

喜悦智行(301198)

报告日期: 2023年04月22日

## 疫情等因素影响业绩, Q2 有望改善

### ——喜悦智行点评报告

#### 投资要点

22A 公司实现收入 4.28 亿元 (同比+17.91%), 实现归母净利润 0.66 亿元 (同比+8.35%), 利润增长慢于收入主要系 22 年原材料成本高位与激励费用支出影响, 其中 Q4 实现收入 1.13 亿元 (同比+12.78%), 实现归母净利润 0.11 元 (同比-19.15%)。23Q1 实现收入 0.89 亿元 (同比-6.07%), 疫情、国六排放标准开始实施共同影响收入成长, 实现归母净利润 0.14 亿元 (同比+7.02%)。

#### □ 家电客户高增, 看好 23 年持续释放

分下游行业看, 家电制造板块实现收入 4441 万元 (同比+122.7%), 核心客户美的自公司 21 年成功上市后加速租赁模式拓展后开始放量, 持续高增, 22 年美的客户贡献收入 2692 万元 (同比+144.1%), 我们预计伴随公司在美的体系中拓展零部件包材供应范围, 家电板块收入预计 23 年维持高增。剔除美的后其他家电客户贡献收入 1749 万 (同比+96.3%), 租赁模式拓展顺畅。

#### □ 汽车制造客户稳健, 23 年宁德订单开始贡献增量

汽车制造板块 22 年实现收入 3.09 亿 (同比+3.8%), 在 22 年疫情影响下收入增长依然稳健, 公司当前已切入比亚迪、小鹏等新能源企业供应链, 23 年有望贡献增量。此外 22 年 12 月公司公告获得新能源汽车电池模组循环包装项目定点, 根据公告预计定点项目从 2023 年 1 月开始, 项目生命周期 1 年, 将贡献总收入为 0.8 亿-1 亿元, 驱动 23 年汽车制造板块收入成长。

其他行业下游客户 22 年实现收入 2346 万 (同比+286.2%), 公司凭借强产品力、优质客户背书, 已成功拓展盒马等生鲜、酒水客户, 驱动收入高增, 预计 23 年伴随客户与赛道持续拓展, 其他行业贡献收入预计维持快速成长。

#### □ 租赁业务高增, 盈利能力有望持续优化

分业务模式看, **销售模式** 22 年贡献收 2.86 亿元 (同比+8.4%), 毛利率 28.2% (同比-4.5pct), 毛利率下滑主要系原材料高位影响。公司当前以**租赁模式**为核心拓展方向, 对应 22 年租赁模式贡献收入 1.29 亿元 (同比+54.7%), 收入占比达 30%, 参考海外龙头集保发展历程, 预计租赁模式将维持高增, 租赁模式毛利率 41.9% (同比-10.5pct), 主要系原材料成本上升与租赁模式 22 年疫情影响在租率, 23 年租赁模式随疫后修复、原材料下行, 毛利率有望提升。此外, 随着租赁业务占比提升, 公司毛利率也有望持续优化。

#### □ 成本提升致盈利短期承压, 23 年有望改善

1) **毛利率**: 22A 公司毛利率 32.41%, 同比-4.27pct, 其中 22Q4 毛利率 36.92%, 同比-1.43pct, 主要受 22 年大宗原材料价格、人工成本增长的影响。23Q1 毛利率 32.24%, 同比-1.36pct, 公司盈利承压。考虑原材料下行、租赁业务占比提升, 看好 23 年盈利修复。

2) **费用**: 22A 公司期间费用率 16.46%, 同比+1.88pct, 其中销售费用率 5.41%, 同比+0.50pct, 22Q4 销售费用率 5.73%, 同比+0.60pct, 主要系本期销售及销售人员薪酬提升; 22A 管理与研发费用率 11.10%, 同比+1.75pct, 22Q4 管理与研发费用率 14.94%, 同比+3.79pct, 研发中心建设项目持续投产, 助力提升研发能力、拓展新业务。23Q1 销售费用率 5.99%, 同比+0.64pct, 管理与研发费用率 10.87%, 同比+0.71pct, 公司有序加大产品推广力度与研发投入。

#### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 史凡可  
 执业证书号: S1230520080008  
 shifanke@stocke.com.cn

分析师: 马莉  
 执业证书号: S1230520070002  
 mali@stocke.com.cn

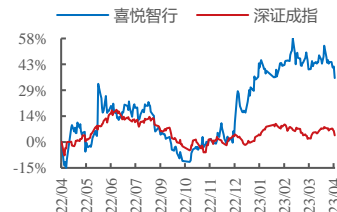
分析师: 傅嘉成  
 执业证书号: S1230521090001  
 fujiacheng@stocke.com.cn

研究助理: 曾伟  
 zengwei@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 25.23
总市值(百万元)	3,279.90
总股本(百万股)	130.00

