

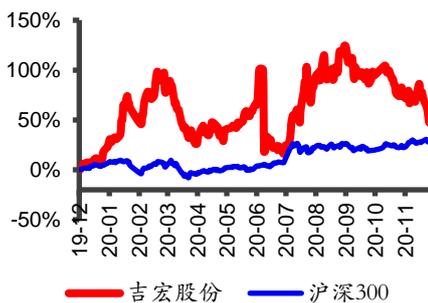


## 聚焦精准营销，跨境电商乘风启航正当时

### 投资评级：增持（首次覆盖）

报告日期：	2020-11-30
收盘价(元)	31.18
近 12 个月最高/最低(元)	12.53/49.34
总股本(亿股)	3.78
流通股本(亿股)	2.78
流通股比例(%)	73.4%
总市值(亿元)	118
流通市值(亿元)	87

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：姚天航

执业证书号：S0010520090002

邮箱：yaoth@hazq.com

联系人：郑磊

执业证书号：S0010120040032

邮箱：zhenglei@hazq.com

### 主要观点：

#### ◆ 守正出奇，包装企业转型互联网业务

公司传统业务以快消品包装为主，营收稳定增长且确定性较强。同时公司紧跟行业发展趋势，针对产品类型不断推陈出新，发力环保包装与 QSR 包装，未来有望继续受益于包装行业集中度提升从而实现稳健增长。此外，公司在 2017 年开始转型互联网业务，收购龙域之星，探索互联网广告业务；设立厦门吉客印，布局跨境电商业务。近年来，互联网业务驱动公司业绩快速增长，2020Q1-Q3 公司营业收入 32.2 亿，同增 48.7%，归母净利润 4.33 亿，同增 87.0%。

#### ◆ 打造一站式广告营销生态，实现供需两端流量聚合

不同于一般的第三方广告营销公司，公司拥有自主搭建对接上游广告需求方的 DSP 平台和下游媒体广告位的 SSP 平台，凭借技术实力打造了一站式综合服务平台。我们认为，未来广告主将更加注重投放效率，品效合一将是互联网广告未来的发展方向。而公司 DSP、SSP 平台合作资源丰富，上游重点广告主包括咪咕、手机淘宝、抖音等，下游方面公司注重向第三方采买流量（如万年历、今日头条、抖音等）。同时公司具有自建流量池，累计用户达 1000 万。

#### ◆ “精准定位+精准营销”助力公司跨境电商业务突围

2020 年 11 月，公司出售龙域之星以消除商誉减值风险，而子公司厦门正奇已经实现了从彩印业务为主向综合型广告营销公司的转变。借助公司在互联网精准营销领域的积累，2018 年公司发力跨境电商业务，2020H1 跨境电商业务收入占比达 58.86%，成为公司近年来业绩增长的主要驱动力。我们认为，公司跨境电商的优势在于“精准定位+精准营销”：1) 大数据分析精准定位客户群体，强化“货找人”的精准营销优势；2) 对接海外社交平台，采用适用于业务目的地的自建产品单页的销售模式，通过精准投放扩大定位优势；3) 着力于选品契合度、营销手段与用户体验的三重提升，实现客户购买转化。

#### ◆ 自建 SaaS 平台，转型跨境电商平台服务提供商，扩宽成长边界

2020 年 9 月，公司成立合资公司吉喵云，打造 SaaS 服务平台，为国内中小企业提供东南亚跨境电商业务一站式解决方案。我们认为，SaaS 自建建站模式运作灵活，规则限制少，受益于二类电商的迅猛发展，来自卖家的开店需求持续提升。借助公司多年跨境电商业务积累的销售数据、营销经验、供应链优势，向更高利润的平台型提供商角色转变则是水到渠成。如果说公司自建产品单页的跨境电商模式是 1.0 版本，那么公司打造跨境电商 SaaS 服务平台就是 2.0 版本，有望进一步扩宽公司未来的成长边界。

## 投资建议:

公司传统业务以快消品包装为主, 营收稳定增长且确定性较强。在并购的助力下, 公司凭借技术实力打造了一站式综合服务平台, 顺利切入互联网营销赛道。未来有望借助自身“**精准定位+精准营销**”的能力, **持续发力跨境电商业务**。而转型跨境电商平台服务提供商, 进一步扩宽公司未来的成长边界。我们预计 2020-2022 年公司营业收入分别为 49.3/64.4/84.9 亿元, 同比增长 63.7%/30.7%/32.0%, 归母净利润分别为 6.05/7.94/10.25 亿元, 同比增长 85.4%/31.3%/29.1%。EPS 分别为 1.60/2.10/2.71, 对应 PE 分别为 19.5X/14.9X/11.5X。**首次覆盖, 给予“增持”评级。**

## 风险提示:

- 1) 限塑政策推进不及预期的风险;
- 2) 广告市场增速持续放缓的风险;
- 3) 跨境电商受到国际局势影响的风险。

### 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3009	4925	6436	8495
收入同比(%)	32.6%	63.7%	30.7%	32.0%
归属母公司净利润	326	605	794	1025
归母净利润同比(%)	53.1%	85.4%	31.3%	29.1%
毛利率(%)	43.4%	52.2%	53.3%	54.0%
ROE(%)	23.2%	30.1%	28.3%	26.8%
每股收益(元)	0.86	1.60	2.10	2.71
P/E	30.71	19.51	14.86	11.51
P/B	7.12	5.87	4.21	3.08
EV/EBITDA	12.31	7.81	5.63	3.93

资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

## 正文目录

<b>1 公司概况：包装业务转型精准营销，布局跨境电商打开成长空间</b>	<b>6</b>
1.1 包装起家，转型互联网以精准营销切入，借跨境电商发力	6
1.2 股权结构较为集中，业务布局清晰	7
1.3 股权绑定激励核心团队	8
1.4 营收结构调整，互联网业务驱动业绩快速增长	8
<b>2 行业介绍：包装仍有成长空间，互联网广告追求品效合一，跨境电商方兴未艾</b>	<b>11</b>
2.1 包装行业：环保包装与行业集中度提升是未来两大趋势	11
2.1.1 限塑政策促使行业向环保包装转型升级	11
2.1.2 包装行业集中度有进一步提升的趋势	13
2.2 互联网广告行业：产业分工越发精细化，品效合一成趋势	14
2.2.1 代理人模式下的互联网广告产业分工日渐精细化	14
2.2.2 广告主愈发注重投放效率，品效合一是未来重要趋势	16
2.3 跨境电商：市场方兴未艾，B2C 模式蔚然成风	17
2.3.1 跨境电商高速增长，B2C 模式逐渐兴起	17
2.3.2 “自建独立站+精准定位+新兴市场”或是 B2C 模式的破局法宝	19
<b>3 公司核心看点：精准营销赋能，跨境电商业务乘风起航</b>	<b>21</b>
3.1 包装业务：紧跟行业发展趋势，不断创新产品类型	21
3.1.1 “客户+产能”双轮驱动，内生增长动力强劲	21
3.1.2 加码环保包装，进一步驱动包装业务增长	23
3.2 互联网广告业务：外延并购叠加内生发展，打造全链条业务生态	24
3.2.1 外延并购叠加内生发展，快速切入互联网广告业务	24
3.2.2 打造一站式广告营销生态，实现供需两端流量聚合	25
3.2.3 出售龙域之星，消除商誉减值风险	25
3.3 跨境电商业务：借助精准定位与精准营销双重优势乘风起航	26
3.3.1 自建产品单页的跨境电商模式	26
3.3.2 “精准定位+精准营销”助力公司跨境电商业务突围	27
3.3.3 搭建 SaaS 平台，转型跨境电商平台服务提供商	31
<b>4 盈利预测和投资建议</b>	<b>33</b>
4.1 盈利预测	33
4.2 估值分析	34
4.3 投资建议	35
<b>风险提示</b>	<b>36</b>

## 图表目录

图表 1 公司发展历程.....	6
图表 2 公司股权结构与子公司构成.....	7
图表 3 公司员工持股计划.....	8
图表 4 2015-2020 年前三季度公司营业收入及增长率.....	9
图表 5 2015-2020 年前三季度公司归母净利润及增长率.....	9
图表 6 2015-2020H1 公司按业务划分的收入构成.....	9
图表 7 2015-2020H1 公司按区域划分的收入构成.....	10
图表 8 2015-2020 年前三季度公司毛利率与净利率.....	10
图表 9 2015-2020 年前三季度公司费用率.....	11
图表 10 2019-2023E 年中国包装行业市场规模预测 (亿美元).....	11
图表 11 快递行业巨头使用绿色包装.....	12
图表 12 外卖行业巨头推广环保计划.....	12
图表 13 限塑相关重点政策梳理.....	12
图表 14 我国包装行业集中度仍然偏低.....	13
图表 15 包装印刷行业产业链.....	14
图表 16 1996 年的雅虎搜索界面已经出现了横幅广告.....	15
图表 17 互联网广告行业产业链.....	15
图表 18 品牌类广告注重品牌意识的打造.....	16
图表 19 效果类广告追求点击量与转化率.....	16
图表 20 网络广告市场规模增速逐年放缓.....	16
图表 21 全球电商零售额规模.....	17
图表 22 全球 B2C 跨境电商市场规模 (亿美元).....	17
图表 23 2014-2019 年中国跨境电商进出口结构占比.....	18
图表 24 2014-2019 年中国跨境电商出口交易规模.....	18
图表 25 2014-2019 年中国跨境电商交易类型占比.....	18
图表 26 平台型电商相关费用对比.....	19
图表 27 SHOPIFY 发展历程.....	19
图表 28 相当一部分海外消费者会选择自营站或专业电商平台.....	20
图表 29 超级推荐智能定向体系的实现逻辑.....	20
图表 30 全球跨境电商主要新兴市场概况.....	21
图表 31 公司包装业务主要产品类型.....	22
图表 32 公司包装业务主要合作伙伴.....	22
图表 33 公司包装生产基地分布.....	22
图表 34 募资金额用于三地环保包装项目建设.....	23
图表 35 公司环保包装相关合作品牌.....	23
图表 36 公司 QSR 包装相关合作品牌.....	23
图表 37 公司积极探索“区块链+一物一码”技术, 赋能包装业务.....	24
图表 38 公司广告业务典型成功合作案例.....	24
图表 39 公司精准营销广告形式多样.....	24
图表 40 公司互联网广告业务链条.....	25
图表 41 公司跨境电商业务流程.....	26
图表 42 公司依靠大数据分析驱使精准营销.....	27

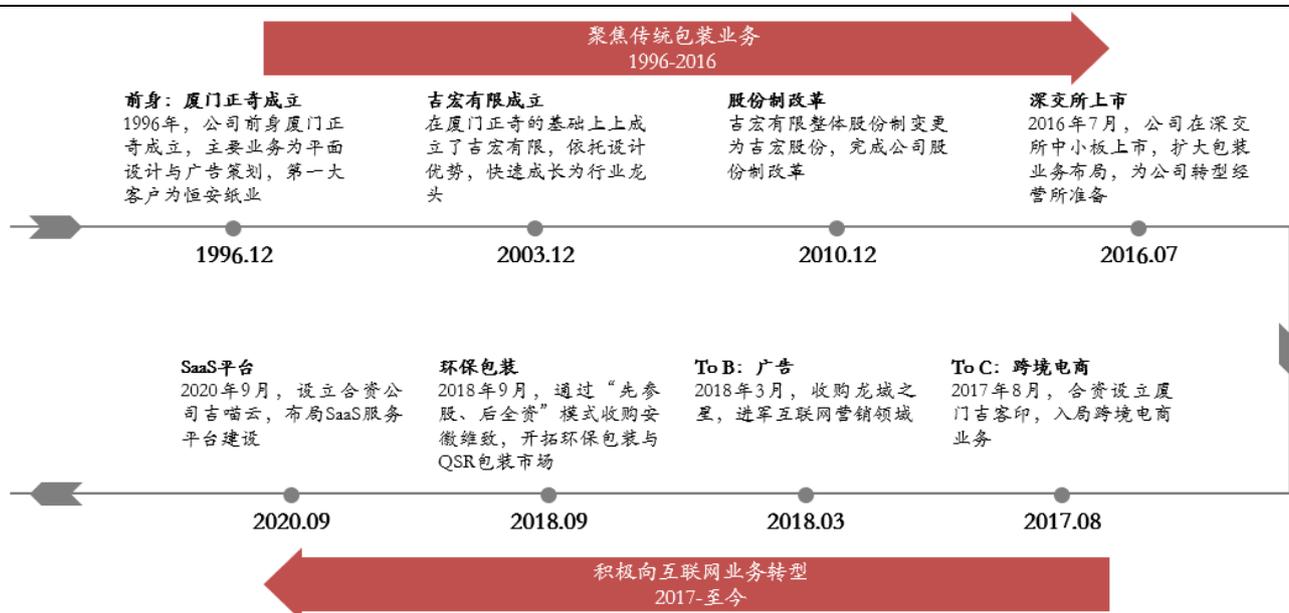
图表 43 吉客印自建产品单页 .....	28
图表 44 公司主要仓库情况 .....	28
图表 45 东南亚地区主要国家 GDP 增速 (%) .....	29
图表 46 东南亚地区主要国家电商渗透率 .....	29
图表 47 东南亚地区社交媒体市占率 .....	30
图表 48 东南亚地区主要国家互联网用户渗透率 .....	30
图表 49 公司存货周转率低 .....	30
图表 50 吉客印账号买家等级为 MAX 最高级别会员 .....	31
图表 51 吉喵云公司股权结构 .....	31
图表 52 易营宝提供丰富多样的建站服务 .....	32
图表 53 SHOPIFY 股价 .....	32
图表 54 公司分业务盈利预测 .....	34
图表 55 可比公司估值 .....	35
图表 56 公司估值拆分 .....	35

