

国内包装机械龙头，长远发展可期

——永创智能首次覆盖

核心观点

- **食品饮料包装机械市场空间广阔，抗周期性强。**包装是商品进入流通领域的重要环节，包装机械是完成产品包装的主要手段。包装机械行业空间广阔，下游覆盖面广，其中食品饮料包装占比超过 55%，食品饮料具有抗周期性的特点，消费升级带来食品饮料行业的繁荣拉动食品饮料包装机械的需求，也使其具备抗周期的特点。
- **中国液态食品包装机械市场 2025 年将达到约 445 亿元。**液态食品领域，乳制品消费稳健增长，低温奶增速迅猛；软饮料市场竞争激烈，初创品牌众多，细分领域具备爆发潜力；啤酒包装设备进入更新换代周期，高端化成为重要发展方向；白酒技改是大势所趋，带来包装设备新空间。液态食品包装设备需求在稳健中蕴藏新的机会，预计 2025 年市场规模将达到 445 亿元。
- **国内包装机械龙头，看好国产替代以及智能包装产线业务。**永创智能是国内包装机械龙头企业，主营业务包括智能包装生产线、标准单机设备和包装材料，2017 年-2021 年公司归母净利润年均复合增速达 41%。公司积极布局前沿技术，进行收购兼并，投建产能，不断拓宽业务范围，每一次转型都取得不错效果。在人工智能等新技术引发的智能制造趋势下，智能化成为拉动包装设备增长的新动力，公司智能包装生产线有望迎来快速增长；同时公司的产品与进口设备差距逐渐缩小，性价比和服务方面具备优势，国产替代曙光初现，后续有望进一步加速。从长期来看，下游市场为包装机械提供稳定的市场，国产替代和智能化具备加速发展的潜力，永创智能具备较强的业绩确定性，未来发展可期。

盈利预测与投资建议

- 公司智能包装生产线 2017-2021 年营收复合增速 24.6%（2021 年 44%），我们预测该业务保持较高增速；标准单机设备因疫情及宏观环境影响略微下滑。我们预测公司 2022-24 年每股收益为 0.70、0.85、1.12 元，参照可比公司奥瑞金、润泽科技、新巨丰和京山轻机，23 年平均估值为 20 倍 PE，考虑到公司 24 年业绩增速更高，我们认可给予公司 20% 估值溢价，即 23 年 24 倍 PE，目标价 20.40 元，首次给予买入评级。

风险提示

宏观经济不及预期，市场拓展不及预期，技术研发不及预期，行业竞争加剧，原材料价格波动，单线采购金额波动，假设变化影响测算结果。

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,020	2,707	2,925	3,997	4,913
同比增长(%)	8.0%	34.0%	8.0%	36.7%	22.9%
营业利润(百万元)	192	297	396	483	633
同比增长(%)	65.2%	54.5%	33.3%	22.1%	31.0%
归属母公司净利润(百万元)	171	261	341	416	546
同比增长(%)	73.1%	53.0%	30.5%	22.1%	31.1%
每股收益(元)	0.35	0.53	0.70	0.85	1.12
毛利率(%)	32.6%	32.1%	31.0%	33.1%	33.2%
净利率(%)	8.4%	9.6%	11.7%	10.4%	11.1%
净资产收益率(%)	11.5%	14.1%	14.6%	15.6%	18.0%
市盈率	44.2	28.9	22.1	18.1	13.8
市净率	4.9	3.5	3.0	2.7	2.3

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

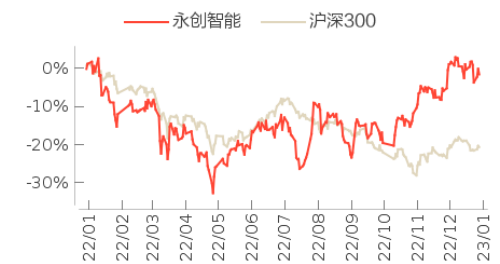
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（首次）

股价（2022年12月28日）	15.46元
目标价格	20.40元
52周最高价/最低价	16.48/10.02元
总股本/流通A股（万股）	48,816/48,317
A股市值（百万元）	7,547
国家/地区	中国
行业	机械设备
报告发布日期	2022年12月30日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-3.31	3.83	21.16	-1.01
相对表现	-4.37	0.13	20.05	20.88
沪深300	1.06	3.7	1.11	-21.89



证券分析师

杨震 021-63325888*6090
yangzhen@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520060002
香港证监会牌照：BSW113

目录

1 包装机械龙头，2017-2021 年归母净利润 CAGR 达到 41%.....	5
1.1 深耕包装行业，产品种类齐全，业务覆盖范围广.....	5
1.2 公司股权结构清晰，实控人持股约 50%.....	7
1.3 2017-2021 年业绩稳健增长，净利润 CAGR 高达 41%.....	7
1.4 主营标准单机设备和智能包装生产线.....	9
2 包装机械行业需求稳健，行业空间广阔.....	10
2.1 包装机械市场规模大，食品饮料占比高.....	10
2.2 新消费、新产品、新零售以及智能化带来行业新变化.....	11
2.3 2021 年国内包装机械市场规模约 511 亿元，2025 年达到约 1200 亿元.....	13
2.4 国际巨头占据主导，国产替代曙光初现.....	14
2.5 行业集中度低，市占率提升是必由之路.....	14
3 预计 2025 年牛奶、啤酒饮料、白酒包装机械市场规模达 445 亿元.....	16
3.1 乳制品包装市场稳健增长，2025 年市场规模约 150 亿元.....	16
3.1.1 巴氏奶增长潜力巨大，行业发展提供持续增长动力.....	16
3.2 软饮市场竞争激烈，细分领域有望带来包装设备新空间.....	18
3.2.1 软饮料市场规模大、竞争激烈，新进企业带来包装机械新机遇.....	18
3.2.2 软饮料包装设备市场规模约 114 亿元，永创智能积极布局.....	19
3.3 啤酒包装设备进入更新换代周期，高端化带来行业新空间.....	20
3.4 白酒行业发展前景向好，技改带来包装机械增量空间.....	22
3.4.1 酒类企业进入设备更新期，技改带来新的增量空间.....	22
3.4.2 白酒技带来包装设备新的增长点.....	23
3.5 2025 年液态食品包装机械市场将达到 445 亿元.....	24
4 公司研发、市场、产能三大核心优势领跑行业.....	25
4.1 研发：研发实力一流，紧跟行业最新动态.....	25
4.2 市场：多领域拓宽产品线，积累优质客户资源.....	26
4.3 生产：稳步扩大产能，积极推进包装智能化发展.....	27
盈利预测与投资建议.....	27
盈利预测.....	27
投资建议.....	28
风险提示.....	29

图表目录

图 1: 永创智能业务发展历程	5
图 2: 成型填充封口系列	6
图 3: 缠绕捆扎码垛系列	6
图 4: 贴标打码系列	6
图 5: 智能包装生产线	6
图 6: 永创智能营收、净利润变化	8
图 7: 永创智能利润率变化	8
图 8: 永创智能费用变化	8
图 9: 永创智能研发支出	8
图 10: 永创智能应收账款、存货周转率	9
图 11: 永创智能经营现金流净额	9
图 12: 永创智能主营构成（2021 年）	9
图 13: 不同业务毛利率	9
图 14: 标准单机设备营收增速	9
图 15: 智能包装生产线营收	9
图 16: 包装机械下游应用分布（2019 年）	10
图 17: 中国食品饮料等行业营业收入	10
图 18: 中国粮油食品零售额增速	10
图 19: 中国饮料零售额增速	10
图 20: 中国居民人均可支配收入	11
图 21: 中国社会零售额总计	11
图 22: 天猫与哈根达斯合作的“投影月饼”	12
图 23: 莫迪维克真空贴体包装实物图	12
图 24: 新零售普及（以电商零售增长为例）	12
图 25: 中国生鲜零售规模	12
图 26: 中国智能包装市场规模	13
图 27: 中国智能包装专利申请数量	13
图 28: 中国包装设备制造业营业收入	13
图 29: 中国包装专用设备产量	13
图 30: 中国牛奶产量	16
图 31: 不同国家人均乳制品消费量对比	16
图 32: 中国巴氏奶市场规模	16
图 33: 2020 年中国巴氏奶市场占比	16

图 34: 乳制品龙头企业资本开支	17
图 35: 中国饮料产量	18
图 36: 中国人均饮料消费量	18
图 37: 2015-2020 中国软饮料细分市场复合增长率 (%)	18
图 38: 2014-2020 中国无糖饮料市场规模 (亿元)	18
图 39: 饮料行业企业新增注册量	20
图 40: 中国软饮市场规模	20
图 41: 中国啤酒行业企业市场份额 (2020 年)	20
图 42: 2017-2020 年中国啤酒行业 CR5 变化情况	20
图 43: 不同国家经济型啤酒占比 (2019 年)	21
图 44: 我国啤酒品牌吨酒价格与国际品牌对比 (2020 年)	21
图 45: 国内啤酒厂商资本开支 (亿元)	21
图 46: 白酒企业资本开支	22
图 47: 白酒人工酿造车间 (茅台)	22
图 48: 白酒智能酿造车间	22
图 49: 白酒人工包装产线	23
图 50: 泸州老窖智能灌装线	23
图 55: 智能灌装线平均造价	24
图 56: 智能酿造设备平均造价	24
图 57: 国内包装设备厂商研发支出 (亿元)	25
图 58: 国内包装设备厂商研发支出占营收比	25
图 59: 永创智能海外市场营收	26
图 60: 永创智能重要客户	26
表 1: 永创智能主要从事业务	6
表 2: 永创智能 10 大股东明细 (2022 年中报)	7
表 3: 永创智能近年来收购投资公司明细	15
表 4: 不同行业包装机械市场规模 (亿元)	25
表 5: 可比公司估值比较	29

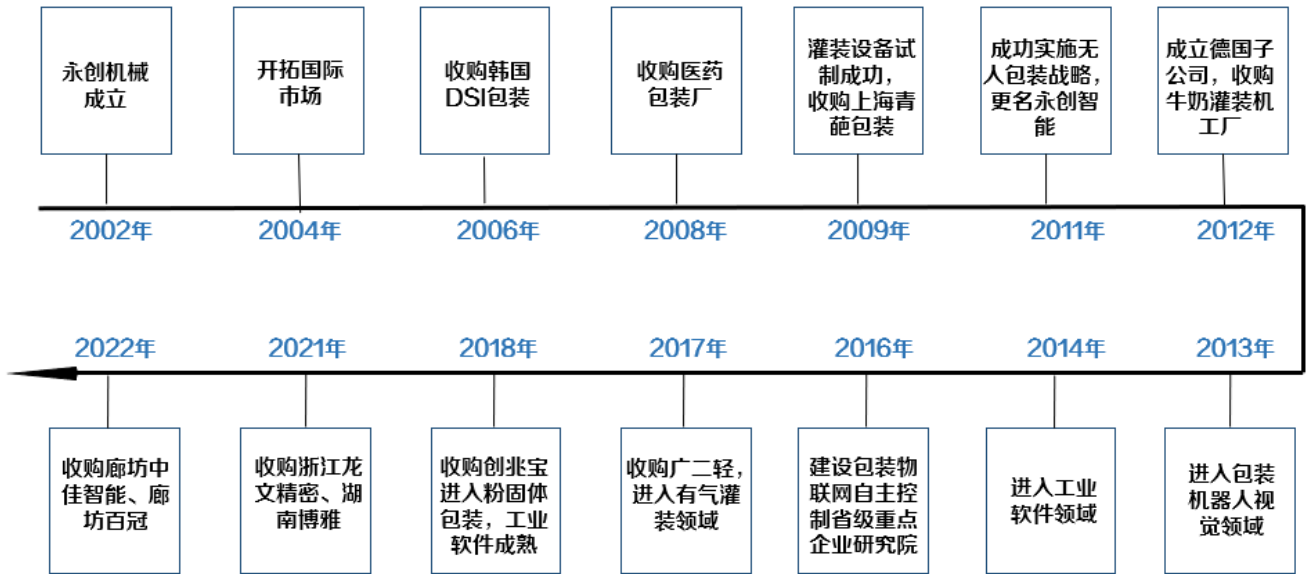
1 包装机械龙头，2017-2021 年归母净利润 CAGR 达到 41%

1.1 深耕包装行业，产品种类齐全，业务覆盖范围广

永创智能是中国智能包装设备知名企业。永创机械于 2002 年成立，2006 年公司逐步开始全球并购和扩张，公司一直从事包装设备及配套包装材料的研发设计、生产制造、安装调试与技术服务，目前已成为中国智能包装设备领域知名企业。公司包装设备、软件及配套包装材料主要应用于食品、饮料、医药、化工、家用电器、造币印钞、机械制造、仓储物流、建筑材料、金属制造、造纸印刷、图书出版等众多领域；业务覆盖包装机械及其零配件、工业机器人及其成套系统、精密仪器、非金属制品模具、包装材料的研发、设计、制造、加工，计算机软件、自动化信息系统的研发、设计、制作及工程承包，包装机械的维护、修理。

行业地位出类拔萃。经过近二十年的发展，公司先后被评为家高新技术企业、国家技术创新示范企业、国家知识产权示范企业、国家火炬计划重点高新技术企业，中国液态食品包装机械企业十强，中国食品工业智能制造试点示范企业，同时是中国食品和包装机械工业协会常务理事与副理事长单位、浙江省物联网产业协会理事单位、全国包装机械标准化技术委员会成型装填封口集合机械分技术会委会秘书处单位。

图 1：永创智能业务发展历程



数据来源：永创智能官网，东方证券研究所

产品远销欧美发达国家。公司品牌除在国内市场享有较高知名度外，在国际上也具有较高的影响力，产品销往美国、德国、韩国、意大利等多个国家和地区。目前，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”。主要产品包括：

