

中亚股份(300512)深度研究报告

强推 (上调)

目标价: 30.80 元

当前价: 19.3 元

高端产品有望放量, 发展迈上新台阶

❖ **立足乳品领域, 向智能化包装设备解决方案供应商进化。**中亚股份产品谱系齐全, 已拥有前、中、后道的全品类液体包装设备产品, 具备整线供应能力。公司1997年进军乳品包装市场, 截至2015年, 在乳品包装设备领域的市占率已连续三年位列国内同行第一, 来自乳品行业的营收占比超过85%, 与国内前30家乳品企业和国际乳品企业建立起合作关系。目前公司正积极拓展饮料、食用油脂、调味品、医疗健康、日化等乳品领域以外的市场, 并持续优化自身在高端产品的布局。高端液态包装机械技术难度大, 定制化程度高, 盈利性强, 2018年以前, 公司毛利率基本维持在40%以上的水平, 2019年, 受产品结构调整影响, 毛利率、净利率有所下降。

❖ **乳饮行业创新升级带动液体包装设备更新需求释放, 中亚股份无菌设备迎来收获期。**

乳饮行业高品质化、小众化、差异化趋势带动产品创新迭代加速, 包装瓶型生命周期缩短, 驱动**液态食品包装机械向无菌化、柔性化、集成化进行技术升级**, 设备更新换代频率有望加快。展望未来, 乳饮市场持续扩容+乳饮产品消费结构性升级两大趋势, 料将激发下游乳饮企业迭代现有产线的投资意愿, 高端液态包装设备需求有望得到释放。

进口设备占据高端市场, 中亚无菌设备商业化打开国产替代空间。公司从2002年起开始研发第一代塑袋无菌灌装封切设备, 目前技术含量最高、难度最大的瓶装无菌灌装技术获得突破。2019年, 伊利、香飘飘、今麦郎、养元、祖名食品、德馨食品等多家客户向公司订购了无菌瓶装和杯装灌装生产线, 公司无菌瓶装设备产线获得李子园的第二、三条增订订单。我们认为, 公司无菌灌装技术已具备较高的成熟度和市场竞争力, 有望在下游厂商产线更新换代过程中率先实现国产替代, 形成规模化放量。

募投项目提升产能及研发能力, 业务发展有望迈上新台阶。2016年公司通过IPO募集资金规划增加204台新型智能化生产线、13台DABL系列全自动无菌型塑瓶灌装拧盖机组产能, 并启动研发技术中心项目建设。募投项目二期有望于今年投入使用, 届时, 公司产能瓶颈料将得到缓解, 盈利性更强的高端产品有望开始放量, 前期因产品结构调整而导致的盈利性下滑有望得到修复, 实现回升, 业务发展料将迈上新台阶。

❖ **切入医学领域, 有望打造新业绩增长点。**随着行业卫生标准逐步提高, 大输液企业逐步调整输液包装结构和产品结构, 带动新一轮大输液设备更换需求。公司目前已经和恒瑞、双鹤、科伦等知名医药企业展开合作, 未来医学用输液包装设备有望成为公司又一业绩增长点。

❖ **盈利预测、估值及投资评级:**考虑公司新产品放量节奏, 我们上调2021-2022年盈利预测, 预计公司2020-2022年实现归母净利润1.47、2.77和3.84亿元(原预测值1.47、2.47和3.40亿元), 对应EPS 0.54、1.03和1.42元(原预测值0.54、0.91和1.26元), 对应PE 35、19和14倍。考虑到下游包装产线更新迭代趋势, 以及公司高端新产品有望放量和在乳品以外领域拓展取得积极成效, 我们预计公司未来三年有望保持较快成长, 给予2021年目标市值83.17亿元, 上调目标价至30.80元, 对应2021年PE 30倍, 上调至“强推”评级。

❖ **风险提示:**公司新产品推广不及预期; 公司新领域拓展不及预期。

主要财务指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	858	1,109	1,602	2,138
同比增速(%)	19.5%	29.2%	44.5%	33.5%
归母净利润(百万)	109	147	277	384
同比增速(%)	-41.7%	35.3%	88.6%	38.4%
每股盈利(元)	0.40	0.54	1.03	1.42
市盈率(倍)	48	35	19	14
市净率(倍)	4	3	3	2

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

注: 股价为2020年9月3日收盘价

华创证券研究所

证券分析师: 赵志铭

电话: 021-20572557

邮箱: zhaozhiming@hcyjs.com

执业编号: S0360517110004

证券分析师: 鲁佩

电话: 021-20572564

邮箱: lupei@hcyjs.com

执业编号: S0360516080001

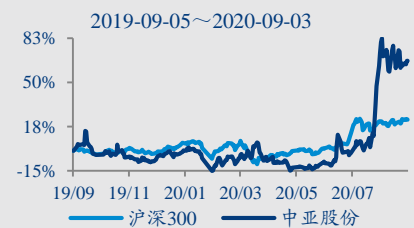
联系人: 宝玥娇

电话: 021-20572579

邮箱: baoyuejiao@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	27,000
已上市流通股(万股)	21,633
总市值(亿元)	52.11
流通市值(亿元)	41.75
资产负债率(%)	25.3
每股净资产(元)	5.2
12个月内最高/最低价	21.95/9.38

市场表现对比图(近12个月)

相关研究报告

《中亚股份(300512)2020年半年报点评: 主业稳健增长, 无菌灌装生产线获突破》

2020-08-28

投资主题

报告亮点

报告的与众不同或创新之处。

- 1) 本篇报告分析了乳饮行业的发展趋势和液体食品包装设备行业需求增长的核心驱动因素，我们认为乳饮行业高品质化、差异化、小众化的发展趋势将驱动液态食品包装机械向无菌化、柔性化进行技术升级，进而带动设备需求释放。
- 2) 我们分析了中亚股份的核心竞争力和未来业绩增长的驱动力。我们认为，公司高端无菌包装设备实现突破开启商业化+募投项目提升产能，有望带动收入规模增长和盈利能力逐步上提。此外，公司向乳品之外的其他领域延伸业务，切入医学用输液设备市场，有望持续抬升自身成长天花板。

投资逻辑

乳饮行业高品质化、小众化、差异化趋势带动产品创新迭代加速，包装瓶型生命周期缩短，驱动**液态食品包装机械向无菌化、柔性化、集成化进行技术升级**，设备更新换代频率有望加快。

高端无菌包装设备长期由国外领先厂商占据大部分市场份额，进口依赖度高，中亚股份经过多年研发布局，在无菌塑瓶灌装设备领域取得突破，产品具备较高的成熟度、性价比和市场竞争力，已获得多家知名乳制品企业订单，未来有望在下游厂商产线更新换代过程中率先实现国产替代，形成规模化放量。

2016 年公司通过 IPO 募集资金用于新型智能包装机械产业化项目、新型瓶装无菌灌装设备产业化项目和研发技术中心及实验室建设项目，提升现有产能和研发能力，二期工程预计于 2020 年达到预定使用状态，届时，公司产能瓶颈料将得到缓解，盈利性更强的高端产品料将开始放量，前期因产品结构调整而导致的盈利能力下滑有望得到修复，公司业务发展料将迈上新台阶。

关键假设、估值与盈利预测

核心假设一：公司智能包装设备业务 2020-2022 年营业收入增速 35%、54%和 38%，毛利率逐步提升，分别达到 41.8%、46.3%和 48.1%；

核心假设二：公司塑料包装制品业务 2020-2022 年营收增速均为 15%，毛利率保持在 14.6%的水平；

核心假设三：配件及其他业务 2020-2022 年营收增速均为 15%，毛利率保持在 51.4%的水平；

核心假设四：无人零售设备业务 2020-2022 年营收增速均为 10%，毛利率保持在 20.8%的水平；

核心假设五：其他业务 2020-2022 年营收增速均为 10%，毛利率保持在 26.4%的水平；

考虑公司新产品放量节奏，我们上调 2021-2022 年盈利预测，预计公司 2020-2022 年实现归母净利润 1.47、2.77 和 3.84 亿元（原预测值 1.47、2.47 和 3.40 亿元），对应 EPS 0.54、1.03 和 1.42 元（原预测值 0.54、0.91 和 1.26 元），对应 PE 35、19 和 14 倍。考虑到下游包装产线更新迭代趋势，以及公司高端新产品有望放量和在乳品以外领域拓展取得积极成效，我们预计公司未来三年有望保持较快成长，2021 年目标市值 83.17 亿元，上调目标价至 30.80 元，对应 2021 年 PE 30 倍，上调至“强推”评级。

