

2020年08月19日

# 乘“颜值经济”，“翔”崛起之势

## 翔港科技(603499)

### 我们为什么看好翔港科技？

公司作为国内唯一一家深耕化妆品外包装领域的上市公司，在化妆品外包装市场占据主导地位。随着“颜值经济”和“网红经济”的崛起，近年来国内化妆品市场呈现加速成长态势。我们认为，翔港科技深耕化妆品外包装多年，有望受益于下游化妆品行业的高景气所带来的需求支撑，伴随下游化妆品行业的高速增长而增长。经过多年深耕，翔港科技积累了丰富的客户资源，与较多国内外知名客户建立了长期稳定的合作关系。公司的主要客户联合利华、雅诗兰黛等都为国内外日化行业知名企业，业绩向好，产品需求稳定，主要客户的高速发展将持续为公司带来订单，与主要客户的深度绑定将为公司持续稳定发展提供支撑。此外，公司2019年通过可转债募集2亿资金投入化妆品代工业务，有望成为雅诗兰黛在中国的第一家化妆品代工商。今年公司还收购了久塑科技70%股权进入化妆品内包市场，扩大业务版图，提高公司综合接单能力，打造外包+内包+化妆品代工一体化供应链。我们认为，公司的新兴业务将与传统业务互补、协同发展，为公司业绩谋求新的增长点的同时，也将提升公司的抗风险能力，增强公司的市场竞争力。

### 主要观点：

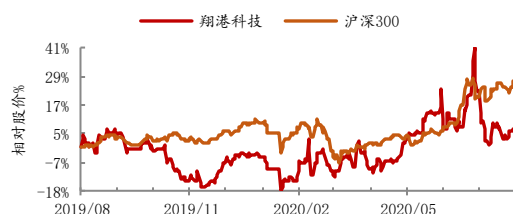
#### ► 包装印刷业与化妆品行业均景气度向好，公司发展可期

包装印刷业是近年来印刷子行业中最具成长性的行业之一，连续以10%-12%的增速快速增长。随着先进技术与设备的不断引进以及下游行业需求的不断增长，包装印刷业增速持续可观。随着居民生活水平的不断提高和对于个人颜值要求的日趋提升，“颜值经济”开始崛起，化妆品消费逐渐成为居民日常生活的刚需，化妆品市场也因此迎来了十分强劲的增长，中国美妆和个人护理市场规模从2013年的2492亿元上升至2019年的4777亿元，年化复合增速高达11.5%，限额以上化妆品零售额由2013年的1625亿元上升至2019年的2992亿元，年化复合增速高达10.7%，在所有消费品类中位居第二。并且随着消费者消费水平的改善与消费习惯的改变，预计化妆品市场景气度将持续向好，未来三年美容个护行业规模增速有望保持在10%+。我们认为受益于包装印刷业与化妆品行业的高景气度，长远来看公司发展潜力巨大。

#### ► 公司与第一大客户联合利华深度绑定，有望与联合利华共同成长

### 评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	12.43
股票代码：	603499
52周最高价/最低价：	20.13/11.68
总市值(亿)	24.48
自由流通市值(亿)	6.13
自由流通股数(百万)	49.74



分析师：徐林锋  
邮箱：xulf@hx168.com.cn  
SAC NO：S1120519080002  
联系电话：

分析师：戚志圣  
邮箱：qizs@hx168.com.cn  
SAC NO：S1120519100001  
联系电话：

### 相关研究

公司自 2006 年通过主动联系的形式与日化巨头联合利华建立起合作关系，起初合作的产品为促销品包装及说明书，产品较为单一，随着公司与联合利华合作的进一步加深，公司与联合利华合作的业务范畴、产品系列种类逐步增加，合作产品包含金纺、奥妙、清扬、中华牙膏、立顿、可爱多、梦龙等多个知名系列产品，目前公司已与联合利华合作十余年，形成了长期稳定的合作关系。若联合利华选择更换新的供应商，则在供应商的筛选、督促其整改至符合其要求的过程中，需付出大量的时间成本、磨合成本，相关系列的产品生产会受到影响，从而给整体经营带来不利影响。因此，联合利华未来不太可能更换新供应商，将长期与公司深度绑定，而联合利华持续向好的需求也将为公司带来订单的保证，保障公司长期稳定发展。

► **传统业务稳步向前，新兴业务打造新增长点**

公司的三大传统主营业务——彩盒业务、标签业务和说明书、宣传页、吊牌等其他主营业务近年来发展态势良好，整体稳步向前。公司于 2019 年通过可转债募集 2 亿资金投向化妆品代工业务，2019 年 11 月已投产，产能预计在 6 年内逐步释放，预计 2025 年的达产收入为 3.58 亿。公司还于今年收购了久塑科技 70% 股权，预计未来五年收入年化复合增速达 5.75%，受益于疫情期间相关需求的释放，预计久塑科技今年业绩会有不俗表现。

**投资建议：**

公司深耕化妆品外包装领域多年，与下游优质客户深度绑定，近两年又开拓了化妆品代工业务与内包业务，与外包业务协同发展，我们坚定看好公司的中长期投资价值。我们预计公司 2020/2021/2022 年归母净利润分别为 0.15/0.24/0.44 亿元，对应 EPS 分别为 0.08/0.12/0.22 元。公司下游化妆品行业高景气，并与优质客户深度绑定，增长前景可期，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示**

1) 行业竞争加剧。2) 新兴业务发展不及预期。

**盈利预测与估值**

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	357.44	325.16	479.60	679.08	934.56
YoY (%)	5.35%	-9.03%	47.50%	41.59%	37.62%
归母净利润(百万元)	48.07	14.81	15.11	23.88	44.10
YoY (%)	4.88%	-69.19%	2.01%	58.05%	84.73%
毛利率 (%)	23.16%	18.53%	20.53%	22.31%	24.65%
每股收益 (元)	0.24	0.07	0.08	0.12	0.22
ROE	8.94%	2.76%	2.73%	4.14%	7.11%
市盈率	51.35	166.69	163.40	103.38	55.96

资料来源: wind, 华西证券研究所

正文目录

1. 前言：推荐逻辑以及快速读懂翔港科技.....	5
2. 化妆品外包装供应商，致力于一体化业务模式.....	6
2.1. 业绩短期承压，中长期需求向好.....	6
2.2. 成长历史：内生与外延并举，不断推进一体化进程.....	8
2.3. 公司战略概览：围绕生产端与业务端发力，全面提升公司市场竞争力.....	9
2.4. 公司股权集中，发布股票激励计划彰显业绩信心.....	10
3. 包装印刷业高速增长，下游化妆品行业景气突出.....	11
3.1. 包装印刷业成长性突出，绿色包装与智能化包装成为趋势.....	11
3.2. 下游化妆品行业高景气，化妆品代工市场蓬勃发展.....	13
4. 传统业务：三大主营业务稳步向前，深度绑定联合利华构筑公司护城河.....	15
4.1. 三大主营业务稳步向前，彩盒业务贡献最高占比.....	15
4.2. 联合利华系公司第一大客户，深度绑定联合利华构筑公司护城河.....	17
5. 新兴业务：内生拓展化妆品代工业务，外延收购久塑科技.....	19
5.1. 拓展化妆品代工业务，完善一体化供应.....	19
5.2. 外延收购久塑科技，进一步完善产业链布局.....	21
6. 盈利预测及投资建议.....	22
7. 风险提示.....	24

**图表目录**

图 1 行业高景气+深度绑定优质客户构筑护城河，三大业务协同发展打造一体化优势.....	6
图 2 公司历史营收表现.....	7
图 3 公司历史业绩表现.....	7
图 4 公司毛利率与净利率情况.....	7
图 5 公司与可比公司毛利率对比.....	7
图 6 公司 ROE 有所下滑.....	8
图 7 翔港科技历史沿革.....	9
图 8 AR 包装.....	10
图 9 翔港科技 AGV 智能化无人驾驶叉车.....	10
图 10 19 年 10 月 18 日上海瑾亭化妆品有限公司开幕.....	10
图 11 久塑科技产品系列.....	10
图 12 翔港科技股权结构.....	11
图 13 2011-2017 年中国印刷业市场规模及增速.....	12
图 14 2011-2017 年中国印刷企业数量及增速.....	12
图 15 绿色包装相关政策梳理.....	12
图 16 百雀羚纸盒.....	13
图 17 施华蔻纸盒.....	13
图 18 美容个护行业规模高速增长.....	13
图 19 限额以上化妆品零售额不断提升.....	13
图 20 “85 后”成化妆品消费主力.....	14
图 21 双十一电商 APP 新增用户主要来自下沉市场.....	14
图 22 OEM/ODM 业务流程.....	14
图 23 2014-2018 年知名化妆品 OEM/ODM 厂商营收表现.....	15
图 24 我国化妆品 OEM 市场蓬勃发展.....	15
图 25 公司各大主营业务占比情况.....	16
图 26 雅诗兰黛化妆品礼盒.....	16
图 27 彩盒业务营收及同比增速情况.....	16
图 28 RIO 鸡尾酒标签.....	17
图 29 标签业务营收及同比增速情况.....	17
图 30 电子产品说明书.....	17
图 31 其他主营业务营收及同比增速情况.....	17
图 32 公司客户.....	18
图 33 2019 年公司前五大客户情况.....	18
图 34 联合利华历史营收表现.....	18
图 35 联合利华历史业绩表现.....	18
图 36 清扬纸盒.....	19
图 37 中华牙膏纸盒.....	19
图 38 公司引入化妆品代工业务后实现一体化供应.....	20
图 39 公司与多位客户签订战略合作协议.....	21
图 40 久塑科技客户情况.....	22
图 41 公司收入明细拆分.....	23
图 42 可比公司估值表.....	23