# 1 公司概况：包装业务转型精准营销，布局跨境电商打开成长空间

## 1.1 包装起家，转型互联网以精准营销切入，借跨境电商发力

公司依托包装业务壮大，通过切入互联网精准营销广告和跨境电商业务实现跨越式发展。公司前身为 1996 年成立的厦门市正奇电脑技术开发有限公司，主要从事平面设计、广告策划与印刷服务等。在积累了包装印刷业务经验与客户资源后，在 2003 年正式成立厦门市吉宏印刷有限公司，以快消品包装为主营业务，随后于 2010 年整体变更设立为股份有限公司，并成功于 2016 年 7 月在深交所上市。此后公司积极向互联网行业寻求转型，于 2017 年设立厦门吉客印，开始布局 ToC 端跨境电商业务；于 2018 年收购北京龙域之星，开始探索互联网 ToB 端互联网广告业务，实现互联网业务 ToB 与 ToC 两端变现，完成互联网精准营销全布局。

图表 1 公司发展历程



资料来源：公司公告，华安证券研究所

### 公司业务主要由三部分构成：

**包装业务：**业务重心从传统快消品包装向环保包装与 QSR 包装转变。2003 年成立厦门吉宏后，公司以快消品展示包装、彩色包装纸盒等为主营业务，服务于清风纸业、伊利等等诸多快消品行业龙头客户，逐渐成长壮大。近年来，公司通过参股与并购开始扩展包装品类，探索包装增量市场，积极布局环保包装市场。2018 年 2 月，公司出资设立思塔克纸业，开始切入环保包装市场。2019 年 5 月，公司收购安徽维致并更名为安徽吉宏环保纸品，快速布局 QSR 包装与环保包装。

**互联网广告业务：**跨界并购，转型精准营销解决方案提供商。2018 年，公司收购北京龙域之星，正式进军互联网营销广告领域。公司主要承接应用软件与游戏的广告推广业务，目前已与今日头条、抖音、快手、美团外卖等实现多次成功案例。在业务模式上，公司拥有字节跳动等公司的广告核心代理资质，通过自有平台精准对接上游广告

主与下游广告位，同时以开发游戏与小程序的方式自建流量池，积攒优质流量资源，形成竞争壁垒。

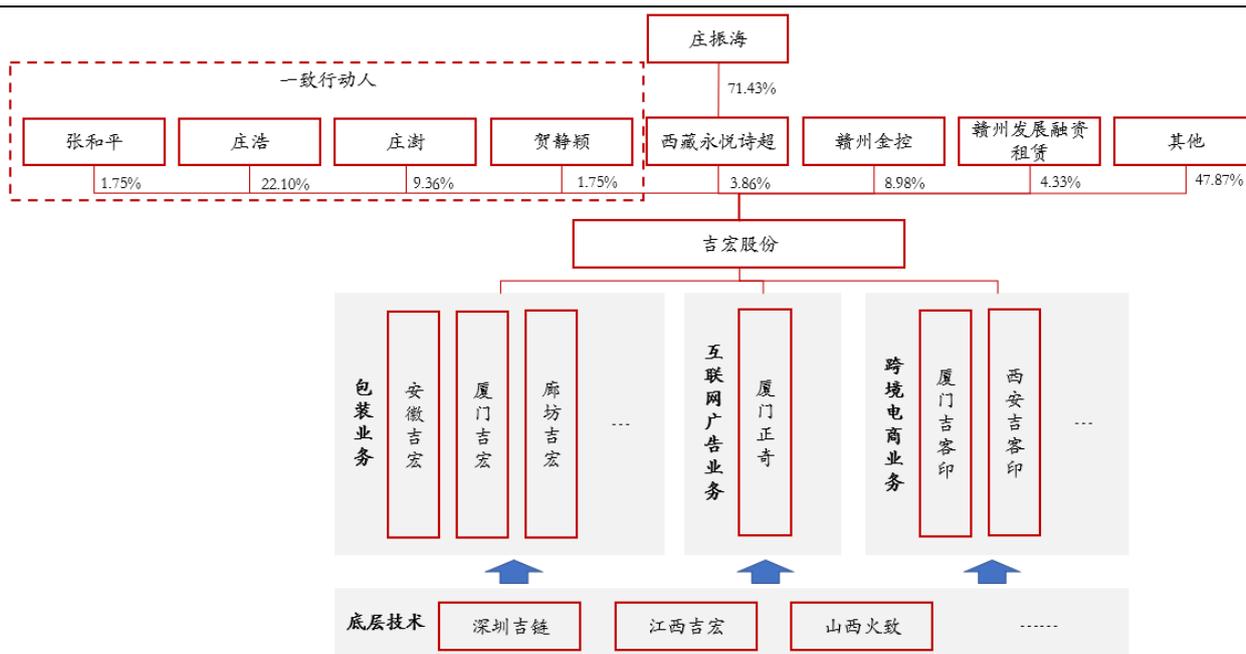
**跨境电商业务：借力精准营销，布局跨境电商发力东南亚市场。**2017年，公司与来宾鹤超合资设立厦门吉客印，正式入局跨境电商行业，并随后于2020年收购剩余7%股权实现全资控股。公司的跨境电商业务是精准营销业务的延伸，通过运用AI算法精准定位客户群体与地区分布，在海外社交软件（如Facebook, Instagram）上投放广告以进行线上B2C销售，主要服务的区域包括中国台湾、日本、香港、中东、东南亚等。2020年9月，公司成立合资公司吉喵云（GiiMall），通过构建一站式跨境电商SaaS服务平台，打通跨境电商业务全渠道，向平台型跨境电商服务提供商转型。

## 1.2 股权结构较为集中，业务布局清晰

**家族式控股企业，实际控制人合计持股34.96%。**公司董事长及实际控制人为庄浩，直接持有22.10%股份；前十大股东中庄澍、贺静颖、张和平与庄浩为一致行动人，合计持股34.96%。其中，庄浩、张和平为夫妻关系，庄澍、贺静颖为夫妻关系，庄浩、庄澍为姐弟关系，西藏永悦诗超企业管理有限公司控股股东庄振海与庄浩、庄澍分别为父女、父子关系。

**三大业务板块对应多个子公司，权责划分清晰。**公司业务主要由包装、互联网广告和跨境电商三块业务组成。其中，**互联网广告业务**由厦门正奇负责（龙域之星已在2020年11月出售）；**跨境电商业务**主要由厦门吉客印负责，同时在多地设立孙公司，在协助运营跨境电商业务开展的同时开始切入国内电商市场；**包装业务**由安徽吉宏环保与厦门吉宏包装等子公司负责，其中安徽吉宏负责QSR包装与环保包装业务的开拓。此外，公司还设立了深圳吉链与吉宏供应链，从区块链与供应链两方面为公司业务的多样性与统一性提供底层技术支持。

图表 2 公司股权结构与子公司构成



资料来源：公司公告，华安证券研究所

### 1.3 股权绑定激励核心团队

**推出两期员工持股计划，深度绑定核心骨干。**公司通过二级市场回购股份，实施了两期员工持股计划，显示公司对于未来发展的信心。2018年10月，公司通过第一期员工持股计划议案，此次员工持股计划于2019年12月3日到期解锁，至2020年1月9日全部出售，第一期员工持股计划已实施完毕并终止。此后，公司于2020年4月推出第二期员工持股计划草案，此次持股计划参加对象为公司部分中层核心管理人员及业务技术骨干，参加人数不超过10人，存续期为24个月，存续期届满或提前终止时，按持有人持有的份额进行分配。公司通过推出员工持股计划，建立了长效激励约束机制，将公司利益与核心员工进一步绑定。

图表 3 公司员工持股计划

	时间	授予对象	授予人数	授予数量	解锁期	业绩目标	业绩达成情况
第一期	2018年	中层管理人员及技术骨干	≤30	197.19万股	12个月	2019Q1-Q3净利润同比增长20%	达成
第二期	2020年	中层管理人员及技术骨干	≤10	65.37万股	12个月	锁定期满解锁	-

资料来源：公司公告，华安证券研究所

**重视管理层建设，核心业务负责人拟受让公司股权。**2020年9月，公司实际控制人庄浩、庄澍通过大宗交易方式向公司核心业务负责人转让不低于1500万股的股份，受让人包括王亚朋（跨境电商业务总负责人）、孙凤良（跨境电商业务分区域负责人）、王海营（厦门市正奇总经理）、刘扬（精准营销广告业务技术总监）及李铁军（环保包装业务负责人），同时公司决定聘任王亚朋为公司副总经理。无论是向业务骨干转让股份，还是聘任骨干为公司高管，均表现出公司对于人才队伍建设的重视，将人才与公司的发展实现了深度绑定，进一步夯实了公司未来的发展基础。

### 1.4 营收结构调整，互联网业务驱动业绩快速增长

**公司近年收入与净利润的增长驱动力主要来自于互联网业务。**公司于2017年布局互联网业务后，营业收入实现大幅增长，2016-2019年公司营业收入分别为5.7亿、11.33亿、22.69亿和30.09亿元，同比增速分别为9.20%、98.74%、100.34%、32.62%。同时，高毛利率的互联网业务的迅猛发展使得公司的盈利能力同步上升，2016-2019年公司归母净利润分别为0.43亿、0.8亿、2.13亿和3.26亿元，同比增速分别为15.01%、86.14%、166.35%、53.05%。2020年前三季度公司实现营业收入32.2亿元，同比增长48.75%；归母净利润4.33亿元，同比增长86.95%。

图表 4 2015-2020 年前三季度公司营业收入及增长率



资料来源: wind, 华安证券研究所

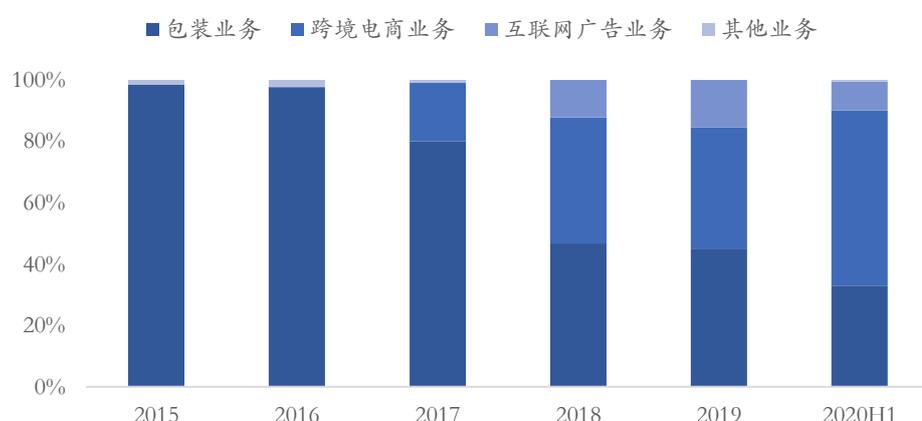
图表 5 2015-2020 年前三季度公司归母净利润及增长率



资料来源: wind, 华安证券研究所

按业务收入构成来看, 包装业务收入占比减少, 互联网业务对收入贡献增长明显。包装业务在 2018 年前一直是公司最主要的收入来源, 收入占比一直在 95% 以上; 自 2017 年公司开展互联网业务后, 包装业务收入占比从 2017 年的 80.05% 下降至 2020H1 的 19.68%。与之相对应的则是互联网业务收入占比从 2017 年的 19% 增长至 2020H1 的 66.46%, 其中跨境电商业务构成互联网业务收入的主要来源, 2020H1 营业收入中占比 57.10%。

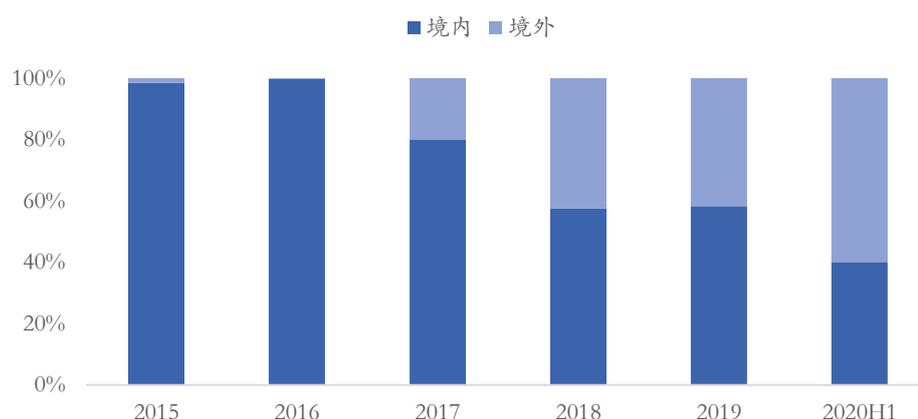
图表 6 2015-2020H1 公司按业务划分的收入构成



资料来源: wind, 华安证券研究所

按地区收入构成来看, 境内收入占比缩小, 跨境电商业务拉动境外收入占比上升。公司的境内收入由两部分构成: 包装业务和互联网广告业务, 其中包装业务仍是境内收入的主要来源。2017 年以来, 由于包装业务收入占比下降致使境内收入占比从 2017 年的 80.06% 下降到 2020H1 的 40.14%。公司境外收入由跨境电商业务构成, 借公司跨境电商业务的蓬勃发展之势, 公司境外收入占比从 2017 年的 19.94% 上升到 2020H1 的 59.86%。

