



Research and
Development Center

可循环包装材料龙头，自上而下实现客户开拓

—喜悦智行(301198)公司深度报告

2023年3月10日

王筋朝 非银&中小盘首席分析师

S1500519120002

010-83326877

wangfangzhao@cindasc.com

武子皓 中小盘分析师

S1500522060002

15001884486

wuzihao@cindasc.com

证券研究报告

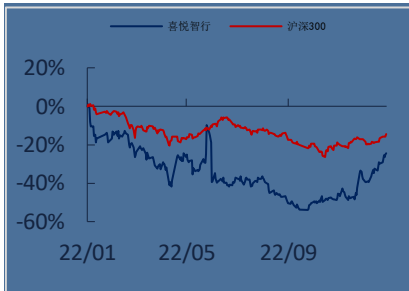
公司研究

公司深度报告

喜悦智行(301198)

投资评级 **买入**

上次评级



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	26.79
52周内股价波动区间(元)	36.14-16.50
最近一月涨跌幅(%)	18.10
总股本(亿股)	1.30
流通A股比例(%)	46.06
总市值(亿元)	34.83

资料来源：万得，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO., LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编：100031

可循环包装材料龙头，自上而下实现客户开拓

2023年03月10日

本期内容提要：

- ◆**与市场不同的观点：**市场担忧公司是普通的塑料制品公司，壁垒较低，竞争格局随时恶化。我们认为：1) 从公司发展历程看，数次对新行业的开拓均采用“自上而下”攻克行业头部客户的打法，该打法具有较强的示范效应，且各行业龙头对公司的认可已足够体现壁垒；2) 公司租赁模式迎来大发展，在租赁模式下深入客户供应链管理，解决客户两大痛点，同时增强客户粘性，竞争壁垒进一步提高；3) 公司已有十年服务汽车行业经验，累积大量汽车零部件数据，海量数据自成壁垒，对客户需求的反应速度较快。
- ◆**国内领先定制化可循环包装材料服务商，业绩持续增长。**公司深耕可循环包装材料行业多年，主要提供定制化可循环塑料包装整体解决方案。近年来，受益于双碳政策、行业开拓等，业绩高速增长。营业收入由2019年的2.36亿元增至2021年的3.63亿元，CAGR24.0%；归母净利润由2019年的0.53亿元增至2021年的0.61亿元，CAGR7.3%。我们认为，随着1) 公司在行业内竞争优势强化；2) 下游客户行业拓展；3) 高毛利产品及服务占比增大；4) 租赁模式持续发展，公司业绩将持续向好发展，盈利能力有望逐步提升。
- ◆**可循环包装行业空间大。**相较于传统一次性纸木包装，可循环塑料包装具有经济性、牢固性、环保化、智能化等优势。可循环包装行业具有绿色、环保等特点，符合国家双碳政策，近年来国家出台诸多政策支持可循环包装行业发展。在国家政策的引导和产业趋势的发展下，可循环包装材料在物流、家电等行业得到推广，打开增量空间。
- ◆**自上而下实现客户开拓，租赁模式推广空间大。**1) 公司选择“自上而下”的打法发展大众、特斯拉、美的等成为主要客户，实现行业拓展，在龙头接受可循环塑料包装后，具有较强的示范效应，且各行业龙头对公司的认可已足够体现壁垒。2) 公司于2015年后推广租赁模式，租赁模式下解决客户两大核心痛点，同时具有较大的推广空间。3) 公司由美的开始推广家电行业，与可循环包装契合度高，行业内纵向横向空间均较大。4) 公司由“某新能源电池厂”开始拓展新能源行业，供应新能源电池模组产品，新能源行业对可循环塑料包装而言是蓝海。
- ◆**盈利预测与投资评级：**喜悦智行是国内领先的定制化可循环塑料包装材料公司，近年来品牌打造成效尽显，未来有望充分受益于双碳政策下接受可循环材料的行业拓展和现有汽车客户的稳步开发，业绩有望保持高速增长。我们预计公司2022-2024年营收为4.76/7.00/10.00亿元，同比增长31%/47%/43%；归母净利润为0.76/1.32/1.86亿元，同比增长25%/74%/41%。当前股价对应23年PE20.3x。首次覆盖，我们给予“买入”评级。
- ◆**风险因素：**原材料价格大幅上升风险；可循环包装材料推广不及预期风险；技术替代风险。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	268	363	476	700	999
增长率 YoY %	13.5%	35.6%	31.3%	46.9%	42.7%
归属母公司净利润 (百万元)	59	61	76	132	186
增长率 YoY%	11.1%	3.2%	24.6%	74.2%	41.4%
毛利率%	41.9%	36.7%	33.9%	35.8%	35.4%
净资产收益率ROE%	16.3%	6.7%	7.7%	11.8%	14.2%
EPS(摊薄)(元)	0.78	0.79	0.76	1.32	1.86
市盈率 P/E(倍)	-	47.08	35.41	20.32	14.37
市净率 P/B(倍)	-	4.11	2.72	2.39	2.04

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 03 月 09 日收盘价

一、与市场不同的观点	5
二、喜悦智行：国内可循环包装龙头	5
2.1 国内可循环龙头，由汽车向各行业拓展	5
2.2 股权相对集中	6
2.3 业绩稳步增长，盈利能力维持在较高水准	7
三、可循环塑料包装行业空间大	8
3.1 可循环包装较一次性纸木包装有多重优势	8
3.2 塑料包装市场持续增长	10
3.3 政策支持可循环包装行业发展	10
3.4 汽车零部件为可循环包装材料主要应用场景，2022 年规模可达 140 亿元	11
3.5 乘物流、家电等行业东风，可循环包装增量市场广阔	11
四、自上而下实现客户开拓，租赁模式发展空间大	13
4.1 “自上而下”实现客户开拓降维打击	13
4.2 发展租赁模式：降低客户现金压力及管理门槛	14
4.3 拓展家电行业：由美的开始，纵向横向空间大	15
4.4 拓展新能源行业：由“某新能源电池厂”开始，供应新能源电池模组产品	16
4.5 新建研发中心，强化技术优势	16
4.6 定制化方案设计积累造就先发优势	17
五、盈利预测与估值	19
5.1 盈利预测	19
5.4 估值	20
六、风险提示	20

表目录

表 1: 行业政策助力塑料包装行业（仅列举部分政策）	10
表 2: 公司前五大客户除特斯拉外均为“直销+租赁”模式	14
表 3: 公司分业务营收预测	19
表 4: 可比公司估值比较（市盈率法）	20

图目录

图 1: 公司的发展历程	5
图 2: 公司部分产品展示	5
图 3: 公司股权结构图（截至 2022Q3）	6
图 4: 公司归母净利润 2019 后持续正增长	7
图 5: 公司归母净利润 2019 后持续正增长	7
图 6: 公司租赁模式营收占比 2022H1 再创新高	7
图 7: 公司主要客户收入变动情况（亿元）	7
图 8: 公司净利率基本平稳	8
图 9: 公司持续加大研发投入力度	8
图 10: 包装行业及分类	8
图 11: 爱采购上 1350*1140 可循环塑料包装箱定价 550	9
图 12: 爱采购上 1450*1150 一次性包装箱定价 43	9
图 13: 公司厚壁吸塑类包装单元衬垫承重可达 2 吨	9
图 14: 我国塑料包装行业工业产值情况	10
图 15: 我国汽车零部件产值及增速（亿元）	11
图 16: 可循环包装材料行业有诸多汽车零部件运输解决方案	11
图 17: 京东“清流计划”使用的可循环包装材料	12
图 18: 美的增大采用可循环包装材料等绿色包装方案	12
图 19: 组合成套类包装产品示例	13
图 20: 2021 年特斯拉为公司第一大客户（公司主要客户对应收入，亿元）	13
图 21: 动态租赁示例	15
图 22: 静态租赁示例	15
图 23: 2019 年起家电制造收入占比快速提高	16
图 24: 组合成套类包装产品定制服务流程	17
图 25: 组合成套类包装产品示例	18