表 1：永创智能主要从事业务

类别	产品系列	产品种类
包装设备	标准单机设备	灌装封口机、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：永创智能年报，东方证券研究所

图 2：成型填充封口系列



数据来源：永创智能官网，东方证券研究所

图 3：缠绕捆扎码垛系列



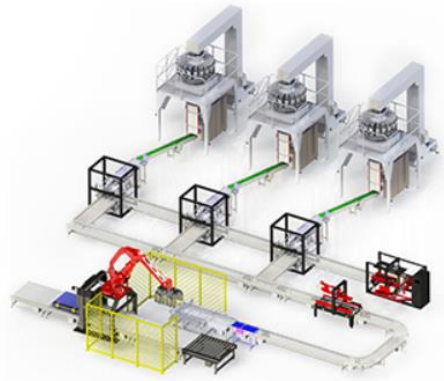
数据来源：永创智能官网，东方证券研究所

图 4：贴标打码系列



数据来源：永创智能官网，东方证券研究所

图 5：智能包装生产线



数据来源：永创智能官网，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

1.2 公司股权结构清晰，实控人持股约 50%

公司股权结构集中，实控人持股比例约 50%。截止 2021 年报，公司前两大股东吕婕、罗邦毅分别持股 35.1%、14.7%，夫妻二人为公司实际控制人。罗邦毅为杭州康创投资有限公司实际控制人，并通过该公司间接持股 5.6%，公司实际控制人持股比例合计约 50%。

表 2：永创智能 10 大股东明细（2022 年中报）

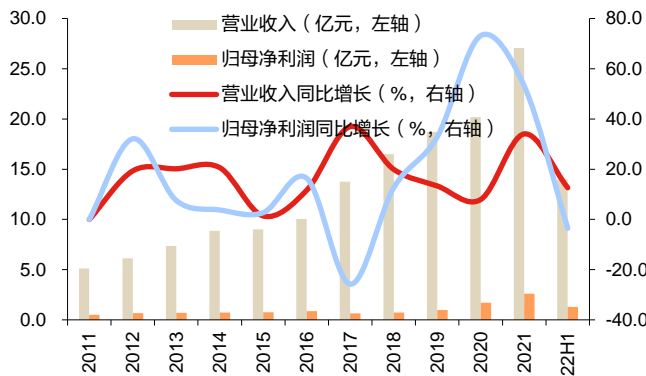
排名	股东名称	方向	持股比例 (%)	持股比例变动 (%)	股本性质
1	吕婕	不变	35.13	0.00	流通股
2	罗邦毅	不变	9.15	0.00	流通股
3	杭州康创投资有限公司	不变	5.58	0.00	流通股
4	兴全合泰混合型证券投资基金	不变	2.72	0.00	流通股
5	嘉实价值精选股票型证券投资基金	不变	2.33	0.00	流通股
6	嘉实领先优势混合型证券投资基金	不变	1.66	0.00	流通股
7	富国天惠精选成长混合型证券投资基金(LOF)	减少	1.64	-0.20	流通股
8	嘉实价值优势混合型证券投资基金	不变	1.63	0.00	流通股
9	林天翼	不变	1.21	0.00	流通股
10	富国转型机遇混合型证券投资基金	新进	1.21		流通股
合计			62.26%		

数据来源：wind，东方证券研究所

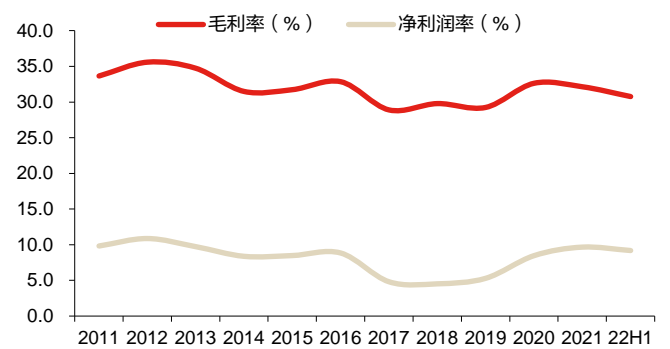
1.3 2017-2021 年业绩稳健增长，净利润 CAGR 高达 41%

2017-2021 年公司营业收入逐年增长，营业收入复合增长率达 18%。其中 2021 年营业收入，较 2020 年增长 34.02%，主要由于下游牛奶、休闲食品等行业对包装设备需求的增长，以及公司核心产品市场竞争力的提升。公司近 5 年营业收入逐年增长，5 年内营业收入年复合增长率达 18%。公司近 5 年净利润迅速增长，5 年内归母净利润年复合增长率达 41%。其中 2021 年归母净利润同比增长 53%，由于主营业务利润率提升，净利润增速大于营收增速。

2017-2021 年公司综合毛利率保持 30%左右，净利率大幅提升。2021 年公司综合毛利率为 32.1%，综合净利率为 9.7%；近年来公司在智能包装生产线中投入工业机器人增加了生产成本，随着公司灵活价格调整，规模化生产降本增效，2020 年以来毛利率、净利率在原材料价格上涨的情况下仍有所提升，未来还有望进一步提升。

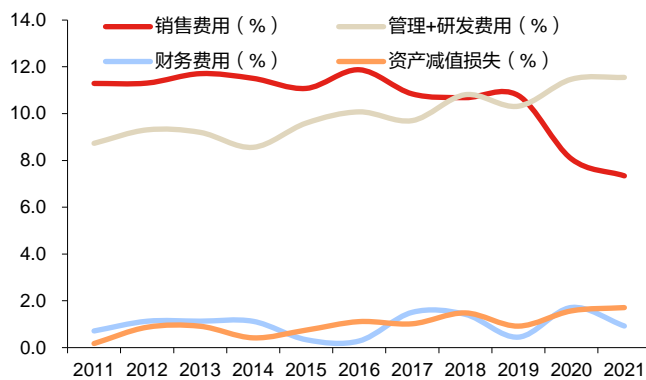
图 6：永创智能营收、净利润变化


数据来源：wind，东方证券研究所

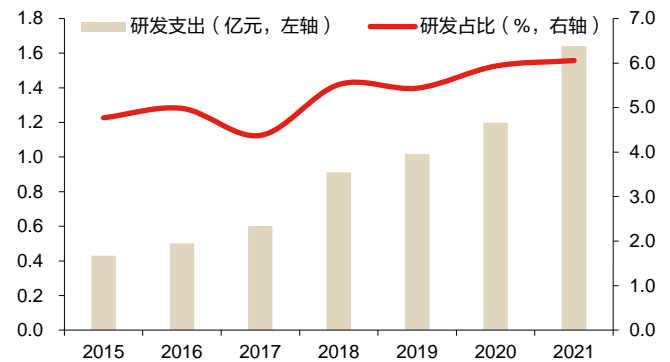
图 7：永创智能利润率变化


数据来源：wind，东方证券研究所

整体费用率管控良好，持续加大研发投入。2017-2021 年公司研发费用分别为 0.60、0.91、1.02、1.20、1.64 亿元，研发费用逐年增加，年复合增长率达 28.6%，除 2017 年之外研发费用率保持在 5% 以上。得益于持续的大力度研发投入，公司获得国家级企业技术中心、国家级工业设计中心、浙江包装物联网自主控制省级重点企业研究院等国家级、省级科技创新平台，四大专利体系覆盖智能单机、包装机器人、智能包装生产线、智慧工厂工业软件，授权专利数量处于行业领先。

图 8：永创智能费用变化


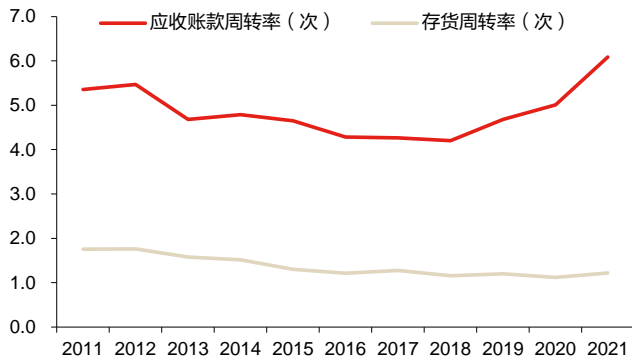
数据来源：wind，东方证券研究所

图 9：永创智能研发支出


数据来源：wind，东方证券研究所

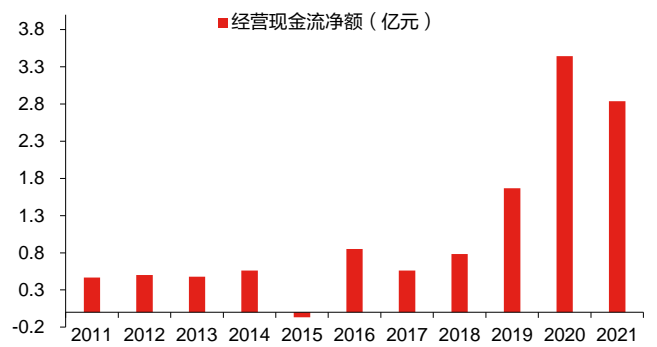
应收账款周转率逐年提升，经营性现金流净额显著提升。近 5 年应收账款周转率逐年提升，2021 年公司应收账款周转率达 6.09 次；存货周转率相对比较平稳，保持在 1.10 以上。近 5 年公司经营性现金流净额均为正，2019 年以来经营性现金流净额有较大提升，2021 年为 2.84 亿元，经营性现金流情况近年来表现良好。

图 10：永创智能应收账款、存货周转率



数据来源：wind，东方证券研究所

图 11：永创智能经营现金流净额

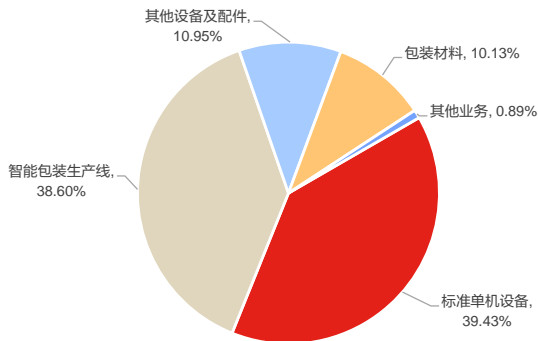


数据来源：wind，东方证券研究所

1.4 主营标准单机设备和智能包装生产线

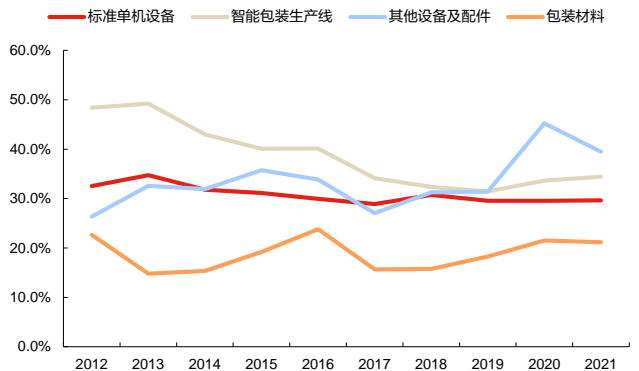
永创智能主营标准单机设备、智能包装生产线、包装材料及其它设备和业务，其中标准单机设备包括捆扎码垛缠绕系列设备、成型装填封口系列设备和贴标打码系列设备。标准单机设备和智能包装生产线占比均接近 40%，智能包装生产线近年来保持较高增速。

图 12：永创智能主营构成（2021 年）



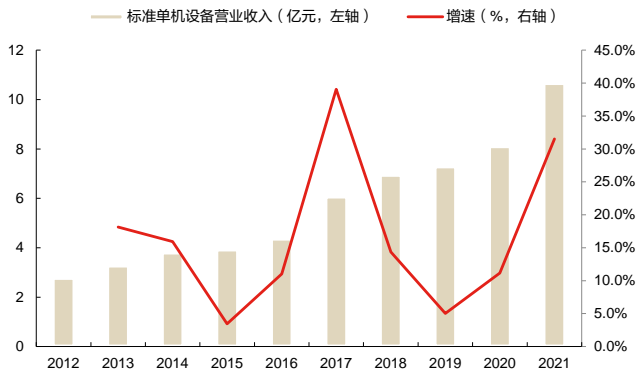
数据来源：wind，东方证券研究所

图 13：不同业务毛利率



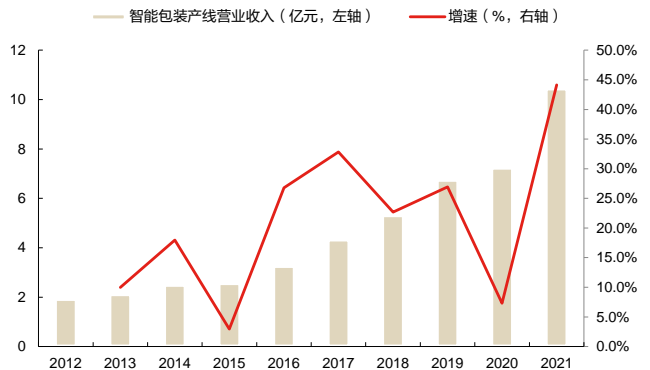
数据来源：wind，东方证券研究所

图 14：标准单机设备营收增速



数据来源：wind，东方证券研究所

图 15：智能包装生产线营收



数据来源：wind，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

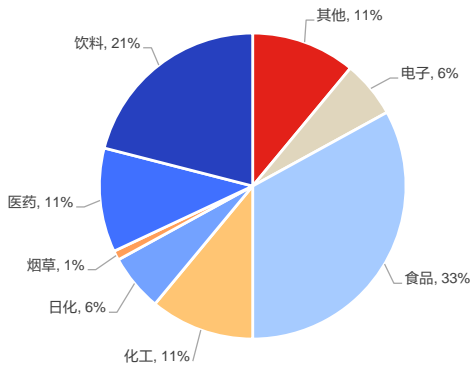
2 包装机械行业需求稳健，行业空间广阔

包装是商品进入流通领域的重要环节，包装机械是完成产品包装的主要手段。包装机械行业下游覆盖面广，行业空间广阔，行业需求在稳健中蕴藏新的机会。

2.1 包装机械市场规模大，食品饮料占比高

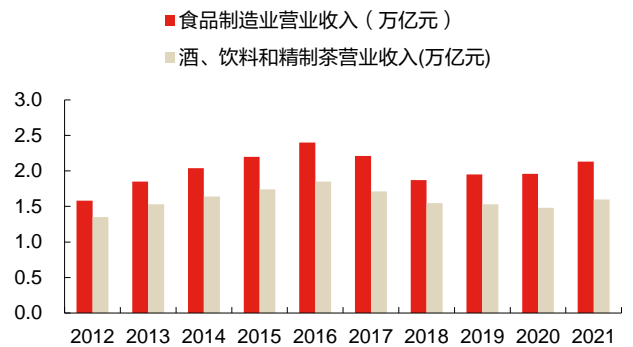
包装机械最主要的下游行业为食品饮料，占比超过 50%。包装作为食品饮料生产必不可少的环节，包括包装材料、容器成型、前道包装、后道包装，产业链涉及多种设备。食品包装机械主要用于方便食品、烘焙食品、糖果、乳品、饮品和调味品等；液态食品包装机械主要集中在乳制品、饮料和酒类设备。