图表 7 2015-2020H1 公司按区域划分的收入构成



资料来源: wind, 华安证券研究所

**互联网业务推动公司毛利率不断上升, 疫情下实现逆势增长。**由于互联网业务成本中占比较高的广告营销等成本归属于销售费用科目, 因此其业务本身的毛利率较高, 导致 2017 年后公司毛利率上升明显, 2017-2019 年公司毛利率分别为 27.45%、43.06%、43.42%, 净利率分别为 7.25%、10.06%、11.51%。2020 年前三季度公司的毛利率和净利率分别为 55.89%和 14.07%, 主要是由于国外疫情导致部分线下生活和消费需求转移至线上, 公司及时有效地改善供应链供货及物流情况, 使得公司在疫情背景下实现净利润增长, 毛利率与净利率进一步提升。

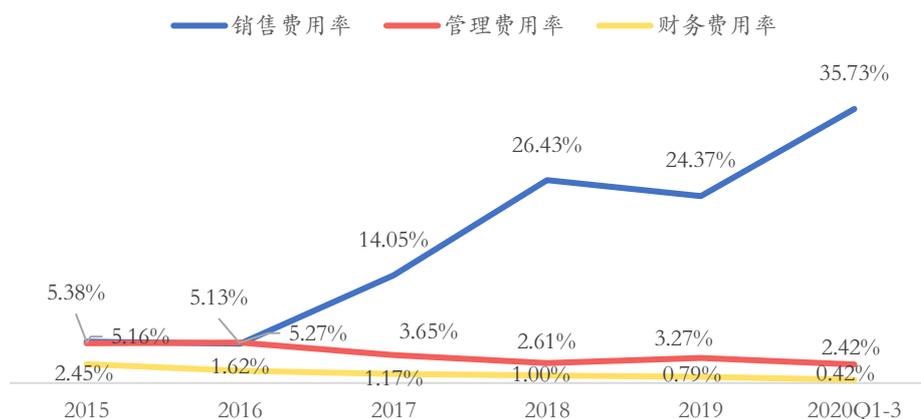
图表 8 2015-2020 年前三季度公司毛利率与净利率



资料来源: wind, 华安证券研究所

**互联网业务收入占比增加促使销售费用率上升明显。**公司销售费用率从 2016 年的 5.13%增长到 2019 年的 24.37%, 主要是由于互联网业务中的成本支出如销售物流运费、广告费支出等费用会计核算归属于销售费用, 从而使得销售费用大幅度增加。2020 年前三季度公司销售费用率进一步上升达到 35.73%, 主要是由于疫情期间公司跨境电商业务成本支出随之增加, 导致 2020 年上半年销售费用率大幅度增加。

图表 9 2015-2020 年前三季度公司费用率



资料来源：wind，华安证券研究所

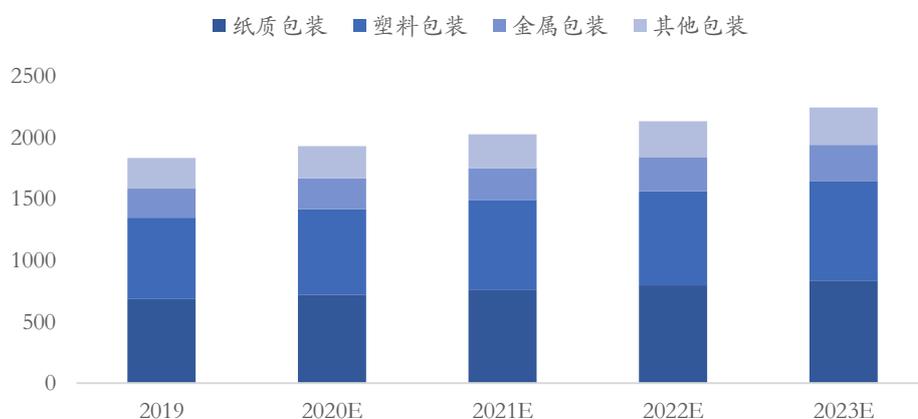
## 2 行业介绍：包装仍有成长空间，互联网广告追求品效合一，跨境电商方兴未艾

### 2.1 包装行业：环保包装与行业集中度提升是未来两大趋势

#### 2.1.1 限塑政策促使行业向环保包装转型升级

包装行业市场规模增长稳健，其中纸质包装与塑料包装占比最大。近年来，中国包装行业市场规模稳步增长，2019年我国的包装行业市场规模达1835亿美元，约占亚太市场55%的份额，并将以5%的速度持续增长；其中，纸质和塑料包装作为包装行业的传统支柱，市场规模占比分别为37.3%和36.1%。放眼包装行业的未来，一方面看，中国作为制造业强国，制造业规模居于世界第一，居民日益增长的物质需求长期存在；另一方面，近年来网上电商与外卖服务的兴起，进一步放大了对包装品的需求。

图表 10 2019-2023E 年中国包装行业市场规模预测 (亿美元)



资料来源：科尔尼分析，华安证券研究所

**传统包装产品造成严环境污染问题，关注度提升引发行业自律。**当前，行业中广泛使用的不可再生包装产品回收利用率低，最终只能被填埋、焚烧，或进入河流、海洋和自然中成为失控垃圾。例如，快递业包装垃圾的总体回收率不足 20%，其中纸盒回收率不到一半，塑料袋和填充物等回收率几乎为零；外卖业中有 71% 的餐盒是塑料制品等一次性不可降解耗材，每单外卖中平均包含 3.27 个一次性塑料餐具，每天产生过亿的一次性塑料餐具。随着行业的快速发展与环保要求的逐渐提高，相关从业企业也实施举措旨在推进环保包装的使用，如菜鸟推出了“循环快递箱”、京东推出了“青流箱”、邮政推出了“绿色环保包装箱”等；外卖业中饿了么发布“蓝色星球”计划，美团也推出“青山计划”，这些行业自律措施的出台也使得环保包装的发展面临新的契机。

图表 11 快递行业巨头使用绿色包装



资料来源：华安证券研究所整理

图表 12 外卖行业巨头推广环保计划



资料来源：华安证券研究所整理

**限塑政策出台，打开环保包装与 QSR 包装新市场。**伴随着 2008 年《国务院办公厅关于限制生产销售使用塑料购物袋的通知》的开始实施，如何控制塑料包装带来的污染开始成为政府关注的议题。2020 年最新出台的《进一步加强塑料污染治理的意见》中指出，快递业与外卖业为“塑料污染问题突出领域”，并要求 2020 年率先在部分地区、部分领域禁止、限制部分塑料制品的生产、销售和使用；2022 年，一次性塑料制品消费量明显减少，替代产品得到推广；同时，在电商、快递、外卖等新兴领域推广绿色物流模式，推广塑料减量。在强调食品安全的大环境下，限塑令的推出与“禁塑令”的预期，一方面限制了低端非环保塑料包装的发展，另一方面放大了环保包装、QSR 包装等塑料包装替代品的市场前景。

图表 13 限塑相关重点政策梳理

时间	政策名称	主要内容
2007	《国务院办公厅关于限制生产销售使用塑料购物袋的通知》	“自 2008 年 6 月 1 日起，在所有超市、商场、集贸市场等商品零售场所实行塑料购物袋有偿使用制度，一律不得免费提供塑料购物袋。”
2011	《关于集中开展限制生产销售使用塑料购物袋专项行动的通知》	为深入推动限塑工作，重点解决突出问题，进一步巩固限塑成果，2011 年 7 月开始在全国集中开展限制生产销售使用塑料购物袋专项行动。
2013	《关于深化限制生产销售使用塑料购物袋实施工作的通知》	2013 年是“限塑令”实施五周年，为巩固和扩大已有成果，全面落实中央关于厉行勤俭节约的精神，加大宣传力度，大力营造绿色消费氛围，同时加强执法，开展全面监督检查。
2016	《环境标志产品技术要求塑料包装制品》（征求意见稿）	为贯彻《中华人民共和国环境保护法》，保护环境，环境保护部开展了针对环境保护标准的技术要求编制工作，对塑料包装制品的原材料、生产过程、降解性能等做出重要调整。
2018	《中华人民共和国环境保护税法》	环境保护税法将于 2018 年 1 月 1 日起施行，法律施行之日起，依照法律规定征收环境保护税，不再征收排污费，标志着我国增长新方式。

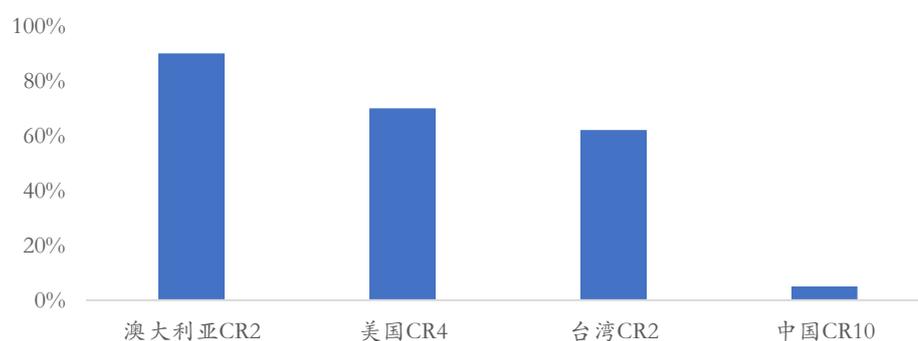
	《废塑料综合利用行业规范条件》	针对废塑料的综合利用提出要求，对PET再生瓶片类企业、塑料再生造粒类企业提出规定要求，同时要求企业应对收集的废塑料进行充分利用，提高资源回收利用效率，不得倾倒、焚烧与填埋，对资源综合利用及能耗等标准进行规定。
2019	《中华人民共和国固体废物污染环境防治法（修订草案）》	草案规定旅游、餐饮等行业应当逐步推行不主动提供一次性用品；机关、企业事业单位等的办公场所应当使用有利于保护环境的产品、设备和设施，减少使用一次性办公用品。
2020	《进一步加强塑料污染治理的意见》	意见指出，到2020年，率先在部分地区、部分领域禁止、限制部分塑料制品的生产、销售和使用。到2022年，一次性塑料制品消费量明显减少，替代产品得到推广；在塑料污染问题突出领域和电商、快递、外卖等新兴领域，形成一批可复制、可推广的塑料减量和绿色物流模式。

资料来源：华安证券研究所整理

## 2.1.2 包装行业集中度有进一步提升的趋势

行业集中度仍然偏低，大型企业利润水平高。由于纸质印刷包装行业准入门槛较低，仅规模以上企业总数已从2013年的4321家增长至2019年的7916家，整体而言行业集中度较低。产品同质化严重也使得行业中的中低端包装领域竞争尤为激烈，利润水平也相对较低；由于拥有高端品牌客户、高精生产技术、高服务质量的优质大型企业相对较少，因此在行业中也拥有较高的利润水平，集中度也相对于略高。但长远来看，目前中国包装行业的行业集中度相较于发达国家仍偏低，随着未来行业的进一步发展，行业集中度有继续提升的趋势。

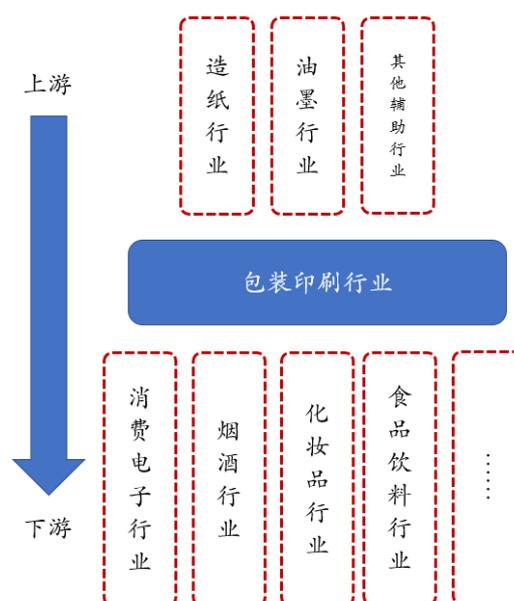
图表 14 我国包装行业集中度仍然偏低



资料来源：华安证券研究所整理

上下游同时挤压利润空间，长期利好大型企业。从上游市场看，包装印刷行业的主要上游行业——国内原纸市场，份额集中在玖龙纸业、理文纸业和山鹰纸业等大型造纸厂，原纸行业的高度集中致使行业巨头议价能力较强，原材料成本不断攀升；从下游市场看，由于下游客户集中，且体量相对较大，具备较强的议价能力，从而使得包装印刷业向下游客户涨价、转嫁成本的能力较弱。上下游市场对行业利润空间的挤压使得行业竞争强度较大，小型企业难以生存，更加利好大型包装企业。

