

投资评级 优于大市 首次覆盖

# 永创智能：横向+纵向拓展，业绩有望持续实现快速增长

## 股票数据

07月06日收盘价(元)	16.49
52周股价波动(元)	7.44-18.28
总股本/流通A股(百万股)	489/480
总市值/流通市值(百万元)	8055/7917

## 相关研究

## 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-2.3	25.1	37.3
相对涨幅(%)	1.5	24.7	38.4

资料来源：海通证券研究所

分析师:余炜超

Tel:(021)23219816

Email:swc11480@htsec.com

证书:S0850517010001

分析师:周丹

Tel:(021)23219816

Email:zd12213@htsec.com

证书:S0850518080003

## 投资要点:

- **国内智能包装设备行业龙头，公司成长性与经营质量俱优。**公司不断收购合并产业链上下游公司以提高竞争力，目前是国内智能包装装备系统领域的龙头企业，国内大型整套包装生产线解决方案提供商。公司经营稳健，2011-2020年营业收入CAGR达到16%，其中2020年在疫情的影响下，仍能实现收入20.20亿元，同比增长7.96%，表现出公司强劲的增长势头。公司通过高研发水平在行业内保持核心竞争力，近3年研发费用率均保持在5%以上，研发能力持续提升，显著领先行业内其他头部公司。
- **下游“大消费”行业需求旺盛，包装设备市场空间广阔。**包装机械设备响应各行业生产自动化要求，广泛应用于食品饮料、医药化工、家用电器等领域。这些下游应用与居民日常生活紧密相关，市场需求弹性小，规模持续稳定增长；同时由于国民经济水平的快速发展，高端包装需求不断增长。食品饮料等“大消费”行业市场的持续景气 and 品牌集中度不断提高将刺激制造企业对于包装设备尤其是中高端包装设备的需求，带动包装设备销售持续快速增长。
- **海外公司有先发优势，国内厂商奋起追赶。**我们认为包装机械行业是一个技术含量高、资本密集领域，在客户服务粘性、产品稳定性、满足个性化定制能力上有较高要求。参考海外龙头，我们认为行业应用领域将不断拓宽，未来的行业龙头将打造产品序列全、更新速度快、研发设计能力领先的多元网络型业务布局，在技术、渠道和品牌实力方面不断加强。以公司为代表的少数国内领先企业，凭借多年积累，具备了较强的市场竞争力，凭借制造成本优势和本土化服务优势，与龙头差距逐渐缩小，具有良好的市场发展前景。
- **盈利预测。**考虑到公司产品具有较大发展空间，我们预计公司2021-2023年摊薄EPS分别为0.54、0.77、1.02元/股，参考可比公司估值，我们认为公司21年合理的PE估值区间为35-40倍，对应的合理价值区间为18.90-21.60元，给予“优于大市”评级。
- **风险提示。**市场竞争风险、原材料价格波动。

## 主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1871	2020	2699	3561	4484
(+/-)YoY(%)	13.3%	8.0%	33.6%	32.0%	25.9%
净利润(百万元)	99	171	265	375	496
(+/-)YoY(%)	32.9%	73.1%	55.5%	41.4%	32.3%
全面摊薄EPS(元)	0.20	0.35	0.54	0.77	1.02
毛利率(%)	29.2%	32.6%	32.6%	32.6%	32.9%
净资产收益率(%)	6.8%	11.1%	14.7%	17.2%	18.4%

资料来源：公司年报(2019-2020)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

## 目 录

1. 永创智能:横向+纵向拓展，有望成长为中国的“利乐” .....	6
1.1 智能包装装备行业龙头 .....	6
1.2 盈利能力在恢复，未来仍有提升空间。 .....	7
1.3 研发能力引领行业，下游客户资源丰富 .....	8
1.4 公司不断围绕包装设备拓宽产业链 .....	10
1.5 核心业务保持稳定增长，毛利率迎来拐点 .....	11
1.6 公司新品储备丰富，未来有望实现交钥匙工程 .....	13
2. 下游“大消费”行业需求旺盛，包装设备市场提升空间广阔 .....	16
2.1 食品饮料是包装机械下游重要组成，市场规模持续增大 .....	16
2.2 乳制品市场增量明显，巴氏奶潜在市场巨大 .....	17
2.3 酒类企业进入设备更新期，下游需求强劲 .....	18
3. 海外公司有先发优势，国内厂商奋发追赶 .....	20
3.1 克朗斯：全产业链集成服务提供商 .....	21
3.2 利乐：无菌包装技术的行业先驱 .....	23
4. 盈利预测 .....	25
财务报表分析和预测 .....	27

## 图目录

图 1	公司发展历程.....	6
图 2	公司收入情况.....	8
图 3	公司归母净利润情况.....	8
图 4	公司盈利情况.....	8
图 5	公司费用率情况.....	8
图 6	公司经营现金流变化.....	8
图 7	公司应收账款变化.....	8
图 8	公司研发支出情况.....	9
图 9	行业龙头研发支出对比（百万元）.....	9
图 10	公司下游客户资源.....	10
图 11	公司产品所涉及产业链环节.....	11
图 12	2020 年公司业务收入构成.....	11
图 13	2020 年公司业务毛利构成.....	11
图 14	公司各项业务收入情况（亿元）.....	11
图 15	公司各项业务毛利率情况（%）.....	11
图 16	智能包装生产线收入变化情况.....	12
图 17	智能包装生产线营收占比变化情况.....	12
图 18	智能包装生产线销量及单价变化情况.....	12
图 19	标准单机设备收入变化情况.....	12
图 20	标准单机设备营收占比变化情况.....	12
图 21	公司各类标准单机设备营收占比（2019 年）.....	13
图 22	各类标准单机设备营收变化情况.....	13
图 23	包装材料收入变化情况.....	13
图 24	包装材料营收占比变化情况.....	13
图 25	烘焙食品制造业固定资产投资完成额.....	14
图 26	公司迷你封箱机设备.....	14
图 27	公司啤酒高速灌装生产线.....	14
图 28	公司 PGF 系列易拉罐灌装机产品性能参数.....	14
图 29	克朗斯为 Tatspirtprom 提供的智能啤酒工厂制造.....	15
图 30	龙文精密智能化生产线示意图.....	15

图 31	中国包装机械下游行业应用（2018 年） .....	16
图 32	乳品及饮料包装机械下游需求占比（2021E） .....	16
图 33	食品饮料包装设备产业链 .....	16
图 34	食品饮料包装设备市场规模 .....	17
图 35	我国各类包装设备需求量占比（2021E） .....	17
图 36	国内液体奶产销量变化情况 .....	17
图 37	中国乳制品行业细分市场规模（2019 年） .....	17
图 38	乳制品市场增速情况对比 .....	18
图 39	乳制品生产工艺 .....	18
图 40	中国乳制品行业市场格局（2019 年） .....	18
图 41	中国乳制品企业资本开支情况（亿元） .....	18
图 42	白酒酿造工艺流程 .....	19
图 43	中国白酒市场格局（2019 年） .....	19
图 44	主要白酒企业资本开支情况（亿元） .....	19
图 45	中国啤酒市场格局（2018） .....	20
图 46	主要啤酒企业资本开支情况（亿元） .....	20
图 47	国内市场格局分析 .....	21
图 48	克朗斯发展历程 .....	22
图 49	永创智能产品线 .....	22
图 50	克朗斯产品线 .....	22
图 51	克朗斯营业收入变化情况 .....	23
图 52	克朗斯净利润变化情况 .....	23
图 53	2020 年克朗斯分地区营业收入情况 .....	23
图 54	2020 年克朗斯分业务营业收入情况 .....	23
图 55	利乐公司发展历程 .....	24
图 56	永创智能产品线 .....	24
图 57	利乐公司产品线 .....	24
图 58	利乐营收变化情况 .....	25
图 59	利乐产品销售交付量 .....	25
图 60	2020 年利乐分行业营收情况 .....	25
图 61	2020 年利乐分地区营收占比 .....	25

## 表目录

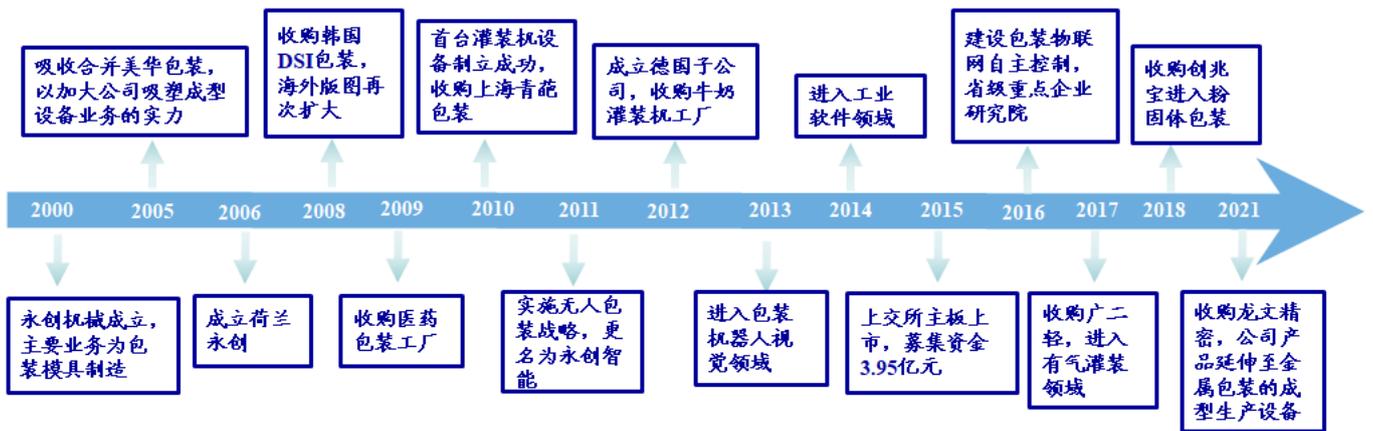
表 1	公司管理团队.....	7
表 2	永创智能 2020 年申请国内发明专利明细 .....	9
表 3	公司主要产品.....	10
表 4	部分白酒企业智能化改造项目 .....	19
表 5	海外龙头公司财务数据（2019 年） .....	20
表 6	包装机械行业部分国内上市公司财务数据（亿元） .....	21
表 7	主营业务收入预测及主要假设 .....	26
表 8	可比公司估值（2020/7/6） .....	26

# 1. 永创智能: 横向+纵向拓展, 业绩有望持续实现快速增长

## 1.1 智能包装装备行业龙头

永创智能是全国智能包装装备系统领域的龙头企业, 国内大型整套包装生产线解决方案提供商。公司从 2011 年开始从机械制造企业转向智能制造企业, 同期进行企业更名; 2010 年从后道包装 (不与食品直接接触, 又称为二次包装) 进入前道灌装领域 (与食品直接接触, 又称为一次包装); 2013 年开始开发机器视觉系统以适应各种检测、分拣等无人化应用场景; 2014 年开始开发工业软件, 2015 年在上交所主板上市。2021 年公司收购龙文精密, 扩充公司食品饮料包装机械产品种类的同时, 向食品饮料包装的生产设备延伸和拓展, 对公司经营具有战略意义。

图1 公司发展历程



资料来源: 公司官网, Wind, 杭州永创智能设备股份有限公司关于收购浙江龙文精密设备有限公司股权公告, 海通证券研究所整理

公司股权较集中, 核心高管、核心技术及业务人员充分持股。股东吕婕、罗邦毅为夫妻关系, 共同为公司实际控制人。根据公司 2020 年年报, 公司第一大股东吕婕直接持有永创智能 39.05% 股份。公司发布 2020 年限制性股票激励计划, 于 2020 年 6 月 2 日授予 109 位中层管理、核心技术及业务人员共 837.67 万股, 其中授予吴仁波、张彩芹、陈鹤等公司高层管理人员 85.00 万股。我们认为公司治理结构较为完善, 核心高管、核心技术及业务人员持股有利于长效激励业务发展、提升企业核心竞争力。