图 16: 包装机械下游应用分布 (2019 年)



数据来源: 华商情报网, 东方证券研究所

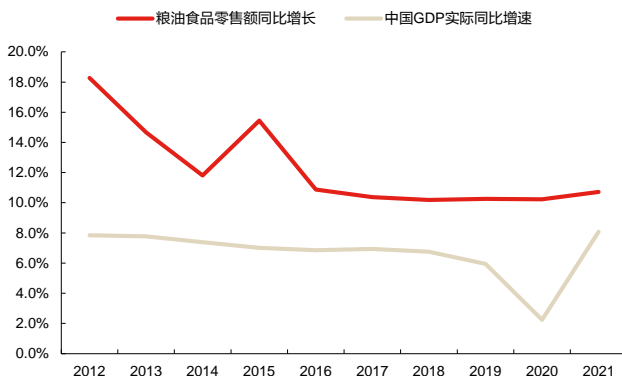
图 17: 中国食品饮料等行业营业收入



数据来源: wind, 东方证券研究所

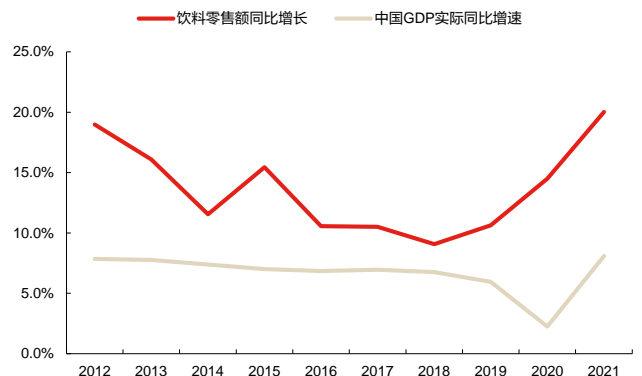
包装机械市场具有一定的抗周期性。总体而言，包装机械下游市场规模大，应用行业广泛，多为生活必需品或快速消费品制造行业。包装机械设备行业以下游需求为导向，市场容量与下游行业发展状况及固定资产投资呈明显的正向相关趋势。以粮油食品和饮料为例，我国粮油食品、饮料零售额增速始终保持约 10%以上，在 GDP 增速放缓时粮油食品、饮料零售仍能保持高速增长，体现出较强的抗周期性。

图 18: 中国粮油食品零售额增速



数据来源: wind, 东方证券研究所

图 19: 中国饮料零售额增速



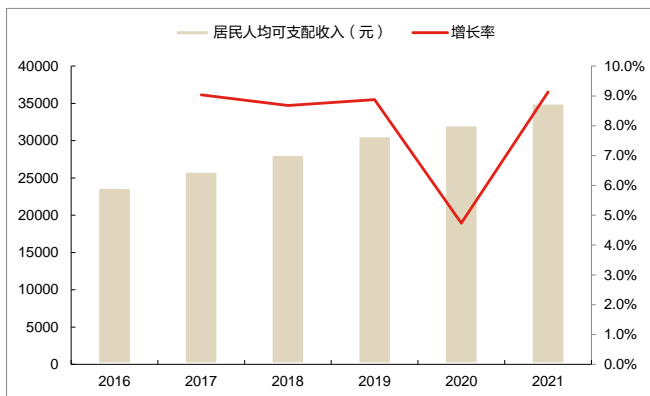
数据来源: wind, 东方证券研究所

消费行业的新动态和智能制造为包装机械带来新的机会。随着经济发展和人均收入的提升，生活必需品和快速消费品行业发展良好，为包装机械行业总体需求提供稳健的基础条件，并带动包装机械行业向好发展。近年来食品饮料消费行业表现活跃，新品牌层出不穷，一定程度上加快了包装机械的更新换代，也带动了包装机械市场扩容；制造业方面，智能制造等新技术的发展推动包装机械向着自动化、智能化程度更高的方向发展，包装机械的升级有望带动行业更新周期的提前，以白酒智能包装为例，智能包装机械在新的领域打开应用空间，带来行业新的机会。多重因素带动下，包装机械迎来新的阶段，增长空间进一步打开。

2.2 新消费、新产品、新零售以及智能化带来行业新变化

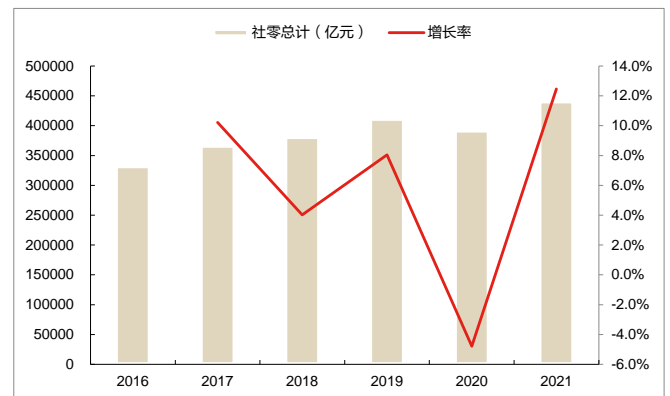
消费需求端，消费升级、疫情催化以及消费理念的转变带来新的需求。随着居民收入水平的提升，社会零售总额稳步增长，同时消费升级的需求逐渐提升，带来对食品饮料品质提升的需求；经过疫情催化，消费者青睐能够长久储存的食材，希望足不出户享受健康、便捷的美味佳肴；饮食习惯逐步改变，消费者愿意尝试新的口感和风味，热衷于复合营养和低热量，寻求天然有机、精酿和优选。消费需求端的变化带动食品饮料行业多元化发展，消费规模扩大，进而也拉动上游食品饮料包装机械行业的发展，食品饮料包装机械正在迎来新一轮大发展。

图 20：中国居民人均可支配收入



数据来源：国家统计局，东方证券研究所

图 21：中国社会零售额总计



数据来源：国家统计局，东方证券研究所

供给端，新产品带来包装行业新机会。消费供给端，食品饮料行业的竞争日益加剧，企业在新产品的开发上不遗余力，食品饮料种类越来越丰富。食品饮料加工技术的进步，为新产品的开发提供了条件，新型食品饮料的开发逐渐兴起，食品饮料产品生命周期也越来越短，一款新品从研发设计、生产、销售到退市的周期从数月缩短到数周。同时，诸多传统食品（肉类、糕点类、地方特色小吃等）朝着休闲化方向发展，包装成为其必不可少的步骤。随着食品和饮料行业的发展，供给端的变化有望催生新的包装需求，带动包装机械行业的发展。

新零售带来包装行业新的动向。新零售的普及，带来快消产品创新风潮，包装食品在包装上出现差异化、个性化的发展。同时，新零售的发展缩短了销售者和消费者之间的距离，例如经过清洗、切配、包装组合后，肉类、蔬菜、鲜切水果等生鲜已从非标品逐渐演化为标品，满足了用户端方便、新鲜、及时可达的体验，生鲜包装等新增包装市场需求逐渐增长，而且有进一步扩散下沉趋势，有望带动食品包装机械新的需求。以莫迪维克真空贴体包装为例，其作为一种创新的零售包装形式，上膜如同产品的第二层皮肤紧紧地覆盖在产品，因其独特的 3D 外观设计和成型效果，相比气调包装和真空包装逐渐流行起来，也带动产生了包装机械新的需求。

图 22：天猫与哈根达斯合作的“投影月饼”



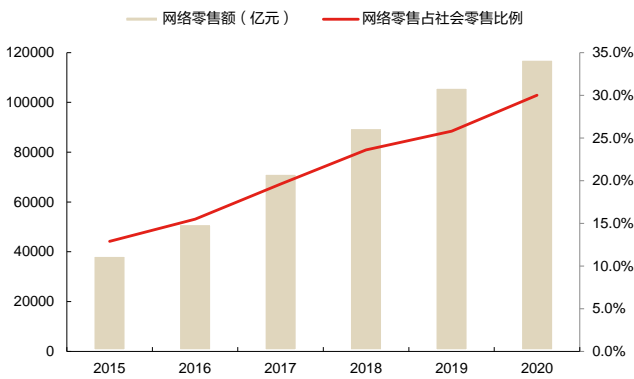
数据来源：天猫网，东方证券研究所

图 23：莫迪维克真空贴体包装实物图



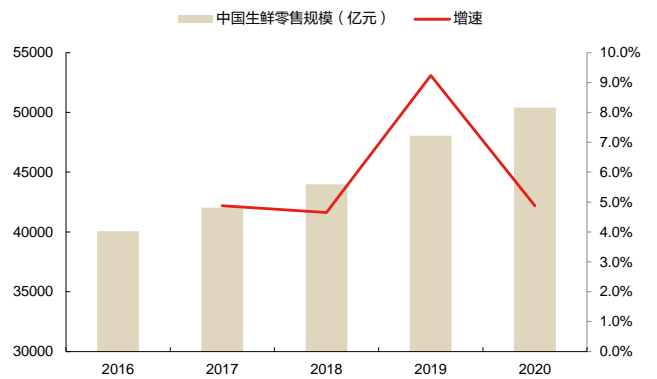
数据来源：中国食品和包装机械工业协会，东方证券研究所

图 24：新零售普及（以电商零售增长为例）



数据来源：iiMedia Research，东方证券研究所

图 25：中国生鲜零售规模

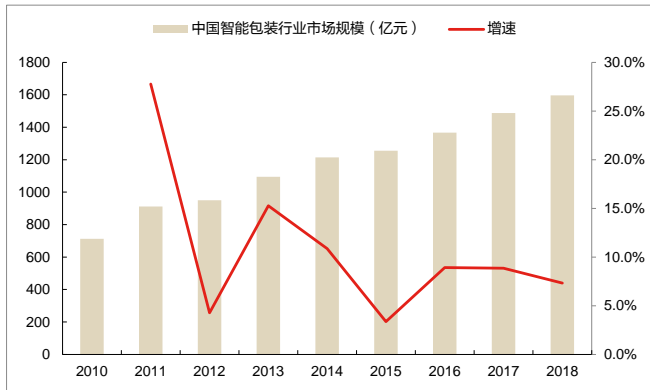


数据来源：iiMedia Research，东方证券研究所

包装智能化是新的发展趋势，带来行业新的增长点。包装行业在印刷电子、RFID、通讯、人工智能、机器人等技术的带动下快速发展，成为包装行业新的增长点。食品饮料包装机械设备的智能化发展，有效提高了包装机械的生产效率和产能，以及可靠性、安全性、稳定性等水平，其在生产端的应用也有望迅速推广。我们认为大数据、人工智能、机器人等新技术快速发展，其与包装机械的结合能够推动包装机械的升级，包装机械在新兴技术的推动下有望更快升级迭代，进而带来行业新的增长空间。

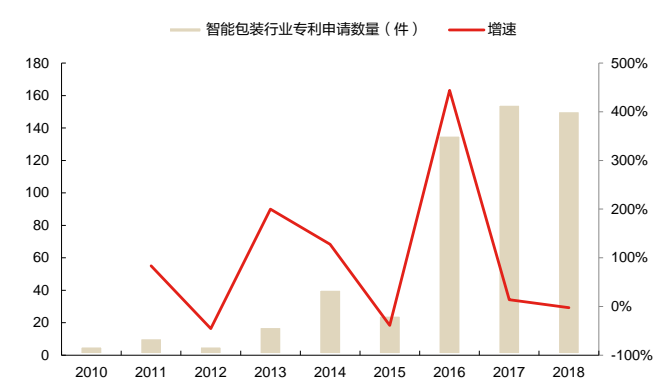
食品饮料包装机械迎来新的机遇。新的消费需求、新的食品饮料产品以及新零售的兴起，带动食品饮料行业发展，进而带动食品饮料包装行业发展；食品饮料新品研发，以及行业内新晋企业，推动了食品饮料行业的重新洗牌，产生对包装技术新的需求，加速了包装机械的更新换代，有望带来行业新的增长点；包装机械智能化有望实现设备功能大幅提升，带来设备质的变化，带来包装机械行业新的增长点。总体来看，食品饮料包装机械正迎来下游带动和技术变革带来的新机遇。