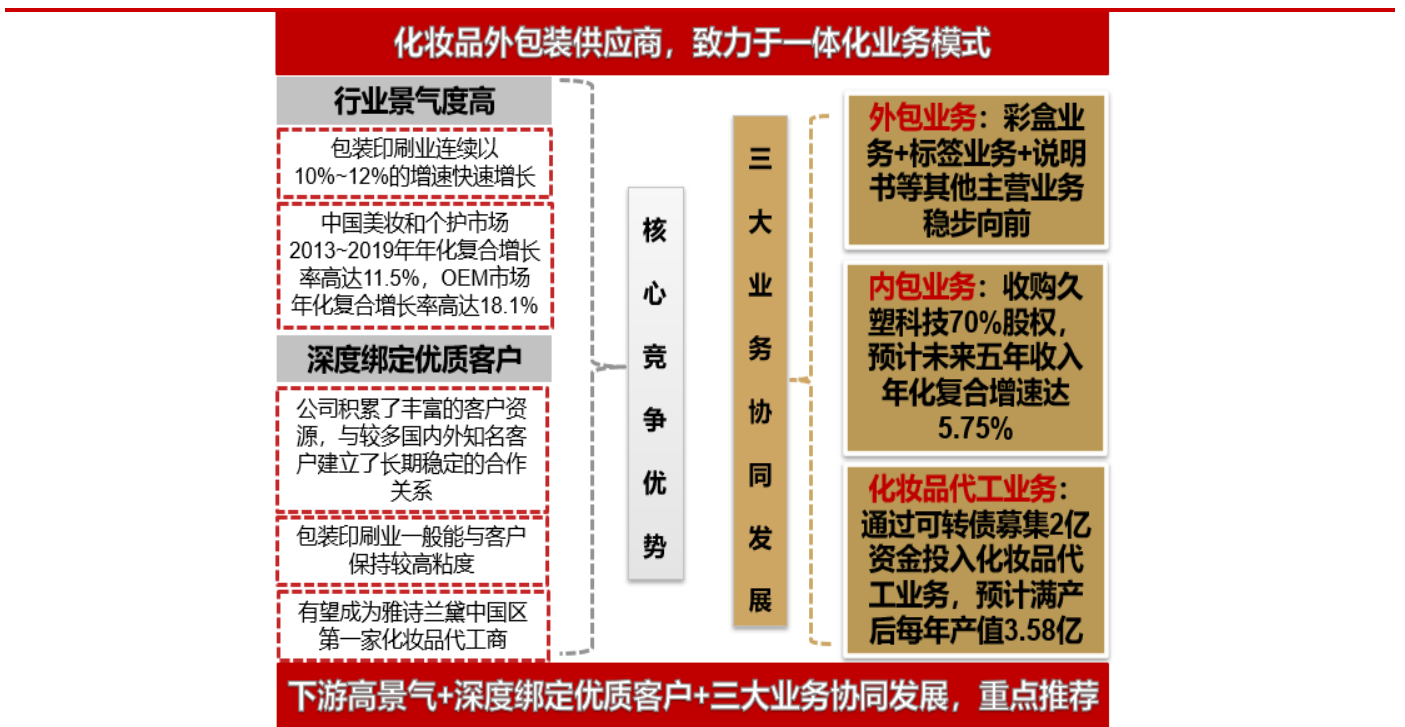
## 1. 前言：推荐逻辑以及快速读懂翔港科技

**下游化妆品行业高景气，公司需求长期向好。**公司自成立以来主要为日化、食品等生产企业提供全方位的包装印刷服务。公司作为国内唯一一家深耕化妆品外包装领域的上市公司，在化妆品外包装市场占据主导地位。而随着“颜值经济”和“网红经济”的崛起，近年来国内化妆品市场呈现加速成长态势，国内化妆品产业链相关公司也因此打开了业绩的快速增长通道。我们认为，翔港科技深耕化妆品外包装领域多年，有望受益于下游化妆品行业的高景气所带来的需求支撑，伴随下游化妆品行业的高速增长而增长。

**深度绑定优质客户，打造公司护城河。**包装印刷产品供应商在被客户接受并成为长期合作供应商之前一般需要经过严格的产品考核、评审与认证过程，因而在成为认证供应商后，包装印刷企业一般能与客户保持较高的粘度。经过多年深耕，翔港科技积累了丰富的客户资源，与较多国内外知名客户建立了长期稳定的合作关系。公司的主要客户联合利华、雅诗兰黛等都为国内外日化行业知名企业，业绩向好，产品需求稳定，主要客户的高速发展将持续为公司带来订单，与主要客户的深度绑定将为公司持续稳定发展提供支撑。

**内生与外延部署新兴业务，打造外包+内包+化妆品代工一体化供应链。**2019年，公司通过可转债募集2亿资金投向化妆品代工业务，计划利用多年以来在日化包材领域积累的优质化妆品客户资源，完善一体化供应，降低客户的采购成本，提升自身的供应效率，并带来增量包材业务，并有望成为雅诗兰黛中国区第一家化妆品代工商。此外，今年公司还收购了久塑科技70%股权进入化妆品内包市场，扩大业务版图，提高公司综合接单能力，打造外包+内包+化妆品代工一体化供应链。我们认为，公司的新兴业务将与传统业务互补、协同发展，为公司业绩谋求新的增长点的同时，也将提升公司的抗风险能力，增强公司的市场竞争力。

图 1 行业高景气+深度绑定优质客户构筑护城河，三大业务协同发展打造一体化优势



资料来源：华西证券研究所整理

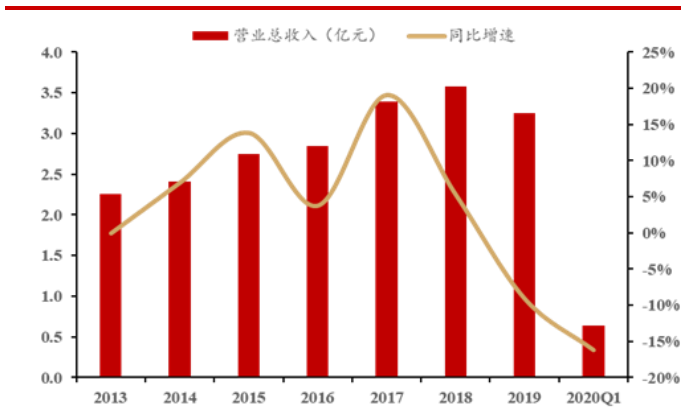
## 2. 化妆品外包装供应商，致力于一体化业务模式

### 2.1. 业绩短期承压，中长期需求向好

化妆品外包装供应商，致力于提供一体化包装印刷解决方案。翔港科技是国内优秀的包装印刷一体化解决方案供应商，成立于 2006 年，于 2017 年在上海证券交易所上市，主要从事包装印刷产品的研发、生产和销售，致力于为日化、食品为主的生产企业提供一体化的包装印刷解决方案。公司成立以来，以对印刷包装效果、质量、功能性要求较高的日化行业为核心，经过多年的研发及技术积累，将产品从单一的基础纸质基材拓展到以卡纸、复合纸、环保纸、微细瓦楞纸、塑料等多种材料为基材的包装印刷产品，并逐步形成了从产品设计、方案优化、加工生产到第三方采购与包装产品物流配送、供应商库存管理以及辅助包装作业的一体化业务模式。

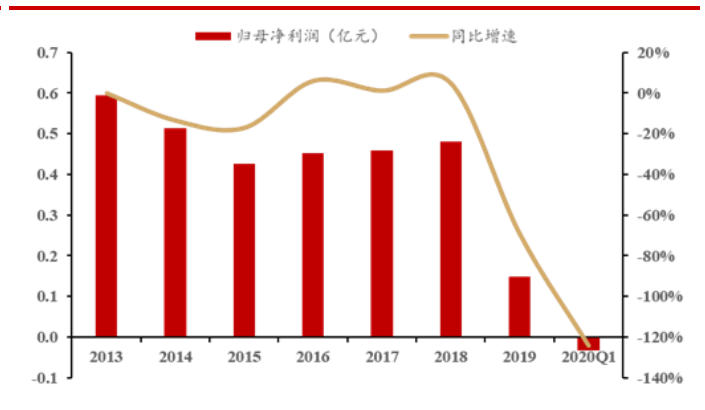
营收规模总体上升，业绩短期承压。公司近年来营收规模总体呈上升的态势，公司总营收从 2013 年的 2.25 亿增长至 2019 年的 3.25 亿，年化复合增长率为 6.3%。公司营收增速自 17 年以来有所回落，2019 年公司实现营收 3.25 亿，同比下滑 9.03%，主要系消费品为主的下游包材客户采购价格波动的影响。2020 年 Q1 受疫情影响，公司实现营收 0.63 亿，同比下降 16.14%，在市场合理预期之内。公司归母净利润自 15-18 年实现了一定的上升，但由于原材料及人工成本的上升与租金收入减少的影响，公司 2019 年实现归母净利润 0.15 亿，同比下降 69.19%。2020 年 Q1 由于受到疫情影响，公司业绩再次承压，公司实现 0.03 亿的亏损，同比下降 124.09%。但短期的亏损并未影响公司的存续经营，并且综合下游日化行业的持续高景气以及化妆品与食品的刚需属性，公司业绩未来有较大回升空间。

