机械元件、电气元器件、塑料颗粒等行业组成，下游行业主要是饮料、酒类、食用油及调味品等行业。在《自动化技术在包装机械中的应用和展望》文中提到，包装自动化是用自动化装置控制管理包装过程，使其按照预先的程序自动进行，是连续化、大型化工业生产过程中的最后一道工序。包装能发挥保护、美华、宣传、销售产品的功能，提高产品的竞争力，实现包装自动化能有效的提高生产能力，包装产品质量，有利于降低生产成本。

图6.包装设备产业链上下游情况



数据来源：新美星招股说明书，财通证券研究所

包装设备融合了机械加工、电气控制、信息系统控制、工业机器人、图像传感技术、微电子等多领域技术，结合下游行业的生产工艺，实现成型、装填、封口、贴标、打码、捆扎、码垛、缠绕等一系列包装工序的自动化，已成为企业提高生产效率、降低劳动强度、改善作业环境、节约人工成本、优化生产工艺和实现大规模生产的关键因素之一。

图7.精密的液态食品包装机械融合了多行业技术，为下游企业提效、降本

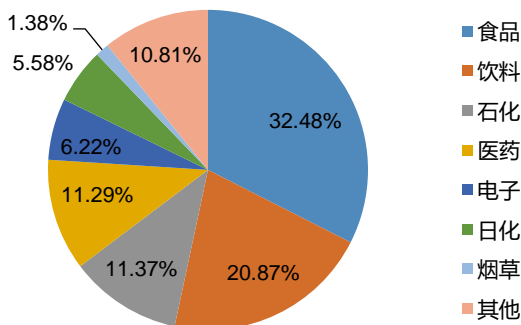


数据来源：克朗斯 2021 年年报，财通证券研究所

2.2 市场空间：预计 2023 年全球包装设备市场空间约为 604 亿美元

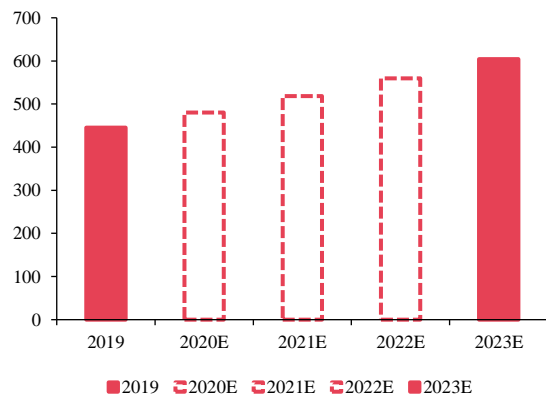
全球包装设备需求市场空间广阔，预计至 2023 年约为 604 亿美元。从包装设备需求分析，根据《GLOBAL PACKAGING MACHINERY》，The Freedonia Group, Inc 数据，2019 年全球包装设备需求市场空间约为 445 亿美元，预计到 2023 年全球包装设备需求市场空间将达到 604 亿美元。根据立鼎产业研究中心，从全球市场需求来看，食品、饮料、医药和石化行业是包装设备最主要的下游市场，其他行业主要包括家用电器、造币印钞、机械制造、造纸印刷等众多行业领域。

图8.2018 年全球包装设备下游分布情况



数据来源：立鼎产业研究中心，财通证券研究所

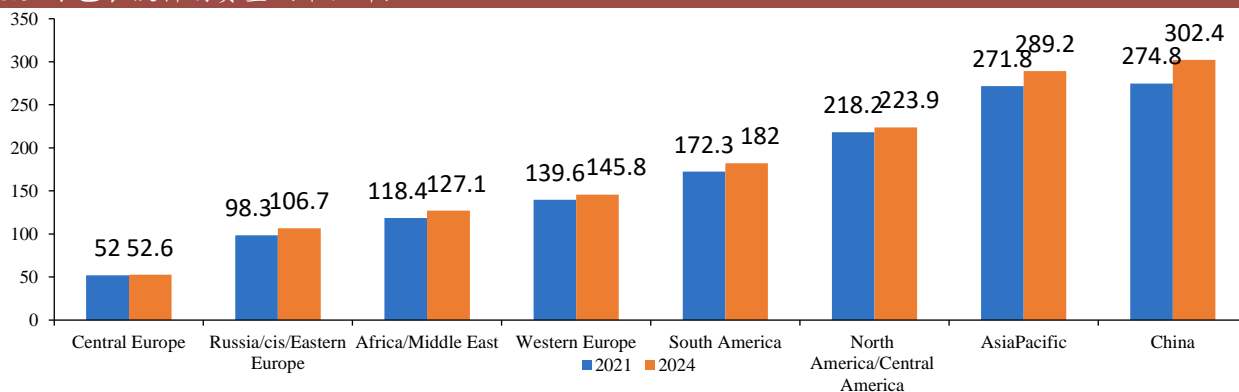
图9.预计到 2023 年全球将达到 604 亿美元的需求规模



数据来源：The Freedonia Group, Inc, 财通证券研究所 (注：由 Freedonia 已知 2019/2023 年的空间规模, 2020-2022 数据由 2019-2023 年的 CAGR 推算而来)

发展中国家和地区包装设备销量的增长将成为全球包装设备发展的推动力。从包装饮料消费情况看包装设备销量变化，根据 Global Data 的数据，亚太地区和 中国包装饮料消费提升量最多，其中 2021 年，中国包装饮料消费量为 2748 亿升，预计至 2024 年将达 3024 亿升，CAGR+3.2%，中国对包装设备的需求将构成世界最大的市场之一；亚洲其他国家和地区，例如印度、印度尼西亚、马来西亚和泰国，对包装设备的市场需求也会获得较大的增长；而在美国、西欧、日本等发达国家和地区，尽管包装设备的市场需求增长速度低于发展中国家，随着经济复苏叠加消费升级，预计未来仍有上升空间。

