

## 吉宏股份 (002803.SZ) 移动互联网时代的精准营销“带货人”

2020年07月06日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

黄泽鹏 (分析师)

huangzepeng@kysec.cn

证书编号: S0790519110001

日期	2020/7/3
当前股价(元)	26.27
一年最高最低(元)	44.49/17.74
总市值(亿元)	99.41
流通市值(亿元)	72.94
总股本(亿股)	3.78
流通股本(亿股)	2.78
近3个月换手率(%)	156.03

● **核心竞争力突出的互联网综合解决方案提供商，首次覆盖给予“买入”评级**  
 公司是以精准营销为核心的互联网综合解决方案提供商。我们认为，移动互联网时代，技术进步驱动广告形式革新和商品交易模式重塑，以精准营销为核心的效果广告是发展方向。公司围绕创意本源，在包装与互联网领域（广告和跨境电商）实现精准营销的变现落地，核心竞争力与成长潜力突出。我们预计公司2020-2022年归母净利润为5.11/7.33/10.28亿元，对应EPS为1.35/1.94/2.72元，当前股价对应PE为19/14/10倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● **互联网广告与商品交易模式革新，精准营销和效果广告是方向**

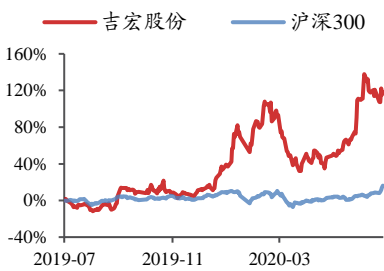
受益于移动流量红利和广告主关注度提升，移动互联网广告市场规模持续增长。随着投入产出比成为广告主衡量营销效果的重要指标，品牌广告增长在趋缓，第三方效果广告公司（如美股TTD）在流量巨头身边崛起。广告形式变迁也带来了商品交易模式的重塑，基于大数据的主动精准营销推动下，“人找货”转向“货找人”，社交电商、短视频营销、直播带货等新形式涌现。而具备流量、技术、用户数据和广告主资源的综合性效果广告服务商，有望引领“带货”未来。

● **公司是移动互联网时代的“带货人”，多维发力打造精准营销生态布局**

公司围绕创意本源，从包装到互联网多维度实现广告营销业务落地，目前互联网业务（精准营销及跨境电商）已成为业务核心（2019年营收占比55%、净利润占比81%）。在精准营销（To B端）方面，公司深度理解移动互联网时代广告主需求痛点：通过打造DSP+SSP完整闭环，积累丰富流量池和BATJ、字节跳动等客户资源构建竞争力。而在跨境电商（To C端）方面，公司扬帆跨境电商蓝海，依托精准营销技术，通过社交网站商品广告投放完成销售变现，模式轻、低库存、盈利质量高，先发布局带来海量用户数据沉淀进一步构筑电商业务护城河。二季度，受益于海外疫情带来宅经济生活方式转变，电商业务实现大幅增长；长期看，公司以精准营销为核心构建商业生态布局，核心竞争力突出。未来，限塑令推进、国内直播新业务布局和海外电商新市场开拓有望带动公司持续高成长。

● **风险提示：** 包装业务成本波动；广告主预算减少；跨境电商竞争加剧。

### 股价走势图



数据来源：贝格数据

### 财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,269	3,009	4,061	5,386	6,882
YOY(%)	100.3	32.6	34.9	32.6	27.8
归母净利润(百万元)	213	326	511	733	1,028
YOY(%)	166.3	53.1	56.8	43.4	40.2
毛利率(%)	43.1	43.4	46.1	47.2	48.4
净利率(%)	9.4	10.8	12.6	13.6	14.9
ROE(%)	31.8	23.9	27.2	28.6	29.3
EPS(摊薄/元)	0.56	0.86	1.35	1.94	2.72
P/E(倍)	46.6	30.5	19.4	13.6	9.7
P/B(倍)	14.5	7.1	5.2	3.9	2.8

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

## 目 录

1、 精准营销驱动下的互联网综合解决方案提供商.....	4
1.1、 创意为源多维变现，互联网业务驶入发展快车道.....	4
1.2、 互联网业务驱动公司业绩连续实现快速增长.....	4
2、 互联网广告与商品交易模式革新，精准营销价值凸显.....	5
2.1、 移动互联网广告时代，头部玩家业务内核本质多为广告（流量变现）.....	5
2.2、 精准营销和效果广告是方向，美股 TTD 公司股价 2 年 8 倍.....	6
2.3、 广告形式革新，驱动商品交易模式随之变革.....	10
3、 吉宏股份：移动互联网时代的精准营销“带货人”.....	11
3.1、 创意为源，广告营销领域具有较强竞争力.....	11
3.2、 互联网广告业务的 To B 端布局：DSP+SSP 打造营销闭环.....	13
3.3、 互联网广告业务的 To C 端落地：扬帆跨境电商蓝海.....	14
4、 看点与展望：以精准营销为核心，构建商业生态布局.....	19
5、 盈利预测与估值.....	22
5.1、 关键假设.....	22
5.2、 盈利预测与估值.....	22
6、 风险提示.....	22
附： 财务预测摘要.....	23

## 图表目录

图 1： 互联网业务和包装业务为公司两大主营业务.....	4
图 2： 互联网业务 2019 年净利润占比达到 81%.....	4
图 3： 2019 年公司营业收入达到 30.09 亿元.....	5
图 4： 2019 年公司净利润达到 3.26 亿元.....	5
图 5： 互联网业务驱动公司毛利率和净利率持续上升.....	5
图 6： 2017 年以来销售费用率上升.....	5
图 7： 我国网络广告市场规模持续增长，占比提升.....	6
图 8： 移动网络广告规模 2020 年有望超过 6600 亿元.....	6
图 9： 阿里巴巴广告业务营收持续增长.....	6
图 10： 广告业务在互联网巨头中营收占比大（2019）.....	6
图 11： 技术进步驱动广告形式变革，效果广告迎来发展机遇.....	7
图 12： 投入产出比是广告营销效果衡量的重要指标.....	7
图 13： AI 算法驱动精准营销实现，为效果广告技术赋能.....	8
图 14： 互联网巨头仍需利用第三方广告公司汇聚的流量帮助推广旗下产品.....	8
图 15： 2015-2019 年 TTD 净利润复合增速达 61%.....	9
图 16： TTD 2018 年以来股价涨幅超过 850%.....	9
图 17： TTD 已经与雅虎 ADX、Google、eBay 等优质流量资源建立合作.....	9
图 18： 李佳琦邀请明星参与直播带货.....	10
图 19： 2020 年直播电商市场规模有望达到 9610 亿元.....	10
图 20： 公司发展历程：围绕创意本源，实现广告营销在包装和互联网领域落地.....	11
图 21： 公司在传统包装外探索增量市场，环保包装业务未来有望显著受益于限塑令推行.....	12
图 22： 公司互联网精准营销业务分为 To B 业态和 To C 业态.....	12