图 26：中国智能包装市场规模



数据来源：前瞻产业研究院，东方证券研究所

图 27：中国智能包装专利申请数量

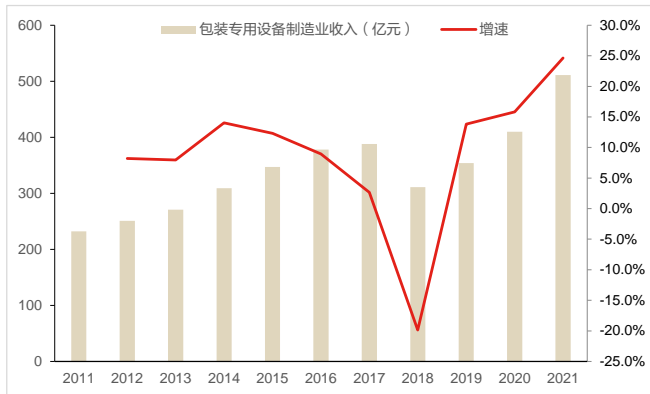


数据来源：前瞻产业研究院，东方证券研究所

2.3 2021 年国内包装机械市场规模约 511 亿元，2025 年达到约 1200 亿元

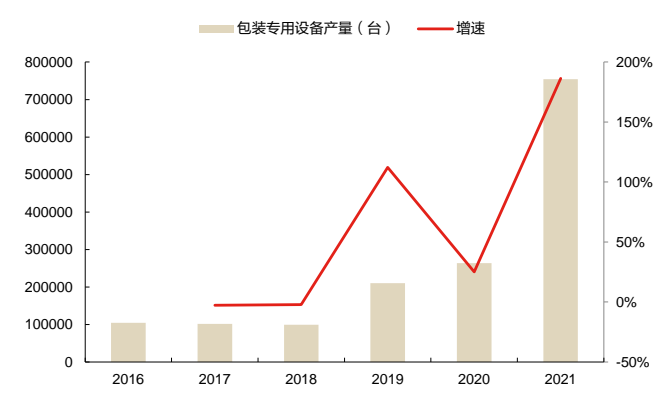
我国已经成为全球发展最快，规模最大，最具潜力的包装机械市场。2019 年以来，在下游食品，药品、日化等行业新增长点拉动下，我国包装专用设备产量逐年增长；根据中商情报网数据，2020 年我国包装专用设备产量达 26.3 万台，2021 年全国包装专用设备产量为 75.4 万台，同比大幅增长 186%，我们认为这与中国包装机械技术水平提升以及市场认可度提升有密切关系，也反应出包装机械行业迎来快速发展的新阶段。

图 28：中国包装设备制造业营业收入



数据来源：华经产业研究院，东方证券研究所

图 29：中国包装专用设备产量



数据来源：国家统计局，东方证券研究所

2025 年包装机械市场规模将达到 1200 亿元。2021 年，全国包装设备行业实现主营业务收入 511 亿元，同比增长 24.63%，包装专用设备增长主要来自于乳制品、饮料、酒类、肉类等自动化、智能化程度较高的细分领域的升级改造。根据中国食品和包装机械工业“十四五”发展规划，2019 年，全国食品和包装机械全行业实现生产总值 4000 亿元，到 2025 年预计行业生产总值达到 5000 亿元，规模以上企业总产值达到 1500 亿元，全年均增长率稳定在 8%左右，出口额达到 120 亿美元，实现规模和质量协调发展，国际竞争力明显提升。由于包装机械增速高于食品加工机械，我们假设国内包装机械市场 5 年内复合增长率为 24%，到 2025 年我国包装机械行业市场规模将达到约 1200 亿元。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

2.4 国际巨头占据主导，国产替代曙光初现

外企主导高端市场，国内企业奋力追赶。我国高端包装设备市场以及世界包装设备市场，由德国、美国、意大利等制造业发达国家占据了主导地位，以利乐、克朗斯、科埃斯等为代表。国内从事包装设备生产的企业，处于追赶国际知名包装设备企业的过程中，经过多年努力，已经从模仿学习阶段发展到自我创新阶段。以永创智能为代表的少数国内领先企业，凭借多年积累，目前已具备包装设备的自主研发、独立设计、生产制造和安装调试能力。

国产设备竞争力全面提升。国外包装设备公司发展历程较长，而以永创智能为代表的少数国内领先企业，凭借多年积累，目前已具备包装设备的自主研发、独立设计、生产制造和安装调试能力。国内企业还可利用本土化优势为客户提供持续、快捷的售后服务，价格相对国外企业相对较低，综合性价比更高，与国际知名企业之间的市场竞争力差距逐渐缩小。

国产替代的基础已经具备。国际巨头因其长期塑造的品牌影响力，在食品饮料企业采购包装设备时更受青睐。国内包装设备企业已经在啤酒、低温牛奶、休闲食品等细分行业的包装设备方面取得明显进步，我们认为国内龙头企业国产替代的基础已经具备近年来国产替代的曙光已近，已有国内厂商等选用国产的包装机械设备，初步实现了从 0 到 1 的突破，曙光初现之后有望迎来上升期。

长期来看，包装机械国产替代具有较高的确定性。目前国产替代尚处于起始阶段，多数国内食品饮料厂商尚处于观望，曙光初现之后有望迎来加速上升期。永创智能是优秀国产设备企业中的佼佼者，积累了众多优质核心客户。下游客户的采购目标已逐渐从国外厂商向性价比更高的国内包装设备生产商转移，包装设备的国产化率不断提高，为公司智能包装生产线产品提供了长期稳定的发展空间。

2.5 行业集中度低，市占率提升是必由之路

国内包装设备整体体现为“大行业、小公司”，我们认为，未来本土龙头公司市占率提升势在必行，预计将通过国产替代和外延并购进行。

国内包装机械企业规模普遍较小，行业集中度会逐步提升。尽管国内包装设备行业市场容量巨大，但行业内企业产品各有侧重且普遍规模不大，随着下游企业对于包装设备柔性化、智能化、效率等方面的要求进一步提高，未来仅有少数具有较强研发能力和技术积累，具备品牌优势、规模优势的企业才能生存；相反规模较小的包装设备企业可能被淘汰或者兼并。乳制品、啤酒、饮料后端包装等细分领域已经开始出现非常明显的马太效应。以啤酒、饮料、乳制品为参考蓝本，未来的几年，其他细分领域行业集中度进一步提高。

投资并购加快业务、技术布局，巩固行业龙头地位。参考国际巨头的发展历程，外延并购将是国内龙头包装设备企业的必经之路。参照克朗斯集团的成长进化之路，横向及纵向的并购发挥了巨大的推动作用。我们认为，未来永创智能在包装产业链的布局将趋于完善，对标克朗斯，预计公司完善前道包装设备的布局，同时在强大的硬件设备基础上不断提升软件服务，致力于向包装整体解决方案提供商转型。

永创智能近年来呈现快速投资并购的趋势。投资并购中既有横向拓展，也有纵向深入。横向拓展布局不同下游产业，加快公司在食品饮料包装行业的布局，快速弥补业务布局的短板，提高公司产品的市场占有率，提升公司的成长空间。纵向深入可以提升公司产品的性能，进一步提升公司在国内市场的领先地位，满足客户对包装机械功能升级的需求。我们认为通过并购可以补短板锻

长板，稳步推进打造智能包装生产线及提供包装解决方案的战略，符合公司致力于深耕食品包装的经营战略，有利于进一步巩固其行业地位。

表 3：永创智能近年来收购投资公司明细

时间	投资/收购	布局领域/技术	影响
2016 年	投资北京先见科技	布局机器视觉检测技术	将图像识别、视觉检测等技术应用于智能包装生产线，提高产品的智能化水平
2017 年	收购广二轻智能	布局包灌装机、洗瓶机、杀菌机等一次包装设备	实现在啤酒、饮料等液态食品包装设备领域覆盖一次、二次包装，具备独立提供啤酒、饮料智能包装整线的能力
2018 年	收购艾希汇先网络科技 40% 股权	布局智能制造系统及软件开发	布局智能制造系统及软件开发，加快公司产品的智能化升级
	收购佛山市创兆宝智能包装设备 80% 股权	扩充自动称量、立式充填包装机械、自动化包装线产品	完善膨化食品、休闲食品、速冻食品、农副产品、医药、化工产品、五金制品等多个领域的布局
2019 年	投资新杭州珂瑞特新	布局一次性卫生护理用品成套设备的研发生产	扩充公司产品类别
	投资南京美创智能装备	扩充食品加工设备、啤酒酿造设备、液态灌装设备的研发生产	扩充公司食品加工产品
2020 年	投资佛山市永创康的智能设备	布局枕式包装机的研发生产	扩充公司产品类别，提升公司枕式包装机产品竞争力
	投资深圳永创智能设备	布局用于 3C、保健品等行业的包装设备的研发生产	布局用于 3C、保健品等行业的包装设备的研发生产
	投资永创（厦门）自动化装备	布局粉末、颗粒食品包装设备的研发生产	加强粉末、颗粒食品包装设备的研发生产
	收购厦门宇笙包装机械	布局粉末、颗粒食品包装设备的研发生产	加强粉末、颗粒食品包装设备的研发生产
	投资浙江维派包装设备	布局手提式包装设备、电动、气动工具的研发生产	加强手提式包装设备、电动、气动工具的研发生产
2021 年	收购浙江龙文精密 75% 股权	扩充金属包装的成型生产设备	使公司具备提供差异化、个性化及多样化包装包装解决方案的能力
	控股湖南博雅	白酒行业的酿造及包装设备	补齐公司白酒智能包装生产线中酿造环节的自动化设备
2022 年	收购廊坊中佳智能、廊坊百冠包装机械 70% 股权	扩充饮用水、碳酸饮料、果汁、茶类等包装设备类别，尤其是 PET 吹灌旋高速多功能无菌灌装设备等中高端饮料灌装设备的产品系列	跨界进军饮料包装，加快公司在饮料行业的包装设备的布局，加强中高端饮料灌装设备竞争力

数据来源：wind，东方证券研究所

永创智能有望成长为行业巨头。公司现阶段已成为国内在包装设备领域覆盖最广、业务最全的企业，在柔性化、智能化方面等处于领先地位，在研发、技术、品牌、规模等方面均处于优势地位，自身在国内包装设备的龙头地位有望进一步巩固；而且在收购兼并中能够更好地整合资源，与被兼并企业产生更好的协同性，实现优势互补。参照国外包装机械市场，中国包装机械市场的发展

将会带来行业动态出清，龙头企业市占率有望逐步提升，我们认为永创智能有望享受行业发展的红利，成长为业内巨头。

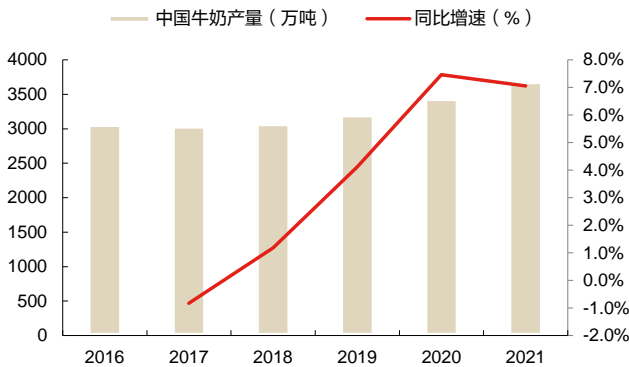
3 预计 2025 年牛奶、啤酒饮料、白酒包装机械市场规模达 445 亿元

3.1 乳制品包装市场稳健增长，2025 年市场规模约 150 亿元

3.1.1 巴氏奶增长潜力巨大，行业发展提供持续增长动力

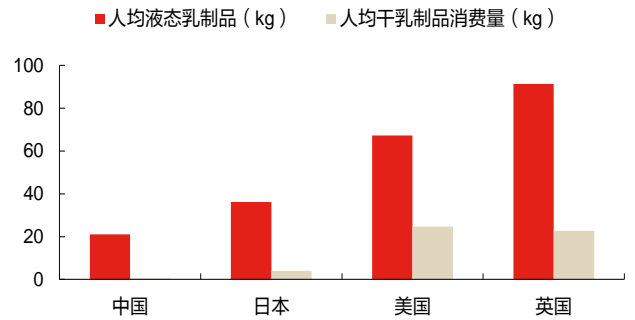
5 年来中国牛奶产量保持增长，液态奶销量亦逐年递增。2021 年牛奶产量达 3683.0 万吨，随着奶牛养殖标准化和现代化水平提高，后续牛奶总产量可实现稳步提高。中国乳制品消费总量庞大，乳制品市场主要定位为基础营养品，人均消费量对比欧美等发达国家有较大差距，随着国内经济的发展以及生活水平的提高，人均消费量有大幅提升空间，消费结构具有升级空间。