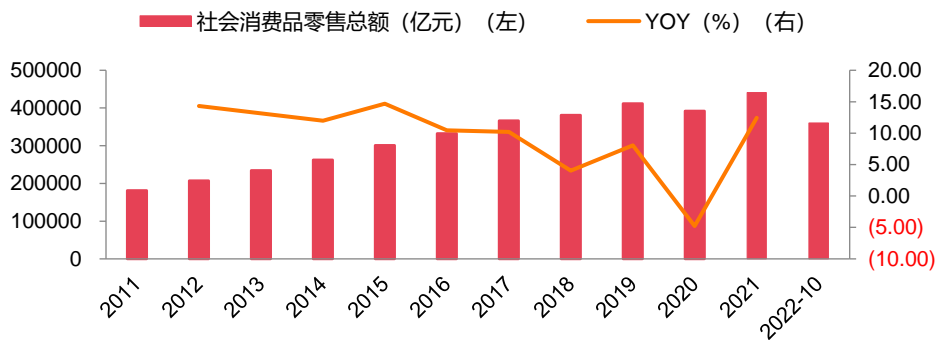
图10.全球包装饮料消费量（十亿升）



数据来源：Global Data，财通证券研究所

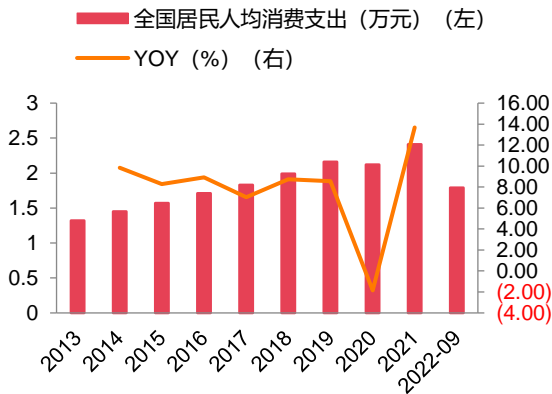
包装机械下游应用行业广泛，多为快速消费品或生活必需品制造行业，抗周期性较强。根据国家统计局的数据，2015 年至 2021 年，全国社会消费品零售总额从 286,587.8 亿元增加至 440,823.2 亿元，年均增长率为 7.44%。根据国家统计局发布的数据显示，2021 年全国居民的人均可支配收入达 35,128 元，同比增长 9.1%，2021 年全国居民的人均消费总支出为 24,100 元，同比增长 13.6%，随着收入的提升，消费群体有了更多的支出空间。在人均消费稳步提升的同时，消费者对健康、安全、高品质的产品更加偏爱，在消费升级的大背景下，包装化、品牌化、高端化是多数消费品厂商的考虑方向。

图11.我国社会消费品零售总额从 286,587.8 亿元增加至 440,823.2 亿元



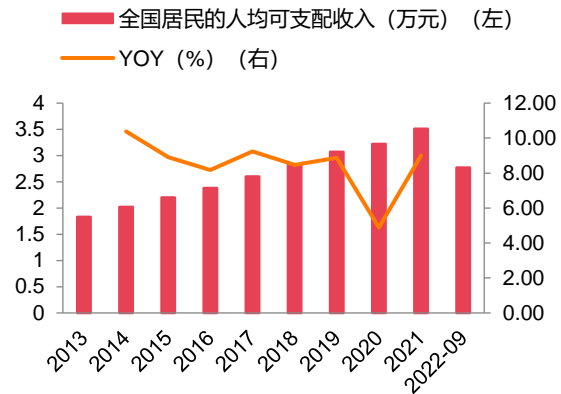
数据来源：国家统计局，财通证券研究所（注 2022-10 数据是 1-10 月的累计值）

图12.2021年全国居民的人均消费总支出为24,100元



数据来源：国家统计局，财通证券研究所（注 2022-09 数据是 1-9 月的累计值）

图13.2021年全国居民的人均可支配收入达35,128元



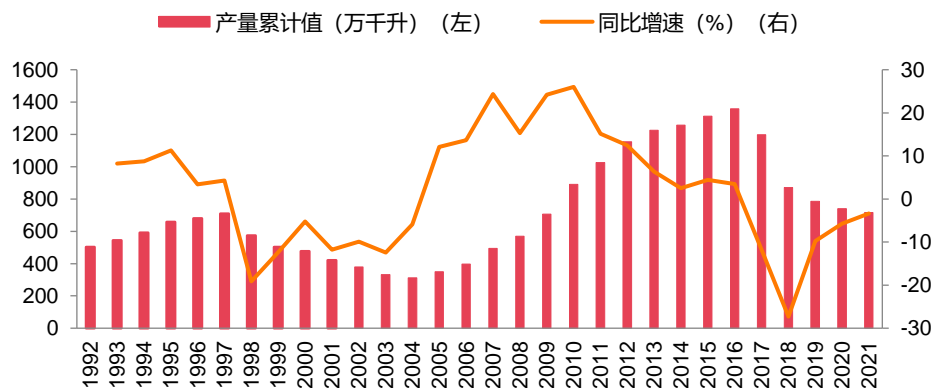
数据来源：国家统计局，财通证券研究所（注 2022-09 数据是 1-9 月的累计值）

2.3 设备需求：消费升级，品质+健康催生细分行业机遇

1) 白酒产业升级成刚需，技改催化包装设备需求

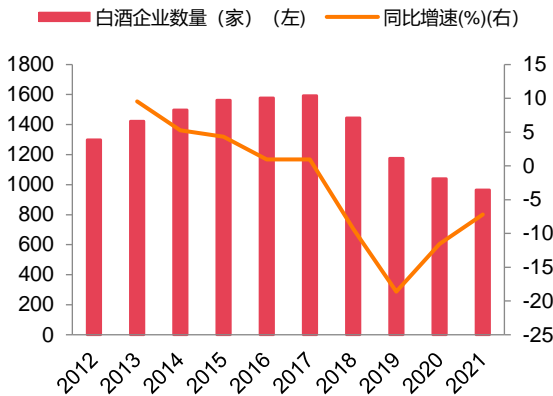
白酒行业集中度持续提高，消费偏好向高质量白酒驱动。根据国家统计局的数据，从白酒产量端看：2004-2016年，白酒产量持续上升至顶后，迎来了持续下滑期，至2021年全球白酒产量约为715.6万吨；从白酒企业数量看：2017-2021年，中国白酒规模以上企业数量从2017年的1593家持续减少，至2021年规上企业为965家，呈明显下滑趋势。从白酒企业营收端看，2017-2021年，中国规模以上企业销售收入从2018年的5364亿元，增长至2021年6033亿元。综上，1) 白酒行业集中度进一步提升，供给侧结构性改革持续深化，行业市场份额继续向优势品牌、优势产能和优势产区集中，2) 消费结构进一步升级，居民可支配收入持续增加，高质量的白酒消费需求将驱动优质、优势名酒发展。