一、与市场不同的观点

市场担忧公司是普通的塑料制品公司，壁垒较低，竞争格局随时恶化。我们认为：1) 从公司发展历程看，数次对新行业的开拓均采用“自上而下”攻克行业头部客户的打法，该打法具有较强的示范效应，且各行业龙头对公司的认可已足够体现壁垒；2) 公司租赁模式迎来大发展，在租赁模式下深入客户供应链管理，解决客户两大痛点，同时增强客户粘性，竞争壁垒进一步提高；3) 公司已有十年服务汽车行业经验，累积大量汽车零部件数据，海量数据自成壁垒，对客户需求的反应速度较快。

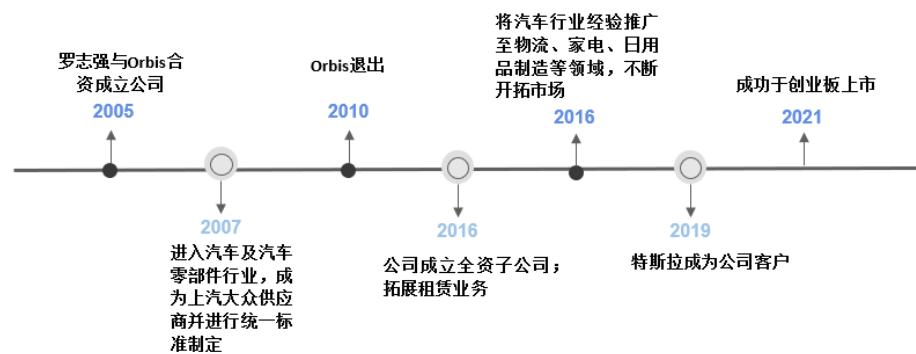
二、喜悦智行：国内可循环包装龙头

2.1 国内可循环龙头，由汽车向各行业拓展

扎根行业近二十年，成就国内领先定制化可循环包装材料服务商。公司成立于2005年，与Orbis（在全球生产塑料包装品的美国公司）合资成立，以厚壁吸塑技术工艺为核心起步；2007年开始成为大众供应商并进行统一标准制定；2010年Orbis退出；2015年公司成立全资子公司，发展租赁模式；2021年11月在创业板成功上市。公司提供定制化可循环塑料包装整体解决方案，主要产品包括组合成套类包装产品、厚壁吸塑类包装单元、薄壁吸塑类包装单元、周转箱类包装单元等不同系列的可循环塑料包装产品。

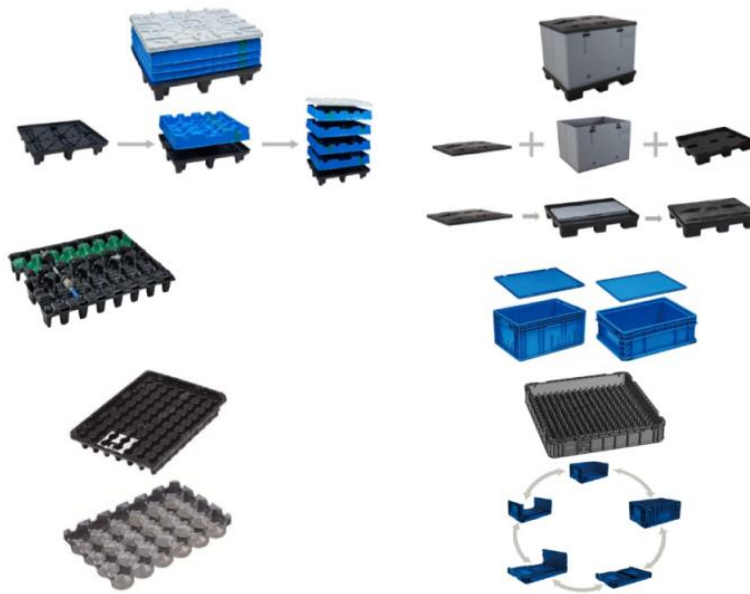
公司自2011年进入汽车行业后，将定制化可循环包装材料在汽车零部件行业里推广，并在近年来将该模式推广至家电制造、日用品制造、物流等行业。

图 1：公司的发展历程



资料来源：公司官网，公司招股说明书，信达证券研发中心

图 2：公司部分产品展示

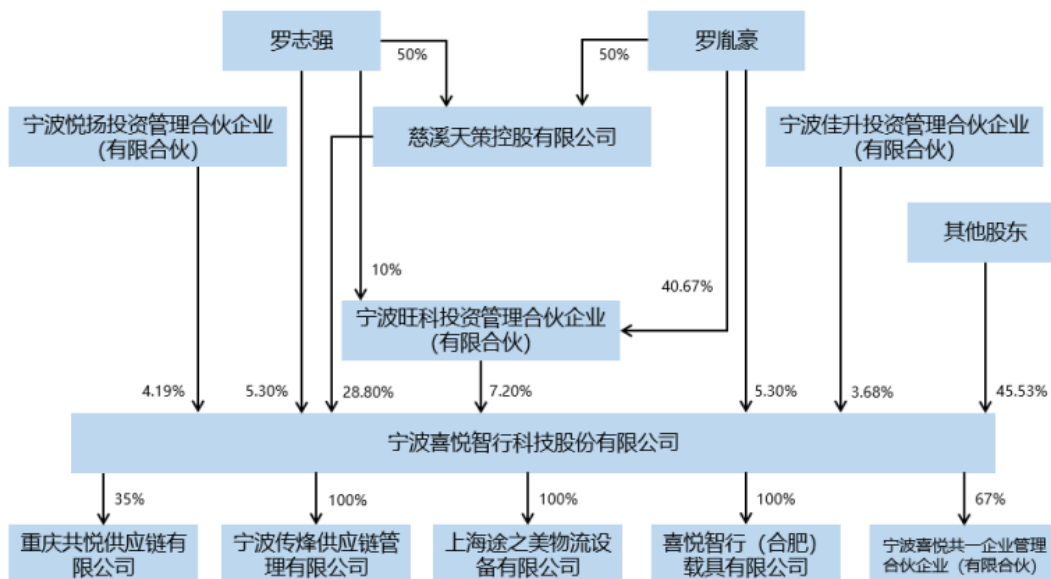


资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

2.2 股权相对集中

股权相对集中，实际控制人罗氏父子共持有公司 **43.05%** 的股份。截至 2022 年 Q3，罗志强先生与罗胤豪先生分别直接持有公司 5.3% 的股份，并通过天策控股（罗志强与罗胤豪分别持股 50%）支配公司 28.8% 表决权，通过旺科投资（罗志强与罗胤豪分别持股 10%、40.67%）支配公司 3.65% 表决权，两位实际控制人合计支配公司表决权为 43.05%，股权结构比较集中。