图 30：中国牛奶产量



数据来源：国家统计局，东方证券研究所

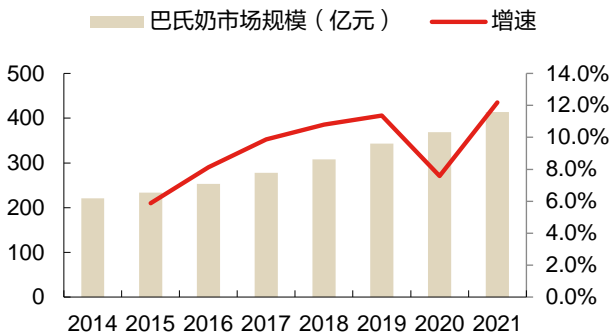
图 31：不同国家人均乳制品消费量对比



数据来源：证券日报，欧睿国际，东方证券研究所

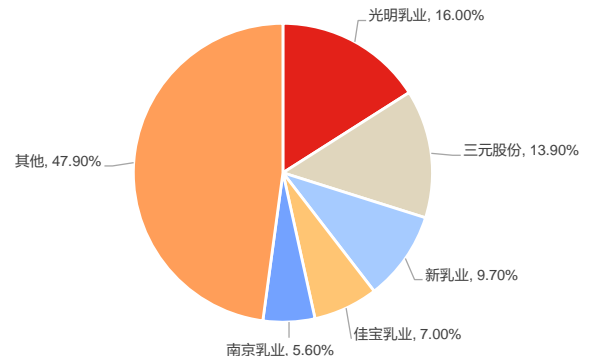
我国巴氏奶渗透率较低。2018 年，我国巴氏奶消费占液态奶市场的 25%左右，欧美发达国家巴氏奶占比超过 80%，我国巴氏奶目前虽然体量不大，但是增速显著高于常温奶，具有较大成长空间。我国巴氏奶规模增速由 2015 年的 6% 上升至 2021 年的 12.20%，增速逐渐加快。我们认为在乳制品行业近年来普遍加大对低温产品的投入的情况下，未来 5 年，低温乳制品相关的设备将继续保持较高的增速，带来乳制品包装设备可观的增速。

图 32：中国巴氏奶市场规模



数据来源：产业信息网，东方证券研究所

图 33：2020 年中国巴氏奶市场占比



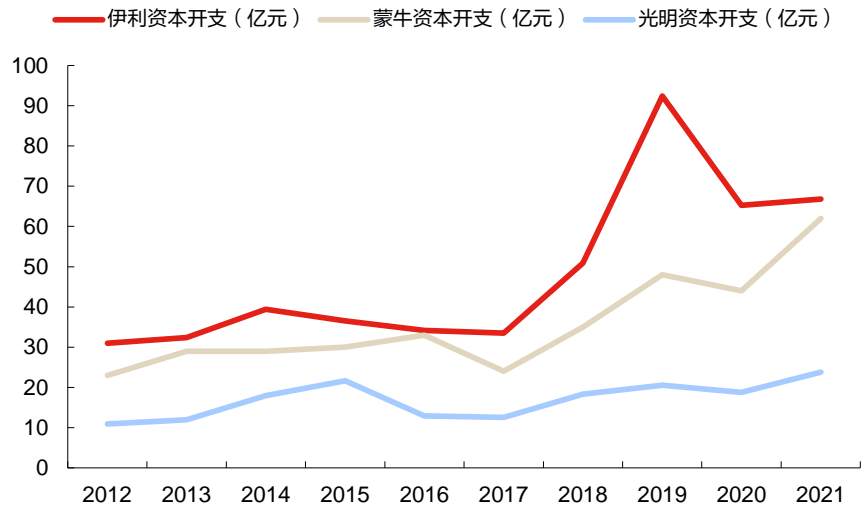
数据来源：苏宁金融研究院，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

乳制品行业是永创智能产品布局重要的下游应用之一。目前乳制品行业收入排名前五的伊利、蒙牛、光明、君乐宝和新希望都是永创智能的客户。2021 年永创智能的智能包装生产线产品营收及订单增长较快，牛奶行业需求的稳定增加起到关键作用，而且公司持续投入研发乳品的新型无菌、超洁净智能包装生产线，以满足客户高效智能化的生产需求。永创智能在低温奶领域应用广泛，近来积极布局常温奶包装设备，开拓新的业务，我们认为其在液态食品包装领域的技术积累能够为常温奶包装起到良好的推动作用，常温奶市场规模大，新业务有望带来业绩的有效增长。公司持续投入研发的新型无菌、超洁净智能包装生产线有望享受乳制品发展为包装机械带来持续增长的红利。

永创智能有望享受乳制品发展为包装机械带来的持续增长红利。从伊利、蒙牛和光明三家乳制品龙头公司资本开支来看，2017 年开始呈现快速增长，预计将为上游包装设备市场的增长提供强大动力。目前奶制品包装机械需求中常温奶市场较大，但低温奶增速较高，未来随着更多低温奶的生产，以及牛奶厂商从常温奶转向低温奶，预计低温奶渗透率将保持快速提升，对应的超洁净灌装封口系列包装机械需求规模将扩大，带来包装机械新的机会。

图 34：乳制品龙头企业资本开支



数据来源：wind，东方证券研究所

2025 年乳制品包装机械市场或达到 150 亿元。2021 年液态奶产量约 2843 万吨，牛奶产量比液态奶产量多出 800 万吨，液态乳制品产量增长仍有空间。液态奶品类较多，对应不同类型的包装设备，根据乳制品销量排行榜，乳制品消费以小包装为主流，假设液态奶包装袋平均体积为 350mL，根据利乐包装设备参数，灌装平均速度为 15000 包/小时，根据永创智能可转债公告假设单条灌装线平均价格 2500 万元，灌装线设备存量规模约 677 亿元，包装机械寿命约 8 年，因此 2021 年中国乳制品市场包装机械市场规模约为 85 亿元。2019-2021 年我国乳制品市场复合增速约 9.0%，低温奶市场规模增速约 9.9%，预计未来 5 年乳制品企业对低温奶的投入将进一步加大，常温奶和低温奶包装设备并不通用，乳制品企业加大低温奶投入将催生新的包装机械需求，带动包装机械更快增长；同时从乳制品龙头企业资本开支来看，包装设备的更新升级逐渐展开，因此假设平均每年乳制品包装机械需求 CAGR 为 18%，2025 年将增长至 150 亿元。

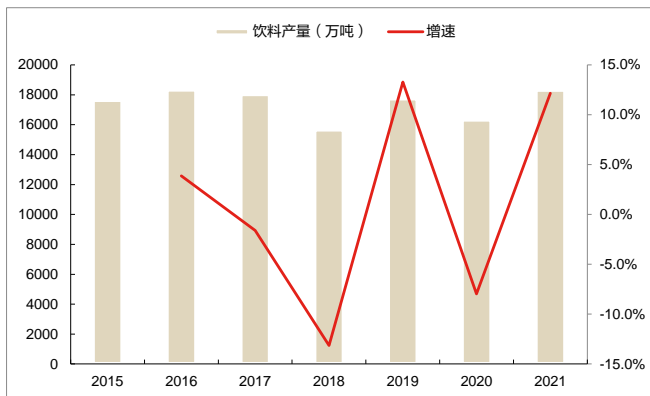
永创智能有望受益于乳制品行业发展。未来，随着消费升级与居民对健康更加重视，乳制品行业将从基本营养品朝着高端化、功能化的方向发展，市场需求多样化将为乳制品市场带来新的发展动力，有望催生巴氏奶之外的其他新品类，为包装机械发展带来持续动力。众多乳品厂家在推出新品的同时也不断推出新的乳品包装，如无菌乳品包装、保鲜乳品包装、耐蒸煮乳品包装以及方盒式、屋顶式、软塑包装、瓶装等层出不穷，新的包装有望带动包装机械的发展。总体来看，乳制品行业的发展为包装设备增长提供持续动力，永创智能有望从中受益。

3.2 软饮市场竞争激烈，细分领域有望带来包装设备新空间

3.2.1 软饮料市场规模大、竞争激烈，新进企业带来包装机械新机遇

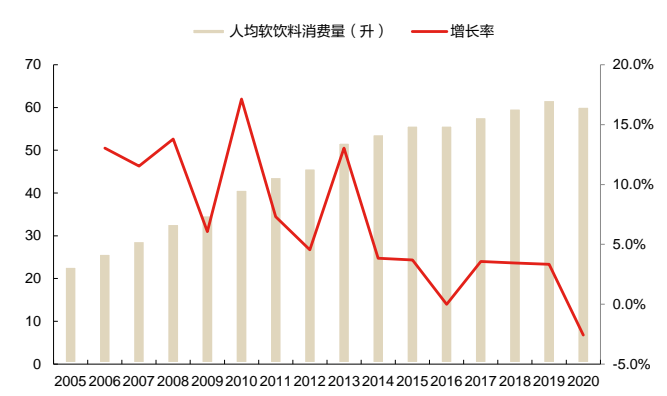
中国是全球最大的软饮市场之一，行业竞争带来包装机械新的机会。软饮料是指酒精含量低于0.5%（质量比）的天然或人工配制的饮料。国内软饮料厂商 40 余年来不断发展壮大，已经占据市场的核心地位，具备与国际品牌抗衡的能力。2020 年中国软饮料行业市场规模为 5735 亿元。据 Euromonitor，2020 年中国内地人均软饮消费量为 60.4 升/人，约为中国香港和中国台湾的 50%，仅为美国的 17.5%。未来国内软饮行业扩容仍有潜力。目前饮料行业市场竞争仍非常激烈，2015-2020 年饮料行业企业注册量逐年升高，反应出行业内企业数量逐年增加。总体来看，饮料行业稳健的增长为包装机械带来稳健的需求；众多新入场的企业有望带动包装机械快速增长，为包装机械带来新的机会。

图 35：中国饮料产量



数据来源：智研咨询，东方证券研究所

图 36：中国人均饮料消费量

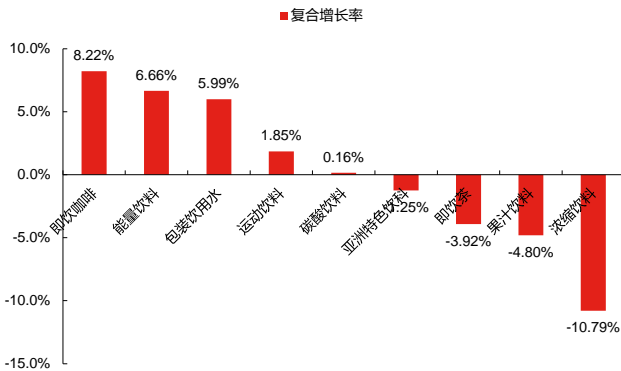


数据来源：华经产业研究院，东方证券研究所

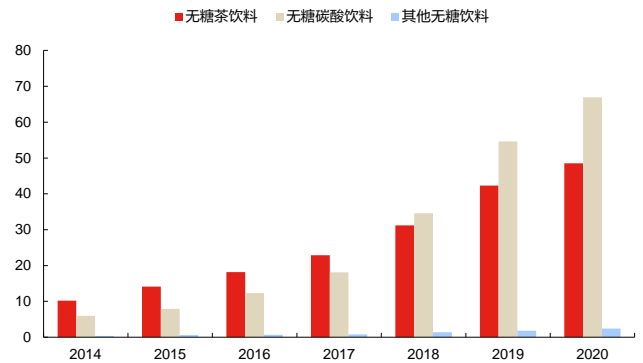
饮料细分市场具备爆发潜力，饮料包装机械机遇良好。从细分品类来看，饮料行业中有极具潜力的细分市场，目前无糖饮料、即饮咖啡有较快提升速度和较大提升空间，未来可能有其他新的细分市场快速增长。软饮行业众多的初创企业，有望带动包装机械新的增长空间；新型产品的研发，催生新的包装需求，进而有带来饮料包装机械新的增长空间；总体来看，饮料包装机械机遇良好。

图 37：2015-2020 中国软饮料细分市场复合增长率 (%)

图 38：2014-2020 中国无糖饮料市场规模 (亿元)



数据来源: Euromonitor, 东方证券研究所



数据来源: 新国货研究院, 东方证券研究所

3.2.2 软饮料包装设备市场规模约 114 亿元，永创智能积极布局

永创智能柔性及智能开发有助于产品在饮料行业应用。饮料行业龙头企业凭借资金实力和研发实力，不断缩短产品更新周期，以满足消费者快速变化和多样化的需求。包装设备的柔性化生产能力成为其主要考虑因素之一，因此包装设备的自动化、模块化技术和单元组合形式在饮料行业中的应用将越发重要。永创智能在产品系统集成上持续投入研发，在产品的柔性及智能化升级的同时，研发完善生产管理系统，辅助公司智能包装生产线，未来可帮助客户实现智能工厂建设。

永创智能有望把握新进入企业的机会。新进入饮料领域的企业，瞄准具备爆发潜力的细分市场，产销量的释放需要逐步实现，包装机械的性价比可能是其更关注的因素，国产包装设备相比进口设备具有更高的性价比的优势，永创智能深耕液态食品包装领域，有望在新晋厂商取得良好业绩。

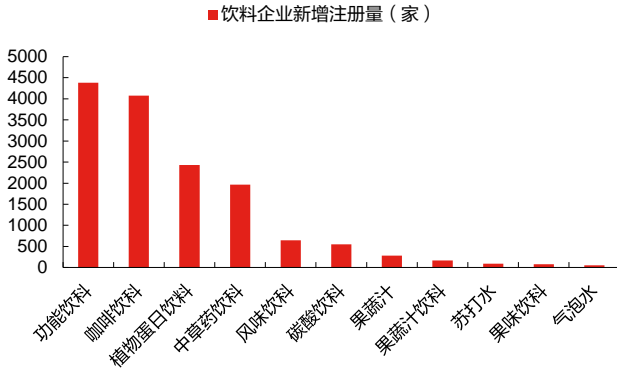
永创智能通过并购廊坊百冠快速布局饮料包装市场。公司收购廊坊百冠扩充在饮用水、碳酸饮料、果汁、茶类等饮料的包装设备类别，尤其是 PET 吹灌旋高速多功能无菌灌装设备等中高端饮料灌装设备的产品系列。廊坊百冠生产的高速、多功能无菌灌装生产线在国内饮料包装行业应用广泛，在包装行业具有较高的知名度，主要客户有元气森林、汇源果汁、健力宝、光明乳业、农夫山泉、统一、小洋人等。廊坊百冠经营状况良好，整体向上发展，此次并购有助于加快在公司饮料包装设备的布局，提高公司产品的市场占有率，符合公司致力于深耕食品包装的经营战略，对公司未来业绩产生积极影响。