图14.2017-2021年白酒产量持续走低



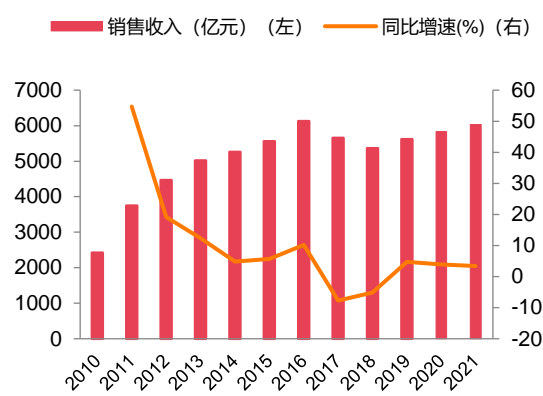
数据来源：国家统计局，Wind，财通证券研究所

图15.2017年以来中国规模以上白酒企业数量下滑



数据来源：国家统计局，财通证券研究所

图16.2017年中国规模以上白酒企业销售收入不减反增



数据来源：国家统计局，财通证券研究所

产业升级成刚需，技改催化包装设备需求。根据《华夏酒报》，多家头部酒企“十四五”规划中都提到了扩产扩能、技术创新和转型升级等。面对中低端白酒产能过剩，高端优质基酒产能不足的大背景下，从原料、酿造、包装到物流配送的全产业链数字化、智能化是头部企业数字化转型的必选方案。根据国家统计局数据，2021年白酒产量约为715.6万吨。假设一瓶酒容量约为500ml，一台产线的效率为15000瓶/小时，产线工作350天，1天12小时，计算可得产线的需求数量为227条，假设单条产线价值量约为0.7亿元，预计全国白酒包装设备市场空间约为159亿元。

表2.全国白酒技改包装设备市场空间约为159亿元

白酒产量 (万吨)	单品酒含量 (ml)	白酒产量 (亿瓶)	单产线产量 (瓶/小时)	年工作时长 (小时)	产线需求 (条)	单挑产线价值量 (亿元)	市场规模 (亿元)
716	500	143.12	15000	4200	227	0.7	159

数据来源：国家统计局，各市政府公共资源交易网，财通证券研究所

2) 健康饮食深入人心，无菌灌装设备需求逐步释放

人均可支配收入提高促进了消费者对食品饮料种类和品质的要求提升。饮料和乳品是日常生活中十分常见的商品，包装和口味通常是吸引消费者注意的主要途径，也是其各个品牌商品差异化体现所在。

健康和品质成为消费者新好，包装即是广告不仅有技术也有营销。随着消费者偏好的改变，食品饮料厂商已经开始重视产品低钠、低糖、低脂、减量化，新一代的产品将健康科学饮食理念和当今社会健康问题到产品研发的考量当中，同时新包装作为新产品推向市场的先锋也在不断的升级改造中；例如，三顿半高辨识

度的小杯子、农夫山泉天然健康产品矩阵。我们认为饮料和乳品灌装设备需求的来源主要系消费者对于健康、品质的要求提升，无菌灌装设备成为了消费升级优良载体。

图17.三顿半高辨识度的小杯子



数据来源：京东超市，财通证券研究所

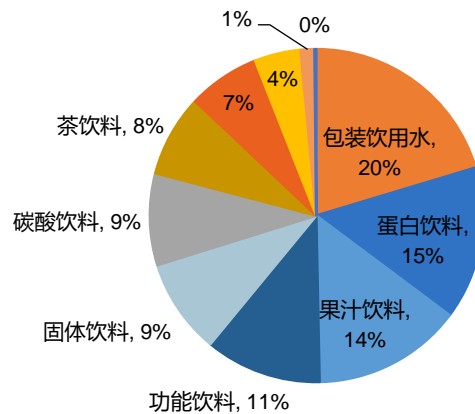
图18.农夫山泉天然健康产品矩阵



数据来源：农夫山泉 2021 年可持续发展报告，财通证券研究所

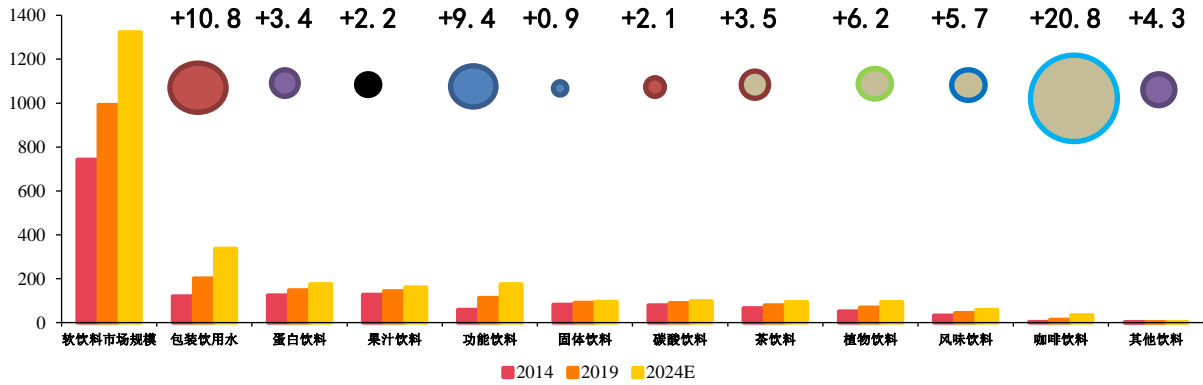
万亿软饮料市场提供包装设备需求巨大空间。软饮料是指酒精含量低于 0.5%（质量比）的天然或人工配制的饮料。随着人均可支配收入的提高叠加消费升级，软饮料市场规模持续增长。根据弗若斯特沙利文报告，中国软饮料市场规模从 2014 年的 743.3 亿元，增长至 2019 年的 991.4 亿元，CAGR+5.9%，预计至 2024 年，中国软饮料市场规模将达 13230 亿元，CAGR+5.9%。其中按 2019 年市场规模从大到小依次排列，软饮料的十个类别分别为包装饮用水、蛋白饮料、功能饮料、固体饮料、碳酸饮料、茶饮料、植物饮料、风味饮料和咖啡饮料等。不同的软饮料类别因其品种、包装形式和工艺不同，催生了灌装设备的需求。