图 23: 公司精准营销广告形式多样 .....	13
图 24: 公司与字节系 (头条、抖音、TikTok) 合作紧密 .....	13
图 25: 公司通过 DSP+SSP 构造完整业务闭环, 效果广告业务核心竞争力出众 .....	14
图 26: 公司通过自建产品单页进行跨境商品销售 .....	15
图 27: 吉客印跨境电商收入连续实现高增长 .....	15
图 28: 出口跨境电商 (B2C 模式) 快速增长 .....	15
图 29: 跨境电商主要出口国集中在欧美市场 (2018) .....	15
图 30: 吉客印跨境电商业务包括定位选品、精准投放、产品单页销售和物流运输等流程 .....	17
图 31: 公司目标市场 Facebook 渗透率较高 .....	18
图 32: 选品以家居生活、潮流鞋包服饰为主 (2019H1) .....	18
图 33: 吉客印具备市场定位精准、选品独到、用户数据精准分析和销售模式创新等四大竞争优势 .....	18
图 34: 外卖行业增长较快 .....	19
图 35: “限塑令”升级, 环保食品包装需求增加 .....	19
图 36: 公司广告营销形式由传统图文重点转向短视频形式, 同时增加自研游戏和直播领域布局 .....	20
图 37: 公司快消包装和互联网业务 (精准营销+跨境电商) 协同发展 .....	21
表 1: 吉宏股份广告业务毛利率超过 30% .....	14
表 2: 跨境电商受国家政策支持力度较大, 有望持续快速发展 .....	16
表 3: B2C 跨境电商商业模式百花齐放, 厦门吉客印采用自建单页模式, 避开电商巨头直接竞争 .....	16
表 4: 吉客印收入规模与同行业公司相比较小, 但是盈利能力较强 .....	19

## 1、精准营销驱动下的互联网综合解决方案提供商

### 1.1、创意为源多维变现，互联网业务驶入发展快车道

吉宏股份从创意设计和广告策划出发，已成长为精准营销为核心主业的互联网公司。厦门吉宏包装科技股份有限公司成立于2003年，2016年在深交所上市。公司前身为成立于1996年的厦门正奇电脑技术开发有限公司，主要从事创意设计 & 广告策划制作业务。2003年，吉宏包装成立，主营彩色包装纸盒、环保纸袋和塑料软包装制品的生产销售。2017年起，公司正式进军互联网领域：2017年8月设立厦门吉客印开展To C端精准营销业务，立足东南亚地区，以跨境电商为主要业务模式；2018年3月收购北京龙域之星切入国内To B端精准营销，以效果广告服务为主要业务落地。目前，公司已形成“互联网+包装”协同发展的业务布局。

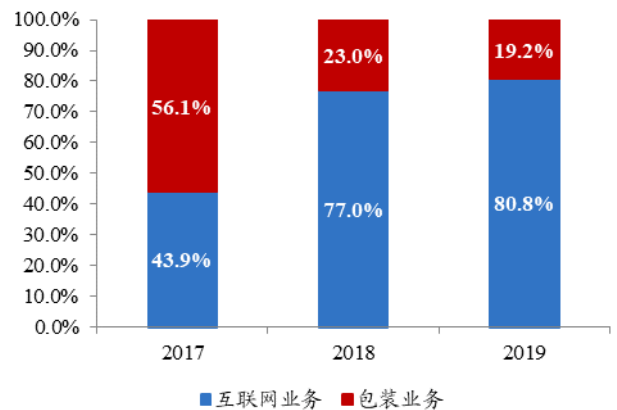
**互联网业务已贡献八成以上净利润，近年来保持高速增长。**目前公司主要业务分为精准营销广告（To B端）、精准营销跨境电商（To C端）以及线下为客户提供全案包装设计 & 营销服务。从公司2019年年报数据来看，互联网业务（To B端+To C端）实现营业收入16.55亿元（同比+36.85%）和净利润约为2.80亿元（同比+59.09%），实现快速增长，其中营收端占比已达到55%，利润端占比已超过80%。公司坚持创意本源，在巩固快消品包装业务优势的同时，深度挖掘移动互联网红利，切入精准营销和跨境电商业务，已逐步发展成为兼具消费品供应链资源、精准营销技术实力和电商销售渠道的综合性互联网公司。