图表 15 包装印刷行业产业链



资料来源：裕同科技招股说明书，华安证券研究所

高品质环保包装产品生产的准入门槛高，有望助推行业集中度进一步提升。以环保包装为代表的高品质包装产品的生产必须采用一系列高档的生产设备和高速的生产线，其单价昂贵，大规模的一次性投入对企业资金实力要求较高，对业内多数中小型企业而言，大量的初始投入是进入高端纸质印刷包装行业的一大障碍。在投入生产后，设备维护和生产线升级同样需要持续的资金支持，这也对行业内的中小从业者设置了较高的资金障碍，从而有望使得集中度进一步提升。

## 2.2 互联网广告行业：产业分工越发精细化，品效合一成趋势

### 2.2.1 代理人模式下的互联网广告产业分工日渐精细化

**互联网营销广告行业进入代理人模式。**20 世纪末，互联网广告诞生。早期的互联网广告与传统媒体广告形式类似，以广告主与流量平台之间直接对接的合约广告为主；随后，竞价广告的出现，伴随着互联网的用户可定向性技术的实现，催生了广告中介方——广告联盟（Ad Network, AND）的诞生，这也是当今互联网广告代理人模式的雏形。而伴随着互联网广告的继续发展，其产业链也愈加复杂，逐渐诞生了基于 AND 的广告交易平台（AD Exchange, ADX）、面向广告主的需求方平台（Demand-Side Platform, DSP）、面向流量平台的供应方平台（Sell-Side Platform, SSP）以及专为 DSP 提供支持数据的数据管理平台（Data-Management Platform, DMP）。总的来看，互联网广告的一直在基于代理人模式不断进行完善，其发展方向也逐渐由粗糙投放转变为精细化定向投放。

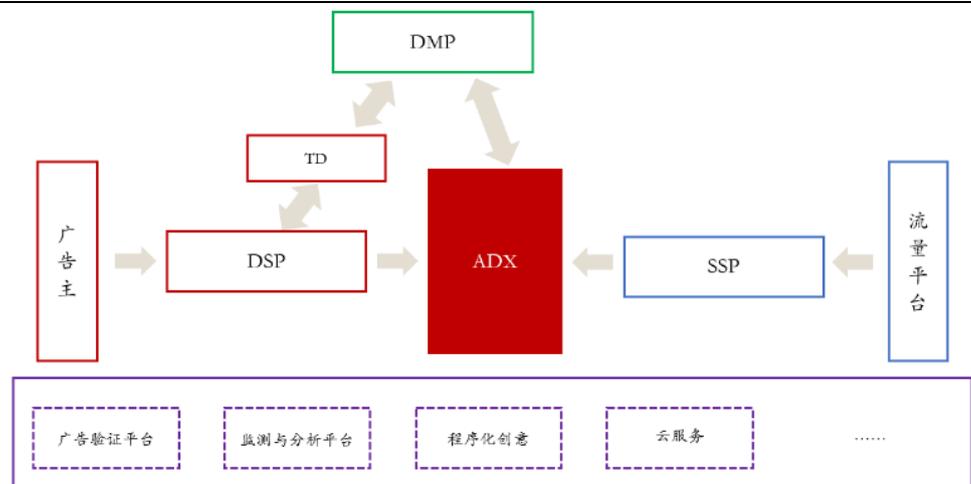
图表 16 1996 年的雅虎搜索界面已经出现了横幅广告



资料来源：雅虎，华安证券研究所

当前广告产业链的主要参与者包括广告主、DSP、TD、DMP、ADX、SSP、流量平台等。从广告的需求方看，广告主通过联系 DSP 代理选择广告位、投放方式。从广告流量的供给方看，拥有流量的网站、APP 等通过 SSP 实现流量的聚合，以方便与广告需求方进行对接竞价。作为供给方与需求方的桥梁 ADX 则负责投放需求与流量供给的对接，通过实时竞价（Real Time Bidding, RTB）等定价方式实现广告的投放。而广告需求方与流量供给方的双向选择的决策同时取决于 DMP 所提供的信息，其通过对用户行为进行分析从而形成用户标签数据，帮助进行供给匹配。由于 DSP 与 DMP 双方存在者多对多的对接需求，广告代理平台（Trading Desk, TD）应运而生，帮助 DSP 与 DMP 实现数据的分享与传递。除产业链的主要参与者外，广告投放中还涉及到广告验证平台、监测与分析平台、程序化创意和云服务等第三方赋能者，提供流量验证、效果跟踪监测、创意生成等辅助功能。

图表 17 互联网广告行业产业链



资料来源：华安证券研究所整理

互联网广告可分为品牌广告和效果广告两大类。尽管现在互联网广告具有多种多样的展现形式，但归根结底，仍可以分为两大类，即品牌类广告和效果类广告。品牌类广告的主要目的在于建立品牌形象、增加品牌存在感，只要被用户感受到即达到目的。效果类广告则是平台根据对广告主实现的需求效果进行收费的广告，如根据实际点击计量（CPC）或实际转化的销售量（CPS）进行收费，最终的效果是要形成对广告主的回报。

图表 18 品牌类广告注重品牌意识的打造



资料来源：华安证券研究所整理

图表 19 效果类广告追求点击量与转化率



资料来源：《贪玩蓝月》，华安证券研究所

### 2.2.2 广告主愈发注重投放效率，品效合一未来重要趋势

受经济增速放缓影响，广告市场规模增速随之下降。广告的投放需求与宏观经济形势具有较强的正相关关系，伴随着近些年的经济环境下行与流量红利逐渐褪去，需求端的广告主大幅削减预算，致使近年网络广告市场规模增速不断下降。2019年，国内网络广告的市场规模达到6464.3亿元，同比增速从2015年的41.3%下降到2019年的30.2%；2020年一季度中国网络广告同比增长仅为1.9%，为过去两年单季度增幅最低，若剔除国内CPI因素，互联网广告一季度实际上为负增长。

图表 20 网络广告市场规模增速逐年放缓



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

品效合一是未来互联网广告发展的重要趋势。目前，广告主对营销效果的评估标准也逐渐发生变化，艾瑞数据显示，20.9%的广告主更重视效果指标，超六成广告主同时关

注广告的品牌与效果指标。而在经济形势下行，广告主预算呈现下降趋势的当前，对于广告主而言，高性价比与高投资回报率是更加成为其终极需求，因此广告主用于广告的花费将更有可能流向能够产生 ROI 的效果类广告。2020 年上半年，字节跳动、腾讯凭借基于精准算法、社交画像得到的更高用户精准度、更高转化率，其广告收入实现了逆势高速增长。2020Q2 腾讯网络广告收入 185.52 亿元，同比增长 13%；其中社交广告收入 152.62 亿元，同比增长 27%。

## 2.3 跨境电商：市场方兴未艾，B2C 模式蔚然成风

### 2.3.1 跨境电商高速增长，B2C 模式逐渐兴起

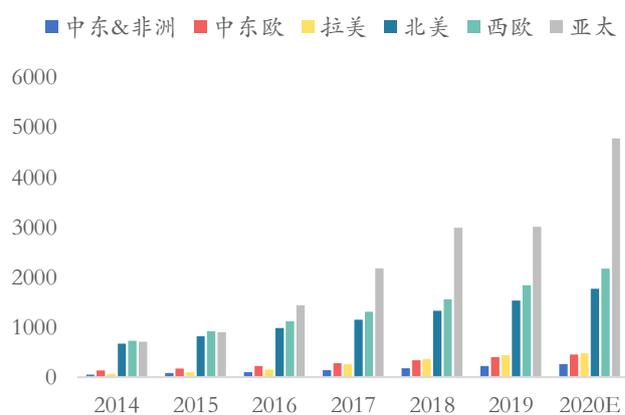
技术条件完备，全球跨境电商市场规模迅猛增长。随着物流业、互联网等基础设施的不断完善发展，近年来全球电商的市场规模不断增长，零售市场消费线上化趋势显现。根据 Statista 的预测，全球电子商务销售额预计将从 2019 年的 3.5 万亿美元飙升至 2023 年的逾 6.5 万亿美元，增幅达 85.7%。在相关基础设施不断完备的前提下，跨境电商搭建起了全球范围的自由、开放的贸易平台，为国际贸易注入了新的活力。根据智研咨询的预测，全球跨境电商 B2C 市场规模将从 2018 年的 6750 亿美元上升至 2020 年的 9940 亿美元。

图表 21 全球电商零售额规模



资料来源：Statista，华安证券研究所

图表 22 全球 B2C 跨境电商市场规模 (亿美元)

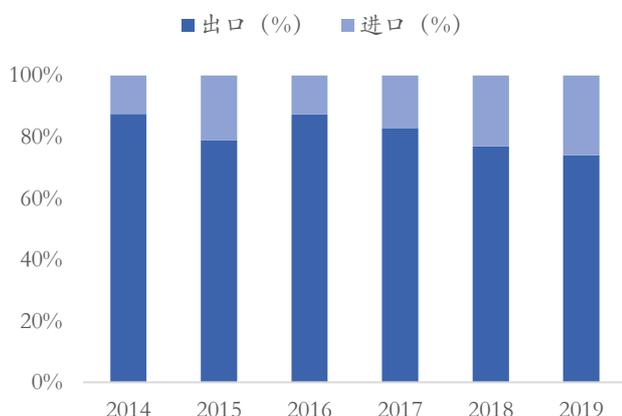


资料来源：智研咨询，华安证券研究所

疫情催化，国内跨境电商行业发展获得强大助推力。一方面，疫情期间的封锁措施，使得来自海外市场的线上消费需求进一步扩张。以美国为例，2020 年第二季度美国零售电子商务销售额环比增长 31.8%，同比增长 44.5%，目前已经占到全美零售额的 16.1%；2020Q2 美国消费者网上购物支出为 2115 亿美元，环比第一季度的 1603 亿美元增长 31.8%。另一方面，部分国家和地区目前仍未能摆脱疫情的阴影，社会生产与经济发展陷入停滞；相比之下，由于国内疫情控制更加得当，企业较早实现了复工复产，以服装加工为代表的部分产业获得了在国际竞争中的比较优势，这也使得跨境电商得以借助国内完备的产业链条快速实现对海外地区消费需求的覆盖。

出口贸易占跨境电商近八成，跨境电商成连通中国制造与全球消费者的新路径。在跨境电商交易结构中，进出口结构的占比总体较为稳定，2019 年中国跨境电商的进出口结构上出口占比达到 76.5%，出口跨境电商交易规模为 8.03 万亿元。相较于传统贸易多

层传递的长路径，跨境电商平台流通长度短、时效高，配合技术支持的第三方支付平台与物流平台，将制造商与消费者通过跨境电商企业高效链接，形成扁平化的短路径直达消费终端，现已成为将中国制造业于全球消费者链接的第一路径。

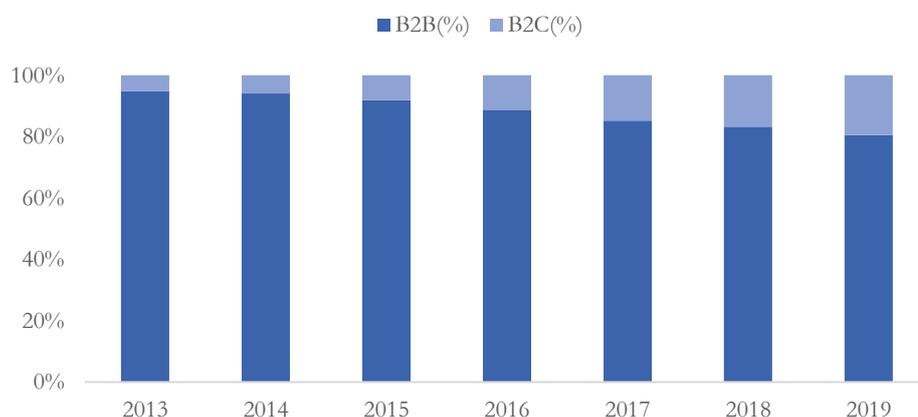
**图表 23 2014-2019 年中国跨境电商进出口结构占比**


资料来源：电子商务研究中心，华安证券研究所

**图表 24 2014-2019 年中国跨境电商出口交易规模**


资料来源：电子商务研究中心，华安证券研究所

**跨境电商行业 B2C 交易模式占比逐渐扩大。**跨境电商交易模式主要有 B2B 和 B2C 两种模式：跨境电商 B2B 指基于电子商务信息平台或交易平台的企业对企业跨境贸易活动；相比之下，跨境电商 B2C 则是指出口企业与海外最终消费者之间通过第三方跨境电商平台完成交易的服务，涉及的更多的是跨境电商零售的概念。受益于中国制造红利与相关基础设施条件的完备，中国跨境电商中 B2C 交易模式的结构占比从 2014 年的 5.2% 上升至 2019 年的 19.5%，并且继续扩大的势头明显。