图2 公司历史营收表现



资料来源：wind，华西证券研究所

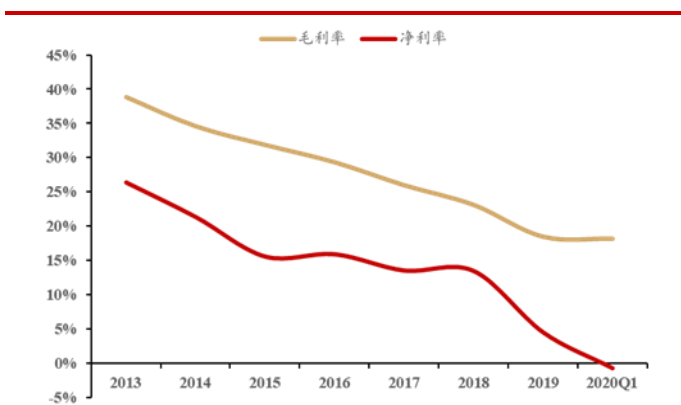
图3 公司历史业绩表现



资料来源：wind，华西证券研究所

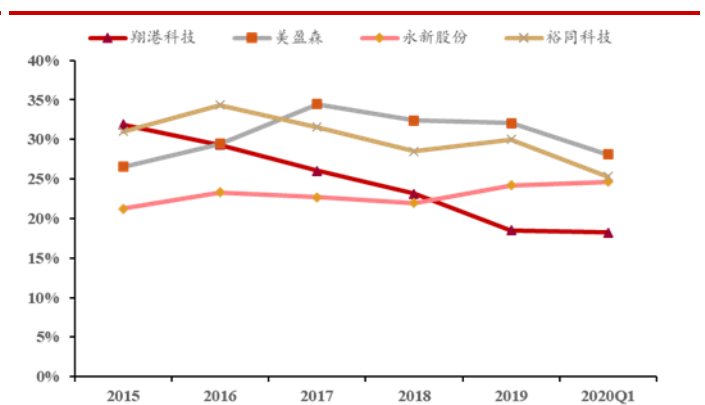
**毛利率与净利率承压，毛利率处于行业低位。**近年来，由于市场竞争加剧、主要原辅材料价格上涨、人工成本上升、折旧费用上升及以消费品为主的下游包材客户采购价格波动的影响，公司毛利率总体呈下滑态势。2019年公司毛利率18.53%，同比下滑了4.63pct。2020Q1，叠加疫情的影响，公司实现毛利率18.24%，同比下降了8.75pct。净利率近些年来也在不断下滑，18年以来有下滑速度加快趋势。2019年公司实现净利率4.47%，2020Q1公司实现净利率-0.77%。由于公司近些年毛利率总体呈下滑趋势，公司的毛利率从可比公司中的高位下滑至可比公司的低位，后续原材料价格继续上涨可能性不大，并且公司智能化的发展将节省相当一部分人工成本，此外公司也在不断进行产品与服务的升级，预计后续毛利率和净利率会显著改善。

图4 公司毛利率与净利率情况



资料来源：wind，华西证券研究所

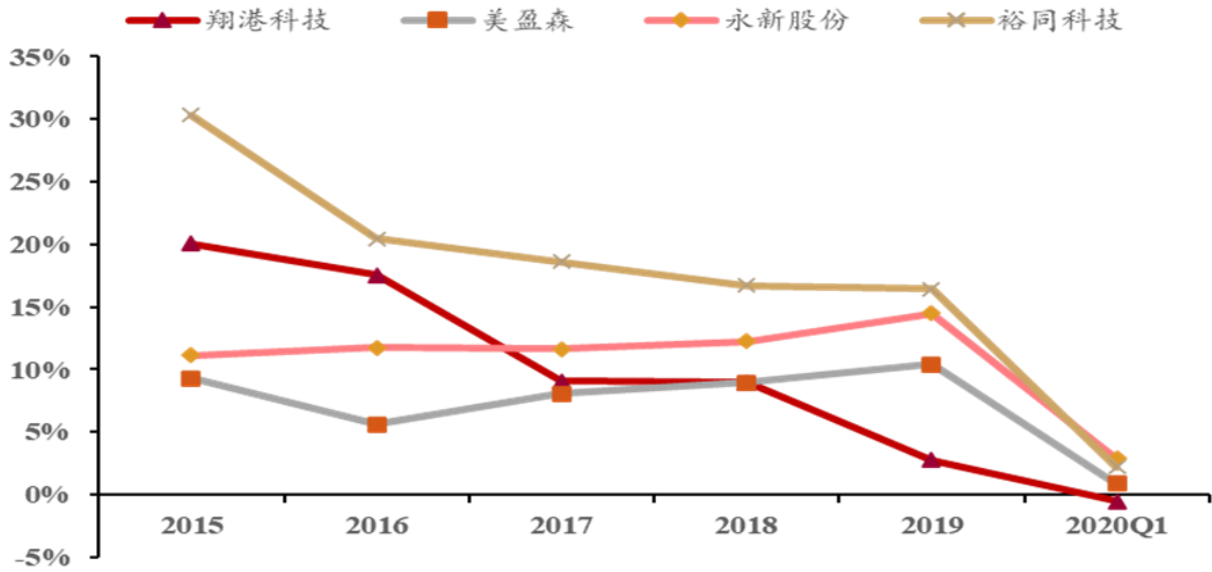
图5 公司与可比公司毛利率对比



资料来源：wind，华西证券研究所

**ROE近年来有所下滑，目前位于行业低位。**公司近年来ROE整体呈下降态势，主要系净利率与资产周转率的不断下滑。2019年公司实现ROE2.76%，同比下滑6.18pct。2020Q1，受疫情影响，ROE进一步下滑至-0.55%。在可比公司中，公司ROE由2015年位于行业高位下滑至如今的低位，后续随着公司盈利能力的不断改善，ROE也将有较大改善空间。

图 6 公司 ROE 有所下滑



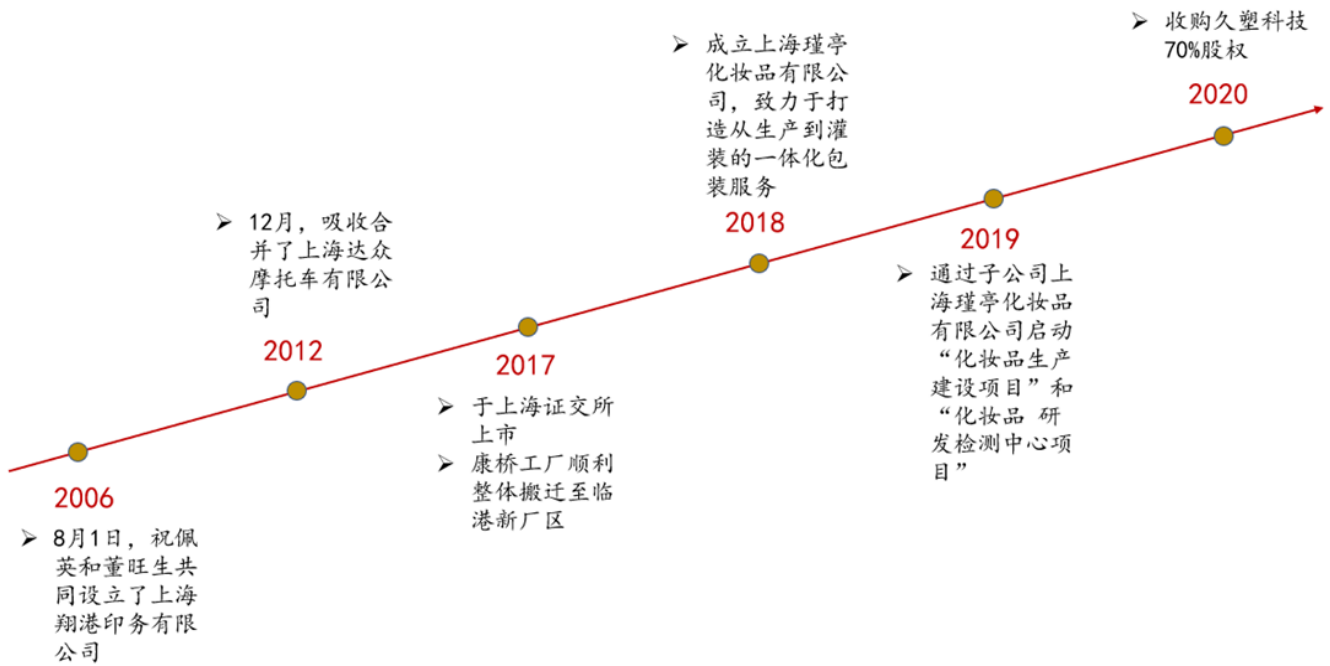
资料来源: wind, 华西证券研究所

## 2.2. 成长历史：内生与外延并举，不断推进一体化进程

包装印刷一体化解决方案供应商，内生与外延双管齐下。2006年8月1日，祝佩英和董旺生签署《上海翔港印务有限公司章程》，共同设立了上海翔港印务有限公司。2012年12月，公司吸收合并了上海达众摩托车有限公司。2017年，公司在上海证券交易所上市，同年，公司康桥工厂顺利整体搬迁至临港新厂区，随着临港新厂的投入使用，公司产能增加，产品线进一步完善。2018年，公司正式成立上海瑾亭化妆品有限公司，致力于打造从生产到灌装的一体化包装服务。2019年，公司通过子公司上海瑾亭化妆品有限公司启动“化妆品生产建设项目”和“化妆品研发检测中心项目”，拓展化妆品 OEM 到 ODM 相关业务，以求与公司的主业印刷包材业务形成协同效应，达成一体化供应。2020年，公司还收购了久塑科技 70% 股权以扩大业务版图，进一步提高公司市场竞争力。



图 7 翔港科技历史沿革



资料来源：公司官网，华西证券研究所

## 2.3. 公司战略概览：围绕生产端与业务端发力，全面提升公司市场竞争力

从生产角度看，持续推进高端“智”造与“互联网+包装”。公司近年来一直致力于打造国内领先的包装印刷智能工厂，在 IPO 募投项目临港新生产基地的规划之初，就着手布局智能工厂，随着立体仓库、自动物流搬运车、机器人智能分拣码垛系统以及 ERP 系统的逐步启用，公司的智能化建设取得了一定的效果。公司不断提升智能物流系统的执行力，有效地减少了生产环节中的“物流盲区”和“信息孤岛”。2020 年，公司将继续全面提升信息化水平，完善 ERP、MES、WPS 三大系统的整体实施，让先进的生产设备与柔性物流系统无缝对接，减少低效的人工作业环节，实现快速高效的物料运转、内部物流系统和资源智能调控以及产品全过程的追溯可控，努力向高端“智”造迈进。近年来，公司也在积极布局“互联网+包装”这一领域，持续开发优化防伪追溯包装、AR 包装、消费者互动智能包装等前沿技术，争取为客户带来更多高科技含量的增值服务。

图 8 AR 包装



资料来源：百度图片，华西证券研究所

图 9 翔港科技 AGV 智能化无人驾驶叉车



资料来源：翔港科技公众号，华西证券研究所

从业务角度看，不断完善产业链布局。公司近年来在确保现有以日化产品为主的包材业务规模基础上，不断开发新包材市场，提升企业的盈利能力。公司于 19 年收购了知名化妆品包装供应商久塑科技 70% 股权，从而进一步丰富公司的包装产品品类，完善化妆品产业链布局。自 2019 年三季度开始，公司连续中标闻泰科技智能手机的包装订单，开始切入电子消费产品包装领域。此外，公司还通过子公司上海瑾亭化妆品有限公司新增了日化代工业务，试图利用优质化妆品客户资源，推进日化代工业务与公司的主业印刷包材业务的协同，达成一体化供应。