表 1 公司管理团队

姓名	学历	职务	持股数量 (万股)	履历
罗邦毅	本科	董事长, 法定代表人, 董事	4,468	罗邦毅先生:汉族,1967年生,本科学历,高级工业设计师。现任公司董事长。1992年至1998年,历任之江律师事务所、童振华律师事务所、震旦律师事务所律师;1998年至2002年,任杭州美华打包机械有限公司副总经理;2002年至2011年任永创有限副总经理、总经理;2011年8月至今任杭州康创投资有限公司执行董事;2011年10月至2017年11月任公司副董事长、总经理;2017年11月至今任公司董事长。
吴仁波	中专	总经理, 董事	111	吴仁波先生:汉族,1976年生,中专学历。现任公司董事、总经理。2002年至2011年10月,任职于永创有限,历任销售员、销售主管、销售经理、副总经理;2011年10月至2017年11月任公司董事、副总经理;2017年11月至今任公司董事、总经理。
吕婕	本科	副董事长, 董事	17,160	吕婕女士:汉族,1973年生,本科学历。现任公司副董事长。1996年至1997年,任苏州外贸包装有限公司会计;1997年至1998年,任苏州科蒂斯仪器有限公司会计;1998年至2002年,任杭州美华打包机械有限公司财务经理、总经理;2002年创办永创有限至2011年,历任永创有限总经理、执行董事;2011年10月至2017年11月任公司董事长;2017年11月至今任公司副董事长。
耿建	本科	副总经理	0	耿建先生,汉族,1985年生,本科学历。现任公司副总经理、证券事务代表。2008年至2009年任浙江嘉善诚达药业股份有限公司绩效考核专员;2010年至2011年任诚达药业股份有限公司证券事务代表;2011年10月至2020年11月任公司职工代表监事、证券事务代表。2020年11月至今任公司副总经理、证券事务代表。
张健英	硕士	副总经理	0	张建英女士,汉族,1983年生,硕士研究生学历。现任公司副总经理。2008.07至2010.06任杭州杭鑫电子工业有限公司采购兼项目申报员;2010年07月至2011年10月任浙江嘉远格隆投资管理有限公司研发员;2011.11至2016.05任杭州正银电子材料有限公司技术支持兼总经理助理;2016年7月至2020年11月任公司行政经理;2020年11月至今任公司副总经理。
张彩芹	本科	副总经理, 董事, 董事会秘书	20	张彩芹女士:汉族,1972年生,本科学历,高级工程师。现任公司董事、副总经理、董事会秘书。1996年至2004年任杭州食品包装机械厂办公室主任;2004年至2006年任杭州中亚机械有限公司总经办主任助理;2006年至2011年10月任永创有限副总经理、财务总监;2011年10月至2011年12月任公司副总经理、财务总监、董事会秘书。2011年12月至2017年11月任公司副总经理、董事会秘书;2017年11月至今任公司董事、副总经理、董事会秘书。
贾赵峰	大专	副总经理	10	贾赵峰先生:汉族,1982年生,大专学历。现任公司副总经理,2012年至2017年10月历任公司销售员、区域销售经理,2017年11月至今任公司副总经理。
陈鹤	大专	副总经理	137	陈鹤先生:汉族,1982年生,大专学历。现任公司副总经理,2002年至2017年10月历任公司销售员、区域销售经理,2017年11月至今任公司副总经理。
丁晓敏	本科	副总经理	5	丁晓敏女士:汉族,1972年生,本科学历。现任公司副总经理。1995年至2000年任杭州东华链条集团有限公司技术员;2002年至2011年10月任职于永创有限,历任技术员、销售经理;2011年10月至2011年12月任公司销售经理,2011年12月至今任公司副总经理。

资料来源:东方财富网,公司2020年年度报告、海通证券研究所整理

## 1.2 盈利能力在恢复, 未来仍有提升空间。

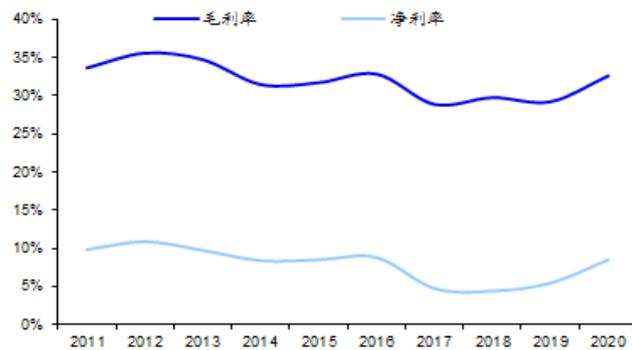
公司营业收入持续增长, 盈利能力显著恢复。公司经营稳健, 2011-2020年营业收入CAGR达到16%, 其中2020年在疫情的影响下, 仍能实现收入20.20亿元, 同比增长7.96%, 表现出公司强劲的增长势头。盈利能力在2017年迎来拐点, 归母净利润近三年CAGR达到37%, 上升势头明显。我们认为随着公司规模不断扩大, 盈利能力仍有提升空间。

**图2 公司收入情况**

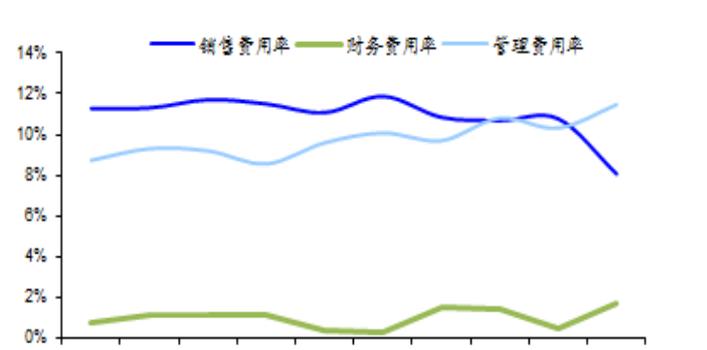

资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图3 公司归母净利润情况**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图4 公司盈利情况**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

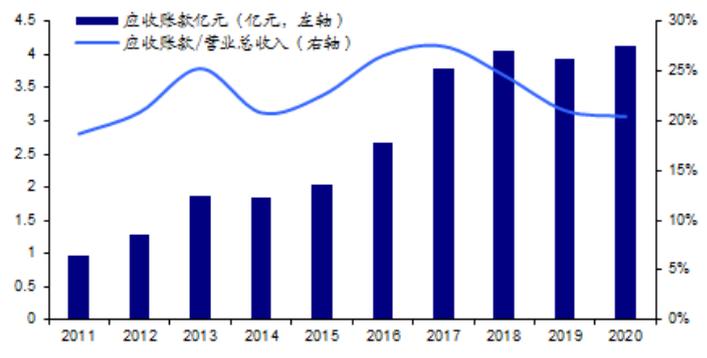
**图5 公司费用率情况**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

公司经营稳健，经营现金流创历史新高。公司近年来生产经营状况良好，2020年经营现金流净额达到3.44亿元，为历史最高水平。同时公司加强对应收账款管理能力，应收账款在营业收入中占比逐年下降。

**图6 公司经营现金流变化**

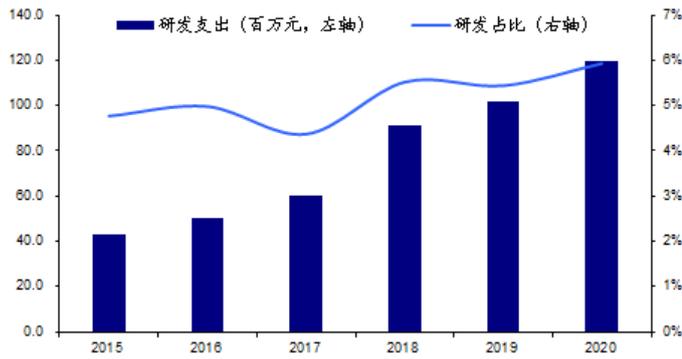

资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图7 公司应收账款变化**


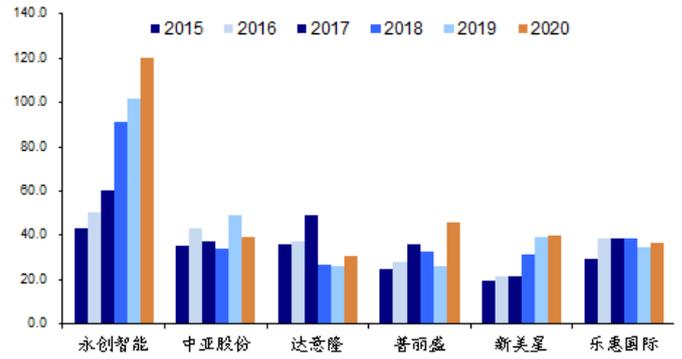
资料来源: Wind, 海通证券研究所

### 1.3 研发能力引领行业，下游客户资源丰富

公司通过高研发水平在行业内保持核心竞争力。2020年研发支出为1.20亿元，营收占比接近6%，近3年研发费用率均保持在5%以上，研发能力持续提升。横向对比来看，公司研发支出显著领先行业内其他头部公司。

**图8 公司研发支出情况**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图9 行业龙头研发支出对比 (百万元)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**公司持续发力核心业务, 加大研发力度。**从公司 2020 年申请发明专利明细看出, 永创智能除了在打包机等二次包装设备领域强化自身能力, 还加大了对智能包装生产线的研发力度, 朝着柔性化产品不断发展。

**表 2 永创智能 2020 年申请国内发明专利明细**

序号	专利名称	受理编号	类型
1	带仓结构	2020211159775	发明
2	框架装置中的导向传动结构	2020210410431	发明
3	一种进退带拉紧机构	2020210411097	发明
4	一种可快速拆装式带道结构	202021050219X	发明
5	一种产品自动装箱系统及自动装箱方法	2020112022030	发明
6	一种烫粘切带机构	2020105801124	发明
7	打包机	202020985704X	发明
8	框架装置	2020210487946	发明
9	轻便型机器人	2020213829682	发明
10	机器人	2020303795793	设计
11	一种基于柔性输送平台的模块化包装线	2020109617888	发明
12	模块化柔性包装系统	2020109618043	发明
13	一种切刀组件结构	2020211850443	发明
14	一种切刀定位驱动机构	2020211871473	发明

资料来源: 中国专利查询系统, 海通证券研究所

**下游客户覆盖行业知名品牌。**公司自 2000 年成立以来, 深耕包装设备行业数十年, 积累了大量下游客户资源。加之公司产品广泛的行业布局, 使得公司下游客户覆盖了诸多行业的知名品牌。我们认为丰富的客户资源能在一定程度上加快公司新产品从研发到推广的步伐。

图10 公司下游客户资源



资料来源: 公司官网, 海通证券研究所

### 1.4 公司不断围绕包装设备拓宽产业链

公司在集团层面形成柔性化、标准化、模块化的绿色智能包装设备系统工艺库, 其中包括食品包装绿色关键工艺系统集成的整体解决方案。产品库包括①标准单机设备、②智能包装生产线、③包装材料、④工业软件系统 4 大产品系列, 提供包装系统全工序流程所需的型号机型; 并集成智能装备人机交互、产线控制、AI 视觉检测、能源管理、生产执行、产品追溯等 40 多个产品种类。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”。

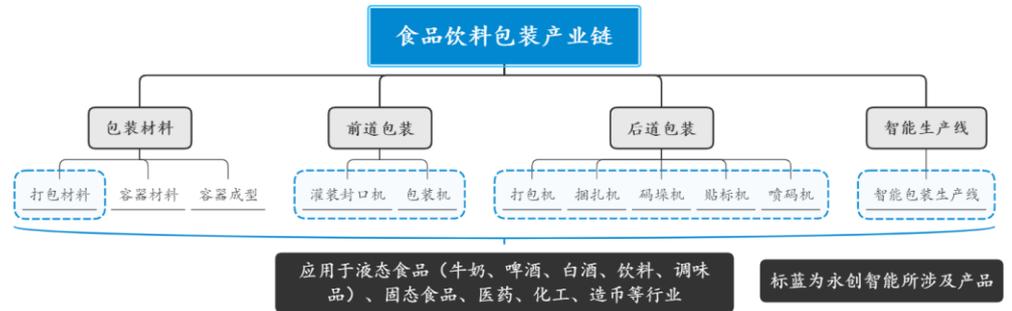
表 3 公司主要产品

类别	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、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、堆码机、码垛机、卸垛机、卸箱机、卸瓶机、缠绕机、裹包机、输送线、码垛机器人、贴标机、喷码机
	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