目录

一、中亚股份：立足乳品领域，向智能化包装设备解决方案供应商进化.....	5
二、乳饮产品创新升级带动液体包装设备需求释放.....	8
（一）经济增长+消费升级有望驱动乳制品及饮料消费市场持续扩容.....	8
（二）消费升级驱动乳饮产品创新，激发设备更新需求.....	10
1、乳饮行业创新升级，产品迭代加速.....	10
2、乳饮产品迭代提速，催生包装设备更换需求.....	11
（三）进口设备占据高端市场，中亚无菌设备商业化打开国产替代空间.....	12
（四）募投项目提升产能及研发能力，高端产品放量有望提振盈利能力.....	14
三、切入医学领域，有望打造新业绩增长点.....	15
四、盈利预测与估值分析.....	16
五、风险提示.....	17

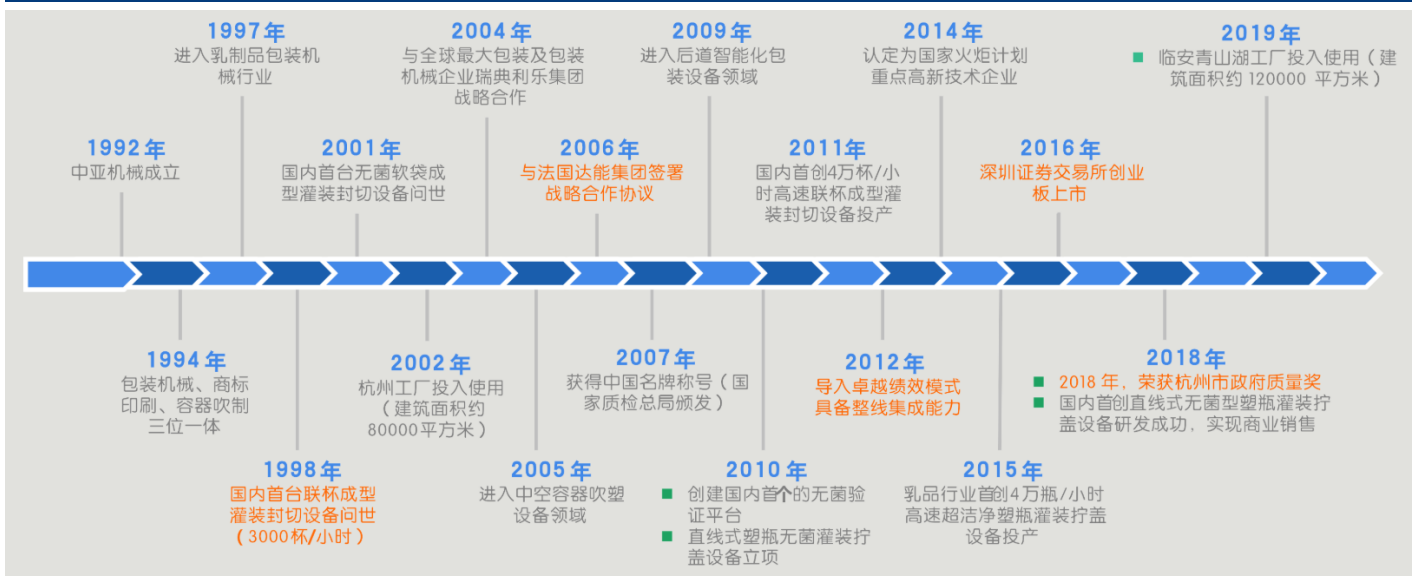
图表目录

图表 1	中亚机械发展历程.....	5
图表 2	中亚机械主营产品类别.....	5
图表 3	中亚股份营收构成.....	6
图表 4	中亚股份乳品领域营收构成拆分（2019 年）.....	6
图表 5	中亚股份客户资源丰富.....	7
图表 6	中亚股份营收增长情况.....	7
图表 7	中亚股份归母净利润增长情况.....	7
图表 8	中亚股份毛利率情况.....	8
图表 9	中亚股份乳品领域产品毛利率情况.....	8
图表 10	中亚股份毛利率与净利率水平.....	8
图表 11	中亚股份 ROA 与 ROE 情况.....	8
图表 12	全球人均乳制品消费量增长率预测.....	9
图表 13	全球乳制品市场规模预测.....	9
图表 14	中国、美国、欧美乳制品消费结构（单位：千公吨）.....	9
图表 15	中国饮料市场规模（亿元）.....	10
图表 16	2019 年我国饮料市场消费结构.....	10
图表 17	元气森林气泡水产品展示.....	10
图表 18	伊利儿童配方牛奶.....	10
图表 19	全球包装需求预测（单位：十亿个）.....	11
图表 20	中亚股份瓶装含气饮料超洁净生产线.....	12
图表 21	液态食品包装设备相关公司.....	12
图表 22	中亚股份研发投入维持在较高水平.....	13
图表 23	中亚股份研发人员数量.....	13
图表 24	中亚股份无菌型塑瓶灌装拧盖设备型号及技术参数.....	13
图表 25	中亚股份无菌型塑瓶灌装拧盖设备产品图.....	14
图表 26	中亚股份募投项目资金投向.....	15
图表 27	新型智能包装机械产业化项目具体投资情况.....	15
图表 28	我国大输液消费量变化情况.....	16
图表 29	我国大输液产量变化情况.....	16
图表 30	大输液行业竞争格局.....	16
图表 31	中亚股份盈利预测拆分.....	17

一、中亚股份：立足乳品领域，向智能化包装设备解决方案供应商进化

中亚股份成立于1992年，专注于液体食品智能化包装设备的研发、制造和生产，定位于设计、制造中高端的液态食品包装设备，主营产品包括各类液态食品的罐装封口设备、后道智能包装设备、中空容器吹塑设备等，2016年成功登陆创业板。

图表 1 中亚机械发展历程



资料来源：中亚机械官网

图表 2 中亚机械主营产品类别



资料来源：公司公告，华创证券整理

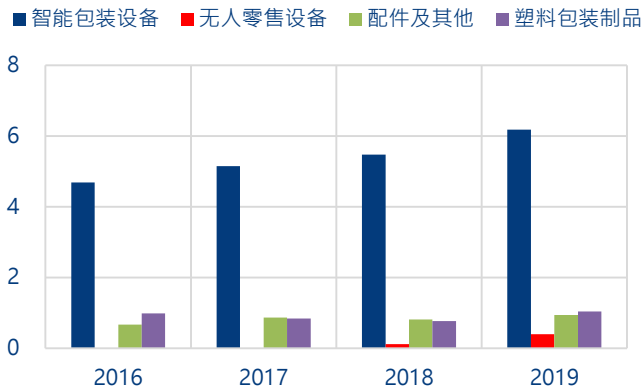
拥有完整产品谱系，全方位对接下游客户多样性需求：液体包装机械按照产品生产工序依次是成型、灌装封口、后道包装，中亚机械已拥有覆盖前、中、后道的全品类液体包装设备产品，具备整线供应能力。

- **中空容器吹塑设备：**已覆盖注吹、注拉吹、挤吹、拉吹四类设备，可以适用于十几种塑料粒子原料，完成 10L 以下各类塑瓶的成型要求，可适应不同液体产品存放特性不同对包装容器提出的多样性要求；
- **灌装封口设备：**公司具备真空负压式灌装设备、电子称重式灌装设备、容积式灌装设备和流量计式灌装设备，可满足任何一种**液态食品的灌装要求**，洁净度方面，可涵盖洁净型、超洁净型和无菌型三种等级的要求；
- **后道包装设备：**采用伺服、磁悬浮等技术，拓展柔性后道包装设备，定位中高端。

发力乳品领域，已具备领先优势：1997 年，中亚机械正式进军乳制品包装机械领域，经过多年布局，公司部分设备以达到或接近国际同行技术水平，同等条件下，公司产品相比海外进口产品具有 30%~40% 的价格优势，凭借良好的性价比优势，在国内市场实现了进口替代。截至 2015 年，公司在乳品包装设备领域的市占率已连续三年位列国内同行第一。2019 年，公司来自乳品行业的营收 7.33 亿元，在总营收中占比超过 85%。