图1：互联网业务和包装业务为公司两大主营业务



资料来源：公司官网

图2：互联网业务2019年净利润占比达到81%

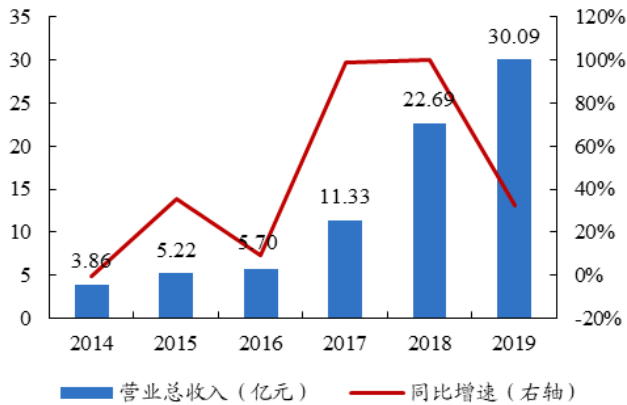


数据来源：Wind、开源证券研究所

### 1.2、互联网业务驱动公司业绩连续实现快速增长

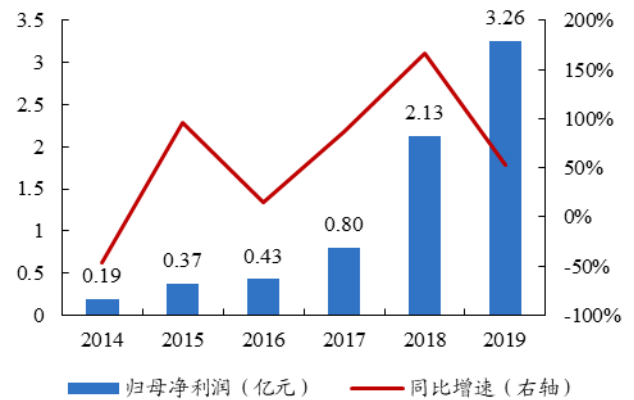
**公司营收、净利润连续实现高增长。**2017年开始，互联网业务成为新增长点，驱动公司营业收入从2017年的11.33亿元增加至2019年的30.09亿元（2017-2019年CAGR=63%），归母净利润从2017年的0.80亿元增加至2019年的3.26亿元（2017-2019年CAGR=102%），收入、业绩均实现快速增长。2020年一季度，受到疫情影响，公司营收为6.49亿元，同比下滑3.32%；归母净利润实现0.74亿元，同比增长1.75%。根据公司中报业绩预告公告，二季度受益于To C端精准营销（即跨境电商）业务的良好发展，公司预计2020年上半年度归母净利润为2.07亿元到2.37亿元，同比增长40%-60%，在疫情背景下逆势实现了高增长。

图3: 2019 年公司营业收入达到 30.09 亿元



数据来源: Wind、开源证券研究所

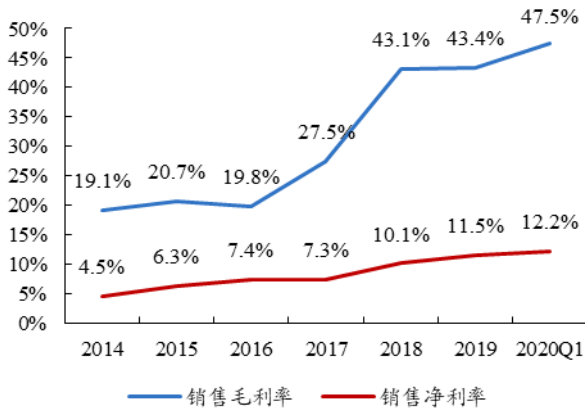
图4: 2019 年公司净利润达到 3.26 亿元



数据来源: Wind、开源证券研究所

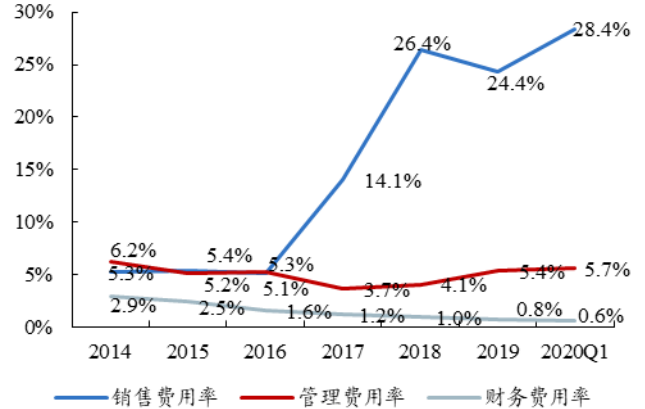
**互联网业务占比提升，驱动公司盈利能力显著增强。**2017 年开始，公司发力拓展互联网业务，相较传统包装业务而言，互联网业务毛利率更高（主要原因为互联网业务中占比较高的广告营销等成本计在费用项），因此，互联网业务的收入占比提升也驱动公司毛利率显著上行（2016 年的 19.8%到 2019 年的 43.4%，提升 23.6pct），净利率也从 2017 年的 7.3%提升至 2019 年的 11.5%。2020 年一季度，公司毛利率和净利率分别为 47.5%和 12.2%，仍在持续提升中。费用端来看，2019 年公司销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 24.4%、5.4%和 0.8%。销售费用的大幅提升同样是由于互联网业务的占比提升，公司互联网业务（特别是 To C 端的跨境电商业务）有较高的广告投放费用和销售物流成本，因此造成销售费用率大幅增加。

图5: 互联网业务驱动公司毛利率和净利率持续上升



数据来源: Wind、开源证券研究所

图6: 2017 年以来销售费用率上升



数据来源: Wind、开源证券研究所

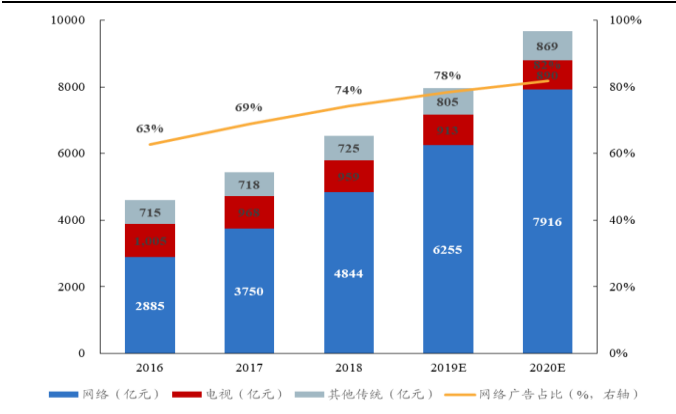
## 2、互联网广告与商品交易模式革新，精准营销价值凸显

### 2.1、移动互联网广告时代，头部玩家业务内核本质多为广告(流量变现)

受益于移动流量红利和广告主关注度提升，移动互联网广告规模持续增长。根据艾瑞咨询预测，我国网络广告市场规模持续增长，从 2015 年的 2185 亿元增加至 2020 年的 7916 亿元，市场规模已占据整体广告市场的 80%以上。而在 2012 年以后，随着移动互联网兴起，移动流量 2016 年整体首次超越 PC 端流量，至 2018 年移动网民