图 3：公司股权结构图（截至 2022Q3）

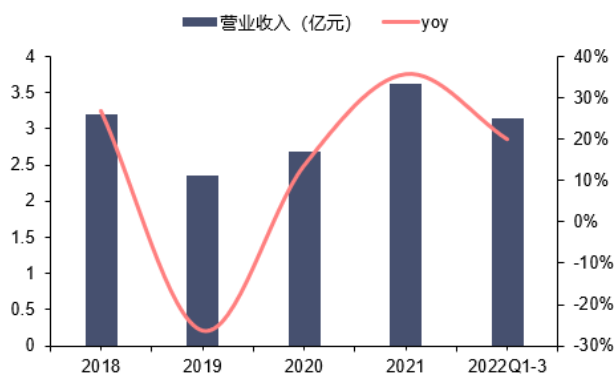


资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

2.3 业绩稳步增长，盈利能力维持在较高水准

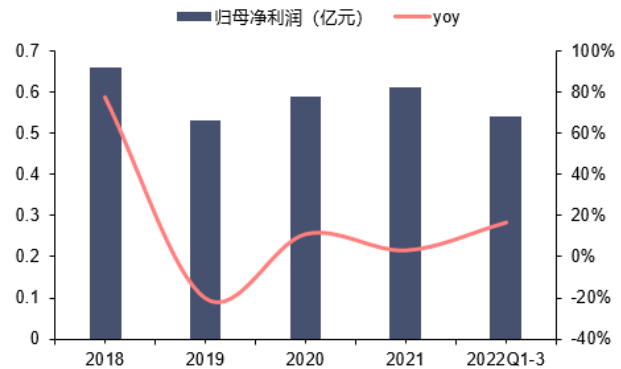
营收 2019 年后稳步增长，归母净利润同步增长。2019 年后，公司业绩发展步入快车道，营业收入由 2019 年的 2.36 亿元增至 2021 年的 3.63 亿元，CAGR24.0%，2022Q1-3，公司共实现营收 3.15 亿元，yoy19.9%；归母净利润由 2019 年的 0.53 亿元增至 2021 年的 0.61 亿元，CAGR7.3%，2022Q1-3，公司归母净利润同比增长 16.7%至 0.54 亿元。我们认为，随着 1) 公司在行业内竞争优势强化；2) 下游客户行业拓展；3) 高毛利产品及服务占比增大；4) 租赁模式持续发展，公司业绩将持续向好发展，盈利能力有望逐步提升。

图 4：公司营收 2019 年后持续正增长



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 5：公司归母净利润 2019 年后持续正增长

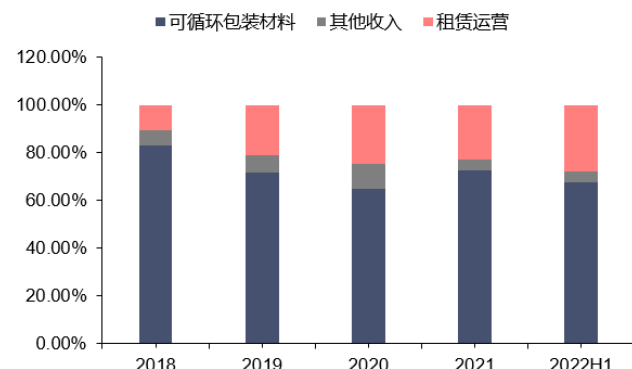


资料来源: wind, 信达证券研发中心

分收入模式看，直销模式下的可循环包装材料是主要收入来源。直销可循环包装材料和租赁运营服务是公司两大业务模式，在租赁模式下，公司根据客户需求，将租赁包装器具运送至客户指定地点，使用完成后进行空箱回收、清洁、仓储，租赁可细分为动态租赁与静态租赁，主要区别为是否由客户自行管理包装材料。当前直销仍为主要收入来源，2022H1 占收入比例为 67.5%；租赁运营占比逐渐上升，由 2018 年的 10.4%提升至 2022H1 的 27.9%。

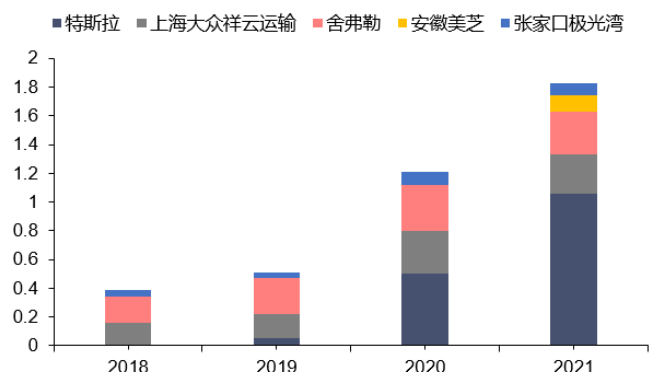
分客户看，特斯拉自 2020 年起为公司第一大客户。公司自 2011 年开始进入汽车及汽车零部件行业，为汽车公司提供定制化可循环包装材料，随着新能源车发展，公司开始与特斯拉合作，2019 年为特斯拉提供产品 0.05 亿元起步，至 2021 年特斯拉已成为公司第一大客户，收入达 1.06 亿元，占总收入比重为 29.2%。

图 6：公司租赁模式营收占比 2022H1 再创新高



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 7：公司主要客户收入变动情况（亿元）

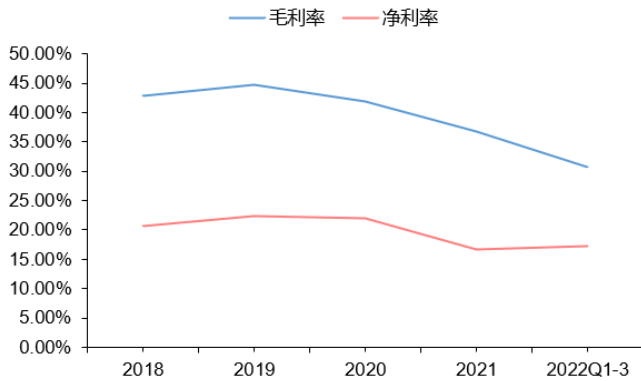


资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

净利率维持在较高水准。作为国内可循环包装材料龙头，公司主要产品类型均为定制化，2018-2020 年公司毛利率稳定维持在 40%+ 的较高水平，2021 年受原材料价格上涨等因素影响毛利率有所下滑，2022 年 Q1-3 毛利率再度下滑至 30% 的主要原因为公司主要客户特斯拉与大众均在上海建厂，受 2022H1 疫情影响较大。从净利率角度看，公司自 2018 年后一直维持在 20% 左右的较高水准。