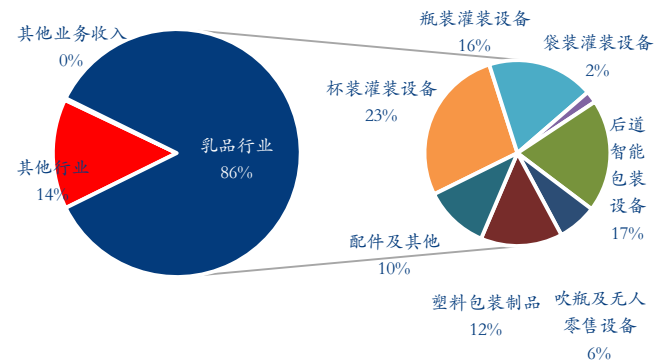
向下游延伸包装材料业务，提供增值服务：公司以全资子公司中亚瑞程为平台，围绕客户生产基地，配套建设“卫星工厂”，提供 PE 瓶、PET 瓶及瓶盖、PS 瓶等塑料包装制品。公司已与蒙牛乳业签署了卫星工厂的配套协议，该种模式下能够缩短包装材料运输路径，降低运输过程中的污染风险，优化客户的预包装材料供应了管理，降低其固定资产投资成本，并且与公司自研的吹塑、灌装设备具有更好的适配性。2019 年公司塑料包装制品实现营收 1.04 亿元，同比增长 35.19%。

图表 3 中亚股份营收构成



资料来源：公司公告，华创证券

图表 4 中亚股份乳品领域营收构成拆分（2019 年）



资料来源：公司公告，华创证券

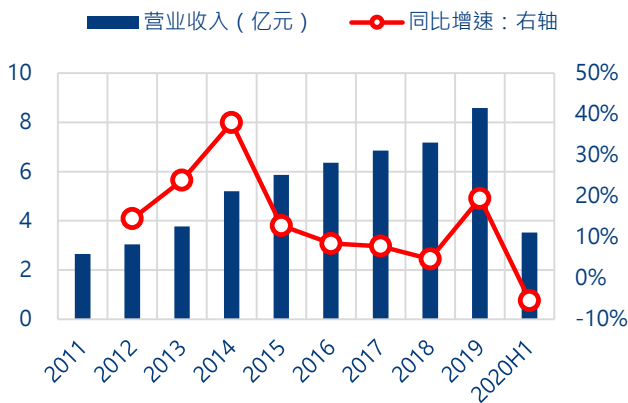
下游需求增长+客户覆盖范围及应用领域拓宽，公司收入及净利润体量稳步提升：公司产品下游以乳制品为主，乳品领域产品种类日益丰富，包装形式更加多样化带动设备更新迭代需求，公司不断拓宽自身客户覆盖范围和产品应用领域，一方面，深化乳品这一传统优势领域的客户覆盖深度和广度，目前，国内前 30 家乳品企业以及包括达能、雀巢在内的著名国际乳品企业均已成为公司客户；另一方面，积极拓展非乳品领域业务，切入饮料、食用油脂、调味品、医疗健康、日化等领域的应用场景和下游客户，已与中粮集团、益海嘉里、恒瑞医药、汤臣倍健、海正药业、博科林、太太乐等众多知名客户建立合作关系。公司营收从 2011 年的 2.66 亿元，增长至 2019 年的 8.58 亿元，过去 9 年复合增速 15.8%，归母净利润从 2011 年的 0.69 亿元提升至 2019 年的 1.09 亿元，11-19 CAGR 5.8%。

图表 5 中亚股份客户资源丰富



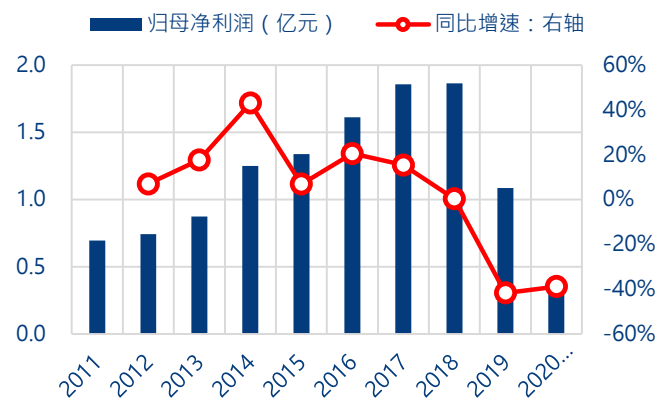
资料来源：公司官网，华创证券

图表 6 中亚股份营收增长情况



资料来源：Wind，华创证券

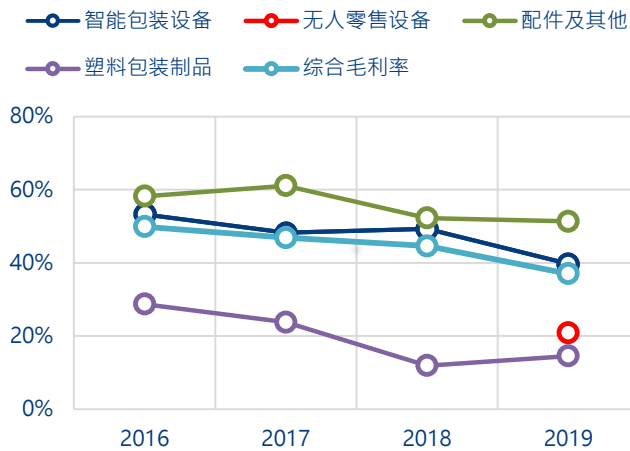
图表 7 中亚股份归母净利润增长情况



资料来源：Wind，华创证券

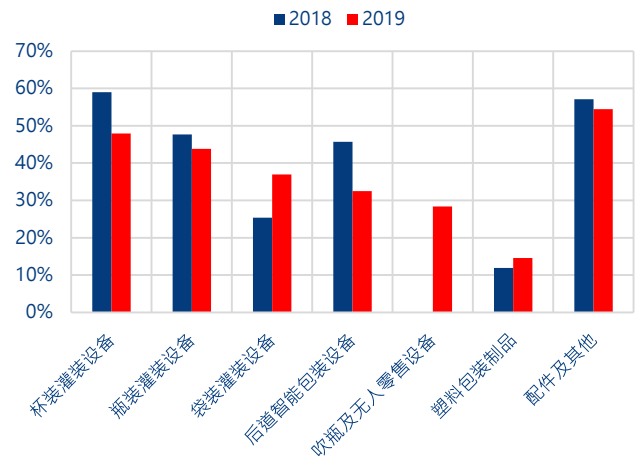
定制化生产毛利率高，高端产品盈利性更强，新旧产品切换致毛利率、净利率有所下降：由于下游客户对包装容器的规格、尺寸、形状、灌装物流、功能配置等存在多样化的需求，包装机械定制化程度高，产品盈利性强。2016-2018年公司综合毛利率基本维持在40%以上的水平，2019年同比下降7.6pct至37%，主要系2019年公司产品处于新旧更迭的过程，出货结构中高毛利的高端产品占比下降所致。此外，公司高端产品盈利性更佳，以乳品包装设备为例，更高端的杯装、瓶装灌装设备毛利率相比于袋装灌装设备和后道包装设备更高。