**图表 25 2014-2019 年中国跨境电商交易类型占比**


资料来源：电子商务研究中心，华安证券研究所

**跨境电商 B2B2C 模式仍为主流，B2C 模式逐渐兴起。**目前，我国在跨境电商零售领域的业务模式既包括 B2B2C 模式（即消费品通过采购商/进出口代理商、批发商、零售商等多个环节到达海外消费者手中）和直接面向消费者的 B2C 模式。尽管 B2B2C 模式能够使得各个环节的分工更加细致从而实现成本优势，但过长的购买链条使得消费者与产品/服务提供者之间的互动和沟通受阻，生产者无法及时了解消费者需求的变化，同时也容易使得中间环节的服务商形成垄断。因此，更加扁平的直接面向消费者的 B2C 的跨境电商模式逐渐开始兴起。

### 2.3.2 “自建独立站+精准定位+新兴市场”或是 B2C 模式的破局法宝

B2C 业务中平台型模式已形成较为稳定竞争格局，自营型模式异军突起。目前 B2C 的主要业务模式包括：赚取会员佣金以及广告费的平台型和赚取购销差价的自营型，其中平台型模式的集中度较高，流量基本由四家大型平台垄断，如 2019 年亚马逊占据了美国电商市场的 37.3% 的份额；但反观自营型跨境电商模式，则会发现其十分巨大的发展潜力，以专门提供服务于第三方独立站的 SaaS 系统的 Shopify 为例，其截至 2019 年已服务近 100 万独立站，服务收入 15.8 亿美元，市值超千亿美元。

- 1) **平台型**：通过亚马逊、eBay 等成熟电商平台的流量、物流（如 FBA）等基础，基于平台规则进行运营。目前平台型的集中度较高，流量基本被四大主流跨境电商平台：亚马逊、eBay、Wish 和全球速卖通垄断，销售的目的地以北美、西欧等发达国家地区为主。

优点：1) 模式简单，注册即用；2) 体系成熟，学习成本低。

图表 26 平台型电商相关费用对比

电商平台	平台费用	佣金	回款周期
亚马逊	\$39.99	15%	14 天
eBay	\$24.95/\$74.95/\$349.95	9.15%+3.9%+0.5%	3-10 天
Wish	0	15%	14 天
速卖通	¥10000+	8%	3-15 天

资料来源：亚马逊、eBay、Wish、速卖通官网，华安证券研究所

- 2) **自营型**：通过自主研发或借助第三方建站工具如 Shopify、Magento 等系统，搭建独立的商品销售网站或链接。自营型可进一步细分为**自建独立站**、**借助第三方平台**、**自建单页**三种模式，前两种模式的代表企业有兰亭集势、安克创新等，市场竞争充分，而**自建产品单页**模式属于新兴模式，尚未形成龙头型的代表企业。目前自营型的销售目的地以中东、东南亚、南亚、非洲等传统巨头涉足不深的发展中国家地区

优点：1) 不受平台约束：借助第三方平台电商需遵守平台的备货规则、营销方式、流量限制；2) 不存在交易佣金及保证金；3) 可以自主选择营销渠道进行产品推广。

图表 27 Shopify 发展历程



资料来源：Shopify 官网，华安证券研究所

**海外用户购物习惯差异带来突破点。**海外用户的购物习惯与国内用户有所差别，其线上购物并非完全通过平台电商完成。例如：中国用户购买一部 iPhone，首先想到的是

前往电商平台搜索，例如京东或者天猫，而海外用户则大部分会直接打开苹果公司官网 apple.com 进行购买（自建独立站的一种形式）。这种购物习惯差异使得跨境电商企业通过自营方式实现崛起的可能性大大增加，毕竟消费者更关注的是销售的商品而非销售商品的平台本身。

图表 28 相当一部分海外消费者会选择自营站或专业电商平台



资料来源：CPC Strategy，华安证券研究所

技术发展推动精准营销，“货找人”式营销新模式得以实现。大数据+AI+云计算的底层技术缩短了数据与用户的距离，将用户实时的多样性、碎片化需求迅速传递至生产端，共同推进以消费者为导向的精准营销，使得将商品精准匹配到有需要的消费者得以实现，销售模式有望从“人找货”升级为“货找人”。以淘宝“超级推荐”为例，其借助买家浏览、购买时形成千人千面的用户画像基础信息，借助推荐算法智能匹配目标人群，主动触达消费者，帮助卖家实现拉新。

图表 29 超级推荐智能定向体系的实现逻辑



资料来源：超级推荐官网，华安证券研究所

新兴市场将成为跨境出口 B2C 电商“必争之地”。目前，我国 B2C 企业的目标市场集中在欧美等发达地区，这些地区网购普及率高、基础设施完备，因此易形成较大的跨境出口业务规模，但是增速有所趋缓。但同时，受益于较高的经济增长速度和较低的电商渗透率，新兴市场的增长潜力正在逐渐被发掘出来，垄断性的市场力量仍未形成。跨境电商新兴市场主要集中在东南亚地区、中东地区、拉丁美洲与非洲，其中，中东与东南亚地区潜力巨大。东南亚地区人均使用手机时长高于其他地区，对电商接受度高，如印尼已确立为“移动优先”的国家，电商市场时机成熟；中东地区拥有优越的双边商贸环境，经济基础扎实，网购数量增长达 44%，电商市场发展潜力巨大；拉美电商市场

主要由巴西主导；非洲是全球中产阶级消费市场增长最快的地区之一，尽管目前仍受制于基础设施与经济环境的限制，增长速度缓慢，市场有待进一步开拓。

图表 30 全球跨境电商主要新兴市场概况



资料来源：Shopify 官网，华安证券研究所

### 3 公司核心看点：精准营销赋能，跨境电商业务乘风起航

#### 3.1 包装业务：紧跟行业发展趋势，不断创新产品类型

##### 3.1.1 “客户+产能”双轮驱动，内生增长动力强劲

**传统包装业务基础扎实，下游客户确定性强。**公司自成立之日起，依托创意设计逐渐成为消费品包装印刷领域中的优质综合服务商，为客户提供包装设计、包装方案优化、包装工艺设定、印前制版、包装印刷生产、供应链优化等一站式综合服务。公司的主要产品为彩色包装纸盒、彩色包装箱、塑料软包装、环保纸袋等，广泛应用于快速消费品的外包装。公司的下游主要客户均为食品、饮料、日化等快消品行业细分领域龙头企业，与伊利集团、恒安集团、纳爱斯集团、金红叶集团、阳光照明、良品铺子、银鹭食品、达利食品等大型公司建立了长期稳定的合作关系。

图表 31 公司包装业务主要产品类型



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 32 公司包装业务主要合作伙伴



资料来源：公司公告，华安证券研究所

多家大型生产基地，产能充足可靠。由于包装产品的单品价值量通常较低，运输成本高，下游依赖性强等特点决定了生产企业往往需要在距客户较近的地方就近建厂。公司在华北、华东、华南、华中中等区域均建自有包装生产基地，辐射范围覆盖全国绝大部分省市，能够充分满足各地客户的业务需求。

图表 33 公司包装生产基地分布

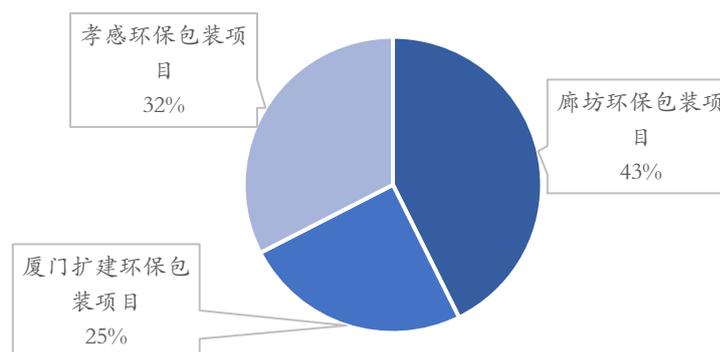


资料来源：公司公告，华安证券研究所

### 3.1.2 加码环保包装，进一步驱动包装业务增长

**积极开发环保包装与 QSR 包装等新品类。**2019 年 4 月，公司通过“先参股后全资”模式收购安徽维致，开发环保包装与 QSR 包装等新品类。2019 年 5 月，公司成功以非公开发行股票募集资金的形式募集资金 4.99 亿元（扣除发行相关费用后的净额），所有募资金额均投向了环保包装项目的新建与扩建。通过定向收购与募资，使公司具备食品级纸包装产品的生产能力，不仅有利于增强现有客户对公司产品的粘性，也将提升公司市场竞争力。

图表 34 募资金额用于三地环保包装项目建设



资料来源：电子商务研究中心，华安证券研究所

**环保包装与 QSR 包装下游客户广泛，受到行业认可。**目前，公司已在环保包装和 QSR 包装方面与众多品牌形成合作，安徽维致在国内食品级包装产品生产企业享有一定的知名度及良好的信誉度，主要客户包括肯德基、麦当劳、汉堡王、赛百味、乐天等闻名全球的连锁餐饮企业，以及永和大王、白象方便面、优乐美、统一、华莱士、旺旺等中国大型本土明星品牌。公司凭借 QSR 包装成功入选饿了么“安心名录”、美团外卖“青山计划”首批绿色包装推荐名录，获得行业高度认可。

图表 35 公司环保包装相关合作品牌



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 36 公司 QSR 包装相关合作品牌

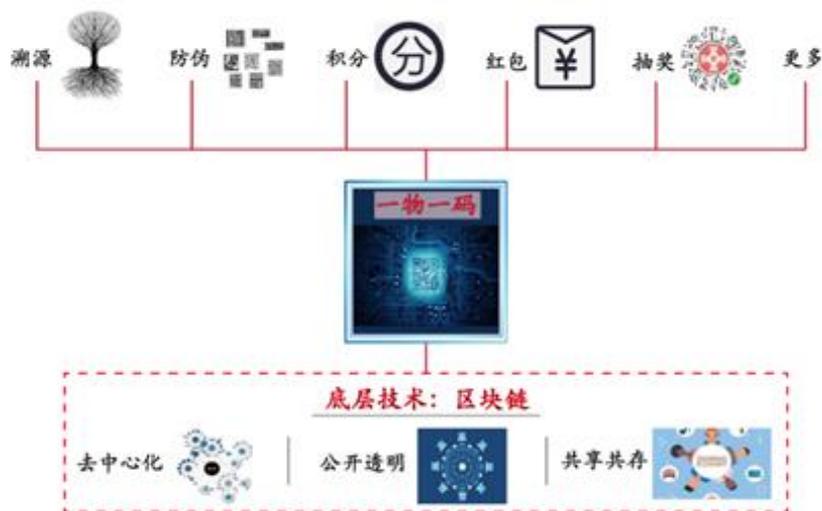


资料来源：公司公告，华安证券研究所

**区块链技术结合“一物一码”为包装业务赋能，实现多场景、全链条防伪溯源。**2020 年 1 月，公司正式发布区块链防伪核销解决方案——“一物一码+区块链 1.0”，提供包括营销导流、防伪溯源、积分商城、分销换购等在内的多项功能。目前公司的一物一码技术已经落地，如与多家公司展开合作，使用二维码抽奖的形式进行商业营销和推广，有效解决了促销活动物料的真伪鉴别、商品核销、供应链溯源等问题。未来公司将继续探索一物一码营销场景+区块链技术的落地应用，逐步推进集成服务的建设，并计划在

自研“一物一码+区块链 1.0”基础上发布升级版 2.0 系统，进一步拓宽技术包装的应用场景。

图表 37 公司积极探索“区块链+一物一码”技术，赋能包装业务



资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 3.2 互联网广告业务：外延并购叠加内生发展，打造全链条业务生态

### 3.2.1 外延并购叠加内生发展，快速切入互联网广告业务

跨界并购龙域之星，成功切入互联网精准营销广告业务。2018 年，公司收购北京龙域之星，开始布局广告营销业务，随后厦门正奇也由传统彩印业务向广告营销业务转变。公司定位为国内移动营销解决方案提供商，依据广告主的推广目标和预算，将精准匹配与定向投放相结合，按实际成果和真实转化计费，目前已实现多次成功合作案例。公司提供的广告形式丰富多样，包括视频广告、插屏广告、开屏广告、Banner 广告和积分广告等多种形式，支持在基础广告样式的基础上添加自定义广告形式，使广告场景多样化。

图表 38 公司广告业务典型成功合作案例

<p><b>快手</b> 快手是记录和分享大家生活的短视频平台。</p>	<p><b>京东</b> 京东是 2 亿用户的购物首选，货真价实服务好。</p>	<p><b>花椒直播</b> 美颜椒友 疯狂卖萌 附近高颜值美女热舞直播中！花椒直播，不止心动！</p>
<p><b>浮生为卿歌</b> 3D 开放式古风养成手游融汇传统之美、重构古风 RPG。</p>	<p><b>西瓜视频</b> 超 3.5 亿人都在用的视频 APP，新鲜好看，只在西瓜~</p>	<p><b>小米有品</b> 坚持做感动人心，价格厚道的好产品。 有品视为满足用户追求品质生活需求的精品购物商场。</p>