#### 股票走势图



#### 相关报告

1 《循环包装龙头, 优质客户树立标杆效应》2023.01.15

3) **现金流**: 22A 公司经营现金流-0.18 亿 (同比-0.01 亿), 系 22 年订单量增加且成本端压力加大, 公司采购支出明显提升。23Q1 经营现金流 0.045 亿 (同比+0.21 亿), 由负转正, 现金流压力减轻。

#### □ 盈利预测与投资建议

我们预计 23-25 年实现收入 7.19/9.81/12.79, 分别同比+68%/36%/30%, 实现利润 1.33/1.83/2.44 亿元, 分别同比+101%/38%/33%, 对应 PE 25/18/13X, 维持“买入”评级。

#### □ 风险提示

客户拓展不及预期, 原材料价格波动, 市场竞争加剧。

## 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	428	719	981	1,279
(+/-) (%)	17.91%	67.95%	36.42%	30.42%
归母净利润	66	133	183	244
(+/-) (%)	8.35%	101.43%	37.85%	33.35%
每股收益(元)	0.51	1.02	1.41	1.87
P/E	49.85	24.75	17.95	13.46

资料来源: 浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	770	966	1,112	1,439
现金	321	252	310	347
交易性金融资产	103	103	103	103
应收账款	237	419	508	675
其它应收款	4	6	9	12
预付账款	9	10	14	20
存货	89	173	164	278
其他	7	3	3	3
<b>非流动资产</b>	360	426	488	559
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	150	174	200	224
无形资产	56	74	83	95
在建工程	61	82	106	138
其他	93	96	100	101
<b>资产总计</b>	1,130	1,392	1,601	1,997
<b>流动负债</b>	173	303	329	481
短期借款	80	118	155	198
应付款项	67	143	124	219
预收账款	0	0	0	0
其他	25	42	49	65
<b>非流动负债</b>	11	11	11	11
长期借款	0	0	0	0
其他	11	11	11	11
<b>负债合计</b>	184	314	340	493
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	945	1,078	1,261	1,504
<b>负债和股东权益</b>	1,130	1,392	1,601	1,997

### 利润表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	428	719	981	1,279
营业成本	289	463	622	802
营业税金及附加	3	5	7	9
营业费用	23	36	47	61
管理费用	36	58	74	96
研发费用	12	14	19	24
财务费用	(0)	(0)	(0)	(0)
资产减值损失	(1)	0	0	0
公允价值变动损益	3	0	0	0
投资净收益	5	6	4	3
其他经营收益	1	2	3	4
<b>营业利润</b>	69	151	220	294
营业外收支	9	9	0	0
<b>利润总额</b>	78	160	220	294
所得税	13	27	37	50
<b>净利润</b>	66	133	183	244
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	66	133	183	244
EBITDA	105	165	244	322
EPS (最新摊薄)	0.51	1.02	1.41	1.87

### 主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	17.91%	67.95%	36.42%	30.42%
营业利润	-3.03%	117.00%	46.08%	33.36%
归属母公司净利润	8.35%	101.43%	37.85%	33.35%
<b>获利能力</b>				
毛利率	32.41%	35.55%	36.62%	37.31%
净利率	15.37%	18.44%	18.63%	19.05%
ROE	6.96%	12.29%	14.49%	16.20%
ROIC	4.89%	9.96%	12.57%	14.10%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	16.28%	22.54%	21.23%	24.66%
净负债比率	19.44%	29.11%	26.95%	32.73%
流动比率	4.46	3.19	3.38	2.99
速动比率	3.88	2.58	2.83	2.36
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.40	0.57	0.66	0.71
应收账款周转率	2.02	2.23	2.18	2.22
应付账款周转率	5.34	4.93	5.14	5.14
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.51	1.02	1.41	1.87
每股经营现金	-0.14	-0.27	0.83	0.71
每股净资产	7.27	8.29	9.70	11.57
<b>估值比率</b>				
P/E	49.85	24.75	17.95	13.46
P/B	3.47	3.04	2.60	2.18
EV/EBITDA	27.79	20.06	13.48	10.24

### 现金流量表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	(18)	(35)	107	93
净利润	66	133	183	244
折旧摊销	45	20	28	31
财务费用	(1)	0	0	0
投资损失	(6)	(6)	(4)	(3)
营运资金变动	(126)	(173)	(99)	(179)
其它	4	(9)	(0)	(0)
<b>投资活动现金流</b>	(176)	(71)	(87)	(98)
资本支出	(85)	(77)	(91)	(101)
长期投资	0	0	0	0
其他	(92)	6	4	3
<b>筹资活动现金流</b>	6	37	37	42
短期借款	52	38	38	42
长期借款	0	0	0	0
其他	(46)	(0)	(0)	(0)
<b>现金净增加额</b>	(189)	(68)	58	37

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>