图表 8 中亚股份毛利率情况



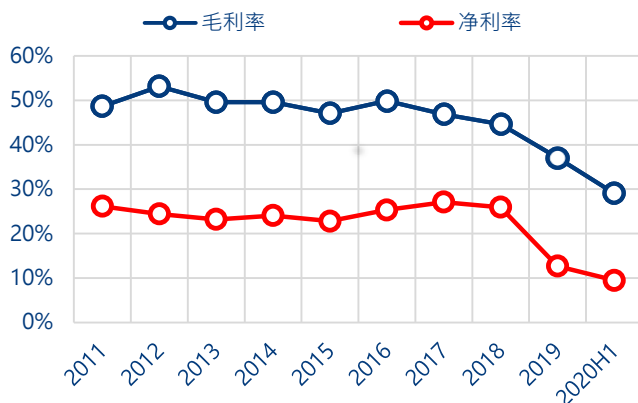
资料来源：Wind，华创证券

图表 9 中亚股份乳品领域产品毛利率情况



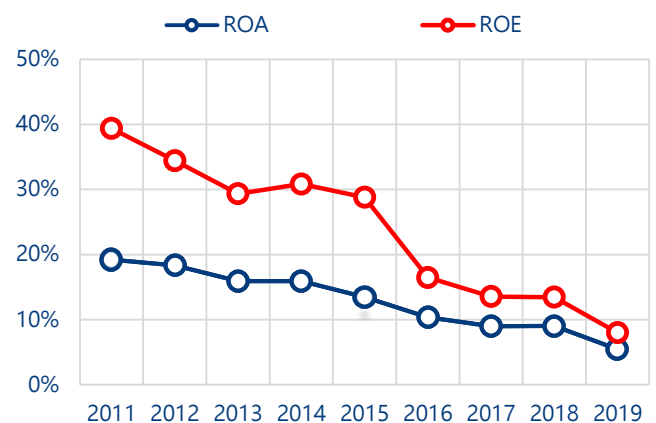
资料来源：公司公告，华创证券

图表 10 中亚股份毛利率与净利率水平



资料来源：Wind，华创证券

图表 11 中亚股份 ROA 与 ROE 情况



资料来源：wind，华创证券

二、乳饮产品创新升级带动液体包装设备需求释放

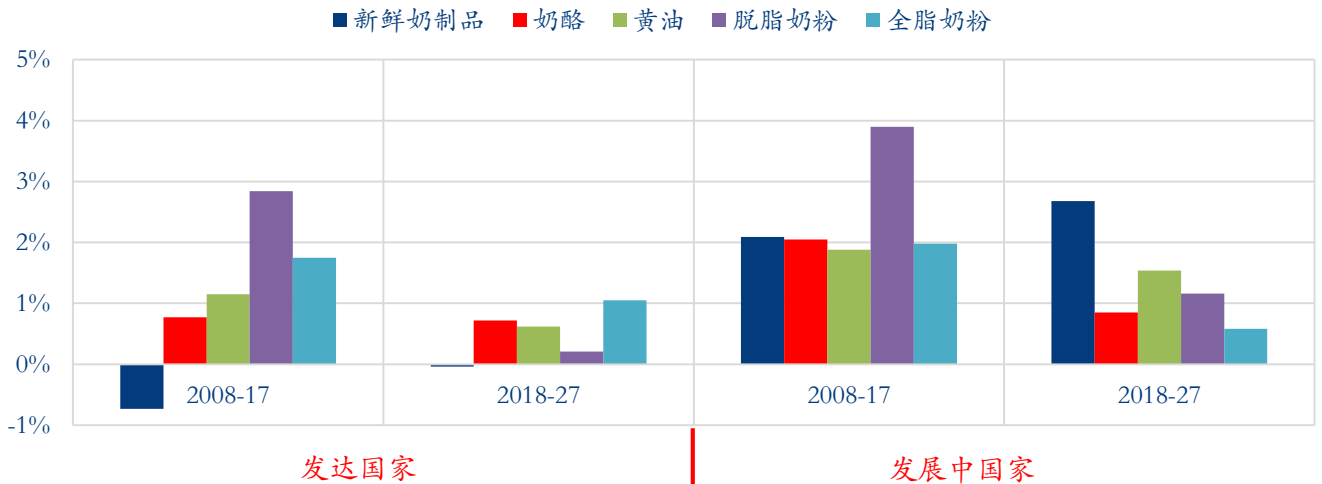
（一）经济增长+消费升级有望驱动乳制品及饮料消费市场持续扩容

全球乳品消费有望持续增长：随着经济的增长和居民健康意识的不断提高，乳制品被更多地纳入居民日常膳食结构，带动了乳制品消费的增长，尤其在发展中国家，这一驱动效应更加明显。据 OECD 统计，2008-2017 年，发展中国家新鲜奶制品的人均消费量复合增速达到 2.09%，预计 2018-2027 年年均增速将进一步提升至 2.68%，发达国家居民对新鲜奶制品的需求则有望维持平稳，而对加工奶制品的消费料将有所增长。2019 年全球乳制品市场规模 7189 亿美元，IMARC 预计 2024 年这一市场规模将达到 10327 亿美元，未来 5 年复合增速接近 8%。

我国乳品市场仍有巨大提升空间：据 OurWorldInData 统计，2017 年，我国人均乳制品消费量 24.1kg/年，相比美国 254.9kg/年、日本 58.6kg/年、德国 267.5kg/年的消费水平仍有较大提升空间。从消费结构看，全球乳制品消费仍以液态奶为主，以 2019 年为例，中国、美国、欧盟液态奶消费在乳制品消费中的占比均超过 70%。Frost & Sullivan 数据

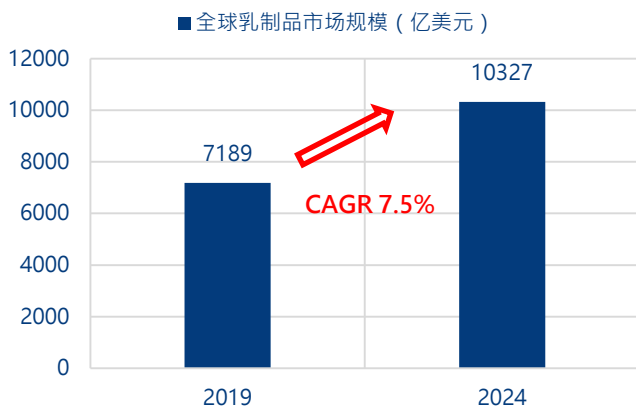
显示, 2012-2016 年我国液态奶市场销售额从 1316 亿元提升至 1866 亿元, CAGR 达到 9.1%, 预计 2021 年将进一步提升至 2739 亿元, 年均复合增速 8.0%。

图表 12 全球人均乳制品消费量增长率预测



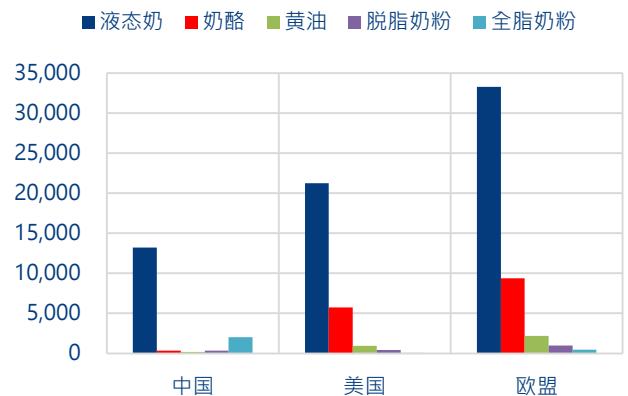
资料来源: OECD, 华创证券

图表 13 全球乳制品市场规模预测



资料来源: IMARC, 华创证券

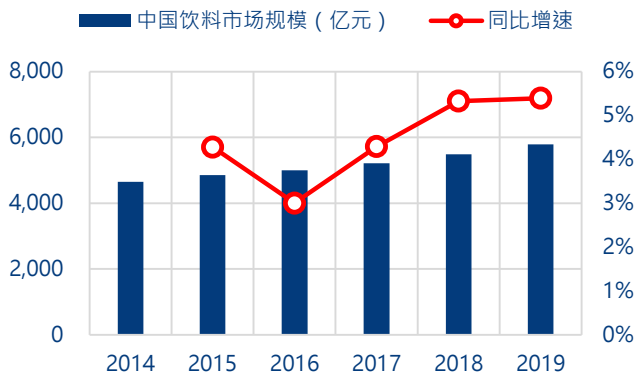
图表 14 中国、美国、欧美乳制品消费结构 (单位: 千公吨)



资料来源: USDA, 华创证券

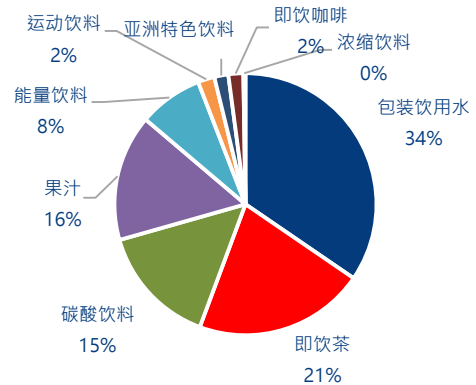
饮料行业呈现良好发展态势, 特色饮品及饮用水增速较快: 我国饮料消费以包装饮用水、即饮茶、碳酸饮料、果汁为主, 2019 年上述四类饮品消费占比约 86%。我国饮料市场规模从 2014 年的 4652 亿元增长至 2019 年 5786 亿元, 14-19 年复合增速 4.5%, 其中, 能量饮料、即饮咖啡、包装饮用水、运动饮料、亚洲特色饮料增速较快, 过去 6 年基本维持 5% 以上的年均复合增速。展望未来, 随着我国人均可支配收入的增长和消费习惯升级, 我们预计我国饮料行业有望保持良好增长趋势。