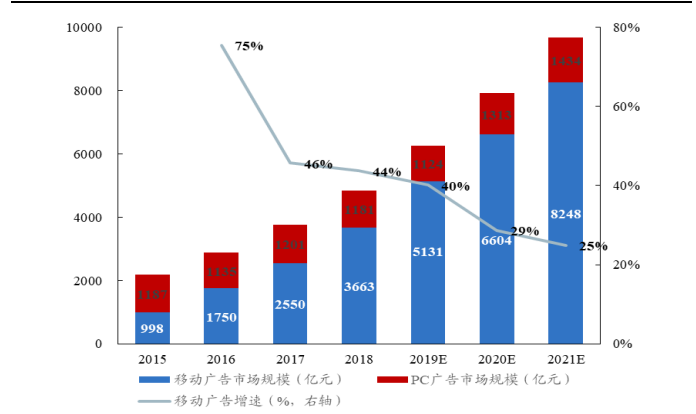
数量已接近 PC 端 3 倍。同时，近年来以抖音、快手为代表的短视频和即时通讯类 APP 用户数量和粘性齐增，移动端开始成为广告主的重点关注渠道。相较于传统媒体和互联网 PC 端较为单一的使用场景，移动端广告由于形式多样、变现能力更强，因此海量广告主的投放预算也正在加速向移动端优质媒介资源转移。根据艾瑞咨询预测，2020 年移动网络广告总体规模有望超过 6600 亿元。未来，伴随 5G 商用进度的加快，移动互联网广告市场有望持续保持高增长。

图7：我国网络广告市场规模持续增长，占比提升



数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

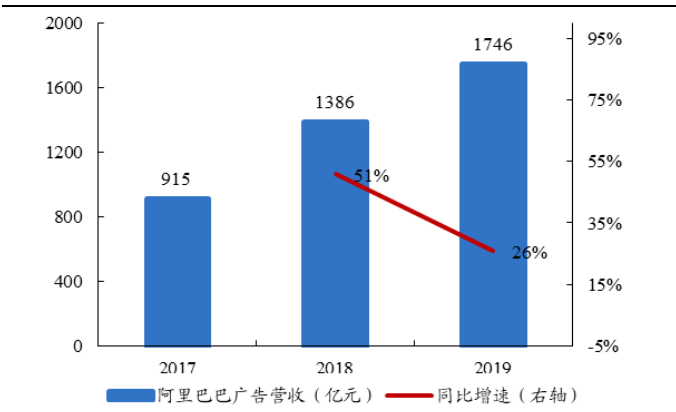
图8：移动网络广告规模2020年有望超过6600亿元



数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

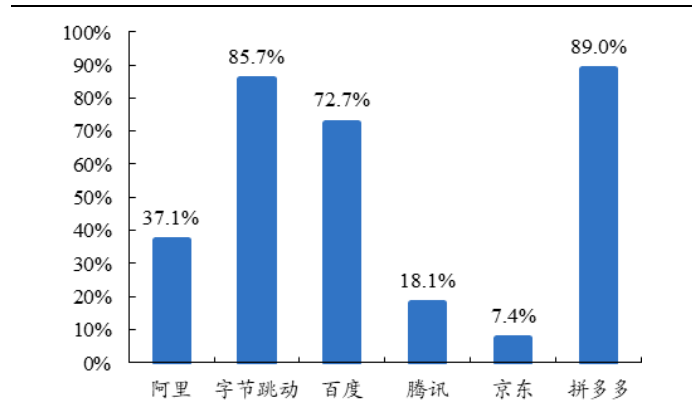
互联网行业红利孕育巨头公司崛起，业务核心本质多为广告（即流量变现）。二十世纪九十年代以来，全球范围内互联网开始进入快速发展期，2012年后移动互联网红利爆发，孕育诞生了一批互联网巨头公司。无论是国外的 Google、Amazon、Facebook，还是国内的阿里巴巴、百度、字节跳动和拼多多，虽然各家公司技术应用场景不同，但绝大多数互联网公司业务核心本质均为流量及流量的多维综合变现（广告、电商、游戏等）。从财务数据来看，广告业务在大多数互联网巨头公司营收结构中都已占据较大比例：2019年，字节跳动、拼多多、百度和阿里巴巴的广告收入占比分别为85.7%、89.0%、72.7%和37.1%，在广告业务的成功布局构筑了巨头公司的增长核心驱动力。

图9：阿里巴巴广告业务营收持续增长



数据来源：TopMarketing、开源证券研究所

图10：广告业务在互联网巨头中营收占比大（2019）



数据来源：QuestMobile、开源证券研究所

## 2.2、精准营销和效果广告是方向，美股TTD公司股价2年8倍

技术进步驱动广告形式向精准、个性化方向发展。通常，广告可分为品牌广告和效果广告两种类型。品牌广告以树立产品品牌形象、提高市占率为目的，突出传播品

牌在消费者心目中确定的位置；其 KPI 考核相对简单，主要有曝光量、覆盖人群等。而效果广告的目的是促进销售，广告主只需要为可衡量的结果付费，其 KPI 考核更加注重效果的转化。从传统广告媒介的被动传播，到移动互联网时代效果广告的主动推送，广告形式也正随着大数据、AI 算法等技术兴起而朝着精准化、个性化的方向发展，效果广告迎来发展机遇。