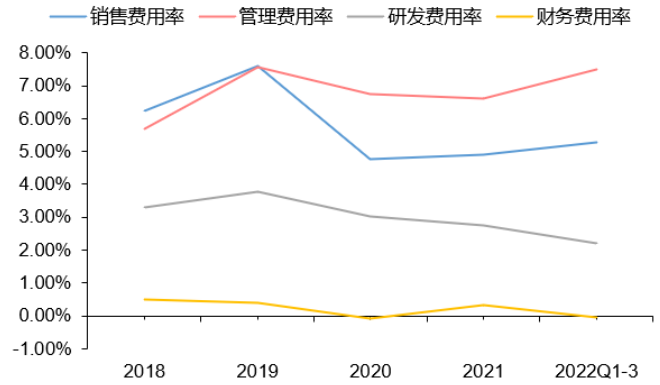
费用率较为稳定。公司历年来费用率较为平稳，2022Q1-3 销售费用率 5.29%，管理费用率 7.50%，研发费用率 2.22%，财务费用率-0.06%；我们认为公司费用率保持在合理水平，整体稳定。

图 8：公司净利率基本平稳



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 9：公司持续加大研发投入力度



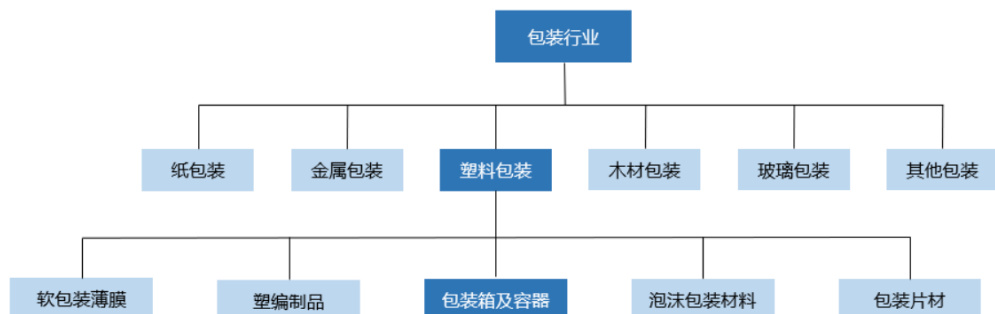
资料来源: wind, 信达证券研发中心

三、可循环塑料包装行业空间大

3.1 可循环包装较一次性纸木包装有多重优势

可循环包装是能够重复使用的容器，符合双碳政策。可循环包装材料一般指的是可以反复使用的，多采用塑料、金属和其他材料制作的容器。相较于传统一次性纸木包装，可循环包装在强度、环保性、安全性等主要指标上均处于优势，当循环次数达到一定数量后在经济性上同样具有优势。在双碳政策背景下，可循环包装材料有望迎来发展机遇。

图 10：包装行业及分类



资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

相较于一次性纸木包装，可循环塑料包装具有经济性、牢固性、环保化、智能化等优势。

1) 经济性：相较于一次性纸木包装，公司产品由耐用塑料制成，其产品特有的设计结构

和性能，保证其包装产品于货物运输完毕后套叠或折叠整理回收，进行下一次运载。据招股说明书，公司可循环塑料包装计划使用周期为 5 年以上，最长可使用至 10 年。据爱采购信息，某款 PP 材质尺寸为 1350*1140 的可循环汽车零部件包装箱定价 550 元一个，尺寸接近的 1450*1150 一次性包装箱定价 43 元一个。我们认为，假定汽车行业可循环塑料包装一个完整的“装货——运输——交货——折叠——清洗——准备装货”周期为 1 个月，参考公司可循环塑料包装计划使用周期为 5 年，则一个可循环包装箱使用次数为 60 次；参考上述爱采购上尺寸相近的可循环塑料包装箱与一次性纸木包装箱，一次性纸木包装的单次价格约为可循环塑料包装的 13 倍，即对同一客户而言，替换为可循环包装材料后，**单次成本约为一次性纸木包装的 21.3%**。

图 11: 爱采购上 1350*1140 可循环塑料包装箱定价 550



资料来源: 爱采购, 信达证券研发中心

图 12: 爱采购上 1450*1150 一次性包装箱定价 43



资料来源: 爱采购, 信达证券研发中心

2) 牢固性: 相较于一次性纸木包装，公司产品较为牢固，以厚壁吸塑类包装单元衬垫为例，承重能力可达 2 吨。

图 13: 公司厚壁吸塑类包装单元衬垫承重可达 2 吨



资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

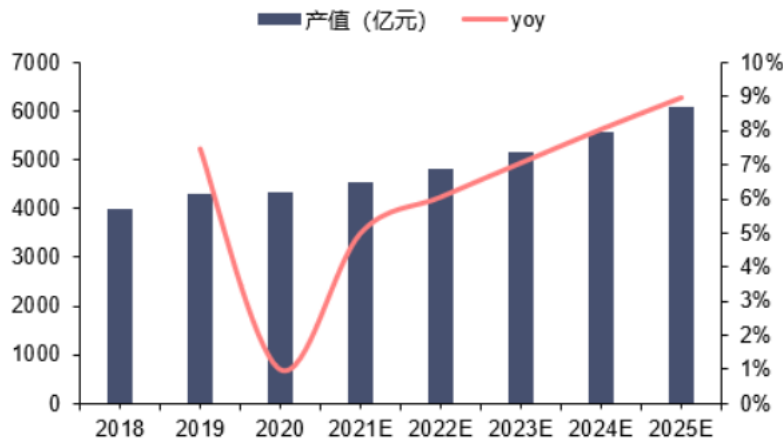
3) 环保化: 相较于一次性纸木包装，公司产品均可多次使用，综合来看产生污染较少，符合国家对绿色包装材料的倡导。

4) 智能化: 据招股说明书, 公司正在研发适用于租赁及运营服务中带有 RFID 芯片的智能化包装, 提高产品可追溯性和管理效率, 相较于传统的一次性纸木包装, 智能化程度较高, 且可循环包装材料与自动化生产中的机械设备较为匹配。

3.2 塑料包装市场持续增长

塑料包装行业稳步增长。 如上所示, 包装行业分为纸包装、金属包装、塑料包装等, 其中塑料包装为重要组成部分, 细分为薄膜、塑编制品、包装箱等。据公司招股说明书, 我国塑料包装行业工业产值由 2018 年的 3999 亿元增长至 2020 年的 4339 亿元, 稳步增长; 公司招股说明书预计该产值将在 2025 年达到 6085 亿元, 2018-2025CAGR6.18%。

图 14: 我国塑料包装行业工业产值情况



资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

3.3 政策支持可循环包装行业发展

政策加码, 支持可循环包装行业发展。 可循环包装行业具有绿色、环保等特点, 符合国家引导制造业往高端智能、绿色生产发展的方向, 自 2016 年起, 国家出台诸多政策支持可循环包装行业发展, 在 2020 年的《关于加快推进快递包装绿色转型的意见》中, 提出推进快递包装绿色革命, 明确了 2022 年和 2025 年快件快递不再二次包装的比例, 在《关于组织开展可循环快递包装规模化应用试点的通知》中, 决定在业务量较大城市开展可循环快递包装试点。

表 1: 行业政策助力塑料包装行业 (仅列举部分政策)

时间	政策	颁布单位	具体内容
2016	《关于加快我国包装产业转型升级发展的指导意见》	工信部、商务部	围绕绿色包装、安全包装、智能领域的关键技术, 制定系统性技术解决方案
2020	《关于加快推进快递包装绿色转型的意见》	发改委	提出推进快递包装绿色革命, 明确了 2022 年和 2025 年快件快递不再二次包装的比例
2021	《关于推动电子商务企业绿色发展工作的通知》	商务部	推动快递包装减量, 推动可循环包装应用
2021	《关于组织开展可循环快递包装规模化应用试点的通知》	发改委、商务部、国家邮政局	决定在业务量较大城市开展可循环快递包装试点