图表 15 中国饮料市场规模（亿元）



资料来源：Euromonitor，前瞻产业研究院，华创证券

图表 16 2019 年我国饮料市场消费结构



资料来源：Euromonitor，前瞻产业研究院，华创证券

（二）消费升级驱动乳饮产品创新，激发设备更新需求

1、乳饮行业创新升级，产品迭代加速

迈向品质化发展，消费升级引领乳饮行业变革：随着经济生活水平的提高、消费结构升级以及购买渠道日益多元化，消费者对于乳品和饮料在健康性、功能性、差异化、个性化等方面的诉求得到释放，为乳饮行业带来两大变化：一是高品质成为塑造产品力的关键；二是单品小型化渐成趋势，注重品质的同时兼顾“颜值”，差异化、小众化需求加速产品推陈出新，单品生命周期被缩短。

健康性、功能性、高品质成为消费关键词：近年来，低温奶由于口感更佳、能够有效避免高温处理对牛奶营养成分破坏以及保证质量安全而得到了快速推广与发展，《2019 年新鲜生活白皮书》显示，2018 年 7 月-2019 年 7 月，低温鲜奶销售额增长 19.5%。饮料市场方面，元气森林气泡水主打的“0 糖、0 脂肪、0 卡”路线抓住消费者追求口感丰富性和健康性的心理，迅速成为极具人气的单品之一。

图表 17 元气森林气泡水产品展示



资料来源：淘宝网

图表 18 伊利儿童配方牛奶



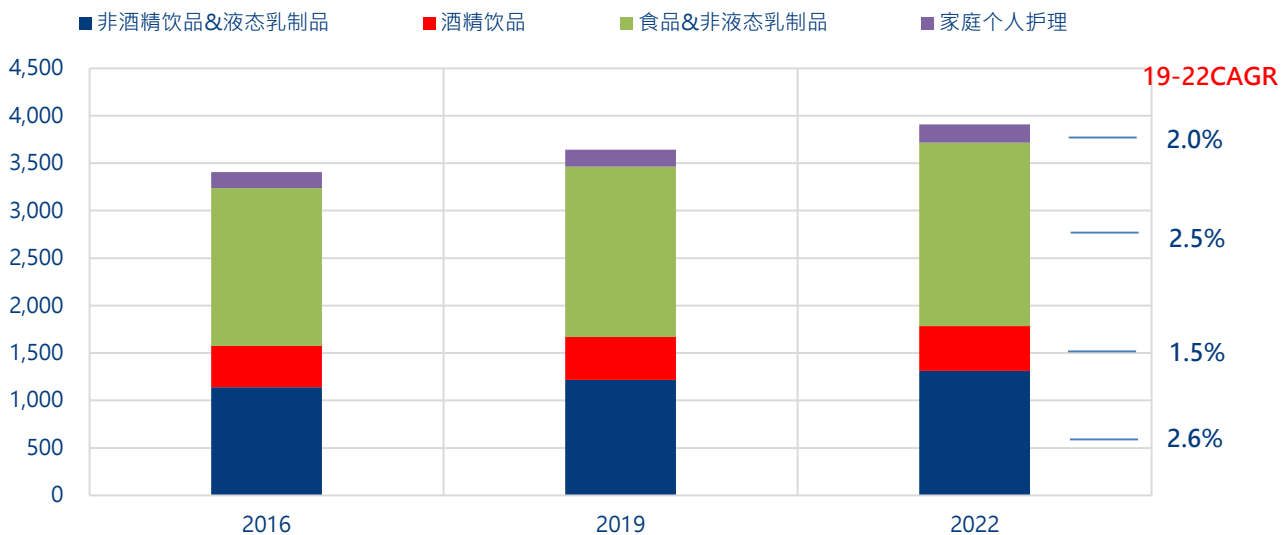
资料来源：淘宝网

小众化精准打击，差异化加速产品创新：为满足不同消费层次、不同年龄段消费者的个性化、多样性需求，乳饮行业小单品层出不穷，以契合消费者在口感、营养、外观、创新性、携带便捷性、功能性等多方面的差异化需求。以伊利为例，其针对儿童受众推出配方牛奶，采用“5+6 配方营养”，强调对儿童的全方位营养守护；旗下金典品牌持续推动多款新品上市，主打营养新鲜和口感体验；布局豆乳行业，不断推出植选新品，创新性地采用 PET 材质和流线性外观设计，提升携带方便性等等。受此趋势带动，乳饮行业产品创新迭代速度加快，外观包装形式日益多样，单品生命周期缩短。

2、乳饮产品迭代提速，催生包装设备更换需求

饮品包装需求有望平稳增长：据欧睿国际预测，2019-2022 年全球饮品包装需求有望从 2019 年的 16680 亿个增加至 2022 年的 17850 亿个，年均复合增速 2.3%，其中非酒精饮品及液态乳制品、酒精饮品 2019-2022 年年均复合增速有望分别达到 2.6% 和 1.5%。

图表 19 全球包装需求预测（单位：十亿个）



资料来源：Euromonitor，利乐集团公告，华创证券整理

食品液态包装设备用于液态食品的成型、灌装、后道包装等环节，需要结合产品的功能、配方、包装材料性能、包装外观以及工艺对设备进行定制化的设计和生产，其性能直接影响包装产品品质和生产效率。高品质产品对生产设备的技术积累和生产过程控制均提出了更高的要求。

展望未来，乳饮行业高品质化、小众化、差异化趋势带动产品创新迭代加速，包装瓶型生命周期缩短，驱动液态食品包装机械向无菌化、柔性化、集成化进行技术升级，激发下游乳饮企业迭代现有产线的投资意愿，设备更新换代频率有望加快，高端液态包装设备需求料将释放。据 Technavio 预计，2020-2024 年间全球食品和饮料包装机械市场规模有望增长 89.3 亿美元，预测期内年均复合增速 6%。

□ 无菌化

近年来，消费者愈发注重乳制品和饮品中营养物质的留存、色泽、口感、新鲜度等关乎产品质量的指标。无菌包装技术可在常温状态下进行灌装，最大限度地减少液态食品的受热时间，保持液态食品的色泽、风味和营养价值，在不适用防腐剂和其他添加剂的情况下，使食品拥有更好的保鲜度。此外，无菌化工艺生产效率高，节能省工，既延长产品保质期，又可降低包装材料成本和运输成本，有效地拓展了产品的运输和销售范围。发达国家无菌包装在整个饮料包装中占比已达 65% 以上。

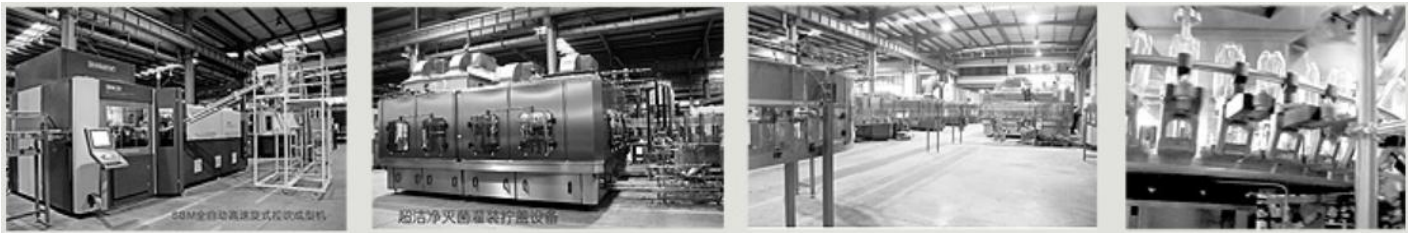
□ 柔性化

柔性化可在设计工艺、工序环节、结构框架基本确定的情况下，通过设备结构的调整和变动，实现产品品种、功能以及包装形式的灵活性。伴随消费者对不同包装形式、规格以及配方需求更加多元化，相应地，需要乳饮企业缩短生产批次，进行更快的产品和规格转换，并优化转换过程中的停机时间和操作流程，从而降低生产成本，提高生产效率。随着产品更新换代周期缩短，包装形态的变化周期从过去 3~5 年缩短到 1 年左右，大大提升了对柔性制造和设备对不同参数兼容性的要求。