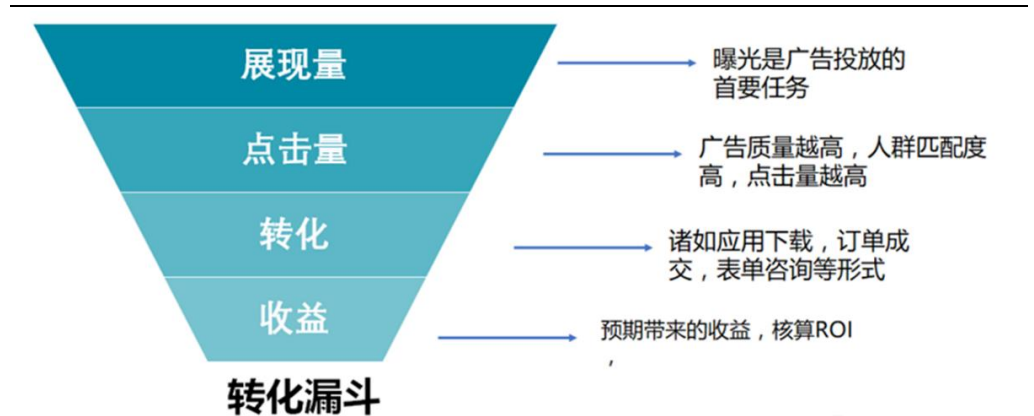
**图 11: 技术进步驱动广告形式变革，效果广告迎来发展机遇**



资料来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

**投入产出比是营销效果衡量的重要指标，效果广告凭借精准优势迎来发展机遇。**效果广告通过大数据分析描绘出移动用户行为画像，在了解消费者特征、需求和行为偏好的基础上精准投放，能够提升广告的曝光效果和转化率，与品牌广告相比更加精准。而对于广告主来说，最终追求的是高 ROI，投入产出比是衡量营销效果的重要指标。而效果广告正是以促进销售为直接目的，在投放中更加关注实际转化，并按营销效果付费，相对于传统的展示类广告而言，具有效果直观、成本低、投入风险可控、投放过程可控、投后效果可追踪等优势。因此，广告主预算正越来越向高 ROI 的效果广告形式倾斜。

**图 12: 投入产出比是广告营销效果衡量的重要指标**



资料来源：App Growing

**精准营销是效果广告的重要技术赋能。**受益于移动互联网普及和大数据分析等技术发展，广告思维由传统广告位售卖模式转变为互联网思维下的受众定位推送模式，精准营销得到广泛应用。与传统互联网广告相比，精准营销更具针对性，可以满足广告主对营销精准性的需求，提升投放效率和转化率并且成本可控。在互联网人口和流量红利消退背景下，精准营销的价值在进一步凸显。根据微盟招股书数据，我国移动精准营销广告市场规模持续快速增长，2022 年有望达到 6609 亿元，2017-2022 年 CAGR 达到 31.7%。

图13: AI 算法驱动精准营销实现, 为效果广告技术赋能



资料来源: 艾瑞咨询

第三方广告公司由于其独立性, 对互联网流量巨头而言仍存在较大的商业价值。近年来, 互联网巨头之间的流量竞争日趋激烈, 巨头旗下产品在竞争对手渠道进行推广往往受到诸多限制。同时, 尽管巨头自有流量庞大, 但并不能覆盖所有人群, 且大部分流量已经售卖给广告主, 因此, 巨头仍然需要自有流量以外的资源去推广旗下产品。需求的存在孕育了众多第三方效果广告公司的崛起, 相较而言, 后者虽多数不具备自有流量, 但由于其具有独立性, 与各大头部互联网企业之间不存在直接的核心利益冲突, 本身专业性也足够强, 为巨头提供了较好的外部流量获取通道, 因此受到青睐, 成为众多互联网流量巨头的重要合作伙伴。

图14: 互联网巨头仍需利用第三方广告公司汇聚的流量帮助推广旗下产品



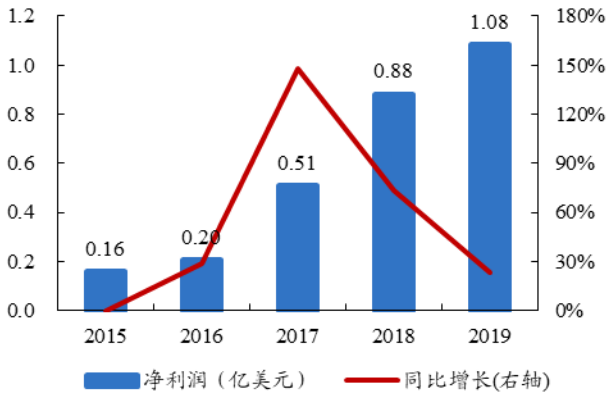
资料来源: QuestMobile

美国第三方广告技术公司 TTD 发展迅速, 2018 年以来股价上涨超过 850%。The Trade Desk (下简称“TTD”) 成立于 2009 年, 2014 年上市。公司核心业务为利用自身发布的商用自助广告投放平台, 帮助广告主用程序化购买手段在云端购买广告位, 并通过数据分析和 AI 技术提高投放效率。早期其自助服务平台仅支持精准展示广告, 随着公司业务发展, 目前平台已能够支持广告主进行跨屏、多形式的广告投放执行与管理。2019 年, TTD 实现 1.08 亿美元净利润, 2015-2019 财年净利润年复合增速



高达 61%，现已成为业界发展速度最快的 DSP（需求方平台）。公司股价也从 2018 年年初的 46.41 美元持续上涨至 2020 年 7 月的 443 美元，区间股价涨幅高达 854%。截至 2020 年 7 月 2 日，公司 PE（TTM）超过 166 倍。

图15: 2015-2019 年 TTD 净利润复合增速达 61%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: TTD 2018 年以来股价涨幅超过 850%



数据来源: Wind、开源证券研究所

先发优势、技术能力、透明度和独立性是 TTD 快速崛起的重要原因。1) 2005 年美国程序化广告兴起，而 TTD 于 2009 年成立，属于行业的早期进入者，与其他 DSP 相比，TTD 掌握了更多的用户数据，凭借 BID Factor 算法等技术优势，能够为客户提供更加优质的服务、转化效果也更好。2) 与 Google 等互联网巨头自有的广告平台相比，TTD 具备更好的透明度，广告主可以看到广告的投向和效果。3) TTD 虽不具备自有流量，但由于其具备较好的独立性，与核心客户之间均不存在同业竞争等直接利益冲突，因此可以专注于为客户提供更好的服务。近年来，随着 TTD 业务持续快速发展，规模效应也开始体现，为公司带来更大的成本和资源优势。截至 2018 年，TTD 已拥有 742 家投放额超过 20000 美金的广告主客户，与宝洁、联合利华等快消龙头均有合作。而在流量端，TTD 汇聚的流量资源来自超过 80 家 Ad Exchange、SSP 和流量主，包括 DoubleClick、Google 等。