资料来源: 国务院办公厅官网, 交通运输部官网, 国家发展改革委网站, 公司招股说明书, 公司公告等, 信达证券研发中心

3.4 汽车零配件为可循环包装材料主要应用场景，2022 年规模可达 140 亿元

我国汽车零配件产值增速较快，汽车零配件行业适合可循环包装材料。据招股说明书，我国汽车零配件产值由 2013 年的 2944 亿增长至 2018 年 6760 亿，CAGR18%，增速较快。汽车零配件行业具有产量大、行业增速快、较固定的闭环循环路径（milk run）等特点，故而适合可循环包装材料使用。

2022 年汽车零部件行业可循环包装市场规模有望达 140 亿元。汽车及零部件市场规模快速增长，拉动可循环包装材料市场增长。据招股说明书，约 1/3 的汽车零部件可使用循环包装。以一个营业额为 300 亿元的汽车零部件制造厂测算，其每年包装费用为 2 亿元-2.5 亿元，其中，使用可循环包装的零部件费用为 0.7 亿元-0.8 亿元。按此比例对现有汽车零部件行业规模以上企业主营业务收入增长规模计算，2022 年汽车零部件行业可循环包装市场规模望达 140 亿元。

图 15：我国汽车零配件产值及增速（亿元）



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

图 16：可循环包装材料行业有诸多汽车零部件运输解决方案



资料来源：优乐赛官网，信达证券研发中心

3.5 乘物流、家电等行业东风，可循环包装增量市场广阔

在国家政策的引导和产业趋势的发展下，可循环包装材料在物流、家电等行业得到推广，打开增量空间。

京东推出“青流计划”，倡导使用循环包装材料。基于在包装、仓储、运输、回收等方面的低碳实践，京东集团推出“青流计划”，具体措施包括包装材料优化、使用循环包装、

包装减量等。据《2021年京东集团环境、社会及治理报告》，截至2021年底，京东物流带动全行业减少一次性包装用量近100亿个。京东物流使用可重复使用的循环快递箱、可折叠保温周转箱、循环中转袋等可循环包装材料，截至2021年底青流箱等循环包装已累积使用2亿次。

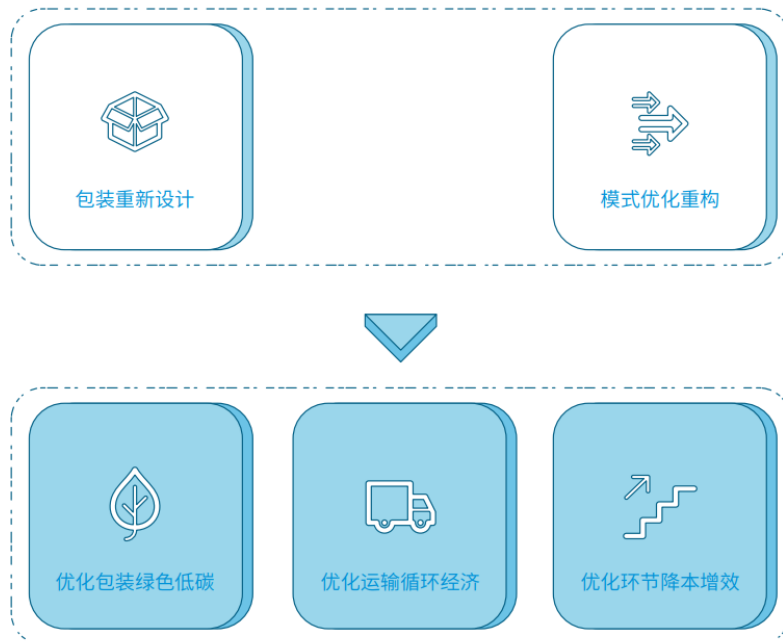
图 17: 京东“青流计划”使用的可循环包装材料



资料来源：《2021年京东集团环境、社会及治理报告》，信达证券研发中心

美的在 2022 年全面推动循环包装。美的在 2022 年全面推动循环包装，构建运输包装一体模式，最大限度节约资源、减少污染，据《2021 年美的集团社会责任报告》，通过采用可循环再生材料包装等环保包材，实现每年减少废弃物料 1.15 万吨。

图 18: 美的增大采用可循环包装材料等绿色包装方案



资料来源：《2021年美的集团社会责任报告》，信达证券研发中心

四、自上而下实现客户开拓，租赁模式发展空间大

4.1 “自上而下”实现客户开拓降维打击

燃油车时代，大众公司为主要客户。公司成立初期，在汽车零部件行业推广使用可循环塑料包装，积极布局该行业的可循环塑料包装研发及营销体系。公司在 2007 年成为上汽大众供应商，在 2012 年-2016 年间成为一汽大众体系供应商，配合大众进行包装器具的统一标准制定，公司所接订单由松散的零部件包装走向汽车动力系统、传动系统零部件包装定制化的研发与生产。我们认为，公司正是因为先成为上汽供应商，产生了行业头部车企一定的示范效应，后续才成为长安福特、东风本田、北汽福田等客户的供应商。

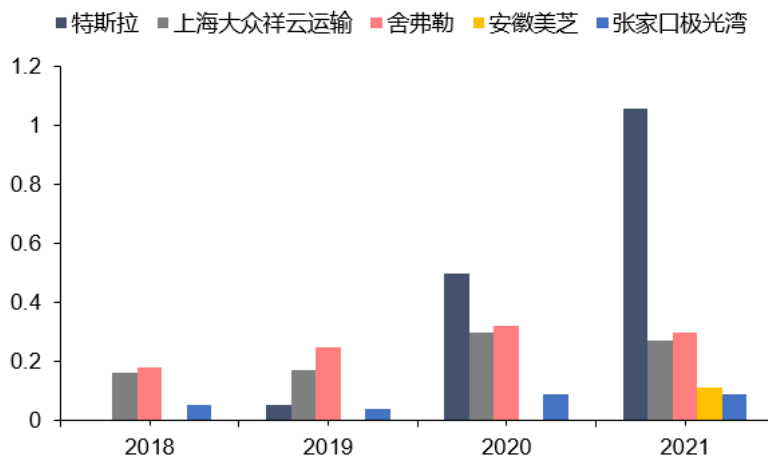
图 19：组合成套类包装产品示例



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

电动车时代，特斯拉为主要新能源市场客户。随着新能源车行业快速发展，公司自 2019 年开始与特斯拉合作为其提供新能源汽车电池周转箱类产品，2019 年为特斯拉提供产品 0.05 亿元起，至 2021 年特斯拉已成为公司第一大客户，收入达 1.06 亿元，占总收入比重为 29.2%。我们认为，考虑到特斯拉为新能源车行业中头部企业，具有一定示范效应，公司在深度服务特斯拉之后，有望拓展更多优质新能源车客户。