□ 集成化

集成化生产线，通过将成型、灌装、封口等工序在同一个密闭机组内连续完成，大大降低了液体食品被污染的可能性，同时提升生产效率，优化生产成本，减少设备的占地面积。以中亚股份为例，其瓶装含气饮料超洁净生产线由高速旋转吹瓶设备、超洁净灭菌灌装拧盖设备、高速套标设备、膜包设备以及整线传输和控制系统组成，设备产能覆盖从 12000 瓶/小时到 36000 瓶/小时不等的三种类型，能够有效提升生产效率。

图表 20 中亚股份瓶装含气饮料超洁净生产线



资料来源：公司官网

（三）进口设备占据高端市场，中亚无菌设备商业化打开国产替代空间

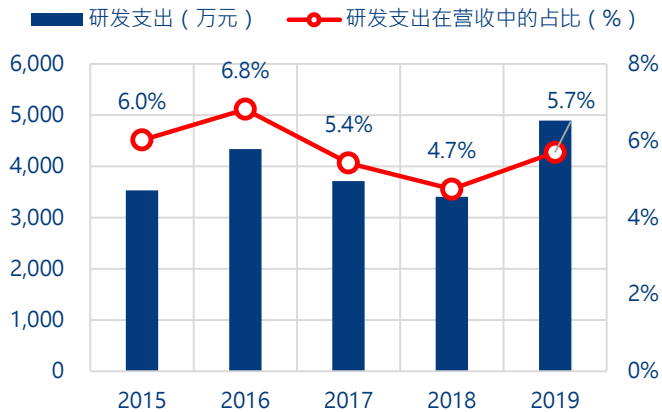
液体食品包装机械技术壁垒高，进口设备长期在高端市场占据领先地位：乳品、饮料等液态食品包装机械在生产区域洁净度的控制、无菌系统的建立和保障、罐装精度的保证方面均有独特的技术要求，具有较高的技术壁垒，尤其是无菌包装设备，集中了计算机数控、电器控制、机械部件精密制造、无菌处理技术、热封技术、食品工程和微生物学等关键技术，性能完备的无菌灌装设备包含对包装材料灭菌、无菌液体食品输送、无菌灌注密封、无菌环境控制等装置，同时具有机械、微生物栅栏和质量监控保障系统，以及 CIP、SIP 等必备系统。无菌包装技术长期由利乐、西得乐、克朗斯等世界领先企业掌握，相关设备进口依赖度高。

图表 21 液态食品包装设备相关公司

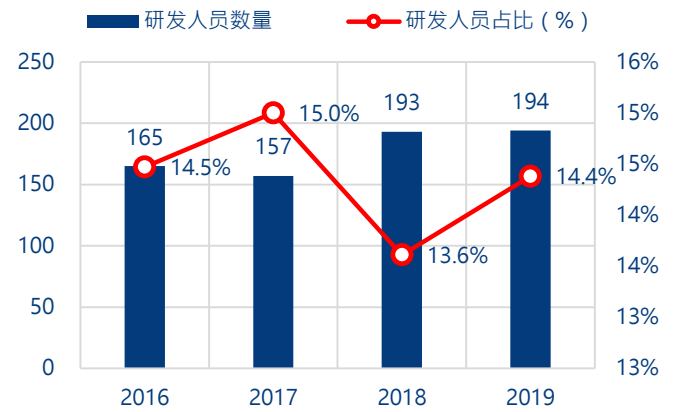
相关公司	2019 年营业收入	2019 年营收贡献情况
克朗斯	39.59 亿欧元	产品灌装设备 82%，饮品生产加工设备 18%
利乐集团	140 亿欧元	包括 Tetra Pak、Sidel 和 Delaval 三家经营主体，业务涵盖包装材料、加工设备、包装设备、服务、一体化解决方案等
IMA	15.96 亿欧元	茶、食物及其他营收占比 50%，药物 44%，烟草 6%
ASB	2.10 亿欧元	化妆品领域营收占比 40%，食品/家用物品 50%，饮料 10%
中亚股份	8.58 亿元	乳品领域营收占比超过 85%
普丽盛	6.40 亿元	专注于饮料、乳制品等液态食品提供生产设备和包装材料
新美星	6.92 亿元	用于饮料、乳品、酒类、调味品、日化品、食用油等领域
永创智能	18.71 亿元	成型填充封口系列设备、缠绕捆扎码垛系列设备、贴标打码系列设备、智能包装生产线

资料来源：各公司公告，华创证券，注：ASB 2019 年营收按照现行汇率由日元换算成欧元

以研发为导向，掌握多项核心技术：中亚机械采用“生产一代、开发一代、储备一代”的研发模式，持续推进产品技术创新，在成型、灌装、后道包装等环节积累了大量的核心技术，包括高洁净度和高精度罐装技术、无菌环境控制技术、干法灭菌技术、直线式设备架构设计技术、果粒动态混合技术、高精度模内环贴标技术、在线纠偏技术、集束包装（装箱）等，形成了独特的生产工艺和核心技术。过去5年，公司研发投入在营收中的占比基本维持在4.7%以上，研发人员占比超过14%。公司在研发领域具有丰富的经验积累，技术实力领先，作为主要起草人或项目承担者参与和制定了多项国家和行业标准。

图表 22 中亚股份研发投入维持在较高水平


资料来源：Wind，华创证券

图表 23 中亚股份研发人员数量


资料来源：Wind，华创证券

无菌塑瓶灌装设备迎来收获期，开启商业化进程：公司从2002年起开始研发第一代塑袋无菌灌装封切设备，目前技术含量最高、难度最大的瓶装无菌灌装技术获得突破，DABL系列设备适合中性、酸性液体食品的塑瓶无菌包装，可用于低温奶、常温酸奶及果汁等饮品，且可选择灌装果粒，整机能够全自动完成进瓶、喂瓶、瓶灭菌、无菌灌装、理盖、盖灭菌、加盖、伺服拧盖、出瓶、成品输送功能，相比于传统回转式无菌灌装设备，占地面积及运行能耗均有大幅降低。目前，全自动无菌型塑瓶灌装封口拧盖设备已投入商业使用，2019年，伊利、香飘飘、今麦郎、养元、祖名食品、德馨食品等多家客户向公司订购了多条无菌瓶装和杯装灌装生产线，同时，公司无菌瓶装生产线获得李子园增订订单。据中亚股份官方微信披露，8月3日，公司已成功交付李子园增订的第二条24000瓶/小时的瓶装无菌生产线，并于7月获得李子园增订的一条30000杯/小时的杯装无菌灌装生产线订单。我们认为，公司无菌灌装技术已具备较高的成熟度和市场竞争力。在同等情况下，公司产品相比进口产品价格低30%~40%，具有更高的性价比优势，有望在下游厂商产线更新换代过程中率先实现国产替代，形成规模化放量。