图 10 19 年 10 月 18 日上海瑾亭化妆品有限公司开幕

图 11 久塑科技产品系列



资料来源：翔港科技公众号，华西证券研究所



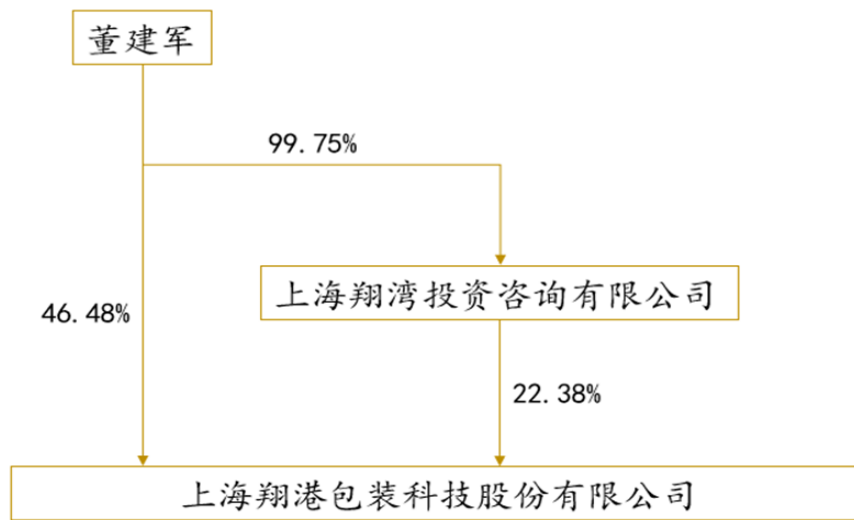
资料来源：久塑科技官网，华西证券研究所

总体来看，公司战略主要围绕生产与业务两大方面——持续推进智能化与“互联网+包装”来打造公司的生产优势，不断完善产业链布局打造新的业绩增长点，加强公司抗风险能力，提高公司市场竞争力。

## 2.4. 公司股权集中，发布股票激励计划彰显业绩信心

公司实际控制人为董建军，合计直接和间接持股 68.80%。公司的控股股东和实际控制人为董建军，其直接持有公司 46.48% 的股份，并通过上海翔湾投资咨询有限公司持有公司 22.32% 的股份，合计持有公司股份 68.80%，股权较为集中。

图 12 翔港科技股权结构



资料来源：公司公告，华西证券研究所

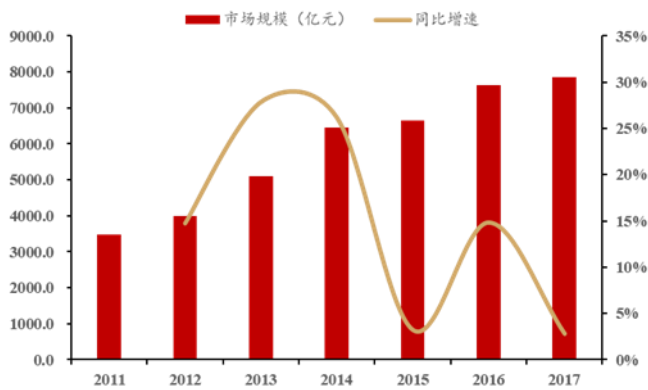
**推出限制性股票激励计划，彰显公司长期发展信心。**公司于 2018 年 1 月发布了 2018 年限制性股票激励计划，股票来源为公司向激励对象定向发行新股。此次激励计划拟向激励对象授予的限制性股票总量不超过 200 万股，占激励计划草案公告时公司股本总额 1 亿股的 2.00%。授予涉及的激励对象共计 100 人，包括公司实施此次激励计划时在公司任职的董事、中高层管理人员、核心技术人员、骨干业务人员和关键岗位人员。业绩考核目标为以 2017 年净利润为基数，2018-2020 年净利润增长率不低于 10%/25%/40%。此次限制性股票激励计划的提出，彰显了公司管理层对公司未来发展的信心，也能有效调动公司核心人员的积极性。考虑到今年疫情对业绩的可能影响，公司于今年 6 月召开相关董事会与监事会，审议通过了对公司对 2018 年限制性股票激励计划中部分业绩考核指进行修订的有关事项，同意在原有净利润考核指标基础上新增了一个营业收入考核指标，也即公司 2020 年营业收入较 2017 年同比增长 40%或 2020 年净利润较 2017 年同比增长 40%均可进行限制性股票的解锁。此番修订在原有的业绩考核指标基础上新增了一个营业收入增长指标以此来调动员工的积极性，从而进一步提高公司的竞争力，确保公司长期、稳定的发展。

### 3. 包装印刷业高速增长，下游化妆品行业景气突出

#### 3.1. 包装印刷业成长性突出，绿色包装与智能化包装成为趋势

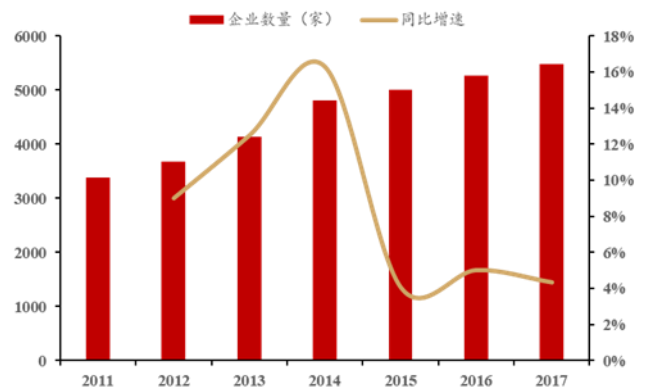
**印刷行业规模稳步增长，包装印刷业成长性向好。**我国印刷业历史悠久，包含的细分行业众多，涵盖出版印刷、包装印刷和其他印刷等，产品广泛用于国民经济生活各大领域。近年来，得益于国民经济、文化市场的刚性需求以及全球一体化的融合发展，我国印刷业取得了长足的发展，市场规模不断壮大。数据显示，2011-2017 年，我国印刷业市场规模快速增长，多个年份增速在 10%以上。2017 年我国印刷业市场规模为 7855.10 亿元，同比增长 2.82%。截至 2017 年底，我国印刷行业共有企业 5491 家，同比增长 4.33%，市场竞争较为激烈，且缺乏规模较大的龙头企业，上市公司营收相对于巨大的市场总量而言体量尚小。而包装印刷业是近年来印刷子行业中最具成长性的行业之一，连续以 10%~12%的增速快速增长。随着先进技术与设备的不断引进以及下游行业需求的不断增长，包装印刷业增速持续可观。

图 13 2011-2017 年中国印刷业市场规模及增速



资料来源：国家新闻出版广电总局，华西证券研究所

图 14 2011-2017 年中国印刷企业数量及增速



资料来源：国家新闻出版广电总局，华西证券研究所

**绿色包装助力可持续发展，智能包装推进互联、互动、互控。**近年来，海量包装废弃物给环境带来了沉重负担。随着国民环保意识的提升，以及政府、社会各阶层及印刷包装规模企业的全面重视，从新材料、新工艺等方向研发创新，推广使用绿色、环保包装已然成为印刷包装企业实现可持续发展的必然方向。同时，印刷包装企业也在发力智能包装，借力智能包装实现互联、互动、互控的目的。通过对包装物赋予可变信息码，采用射频识别、电子标签、智能标签以及新材料应用等手段，可以实现防伪、质控质监、物流查询和信息溯源等功能，进而使包装物具有独特的“身份证”，并逐步融入物联网、大数据、云存储，使信息化管理成为可能；AR 技术智能包装的运用，可使信息透明化，有助于顾客了解所购物品的有关信息，加强企业对自身及产品的宣传和推广。

图 15 绿色包装相关政策梳理

政策	时间	部门	主要内容
《关于加快我国包装产业转型发展的指导意见》	2016.12.19	工信部、商务部	(1) 一条主线：按照服务型制造业的产业定位，适应供给侧结构性改革要求，以有效解决制约包装产业发展的突出问题、关键技术与应用瓶颈为重点，全面推动产业的转型发展与提质增效；(2) 两个目标：一是围绕绿色包装、安全包装、智能包装、标准包装，构建产业技术创新体系。二是围绕清洁生产和绿色发展，形成覆盖包装全生命周期的绿色生产体系；(3) 三个转变：推动包装产业由被动适应向主动服务转变，由资源驱动向创新驱动转变，由传统生产向绿色生产转变；(4) 四个提升：一是产业的标准化和绿色发展水平，二是产业的智能制造水平，三是产业的自主创新能力，四是产业的国际竞争能力。
《绿色包装评价方法与准则》新国标	2019.5.13	国家市场监督管理总局	定义了绿色包装的内涵：在包装产品全生命周期中，在满足包装功能要求的前提下，对人体健康和生态环境危害小、资源能源消耗少的包装。规定了绿色包装评价准则、评价方法、评价报告内容和格式。
《关于进一步加强塑料污染治理的意见》	2020.1.19	国家发展改革委、生态环境部	分步骤、分领域禁止或限制使用不可降解塑料袋、一次性塑料制品、快递塑料包装等。研发推广绿色环保的塑料制品及替代产品，探索培育有利于规范回收和循环利用、减少塑料污染的新业态新模式。加强塑料废弃物分类回收清运，规范塑料废弃物资源化利用和无害化处置。开展塑料垃圾专项清理。

