

2023年01月09日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

可循环塑料包装龙头，租赁模式打开成长空间

—喜悦智行（301198.SZ）公司动态研究报告

买入（首次）

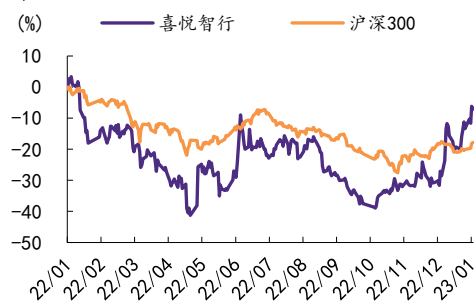
投资要点

分析师：黄俊伟 S1050522060002
huangjw@cfsc.com.cn
联系人：华潇 S1050122110013
huaxiao@cfsc.com.cn

基本数据 2023-01-06

当前股价（元）	25.1
总市值（亿元）	33
总股本（百万股）	130
流通股本（百万股）	60
52周价格范围（元）	16.5-36.7
日均成交额（百万元）	45.25

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

可循环塑料包装龙头，财务表现稳健

公司是一家专业提供定制化可循环塑料包装整体解决方案的服务商，通过销售可循环包装、提供租赁及运营服务实现收入。自2011年起，公司将定制化可循环塑料包装在国内汽车及汽车零部件行业中进行推广，成为国内较早进入该行业的定制化可循环塑料包装企业之一，具备较强的产品设计能力，与大众汽车、特斯拉等品牌客户建立了良好的合作关系。公司2014-2021营收/归母净利润CAGR为14.58%/33.67%；2022年Q3单季度营收/归母净利润为1.32亿/0.20亿元，同比增长41.1%/21.5%，流动比率/现金比率为4.53x/2.66x，财务表现稳健。近年来由于疫情影响，下游客户公司均存在不同程度停工停产的情况；随着疫情的放开和下游行业的复苏，2023年公司业绩有望复苏。

政策驱动行业快速发展，可循环塑料市场空间巨大

公司所处行业是可循环包装行业，属于快速发展的蓝海行业。公司可循环包装作为“绿色包装”，行业受到国家重点支持。自2016年至今，如《“十四五”循环经济发展规划》、《关于加快推动制造业高质量发展的意见发改产业（2021）372号》等相关法律、法规和政策陆续出台，对公司持续经营和快速成长具有积极意义。

可循环包装市场快速成长，市场空间巨大。（1）可循环塑料包装市场规模大，渗透率有望持续提升。根据《上海包装》预测，我国塑料包装市场规模将快速增长，塑料包装行业工业产值预计2023年将达到5170亿元，可循环包装行业市场预计2023年达到485.07亿元人民币，2023年可循环包装渗透率不足10%，提升空间巨大。（2）对其他材料的替代+应用领域增加，可循环塑料市场持续扩大。塑料包装产品具有良好的承载能力、防护功能和实用功能，同时满足环保、经久耐用的要求，在更多高端制造行业逐步形成对纸张、木材与金属等传统包装材料的替代。在零部件制造与装配企业、电子及计算机制造与装配企业、食品饮料制造与流通企业等领域，采用塑料包装的企业不断增加，塑料包装的应用范围不断扩大。

租赁模式快速发展，盈利能力和客户粘性有望提升

公司快速推广租赁运营模式，相关业务迅速发展。在租赁模式中，公司将可循环包装出租给客户公司，在客户使用完毕后收回，期间为客户提供仓储分拣、清洁维护、物流配送、

空箱回收和规划统筹等配套服务。公司为客户的可循环包装租赁合同一般 3 年为一个周期，相比于销售模式的“一锤子买卖”，租赁模式能够确保持续盈利的能力，在项目的前期部分的收入能够覆盖成本，后期的收入将为纯利润。同时，相比于传统的销售模式仅提供可循环包装产品，租赁模式提供了物流、仓储管理等服务，能够提升公司的营收水平；还能够让客户更好地养成使用可循环包装的消费者习惯，从而增加客户黏性和提升产品渗透率。另一方面，从会计角度来说，租赁模式可以帮助客户降低一次性的成本支出，传统的一次性销售模式中，客户公司购买的可循环包装为“资产”，而在租赁模式中，为使用可循环包装的支出直接计入营业成本，从而帮助客户公司达到轻资产化的目的。公司未来租赁业务模式的营收及其占比都将进一步增加，预计 2022 年有望达到 26%，且有持续提升的趋势。总体来说，我们认为租赁模式具有高毛利、高粘性、提渗透的特点。