图17: TTD 已经与雅虎 ADX、Google、eBay 等优质流量资源建立合作



资料来源: TTD 官网

## 2.3、广告形式革新，驱动商品交易模式随之变革

**互联网广告形式变革重塑商品交易模式。**互联网出现之前，广告和销售彼此独立；互联网电商平台出现后，广告和销售逐渐融合，商品交易从线下转向线上；而在移动互联网时代，技术进步使得基于大数据的主动营销得以实现，商品交易模式开始从“人找货”变成“货找人”。广告形式从传统媒介广告向互联网广告过渡，并衍生出社交电商、短视频营销、直播带货等新形式，进一步创新重塑商品交易模式。

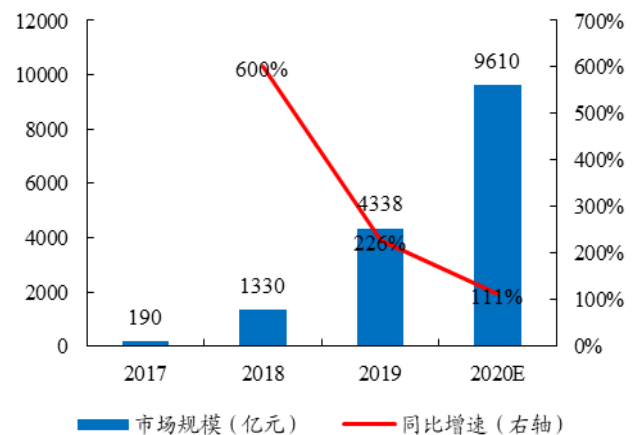
**效果广告在虚拟商品营销领域率先发力，近年来在实体商品营销领域也在加速渗透。**不同于品牌广告对于流量的高质量需求，APP 应用开发企业更加关注投入产出比，效果广告凭借在投放效率及转化效果方面的优势，在虚拟商品营销领域，已广受市场青睐。而在实体商品营销领域，快消品本身是互联网广告投放的主要品类，随着商品种类日益丰富、迭代速度增加，消费人群的个性化需求彰显，“精准”成为了营销的核心。短视频营销（即抖音、快手上的商品类视频广告）、直播带货等以促销结果导向的效果广告形式也已成为“卖货”常态。

图18: 李佳琦邀请明星参与直播带货



资料来源：淘宝直播

图19: 2020年直播电商市场规模有望达到9610亿元



数据来源：艾媒数据中心、开源证券研究所

**商品交易模式重塑后，具备流量、技术、用户数据和广告主资源的综合性效果广告服务商，有望引领“带货”未来。**

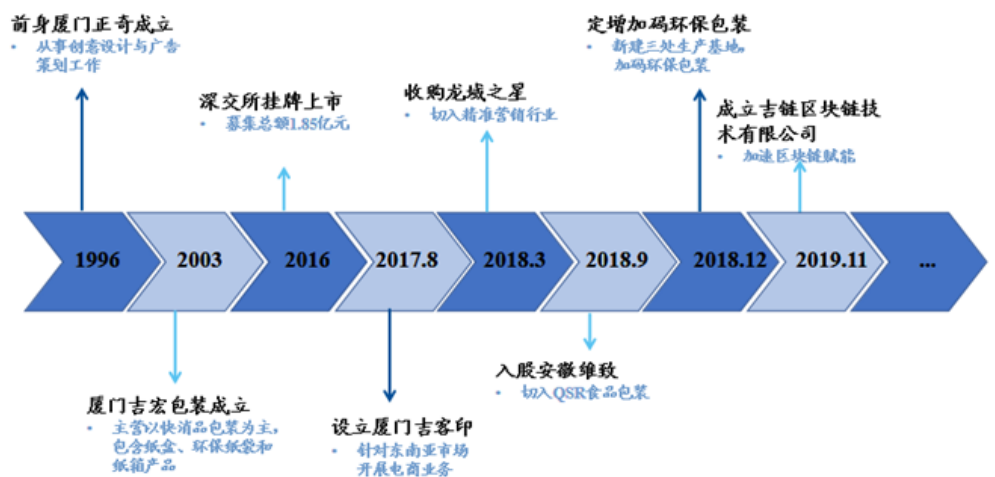
- 1) 流量：移动互联网流量红利明显，掌握优质流量资源的公司，其商品广告将有更多机会触达消费者，广告主投放预算也愿意向优质媒介资源倾斜；
- 2) 营销技术：广告主越来越重视投入产出比，精准营销技术更具针对性，通过提升投放效率和转化率来降低成本；因此技术能力强的公司自然可以为广告主提供更优质的服务，获得更高的用户粘性；
- 3) 用户数据：大数据时代，用户数据本身即是资源，数据积累越多，精准投放的效果就越好；因此数据的沉淀积累将构建公司的护城河，行业存在先发优势；
- 4) 广告主：能争取到广告主层面的更多预算投放，也是行业竞争的重要方面。因此，长期来看，掌握优质流量入口、营销技术实力过硬、用户数据积累深厚及广告主资源丰富的综合性效果广告服务商，有望引领广告营销和商品交易的行业未来。

### 3、吉宏股份：移动互联网时代的精准营销“带货人”

#### 3.1、创意为源，广告营销领域具有较强竞争力

公司围绕创意本源，从包装到互联网多维度实现广告营销的业务落地。吉宏股份董事长兼创始人庄总，早年主要从事创意设计工作，具备较强的创造思维和丰富营销经验。1996年创立吉宏股份前身厦门正奇广告公司，后在与部分快消品客户合作过程中，逐步将业务范围由单纯前端的产品外包装图案设计，拓展覆盖到后端的印刷和包装，并以包装业务为主体在2016年实现A股上市。2017年，公司在整合收购新三板企业易点天下过程中，发掘到互联网精准营销和出海电商领域的新机会，通过并购北京龙域之星和设立厦门吉客印，拓展互联网业务布局，也使公司一脉相承的创意设计营销基因，在快速发展中的移动互联网领域获得了落地。

图20：公司发展历程：围绕创意本源，实现广告营销在包装和互联网领域落地



资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司凭借创意营销优势切入快消品包装市场，为客户提供一站式包装服务方案。公司包装业务客户主要集中在高频消费品领域，如食品饮料、生活用纸、服装和连锁快餐等，核心客户包括伊利、恒安和肯德基、麦当劳等，客户分布广泛，资源众多。2018年9月开始，公司通过参股并最终完全收购安徽维致，切入QSR食品级环保纸包装领域。QSR (Quick-Service Restaurant) 包装被普遍认为是塑料餐盒的最佳替代，该产品一方面同样具备隔水、隔油等食品包装所需功能，另一方面相较塑料餐盒而言又具备可回收、易降解、环境危害小等优点。