图19.2019 年软饮料市场下游分布情况



数据来源：弗若斯特沙利文，财通证券研究所

图20. 预计至 2024 年软饮料市场规模达万亿级别（十亿元）

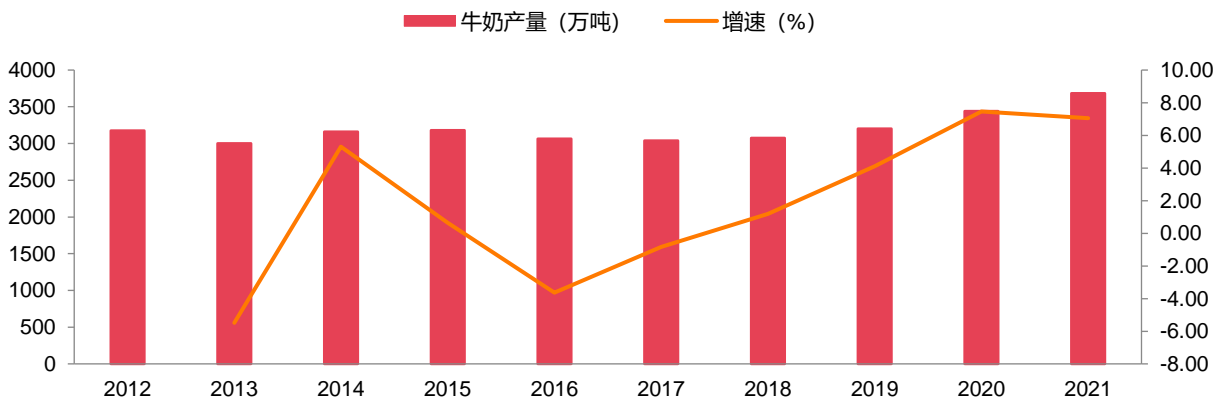


数据来源：弗若斯特沙利文，财通证券研究所（注：上述数字为 2019-2024 年各子行业 CAGR (%)）

乳品：奶源半径影响乳品销售，无菌包装延长保质期解决后顾之忧。

从国内牛奶需求量看：牛奶需求日益提高，2021 年牛奶产量约为 3683 万吨。根据国家统计局的数据，2010-2019 年，我国生鲜牛乳总产量基本处于 3000-3200 万吨左右，受生鲜乳收购价格走低、奶牛存栏数下降影响，生鲜乳总产量在 2016-2017 年出现下滑。2021 年，受益于需求端增长，我国生鲜乳总产量达 3,683 万吨左右，较去年同比增长 7.06%。

图21. 牛奶需求日益提高，2021 年牛奶产量约为 3683 万吨

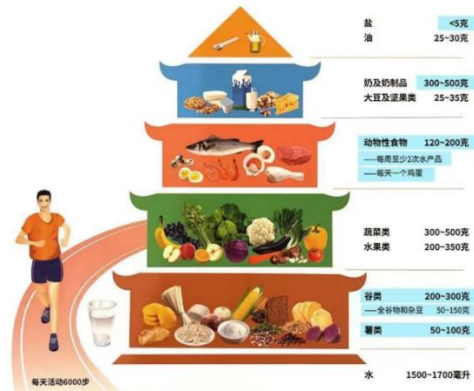


数据来源：国家统计局，财通证券研究所

从人均液态乳消费量来看，我国与世界平均水平仍然存在较大差距。根据阳光乳业招股说明书引用的《2020 中国奶业统计摘要》一文，我国人均奶类消费量只有世界平均水平的三分之一，美国的约三分之一，英国和澳大利亚的约五分之一，差距较大。近年来，由于人均可支配收入提高，健康理念的深入人心，牛奶

已成为日常生活必选的消费品之一，受宏观经济带来的影响较小。根据中国营养学会发布的《中国居民膳食指南（2022）》，中国居民平衡膳食宝塔（2022）建议个人奶及奶制品的需求提高至 300-500g，此前 2016 年宝塔个人奶及奶制品的需求建议值为 300g，我国乳制品市场存在巨大的发展空间和增长潜力。

图22.相比于 2016 宝塔，奶制品摄入建议由 300g 提高至 300-500g



数据来源：阳光乳业招股说明书，《中国居民膳食指南（2022）》，财通证券研究所

表3.人均液态乳消费量来看，我国与世界平均水平仍然存在较大差距（公斤）

国家（地区）	主要国家和地区液态乳消费量统计	
	2017 年人均液态乳消费量	2018 年人均液态乳消费量
中国	20.6	21.4
美国	67.1	65.3
英国	104.7	102.4
日本	30.9	30.9
澳大利亚	103.5	101.8
巴西	40.4	39.3

数据来源：阳光乳业招股说明书，《2020 中国奶业统计摘要》，财通证券研究所

无菌包装在不添加防腐剂的前提下，使液态奶可以长途运输而不变质。我国地域辽阔，原奶产地主要集中在北方。根据《中国统计年鉴》，2019 年，牛奶产量最大的三个省份内蒙古、黑龙江和河北总产量为 1,483.70 万吨，占全国总产量的 46.35%。而南方也有巨大的牛奶市场需求，中国乳品市场存在着把大量产于北方的液态奶运到南方市场的实际需求。中国大部分地区冷链物流系统尚不发达且运输距离较长，而无菌包装产品无需冷链运输和保存，且保质期长，有助于企业以较低的成本将液体食品运输至较远的地方以扩大销售区域、实现规模化生产。

消费升级，“钻石包”、“金属包”新品类无菌包装带动设备需求。年轻消费者逐渐成为乳业和非碳酸饮料的主力消费者，该消费群体对产品包装的精美程度追求逐渐提高。为了迎合消费者的消费习惯，乳业和非碳酸饮料企业不断推出更高端

和更多元的产品。无菌包装最大的优势为最大限度地减少食品在杀菌包装过程中营养成分和原有风味的损失，延长了灌装的货架寿命，同时降低了包装费用。目前无菌包装主要应用于乳品和非碳酸饮料中，随着无菌包装技术成熟及应用推广，无菌包装逐渐在生物技术、药品、啤酒、调料品、化妆品、宠物食品、罐头类食品、食品汤汁等不同行业领域中得到应用,催生无菌灌装设备需求。

表4. 无菌包装在不添加防腐剂的前提下，使液态奶可以长途运输而不变质

包装方式	储存时长
玻璃瓶	约 7 天
塑料袋	约 21 天
百利包	约 30 天
无菌枕包	约 45-60 天
无菌砖包、钻石包	180 天及以上

数据来源：阳光乳业招股说明书，财通证券研究所

图23. 利乐砖® 无菌纸包装



数据来源：利乐官网，财通证券研究所

图24. 利乐钻® 无菌纸包装



数据来源：利乐官网，财通证券研究所

2.4 竞争格局：高端包装设备市场仍由外资主导，进口替代成为趋势

国内包装机械公司大而不强，高端包装设备市场仍由外资主导。以德国克朗斯、德国博世、德国 KHS 等为代表的国际知名包装设备企业，通过提供大型、成套、高精度的单机设备和智能包装生产线，占据了世界包装机械市场的主导地位，也占据了我国高端包装设备市场的主要份额。我国包装机械行业大多数规模较小的本土企业由于研发能力不强或者缺乏自主创新能力，产品技术含量低、质量稳定性差，主要生产低水平、功能单一的包装设备，市场竞争力普遍不强。除了瓦楞纸包装机械和一些小型包装机有一定规模和优势外，其它包装机械几乎不成体系和规模，特别是市场上需求量大的一些成套包装生产线，如液体灌装生产线、饮料包装容器成套设备、无菌包装生产线等，在世界包装机械市场中均被几家大包装机械企业集团所垄断。面对国外品牌强劲冲击，国内企业应该采取积极对策。