资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 39 公司精准营销广告形式多样

<p><b>信然流</b> 心 APP 营销定制，中速电商推出短视频、GIF、文字图、故事线等创新的广告形式。</p>	<p><b>插屏广告</b> 为应用提供素材，可实时针对原生环境进行渲染和原生环境融合式展示，适用于所有移动设备广告位。</p>	<p><b>开屏广告</b> APP 开屏后展示的广告，品牌广告主重要位置。</p>
<p><b>banner 广告</b> 在 APP 页面顶部、中部或底部添加精美图、GIF、文字图、故事线等创新的广告形式，图文式、动态式、视频式、互动式。</p>	<p><b>视频广告</b> 视频类广告是一种全新的广告形式，在用户观看视频时展示，有效吸引用户注意力。</p>	<p><b>积分广告</b> 通过下联注集积分兑换，以定制化的方式为用户提供一种专属的积分兑换 300 元现金奖励。</p>

资料来源：公司官网，华安证券研究所

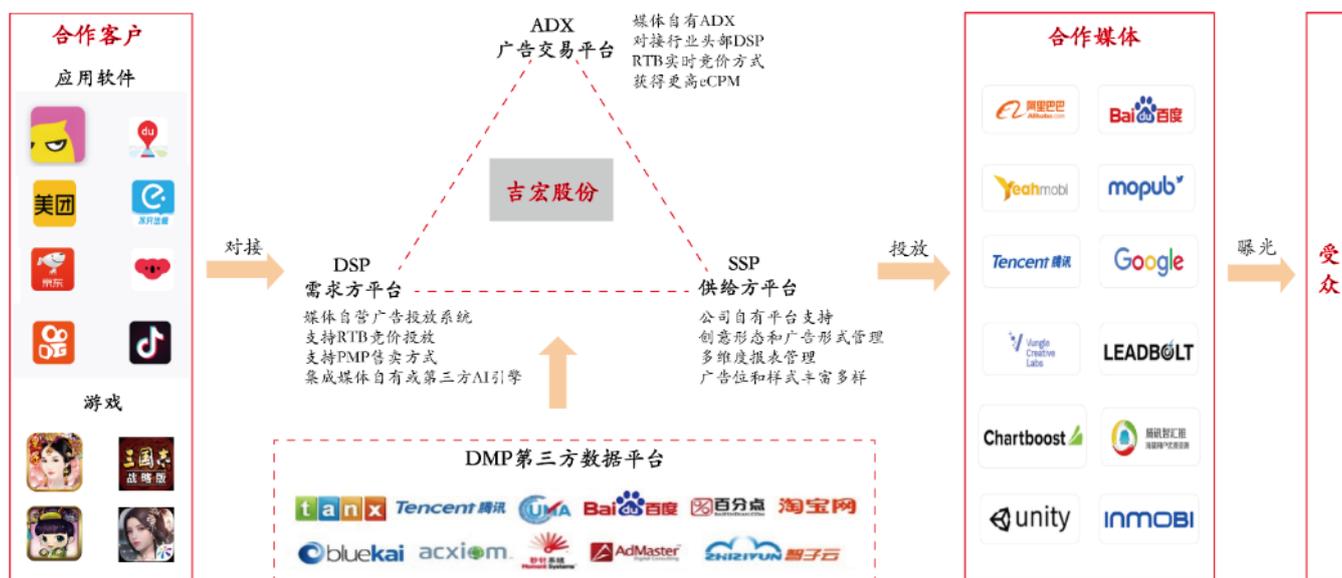
厦门正奇迅速成长，互联网广告业务渐入佳境。伴随着公司发展战略的调整，厦门正奇迅速实现了业务转型，目前厦门正奇旗下拥有包括金域互动、霍尔果斯维斯塔、重庆阿欧艾、霍尔果斯金域等专业互联网广告服务公司在内的子公司，拥有字节跳动的核心代理资质。

### 3.2.2 打造一站式广告营销生态，实现供需两端流量聚合

同时对接上下游，凭借技术实力打造一站式综合服务平台。不同于一般的第三方广告营销公司，子公司厦门正奇拥有自主搭建的对接上游广告需求方的 DSP 平台和下游媒体广告位的 SSP 平台；同时，公司自主设计的 SDK 平台使得广告接入更加简单，能够实现广告位置和广告样式的一站式管理；此外，公司还自有 ADX 平台，负责对接行业头部 DSP 平台，通过 RTB 实时竞价方式，获得更高的流量收益。公司自有平台完整，业务链条完备，具备较强的技术研发能力与市场竞争力。

DSP、SSP 合作资源丰富+自建流量池，确保广告营销效果。上游供给方面，公司 DSP 端承接的推广业务形式多样，包括应用软件与游戏推广业务，重点广告主包括咪咕、手机淘宝、手机天猫、飞读小说、今日头条、抖音、花椒直播、腾讯游戏等，游戏推广的成功合作案例有《宫廷计》、《浮生为卿歌》等热门手游。下游投放方面，公司注重向第三方采买流量（如万年历、科大讯飞、芒果超媒、今日头条、抖音等），目前在 SSP 端可投放的合作媒体数量众多、流量优质。同时，公司也在积极推进自建流量池工作，目前公司研发和发行休闲游戏超过 40 款，预计 2020 年计划上线 15 款超轻度休闲类产品，其中包括 5 款重点产品，累计用户达 1000 万；万年历、天气等垂直细分领域的功能性小工具累计用户约 300 万。

图表 40 公司互联网广告业务链条



资料来源：华安证券研究所整理

### 3.2.3 出售龙域之星，消除商誉减值风险

集中流量资源，降低经营风险。2018 年，公司以 1.88 亿元作价收购北京龙域之星，该次收购形成商誉 1.45 亿元。龙域之星的业务模式为通过国内移动平台广告的流量采

买,为客户提供CPA/CPM/CPS等方式的效果营销服务,经营模式相对单一,应对市场变化风险能力较弱。随着广告营销行业竞争的不断加剧,为应对未来可能出现的减值风险,2020年11月,公司以1.82亿元的交易价格出售龙域之星100%股权。出售龙域之星,消除了商誉减值风险,将使得公司业务结构及内部资源配置更加得到优化,增强公司的持续盈利能力。

**聚焦用户留存与转化,与电商业务呈现优势互补。**相比龙域之星,厦门正奇已经实现了从彩印业务为主向业务模式完善的综合型广告营销公司的转变,其在2020H1的净利润已超过龙域之星。同时,其拥有自主开发的完整的DSP(需求方平台)与SSP(供应方平台),技术水平更高,更加注重用户的留存、转化。聚合的流量中心也更加有利于公司跨境电商业务的发展,其所具备的精准营销能力与电商业务所需的用户导流特性相辅相成。

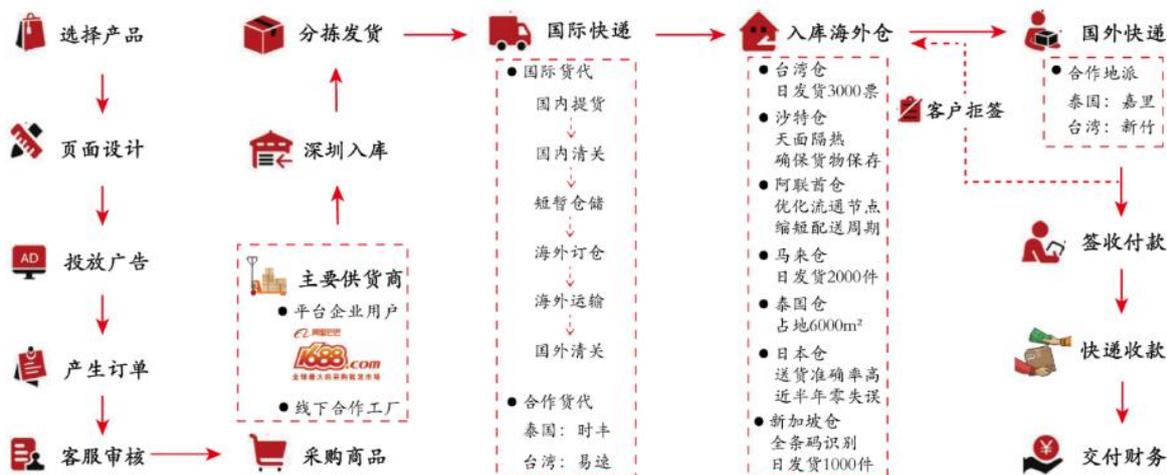
### 3.3 跨境电商业务:借助精准定位与精准营销双重优势乘风起航

#### 3.3.1 自建产品单页的跨境电商模式

**积极布局跨境电商业务,成为跨境出口电商的新生力量。**2017年,公司设立子公司厦门吉客印,开始布局跨境电商市场。公司以自营的方式进行线上B2C销售,通过运用AI算法分析海外市场并进行选品、精准定位客户群体,在Facebook、Line、Instagram等国外社交网络平台上精准推送自建的产品单页广告,将高性价比和有特色的中国制造产品跨境销售至台湾、香港、日本、东南亚等多个国家或地区。

**销售模式以订单导向,业务流程完整成熟。**首先,公司基于对目标地用户的数据分析,精准选品,确定要销售的产品种类,并制作相关的广告引导素材,为广告的精准投放做好准备。当消费者通过广告被引流至产品单页并提交订单后,公司向供应商采购商品并运输至国内深圳仓库,国际快递业务主要由第三方国际货代完成,之后入库海外仓,由当地物流配送至客户。货物签收采用COD模式(货到付款),由当地物流代收货款,若客户拒签,货物运返海外仓以待二次派送。

图表 41 公司跨境电商业务流程



资料来源：公司公告，华安证券研究所

### 3.3.2 “精准定位+精准营销”助力公司跨境电商业务突围

我们认为，新兴的跨境电商在海外起步阶段存在**引流、购买转化与行业竞争**三大难题。公司基于“**精准定位+精准营销**”的自营模式能够从引流、购买转化两方面实现突破，实现从点击量到实际购买量的转化；面对巨头与竞争对手的进入，也能稳固住用户基础，保持自身的竞争优势。

#### 1) 自建站模式实现社交平台的精准投放，实现引流

从技术上看：**大数据分析精准定位客户群体，强化“货找人”的精准营销优势**。公司借助以云计算为基础搭建的精准营销支撑平台，从大量、无规律的数据中精准识别用户的群体特征与个人画像，并结合 AI 算法不断更新数据迭代优化，帮助实现客户细分与定位，制定个性化营销战略与方案设计，将商品广告精准推送至匹配的消费者，实现“**货找人**”的新型销售模式。此外，公司还将大数据技术与 AI 结合，对营销结果进行反馈处理，对营销活动的有效性进行评估。因此，公司一方面积累了核心用户数据，另一方面实现精准营销的技术搭建，逐渐强化公司的核心竞争壁垒。

图表 42 公司依靠大数据分析驱使精准营销



资料来源：华安证券研究所整理

从建站模式上看：**对接海外社交平台，采用适用于业务目的地的自建产品单页的销售模式，通过精准投放扩大定位优势**。公司目前已在多个国家或地区搭建优质多元的销售渠道，包括 Google、YouTube、Bing、Facebook、Twitter 等，依托自身的广告基因与技术优势，对境外社交平台用户的浏览习惯和兴趣定位进行分析，判定用户的不同属性及偏好等特征，通过邮件营销、论坛推广、视频广告等形式进行精准高效的引流，将精准匹配用户需求的产品单页广告推送给最优受众，实现广告的高转化率。

图表 43 吉客印自建产品单页



资料来源：公司官网，华安证券研究所

## 2) 着力于选品契合度、营销手段与用户体验的三重提升，实现客户购买转化

**从选品品类看：公司业务种类多样，选品匹配目标用户购买需求。**从选品类别来看，当前在出口商品中，最畅销品类为女装服饰、饰品配件以及日用百货等。公司以 AI 算法数据分析海外市场，严格甄选商品，其中超四成商品为鞋帽服饰，其余产品主要集中在家具生活电子产品与美妆产品，充分发挥中国作为制造大国的物美价廉优势。

**从营销手段看：发挥 KOL 力量，采用网红直播带货激活用户购买欲望。**公司于 2019 年 5 月在台湾、泰国等地开启电商直播带货销售模式，主要寻找一些中小型网红资源，结合粉丝的性别、年龄以及喜好等特征，匹配合作的产品品类，从而实现订单转化。

**从用户留存看：打通物流链条，确保发货时效与用户满意度。**在海外用户尚在培养消费习惯的阶段，用户体验的培养尤为重要，而与用户体验息息相关的则是配送时效。首先，公司通过与供应商建立长期稳定的合作关系以确保采购发货的时效性；其次，公司通过入仓检验保证产品质量，降低用户拒收、退货率，树立良好的品牌形象；最后，公司在部分国家和地区设立的海外仓则可以实现用户退货商品的及时流转与重新出售，同时也可以针对部分热门商品提前采购备货入仓，有订单产生后直接从仓库发货。