图 20：2021 年特斯拉为公司第一大客户（公司主要客户对应收入，亿元）



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

家电行业开拓过程中，美的率先成为公司客户。2019年12月起，公司在家电行业取得突破，与美的合作为其提供厚壁吸塑类包装单元、周转箱类包装单元等产品，同时公司依托于对客户需求的深刻理解和整体解决方案的能力，开展租赁业务，优化客户整体货物配送供应链。美的同样为家电行业龙头，具有行业内的示范效应，未来塑料可循环包装在家电行业的推广有较大空间。

“自上而下”实现客户开拓降维打击。公司主要产品为可循环塑料包装，实现对一次性纸木包装一定程度的代替，在大部分行业的开拓发展都是“从0到1”，在客户接受度方面面临挑战。公司选择“自上而下”的打法实现客户拓展，好处在于行业龙头往往对行业认知更深刻，并且客户质量更高，在龙头接受可循环塑料包装后，其余企业接受该新材料的意愿变高。我们认为对公司而言，“自上而下”的打法使得公司在各个行业的客户都有较大挖掘潜力，后续成长空间较大。

4.2 发展租赁模式：降低客户现金压力及管理门槛

租赁模式契合客户诉求，降低客户现金压力及管理门槛。公司于2015年后推广租赁模式，租赁模式下客户占用资金较少，契合众多客户对降低资金压力的诉求；同时在租赁过程中对可循环包装材料的清洗、回收、配送等增值服务意义较大：1) 对公司而言，有望增厚收入，整体提供包装服务亦有助于增强客户粘性；2) 对客户而言，原本对塑料可循环包装的管理、运维、清洗就是难点痛点之一，由公司接手后降低了客户的管理门槛。据公司招股说明书，公司前五大客户除特斯拉外均为“直销+租赁”模式，而根据上文图6，2022H1公司租赁收入占比较2018年提升明显，租赁模式推广顺利。

表 2: 公司前五大客户除特斯拉外均为“直销+租赁”模式

序号	客户名称	合作模式
1	特斯拉(上海)有限公司	直销
2	上海大众祥云运输管理有限公司及其关联企业	直销、租赁
3	舍弗勒(中国)有限公司	直销、租赁
4	华域视觉科技(上海)有限公司	直销、租赁
5	集保物流设备(中国)有限公司	直销、租赁

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

公司提供的租赁服务分为动态租赁服务和静态租赁服务。

动态租赁：客户主要为零部件制造商，除需要租赁使用包装器具外，还对第三方的仓储、物流运输等服务有较大的需求。动态租赁模式下，公司根据客户需求，将租赁包装器具运送至客户指定地点，装箱后由公司或客户（双方协商约定）运送至客户的下游客户（例如“N公司”），使用完成后，由公司位于N公司附近的仓库进行空箱回收、清洁维护及仓储，再进行下一次租赁。动态租赁服务租赁收入=包装器具租金及服务单价×租用数量×使用次数。

静态租赁：客户主要为主机厂物流仓储的配套服务商，其自身有较强的仓储、物流管理能力。静态租赁模式下，根据合同约定，公司或客户（双方协商约定）将租赁包装器具运送至客户指定地点，由客户自行管理租赁包装器具，租赁期满后，由出租方回收租赁包装器具。

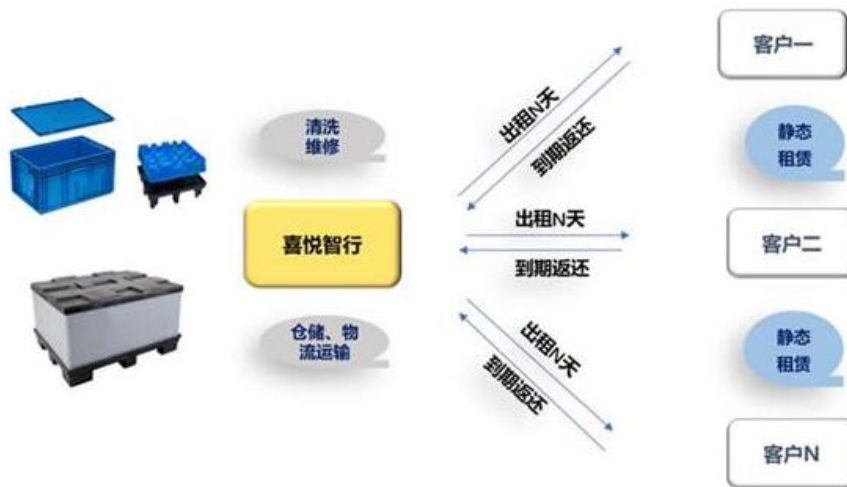
静态租赁服务按照静态租赁收入=包装器具租赁单价×租用天数×租用数量。

图 21: 动态租赁示例



资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

图 22: 静态租赁示例



资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

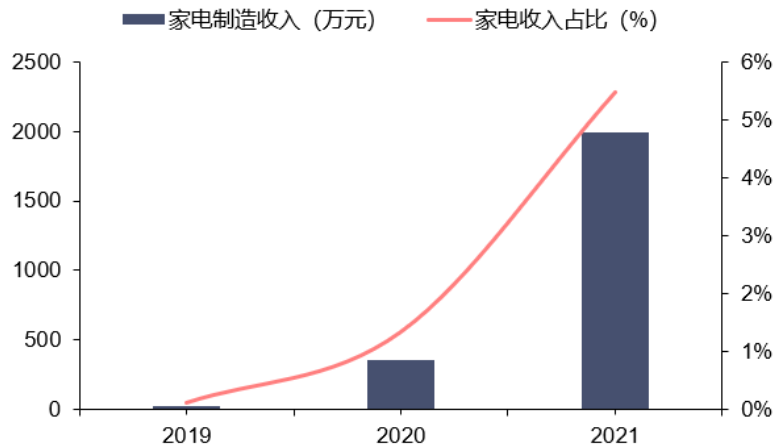
4.3 拓展家电行业: 由美的开始, 纵向横向空间大

家电行业: 与可循环包装契合度高, 行业内纵向横向空间均较大。家电行业具有标准化程度高、降本意愿强、核心零部件数量少等特性, 与可循环塑料包装材料的适配度较高。从收入来看, 2019年起公司切入家电行业, 对应收入由2019年的26万增长至2021年的1994万, CAGR775%, 占总营收的比例由0.11%提升至5.5%, 提升较快。我们认为, 考虑到2021年仅为公司切入家电行业第三年, 公司在家电行业仍有较大提升空间。

具体来看空间来自于纵向与横向两个维度: 1) 纵向空间: 行业龙头美的为公司主要客

户，美的所生产销售的诸多家电品类，单一品类均有数个核心零部件的运输包装可以用塑料可循环包装替代，若参考招股书中汽车零部件行业测算，假定家电行业可循环包装材料的普及程度可与汽车行业类比，一个年营业额为 300 亿元的零部件公司使用可循环包装的费用为 0.7-0.8 亿，美的 2021 年收入 3433 亿元，对应可循环包装材料空间可达 10 亿；**2) 横向空间：**美的为家电行业龙头，具有一定程度上的示范效应，美的接受未来塑料可循环包装后，其余公司有可能选择跟进，喜悦智行在家电行业的推广有较大空间。