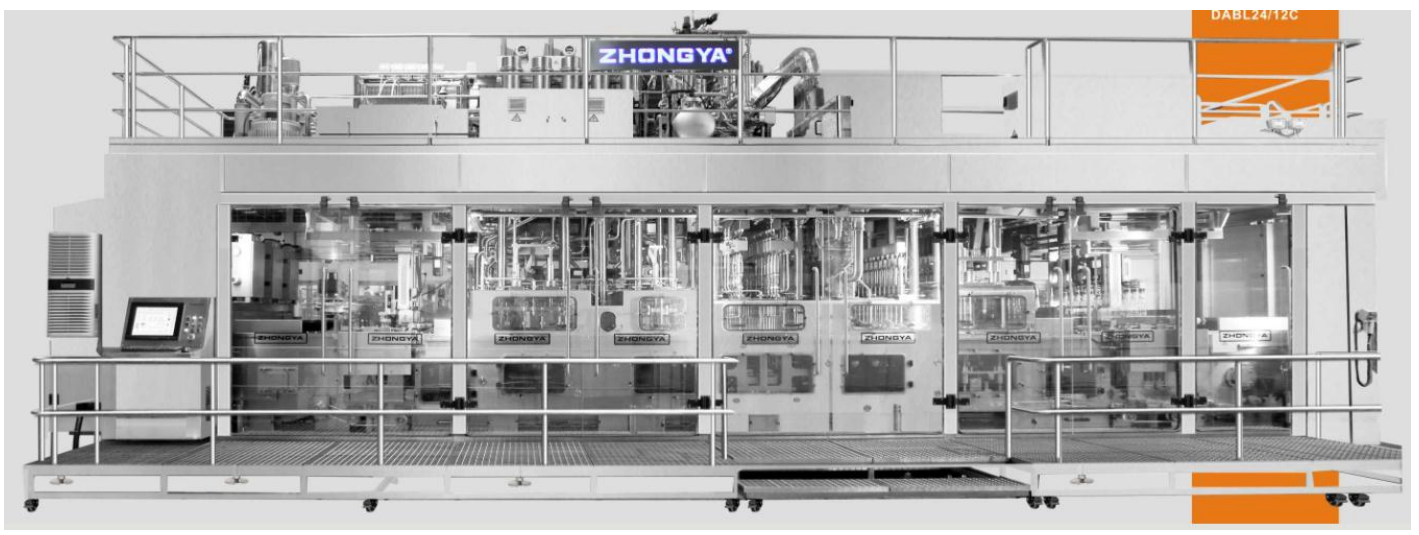
图表 24 中亚股份无菌型塑瓶灌装拧盖设备型号及技术参数

系列型号	DABL32/32S	DABL16/16S	DABL24/24C	DABL12/12C
			DABL48/24C	DABL24/12C
包材	鲜奶、酸奶、奶茶、咖啡、果汁等可选择灌装果粒			
生产能力	32000-36000bph	16000-18000bph	20000-24000bph	10000-12000bph
灌装物料	UHT 鲜牛奶、常温酸奶、果汁、含乳饮料、咖啡饮料等可选择灌装果粒			
灌装容量	100ml-400ml		100ml-1000ml	
封口方式	铝膜盖热封		塑盖拧盖	
杀菌方式	H 2O2 干法杀菌			
灭菌效率	Se≥5			

步进瓶数	32 瓶（2x16）	16 瓶（1x16）	24 瓶（2x12）	12 瓶（1x12）
------	------------	------------	------------	------------

资料来源：中亚股份官网，华创证券

图表 25 中亚股份无菌型塑瓶灌装拧盖设备产品图



资料来源：中亚股份官网

参股中物光电，无菌技术能力再获加持：公司参股公司中物光电拥有脉冲强光（激光）杀菌技术，具有无污染、杀菌速度快（纳秒级）、能效高等优点，可用于食品饮料、水处理、空气杀菌、医疗卫生等领域，伊利、蒙牛、农夫山泉为中物光电主要客户。

发力后道智能包装设备，完善整线供应及柔性制造能力：公司开发的智能后道包装设备定位高端、柔性制造，能够满足机器换人和自动化生产的需求，实现对人工装箱的替代。以一条 24000 包/小时的高速灌装线为例，需要配备 50-60 名装箱工人，而采用后道智能装箱设备每条灌装线只需要 6-9 名，可大幅降低人力成本，提升生产效率。2019 年公司后道智能包装设备业务取得良好进展，销量快速提升。

（四）募投项目提升产能及研发能力，高端产品放量有望提振盈利能力

2016 年公司通过 IPO 方式募集资金 7.06 亿元，用于新型智能包装机械产业化项目、新型瓶装无菌灌装设备产业化项目、研发技术中心及实验室建设项目以及补充营运资金。

- **新型智能包装机械产业化项目**用于全自动杯装、瓶装、袋装智能包装生产线、礼品包装产品智能装箱生产线和高精度智能化吹瓶生产线产能扩增，合计新增 204 台套生产能力，项目达产后，公司高端智能包装设备生产能力将进一步提升，同时有望延伸包括食用油脂、饮料、日化、医疗健康在内的其他液态产品市场应用，对接更加丰富多样的市场需求。
- **新型瓶装无菌灌装设备产业化项目**规划建设 13 台 DABL 系列全自动无菌型塑瓶灌装拧盖机组，将进一步提升高端无菌灌装设备产能。
- **研发技术中心及实验室建设项目**将通过新增各类先进研发、全性能检测设备，提升研发、全方位模拟测试能力以及大规模技术开发、新工艺、新材料研制的能力，有望增强公司向乳品以外的其他领域延伸的能力。

图表 26 中亚股份募投项目资金投向

项目名称	项目投资金额 (万元)	使用募集资金金额 (万元)	建设期
新型智能包装机械产业化项目	36,210	36,210	24 个月
新型瓶装无菌灌装设备产业化项目	16,466	16,466	24 个月
研发技术中心及实验室建设项目	5,810	5,810	24 个月
其他与主营业务相关的营运资金	8,000	8,000	-

资料来源：中亚股份招股说明书，华创证券

图表 27 新型智能包装机械产业化项目具体投资情况

产品类别	产品名称	数量(台套)
全自动杯装产品智能包装生产线	DXR 系列联杯产品成型灌装封切及后道智能整理、裹包、装箱自动化生产线	6
	DGD 系列预制杯产品灌装封口及后道智能裹包或装箱自动化生产线	10
全自动瓶装产品智能包装生产线	DUBL 系列全自动超洁净型塑瓶灌装拧盖及后道智能装箱自动化生产线	8
	GF 系列全自动塑瓶称重式旋转灌装拧盖机	35
全自动袋装产品智能包装生产线	DKXD 系列全自动无菌塑袋智能包装生产线	25
	DZXJ 系列全自动袋装产品智能装箱机	25
礼品包装产品智能装箱生产线	DXZL 系列全自动利乐砖礼品装智能装箱机	25
高精度智能化吹瓶生产线	IBM 系列全自动注吹成型机	40
	EBM 系列全自动挤吹成型机	30
合计		204

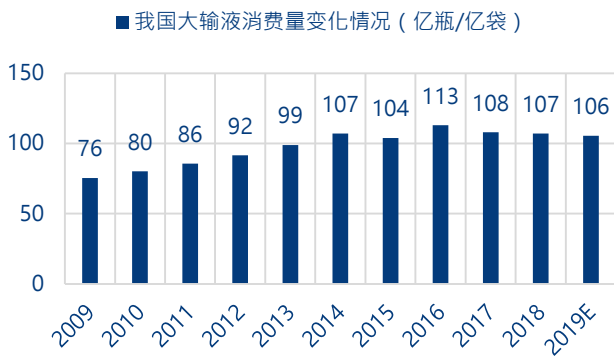
资料来源：中亚股份招股说明书，华创证券

高端产品放量有望提振盈利能力：截至 2019 年底，公司募投项目一期工程已建设完成并投入使用，二期工程预计于 2020 年投入使用。随着募投项目产能释放，公司产能瓶颈料将得到缓解，盈利性更强的高端产品有望开始放量，前期因产品结构调整而导致的盈利能力下滑有望得到修复，实现回升，公司业务发展料将迈上新台阶。

三、切入医学领域，有望打造新业绩增长点

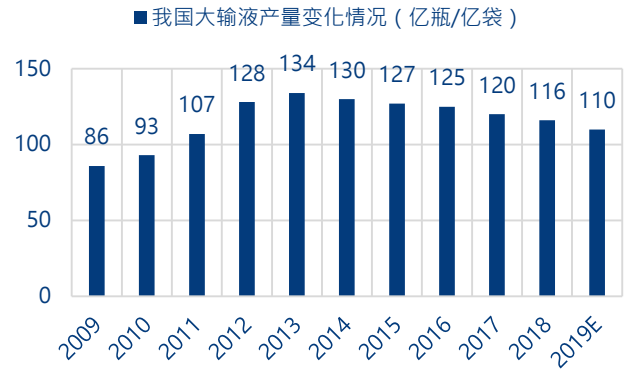
随着限输液政策的推出，近年来，我国大输液消费量有所下降，同时，GMP 认证加速了中小规模输液企业的退出，大输液行业格局进一步集中，科伦、双鹤、石四药、辰欣药业四家企业市场占有率接近 80%。随着行业卫生标准逐步提高，大输液企业逐步调整输液包装结构和产品结构，带动新一轮输液设备更换需求。公司目前已经和恒瑞、双鹤、科伦等知名医药企业展开合作，未来医学用输液包装设备有望成为公司又一业绩增长点。