资料来源: 公司 2020 年年报, 海通证券研究所

基于对市场需求的敏锐感知, 公司不断收购合并产业链上下游公司以提高竞争力。为填补公司产业链空白, 公司 2016 年参股山东新巨丰, 后者主营业务为食品饮料无菌包装材料; 2021 年收购浙江龙文精密, 该公司主要业务为食品饮料包装的生产设备。

图11 公司产品所涉及产业链环节

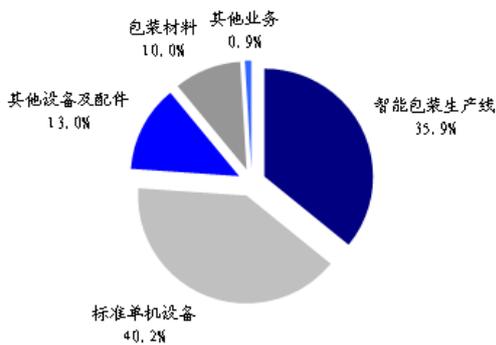


资料来源：公司 2020 年年报，海通证券研究所

### 1.5 核心业务保持稳定增长，毛利率迎来拐点

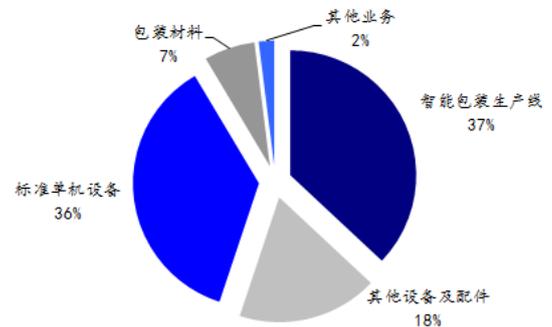
核心业务收入保持稳定增长，毛利率呈现上升势头。根据公司 2020 年报数据，公司核心业务标准单机设备和智能包装生产线营业收入分别达到 8.12 亿元和 7.25 亿元，合计收入占比超过 75%。在毛利率方面，由于规模效应的逐步显现，各项业务的毛利率相比去年同期均有所提升。

图12 2020 年公司业务收入构成



资料来源：Wind，海通证券研究所

图13 2020 年公司业务毛利构成



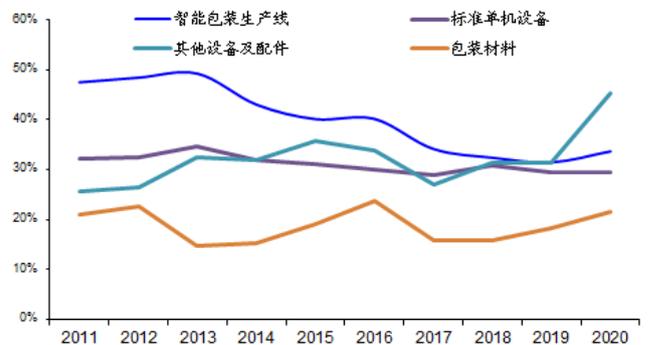
资料来源：Wind，海通证券研究所

图14 公司各项业务收入情况 (亿元)



资料来源：Wind，海通证券研究所

图15 公司各项业务毛利率情况 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

智能包装生产线：智能包装生产线业务 2011-2020 年营收 CAGR 达到 22%，增长

势头强劲, 营收占比逐年提升, 在 2020 年疫情的影响下, 智能包装生产线业务收入不降反升, 在市场中主导地位开始显现。智能包装生产线销量逐年提高, 单价从 2015 年的 84.45 万元/套提升到 2020 年的 161.80 万元/套, 呈现量价齐升的态势。此外, 由于规模效应的逐渐显现, 2020 年产品价格较去年同期略有下降, 但毛利率仍同比提升 2.19pct, 产品竞争优势明显。

**图16 智能包装生产线收入变化情况**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

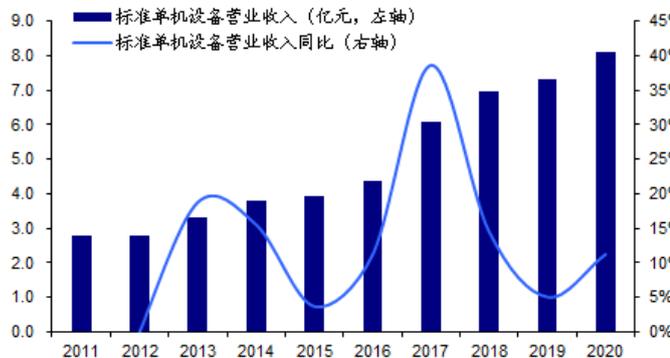
**图17 智能包装生产线营收占比变化情况**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

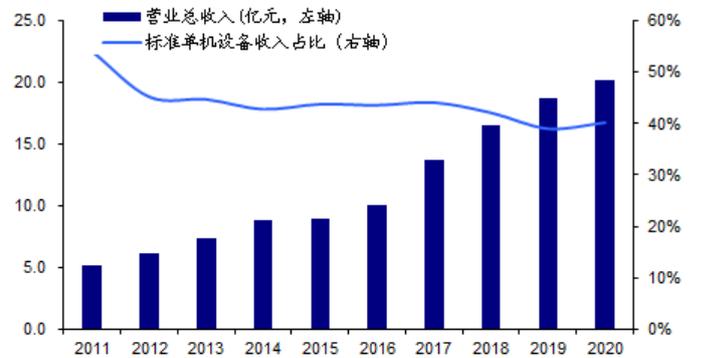
**图18 智能包装生产线销量及单价变化情况**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**标准单机设备:** 标准单机设备可分为前道灌装设备和后道包装设备两类, 其中永创智能的后道包装设备包括捆扎码垛缠绕设备和贴标打码设备两个系列。公司标准单机设备 2011-2020 年营收 CAGR 达到 13%, 营收占比呈逐年下降势头。根据 2019 年年报数据, 公司的捆扎码垛缠绕设备在标准单机设备中营收占比最高, 成型装填封口设备次之。

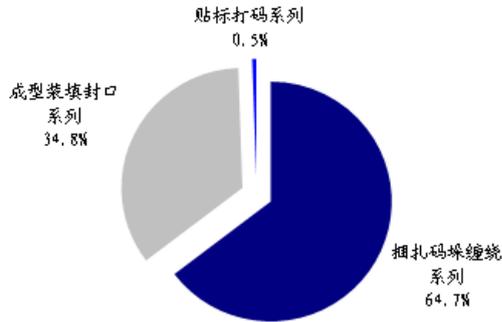
**图19 标准单机设备收入变化情况**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图20 标准单机设备营收占比变化情况**


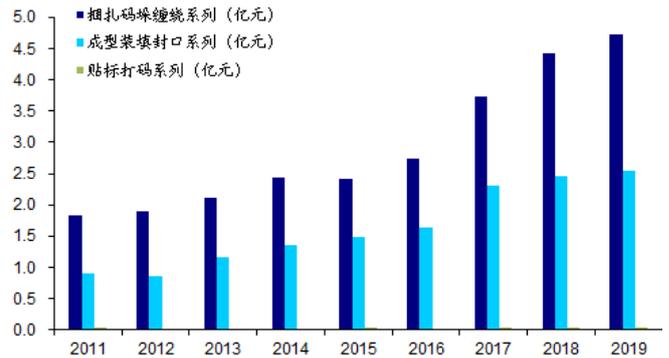
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图21 公司各类标准单机设备营收占比 (2019年)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图22 各类标准单机设备营收变化情况



资料来源: Wind, 海通证券研究所

**包装材料:** 永创智能包材产品包括 PP 捆扎带、PE 拉伸膜, 近 9 年营收 CAGR 指数达到 10%, 营收占比呈下降趋势。普丽盛所售包装材料为纸铝复合无菌包材, 而新美星所售包装材料主要为瓶胚和瓶盖。

图23 包装材料收入变化情况



资料来源: Wind, 海通证券研究所

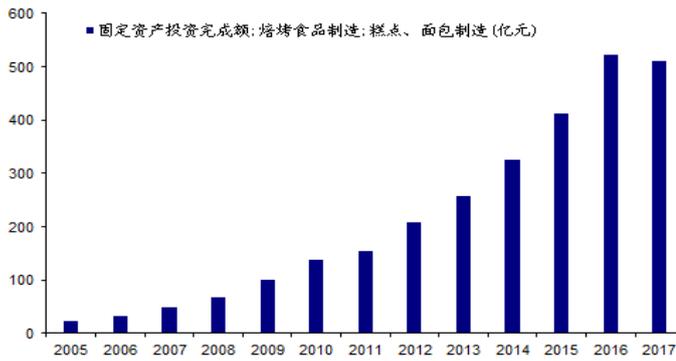
图24 包装材料营收占比变化情况



资料来源: Wind, 海通证券研究所

## 1.6 公司新品储备丰富, 未来有望实现交钥匙工程

**标准单机设备小型化。** 传统食品 (肉类、糕点类等) 的休闲化的发展, 助推食品行业的袋式包装机、各类型真空包装机、码垛设备以及安全追溯系统软件的需求的快速增长。公司目前投入研发标准单机设备的小型化, 将部分产品轻量化, 以增加产品的使用场景, 拓宽产品的市场定位以及用户群体。

**图25 烘焙食品制造业固定资产投资完成额**


资料来源: 国家统计局, 海通证券研究所

**图26 公司迷你封箱机设备**

MA 迷你封箱机  
Mini carton sealer

电源 Power supply AC220V 50Hz 0.4kW

封箱方式 Sealing mode 半自动胶纸, BOPP胶带  
kraft paper tape, BOPP tape

胶纸宽度 Tape width 48mm-50mm

纸箱规格 Carton size L 150mm- W 120mm-490mm;  
H 120mm-490mm

封箱速度 Speed 22m/min

工作台面高度 Table height 600mm-700mm (带脚踏cup)  
720mm-750mm (带脚踏 wheel)

外形尺寸 Overall dimension L800mm\*W950mm\*H (根据封箱高度变化)



资料来源: 公司官网, 海通证券研究所

**啤酒灌装生产线高速化。**在啤酒的灌装包装领域, 公司收购广二轻智能进入啤酒前道包装, 具备啤酒前后道整线能力, 公司目前主要提供 6-7 万瓶/时的包装设备, 最高能达到 9 万瓶/时, 在产品速度方面已能和海外龙头克朗斯并肩。

**图27 公司啤酒高速灌装生产线**

PGF系列易拉罐灌装机 PGF SERIES CAN FILLER &amp; SEAMER



资料来源: 公司官网, 海通证券研究所

**图28 公司 PGF 系列易拉罐灌装机产品性能参数**

机型	PGF40易拉罐灌装机	PGF50易拉罐灌装机	PGF108易拉罐灌装机	YDL124 易拉罐灌装机	YDL144 易拉罐灌装机
生产能力	24000CPH(330ml) 18000CPH(500ml)	36000CPH(330ml)	60000CPH(500ml) 60000CPH(330ml)	72000CPH(500ml)	90000CPH(330ml)
灌装阀头数	40 units	50units	108 units	124unit	144unit
料缸灌装阀中心直径	1680mm	2000mm	3078mm	3648mm	3648mm
灌装温度	0~4°C	0~4°C	≤4°C	0~4°C	0~4°C
最大灌装背压	7bar	7bar	7bar	7bar	7bar
罐子外部直径	50-66mm	50-90mm	50.8-76mm	50-76mm	50-76mm
罐子高度	85-195mm	85-195mm	90-200mm	85-200mm	85-200mm
外形尺寸 L×W×H(mm)	12000×6000×2500	12000×6000×2500	12500×6500×2500	6000×5500×3500	6000×5500×3500