永创智能通过并购浙江龙文强化差异化、个性化包装生产设备。公司收购浙江龙文精密，将产品延伸至金属包装的成型生产设备，浙江龙文主要研发设计和制造全系列自动食品包装设备及金属制罐机械，主要客户包括中粮包装、奥瑞金、宝钢包装、嘉美包装、华源包装、英联包装等制罐企业，以及娃哈哈、上海梅林等食品企业。近年来下游食品饮料行业对包装的差异化、个性化需求成为浙江龙文新的增长点。此次并购将公司产品延伸至金属包装的成型生产设备，并结合成熟的智能包装生产线，可以为食品饮料行业的差异化、个性化及多样化包装需求提供更优的解决方案，有利于在消费升级和新型爆款产品中把握机会。

饮料包装设备市场规模约 114 亿元。根据永创智能可转债公告，液态智能包装生产线平均单价约 2500 万元，包装速度一般为 10000-80000 瓶/小时，包装速度与饮料包装的种类有关，假设包装速度平均值为 50000 瓶/小时，2021 年我国 1.83 亿吨饮料所需包装线价格约为 915 亿元，假设包装设备生命周期为 8 年，我国饮料包装设备市场规模约 114 亿元。未来 5 年，预计软饮料包装设

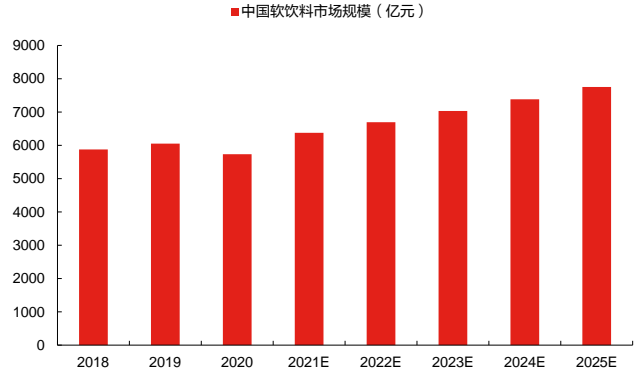
备在软饮料新品类以及新增产量带动下 CAGR 达到 5%，2025 年我国软饮料包装设备市场规模将达到 132 亿元。

图 39：饮料行业企业新增注册量



数据来源：企查查，中商产业研究院，东方证券研究所

图 40：中国软饮市场规模

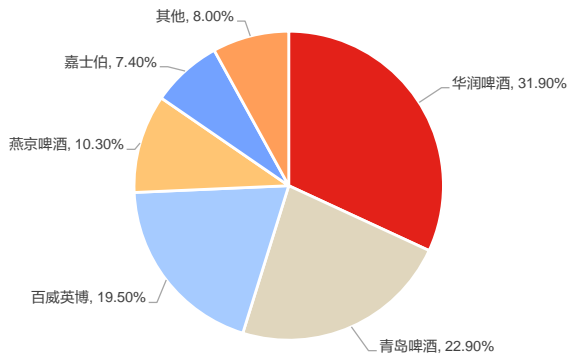


数据来源：Euromonitor，前瞻产业研究院，东方证券研究所

3.3 啤酒包装设备进入更新换代周期，高端化带来行业新空间

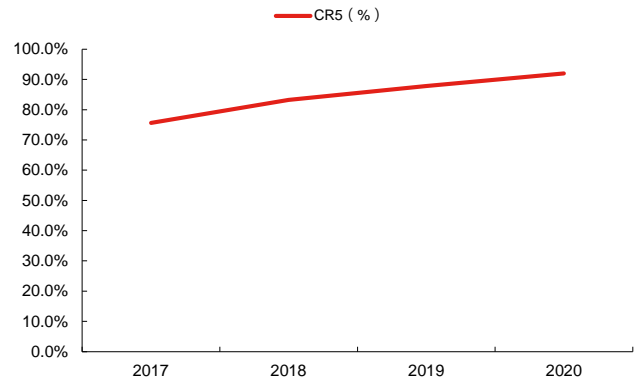
啤酒高端化发展有望带来包装机械新需求。啤酒在酒精饮料行业中占据着重要的组成地位，我国是啤酒生产和消费大国。我国啤酒行业整体格局稳定，市场高度集中，主要品牌为华润雪花、青岛啤酒、百威英博、燕京啤酒以及嘉士伯。目前，中国啤酒消费仍然以经济型啤酒为主，根据 Euromonitor 数据，2019 年我国经济型啤酒销量比重达 73.9%，中高端啤酒销量占比远低于美国、日本、英国、德国等发达国家。如今啤酒行业规模增长乏力，成本提升的背景下低价抢量难以维系，“高端化”成为啤酒行业共识。如此背景下，龙头企业有望进一步扩大市场份额，中小企业加速退出，行业进入中高档需求增长的新周期。啤酒行业龙头企业盈利能力的提升，有利于其在包装机械的资本投入。欧美等发达国家啤酒包装设备在啤酒高端化升级中不断更新换代，我们认为国内啤酒的高端化发展也会产生类似效应，有望带来包装的升级，进而带动包装机械新的需求。

图 41：中国啤酒行业企业市场份额（2020 年）



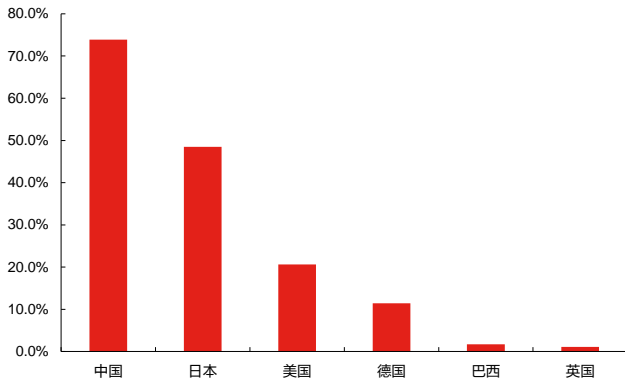
数据来源：华经产业研究院，东方证券研究所

图 42：2017-2020 年中国啤酒行业 CR5 变化情况



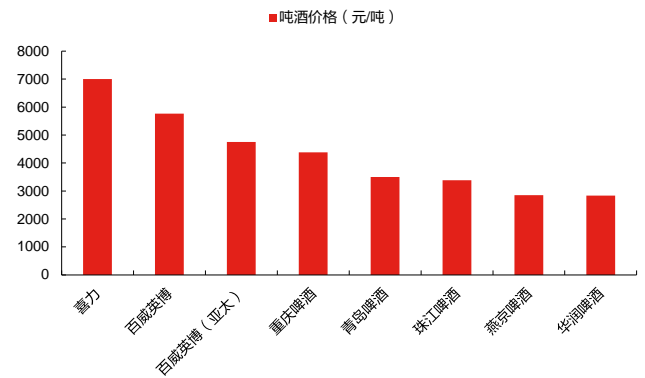
数据来源：华经产业研究院，东方证券研究所

图 43：不同国家经济型啤酒占比（2019 年）



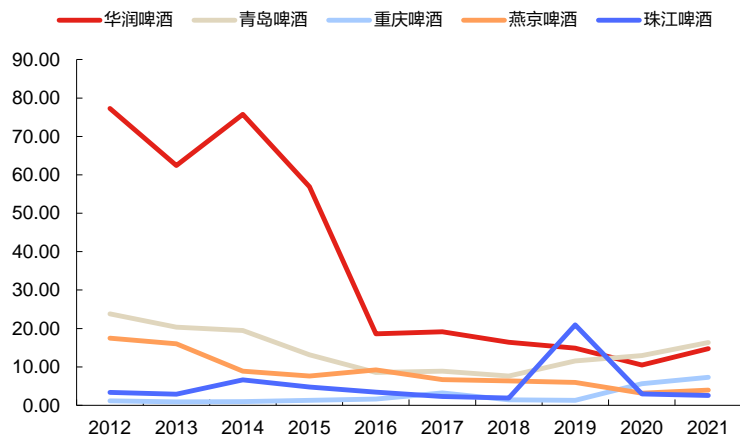
数据来源：前瞻经济学人，东方证券研究所

图 44：我国啤酒品牌吨酒价格与国际品牌对比（2020 年）



数据来源：华经产业研究院，东方证券研究所

图 45：国内啤酒厂商资本开支（亿元）



数据来源：wind，东方证券研究所

啤酒包装设备进入更新换代周期。从啤酒行业龙头企业的资本开支情况可以看出，继 2012 年左右行业资本开支到达顶点，2018 年左右行业资本开支下降到低谷，目前啤酒行业资本开支整体趋势向上。从啤酒酿造企业资本支出变化周期来看，我们预计未来三年内行业资本开支仍将趋势上行。

我国啤酒包装市场规模或达到 110 亿元。根据永创智能 2022 年中标啤酒灌装设备中标信息，瓶装 1.5 万瓶/小时单价约 2700 万元，易拉罐罐装 0.9 万瓶/小时单价约 700 万元。假设啤酒瓶装、罐装占比分别为 70%、30%，瓶装啤酒 2021 年产量约 2500 万千升，罐装啤酒 2021 年产量约 1100 万千升，所需瓶装线价格约 450 亿元，罐装线价格约 125 亿元。根据青岛啤酒机械设备折旧年限，假设包装设备生命周期为 8 年，则我国啤酒包装设备每年市场规模约 72 亿元。啤酒包装设备在更新换代以及高端化需求的带动下 CAGR 达到 12%，2025 年我国啤酒包装设备市场规模将达到 113 亿元。

永创智能有望享受啤酒包装机械更新换代和智能化升级红利。啤酒五大厂商以前主要采购进口包装设备，随着国内包装机械技术的不断进步，目前国内大型啤酒厂商的采购目标已逐渐向性价比更高的国内高端包装设备转移，包装设备的国产化率不断提高。永创智能在啤酒包装领域已有较长时间的积累，与青岛、百威、雪花等大客户均有合作，公司持续投入研发啤酒高速智能包装生

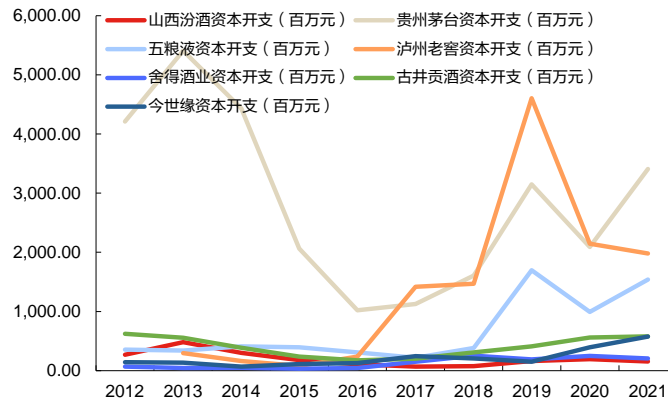
产线，以满足客户高效智能化的生产需求。我们认为啤酒设备更新换代以及智能化升级双轮驱动下，啤酒包装设备增长潜力良好。

3.4 白酒行业发展前景向好，技改带来包装机械增量空间

3.4.1 酒类企业进入设备更新期，技改带来新的增量空间

白酒行业进入设备更新周期。白酒行业发展前景广阔，毛利率高，盈利能力较强，有利于酒类企业在生产包装设备的资本开支投入。从白酒龙头企业资本开支情况可以看出，贵州茅台、五粮液、泸州老窖等龙头企业自2019年开始资本开支明显上升，预计后续将进一步带动白酒行业资本开支的发展。

图 46：白酒企业资本开支



数据来源：wind，东方证券研究所

产能成为酒企发力重点，技改成为扩产计划的共同点。2022 龙头茅台和五粮液率先提出扩产，今世缘、山西汾酒、水井坊、舍得等次高端酒企也纷纷跟进，共计投资额约 360 亿元。酒企在产能扩建项目中都提到了技改、改造、智能化的方式。酿酒是劳动密集型产业，人力成本逐渐成为酒企的负担，运用先进技术进行白酒生产过程改造，自动化、智能化技术替代人工更具性价比。同时白酒技改能够有效解决传统酿造的过程粗放，精细化程度低，操作环境差，招收工人难等问题。

图 47：白酒人工酿造车间（茅台）



数据来源：当代先锋网，东方证券研究所

图 48：白酒智能酿造车间



数据来源：中国酒业协会，东方证券研究所

图 49：白酒人工包装产线



数据来源：当代先锋网，东方证券研究所

图 50：泸州老窖智能灌装线



数据来源：泸州老窖，东方证券研究所

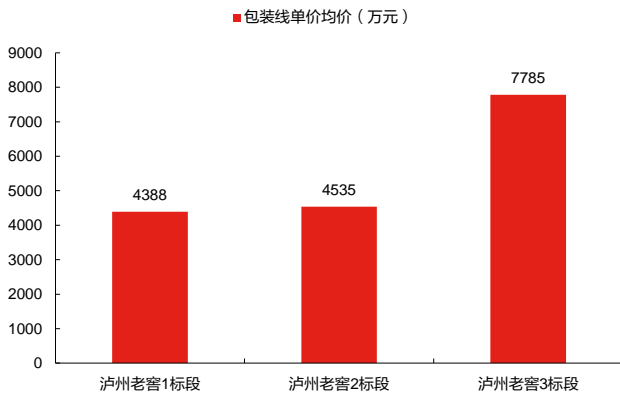
白酒自动化大幅提升企业效率。根据《全自动化馥合香白酒酿造工艺设备分析与探讨》，自动化酿酒每吨原酒比传统工艺减少汽耗 15%以上，降低水耗 19%，节约劳动力 72%，提高粮食出酒率 2%，优质率提升 5%以上；根据《浓香型白酒酿造生产自动化智能化简介》，技改提高出酒率 3pct，提升生产效率 82%，酿酒车间新招员工流失率从 7%下降至 1%以下，酿造过程精细化和标准化程度大幅提升；根据《白酒灌装生产线与立体库的整合应用》，单一品种裸瓶装箱灌装生产线，每条生产线用工 30 人，产能可达 10000-35000 瓶/小时，多种瓶型且能装盒的生产线，用工 60 人-80 人，一般产能 6000-10000 瓶/小时。根据《白酒智能制造之路》，泸州老窖酿酒工程技改项目取得了出酒率提高超过 10%，主体香味成分提取率提高超过 20%，优质酒比例提升超过 10%，人工成本降低超过 60%的成效；智能化包装技改项目取得了产能提升超过 100%，人工投入下降超过 90%的功效。总体来看，产品质量、工作效率、人工成本都得到了大幅改善。