资料来源：人民日报，绿色包装，华西证券研究所

**居民消费观念转变，包装为产品赋能。**近年来，随着经济的进步以及社会文明程度的提高，居民的消费观念也发生了较大的变化。在选择商品时，消费者不光注重品质性能，也愈发重视商品的包装设计是否精美，人们不再满足初中级的商品包装形式，开始追求精细包装、时尚包装、高档包装以满足自己的消费心理。此外，如今商品同质化现象的日益明显，叠加互联网经济的飞速发展，包装成为消费者与商品接触时的第一印象，作用日益重要。对于现代包装印刷业来说，商品的美化成为了其又一项主要功能，图案设计、颜色搭配需与商品相匹配，以迎合消费者的审美需求，把商品包装设计成一件艺术品能提高商品的附加值，提升产品的竞争力，成为产品生产与销售之间的桥梁。一件精美的包装就是无声的广告，通过图案、文字、形态将商品信息巧妙地传递给消费者，能使消费者正确地认识商品，起到良好的商品宣传功能。

图 16 百雀羚纸盒



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 17 施华蔻纸盒

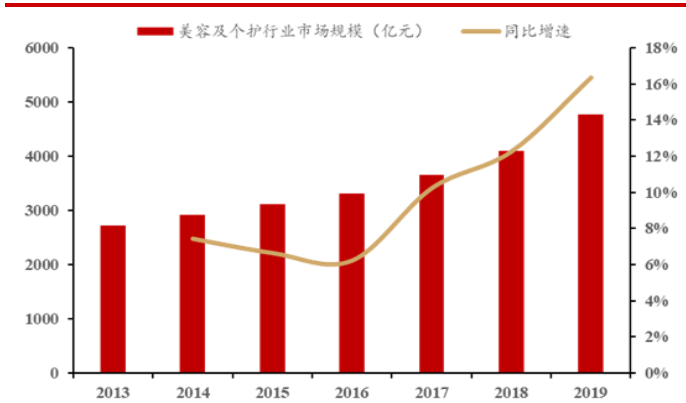


资料来源：公司官网，华西证券研究所

### 3.2. 下游化妆品行业高景气，化妆品代工市场蓬勃发展

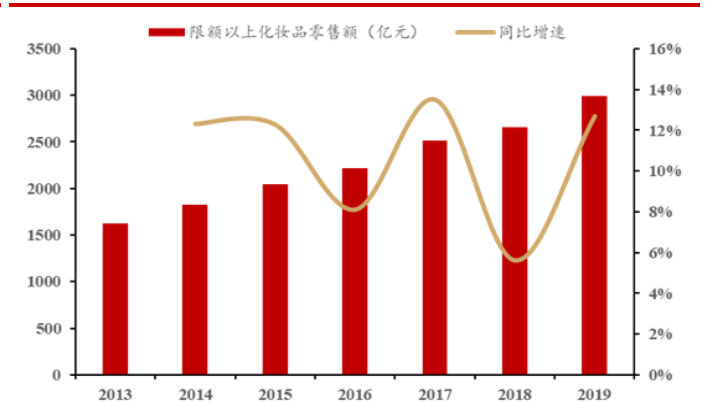
颜值经济当道，化妆品市场增速可观。近年来，随着居民生活水平的不断提高和对于个人颜值要求的日趋提升，“颜值经济”开始崛起，化妆品消费逐渐成为居民日常生活的刚需，化妆品市场也因此迎来了十分强劲的增长。欧睿数据显示，中国美妆和个人护理市场规模从 2013 年的 2492 亿元上升至 2019 年的 4777 亿元，年化复合增速高达 11.5%。同时，近年来限额以上化妆品零售额也不断提升。根据国家统计局的数据，限额以上化妆品零售额由 2013 年的 1625 亿元上升至 2019 年的 2992 亿元，年化复合增速高达 10.7%，在所有消费品类中位居第二。随着消费者消费水平的改善与消费习惯的改变，预计化妆品市场景气度将持续向好，未来三年美容个护行业规模增速有望保持在 10%+。

图 18 美容个护行业规模高速增长



资料来源：欧睿数据，华西证券研究所

图 19 限额以上化妆品零售额不断提升

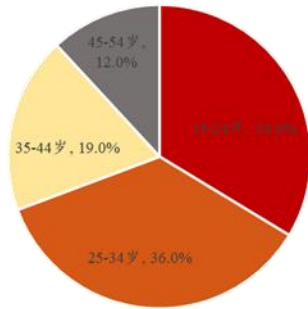


资料来源：国家统计局，华西证券研究所

“85 后”成消费主力，下沉市场消费升级加速。在化妆品消费中，“85 后”群体一直扮演者消费主力军的角色。根据凯度消费者指数的调查，“85”后消费群体对化妆品消费的贡献率总计已达到 70%左右。此外，由于三四线城市居住开支较低，物价相对便宜，三四线城市居民实际可支配收入相对更高，这也使得近些年来低线城市消费升级加速，下沉市场也因此成为化妆品市场的重要增量。根据 Quest Mobile

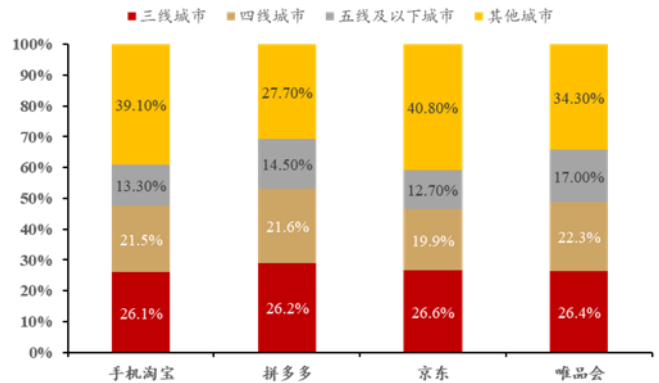
数据，2019年双十一各大电商平台的新增用户有60%以上来自下沉市场。因此，在未来化妆品市场的增长中，将着重深挖年轻消费群体与下沉市场消费群体的消费潜力。

图 20 “85 后”成化妆品消费主力



资料来源：凯度消费者指数，华西证券研究所

图 21 双十一电商 APP 新增用户主要来自下沉市场



资料来源：Quest Mobile，华西证券研究所

**专业化分工优势明显，代工成为化妆品品牌商优选。**化妆品代工主要采用 OEM 和 ODM 两种模式，OEM 模式是指化妆品代工企业根据客户要求的品类、规格、外观、形状、功能、质量，利用客户提供的配方进行生产，产品贴客户商标进行销售；ODM 模式是指化妆品代工企业根据客户要求的品类、规格、功能和质量，设计产品配方和包装并进行生产，产品也基本贴客户商标进行销售。OEM/ODM 生产是社会大生产、全球协作以及资源合理化的有效途径和结果，凭借其专业化分工的优势，正在成为越来越多化妆品品牌厂商的选择，已成为化妆品工业生产的重要组成部分。通过 OEM/ODM 模式，化妆品品牌商只需支付材料成本费和加工费，而不必承担设备折旧以及自建工厂和生产管理的风险，还可随时根据市场变化，灵活地按需下单，可赢得更大经济利益。在较为成熟的日韩和欧美市场中，化妆品代工占据着十分重要的地位。品牌企业通常会同时和数家优质代工工厂确立稳定的合作关系，知名代工厂如意大利的莹特丽，韩国的科丝美诗、科玛等企业包揽了众多一线品牌，但国际大厂普遍存在的短板是生产周期较长、生产成本偏高、对个性化需求响应不及时，因此也给本土的代工企业创造了发展空间。

图 22 OEM/ODM 业务流程

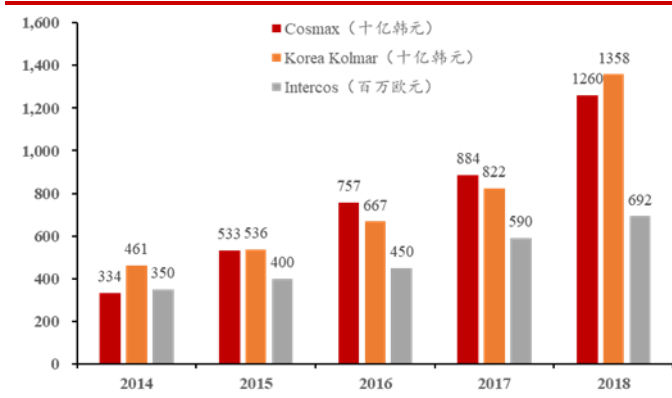


资料来源：百度，华西证券研究所

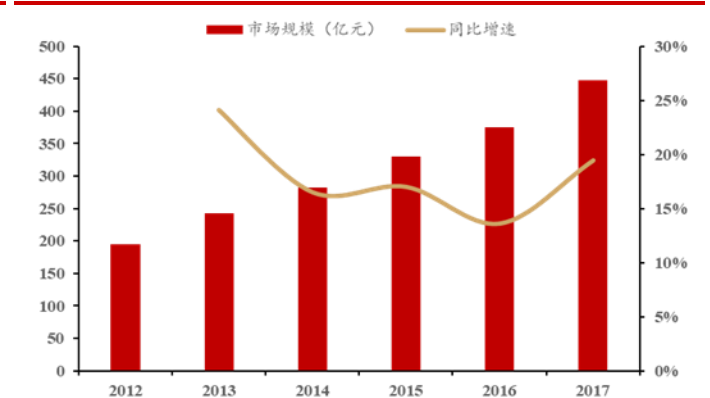
**全球 OEM/ODM 行业高景气，国内 OEM/ODM 市场蓬勃发展。**化妆品行业的蓬勃发展促进了化妆品 OEM/ODM 企业的快速成长，从全球知名的化妆品 OEM/ODM 厂商科丝美诗 (Cosmax)、韩国科玛 (Kolmar) 以及意大利莹特丽 (Intercos) 近年的

营收来看，全球化妆品 OEM/ODM 市场目前正处于飞速发展时期。同时自中国加入 WTO 以来，全球越来越多的化妆品 OEM/ODM 业务转移到中国，此外，伴随我国已成为全球化妆品消费大国，世界化妆品巨头开始纷纷涉足大陆市场，凭借我国的原料、劳动力等各方面资源优势，化妆品品牌更加倾向于将产品的研究、开发、生产制造、包装、灌装甚至包装设计等部分或全部环节委托给国内化妆品 OEM/ODM 企业，我国化妆品 OEM 市场的销售额也随之进一步扩大，我国 OEM 市场的销售额从 2012 年的 195 亿元快速增加至 2017 年的 448 亿元，年化复合增长率高达 18.1%。预计随着我国化妆品市场的蓬勃发展，我国 OEM/ODM 市场也将持续高速增长。