资料来源: 公司官网, 海通证券研究所

**智能工厂。**公司在产品系统集成上投入研发, 在产品的柔性及智能化升级的同时, 研发完成生产管理系统, 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。目前, 克朗斯、利乐等海外龙头均已实现智能工厂服务。

图29 克朗斯为 Tatspirtrom 提供的智能啤酒工厂制造



年产达20万千升的啤酒酿造设备



玻璃瓶智能生产线: 30000BPH/500ml



易拉罐智能生产线: 30000BPH/500ml

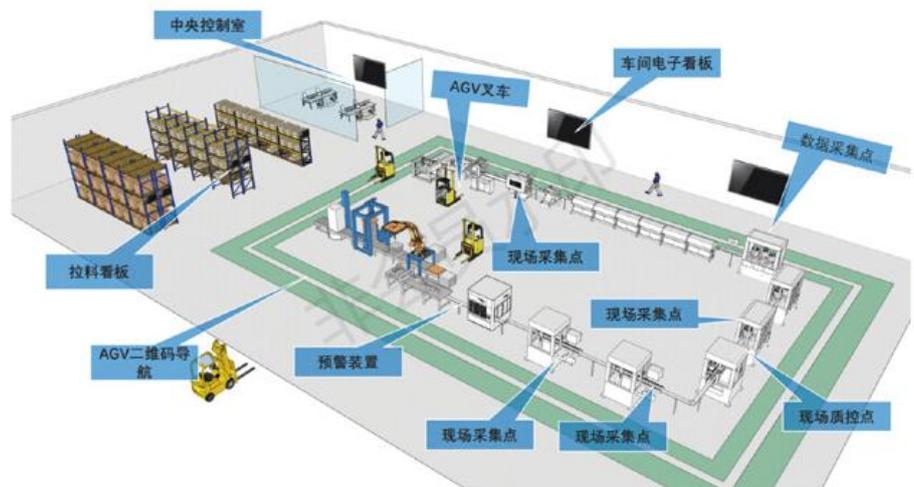


PBT瓶智能生产线: 17600BPH/1500ml

资料来源: 克朗斯官网, 海通证券研究所

**容器成型设备。**2021 年公司收购龙文精密。龙文精密是一家专业研发、设计和制造全系列自动食品包装设备及金属制罐机械的知名企业,主要产品包括食品饮料罐生产线、奶粉罐生产线、气雾罐生产线、油漆罐生产线、旋开盖设备、二片罐设备、三片罐设备等,产品具有自主知识产权;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、英联包装等食品罐、饮料罐、奶粉罐、气雾罐、油漆罐和油墨罐的空罐制罐企业,以及娃哈哈、上海梅林等食品企业。公司此次收购扩充了食品饮料包装机械产品种类的同时,向食品饮料包装的生产设备延伸和拓展,完成在“容器成型”领域的布局,有利于提高公司在食品饮料包装设备领域的市场占有率,提升盈利空间,对公司经营具有战略意义。

图30 龙文精密智能化生产线示意图



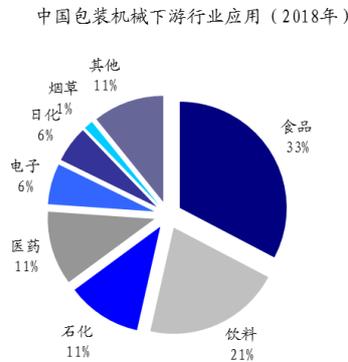
资料来源: 龙文精密官网, 海通证券研究所

## 2. 下游“大消费”行业需求旺盛, 包装设备市场提升空间广阔

### 2.1 食品饮料是包装机械下游重要组成, 市场规模持续增大

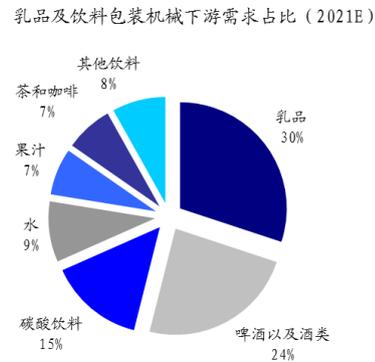
包装是商品进入流通领域的必要条件, 而包装设备是实现产品包装的主要手段。包装设备制造企业根据客户包装工艺的个性化需求, 为其提供多样化的产品, 满足其自动化生产的需要。包装设备融合了机械加工、电气控制、信息系统控制、工业机器人、图像传感技术、微电子等多领域技术, 结合下游行业的生产工艺, 实现成型、装填、封口、贴标、打码、捆扎、码垛、缠绕等一系列包装工序的自动化, 已成为企业提高生产效率、降低劳动强度、改善作业环境、节约人工成本、优化生产工艺和实现大规模生产的关键因素之一。对于包装机械大行业而言, 下游食品饮料包装机械市场占比过半, 是主要的应用领域。食品行业主要涵盖方便食品、烘焙食品、糖果、乳品和调味品等食品的制作。从液态食品包装机械的下游需求来看, 主要集中在乳品和酒类设备上, 合计占比超过五成。

图31 中国包装机械下游行业应用 (2018年)



资料来源: 产业信息网, 海通证券研究所

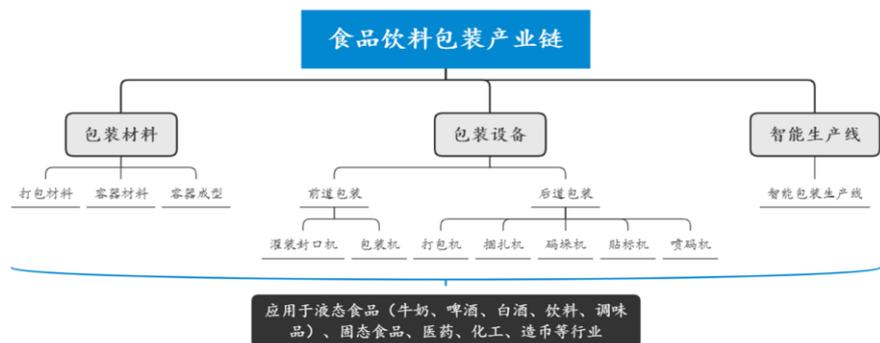
图32 乳品及饮料包装机械下游需求占比 (2021E)



资料来源: 产业信息网, 海通证券研究所

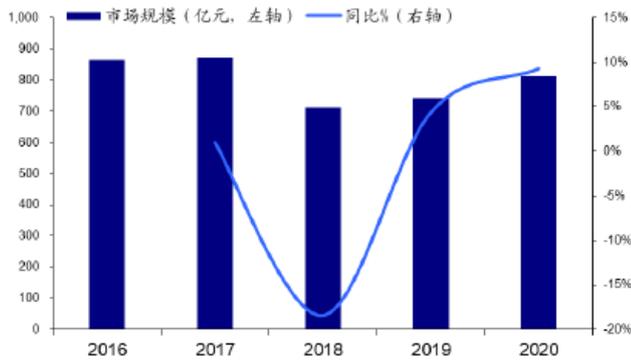
2020年我国食品包装机械行业营收约810亿元, 同比增长9.28%, 增长率自2018年来实现持续提升。由于食品行业具体产品繁多, 包装设备生产企业需要结合产品特性作详细的包装生产线规划设计。总的来说, 食品包装及仓储物流需要完成成型、装填、封口、贴标、打码、捆扎、码垛、缠绕等一系列工序。对于包装设备大行业而言, 灌装封口机、贴标打码机和捆扎包装机占比过半, 是最主要的市场。

图33 食品饮料包装设备产业链



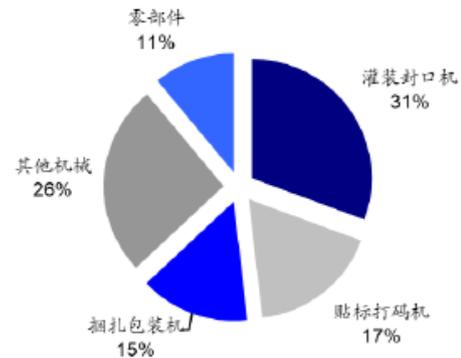
资料来源: 海通证券研究所整理

图34 食品饮料包装设备市场规模



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图35 我国各类包装设备需求量占比 (2021E)

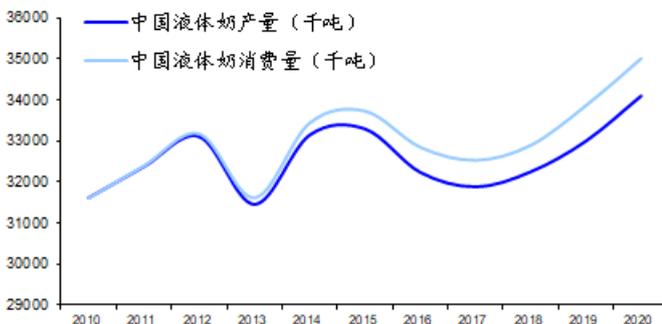


资料来源: 产业信息网, 海通证券研究所

## 2.2 乳制品市场增量明显，巴氏奶潜在市场更大

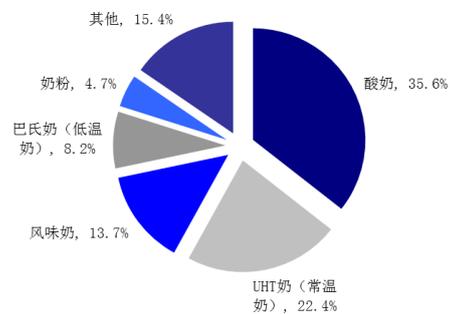
中国液体奶产销量逐年递增，在 2017 年至 2020 年实现快速增长，三年内液体奶销量复合增长率达到 2.48%，我们预计下游市场空间巨大。从制作工序上常常将液体奶分成常温奶与巴氏奶，常温奶经过 UHT 常温瞬时灭菌，相比于巴氏杀菌对乳制品的营养含量以及口感不可避免会产生一定影响，巴氏奶一般要求低温保存，保质期相对较短，因此巴氏奶也被称为低温奶。目前我国巴氏奶消费占液态奶市场的 25% 左右，而很多欧美发达国家巴氏奶占比超过 80%。我国巴氏奶市场虽然体量不大，但增速要显著高于常温奶市场，因此我们认为巴氏奶市场会有更大的空间。

图36 国内液体奶产销量变化情况



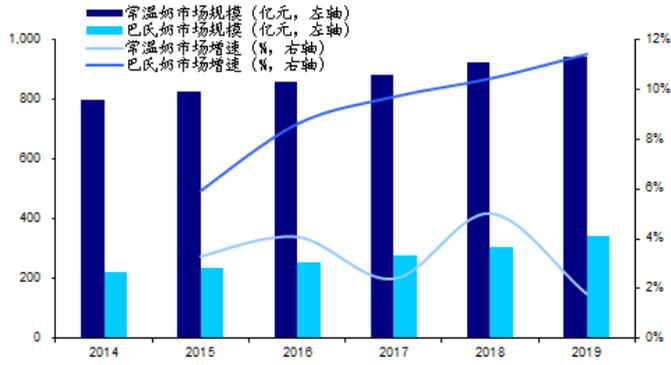
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图37 中国乳制品行业细分市场规规模 (2019年)