3.4.2 白酒技带来包装设备新的增长点

白酒智能化包装的难点在于个性化与定制化，内资品牌有望弯道超车。过去白酒的后道包装流程复杂（贴标、打钉、防伪等）且每家包装规格的个性化与定制化要求高（比如外包装不规则形状、套丝带等），高度依赖人工完成。随着国内劳动力成本逐渐上升与工业自动化水平的提升，人工替代成为大势所趋，白酒企业通过技术升级改造进一步提高后道包装产线的自动化与智能化程度。以永创智能为代表的国产品牌在技术上更为擅长个性化、定制化，同时应对项目需求的响应时间快于外资品牌，竞争优势凸显，有望实现弯道超车。

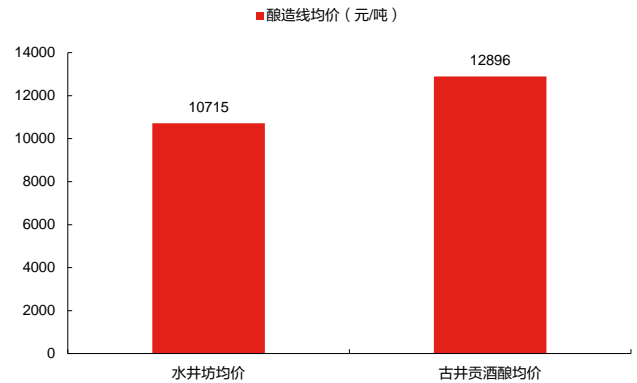
白酒技改带来设备新需求。白酒技改中设备采购主要包括酿造自动化产线和包装智能化产线两类。（1）根据泸州老窖项目建设计划公告以及智能化包装产线招标公告，技改项目中用到的包装线每条为 15000 瓶/小时或者 18000 瓶/小时，单条包装线价格约 4500 万元-8000 万元，价格与酒的品类有关，高端酒所用包装更为精美，包装线价格更高。（2）根据酒鬼酒和水井坊智能酿造设备建设及招标公告，每吨原酒产能对应的酿造线约 1.0 万元-1.3 万元，项目一般包括对原有部分酿酒设备的拆除、购置安装整线酿酒生产设备及配套电气控制和工艺管道等，金额相对较高。

图 51：智能灌装线平均造价



数据来源：招标公告，东方证券研究所

图 52：智能酿造设备平均造价



数据来源：招标公告，东方证券研究所

看好白酒技改带来的设备需求。白酒企业智能化技改成为推动白酒行业发展的重要手段，技改也契合智能制造以及工业数字化的趋势。白酒行业不乏盈利能力强的企业，为技改的资本投入提供了有利条件，后续随着落后生产方式的逐渐淘汰，白酒技改有望带来持续的设备需求。此外，除了白酒领先企业在技改领域的大额投资，其他酒企也在积极尝试投资小型产线。预计会有越来越多的酒企参与到白酒的技改中，已投资进行技改的企业，技改带来的效益有望促进其加大投资，产生良性循环。我们认为技改带来的包装机械市场增量在后续有望加速增长，看好后续技改带来的设备需求。

白酒包装市场规模约 30-50 亿元。2021 年我国白酒产量达到 715 万千升，对应所需智能包装设备约 145-300 亿元，我们预计未来 5 年包装设备平均每年投入约 30-50 亿元，技改投入有望逐渐增长。虽然技改经过了接近十年的发展，截止 2021 年，仅有营收 10 亿级以上做了部分或局部升级改造，多数酒企在设备方面仍然存在诸多不足，提升空间很大。

永创智能有望借助白酒市场快速增长。永创智能自 2017 年进入白酒包装设备领域，先后与水井坊、古井贡酒、泸州老窖、五粮液、今世缘等达成合作。公司在白酒领域不断拓展，设备性能稳健提升，自动化灌装线速度已由 8000 瓶每小时增长至 15000 瓶每小时，根据宜宾政府采购平台显示，2022 年永创智能在五粮液 3 次招标中均排名第一，共计与五粮液签署合同额约 3.9 亿元的订单。永创智能在白酒技改领域已有标杆项目，市占率处于领先地位，我们认为其在白酒包装已经具备品牌效应，预计后续还将继续中标白酒智能包装项目。

补充白酒酿造自动化设备，进一步受益白酒技改。白酒酿造设备方面，永创智能在 2021 年收购湖南博雅，补齐公司白酒智能包装生产线中酿造环节的自动化设备，利润率水平在酿造设备中相对占优，市场空间广阔。在白酒技改的个性化与定制化需求下，国内企业相比国外企业更具优势，永创智能有望弯道超车，进一步缩小与国际巨头的差距，看好后续发展。

3.5 2025 年液态食品包装机械市场将达到 445 亿元

2025 年液态食品包装机械市场将达到 445 亿元。我们主要测算乳制品、啤酒、软饮料、白酒四部分。我们预计乳制品包装机械市场规模 2022-2025 年 CAGR 约 18%；软饮料包装机械市场规模 2022-2025 年 CAGR 为 5%，高于饮料行业总体增速；啤酒饮料 2022-2025 年 CAGR 为 12%，主要系存量更新替换带来市场需求；白酒因技改带来增量空间，预计 2022-2025 年每年投入 30-50 亿元；2025 年液态食品包装机械市场将达到约 445 亿元。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

表 4：不同行业包装机械市场规模（亿元）

行业	2022E	2023E	2024E	2025E
牛奶(CAGR18%)	98	112	129	150
软饮(CAGR5%)	114	120	126	132
啤酒(CAGR12%)	81	90	101	113
白酒	30	35	40	50
总计	323	357	396	445

数据来源：东方证券研究所测算

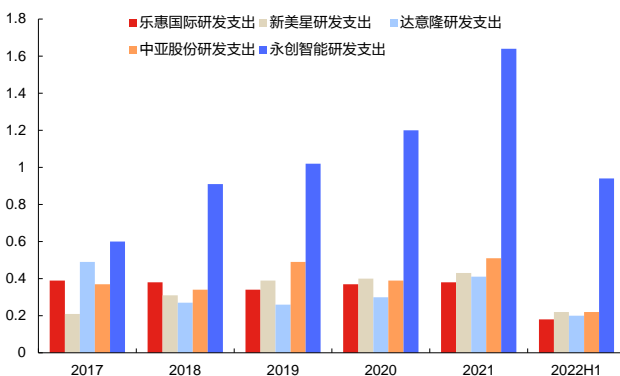
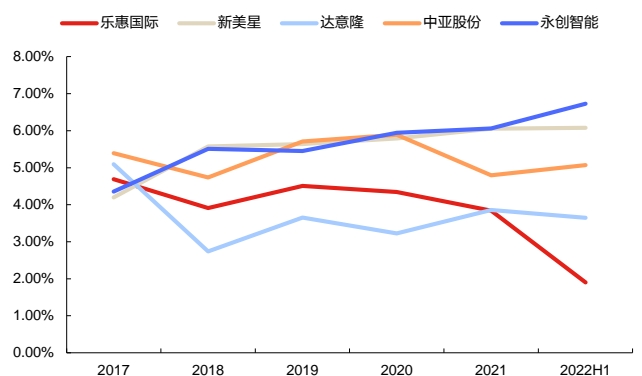
4 公司研发、市场、产能三大核心优势领跑行业

4.1 研发：研发实力一流，紧跟行业最新动态

技术研发实力一流。永创智能拥有机械系统设计、电气自动化控制设计等方面的大量专业人才，研发实力一流。以永创智能的智能包装生产线为例，具有国内绝对领先水平的技术能力和设计能力；成功研制配套用于包装生产线的工业机器人，具备工业机器人在物料归集、装箱、码垛等包装环节的应用能力。2015 年下半年已大量投入使用；2019 年推出国内首台“膜内贴”成型灌装机，属于国内首创，打破国外垄断。

紧跟行业动态，设备具备先进性优势。公司在工业机器人、图像识别技术、视觉检测技术的研发方面已有一定的投入，取得了较大的进展，有效提高了公司智能包装生产线产品的柔性及智能化，为下游客户打造智能工厂提供硬件及技术基础；对部分市场占有率较高的标准包装设备，进行了技术升级，保持该部分产品对市场上同等产品先进性；加大了对乳品、饮料等液态食品包装的新型高端智能化包装生产线的研发投入，满足客户高效智能化生产需求。

持续高比例研发投入。与国内同行相比，永创智能研发支出占营收比始终处于领先地位，考虑到其规模优势，永创智能的研发投入金额优势更加明显。公司后续将继续秉承“无人包装、智能系统”的产品设计理念，以提升研发、设计及制造能力为核心，跟踪国际同行业的最新动态，提高整体方案设计能力、加大技术创新力度，进一步完善包装设备产品序列，集成软件、工业机器人、机器视觉等技术应用，提高产品智能化水平，以满足下游行业和领域的需求。通过技术革新实现产品的升级换代，建立梯次化的产品体系，形成差异化的竞争优势，为发展其他延伸产品及提供整体解决方案打下坚实的基础，力争成为国际领先的包装设备制造企业。

图 53：国内包装设备厂商研发支出（亿元）

图 54：国内包装设备厂商研发支出占营收比


有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

数据来源：wind，东方证券研究所

数据来源：wind，东方证券研究所

4.2 市场：多领域拓宽产品线，积累优质客户资源

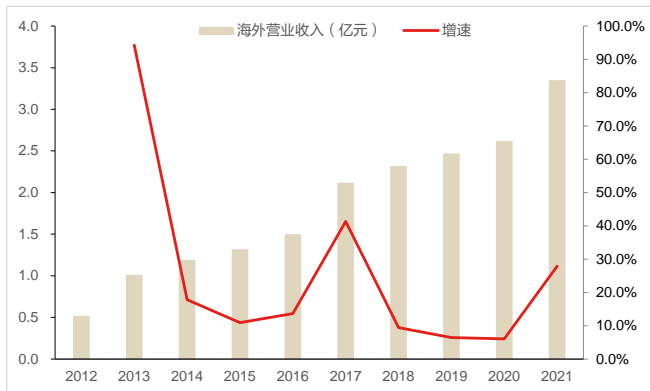
食品饮料是日常消费的必需品，且随着居民生活品质的不断提高以及消费升级需求提升，食品饮料的消费支出也会稳步提升，为食品饮料包装机械提供了稳步增长的保有量市场需求、存量更新换代需求。永创智能已经在低温奶、啤酒等领域处于优势地位，通过收购兼并进入饮料包装领域，后续仍进一步加大对低温奶，啤酒、饮料等液态食品包装的新型高端智能化包装生产线的研发投入，同时进一步布局常温奶领域。

常温奶市场空间广阔。饮料行业已有技术基础可以为常温奶提供支持，良好的客户基础也可以为常温奶的拓展提供支持，我们认为向低温奶领域的拓展有望给公司业绩带来较大幅度的提升。根据公司2019年年报，公司目前已经成为伊利、蒙牛、百威、华润等大型企业的设备供应商及重要合作伙伴，近年来进一步深化与合作，扩大市场份额，积极做好进口替代，综合市占率有望做到稳步提升。

白酒技改，初露锋芒。公司自2017年进入白酒包装设备领域，先后与水井坊、古井贡酒、泸州老窖、今世缘等达成合作。近期中标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，金额1.98亿元。公司自动化灌装线速度已由8000瓶每小时增长至15000瓶每小时，在白酒领域不断拓展，设备性能稳健提升。叠加近年来国内酒企智能化改造机会，在个性化与定制化需求下，国内包装设备企业更具备优势。永创智能在白酒包装设备的市占率已经达到50%左右，随着未来更多白酒技改项目的推出，有望实现弯道超车，进一步缩小与国际巨头的差距，看好后续发展。

其他领域可拓展潜力大。公司积极布局固态食品、颗粒食品、糕点食品行业等领域的市场，持续拓展产品应用领域，为食品、饮料、医药、化工、3C、造币印钞等多个下游应用领域提供包装设备及配套服务，为长期客户提供智能制造系统，提供整体解决方案，提升服务质量，增强客户粘性，逐步从单纯的产品销售向“产品+服务”的模式转型。

图 55：永创智能海外市场营收



数据来源：wind，东方证券研究所

图 56：永创智能重要客户



数据来源：永创智能官网，东方证券研究所

国外收入稳健增长。2021年，永创智能海外营业收入实现3.35亿元，连续10年稳健增长。海外市场，永创智能产品主要销往欧美发达国家，与国外设备相比仍具备较高的性价比优势，后续有望通过渠道建设进一步扩大海外营收规模。东南亚、非洲是我国食品和包装机械出口增长的重要支撑点，以技术含量较低的中低端产品为主，随着这些地区的经济发展和生活水平提升，食品

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

包装设备需求将继续扩大，未来东南亚和非洲等地区包装机械仍有较大空间。同时，永创智能还将着力调整海外市场的布局与产品结构，实现多渠道、多元化产品销售，使海外业务进一步发展。