图 23：2019 年起家电制造收入占比快速提高



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

4.4 拓展新能源行业：由“某新能源电池厂”开始，供应新能源电池模组产品

新能源行业：深耕汽车行业近 20 年带来的自然延伸。公司自 2005 年成立后主要服务汽车行业，近年来随着新能源车的普及，新能源电池厂与汽车产业链的合作关系逐步加深，公司深耕汽车行业多年后自然延伸至新能源行业。据公司公告，公司于 2022 年 12 月收到《供应商定点通知书》，公司成为某新能源电池厂一级供应商（限于保密协议，无法披露其名称），为该客户开发、生产新能源电池模组循环包装产品，项目预计 2023 年 1 月开始，项目周期 1 周年，预计生命周期总金额为 0.8 亿-1 亿元。

新能源行业对可循环塑料包装而言是蓝海。公司可循环塑料包装材料业务在服务汽车多年后服务新能源行业，较大地提高了公司未来发展前景的空间。我们认为，该次《供应商定点通知书》很可能只是公司切入新能源行业的一个开始，新能源行业的诸多原材料、半成品、成品的运输过程中，存在较大的可循环塑料包装对现有包装材料的替代空间。

4.5 新建研发中心，强化技术优势

新建研发中心，强化技术优势。公司 IPO 时决定投资近 5000 万新建研发中心大楼，建筑面积超 7000 平米，并购置相应仪器设备及软件。该项目有利于保持公司竞争优势，为公司研发工作的实施提供科学规划，全面提升公司的研发能力，实现现有业务的持续改进、升级，有助于公司把握行业热点和领先的技术趋势、拓展新的业务发展方向，进一步提升公司的行业地位和品牌影响力，为公司实现快速成长奠定坚实的基础。

具体来看，研发中心的研发方向分为：1) 材料改性技术，包括针对新能源汽车电池运输过程中的包装材料改性，日用品和生鲜冷链运输中的材料改性；2) 结构设计技术，包括智能物联包装技术、模块化包装、针对家电行业的防震减压包装等；3) 工艺工装技术。

表 3: 公司研发中心的研发方向

序号	研发方向	研究目标
1	材料改性技术	(1) 共混材料改性技术。研究复合材料改性技术，通过对不同类型的塑料粒子性能的技术改良和高分子结构的自主设计研发，研发出具有更优良耐高低温，高强度、高抗冲等特性的新材料 (2) 针对新能源汽车电池运输过程中对包装的要求，研发具有耐热、难燃、耐磨、耐水解、无毒、耐污染、耐酸碱和高绝缘性能的改性材料配方 (3) 针对日用品、生鲜冷链物流的特点，研发材料保鲜技术、水溶膜包装技术等
2	结构设计技术	(1) 共混材料改性技术。研究复合材料改性技术，通过对不同类型的塑料粒子性能的技术改良和高分子结构的自主设计研发，研发出具有更优良耐高低温，高强度、高抗冲等特性的新材料 (2) 针对新能源汽车电池运输过程中对包装的要求，研发具有耐热、难燃、耐磨、耐水解、无毒、耐污染、耐酸碱和高绝缘性能的改性材料配方 (3) 针对日用品、生鲜冷链物流的特点，研发材料保鲜技术、水溶膜包装技术等
3	工艺工装技术	“挤出、吸塑一体化”自动化生产技术、多工位高速一体化成型技术、高拉伸比成型结构设计技术、高效自动出模技术等

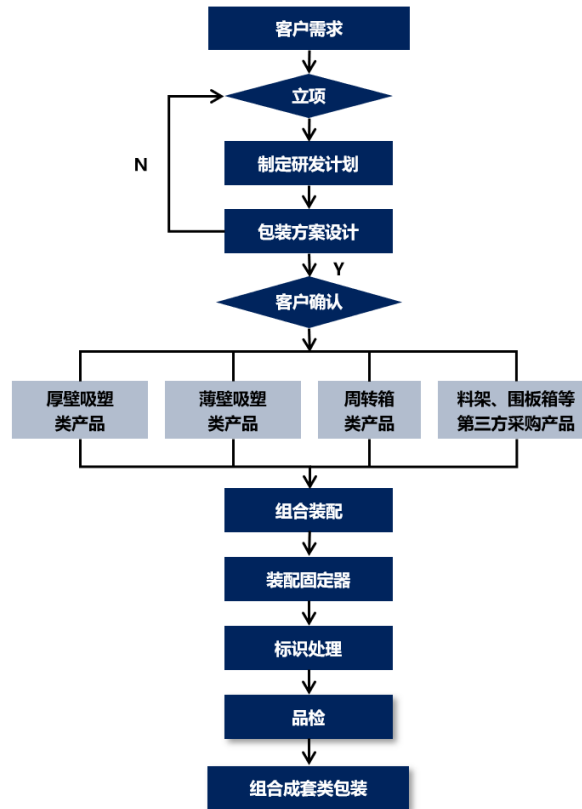
资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

截至 2022H1，公司项目建设进度已达 34%。我们认为，本项目的成功建设将有助于全面提升公司的研发能力，拓展新的业务发展方向，进一步提升公司的行业地位和品牌影响力，为公司实现快速成长奠定坚实的基础。

4.6 定制化方案设计积累造就先发优势

定制化可循环塑料包装为公司的技术创新。公司作为专业提供定制化可循环塑料包装整体解决方案的服务商，专注于定制化可循环塑料包装的设计、研发、生产。据招股说明书，公司创新性地传统包装行业的基础上，推出定制化可循环塑料包装整体解决方案，实现定制化可循环塑料包装与传统产业的融合。以组合成套类产品为例，公司结合先进的设计理念，形成自己的方法论和数据库，对应客户需求做定制化包装方案，再以自己产品品类中的厚壁吸塑、薄壁吸塑、周转箱类产品组合装配，形成定制化的包装整体解决方案。

图 24: 组合成套类包装产品定制服务流程



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

三大技术模块为公司定制化方案中的核心积累，技术水平处于行业领域较高水平。公司经过多年的行业积累及持续的技术研发，建立了以专利技术和非专利技术为核心的技术体系，形成了：1)高性能改性材料制备技术(根据产品设计的目标性能对不同原料进行混合调试)、2)复杂性结构设计技术(提高产品保护性，优化垛叠程度和回收比率)和3)稳定性工艺工装技术(提高产品质量的稳定性)三大技术模块。具体来看，公司核心技术包括耐高低温高抗冲聚丙烯(PP)材料改性技术、零件三维立体借位及仿形识别设计技术、衬垫结构承载强度及旋转支撑设计技术、衬垫回收易分离防抱紧技术、多工位厚壁吸塑高速一体化成型技术等。

公司与细分领域内竞争对手相比，具备较强技术、工艺先发优势和经验积累优势，整体技术水平处于细分行业领域较高水平。

图 25：组合成套类包装产品示例



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

海量定制化数据造就壁垒。公司长期积累了大量的定制化可循环塑料包装设计方案，形成了根据客户不同应用场景的应用需求，以不同材料厚度、材质性能、载荷数值的数据样本为基础所形成的大量成功案例模型。公司根据客户的需求元素从案例库中挑选不同技术指标的可匹配模型，并通过三维仿真建模、力学仿真等设计手段，采用先进的算法和图像处理系统，进行测试及方案优化定制化生产积累过程中，公司积累了丰富的模型数量和项目经验，造就较高的壁垒。

五、盈利预测与估值

5.1 盈利预测

核心假设:

1) 汽车制造: 汽车制造为公司核心行业, 随着可循环包装材料在汽车行业的应用进一步广泛, 公司有望服务特斯拉之外的其他新能源汽车厂, 预计营收将迎来稳定增长。我们预计 2022-2024 年公司汽车行业营收同比增长 30%/30%/28%, 毛利率分别为 34%、35%、35%。

2) 家电制造: 家电行业零部件相较于汽车行业少, 故而从可循环包装材料而言技术壁垒相对较低, 以美的为代表的家电厂商对可循环包装材料接受度逐渐提高。我们预计 2022-2024 年公司家电行业营收同比增长 80%/100%/80%, 毛利率分别为 33%、37%、37%。

3) 其他业务: 预计 2023 年起, 以某新能源电池厂为代表的新能源厂商客户有所突破, 按当前分类口径将进入其他业务口径, 此外日化用品等行业对应收入也有望增长。我们预计 2022-2024 年公司其他业务营收同比增长 18%/80%/60%, 毛利率分别为 34%、37%、35%。

4) 费用率: 费用率基本稳定, 随着 2023 年部分行业的开拓整体费用率略有降低。

表 4: 公司分业务营收预测

单位: 百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
汽车制造	297.8	387.1	503.3	644.2
YoY (%)	42%	30%	30%	28%
毛利率 (%)	37%	34%	35%	35%
毛利	109.9	131.6	178.2	225.5
家电制造	19.9	35.9	100.5	201.0
YoY (%)	456%	80%	180%	100%
毛利率 (%)	35%	33%	37%	37%
毛利	7.0	11.8	37.2	74.4
其他业务	45.2	53.4	96.0	153.7
YoY (%)	-16%	18%	80%	60%
毛利率 (%)	36%	34%	37%	35%
毛利	16.3	18.1	35.5	53.8
合计收入	363.0	476.4	699.8	998.9
YoY (%)	36%	31%	47%	43%
毛利率 (%)	37%	34%	36%	35%
合计毛利	133.2	161.6	250.9	353.6

资料来源: wind, 信达证券研发中心

5.4 估值

喜悦智行是国内领先的定制化可循环塑料包装材料公司，近年来品牌打造成效尽显，未来有望充分受益于双碳政策下接受可循环材料的行业拓展和现有汽车客户的稳步开发，业绩有望保持高速增长。我们预计公司 2022-2024 年营收为 4.76/7.00/10.00 亿元，同比增长 31%/47%/43%；归母净利润为 0.76/1.32/1.86 亿元，同比增长 25%/74%/41%。当前股价对应 23 年 PE20.3x。首次覆盖，我们给予“买入”评级。

表 5：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	名称	股价（元）	EPS			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
002735	王子新材	24.23	0.40	0.82	1.29	61.01	29.50	18.78
002886	沃特股份	21.81	0.15	0.65	1.39	147.17	33.74	15.67
	平均值	-	-	-	-	104.09	31.62	17.23
301198	喜悦智行	26.79	0.76	1.32	1.86	35.41	20.32	14.37

资料来源：Wind，信达证券研发中心，注：股价为 2023 年 3 月 09 日收盘价，可比公司的 EPS 及 PE 均为 Wind 一致预期

六、风险提示

原材料价格大幅上升风险：公司主要原材料有塑料粒子等，若原材料价格大幅上升时价格不能及时传导下游有一定业绩风险。

可循环包装材料推广不及预期风险：公司在汽车行业推广度较好，当前新进入家电等行业，存在新行业对可循环包装材料接受度不及预期风险。

技术替代风险：当前公司主业为可循环塑料包装，不排除未来有新型包装材料实现对公司现有业务替代的风险。

资产负债表		单位: 百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	239	780	838	1,017	1,277	
货币资金	47	507	450	553	611	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	129	187	269	331	474	
预付账款	2	4	3	4	6	
存货	48	70	106	115	167	
其他	12	13	9	13	19	
非流动资产	199	240	286	285	284	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产(合计)	106	129	124	119	113	
无形资产	48	47	56	57	58	
其他	45	64	106	110	113	
资产总计	438	1,021	1,123	1,302	1,561	
流动负债	74	104	127	170	239	
短期借款	5	28	0	0	0	
应付票据	6	5	0	0	0	
应付账款	45	44	99	135	194	
其他	18	27	28	35	44	
非流动负债	4	12	12	12	12	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	4	12	12	12	12	
负债合计	78	116	139	182	250	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司股东权益	360	905	984	1,120	1,311	
益						
负债和股东权益	438	1,021	1,123	1,302	1,561	

重要财务指标		单位: 百万元				
主要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	268	363	476	700	999	
同比(%)	13.5%	35.6%	31.3%	46.9%	42.7%	
归属母公司净利润	59	61	76	132	186	
同比(%)	11.1%	3.2%	24.6%	74.2%	41.4%	
毛利率(%)	41.9%	36.7%	33.9%	35.8%	35.4%	
ROE(%)	16.3%	6.7%	7.7%	11.8%	14.2%	
EPS(摊薄)(元)	0.78	0.79	0.76	1.32	1.86	
P/E	-	47.08	35.41	20.32	14.37	
P/B	-	4.11	2.72	2.39	2.04	
EV/EBITDA	-0.45	31.02	21.25	12.63	8.99	

利润表		单位: 百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	268	363	476	700	999	
营业成本	155	230	315	449	645	
营业税金及附加	2	3	4	6	8	
销售费用	13	18	24	28	40	
管理费用	18	24	29	42	60	
研发费用	8	10	14	21	30	
财务费用	0	1	-13	-15	-17	
减值损失合计	-1	-2	-9	-11	-13	
投资净收益	0	0	0	0	0	
其他	-1	-4	-11	-10	-9	
营业利润	69	72	85	149	211	
营业外收支	3	2	2	3	3	
利润总额	72	74	87	152	214	
所得税	13	13	11	20	28	
净利润	59	61	76	132	186	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
归属母公司净利润	59	61	76	132	186	
润						
EBITDA	93	105	106	170	232	
EPS(当年)(元)	0.78	0.79	0.76	1.32	1.86	

现金流量表		单位: 百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	80	-17	33	118	72	
净利润	59	61	76	132	186	
折旧摊销	24	33	15	15	16	
财务费用	0	1	1	0	0	
投资损失	0	0	0	0	0	
营运资金变动	-6	-121	-77	-49	-152	
其它	4	10	19	20	22	
投资活动现金流	-53	-38	-61	-15	-15	
资本支出	-53	-38	-59	-13	-13	
长期投资	0	0	-2	-2	-2	
其他	1	0	0	0	0	
筹资活动现金流	-25	517	-29	0	0	
吸收投资	0	506	0	0	0	
借款	15	78	-28	0	0	
支付利息或股息	0	-1	-1	0	0	
现金净增加额	2	462	-57	103	57	

研究团队简介

王舫朝，信达证券研发中心金融地产中心总经理、非银&中小盘首席分析师，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019年11月加入信达证券研发中心。

武子皓，中小盘分析师，西安交通大学学士，悉尼大学硕士，ACCA，五年研究经验，曾就职于民生证券，国泰君安证券，2022年加入信达证券从事中小市值行业研究工作，2019年“新浪金麒麟行业新锐分析师”。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	张斓夕	18810718214	
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准20%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。