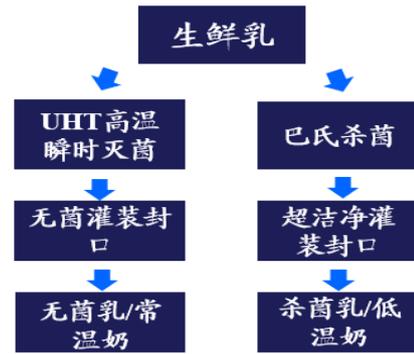
资料来源: Euromonitor, 海通证券研究所

图38 乳制品市场增速情况对比



资料来源: Euromonitor, 前瞻经济学人百家号, 海通证券研究所

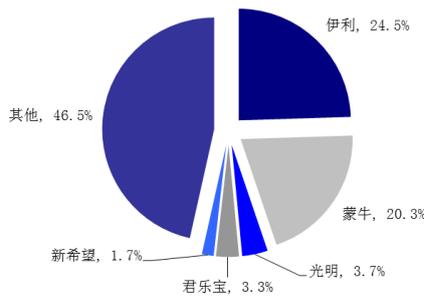
图39 乳制品生产工艺



资料来源: 《超高温瞬时灭菌 (UHT) 奶的生产工艺及设备选型》互动百科, 海通证券研究所

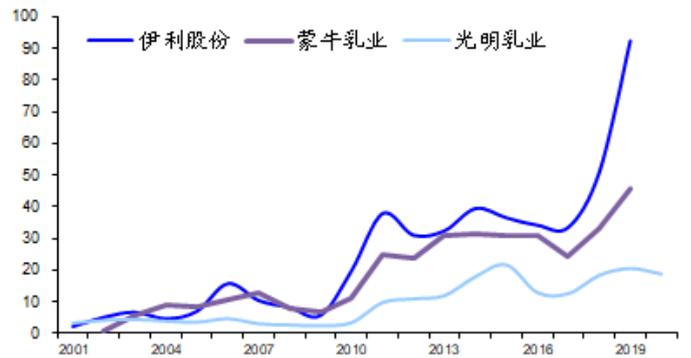
乳制品行业是永创智能产品布局重要的下游应用之一。目前乳制品行业收入排名前五的伊利、蒙牛、光明、君乐宝和新希望都是公司的主要客户。其中伊利、蒙牛和光明三家乳制品龙头公司在 2009 年-2019 年期间资本开支总和的复合增长率达到 26.17%，主要乳制品企业资本开支自 2017 年开始呈现快速增长，预计将为上游包装设备市场的增长提供强大动力。

图40 中国乳制品行业市场格局 (2019 年)



资料来源: 前瞻趋势搜狐号, 海通证券研究所

图41 中国乳制品企业资本开支情况 (亿元)

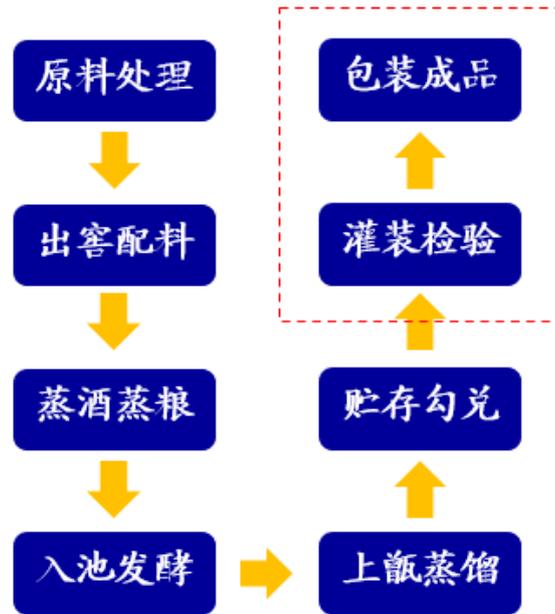


资料来源: Wind, 海通证券研究所

### 2.3 酒类企业进入设备更新期, 下游需求强劲

白酒有各种式样的包装, 这不仅仅是为了吸引顾客, 还会影响酒的品质。一般的白酒都是用透明的玻璃瓶作为载体, 玻璃 (二氧化硅) 的化学性质稳定, 无色无味无毒, 阻隔性良好, 同时成本较低, 易回收, 可环保利用, 耐高温和耐低温, 对白酒的储存有一定帮助。酱香型白酒则非常独特, 绝大多数采用不透明的瓶子来进行包装, 不仅可以避光贮存保证酒体的质量, 还因为不透明的包装可以避免析出的营养物质引起消费者的疑虑。由于高端白酒的送礼属性, 后道包装对于白酒包装而言尤为重要。

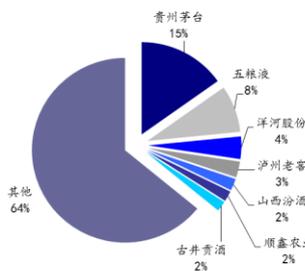
图42 白酒酿造工艺流程



资料来源:《酿造白酒的生产工艺流程》, 百度百家号, 海通证券研究所

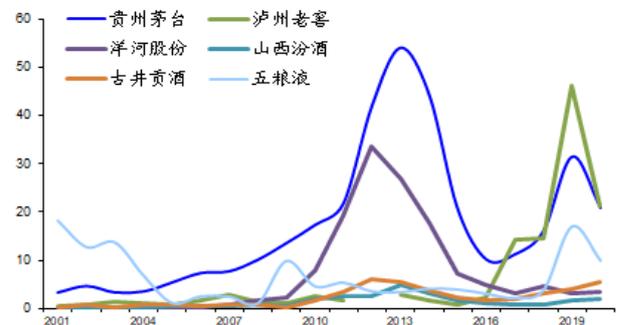
2018年以后, 贵州茅台、五粮液和山西汾酒等白酒龙头企业资本开支快速增长, 2016至2019年年均复合增长率达到64.51%。全国多家酒企的智能化改造项目在近两年纷纷出台, 白酒包装设备更新需求旺盛。

图43 中国白酒市场格局 (2019年)



资料来源: 中商情报网, 海通证券研究所

图44 主要白酒企业资本开支情况 (亿元)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

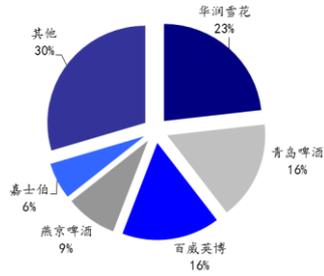
表 4 部分白酒企业智能化改造项目

企业名称	发起时间	项目名称	投资金额 (亿元)	项目内容
贵州茅台	2018	3万吨酱香系列酒技改及配套项目	83.84	新建制酒厂房84栋、改造制酒厂房6栋及其配套设施, 新建和改造完成后可新增酱香系列酒产能约3万吨
古井贡酒	2020	酿酒生产智能化技术改造项目	89.24	形成年产6.66万吨原酒、28.40万吨基酒储存、13.00万吨成品灌装能力的现代化智能园区
五粮液	2020	成品酒包装及智能仓储配送一体化	85.97	对包装线升级改造并加快智能化物流体系建设
古越龙山	2020	黄酒产业园项目	19.42	扩建和技改
泸州老窖	2016	酿酒工程技改项目	88.77	提高生产效率, 促进产业升级

资料来源: 各公司技改项目可行性报告、海通证券研究所

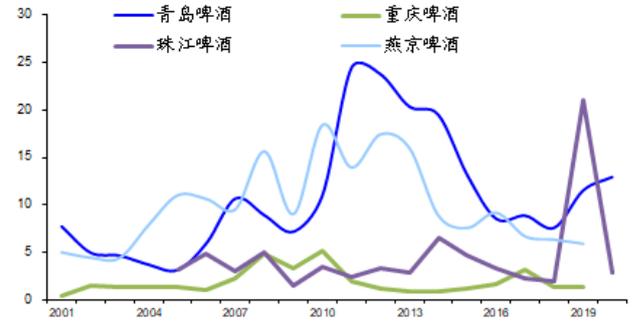
从啤酒酿造企业资本支出变化周期来看, 2018 年之后国内主要啤酒制作企业的资本开支逐渐增加, 我们预计未来三年内行业资本开支仍将趋势上行。永创智能与青岛啤酒、百威啤酒、雪花等多家下游大客户均有合作, 因此我们认为啤酒包装设备部分业务增长潜力巨大。

图45 中国啤酒市场格局 (2018)



资料来源: 产业信息网, 海通证券研究所

图46 主要啤酒企业资本开支情况 (亿元)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

### 3. 海外公司有先发优势, 国内厂商奋发追赶

德国、美国、意大利等制造业发达国家生产现代化水平位居全球领先地位, 其包装设备以产品序列全、更新速度快、领先的研发设计能力、先进的加工制造能力获得了国际范围的品牌影响力。以德国克朗斯、利乐、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。

表 5 海外龙头公司财务数据 (2019 年)

公司名称	营业收入	同比%	净利润	同比%	毛利率	业务范围
克朗斯 (亿欧元)	39.59	2.72	0.09	-93.72	48%	全球最大的包装技术供应商之一, 提供适用于饮料、流质食品、药物、化妆品及化学品灌装包装需求的全套生产线设备, 拥有整体生产厂房规划能力。
西得乐 (亿欧元)	14	-	-	-	-	一家领先的供应商, 为多种应用提供吹塑、填充、标签、材料处理、生产线末端和工程解决方案。公司致力于提供初级和次级包装内的所有类型的设备和服务, 还提供由利乐提供的加工设备, 使客户能够与一个合作伙伴进行端到端的工作。
利乐 (亿欧元)	115	2.68	-	-	-	纸箱包装、加工设备、包装设备、配电设备、自动化解决方案、服务。客户来自整个食品行业, 为消费者提供广泛的乳制品和乳制品替代品、饮料、调制食品、奶酪、冰淇淋、葡萄酒、烈酒和粉状产品。

资料来源: Wind, 各公司年度报告, 海通证券研究所

包装机械在我国属于新兴行业, 起步较晚, 经过 30 多年的发展, 现已成为机械工业中的十大行业之一。包装机械下游行业应用广泛, 市场容量大, 行业内企业产品各有侧重且普遍规模不大, 市场集中度较低, 国内各企业市场占有率普遍不高。国内主要上市公司竞争格局如下:

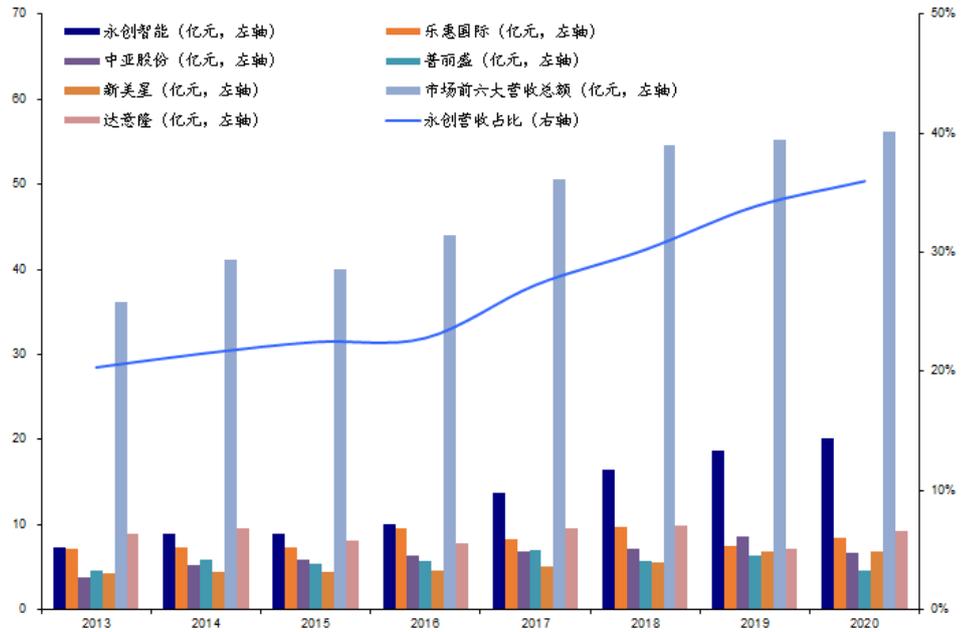
表 6 包装机械行业部分国内上市公司财务数据 (亿元)

2019年	营业收入	同比%	净利润	同比%	毛利率%	业务范围
永创智能	18.71	13.34	1.01	41.01	29%	永创智能是国内包装自动化行业龙头, 其下游应用以食品、饮料、医药等“大消费行业”为主
达意隆	7.12	-27.74	-0.37	-455.04	28%	饮料灌装生产线, 全自动 PET 吹瓶机, 二次包装设备等
新美星	6.92	24.34	0.53	14.12	33%	流体系列设备、灌装系列设备、二次包装系列设备以及全自动高速 PET 瓶吹瓶设备等
中亚股份	8.58	19.49	1.06	-42.86	37%	液态食品灌装封口设备、后道智能包装设备、中空容器吹塑设备等
普丽盛	6.4	10.44	0.08	103.02	25%	灌装机系列设备、前处理系列设备、纸铝复合无菌包装材料以及浓缩干燥设备。
乐惠国际	7.54	-22.36	-0.25	-163.66	29%	啤酒酿造设备和无菌灌装设备