图 23 2014-2018 年知名化妆品 OEM/ODM 厂商营收表现 图 24 我国化妆品 OEM 市场蓬勃发展



资料来源：公司公告，华西证券研究所



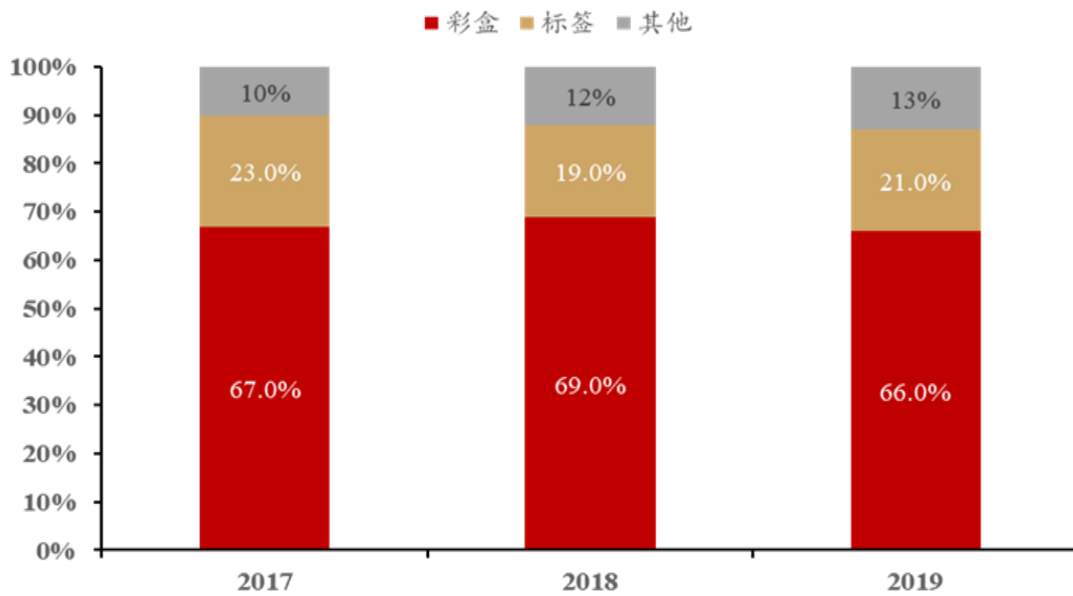
资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 4.传统业务：三大主营业务稳步向前，深度绑定联合利华构筑公司护城河

### 4.1.三大主营业务稳步向前，彩盒业务贡献最高占比

公司共有三大主营业务，彩盒业务贡献主要营收。公司主要从事彩盒、标签等相关包装印刷产品的研发、生产和销售，主要为日化、食品生产企业提供全方位的包装印刷服务。公司主营业务分为彩盒业务、标签业务和说明书、宣传页、吊牌等其他主营业务三大类。其中，彩盒业务为公司营收占比最高的业务，近些年营收占比都达到 60% 以上。2019 年，彩盒业务营收占比 66%，标签业务营收占比 21%，说明书、宣传页、吊牌等其他主营业务营收占比 13%。

图 25 公司各大主营业务占比情况



资料来源: Wind, 华西证券研究所

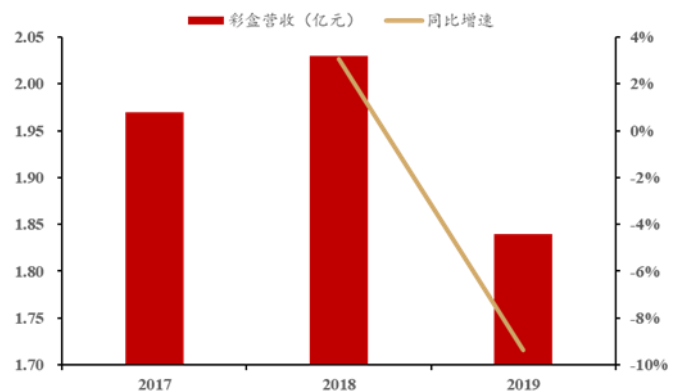
**彩盒业务营收占比最大, 19 年收入略有下滑。**彩盒是指主要由卡纸制成的折叠纸盒, 具有质轻、便携、原料来源广泛、环保、印刷精美等特点, 广泛应用于日化用品、食品饮料等领域, 起到产品保护、宣传、防伪等多种功能, 根据彩盒的用途不同, 可分为普通彩盒和较为精致的礼盒产品。上市以来, 彩盒业务一直是公司主要营收来源, 2019 年, 公司彩盒业务收入为 1.84 亿元, 同比下降 9.43%, 主要系公司放弃部分毛利率较低的订单所致, 彩盒业务收入在主营业务收入中的占比为 65.71%, 较上年下降 3.34 个百分点。

图 26 雅诗兰黛化妆品礼盒



资料来源: 百度图片, 华西证券研究所

图 27 彩盒业务营收及同比增速情况



资料来源: wind, 华西证券研究所

**标签业务为营收贡献第二大业务, 19 年收入取得回升。**标签指贴在商品上的标志及标贴, 包括文字和图案以区别商品的出处、起到对商品装潢、美化、装饰说明和宣传作用, 广泛运用于瓶装日化用品、食品饮料等产品上。根据客户使用方式的不同, 可分为卷张标签及平张标签, 卷张标签客户可使用机器进行贴标, 平张标签客户则需使用人工进行贴标。近年来, 标签业务一直是公司营收占比第二大的业务, 18 年收



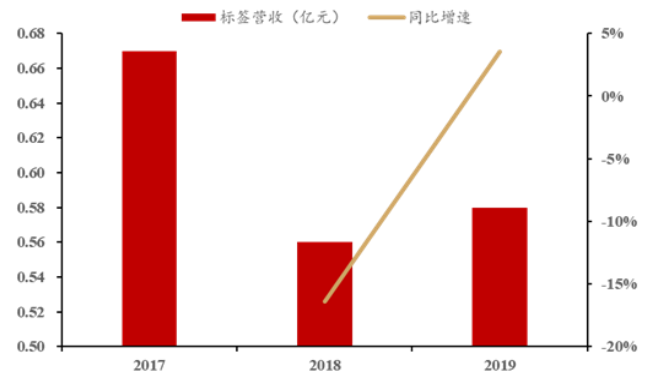
入回落后 19 年迎来回升。2019 年，公司标签业务实现收入 0.58 亿元，较上年增长 2.48%，在主营业务收入中的占比为 20.71%，较上年上升 1.67 个百分点。

图 28 RIO 鸡尾酒标签



资料来源：百度图片，华西证券研究所

图 29 标签业务营收及同比增速情况



资料来源：wind，华西证券研究所

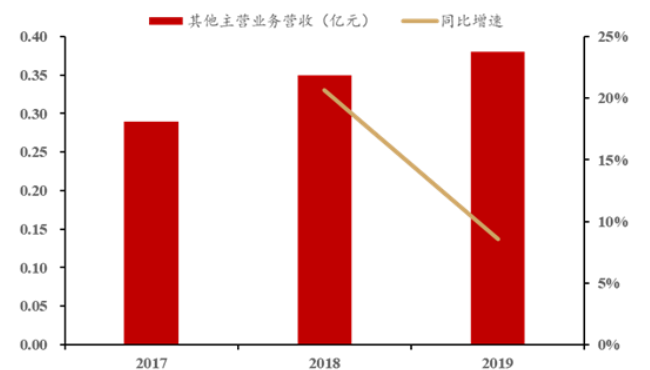
说明书、宣传页、吊牌等其他主营业务营收占比最小，近年来收入不断提升。其他主营业务包括吸塑、垫板等彩盒配件产品，以及说明书、宣传页、吊牌、台历等零散印刷品。其他主营业务为公司主营业务中营收占比最小的部分，但近几年来收入不断提升。2019 年，公司其他主营业务实现收入 0.38 亿元，较上年增加 9.66%，在主营业务收入中的占比为 13.57%，较上年上升 1.67 个百分点。

图 30 电子产品说明书



资料来源：百度图片，华西证券研究所

图 31 其他主营业务营收及同比增速情况



资料来源：wind，华西证券研究所

## 4.2. 联合利华系公司第一大客户，深度绑定联合利华构筑公司护城河

主要客户为国内外知名企业，与公司已建立长期稳定合作。公司主要客户包括联合利华、雅诗兰黛、百雀羚、上海家化等，均为国内外日化、食品行业知名企业，在其所处的领域占据细分市场优势地位，产品需求稳定。经过多年的经营，公司已经与主要客户建立起了稳定的长期合作关系，成为其供应商体系中不可或缺的重要组成部分。

图 32 公司客户



资料来源：公司官网，华西证券研究所

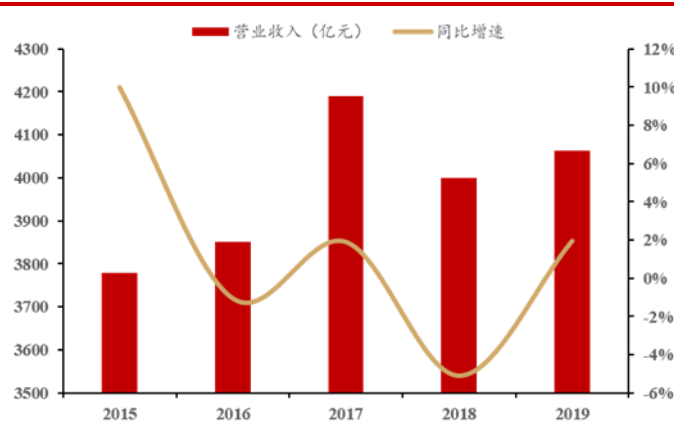
图 33 2019 年公司前五大客户情况

序号	客户名称	销售额(亿元)	占营业收入比重
1	联合利华	0.85	26.09%
2	雅诗兰黛	0.23	7.07%
3	百雀羚	0.18	5.66%
4	闻泰	0.16	4.90%
5	上海家化	0.14	4.33%
	合计	1.56	48.04%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