在传统包装外探索增量市场，环保包装业务未来有望显著受益于限塑令推行。从国内政策来看，2008年第一版“限塑令”实施，2020年1月《关于进一步加强塑料污染治理的意见》颁布。意见指出，2020年底我国将率先在部分地区、部分领域禁止、限制部分塑料制品的生产、销售和使用；到2022年底，一次性塑料制品的消费量明显减少，替代产品得到推广；到2025年塑料制品生产、流通、消费和回收处置等环节的管理制度基本建立。从海外地区来看，已经有越来越多的国家加入了限塑和禁塑行列，美国、法国、德国等都出台了相关法律。在全球“限塑”政策收紧背景下，QSR包装作为外卖塑料餐盒的最佳替代，市场需求快速增长，也为公司带来了数量众多的订单，有望成为公司包装业务的重要增长驱动。

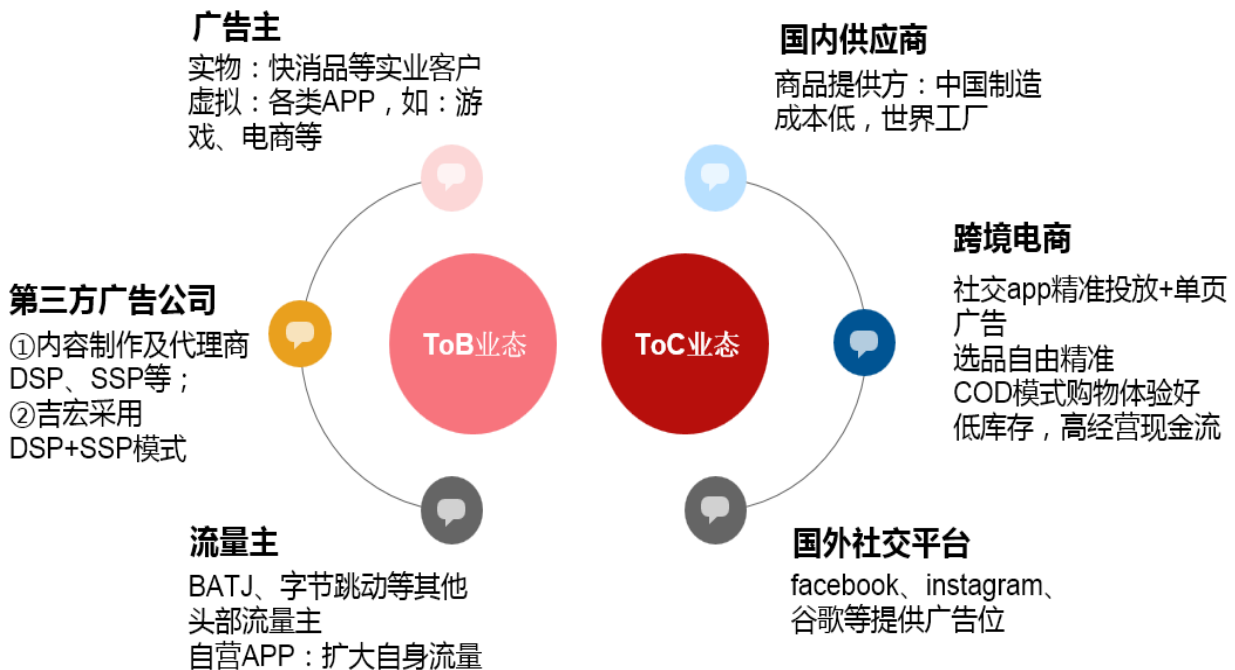
图21: 公司在传统包装外探索增量市场, 环保包装业务未来有望显著受益于限塑令推行



资料来源: 公司公告

上市以来, 公司通过自设+并购拓展互联网精准营销业务, 利润占比已超过 80%。公司的互联网精准营销业务可分为国内 To B 端的精准营销广告和国外 To C 端的精准营销跨境电商两部分。2017 年下半年, 公司孵化设立了厦门吉客印, 开启精准营销跨境电商业务, 具体商业模式为将国内供应商的优质产品设计为单页广告后, 在 Facebook 等海外社交网络渠道进行精准营销投放并完成商品销售。2018 年初, 公司收购北京龙域之星, 开启国内精准营销广告业务, 具体形式为承接上游广告主的广告投放需求, 通过精准算法匹配, 在下游流量池 (自有及外购) 进行投放, 以效果广告形式创造收入利润。2019 年, 公司精准营销 To B 和 To C 互联网业务的净利润贡献占比已达到 81%, 明显超过包装业务。目前, 公司定位已经从一站式包装服务公司, 升级为线上+线下的营销综合解决方案服务商。