资料来源: Wind, 公司官网, 海通证券研究所

国内食品饮料包装设备头部企业保持稳定增长, 其中永创智能在头部市场优势逐年提升, 2019年营收占市场前六营收总额的34%, 与行业第二逐渐拉开差距。2020年, 永创智能营业收入达到20.20亿元, 同比增长7.96%, 归母净利润同比增长73.13%。

图47 国内市场格局分析

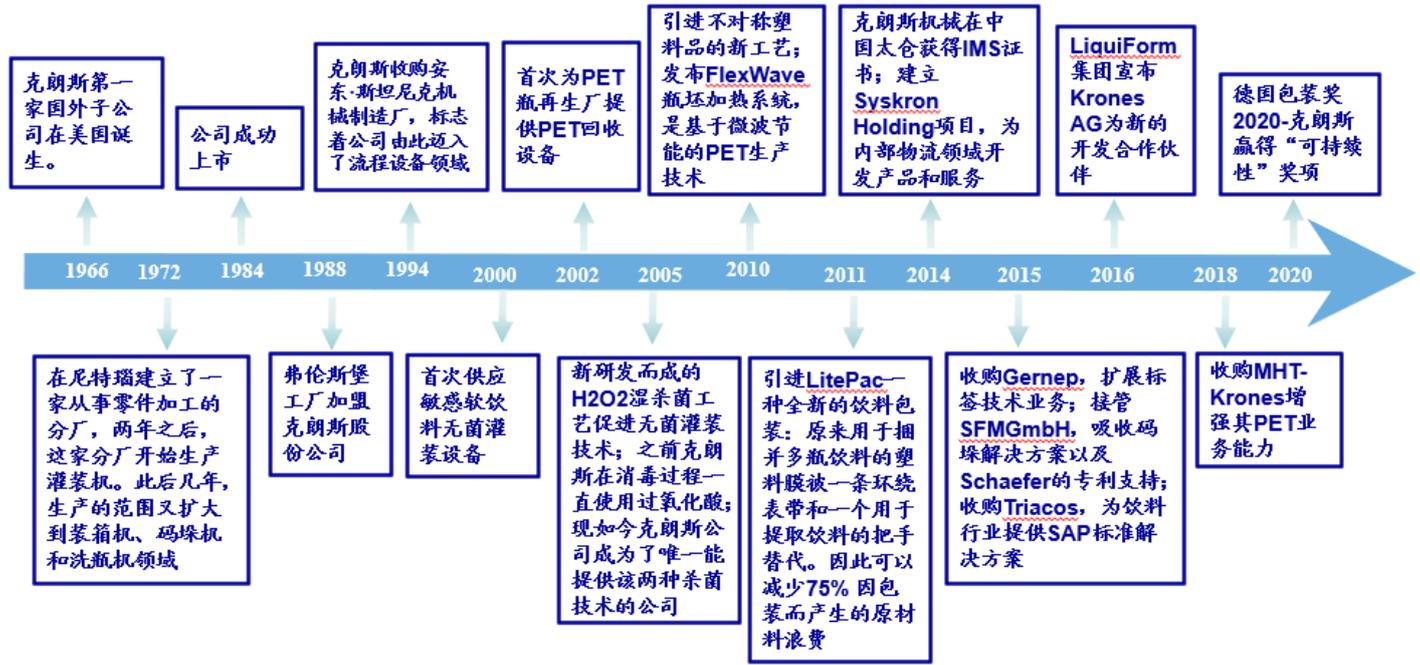


资料来源: 各公司年度报告, 海通证券研究所

### 3.1 克朗斯: 全产业链集成服务提供商

克朗斯是一家世界一流的饮料机械生产商, 总部位于德国新特劳普林, 为各种工艺过程技术、灌装技术和包装技术开发规划并制造机器和整套设备。克朗斯的产品组合借助内部物流系统、信息技术和工厂规划而得以完善。其客户主要为啤酒酿造厂、软饮料及葡萄酒、气泡酒与烈性酒的生产商。除此之外, 还覆盖了包括食品行业以及化工、制药与美容行业, 提供适用于饮料、流质食品、药物、化妆品及化学品灌装包装需求的全套生产线设备, 拥有整体生产厂房规划能力。

图48 克朗斯发展历程



资料来源: 克朗斯官网, 克朗斯年度报告, 百度百科, 维基百科, 海通证券研究所整理

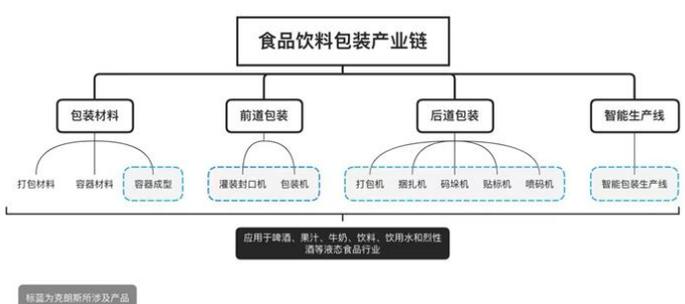
对比永创智能的产品线, 两家企业的产品和服务都涵盖了前道包装和后道包装的机械设备, 但在包装材料的产品方面有所区别。永创智能售卖 PP,PET 等打包捆扎材料, 而克朗斯在包材方面则覆盖容器成型装置, 拥有多样式的中空吹塑成型的设备。此外, 由于国外低温产品的发展更加好, 在后道包装领域, 克朗斯还拥有专门的冷却机和加热器来进行巴氏杀菌。

图49 永创智能产品线



资料来源: 永创智能年度报告, 海通证券研究所

图50 克朗斯产品线



资料来源: 克朗斯官网, 海通证券研究所

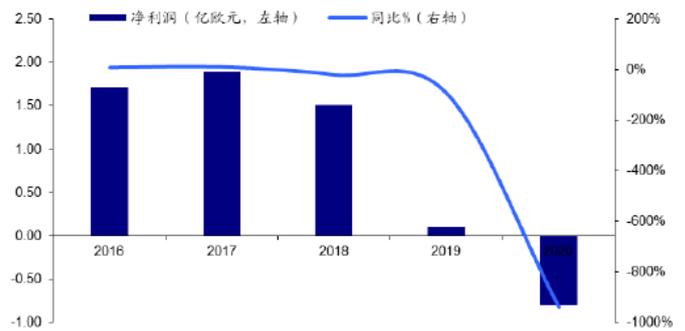
克朗斯业务遍布全球各地, 其中主要分布在欧洲、北美以及亚太地区。2020 年中国地区收入占比为 7%。从业务结构来看, 克朗斯营收超过 83% 的部分来自饮料灌装设备以及生产线, 饮料制造收入约占比 13%。

图51 克朗斯营业收入变化情况



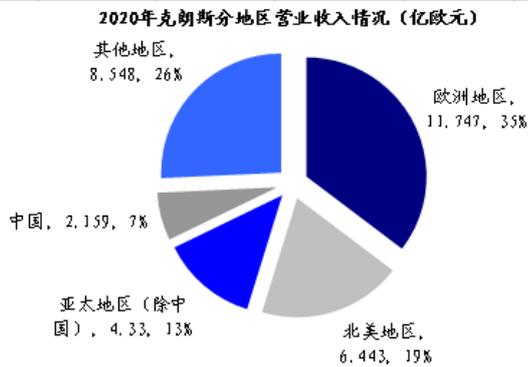
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图52 克朗斯净利润变化情况



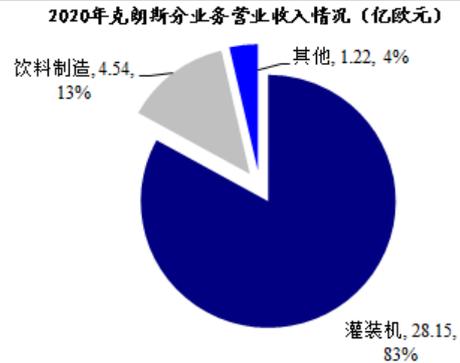
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图53 2020年克朗斯分地区营业收入情况



资料来源: 克朗斯年度报告, 海通证券研究所

图54 2020年克朗斯分业务营业收入情况

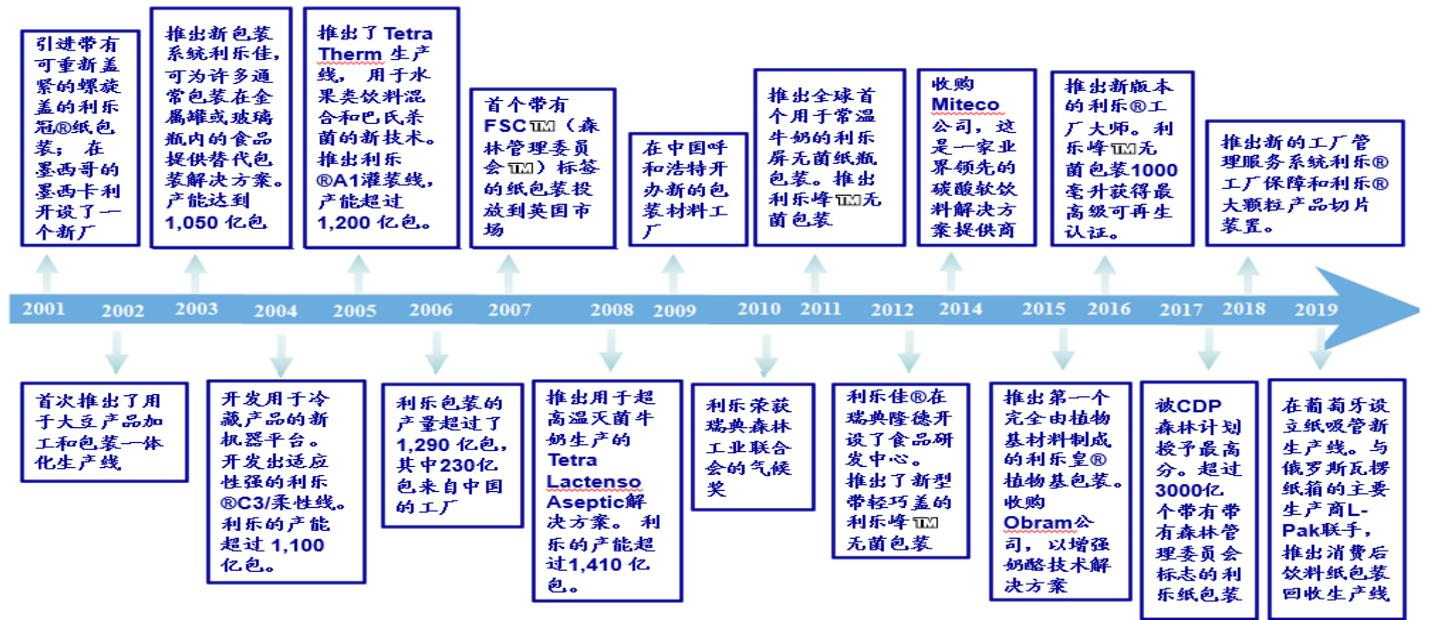


资料来源: 克朗斯年度报告, 海通证券研究所

### 3.2 利乐：无菌包装技术的行业先驱

利乐拉伐集团总部设在瑞士，是一家私有工业集团，旗下有三个子品牌：Tetra Pak（利乐）、Sidel（西得乐）和 DeLaval（利拉伐）。利乐是一家提供食品加工与包装的完整解决方案的公司，致力于在制造过程和分销过程中将所有原材料和能源的消耗降至最低。利乐的产品种类繁多，覆盖乳制品、饮料、冰淇淋、奶酪、食品和蔬菜以及宠物食品等产品的加工和包装生产线，在乳制品方面为巴氏消毒和无菌包装产品提供的包装系统不少于 12 种，基本分为纸包装和塑料包装两类。在常温纸盒包装业务领域，利乐公司处于世界领先地位。