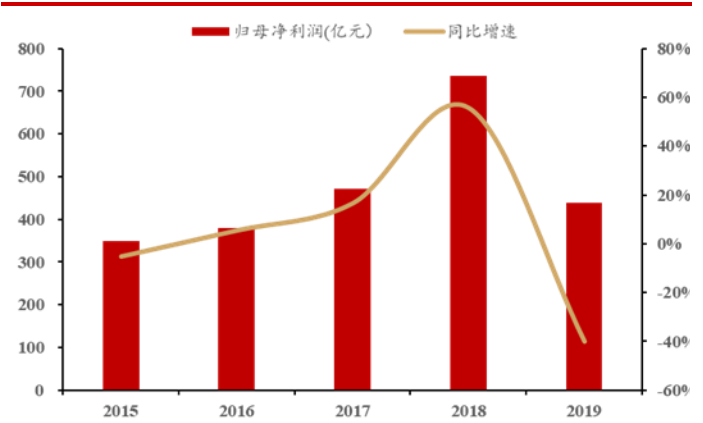
联合利华为公司第一大客户，近年来营收与业绩整体向好。联合利华由荷兰 Margrine Unie 人造奶油公司和英国 Lever Brothers 香皂公司于 1929 年合并而成。总部设于荷兰鹿特丹和英国伦敦，分别负责食品及洗剂用品事业的经营。在全球 75 个国家设有庞大事业网络，拥有 500 家子公司，是全球第二大消费用品制造商。近年来，日化与食品饮料行业景气度持续向好，联合利华营收与业绩均实现了稳步增长。2019 年，联合利华实现营收 4063 亿元，同比增长 1.96%，实现归母净利润 440 亿元，同比下降 39.96%。

图 34 联合利华历史营收表现



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 35 联合利华历史业绩表现



资料来源：Wind，华西证券研究所

双方建立合作关系达十余年，公司一体化模式完善后有望迎来更深入合作。公司自 2006 年通过主动联系的形式与联合利华建立起合作关系，起初合作的产品为促销品包装及说明书，产品较为单一，随着公司与联合利华合作的进一步加深，公司与联合利华合作的业务范畴、产品系列种类逐步增加，合作产品包含金纺、奥妙、清扬、中华牙膏、立顿、可爱多、梦龙等多个知名系列产品，目前公司已于联合利华合作十余年，形成了长期稳定的合作关系。公司在技术供应、印刷设备、质量控制方面均有较强竞争力，能为联合利华提供优质的产品与技术支持，系联合利华包装材料领域较为重要的供应商。2019 年公司对联合利华销售收入为 0.85 亿元，销售占比为 26.00%。通过与联合利华的长期合作，公司与联合利华已形成了互相信赖的紧密合作关系，随着公司一体化服务模式的改进与完善，双方未来或将迎来更为深入的合作。

图 36 清扬纸盒



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 37 中华牙膏纸盒



资料来源：公司官网，华西证券研究所

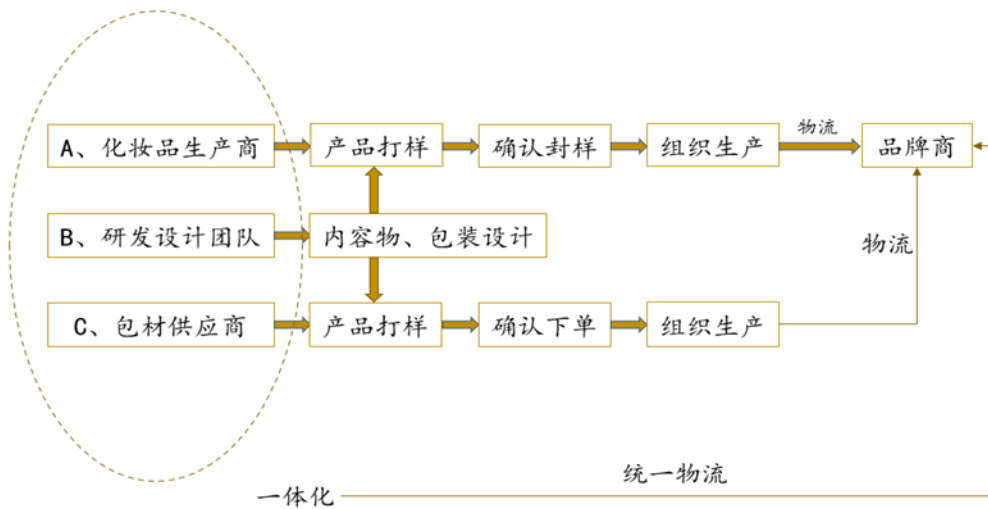
**联合利华供应商体系稳定，双方深度绑定将为公司长期发展保驾护航。**联合利华对供应商的产品质量标准、供货速度与稳定性的要求均高于行业一般水平，在双方合作前期，供应商往往需要经过一系列改进才能达到联合利华的相关标准。随着合作的深入，公司在联合利华的包装材料领域已经占据了一定地位，若联合利华选择更换新的供应商，则在供应商的筛选、督促其整改至符合其要求的过程中，需付出大量的时间成本、磨合成本，相关系列的产品生产会受到影响，从而给整体经营带来不利影响。此外，在向联合利华等主要客户销售产品的过程中，公司主动向客户提供包装设计、方案优化的相关建议，对包装印刷产品中存在的问题进行积极反馈，努力为其提供涵盖产品设计、方案优化、加工生产、物流管理的一体化服务，公司的综合服务能力增加了自身产品的经济附加值与核心竞争力。因此，联合利华未来不太可能更换新供应商，将长期与公司深度绑定，而联合利华持续向好的需求也将为公司带来订单的保证，为公司长期稳定发展保驾护航。

## 5. 新兴业务：内生拓展化妆品代工业务，外延收购久塑科技

### 5.1. 拓展化妆品代工业务，完善一体化供应

**拓展化妆品代工业务，与原有业务形成协同。**2019 年，公司通过控股子公司上海瑾亭化妆品有限公司启动了“化妆品生产建设项目”和“化妆品研发检测中心项目”，并以公开发行的可转换公司债券的方式为项目的后续发展募集 2 亿资金。化妆品项目主要为化妆品 OEM 到 ODM 相关业务，公司计划利用多年来在日化包材领域积累的包括雅诗兰黛、百雀羚、相宜本草、上海家化等知名品牌在内的化妆品优质客户资源以及生产管理经验，逐步推进募投项目新增的化妆品代工业务。化妆品代工业务与公司现有业务同属化妆品行业上游，一个为化妆品包材生产，一个为化妆品生产，分属于化妆品供应端的不同部分，均向化妆品品牌商提供产品及服务，两部分业务可形成有机结合，相互促进，为客户提供一体化产品，帮助客户实现一站式采购，从而提升客户的采购效率，降低采购成本。

图 38 公司引入化妆品代工业务后实现一体化供应



资料来源：公司公告，华西证券研究所

**与多位客户签订战略合作协议，共谋长远发展。**公司系 2018 年初开始筹备此次募投项目，自筹备以来，公司一直积极与雅诗兰黛、百雀羚、上海家化、相宜本草等原有化妆品客户在进行积极沟通，基于双方长期合作的基础，并考虑到一站式供应能够改善化妆品客户的供应链，已有多位客户与公司签订战略合作协议。同时，项目于 2019 年 11 月已获得化妆品生产资质，已经正式投产，产能预计在 6 年内逐步释放，预计 2025 年的达产收入为 3.58 亿。公司已向雅诗兰黛、百雀羚、相宜本草、上海家化、联合利华等客户申请化妆品供应资质的审核，并通过了部分客户的供应商资质审核，可以为其提供化妆品代工服务，**同时有望成为雅诗兰黛在中国的第一家化妆品代工商。**按照行业经验，客户（国际知名品牌）在其供应商通过审核后，仍需要经历产品评价测试，结果符合客户要求后，方能获得大批量订单。

图 39 公司与多位客户签订战略合作协议

序号	客户名称	协议主要内容
1	客户A	该协议系公司与客户A签订的自2018年至2021年包材供应合同，主要规定了与客户A之间的现有包材业务的商业条款，在其中双方约定给予上海翔港包装科技股份有限公司创新伙伴地位、维持现有业务的承诺和在采购彩妆、护肤品、小样和促销品等方面的优先机会
2	客户B	双方基于多年来的良好互信基础，处于长远发展的战略考虑，本着互惠互利的合作精神，有意向共同携手，就化妆品、包装、物流等领域开展深度合作。在公司能够提供有竞争力的产品前提下，认可其作为重要生产加工基地和首选供货单位，并支持公司致力于稳步打造日化产品一体化供应基地，合作期限自2019年1月1日至2021年12月31日
3	客户C	双方已建立良好合作关系，为促进双方持续、稳定的增长与发展，发挥双方各自资源优势、实现合作共赢，在友好协商的基础上，签订如下洗发液（膏）类、沐浴液类、洗面奶（膏）类、润肤膏霜和啫喱、化妆水和润肤乳液类、彩妆类化妆品产品及其包装的一站式解决方案的制造服务战略合作框架协议，具体项目以双方另行签署的《采购合同》或《化妆品委托加工生产合同》为准。合作期限自2019年3月29日起三年，战略合作期满，如双方没有提出异议，本协议自动延期生效3年
4	客户D	出于长远发展的战略考虑，双方本着互惠互利的合作精神，有意向共同携手，就化妆品、包装等领域开展深度合作，在公司能提供质量稳定的产品前提下，认可其作为重要生产加工基地和首选供货单位，并支持公司致力于稳步打造日化产品一体化供应基地，自协议签署日起5年内有效
5	客户E	出于长远发展的战略考虑，双方本着互惠互利的合作精神，有意向共同携手，就化妆品、包装等领域开展深度合作，在公司能提供质量稳定的产品前提下，认可其作为重要生产加工基地和首选供货单位，并支持公司致力于稳步打造日化产品一体化供应基地，自协议签署日起5年内有效
6	客户F	出于长远发展的战略考虑，双方本着互惠互利的合作精神，有意向共同携手，就化妆品、包装等领域开展深度合作，在公司能提供质量稳定的产品前提下，认可其作为重要生产加工基地和首选供货单位，并支持公司致力于稳步打造日化产品一体化供应基地，自协议签署日起5年内有效