表5.国内外包装设备生产制造主要参与者（部分）

公司	国家/地区	公司简介
Krones	德国	克朗斯集团将机器制造、设备高新技术、流程技术、微生物技术和信息技术融合在一起，形成包装设备整体解决方案，服务范围包括酒精饮料、食品、化工、制药和化妆品工业。
BOSCH	德国	包装技术是德国博世集团在工业技术中的一个部分，博世包装为全球客户提供包装单机设备与整线设备的规划、设计、制造与安装，是全球最大的包装技术供应商之一，产品主要服务于医药、食品、化妆品等行业，其核心竞争力在于液体医用药品的包装。
KHS	德国	德国 KHS 公司现有拥有创新的模块化设计能力、先进的灌装系统、高性能贴标技术、尖端的通信和诊断技术，是饮料、食品及非食品行业灌装、包装系统的国际制造商。
Tetra Pak	瑞典	世界领先的食物加工和包装解决方案公司，与客户和供应商密切合作，提供安全、创新和环保的产品，每天满足 160 多个国家/地区数亿人的需求。
新美星	中国	公司是中国高端液体(饮料)包装机械研发与制造基地，致力于为液态产品智能工厂提供产存一体化整体解决方案的总集成总承包服务。
永创智能	中国	公司是全国智能包装装备系统领域的行业知名企业，国内大型整套包装生产线解决方案提供商，为客户提供离散/混合型智能包装系统。
中亚股份	中国	公司是一家集研发、制造和销售于一体的液态食品智能化包装机械制造商，主要定位于设计、制造中高端的液态食品包装设备
达意隆	中国	公司是中国饮料包装行业领先的设备供应商，提供饮料工厂的全面解决方案，从前处理、吹瓶、灌装、到二次包装整线及单机设备。
乐惠国际	中国	公司是全球啤酒酿造设备的知名制造商，为全球绿地项目提供交钥匙解决方案。

数据来源：永创智能招股说明书，Wind，财通证券研究所

对标德国克朗斯，公司市占率还有较大的提升空间。根据《GLOBAL PACKAGING MACHINERY》，The Freedonia Group, Inc 数据，2019 年全球包装设备需求市场空间约为 445 亿美元，预计到 2023 年全球将达到 604 亿美元的需求规模。根据 Bloomberg 和 Wind 的数据和 2022 年 12 月 8 日的汇率换算，2019-2021 年德国克朗斯全球市占率为 9.87%/7.83%/7.67%，永创智能全球市占率为 0.6%/0.6%/0.75%，综上可得公司全球市占率相较海外龙头差距甚远，有较大的提升空间。

表6.对标德国克朗斯，公司市占率还有较大的提升空间

	2019	2020E	2021E
全球包装设备市场空间（亿美元）	445	480	518
全球包装设备市场空间（亿元）	3102	3348	3614
德国克朗斯营收（亿元）	306	262	277
德国克朗斯市占率	9.87%	7.83%	7.67%
永创智能营收（亿元）	18.71	20.2	27.07
永创智能市占率	0.60%	0.60%	0.75%

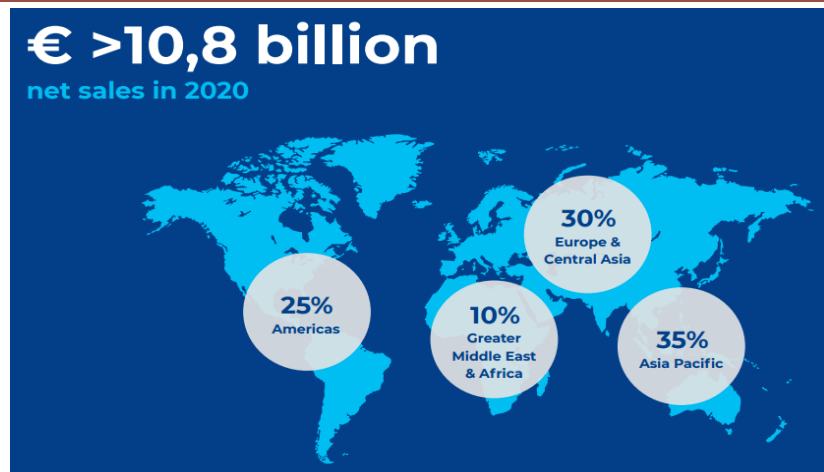
数据来源：Wind，The Freedonia Group, Inc，Bloomberg，财通证券研究所

3 公司内生外延，横向拓展应用领域，把握行业机遇

3.1 业务布局：产品研发+外延并购，迈向液态包装设备全产业链覆盖

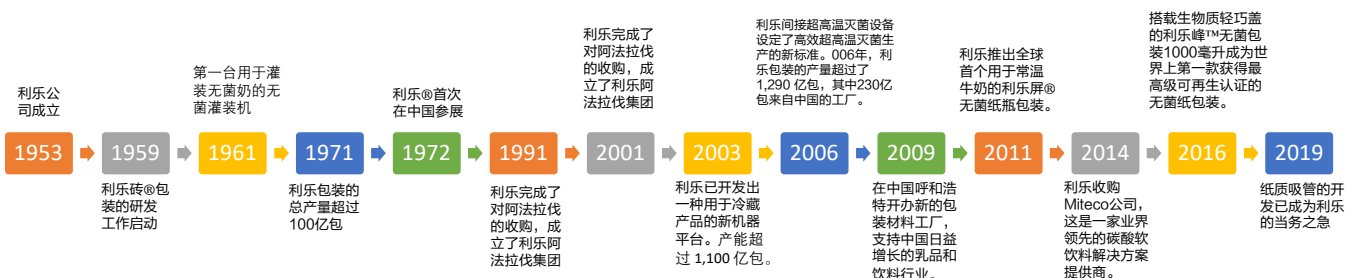
从外资龙头发展历程来看，以 Tetra Pak 为例，通过内生外延不断做大市场，增强自身影响力。利乐公司成立于 20 世纪 50 年代，总部位于瑞典，是全球最大的辊型无菌包装和辊型送料灌装机供应商。根据阳光乳业招股说明书，利乐于 1998-2007 年联合国内乳制品生产企业推出灭菌奶，使得包装技术和灭菌技术大幅推广，乳制品迎来高速增长。根据利乐公司公布的《2020 年度报告》，利乐公司在全球 175 个国家和地区开展业务，全球员工达到 25,309 人。2020 年，利乐公司在全球范围内净销售收入为 108 亿欧元。进入中国市场以来，利乐公司在无菌包装市场处于主导地位。根据益普索出具的研究报告，2020 年，利乐在中国市场的无菌包装销售金额占中国无菌包装市场销售金额的比例约为 53.5%，销售数量占比约为 50.6%。