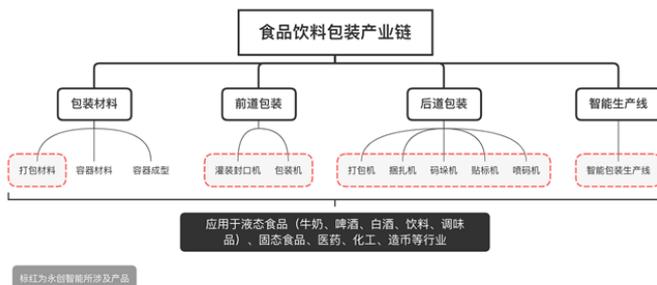
图55 利乐公司发展历程



资料来源: 利乐官网, 海通证券研究所整理

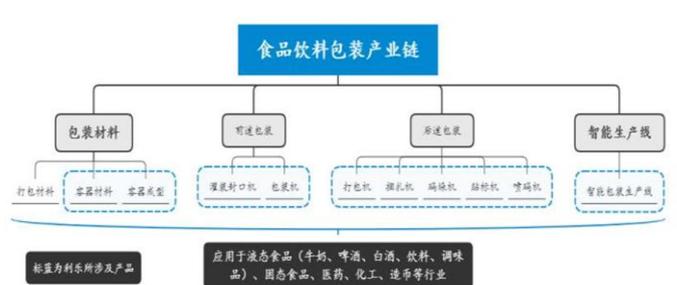
永创智能和利乐产品布局的差异主要也在包装材料方面, 利乐能够给客户id提供多样式的无菌包装 (七种) 和冷藏包装 (三套) 材料和配套成型设备, 极大程度上满足了客户在包装材料上的需求。同时, 利乐也为食品制造业提供一体化加工、包装和分销解决方案, 并为不同的包装方案提供灌装机。

图56 永创智能产品线



资料来源: 永创智能官网, 海通证券研究所

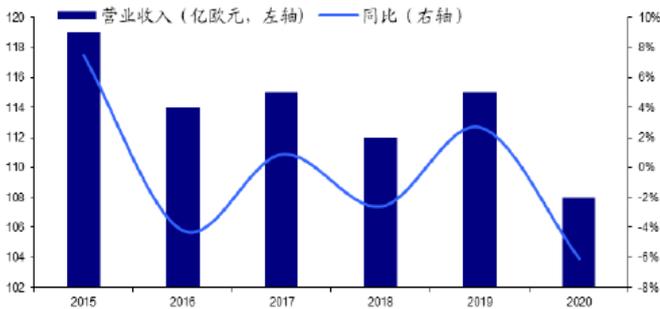
图57 利乐公司产品线



资料来源: 利乐官网, 海通证券研究所

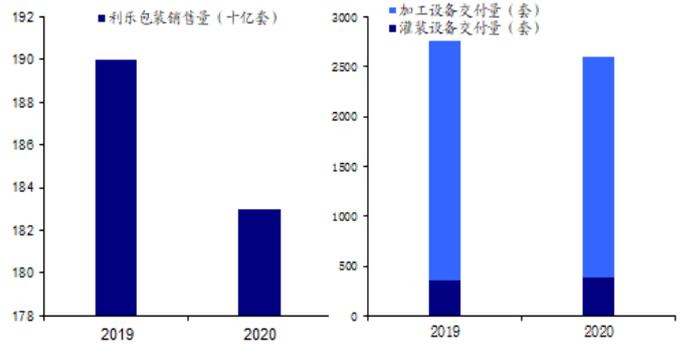
利乐公司的业务在全球较为分散, 其中亚太地区在 2020 年营业收入中占比达到 35%, 利乐产品涵盖许多食品饮料子行业。其中液态乳制品行业贡献了利乐超半成的收入。

图58 利乐营收变化情况



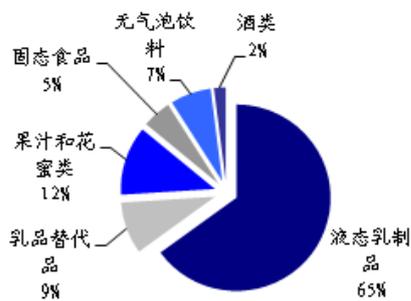
资料来源：利乐拉伐官网，利乐年度报告，海通证券研究所

图59 利乐产品销售交付量



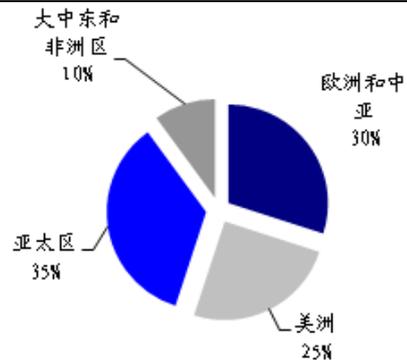
资料来源：利乐拉伐官网，利乐年度报告，海通证券研究所

图60 2020 年利乐分行业营收情况



资料来源：利乐拉伐官网，利乐年度报告，海通证券研究所

图61 2020 年利乐分地区营收占比



资料来源：利乐拉伐官网，利乐年度报告，海通证券研究所

## 4. 盈利预测

2020 年度，公司所处包装设备行业发展较好，尤其是新冠疫情之后，随着经济稳定发展，下游以食品为代表的消费品行业出现强劲反弹，但人口红利下降，下游消费品行业快速发展的过程中，对自动化设备的高度依赖，直接推动公司业务的快速发展。我们持续看好公司未来的发展：

(1) **研发能力在行业中处于领先地位**：公司在 2020 年增加研发投入，研发完成高端无菌灌装系统；优化工业机器人的应用技术；完成包括包装过程的制造执行系统(生产管理系统)的“永创智能 DMC 平台”整体架构设计；提高公司产品整体的稳定性、先进性及智能化程度；

(2) **产品系统集成优势**：目前，公司已形成了较为完善的包装设备产品体系，公司设计制造的啤酒智能包装生产线、酸奶、牛奶智能包装生产线、白酒智能包装生产线，实现啤酒、牛奶、白酒等产品灌装、封口、贴标、打码、装箱、封箱、码垛等包装环节的系列化、智能化、无人化。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；

(3) **丰富的客户资源有助于新品快速推广**：经过多年发展，公司已为食品、饮料、医药、化工、造币印钞等多行业万余家客户提供产品及服务，积累了丰富的行业应用经验，为公司在产业链的扩展方面奠定了良好的基础；公司下游主要客户包括伊利、蒙牛、雪花啤酒、百威啤酒、海尔、格力等消费品行业的龙头企业，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，为公司持续稳定发展奠定了良好基础。

盈利预测：考虑到公司产品具有较大发展空间，我们预计公司 2021-2023 年摊薄 EPS 分别为 0.54、0.77、1.02 元/股，参考可比公司估值，我们认为公司 21 年合理的

PE 估值区间为 35-40 倍，对应的合理价值区间为 18.90-21.60 元，给予“优于大市”评级。

风险提示：市场竞争风险、原材料价格波动。

表 7 主营业务收入预测及主要假设

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>分产品销售收入 (百万元)</b>					
智能包装生产线	675.5	724.9	1014.8	1420.8	1847.0
标准单机设备	730.2	811.7	1095.8	1424.6	1780.7
其他设备及配件	227.8	262.2	301.5	346.8	398.8
包装材料	227.4	202.3	263.0	341.9	427.4
其他业务	10.2	18.9	23.7	27.2	29.9
合计主营业务收入	1871.2	2020.1	2698.9	3561.2	4483.8
<b>分产品销售增长率 (%)</b>					
智能包装生产线	26.9%	7.3%	40.0%	40.0%	30.0%
标准单机设备	5.0%	11.2%	35.0%	30.0%	25.0%
其他设备及配件	13.3%	15.1%	15.0%	15.0%	15.0%
包装材料	7.7%	-11.1%	30.0%	30.0%	25.0%
其他业务	-9.3%	85.7%	25.0%	15.0%	10.0%
合计增长率	13.3%	8.0%	33.6%	32.0%	25.9%
<b>分产品销售毛利率 (%)</b>					
智能包装生产线	31.4%	33.6%	33.6%	34.6%	35.1%
标准单机设备	29.6%	29.6%	30.1%	31.2%	31.4%
其他设备及配件	31.4%	45.2%	45.2%	45.2%	45.2%
包装材料	18.2%	21.5%	21.5%	21.5%	21.5%
其他业务	55.7%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%
合计销售毛利率	29.2%	32.6%	32.6%	33.3%	33.5%

资料来源：wind，海通证券研究所

表 8 可比公司估值 (2020/7/6)

公司名称	乐惠国际
收盘价 (元/股)	49.08
2021 年每股收益 (元/股)	1.15
2021PE (倍)	42.64

资料来源：wind，海通证券研究所

注：2021 年每股收益来自 wind 一致预期

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>2020</b>	<b>2699</b>	<b>3561</b>	<b>4484</b>
每股收益	0.35	0.54	0.77	1.02	营业成本	1361	1818	2399	3010
每股净资产	3.13	3.69	4.48	5.52	毛利率%	32.6%	32.6%	32.6%	32.9%
每股经营现金流	0.70	0.30	0.58	0.72	营业税金及附加	14	18	24	30
每股股利	0.00	0.11	0.00	0.00	营业税金率%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	163	218	287	362
P/E	47.21	30.36	21.47	16.23	营业费用率%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%
P/B	5.26	4.47	3.68	2.99	管理费用	112	149	197	248
P/S	3.59	2.98	2.26	1.80	管理费用率%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
EV/EBITDA	12.64	21.07	16.07	12.38	EBIT	251	335	443	567
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	35	33	29	24
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	1.7%	1.2%	0.8%	0.5%
毛利率	32.6%	32.6%	32.6%	32.9%	资产减值损失	-32	-28	-25	-25
净利润率	8.4%	9.8%	10.5%	11.1%	投资收益	24	5	7	9
净资产收益率	11.1%	14.7%	17.2%	18.4%	<b>营业利润</b>	<b>192</b>	<b>293</b>	<b>414</b>	<b>549</b>
资产回报率	4.6%	6.4%	7.3%	7.9%	营业外收支	-2	2	3	2
投资回报率	9.7%	13.6%	15.3%	16.4%	<b>利润总额</b>	<b>190</b>	<b>295</b>	<b>417</b>	<b>551</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	305	383	491	615
营业收入增长率	8.0%	33.6%	32.0%	25.9%	所得税	18	28	40	53
EBIT 增长率	81.8%	33.6%	32.2%	28.1%	有效所得税率%	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%
净利润增长率	73.1%	55.5%	41.4%	32.3%	少数股东损益	1	1	2	2
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>171</b>	<b>265</b>	<b>375</b>	<b>496</b>
资产负债率	58.6%	55.2%	55.9%	55.4%					
流动比率	1.59	1.68	1.67	1.69	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
速动比率	0.81	0.68	0.67	0.70	货币资金	765	391	570	844
现金比率	0.43	0.21	0.23	0.27	应收账款及应收票据	414	578	762	960
<b>经营效率指标</b>					存货	1314	1756	2316	2907
应收帐款周转天数	74.71	78.00	78.00	78.00	其它流动资产	355	426	443	499
存货周转天数	352.42	352.42	352.42	352.42	流动资产合计	2848	3151	4091	5210
总资产周转率	0.54	0.65	0.69	0.71	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	5.06	5.79	6.88	8.12	固定资产	399	466	517	552
					在建工程	3	23	38	48
					无形资产	167	159	151	143
					非流动资产合计	901	980	1038	1075
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>资产总计</b>	<b>3749</b>	<b>4131</b>	<b>5129</b>	<b>6284</b>
净利润	171	265	375	496	短期借款	378	0	0	0
少数股东损益	1	1	2	2	应付票据及应付账款	639	853	1126	1413
非现金支出	115	76	73	73	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	16	19	11	9	其它流动负债	771	1018	1331	1661
营运资金变动	42	-216	-176	-227	流动负债合计	1788	1871	2456	3074
<b>经营活动现金流</b>	<b>344</b>	<b>146</b>	<b>284</b>	<b>354</b>	长期借款	7	7	7	7
资产	-138	-118	-93	-68	其它长期负债	401	401	401	401
投资	-78	0	0	0	非流动负债合计	408	408	408	408
其他	59	5	7	9	<b>负债总计</b>	<b>2196</b>	<b>2280</b>	<b>2865</b>	<b>3482</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-158</b>	<b>-113</b>	<b>-85</b>	<b>-59</b>	实收资本	439	489	489	489
债权募资	553	-378	0	0	归属于母公司所有者权益	1531	1801	2187	2698
股权募资	30	49	0	0	少数股东权益	21	23	24	27
其他	-915	-79	-20	-20	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>3749</b>	<b>4131</b>	<b>5129</b>	<b>6284</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-332</b>	<b>-407</b>	<b>-20</b>	<b>-20</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>-149</b>	<b>-374</b>	<b>179</b>	<b>274</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 07 月 06 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2020), 海通证券研究所