资料来源：公司公告，华西证券研究所

**巩固原有客户并开拓新客户，致力打造一站式供应商。**今年以来，公司业务一定程度上受到疫情影响，一些客户原定的新产品开发项目减少，原定推进的项目延后。因此，公司积极开发了一些国内新兴品牌，如金陵十二钗、奢悦、三草两木、花西子、植物医生等等，可望对销售收入形成补充。长期来看，通过化妆品生产建设项目的实施，凭借一体化的供应优势，一方面公司将深化与原有化妆品客户的合作，另一方面则可以开拓更多的新客户，两个渠道都将给公司的原有彩盒、标签业务带来更多的订单来源，进而促进公司原有包装印刷业务的增长，形成良性循环。此外，通过实施本次募投项目，在原有为客户提供日化包装的基础上，进一步深化与客户的合作，成为能够为客户提供化妆品 OEM/ODM 服务及包装产品的集成一站式供应商，公司将与下游客户形成更为紧密的业务联系，满足其更高层次需求，大大降低公司未来被替代更换的风险，实现公司与客户利益共享、合作共赢。

## 5.2. 外延收购久塑科技，进一步完善产业链布局

**外延收购久塑科技，与原有业务形成互补、协同。**翔港科技于今年3月12日发布公告，拟以现金4340万元人民币收购久塑科技(上海)有限公司70%股权，进一步完善化妆品产业链布局。久塑科技主营塑料容器及包装业务，2019年实现营业收入1.19亿，净利润0.09亿，预计未来五年收入复合年化增速达5.75%。对久塑科技的收购，有利于实现公司“成为日化产品一体化集成供应商”的发展目标，丰富包装产品

品类，有望与公司原有的彩盒、标签等包装业务、控股子公司上海瑾亭化妆品有限公司的化妆品 OEM 业务形成互补并产生协同效应，提高公司综合接单能力，进一步完善产业链布局，增强公司市场竞争力并提升综合效益，最大化公司股东利益。同时，从久塑科技的客户来看，也主要为雅诗兰黛、百雀羚、上海家化、相宜本草等日化行业知名企业，我们认为公司对久塑科技的收购有望更好巩固公司原有的客户资源，加强未来与主要客户的合作，从而实现彼此更好的成长。此外，由于久塑科技主营洗手液、酒精等疫情所紧缺物资的塑料瓶的生产，疫情期间相关需求的释放，有望推动久塑科技今年的营收，公司业绩也有望超预期增长。

图 40 久塑科技客户情况



资料来源：久塑科技官网，华西证券研究所

## 6. 盈利预测及投资建议

基本假设：

由于受到今年疫情的影响，公司的化妆品代工业务验厂有所延迟，收入短期承压，但受益于化妆品行业的高景气，预计未来几年公司化妆品代工业务将快速增长，同时化妆品代工业务的产品附加值将越来越高，从而带动毛利率的提升。

公司传统的外包业务和新增的内包业务，预计也将受益于下游化妆品行业的高速发展以及三大业务的协同发展带来的优势，未来几年订单有望超预期增长。其中，外包业务预计将受益于公司新增的内包业务与化妆品代工业务，明年开始收入恢复增长。

成本端：由于公司 40%~50%纸张原材料都是客户指定用商品，公司外包业务受上游纸张原材料影响不大。同时由于化妆品行业对原材料价格相对不敏感，预计公司的内包业务与化妆品代工业务成本较为稳定。

费用端：三大业务的协同将带来公司营运效率的改善，公司费用率将有所下降。

我们看好翔港科技在下游化妆品行业高速增长的局势下，通过新增的内包业务和化妆品代工业务与公司传统业务形成协同发展，未来盈利会有更好的表现。

根据以上假设，我们预计2020/2021/2022年归母净利润分别达到0.15/0.24/0.44亿元，对应EPS分别为0.08/0.12/0.22元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图 41 公司收入明细拆分

翔港科技业务分拆(百万元)		2019	2020E	2021E	2022E
<b>合计</b>					
收入		325.2	479.6	679.1	934.6
YOY			47.50%	41.59%	37.62%
成本			381.1	527.6	704.2
<b>彩盒</b>					
收入		184.3	178.2	222.8	264.0
YOY		-9.43%	-3.32%	25.00%	18.50%
毛利率		19.6%	19.4%	19.6%	20.3%
<b>标签</b>					
收入		57.8	53.5	55.2	58.0
YOY		2.48%	-7.50%	3.20%	5.00%
毛利率		12.4%	12.3%	12.4%	12.5%
<b>其他业务</b>					
收入		44.7	46.95	48.35	49.80
YOY		-28.57%	5.00%	3.00%	3.00%
毛利率		29.7%	29.5%	29.7%	29.8%
<b>其他主营业务</b>					
收入		38.3	39.09	39.87	40.67
YOY		9.67%	2.00%	2.00%	2.00%
毛利率		9.5%	9.5%	9.5%	9.5%
<b>内包业务(久塑科技)</b>					
收入		119.4	141.88	151.81	164.18
YOY		33.86%	18.88%	7.00%	8.15%
毛利率		24.3%	24.5%	25.4%	25.4%
<b>化妆品代工业务</b>					
收入		0.0	20.00	161.10	358.00
YOY			新增	705.50%	122.22%
毛利率		0.0%	25.0%	27.5%	30.5%

资料来源：华西证券研究所

图 42 可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE		
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
603499.SH	翔港科技	12.43	0.07	0.08	0.12	166.69	163.40	103.38
300740.SZ*	御家汇	23.31	0.07	0.23	0.40	143.32	100.38	58.82
300132.SZ*	青松股份	22.15	0.88	1.07	1.24	12.57	20.77	17.83
平均	-	19.30	0.34	0.46	0.59	107.5	94.9	60.0

资料来源：wind，华西证券研究所（注：带\*为Wind一致性预测）

## 7.风险提示

(1) 行业竞争加剧：加入行业竞争加剧超过公司预期，公司整体盈利能力会受到影响；(2) 新兴业务发展不及预期：公司新拓展的化妆品代工业务和收购久塑科技拓展的内包业务，或发展不及预期，给公司业绩造成负面影响。



## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	325.16	479.60	679.08	934.56	净利润	14.53	14.83	23.43	43.29
YoY (%)	-9.03%	47.50%	41.59%	37.62%	折旧和摊销	29.66	14.00	14.00	14.00
营业成本	264.90	381.12	527.58	704.20	营运资金变动	2.56	-30.54	-65.40	-79.21
营业税金及附加	0.89	1.50	2.04	2.80	经营活动现金流	45.38	-9.71	-23.48	-4.94
销售费用	18.61	29.73	40.07	52.80	资本开支	-84.00	10.55	9.97	10.17
管理费用	36.18	56.50	68.59	93.46	投资	95.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	-2.46	-1.17	11.31	19.69	投资活动现金流	12.88	10.55	9.97	10.17
资产减值损失	0.21	0.00	0.00	0.00	股权募资	2.55	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	债务募资	0.00	0.00	300.00	0.00
营业利润	4.84	7.34	16.04	36.50	筹资活动现金流	-19.43	0.01	287.51	-24.97
营业外收支	8.35	8.00	8.00	8.00	现金净流量	38.83	0.85	274.01	-19.75
利润总额	13.19	15.34	24.04	44.50	<b>主要财务指标</b>				
所得税	-1.34	0.52	0.61	1.21	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	14.53	14.83	23.43	43.29	营业收入增长率	-9.03%	47.50%	41.59%	37.62%
归属于母公司净利润	14.81	15.11	23.88	44.10	净利润增长率	-69.19%	2.01%	58.05%	84.73%
YoY (%)	-69.19%	2.01%	58.05%	84.73%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	0.07	0.08	0.12	0.22	毛利率	18.53%	20.53%	22.31%	24.65%
<b>资产负债表 (百万元)</b>					净利率	4.47%	3.09%	3.45%	4.63%
货币资金	77.77	78.62	352.63	332.88	总资产收益率 ROA	0.37%	0.37%	0.53%	0.95%
预付款项	3.19	3.45	4.82	6.76	净资产收益率 ROE	2.76%	2.73%	4.14%	7.11%
存货	45.81	60.19	85.24	114.13	<b>偿债能力 (%)</b>				
其他流动资产	408.18	486.35	603.05	745.39	流动比率	<b>3.75</b>	<b>3.07</b>	<b>1.80</b>	<b>1.77</b>
流动资产合计	534.94	628.61	1045.74	1199.15	速动比率	3.41	2.76	1.64	1.59
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	现金比率	0.55	0.38	0.61	0.49
固定资产	259.55	246.57	233.59	220.62	资产负债率	86.56%	86.45%	87.14%	86.59%
无形资产	32.03	31.00	29.97	28.95	<b>经营效率 (%)</b>				
非流动资产合计	3472.51	3455.96	3439.98	3423.81	总资产周转率	0.14	0.12	0.16	0.21
资产合计	4007.45	4084.57	4485.72	4622.96	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	0.00	0.00	300.00	300.00	每股收益	0.07	0.08	0.12	0.22
应付账款及票据	116.62	164.53	225.21	301.46	每股净资产	2.71	2.78	2.90	3.12
其他流动负债	25.90	40.28	57.31	75.01	每股经营现金流	0.23	-0.05	-0.12	-0.02
流动负债合计	142.52	204.80	582.52	676.47	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	3326.36	3326.36	3326.36	3326.36	PE	166.69	163.40	103.38	55.96
非流动负债合计	3326.36	3326.36	3326.36	3326.36	PB	5.88	4.47	4.28	3.98
负债合计	3468.88	3531.16	3908.88	4002.83					
股本	141.85	141.85	141.85	141.85					
少数股东权益	1.23	0.94	0.50	-0.32					
股东权益合计	538.57	553.41	576.84	620.13					
负债和股东权益合计	4007.45	4084.57	4485.72	4622.96					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，8年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，5年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。