图表 44 公司主要仓库情况

序号	区域	名称	运营模式	面积/m <sup>2</sup>	日处理件数/件
1	深圳	深圳仓	自营	10888	40000-50000
2	台湾	台湾一仓	合作	2500	800-2000
3	台湾	台湾二仓	合作	1000	100-400
4	泰国	泰国一仓	合作	2000	1500-5000
5	泰国	泰国二仓	合作	500	6000-100000
6	马来西亚	马来西亚仓	合作	800	600-2500
7	阿联酋	阿联酋仓	合作	400	1000-2000
8	沙特	沙特仓	合作	900	1000-2500

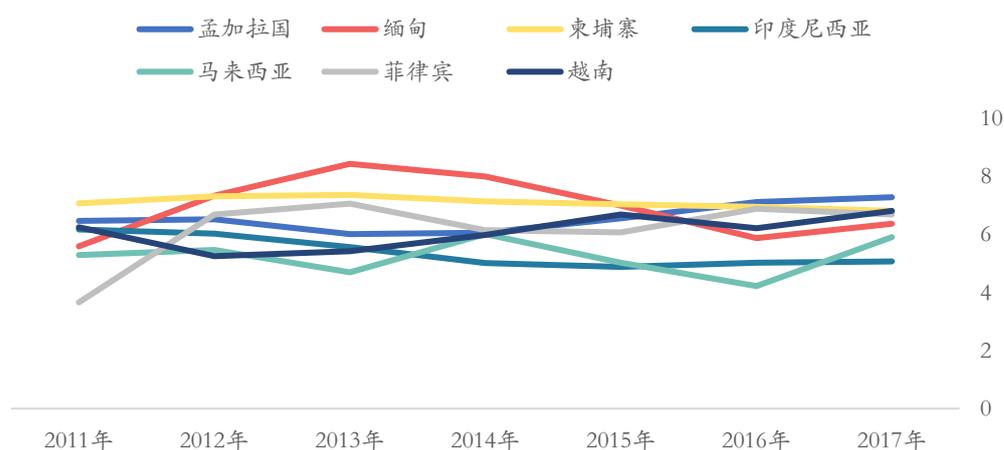
9	日本	日本一仓	合作	200	600-1000
10	日本	日本二仓	合作	800	400-1000
11	新加坡	新加坡仓	合作	150	200-600
12	越南	越南仓	合作	500	800-2000
13	泰国	泰国三仓	合作	700	600-1200
14	台湾	台湾三仓	合作	300	100-400

资料来源：公司公告，华安证券研究所

### 3) 差异化的区位定位与成熟的供应链管控构筑自身竞争优势

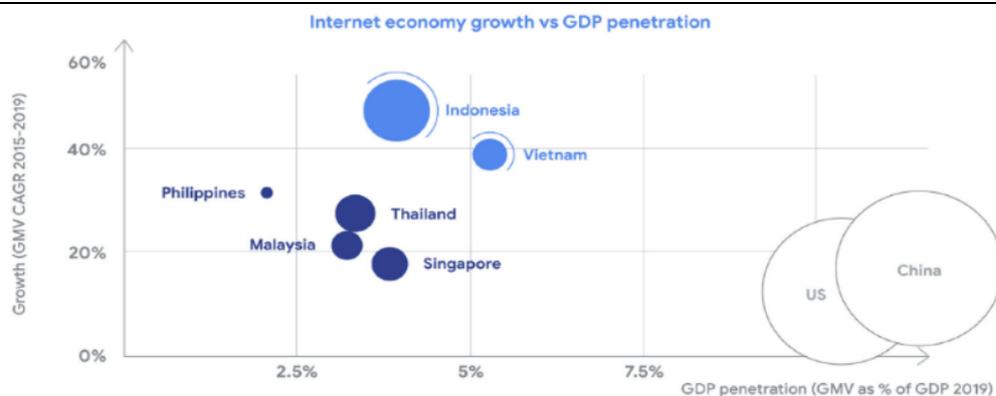
从目标区域看：公司跨境电商出口市场定位明确，与传统跨境电商平台巨头的业务区域重叠度不高。公司的跨境电商业务主要集中在东南亚地区及中国台湾地区，主要的区位优势集中在以下几个方面：1) 经济增长迅速，居民消费潜力大；2) 互联网用户范围逐步扩大，潜在的客户群体较大；3) 电商市场渗透率较低，没有垄断性的力量；4) 地区各个国家文化差异显著，统一的、平台化的电商经营模式实施难度大；5) 社交媒体渗透率高，流量入口集中。

图表 45 东南亚地区主要国家 GDP 增速 (%)



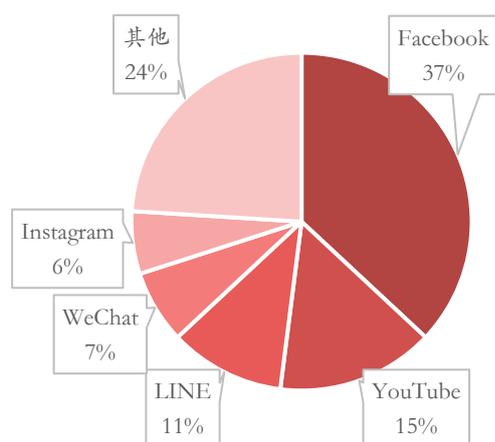
资料来源：国家统计局，华安证券研究所

图表 46 东南亚地区主要国家电商渗透率



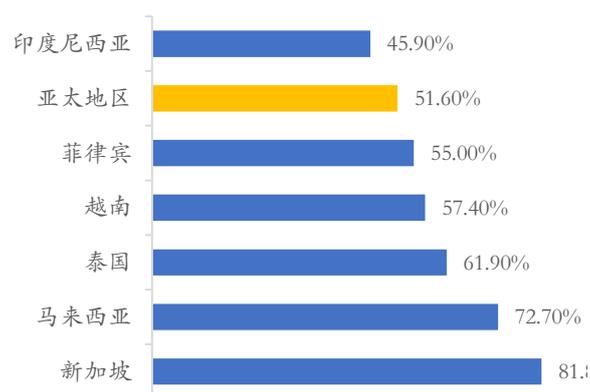
资料来源：谷歌，淡马锡，华安证券研究所

图表 47 东南亚地区社交媒体市占率



资料来源: Kantar, 华安证券研究所

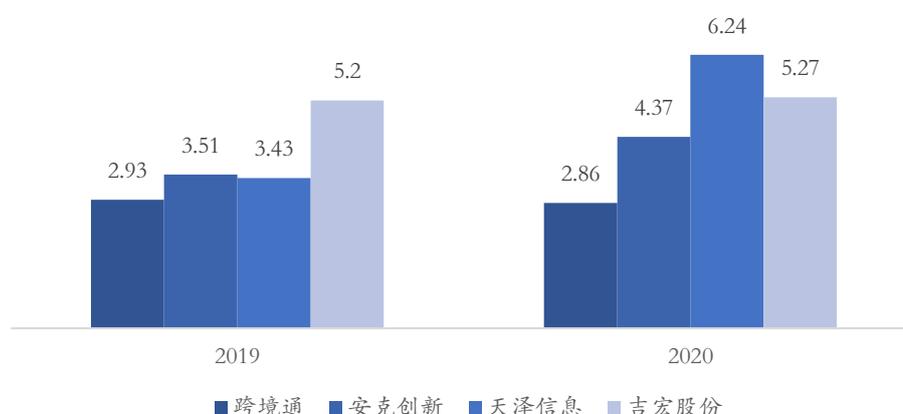
图表 48 东南亚地区主要国家互联网用户渗透率



资料来源: eMarketer, 华安证券研究所

**从业务模式看: 数据指引的选品策略与订单导向的业务模式相结合, 实现高签收、低存货。**公司跨境电商业务模式的核心竞争优势在于, 通过精准营销技术实现精准选品与精准定位, 结合创新完善的 COD 销售模式, 从而实现高签收、低存货, 有效避开跨境电商高存货、高风险的传统“痛点”, 以低成本、低风险实现高转化率。公司注重于爆款营销, 目前公司每款产品的营销周期较短, 周转速度较快, 相比目前平台式电商一般在 20% 以上的库销比, 公司的库销比控制在 5% 以内, 库存风险低。

图表 49 公司存货周转率低



资料来源: wind, 华安证券研究所

**从采购成本看: 规模化的采购使得采购成本可控。**目前吉公司的供应商分为两类: 一类是阿里巴巴批发平台 1688 上的企业用户, 另一类是线下的合作工厂, 公司在对客户订单审核完成后在 1688 平台下单或者向合作工厂下单完成货品采购。目前每日超过 30000 单的订单量所形成的规模采购效应, 使得公司能够拥有一定的对上游供应商的议价能力。

图表 50 吉客印账号买家等级为 MAX 最高级别会员



资料来源：公司官网，华安证券研究所

从与电商平台的关系看：公司与平台型电商同样可以实现互利共生。从用户购买习惯的层面看，未来独立站和电商平台两种模式会共同受益于网购用户规模的增长：由于海外用户的购买习惯并未养成通过电商平台购买的习惯，独立站和电商平台各自服务于不同的用户群体，覆盖了不同的用户习惯。从盈利模式的层面看，公司与电商平台在某程度上具有一定的互补性：公司业务的核心在于广告投放，通过电商来实现变现；电商平台最重要的收入来源则来自于广告与流量的售卖。

### 3.3.3 搭建 SaaS 平台，转型跨境电商平台服务提供商

成立吉喵云，迈出向平台提供商转型的第一步。此前，公司一直作为市场的直接参与者进行跨境电商业务经营，通过买卖赚差价的方式盈利。然而与电商平台相比，未来成长的边界较为有限，涉及的产业链长、资产投入大。借助公司多年跨境电商业务积累的销售数据、营销经验、供应链优势，向能够提供更高利润的平台型服务提供商角色转变则是水到渠成。2020年9月，公司与易营宝及杭州喆众成立合资公司吉喵云，试图打造 SaaS 服务平台，为国内中小企业提供东南亚跨境电商业务一站式解决方案。其中公司持股 55%，杭州喆众持股 30%，易营宝持股 15%。

图表 51 吉喵云公司股权结构



资料来源：公司公告，华安证券研究所

**公司借助外部力量搭建 SaaS 平台。**尽管公司拥有较为强大的自研 ERP 中台系统，但自研导致的系统的高度定制化使得其并不完全适用于 SaaS 平台的建设。而通过选择与专业公司强强联手设立合资公司，更能够使得各自的禀赋优势得到充分展现，借助合作方的力量取得共赢的局面。易营宝系行业内较为知名的 SaaS 营销服务平台 IT 解决方案与服务供应商，已为超过 10000 家付费企业客户提供 SaaS 服务。而设立在杭州的吉喵云也有望充分吸收当地互联网氛围的正外部性，享受当地的人才红利和政策红利。

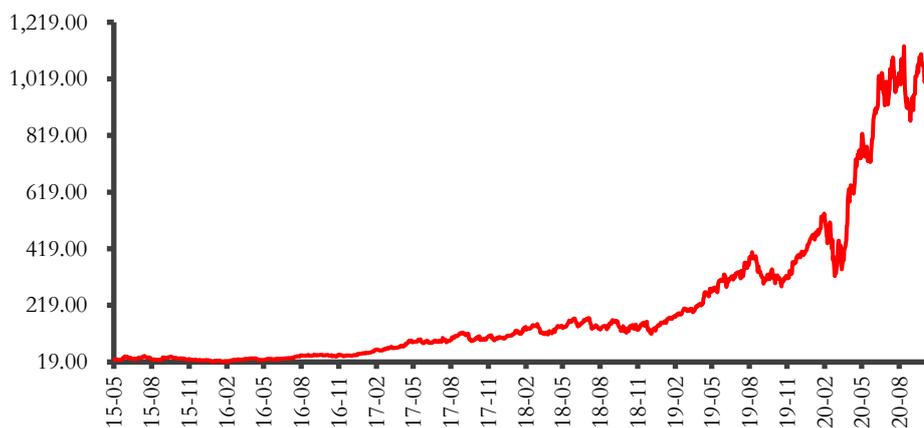
图表 52 易营宝提供丰富多样的建站服务



资料来源：公司官网，华安证券研究所

**电商 SaaS 平台前景广阔，未来发展空间可期。**SaaS 自建站模式运作灵活，规则限制少，受益于二类电商的迅猛发展，来自卖家的开店需求持续提升。以行业龙头 Shopify 为例，Shopify 成立于 2004 年，致力于为中小型企业提供电商平台服务；2015 年 5 月公司于纽交所上市，上市至今股价涨幅已超过 400%；公司服务商户数量从 2015 年的 24.3 万家增长至 2019 年的 106.9 万家。2020Q3，公司实现营收 7.6 亿美元，同比增长 96.3%；平台 GMV 达 309 亿美元，同比增长 108.8%。