# 信息披露

## 分析师声明

余炜超 机械行业  
周丹 机械行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 浙江鼎力,快克股份,捷昌驱动,伊之密,中联重科,中控技术,力星股份,捷佳伟创,银都股份,弘亚数控,迈为股份,晶盛机电,杭氧股份,先导智能,天准科技,三一重工,创世纪,安徽合力,中密控股,凯迪股份,杰瑞股份,建设机械,恒立液压,昊志机电

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

## 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“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客户。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。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。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

## 海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长  
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长  
(021)63411586 gaodd@htsec.com

邓勇 副所长  
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长  
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理  
(021)23219747 tll5535@htsec.com

余文心 所长助理  
(0755)82780398 ywx9461@htsec.com

### 宏观经济研究团队

宋潇 (021)23154483 sx11788@htsec.com  
梁中华 (021)23219820 lzh13508@htsec.com  
联系人  
应稼娴 (021)23219394 yjx12725@htsec.com  
侯欢 (021)23154658 hh13288@htsec.com  
李俊 (021)23154149 lj13766@htsec.com  
李林芷 llz13859@htsec.com

### 金融工程研究团队

高道德 (021)63411586 gaodd@htsec.com  
冯佳睿 (021)23219732 fengjr@htsec.com  
郑雅斌 (021)23219395 zhengyb@htsec.com  
罗蕾 (021)23219984 ll9773@htsec.com  
余浩淼 (021)23219883 yhm9591@htsec.com  
袁林青 (021)23212230 ylq9619@htsec.com  
姚石 (021)23219443 ys10481@htsec.com  
张振岗 (021)23154386 zzg11641@htsec.com  
颜伟 (021)23219914 yw10384@htsec.com  
联系人  
孙丁茜 (021)23212067 sdq13207@htsec.com  
张耿宇 (021)23212231 zgy13303@htsec.com

### 金融产品研究团队

高道德 (021)63411586 gaodd@htsec.com  
倪韵婷 (021)23219419 niyt@htsec.com  
唐洋运 (021)23219004 tangyy@htsec.com  
徐燕红 (021)23219326 xyh10763@htsec.com  
谈鑫 (021)23219686 tx10771@htsec.com  
庄梓恺 (021)23219370 zzk11560@htsec.com  
联系人  
谭实宏 (021)23219445 tsh12355@htsec.com  
吴其右 (021)23154167 wqy12576@htsec.com  
黄雨薇 (021)23219645 hyw13116@htsec.com  
张弛 (021)23219773 zc13338@htsec.com  
滕颖杰 (021)23219433 tyj13580@htsec.com  
江涛 (021)23219879 jt13892@htsec.com

### 固定收益研究团队

姜珺珊 (021)23154121 jps10296@htsec.com  
联系人  
王巧喆 (021)23154142 wqz12709@htsec.com  
张紫睿 (021)23154484 zzz13186@htsec.com  
孙丽萍 (021)23154124 slp13219@htsec.com  
王冠军 (021)23154116 wgj13735@htsec.com

### 策略研究团队

荀玉根 (021)23219658 xyg6052@htsec.com  
高上 (021)23154132 gs10373@htsec.com  
李影 (021)23154117 ly11082@htsec.com  
李林醒 lsx11330@htsec.com  
曾知 (021)23219810 zz9612@htsec.com  
郑子勋 (021)23219733 zzx12149@htsec.com  
联系人  
吴信坤 (021)23154147 wxk12750@htsec.com  
杨锦 (021)23154504 yy13768@htsec.com  
余培仪 (021)23219400 ypy13768@htsec.com

### 中小市值团队

钮宇鸣 (021)23219420 ymniu@htsec.com  
孔维娜 (021)23219223 kongwn@htsec.com  
潘莹练 (021)23154122 pyl10297@htsec.com  
相姜 (021)23219945 xj11211@htsec.com  
联系人  
王园沁 (021)23154123 wyq12745@htsec.com

### 政策研究团队

李明亮 (021)23219434 lml@htsec.com  
吴一萍 (021)23219387 wuyiping@htsec.com  
朱蕾 (021)23219946 zl8316@htsec.com  
周洪荣 (021)23219953 zhr8381@htsec.com  
王旭 (021)23219396 wx5937@htsec.com

### 石油化工行业

邓勇 (021)23219404 dengyong@htsec.com  
朱军军 (021)23154143 zjj10419@htsec.com  
胡歆 (021)23154505 hx11853@htsec.com  
张璇 (021)23219411 zx12361@htsec.com

### 医药行业

余文心 (0755)82780398 ywx9461@htsec.com  
郑琴 (021)23219808 zq6670@htsec.com  
贺文斌 (010)68067998 hwb10850@htsec.com  
范国斌 (021)23154384 fgq12116@htsec.com  
联系人  
梁广楷 (010)56760096 lgk12371@htsec.com  
孟陆 (010)56760096 ml13172@htsec.com  
周航 (021)23219671 zh13348@htsec.com  
朱赵明 (021)23154120 zzm12569@htsec.com  
彭婷 (010)68067998 pp13606@htsec.com

### 汽车行业

王猛 (021)23154017 wm10860@htsec.com  
杜威 (0755)82900463 dw11213@htsec.com  
曹雅倩 (021)23154145 cyq12265@htsec.com  
联系人  
房乔华 (021)23219807 fqh12888@htsec.com  
郑蕾 (021)23963569 zl12742@htsec.com

### 公用事业

戴元灿 (021)23154146 dyc10422@htsec.com  
傅逸帆 (021)23154398 fuf11758@htsec.com  
于鸿光 (021)23219646 yhg13617@htsec.com  
吴杰 (021)23154113 wj10521@htsec.com

### 批发和零售贸易行业

李宏科 (021)23154125 lhk11523@htsec.com  
高瑜 (021)23219415 gy12362@htsec.com  
汪立亭 (021)23219399 wanglt@htsec.com  
康璐 (021)23212214 kl13778@htsec.com  
联系人  
曹蕾娜 (021)23154125 cln13796@htsec.com

### 互联网及传媒

郝艳辉 (010)58067906 hyh11052@htsec.com  
毛云聪 (010)58067907 myc11153@htsec.com  
陈星光 (021)23219104 cxg11774@htsec.com  
孙小雯 (021)23154120 sxw10268@htsec.com  
联系人  
康百川 (021)23212208 kbc13683@htsec.com

### 有色金属行业

施毅 (021)23219480 sy8486@htsec.com  
陈晓航 (021)23154392 cxh11840@htsec.com  
耿嘉尧 (021)23154394 gjy11909@htsec.com  
联系人  
郑景毅 (021)23154394 zjy12711@htsec.com  
余金花 (021)23154394 sjh13785@htsec.com

### 房地产行业

涂力磊 (021)23219747 tll5535@htsec.com  
谢益 (021)23219436 xiey@htsec.com  
金晶 (021)23154128 jj10777@htsec.com  
杨凡 (010)58067828 yf11127@htsec.com

<p><b>电子行业</b> 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 李 轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 刘 溢(021)23219748 ly12337@htsec.com 联系人 肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com 文 灿 wc13799@htsec.com 薛逸民 xym13863@htsec.com</p>	<p><b>煤炭行业</b> 李 焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 王 涛(021)23219760 wt12363@htsec.com 吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com</p>	<p><b>电力设备及新能源行业</b> 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房 青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾 彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com 张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com 联系人 姚望洲(021)23154184 ywz13822@htsec.com</p>
<p><b>基础化工行业</b> 刘 威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 李 智(021)23219392 lz11785@htsec.com</p>	<p><b>计算机行业</b> 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨 林(021)23154174 yl11036@htsec.com 于成龙(021)23154174 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com 联系人 杨 蒙(0755)23617756 ym13254@htsec.com</p>	<p><b>通信行业</b> 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张峰青(021)23219383 zzq11650@htsec.com 联系人 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com 夏 凡(021)23154128 xf13728@htsec.com</p>
<p><b>非银行金融行业</b> 孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何 婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 李芳洲(021)23154127 l fz11585@htsec.com 联系人 任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com</p>	<p><b>交通运输行业</b> 虞 楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江(010)56760091 l yj12399@htsec.com 陈 宇(021)23219442 cy13115@htsec.com</p>	<p><b>纺织服装行业</b> 梁 希(021)23219407 lx11040@htsec.com 盛 开(021)23154510 sk11787@htsec.com</p>
<p><b>建筑建材行业</b> 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com 申 浩(021)23154114 sh12219@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com</p>	<p><b>机械行业</b> 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 周 丹 zd12213@htsec.com 吉 晟(021)23154653 js12801@htsec.com 赵玥炜(021)23219814 zyw13208@htsec.com 联系人 赵靖博(021)23154119 zjb13572@htsec.com</p>	<p><b>钢铁行业</b> 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zh11756@htsec.com</p>
<p><b>建筑工程行业</b> 张欣劼 z xj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf h12225@htsec.com</p>	<p><b>农林牧渔行业</b> 丁 频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈 阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 刘丛丛(021)23219164 lcc13806@htsec.com 联系人 孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com</p>	<p><b>食品饮料行业</b> 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com</p>
<p><b>军工行业</b> 张恒暄 zhx10170@htsec.com 张高艳 0755-82900489 zgy13106@htsec.com 联系人 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com</p>	<p><b>银行行业</b> 孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23154395 lj12245@htsec.com 联系人 董栋梁(021)23219356 ddl13026@htsec.com</p>	<p><b>社会服务行业</b> 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 许樱之(755)82900465 xyz11630@htsec.com 联系人 毛弘毅(021)23219583 mhy13205@htsec.com</p>
<p><b>家电行业</b> 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李 阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 刘 璐(021)23214390 ll11838@htsec.com</p>	<p><b>造纸轻工行业</b> 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 赵 洋(021)23154126 zy10340@htsec.com 郭庆龙 gq13820@htsec.com 联系人 柳文韬(021)23219389 lwt13065@htsec.com</p>	

## 研究所销售团队

<p><b>深广地区销售团队</b> 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com 蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com 饶 伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com 巩柏含 gbh11537@htsec.com 滕雪竹 txz13189@htsec.com</p>	<p><b>上海地区销售团队</b> 胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com 黄 诚(021)23219397 hc10482@htsec.com 李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com 黄 毓(021)23219410 huangyu@htsec.com 李 寅 021-23219691 ly12488@htsec.com 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com 马晓男 mxn11376@htsec.com 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com 王朝领 wcl11854@htsec.com 张思宇 zsy11797@htsec.com</p>	<p><b>北京地区销售团队</b> 朱 健(021)23219592 zhuj@htsec.com 殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com 郭 楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com 董晓梅 dxm10457@htsec.com 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com 郭金珪(010)58067851 gjy12727@htsec.com 张钧博 zjb13446@htsec.com 高 瑞 gr13547@htsec.com</p>
--	--	---

海通证券股份有限公司研究所  
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼  
电话：（021）23219000  
传真：（021）23219392  
网址：www.htsec.com