公司不断积累优质客户资源，品牌效应逐步显现。公司专注于包装设备的研发和生产在下游众多领域奠定了优势地位。公司设计制造的啤酒智能包装生产线、乳品智能包装线等，满足了客户速度快、安全性高、自动检测、产品可追溯、包装美观等生产要求，覆盖客户范围多达万余家，积累了稳定的优质客户资源和市场经验，品牌效应已经逐步显现。

4.3 生产：稳步扩大产能，积极推进包装智能化发展

IPO 募集资金扩充产能。公司 IPO 募集资金中 2.5 亿元用于募投项目“年产 30,000 台(套)包装设备建设项目”，涉及成型装填封口系列设备、捆扎码垛缠绕系列设备、贴标打码系列设备、智能包装生产线等产品系列；另外，公司拟募集 3200 万元用以“企业技术中心建设项目”。

投资机器人实现包装智能化。加速 4 万台套包装设备扩产定增项目投资机器人实现包装智能化。2018 年公司投资 5.96 亿元(其中包括定向增发 4.55 亿元)实施智能包装装备扩产项目，项目建设期 3 年，将形成年产 600 台串联机器人、600 台并联机器人、20 台直线式灌装机、40 台旋转式灌装机和 60 台开装封设备的生产能力。通过工业机器人推进智能制造落地，为公司持续快速发展提供重要保证。此外根据公告，公司拟以 1.33 亿元募集资金购买大型加工中心、激光切割机 and 数控冲床等加工精度、自动化水平更高的生产设备来优化公司生产工艺，进一步提高作业效率。

非公开发行股票助力智能制造生产线产业升级。2016 年非公开发行股票募集资金，投资 4.15 亿元用于智能制造生产线产业升级，形成年产串联机器人 700 台、并联机器人 1000 台、智能制造系统 50 套的生产能力。本次项目具有良好的市场发展前景和经济效益，能够优化公司产品结构，提高公司研发能力，并进一步增强公司的核心竞争力和抵御风险的能力，实现公司的长期可持续发展。

发行可转债项目，加速包装设备扩产。2020 年 1 月，公司发行总计 5.12 亿元的可转债，其中 3.59 亿元的可转债募集资金将用于年产 4 万台(套)包装设备建设项目(项目总额 5.48 亿元)，突破产能不足的瓶颈；2022 年 8 月，发行 6.11 亿元可转债，其中 4.28 亿元用于液态智能包装产线建设，预计完全投产后每年将增加 24 条智能包装线产能，进一步扩大公司在智能包装产线的优势，为公司带来较好的经济效益，增强盈利能力。

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2022-2024 年盈利预测做如下假设：

- 1) 2022 年收入的增长主要来自于智能包装生产线，标准单机设备小幅下滑。2023 年收入增长主要来自于智能包装生产线，其中白酒、饮料包装设备需求增速快，2022 年疫情影响的标准单机需求有望在 2023 年释放，看好公司在疫情后的成长机遇。
- 2) 公司 2022-2024 年毛利率分别为 31.0%，33.1%和 33.2%。22 年疫情影响导致公司经营相对承压，标准单机设备毛利率下滑较多，整体毛利率下降；23 年产品结构优化有利于公司毛利率提升，预测 23 年毛利率相比 21 年提升 1pct。

- 3) 公司 2022-24 年销售费用率为 7.5%，7.2%和 7.2%，管理费用率为 5.3%，5.3%和 5.3%。销售费用率小幅上升，考虑到疫情导致 22 年销售费用率上升，23、24 年销售费用率随着疫情好转以及营收规模增加而下降。管理费因规模效应而下降 0.2pct。

盈利预测核心假设

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
智能包装生产线					
销售收入（百万元）	724.9	1,044.9	1,358.5	1,901.9	2,415.4
增长率	7.3%	44.2%	30.0%	40.0%	27.0%
毛利率	33.6%	34.4%	35.0%	35.5%	35.5%
标准单机设备					
销售收入（百万元）	811.7	1,067.5	909.3	1,240.9	1,427.1
增长率	11.2%	31.5%	-14.8%	36.5%	15.0%
毛利率	29.6%	29.7%	24.7%	29.7%	29.9%
包装材料					
销售收入（百万元）	202.3	274.3	301.4	391.8	509.4
增长率	-11.1%	35.6%	9.9%	30.0%	30.0%
毛利率	21.5%	21.2%	21.0%	22.5%	22.5%
其他设备与配件					
销售收入（百万元）	262.2	296.4	340.4	442.5	531.0
增长率	15.1%	13.1%	14.8%	30.0%	20.0%
毛利率	45.2%	39.5%	39.0%	40.0%	40.0%
其他业务					
销售收入（百万元）	18.9	24.1	15.0	20.0	30.0
增长率	85.7%	27.1%	-37.7%	33.3%	50.0%
毛利率	70.0%	78.5%	60.0%	65.0%	73.3%
合计	2,020.1	2,707.2	2,924.6	3,997.2	4,912.9
增长率	8.0%	34.0%	8.0%	36.7%	22.9%
综合毛利率	32.6%	32.1%	31.0%	33.1%	33.2%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

投资建议

永创智能作为国内包装机械行业龙头企业，深耕行业数十载，围绕行业不断延伸，从后道包装设备开始，由单机设备到智能化生产线，在行业内逐步延伸，通过兼并收购快速推进业务布局，是行业内少有的有望打通产业链上下游的企业。

从长期来看，永创智能的成长具有强确定性。包装行业下游领域涉及食品饮料、医药、化工等多个行业，与日常生活息息相关，行业确定性强；从包装行业发展来看，包装设备智能化具有很强的确定性，智能制造新技术的发展带动包装机械的更新迭代，带来存量替换市场和新增应用的市场，永创智能在智能化方面处于国内领先地位，先进技术布局引领行业，持续的高比例研发投入能够进一步巩固公司在智能包装产线的优势；从包装设备的行业格局来看，市场依旧被国际巨头垄断，国产设备的市占率仍处于较低水平，在国产设备性能提升的前提下，叠加设备的柔性化以及性价比，国产替代具备较强的确定性。

从短期来看，永创智能业绩具有较强的确定性。原材料价格逐步下行，制造业利润率边际改善；乳制品领域，低温奶有较快的增速，增长空间大，此外永创智能进入市场容量更大的常温奶领域，

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

短期来看乳制品领域的业绩增长具有较大潜力；软饮料领域，存在潜力巨大的新兴市场，随着软饮料市场的初创企业越来越多，产品研发周期缩短，软饮料行业短期内能够保持较高热度，有望为包装机械市场带来增量空间；白酒企业技改投入明显加速，白酒龙头企业纷纷开始布局，永创智能在白酒设备市占率较高，该部分业绩增长具有较强确定性。

我们选取包装行业的公司奥瑞金、润泽科技、新巨丰和专用设备制造业公司京山轻机作为可比公司。奥瑞金主营食品饮料金属包装产品；润泽科技主营液态食品包装机械和纸铝复合无菌包装材料，包装设备营收占比约 50%；新巨丰主营无菌包装材料；京山轻机主营专用设备，是国内最早从事智能瓦楞纸箱包装高端装备的公司之一。我们预测永创智能 2022-2024 年每股收益分别为 0.70、0.85、1.12 元。根据朝阳永续预测，可比公司 2023 年调整后平均市盈率 20.24x，奥瑞金因金属包装产品占比较高而估值较低，根据可比公司 2023 年调整后平均 PE，考虑永创智能在包装机械领域的行业龙头地位，预计 2024 年其净利润增速（31.8%）高于可比公司，给予永创智能 2023 年 24xPE（20%估值溢价），目标价 20.40 元，首次覆盖给予买入评级。

表 5：可比公司估值比较

公司	价格 (元)	每股收益 (元)				市盈率				净利润增速
	2022/12/28	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	2024E
奥瑞金	4.76	0.35	0.29	0.36	0.44	13.53	16.50	13.20	10.93	20.8%
京山轻机	16.71	0.23	0.52	0.75	0.93	71.38	32.13	22.28	17.97	24.0%
润泽科技	41.55	-0.01	1.41	2.28	2.81	-2926.06	29.50	18.19	14.77	23.2%
新巨丰	15.30	0.37	0.41	0.57	0.75	40.88	37.15	26.88	20.47	31.3%
调整后平均						27.21	30.82	20.24	16.37	24.8%

数据来源：朝阳永续，东方证券研究所

风险提示

宏观经济不及预期：外围经济衰退风险加剧，海外经济发展不及预期影响国内经济，进而影响消费和工业生产，对液态食品包装机械带来负面影响；

市场拓展不及预期：包装机械展会是推广产品的重要环节，疫情影响展会开展，影响设备售后安装调试，市场开拓难度加大；

技术研发不及预期：包装技术研发存在失败风险，可能对行业的经营造成负面影响；

行业竞争加剧：行业竞争加剧可能导致价格战等恶性竞争，影响行业内公司经营水平，导致公司业务发展不及预期；

原材料价格波动：原材料价格波动对行业经营造成压力，影响企业稳定经营和盈利能力；

单线采购金额波动：智能包装生产线单线采购金额可能产生波动，影响行业内公司经营；

假设条件变化影响测算结果：文中测算基于设定的前提假设基础之上，存在假设条件发生变化导致结果产生偏差的风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	765	691	1,405	1,592	1,860	营业收入	2,020	2,707	2,925	3,997	4,913
应收票据、账款及款项融资	455	523	626	855	1,051	营业成本	1,361	1,837	2,019	2,676	3,280
预付账款	47	43	50	67	83	营业税金及附加	14	19	21	28	35
存货	1,314	1,697	1,861	2,466	3,023	销售费用	163	199	219	288	354
其他	267	150	234	293	343	管理费用及研发费用	232	313	331	448	545
流动资产合计	2,848	3,103	4,175	5,273	6,359	财务费用	35	25	14	22	26
长期股权投资	0	11	0	0	0	资产、信用减值损失	61	62	83	78	65
固定资产	399	460	603	745	832	公允价值变动收益	(1)	23	129	2	2
在建工程	3	187	266	244	208	投资净收益	24	6	9	5	5
无形资产	167	265	253	244	234	其他	14	16	20	18	18
其他	331	447	226	225	225	营业利润	192	297	396	483	633
非流动资产合计	901	1,369	1,348	1,458	1,499	营业外收入	1	2	1	1	1
资产总计	3,749	4,472	5,523	6,731	7,858	营业外支出	4	2	2	2	2
短期借款	378	368	400	400	400	利润总额	190	297	395	482	632
应付票据及应付账款	639	888	1,052	1,421	1,676	所得税	18	38	51	63	82
其他	771	905	1,072	1,400	1,704	净利润	171	259	344	420	550
流动负债合计	1,788	2,161	2,524	3,221	3,780	少数股东损益	1	(2)	3	3	4
长期借款	7	54	411	604	747	归属于母公司净利润	171	261	341	416	546
应付债券	396	0	0	0	0	每股收益(元)	0.35	0.53	0.70	0.85	1.12
其他	6	44	39	39	39						
非流动负债合计	408	98	450	643	786	主要财务比率					
负债合计	2,196	2,259	2,974	3,864	4,567		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	21	44	46	50	54	成长能力					
实收资本(或股本)	439	488	488	488	488	营业收入	8.0%	34.0%	8.0%	36.7%	22.9%
资本公积	319	835	904	904	904	营业利润	65.2%	54.5%	33.3%	22.1%	31.0%
留存收益	645	848	1,110	1,424	1,845	归属于母公司净利润	73.1%	53.0%	30.5%	22.1%	31.1%
其他	128	(1)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	1,552	2,214	2,549	2,866	3,291	毛利率	32.6%	32.1%	31.0%	33.1%	33.2%
负债和股东权益总计	3,749	4,472	5,523	6,731	7,858	净利率	8.4%	9.6%	11.7%	10.4%	11.1%
						ROE	11.5%	14.1%	14.6%	15.6%	18.0%
						ROIC	8.9%	11.2%	11.8%	12.0%	13.7%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	58.6%	50.5%	53.8%	57.4%	58.1%
净利润	171	259	344	420	550	净负债率	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	42	91	81	109	134	流动比率	1.59	1.44	1.65	1.64	1.68
财务费用	35	25	14	22	26	速动比率	0.84	0.63	0.90	0.85	0.86
投资损失	(24)	(6)	(9)	(5)	(5)	营运能力					
营运资金变动	(133)	(74)	(50)	(276)	(315)	应收账款周转率	4.2	5.0	4.6	4.9	4.7
其它	253	(11)	158	76	63	存货周转率	1.1	1.2	1.1	1.2	1.2
经营活动现金流	344	284	538	345	453	总资产周转率	0.6	0.7	0.6	0.7	0.7
资本支出	(122)	(415)	(358)	(234)	(184)	每股指标(元)					
长期投资	0	(20)	20	0	0	每股收益	0.35	0.53	0.70	0.85	1.12
其他	(36)	160	139	7	7	每股经营现金流	0.78	0.58	1.10	0.71	0.93
投资活动现金流	(158)	(275)	(200)	(227)	(177)	每股净资产	3.14	4.45	5.13	5.77	6.63
债权融资	(118)	(328)	368	193	143	估值比率					
股权融资	(49)	565	69	0	0	市盈率	44.2	28.9	22.1	18.1	13.8
其他	(165)	(316)	(61)	(124)	(151)	市净率	4.9	3.5	3.0	2.7	2.3
筹资活动现金流	(332)	(79)	376	69	(8)	EV/EBITDA	28.2	18.4	15.5	12.4	9.6
汇率变动影响	(3)	(3)	-0	-0	-0	EV/EBIT	33.5	23.6	18.5	15.0	11.5
现金净增加额	(149)	(73)	714	187	268						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。