图表 53 Shopify 股价



资料来源：wind，华安证券研究所

**对标 Shopify，特色差异化服务提供品牌竞争力。**目前公司在 SaaS 平台领域最大的竞争对手为 Shopify，然而我们认为公司 SaaS 平台与 Shopify 自有自身的竞争优势。首先，Shopify 服务的更多是英语系国家，在东南亚区域为代表的亚洲市场面临着语言众多，翻译复杂的问题；相比之下，公司目前拥有充足的翻译经验，有几万个关键词库的匹配和专业的中台翻译人员，总体的翻译准确度在 95% 以上。其次，Shopify 仅仅为用户提供网站的建设；相比之下，公司可用通过过往数据的积累，帮助用户做出商业决策、

定价模型、签收率预判。最后，公司拥有多处海外仓，可以帮助用户实现退货再销售，减少退货成本。

**公司跨境电商 SaaS 平台瞄准东南亚，发挥比较优势。**公司的 SaaS 服务平台仍然聚焦于东南亚市场。东南亚区域各国语言环境、生活习惯、宗教文化、收入水平、产品需求、支付体系、物流配送等差异性较大，传统平台巨头布局尚浅，而公司多年深耕东南亚地区市场，积淀了系统化管理经验，如：在商品翻译方面，公司拥有云翻译库，可帮助中小卖家解决东南亚地区多语言翻译问题；在商品定价方面，公司积累大量客户签收数据，能对客户风险进行精准分类，帮助企业进行合理定价，减少低签收率带来的风险；在商品交付和物流方面，公司在国内建立周转仓，提供代采购、统一打包等服务，帮助中小企业完成商品配送及交付。

## 4 盈利预测和投资建议

### 4.1 盈利预测

我们预计 2020-2022 年公司营业收入分别为 49.3/64.4/84.9 亿元，同比增长 63.7%/30.7%/32.0%，归母净利润分别为 6.05/7.94/10.25 亿元，同比增长 85.4%/31.3%/29.1%。

#### 核心假设：

- 1) **包装业务：**2020 公司中报显示其传统包装业务实现营业收入 4.62 亿元，同比下降 12.2%，毛利率为 18.6%；环保包装业务实现营业收入 1.71 亿元，同比增长 118.0%，毛利率为 28.4%。考虑到公司传统包装业务 2020 年受疫情影响存在停工，但下游客户订单稳定，预计未来增长将较为平稳，预计 2020-2022 年公司传统包装业务营业收入分别为 12.66/13.55/14.50 亿元，毛利率分别为 18.0%/18.0%/18.0%；随着未来公司环保包装产能逐渐提升与环保政策的趋严，预计环保包装业务将有较大增长，预计 2020-2022 年公司环保包装业务营业收入分别为 5.06/8.10/12.15 亿元，毛利率分别为 26.0%/26.0%/26.0%。综合两部分业务来看，预计 2020-2022 年公司包装业务合计营业收入分别为 17.73/21.65/26.65 亿元，净利率分别为 3.84%/5.52%/6.51%。
- 2) **互联网广告业务：**2020 公司中报显示其广告业务实现营业收入 1.79 亿元，同比下降 23.1%，毛利率为 37.7%。考虑到未来互联网广告行业增速放缓，预计 2020-2022 年公司广告业务营业收入分别为 3.95/4.15/4.35 亿元；考虑到公司停止部分非直接客户的合作，致力于维护精选优质客户，毛利率相比历史水平有望得到一定程度的提升，预计 2020-2022 年公司广告业务毛利率分别为 32.0%/32.0%/32.0%。
- 3) **跨境电商业务：**2020 公司中报显示其跨境电商业务实现营业收入 10.9 亿元，同比增长 96.6%，毛利率为 77.1%。考虑到海外线上消费趋势化明显，公司主营的东南亚地区电商渗透率较低，未来仍有较大发展空间，公司在该区域的先发优势有望逐渐增强，预计 2020-2022 年公司跨境电商业务营业收入分别为 27.38/38.33/53.66 亿元。考虑到未来流量采买成本上升，用户补贴增加等因素影响，预计 2020-2022 年公司跨境电商业务毛利率分别为 76.0%/74.0%/72.0%，净利率分别为 16.0%/15.0%/14.0%。

图表 54 公司分业务盈利预测

单位：百万元

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>包装业务及其他</b>					
收入	1,059.7	1,354.3	1,792.6	2,188.9	5,366.0
YoY		27.8%	32.4%	22.1%	40.0%
成本	864.2	1,079.5	1,428.0	1,728.4	1,502.5
毛利率	18.5%	20.3%	20.3%	21.0%	72.0%
净利率	5.0%	4.9%	3.8%	5.5%	14.0%
净利润	52.8	67.0	68.0	119.4	751.2
<b>互联网广告</b>					
收入	276.1	464.6	394.9	414.7	435.4
YoY		68.3%	-15.0%	5.0%	5.0%
成本	190.9	317.1	268.6	282.0	296.1
毛利率	30.9%	31.8%	32.0%	32.0%	32.0%
净利率	25.7%	26.7%	25.0%	24.0%	23.0%
净利润	71.0	124.0	98.7	99.5	100.1
<b>跨境电商</b>					
收入	933.2	1,190.3	2,737.8	3,832.9	2,693.4
YoY		27.6%	130.0%	40.0%	23.0%
成本	236.9	306.1	657.1	996.5	2,109.4
毛利率	74.6%	74.3%	76.0%	74.0%	21.7%
净利率	11.3%	13.1%	16.0%	15.0%	6.5%
净利润	105.1	156.0	438.0	574.9	173.5
<b>公司整体</b>					
收入	2269.0	3009.3	4925.3	6436.5	8494.9
YoY		100.3%	32.6%	63.7%	30.7%
成本	1292.0	1702.7	2353.7	3007.0	3908.0
YoY		61.6%	31.8%	38.2%	27.8%
毛利率	43.1%	43.4%	52.2%	53.3%	54.0%
净利润	228.4	346.3	640.1	842.7	1086.9
归母净利润	213.2	326.3	604.8	793.9	1024.9

资料来源：wind，华安证券研究所

## 4.2 估值分析

公司业务横跨包装、互联网广告、跨境电商三个板块，我们采取分项估值的方法分别对三大业务板块分别进行估值：

- **包装业务：**此处将传统彩色包装与环保包装业务统一进行估值，公司目前处于包装行业的领导地位，参考业内相关包装行业上市公司如合兴包装、裕同科技、东风股份，给予该项业务 2021 年 15 倍估值。
- **互联网广告业务：**参考业内相关广告代理公司如蓝色光标，给予该项业务 2021 年 20 倍估值。

- **跨境电商业务**：参考业内跨境电商领域的上市公司如跨境通、安克创新，给予该项业务 2021 年 35 倍估值。

图表 55 可比公司估值

证券简称	市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)			PE		
		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
<b>包装业务</b>							
合兴包装	53.26	310.3	383.4	484.0	17	14	11
裕同科技	230.41	1189.4	1471.6	1784.2	19	16	13
东风股份	81.00	569.9	608.8	688.5	14	13	12
行业平均					17	14	12
<b>互联网广告业务</b>							
蓝色光标	163.41	693.0	860.7	1010.1	24	19	16
行业平均					24	19	16
<b>跨境电商业务</b>							
跨境通	96.44	604.5	730.0	868.5	16	13	11
安克创新	722.51	883.3	1181.6	1491.1	83	62	49
行业平均					49	38	30

资料来源：wind，华安证券研究所

注：盈利预测采用 wind 一致预期，数据采用 2020/11/30 收盘价

公司 2021 年包装业务、互联网广告业务与跨境电商业务预测净利润分别为 1.2/1.0/5.7 亿元，按照分项估值分别为 15x/20x/35x。综上所述我们认为公司合理市值为 239 亿元左右。

图表 56 公司估值拆分

业务类别	净利润 (亿元)	PE	对应市值 (亿元)
	2021E		2021E
包装业务	1.2	15	17.9
互联网广告业务	1.0	20	19.9
跨境电商业务	5.7	35	201.2
合计			239

资料来源：wind，华安证券研究所

### 4.3 投资建议

公司传统业务以快消品包装为主，营收稳定增长且确定性较强。在并购的助力下，公司凭借技术实力打造了一站式综合服务平台，顺利切入互联网营销赛道。未来有望借助自身“精准定位+精准营销”的能力，持续发力跨境电商业务。而转型跨境电商平台服务提供商，进一步扩宽公司未来的成长边界。我们预计 2020-2022 年公司营业收入分别为 49.3/64.4/84.9 亿元，同比增长 63.7%/30.7%/32.0%，归母净利润分别为 6.05/7.94/10.25 亿元，同比增长 85.4%/31.3%/29.1%。EPS 分别为 1.60/2.10/2.71，对应 PE 分别为 19.5X/14.9X/11.5X。首次覆盖，给予“增持”评级。

## 风险提示

- 1) **限塑政策推进不及预期的风险：**限塑政策推进速度的放缓有可能导致公司环保包装业务投产产能利用率无法充分利用，从而对包装业务产生影响；
- 2) **广告市场增速持续放缓的风险：**广告市场增速持续放缓、广告客户投放需求的萎缩从而有可能导致公司广告业务受到影响；
- 3) **跨境电商受到国际局势影响的风险：**国际政治局势动荡影响跨境贸易政策的转变，有可能使得公司跨境电商业务受到影响。

## 财务报表与盈利预测

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	1594	2522	3408	4614
现金	488	926	1470	2166
应收账款	457	765	988	1307
其他应收款	29	48	64	83
预付账款	53	76	93	123
存货	244	379	466	606
其他流动资产	323	330	328	331
<b>非流动资产</b>	846	883	1066	1258
长期投资	14	0	0	0
固定资产	448	556	644	737
无形资产	104	134	160	186
其他非流动资产	279	193	262	335
<b>资产总计</b>	2439	3406	4474	5872
<b>流动负债</b>	920	1242	1462	1768
短期借款	350	350	350	350
应付账款	307	480	602	775
其他流动负债	264	411	510	643
<b>非流动负债</b>	68	73	78	83
长期借款	26	31	36	41
其他非流动负债	43	43	43	43
<b>负债合计</b>	988	1315	1541	1851
少数股东权益	44	80	128	190
股本	223	223	223	223
资本公积	522	522	522	522
留存收益	663	1267	2061	3086
归属母公司股东权	1407	2012	2806	3830
<b>负债和股东权益</b>	2439	3406	4474	5872

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	317	571	814	973
净利润	326	605	794	1025
折旧摊销	73	95	89	90
财务费用	27	18	18	19
投资损失	-3	-15	-17	-21
营运资金变动	-131	-170	-121	-204
其他经营现金流	481	812	965	1293
<b>投资活动现金流</b>	-636	-120	-257	-263
资本支出	-209	-149	-273	-284
长期投资	-29	14	0	0
其他投资现金流	-398	15	17	21
<b>筹资活动现金流</b>	404	-13	-13	-14
短期借款	90	0	0	0
长期借款	26	5	5	5
普通股增加	25	0	0	0
资本公积增加	472	0	0	0
其他筹资现金流	-208	-18	-18	-19
<b>现金净增加额</b>	87	438	544	696

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	3009	4925	6436	8495
营业成本	1703	2354	3007	3908
营业税金及附加	11	20	26	34
销售费用	733	1576	2124	2888
管理费用	98	152	198	264
财务费用	24	33	48	62
资产减值损失	-8	-1	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	3	15	17	21
<b>营业利润</b>	379	720	942	1214
营业外收入	6	0	0	0
营业外支出	3	0	0	0
<b>利润总额</b>	382	720	942	1214
所得税	35	80	99	127
<b>净利润</b>	346	640	843	1087
少数股东损益	20	35	49	62
<b>归属母公司净利润</b>	326	605	794	1025
EBITDA	473	824	1047	1325
EPS (元)	0.86	1.60	2.10	2.71

主要财务比率				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>				
营业收入	32.6%	63.7%	30.7%	32.0%
营业利润	50.0%	89.8%	30.8%	28.9%
归属于母公司净利	53.1%	85.4%	31.3%	29.1%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	43.4%	52.2%	53.3%	54.0%
净利率 (%)	10.8%	12.3%	12.3%	12.1%
ROE (%)	23.2%	30.1%	28.3%	26.8%
ROIC (%)	19.4%	25.8%	25.5%	24.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	40.5%	38.6%	34.4%	31.5%
净负债比率 (%)	68.1%	62.9%	52.5%	46.0%
流动比率	1.73	2.03	2.33	2.61
速动比率	1.41	1.67	1.95	2.20
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.23	1.45	1.44	1.45
应收账款周转率	6.59	6.44	6.52	6.50
应付账款周转率	5.55	4.90	4.99	5.05
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.86	1.60	2.10	2.71
每股经营现金流	0.84	1.51	2.15	2.57
每股净资产	3.72	5.32	7.41	10.12
<b>估值比率</b>				
P/E	30.71	19.51	14.86	11.51
P/B	7.12	5.87	4.21	3.08
EV/EBITDA	12.31	7.81	5.63	3.93

资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**姚天航**，传媒行业高级研究员，中南大学本硕。三年传媒上市公司经验，曾任职于东兴证券、申港证券，2020年加入华安证券研究所。

**郑磊**，传媒行业高级研究员，英国萨里大学银行与金融专业硕士。三年买方传媒行业研究经验，两年传媒上市公司内容战略和投资经验，2020年加入华安证券研究所。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，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。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。