图25.利乐拉伐公司 2020 年营收 10.8 亿欧元



数据来源：利乐拉伐 2021 年可持续发展报告，财通证券研究所

图26.利乐拉伐公司发展历程



数据来源：利乐拉伐 2021 年可持续发展报告，财通证券研究所

公司积极布局白酒、饮料等行业，将智能包装生产线产品扩展至整个液态包装行业。公司自成立以来，已通过收购牛奶灌装装机工厂、美华包装、韩国 DSI、医药包装工厂、广二轻、上海青葩包装、创兆宝等公司拓展了牛奶、医药、有气灌装、固体包装等领域。2021 年以来公司通过收购浙江龙文精密设备有限公司，将公司产品延伸拓展至金属包装罐的制造设备，完善公司在液态包装设备上的产业布局；通过增资控股湖南博雅智能设备有限公司，补齐公司白酒智能包装生产线中酿造环节的自动化设备；完成廊坊百冠包装机械有限公司、廊坊中佳智能科技有限公司 70% 股权的收购事宜，完善公司在含气饮料、水等饮料智能包装生产线系列的产品类型。

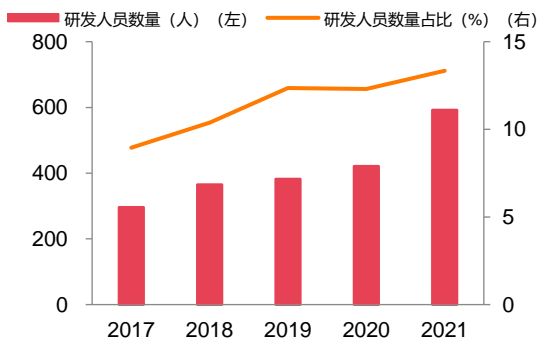
图27. 产品研发+外延并购，迈向液态包装设备全产业链覆盖



数据来源：公司官网，财通证券研究所

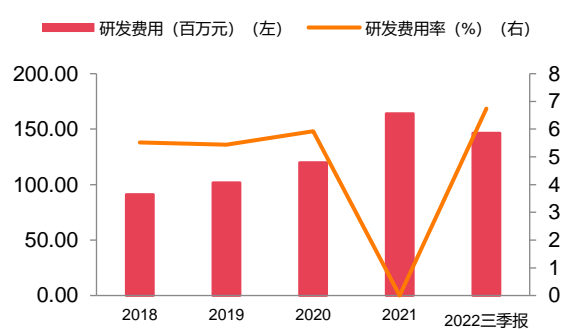
公司重视研发投入，进一步完善应用于乳品、饮料等不同细分市场的无菌灌装系统的开发，赢得了多行业头部客户认可。2021 年，公司研发团队人数已达 592 人，研发费用占比逐年上升达 6.06%，多行业复合背景人才有助于公司将各种产品的功能分解成诸多标准化设计模块，形成较为齐全的产品设计模块备选库，提高了设计效率和设计精度，大大缩短了产品的设计周期，增强了各类型包装设备、包装材料、被包装物和生产场地布置的适应性，提高了产品的系列化、柔性化和标准化水平。公司产品定位于中高端市场，所生产的包装设备因精度高，性能优而深受用户的青睐，进而积累了多样化的客户群体和稳定优质的客户资源，体现了公司较强的市场影响力，为公司业绩的持续稳定增长奠定了良好基础。

图28. 2017-2021 年公司研发人数持续上升



数据来源：Wind，财通证券研究所

图29. 2018-2021 年公司研发费用占比持续上升



数据来源：Wind，财通证券研究所

图30.公司客户群体多样化、优质稳定，奠定良好发展基础



数据来源：公司官网，财通证券研究所

3.2 市场销售：白酒订单快速增长，合同负债和存货持续提高

白酒包装生产线工艺复杂、附加值高，公司相继斩获白酒技改订单，打开增长曲线。以白酒包装生产线为例，不同白酒厂家瓶身各有特色、装盒相对复杂，即使是同一品牌的白酒不同子系列其包装往往也有较大差异。由于白酒包装生产线定制化、集成化程度高，产品生产工艺复杂，且一般为白酒企业产品生产线的重要组成部分，需要包装设备提供商具备较高的技术水平、较强的设计能力和快捷的售后服务支持，国内能够提供智能包装生产线产品的企业较少，使得其产品附加值较高。根据我们对各市政府公共资源交易网，天眼查的数据的不完全统计，公司已相继中标泸州老窖、古井贡酒、五粮液多个白酒包装项目近6亿元，随着后续各大酒厂招标的持续进行，公司有望继续中标白酒包装项目，为公司新添增量。

表7.公司相继斩获白酒技改订单，打开增长曲线

招标方	时间	金额(万元)	中标情况
泸州老窖	1月27日	4388	泸州老窖智能化包装中心技改项目-自动化灌装线设备购置项目
古井贡酒	5月26日	18695	古井酿酒生产智能化技术改造项目自动化灌装设备总承包项目(标段一&四)
五粮液	4月25日	11728	宜宾五粮液股份有限公司成品酒包装及智能仓储一体化项目——“一期成品酒光瓶全自动化高速包装子项目”
	7月29日	7515	“一期五粮液成品酒自动包装子项目”和“一期五粮春成品酒自动包装子项目”
	12月1日	19809	宜宾五粮液股份有限公司成品酒包装及智能仓储一体化项目——“一期五粮液成品酒自动包装子项目”和“一期五粮春成品酒自动包装子项目”一标段宜宾五粮液股份有限公司成品酒包装及智能仓储一体化

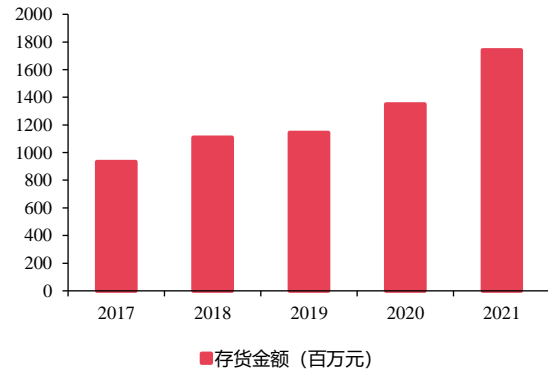
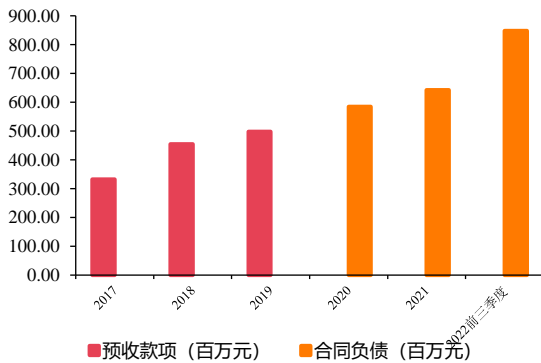
		项目——“一期五粮液成品酒自动包装子项目”和“一期五粮春成品酒自动包装子项目”
合计	62135	