图表 28 我国大输液消费量变化情况



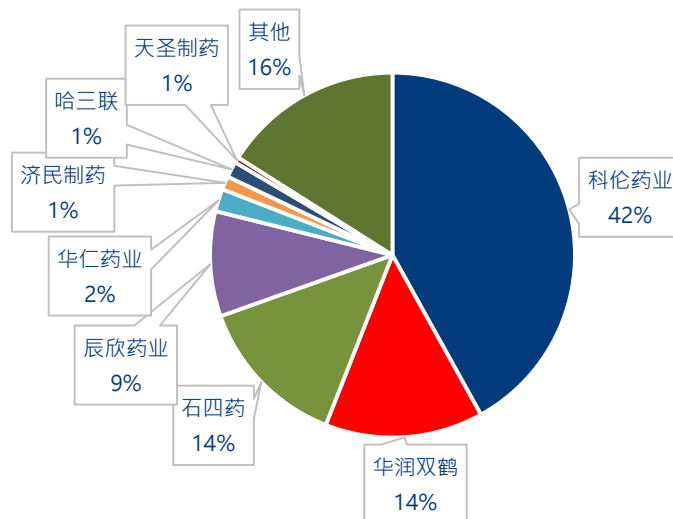
资料来源：前瞻产业研究院，华创证券

图表 29 我国大输液产量变化情况



资料来源：前瞻产业研究院，华创证券

图表 30 大输液行业竞争格局



资料来源：前瞻产业研究院，华创证券

四、盈利预测与估值分析

核心假设一：公司智能包装设备业务 2020-2022 年营业收入增速 35%、54%和 38%，毛利率逐步提升，分别达到 41.8%、46.3%和 48.1%；

核心假设二：公司塑料包装制品业务 2020-2022 年营收增速均为 15%，毛利率保持在 14.6%的水平；

核心假设三：配件及其他业务 2020-2022 年营收增速均为 15%，毛利率保持在 51.4%的水平；

核心假设四：无人零售设备业务 2020-2022 年营收增速均为 10%，毛利率保持在 20.8%的水平；

核心假设五：其他业务 2020-2022 年营收增速均为 10%，毛利率保持在 26.4%的水平；

核心假设六：考虑到公司加大营销力度，拓展业务范围，预计 2020-2022 年销售费用率分别为 9%、9.5%和 10%，

2020-2022 年管理费用率 7.9%、7.9%和 7.9%，研发费用率 5.7%、5.7%和 5.7%，财务费用率-0.8%、-0.3%和-0.2%。

考虑公司新产品放量节奏，我们上调 2021-2022 年盈利预测，预计公司 2020-2022 年实现归母净利润 1.47、2.77 和 3.84 亿元（原预测值 1.47、2.47 和 3.40 亿元），对应 EPS 0.54、1.03 和 1.42 元（原预测值 0.54、0.91 和 1.26 元），对应 PE 35、19 和 14 倍。考虑到下游包装产线更新迭代趋势，以及公司高端新产品有望放量和在乳品以外领域拓展取得积极成效，我们预计公司未来三年有望保持较快成长，2021 年目标市值 83.17 亿元，上调目标价至 30.80 元，对应 2021 年 PE 30 倍，上调至“强推”评级。

图表 31 中亚股份盈利预测拆分

业务分类	核心指标	2019	2020E	2021E	2022E
智能包装设备	收入（亿元）	6.18	8.35	12.89	17.81
	yoy（%）		35%	54%	38%
	毛利率（%）	39.7%	41.8%	46.3%	48.1%
塑料包装制品	收入（亿元）	1.04	1.20	1.38	1.59
	yoy（%）		15%	15%	15%
	毛利率（%）	14.6%	14.6%	14.6%	14.6%
配件及其他	收入（亿元）	0.94	1.08	1.24	1.43
	yoy（%）		15%	15%	15%
	毛利率（%）	51.4%	51.4%	51.4%	51.4%
无人零售设备	收入（亿元）	0.40	0.44	0.48	0.53
	yoy（%）		10%	10%	10%
	毛利率（%）	20.8%	20.8%	20.8%	20.8%
其他业务收入	收入（亿元）	0.02	0.02	0.03	0.03
	yoy（%）		10%	10%	10%
	毛利率（%）	26.4%	26.4%	26.4%	26.4%
收入（亿元）		8.58	11.09	16.02	21.38
yoy（%）			29%	44%	34%
毛利率（%）		37.0%	38.9%	43.2%	45.1%
期间费用率	销售费用率	8.0%	9.0%	9.5%	10.0%
	管理费用率	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%
	财务费用率	-0.6%	-0.8%	-0.3%	-0.2%
	研发费用率	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%
归母净利润		1.1	1.5	2.8	3.8
净利率		12.7%	13.3%	17.3%	17.9%

资料来源：公司公告，华创证券预测，其中：2019 年无人零售设备业务的毛利率为测算数据

五、风险提示

公司新产品推广不及预期；公司新领域拓展不及预期。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	313	182	224	334
应收票据	0	0	0	0
应收账款	202	209	313	418
预付账款	9	11	15	19
存货	631	789	1,060	1,367
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	183	353	369	388
流动资产合计	1,338	1,544	1,981	2,526
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	28	28	28	28
固定资产	250	286	318	348
在建工程	149	169	189	209
无形资产	74	73	71	70
其他非流动资产	78	77	79	78
非流动资产合计	579	633	685	733
资产合计	1,917	2,177	2,666	3,259
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	188	236	317	409
预收款项	246	318	459	613
合同负债	0	0	0	0
其他应付款	11	31	31	31
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
其他流动负债	54	63	85	107
流动负债合计	499	648	892	1,160
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	15	15	15	15
非流动负债合计	15	15	15	15
负债合计	514	663	907	1,175
归属母公司所有者权益	1,398	1,510	1,758	2,087
少数股东权益	5	4	1	-3
所有者权益合计	1,403	1,514	1,759	2,084
负债和股东权益	1,917	2,177	2,666	3,259

现金流量表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-62	98	117	209
现金收益	129	164	300	409
存货影响	-1	-158	-271	-307
经营性应收影响	-41	-8	-107	-108
经营性应付影响	-155	139	223	246
其他影响	7	-39	-27	-30
投资活动现金流	177	-243	-82	-82
资本支出	-60	-81	-82	-82
股权投资	-1	0	0	0
其他长期资产变化	238	-162	0	0
融资活动现金流	-35	14	7	-17
借款增加	0	0	0	0
股利及利息支付	-35	-29	-55	-75
股东融资	0	0	0	0
其他影响	0	43	62	58

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	858	1,109	1,602	2,138
营业成本	540	677	910	1,174
税金及附加	8	11	16	21
销售费用	69	100	152	214
管理费用	68	87	126	168
研发费用	49	63	91	122
财务费用	-5	-8	-5	-5
信用减值损失	-27	-30	-12	-21
资产减值损失	-1	-1	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	11	11	11	11
其他收益	11	11	11	11
营业利润	123	169	320	444
营业外收入	1	1	1	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	124	170	321	444
所得税	18	24	47	64
净利润	106	146	274	380
少数股东损益	-3	-1	-3	-4
归属母公司净利润	109	147	277	384
NOPLAT	101	138	270	375
EPS(摊薄) (元)	0.40	0.54	1.03	1.42

主要财务比率

	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	19.5%	29.2%	44.5%	33.5%
EBIT 增长率	-41.5%	36.3%	95.3%	39.0%
归母净利润增长率	-41.7%	35.3%	88.6%	38.4%
获利能力				
毛利率	37.0%	38.9%	43.2%	45.1%
净利率	12.3%	13.1%	17.1%	17.8%
ROE	7.7%	9.7%	15.8%	18.4%
ROIC	9.6%	13.4%	21.4%	24.1%
偿债能力				
资产负债率	26.8%	30.5%	34.0%	36.1%
债务权益比	1.1%	1.0%	0.8%	0.7%
流动比率	268.1%	238.3%	222.1%	217.8%
速动比率	141.7%	116.5%	103.3%	99.9%
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.5	0.6	0.7
应收账款周转天数	74	67	59	61
应付账款周转天数	126	113	109	111
存货周转天数	420	377	365	372
每股指标(元)				
每股收益	0.40	0.54	1.03	1.42
每股经营现金流	-0.23	0.36	0.43	0.77
每股净资产	5.18	5.59	6.51	7.73
估值比率				
P/E	48	35	19	14
P/B	4	3	3	2
EV/EBITDA	45	35	19	14

机械组团队介绍

组长、高级分析师：赵志铭

瑞典哥德堡大学理学硕士。2015年加入华创证券研究所。

副组长、高级分析师：鲁佩

伦敦政治经济学院经济学硕士。2014年加入华创证券研究所。2016年十四届新财富最佳分析师第五名团队成员。

助理研究员：宝玥娇

西南财经大学管理学硕士。2019年加入华创证券。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
	车一哲	销售交易员		cheyizhe@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzh@hcyjs.com
施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com	
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的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;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未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,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500