■ 与特斯拉深度合作持续受益，获项目定点成长空间打开

与特斯拉深度合作，特斯拉大幅降价促销量，公司或持续受益。公司自 2019 年起与特斯拉合作，为其提供新能源汽车电池周转箱类产品，特斯拉系公司重要合作客户，2021 年公司对特斯拉的销售金额为 1.06 亿元，占年度销售总额的 29.15%。根据财联社 1 月 6 日消息，近期特斯拉国产车型降价，最大降幅逾 13%，此举有望提升国产车型销量；公司作为特斯拉的可循环包装供应商，有望持续受益。

公司于 2022 年 12 月获新能源汽车电池模组循环包装项目定点，凸显公司扩展下游客户的能力。项目预计从 2023 年 1 月开始，项目生命周期 1 年，预计生命周期总金额为 0.8 亿-1 亿元，占 2021 年营收 22.1%-27.6%。除汽车及新能源电池产业外，公司目前正在大力拓展家电行业，并在服装鞋帽、果蔬生鲜、快递物流等行业也进行了一定的布局。我们认为，公司依托产品租赁模式，有望持续扩大下游市场，多点开花，成长空间可观。

■ 盈利预测

预测公司 2022-2024 年收入分别为 4.60、6.96、9.64 亿元，EPS 分别为 0.68、1.07、1.46 元，当前股价对应 PE 分别为 37.1、23.5、17.2 倍，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

(1) 可循环包装市场发展不及预期；(2) 公司租赁模式业务发展不及预期；(3) 原材料价格超预期上涨；(4) 订单情况不及预期；(5) 与特斯拉合作不及预期等。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
------	-------	-------	-------	-------

主营业务收入 (百万元)	363	460	696	964
增长率 (%)	35.6%	26.8%	51.1%	38.6%
归母净利润 (百万元)	61	88	139	190
增长率 (%)	3.2%	44.9%	57.7%	36.9%
摊薄每股收益 (元)	0.61	0.68	1.07	1.46
ROE (%)	6.7%	8.9%	12.3%	14.5%

资料来源: Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产:				
现金及现金等价物	507	459	418	412
应收款	191	240	362	502
存货	70	90	138	194
其他流动资产	13	17	25	35
流动资产合计	780	806	944	1,143
非流动资产:				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	129	179	244	274
在建工程	8	38	8	8
无形资产	47	45	42	40
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	56	56	56	56
非流动资产合计	240	317	350	378
资产总计	1,021	1,123	1,294	1,521
流动负债:				
短期借款	28	28	28	28
应付账款、票据	49	65	100	140
其他流动负债	27	27	27	27
流动负债合计	104	121	155	196
非流动负债:				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	12	12	12	12
非流动负债合计	12	12	12	12
负债合计	116	132	167	208
所有者权益				
股本	100	130	130	130
股东权益	905	991	1,127	1,313
负债和所有者权益	1,021	1,123	1,294	1,521

现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	61	88	139	190
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	14	13	17	22
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	-92	-57	-144	-165
经营活动现金净流量	-17	44	12	47
投资活动现金净流量	-38	-79	-35	-30
筹资活动现金净流量	7	-2	-3	-4
现金流量净额	-48	-37	-27	13

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	363	460	696	964
营业成本	230	293	449	630
营业税金及附加	3	4	5	8
销售费用	18	21	26	34
管理费用	24	25	32	43
财务费用	1	0	0	0
研发费用	10	12	13	17
费用合计	53	58	72	95
资产减值损失	-5	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	72	105	167	229
加: 营业外收入	2	2	2	2
减: 营业外支出	0	0	0	0
利润总额	74	107	169	231
所得税费用	13	19	30	41
净利润	61	88	139	190
少数股东损益	0	0	0	0
归母净利润	61	88	139	190

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	35.6%	26.8%	51.1%	38.6%
归母净利润增长率	3.2%	44.9%	57.7%	36.9%
盈利能力				
毛利率	36.7%	36.3%	35.5%	34.7%
四项费用/营收	14.6%	12.6%	10.3%	9.8%
净利率	16.7%	19.1%	19.9%	19.7%
ROE	6.7%	8.9%	12.3%	14.5%
偿债能力				
资产负债率	11.4%	11.8%	12.9%	13.6%
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.6
应收账款周转率	1.9	1.9	1.9	1.9
存货周转率	3.3	3.3	3.3	3.3
每股数据(元/股)				
EPS	0.61	0.68	1.07	1.46
P/E	41.3	37.1	23.5	17.2
P/S	6.9	7.1	4.7	3.4
P/B	2.8	3.3	2.9	2.5

■ 建筑建材组介绍

黄俊伟：同济大学土木工程学士&复旦大学金融学硕士，超过 5 年建筑建材行业研究经验和 3 年建筑建材实业从业经验。

华潇：复旦大学金融学硕士。研究方向为建筑建材及新材料方向。

■ 证券分析师承诺

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

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	>20%
2	增持	10%—20%
3	中性	-10%—10%
4	卖出	<-10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	>10%
2	中性	-10%—10%
3	回避	<-10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准

确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫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，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。