数据来源：各市政府公共资源交易网，天眼查，财通证券研究所（注：不完全统计）

合同负债和存货持续上升，公司业绩确定性较高。截至 2022 三季度，公司合同负债为 8.48 亿元，同比+31.91%；截至 2021 年，存货金额为 22.20 亿元，同比+30.83%，合同负债和存货持续上升，公司业绩确定性较高。

图31.截至 2022 年三季度公司合同负债为 8.48 亿元

图32.2021 年，公司存货金额为 22.20 亿元



数据来源：Wind，财通证券研究所

数据来源：Wind，财通证券研究所

3.3 产能建设：募投项目提高公司液态包装设备产能

公司公开发行可转债募集资金不超过 6.10 亿元，其中 4.66 亿元用于液态智能包装生产线建设项目，进一步扩大公司产能；1.83 亿元用于补充流动资金项目。项目达成之后，公司主营业务将向产品附加值更高的液态智能化包装生产线领域扩展，有利于优化公司产品结构，培育新的利润增长点并实现更高的毛利率，增强企业盈利能力和可持续发展能力。

表8.公司公开发行可转债，扩大公司产能，进一步优化产品结构（万元）

项目名称	投资总额	募集资金投入金额	实施主体
液态智能包装生产线建设项目	46,613.35	42,754.70	永创智云
补充流动资金项目	18,300.00	18,300.00	永创智能
合计	64,913.35	61,054.70	

数据来源：永创智能可转换公司债券募集说明书，财通证券研究所

4 投资建议

公司是包装机械龙头，深耕行业多年，积累深厚，是国内工厂级智能包装解决方案的提供商。公司产品类别丰富，包装设备及配套包装材料主要应用于液态食品、固态食品、医药、化工、家用电器、3C、造币印钞、仓储物流、建筑材料、造纸印刷、图书出版等众多领域。2022年，公司受疫情和宏观经济景气度影响，单机销售受到一定影响，但是生产线订单增速较快，主要系1)白酒技改带来需求增量；2)收购廊坊百冠和中佳智能70%切入饮料行业；3)切入常温奶包装设备领域，对标利乐，有望实现进口替代。我们认为公司下游多行业的布局，缓和了设备周期属性，存量更新+消费升级持续推动设备需求，整线需求稳定增长，单机销售有望随着经济复苏带来业绩弹性。我们预计公司2022-2024年营收增速为10%/39%/22%，毛利率为30%/32%/33%。具体拆分假设如下：

其中包装设备及配件由智能包装生产线+标准单机设备+其他设备及配件组成。

智能包装生产线：智能包装生产线2021年营收占比约为39.43%，其下游一般是大型客户，受宏观经济的波动较小，其中1)白酒技改带来增量；2)收购廊坊百冠和中佳智能70%股份，切入饮料行业；3)持续研发投入，切入常温奶包装设备领域，对标利乐，有望实现进口替代；4)啤酒存量更新，需求稳定。我们预计2022-2024年智能包装生产线营收增速为32%/67%/26%，毛利率为32%/36%/35%。

标准单机设备：标准单机设备2021年营收占比约为38.60%，主要包括成型装填封口系列设备、捆扎码垛缠绕系列设备和贴标打码系列设备等，其下游一半是中小客户，受疫情和宏观经济的影响较大。我们预计2022年公司单机营收有所下滑，随着未来经济恢复，营收有望逐步回暖，带来一定业绩弹性。我们预计2022-2024年标准单机设备营收增速为-11%/5%/13%，毛利率为27%/27%/28%。

其他设备及配件：其他设备及配件2021年营收占比约为10.95%，主要包括其他设备以及一些配件。我们预计2022-2024年其他设备及配件营收增速为10%/10%/10%，毛利率为38%/38%/38%。

包装材料：包装材料2021年营收占比约为10.13%，主要包括PP捆扎带和PE拉伸膜等。由于2022年，石油价格处于高位，公司该部分毛利受到影响。我们预计2022-2024年包装材料营收增速为10%/10%/10%，毛利率为14%/15%/15%。

其他业务：其他业务2021年营收占比约为0.89%，占比较少。我们预计2022-2024年其他业务营收增速为10%/10%/10%，毛利率为70%/70%/70%。

表9.公司业绩拆分情况

	2021	2022	2023	2024
包装设备及配件				
收入	24.09	26.55	36.57	44.31
增长率	34%	10%	38%	21%
成本	16.61	18.35	24.25	29.32
毛利率	33%	31%	34%	34%
包装材料				
收入	2.74	3.01	3.32	3.65
增长率	35.60%	10%	10%	10%
成本	2.16	2.59	2.83	3.10
毛利率	21.17%	14%	15%	15%
其他业务				
收入	0.24	0.26	0.29	0.32
增长率	27.09	10%	10%	10%
成本	0.05	0.08	0.09	0.10
毛利率	78.46%	70%	70%	70%
合计				
收入	27.07	29.82	40.17	48.28
增长率		10%	35%	20%
成本	18.82	21.02	27.17	32.52
毛利率		30%	32%	33%

数据来源: Wind, 财通证券研究所

我们选取了乐惠国际作为啤酒发酵设备领军企业, 杰克股份作为自动化设备细分行业龙头, 楚天科技作为无菌灌装设备可比公司。综上, 可比公司 2022-2023 年 PE 平均值为 28/18X。我们预计公司 2022-2024 年实现营业收入 29.82/40.17/48.28 亿元, 归母净利润 3.35/3.97/4.96 亿元。对应 PE 分别为 23/20/16 倍, 维持“增持”评级。

表10.可比公司估值对比

公司名称	公司代码	市值(亿元)	总股本(亿)	归母净利润			PE 估值情况		
				2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
乐惠国际	603076.SH	47	1.21	0.46	0.83	1.63	94.78	57.02	28.97
杰克股份	603337.SH	95	4.86	6.38	7.38	8.79	22.42	15.03	12.98
楚天科技	300358.SZ	94	5.75	6.77	8.23	10.02	26	13	11
平均值							47.73	28.35	17.65

数据来源: Wind 一致预期, 财通证券研究所 (数据来自 2022 年 12 月 12 日 11: 30)

5 风险提示

- 1) 宏观经济波动风险：公司单机设备下游为中小客户，受宏观经济波动影响较大，将对公司的生产经营带来不利影响。
- 2) 市场竞争加剧风险：行业重组兼并，催生更多规模性企业，使得市场竞争的加剧，可能会影响产品的销售价格，从而导致毛利的下降。
- 3) 原材料价格大幅波动风险：公司产品的原材料中，钢材和塑料颗粒的价格大幅波动，会对公司的经营业绩的稳定性将产生一定影响。
- 4) 募投项目不及预期：公司募投项目不及预期将影响公司未来产能输出，对公司的生产经营带来不利影响。

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2020.05	2707.23	2982.45	4017.41	4827.93	成长性					
减:营业成本	1360.91	1837.06	2102.50	2716.87	3251.69	营业收入增长率	8.0%	34.0%	10.2%	34.7%	20.2%
营业税费	13.63	19.14	21.07	28.52	34.28	营业利润增长率	65.2%	54.5%	29.6%	18.7%	25.0%
销售费用	163.05	198.82	217.72	295.28	357.27	净利润增长率	73.1%	53.0%	28.2%	18.5%	25.0%
管理费用	111.79	148.58	164.03	216.94	255.88	EBITDA 增长率	62.6%	52.7%	10.0%	51.8%	21.2%
研发费用	119.88	164.03	174.47	239.04	284.85	EBIT 增长率	80.3%	49.7%	2.9%	62.7%	23.5%
财务费用	34.70	25.01	14.26	16.77	18.01	NOPLAT 增长率	86.2%	44.4%	2.7%	62.7%	23.5%
资产减值损失	-31.70	-46.30	-50.00	-65.00	-75.00	投资资本增长率	2.0%	15.5%	34.2%	11.4%	12.6%
加:公允价值变动收益	-1.33	22.84	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	6.8%	42.6%	11.5%	16.0%	17.2%
投资和汇兑收益	24.10	5.74	122.28	8.03	9.66	利润率					
营业利润	192.00	296.69	384.54	456.26	570.26	毛利率	32.6%	32.1%	29.5%	32.4%	32.6%
加:营业外净收支	-2.48	-0.08	-1.50	-2.20	-3.00	营业利润率	9.5%	11.0%	12.9%	11.4%	11.8%
利润总额	189.52	296.60	383.04	454.06	567.26	净利润率	8.5%	9.6%	11.2%	9.8%	10.2%
减:所得税	18.10	37.91	49.80	59.03	73.74	EBITDA/营业收入	13.3%	15.2%	15.2%	17.1%	17.2%
净利润	170.63	261.14	334.91	397.01	496.35	EBIT/营业收入	10.7%	11.9%	11.1%	13.5%	13.8%
资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	运营效率					
货币资金	764.77	690.72	1223.92	1169.68	1704.30	固定资产周转天数	72	62	73	62	51
交易性金融资产	81.00	0.00	0.00	0.00	0.00	流动营业资本周转天数	122	84	96	100	82
应收账款	413.48	475.93	623.63	824.40	903.36	流动资产周转天数	515	418	470	462	421
应收票据	0.81	0.34	1.32	0.69	1.75	应收帐款周转天数	72	59	66	65	64
预付帐款	47.07	42.59	54.14	71.64	83.34	存货周转天数	321	295	296	300	298
存货	1314.01	1696.61	1710.83	2699.89	2538.99	总资产周转天数	650	547	598	549	527
其他流动资产	103.85	35.49	45.49	75.49	55.49	投资资本周转天数	422	363	443	366	343
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	11.1%	12.0%	13.8%	14.1%	15.0%
长期股权投资	0.00	10.58	5.58	7.58	13.58	ROA	4.6%	5.8%	6.2%	5.8%	6.8%
投资性房地产	0.00	9.26	9.26	9.26	9.26	ROIC	8.4%	10.5%	8.0%	11.7%	12.8%
固定资产	398.93	459.73	595.42	684.15	677.60	费用率					
在建工程	3.26	186.72	200.71	210.49	182.35	销售费用率	8.1%	7.3%	7.3%	7.4%	7.4%
无形资产	167.12	265.22	345.22	400.22	420.22	管理费用率	5.5%	5.5%	5.5%	5.4%	5.3%
其他非流动资产	17.12	20.18	20.18	20.18	20.18	财务费用率	1.7%	0.9%	0.5%	0.4%	0.4%
资产总额	3748.71	4472.26	5431.02	6824.80	7304.28	三费/营业收入	15.3%	13.8%	13.3%	13.2%	13.1%
短期债务	377.84	368.01	385.23	401.63	413.93	偿债能力					
应付帐款	381.03	538.74	467.85	853.86	727.35	资产负债率	58.6%	50.5%	54.6%	58.0%	54.0%
应付票据	257.68	349.24	351.59	624.27	500.05	负债权益比	141.5%	102.0%	120.0%	138.3%	117.6%
其他流动负债	38.17	50.96	50.96	50.96	50.96	流动比率	1.59	1.44	1.73	1.58	1.74
长期借款	6.81	53.67	53.67	53.67	53.67	速动比率	0.76	0.58	0.89	0.67	0.88
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	5.75	10.71	13.51	15.40	18.79
负债总额	2196.29	2258.54	2962.71	3961.45	3947.41	分红指标					
少数股东权益	21.30	43.59	41.92	39.94	37.11	DPS(元)	0.12	0.16	0.00	0.00	0.00
股本	439.41	488.45	488.45	488.45	488.45	分红比率					
留存收益	644.72	847.99	1104.26	1501.27	1997.62	股息收益率	1.4%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	1552.42	2213.71	2468.32	2863.35	3356.87	业绩和估值指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	EPS(元)	0.40	0.58	0.69	0.81	1.02
净利润	170.63	261.14	334.91	397.01	496.35	BVPS(元)	3.48	4.44	4.97	5.78	6.80
加:折旧和摊销	53.94	88.78	120.33	146.48	164.70	PE(X)	21.8	27.8	23.3	19.6	15.7
资产减值准备	60.76	62.04	50.00	65.00	75.00	PB(X)	2.5	3.6	3.2	2.8	2.3
公允价值变动损失	1.33	-22.84	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	41.07	33.03	24.62	35.13	35.56	P/S	1.9	2.9	2.6	1.9	1.6
投资收益	-24.10	-5.74	-122.28	-8.03	-9.66	EV/EBITDA	14.3	18.6	17.1	11.3	8.7
少数股东损益	0.79	-2.45	-1.67	-1.98	-2.84	CAGR(%)					
营运资金的变动	42.28	-130.09	-218.08	-381.16	-54.89	PEG	0.3	0.5	0.8	1.1	0.6
经营活动产生现金流量	344.36	283.96	195.30	265.49	721.71	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-158.00	-274.77	-225.18	-301.01	-163.83	REP					
融资活动产生现金流量	-332.09	-78.76	563.09	-18.73	-23.26						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。