图22: 公司互联网精准营销业务分为 To B 业态和 To C 业态

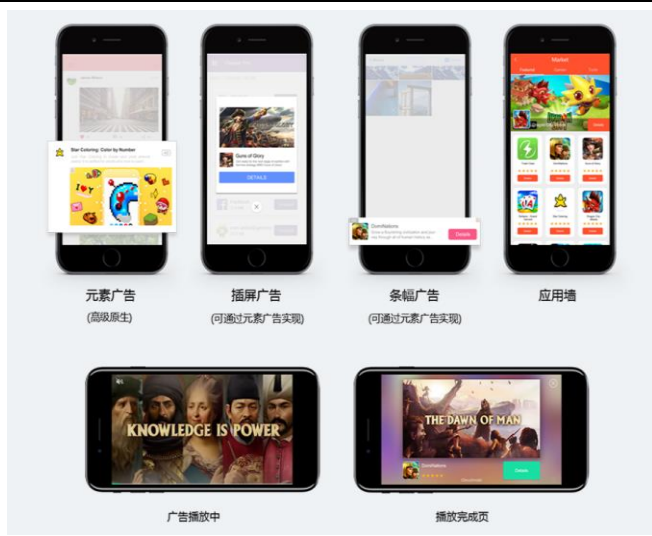


资料来源: 公司公告

### 3.2、互联网广告业务的 To B 端布局：DSP+SSP 打造营销闭环

并购切入互联网精准营销业务，DSP+SSP 布局构造完整闭环，核心广告主资源优质。2018 年 3 月，公司收购北京龙域之星切入互联网精准营销业务，通过整合移动端的优质流量和广告资源，搭建广告主和流量用户之间的广告服务系统，为客户提供全方位、高效率的移动广告流量交易服务和营销方案。从业务模式来看，公司在 DSP（Demand-Side Platform 需求方平台）和 SSP（Sell-side Platform 销售方平台）两端都有完整布局，在效果广告领域已具备较强竞争力。针对不同客户需求，公司也灵活采用插屏广告、条幅广告、应用墙等不同广告样式，收效显著。目前，公司已汇聚包括 BATJ、字节跳动、大众点评、拼多多在内的诸多合作伙伴，核心广告主客户资源优质，粘性突出。

图23：公司精准营销广告形式多样



资料来源：公司官网

图24：公司与字节系（头条、抖音、TikTok）合作紧密

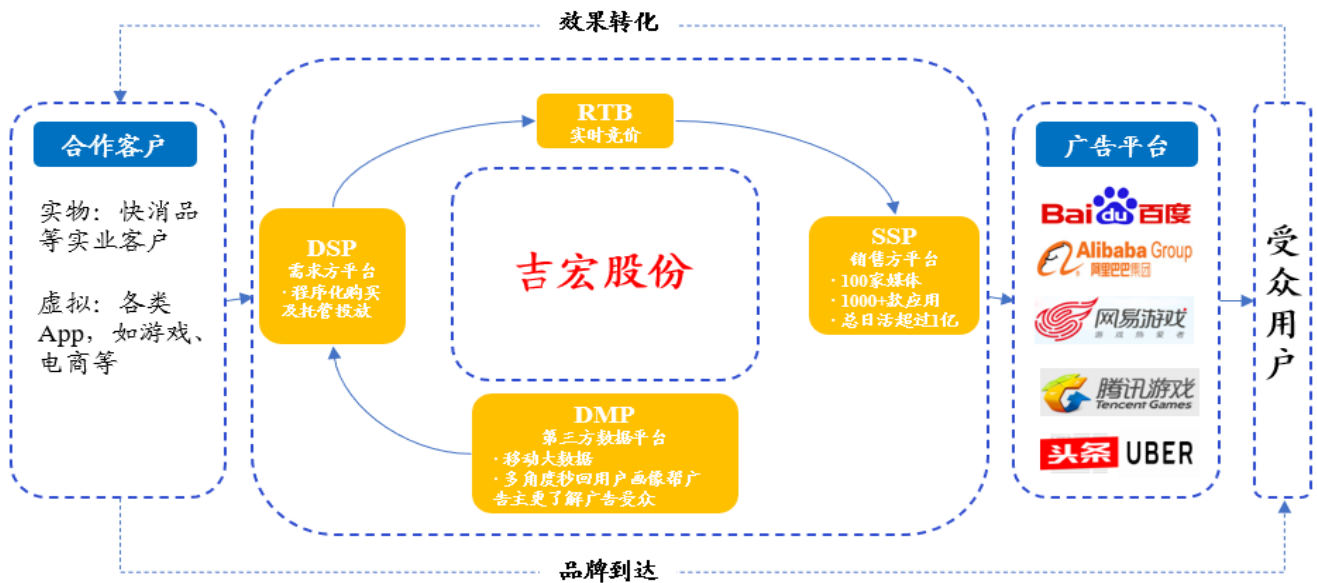


资料来源：公司官网、开源证券研究所

**DSP（需求方平台）：**对接上游广告主，为字节跳动、BATJ 等头部企业提供服务。字节跳动、阿里巴巴、腾讯、百度等流量巨头均为吉宏股份的上游广告主客户。如前文所述，尽管互联网巨头自有流量庞大，但并不能覆盖所有人群，且大部分流量已经售卖给广告主，因此，巨头仍然需要自有流量以外的资源去推广旗下产品，又要避免与其他巨头在同应用场景下的竞争。那么，在投入产出比同等条件下，吉宏股份等不存在核心利益冲突的第三方广告公司，就成为巨头最好的广告预算投放选择，也有利于降低成本和控制风险。

**SSP（销售方平台）：**聚合长尾流量，通过丰富自营 APP 多维拓展流量池。公司通过并购及自建，现已搭建完成实力突出的广告平台：包括超过 100+家媒体、1000+款应用、总日活超过 1 亿；同时，自主研发的 SDK 及精准投放技术，在为广告主实现精准投放、获取优质用户的同时，也为移动产品开发者带来最大化的变现收益。2018 年 11 月公司增资入股海洋纪元，后者通过多款互联网游戏产品涵盖移动端 iOS、安卓累计数百万用户。近 2 年来，公司通过自研 APP（健客资讯、美晴天气、美瘦计划等）、自研及代理发行游戏（夜游记、菲利滑板、木偶计划等）提供高性价比流量，促进流量转化和变现，进一步巩固了流量资源方面的优势。2020 年春节期间，受益于疫情带来的消费者居家时间延长，公司多款自研游戏 APP 下载量实现高速增长。此外，公司通过投资逗乐直播，入局直播行业网罗线上线下流量，进一步丰富了公司的流量池资源。

图25: 公司通过 DSP+SSP 构造完整业务闭环, 效果广告业务核心竞争力出众



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

公司通过完整业务闭环构建核心竞争力和话语权, 利润率高于一一般广告代理公司。吉宏股份已建立完备的精准营销技术手段, 汇聚优质品牌广告主资源和 SSP 平台流量资源, 为客户提供优质的精准营销服务, 构筑了竞争壁垒和面对互联网流量巨头的议价能力。这一竞争优势在财务上体现为优秀的毛利率水平: 行业内横向比较, 一般广告代理公司 (如佳云科技、木瓜移动) 只做简单的广告代理投放, 毛利率均不到 5%, 而具备完整业务闭环和综合营销服务能力企业, 依托对广告与流量的更高效匹配, 在效果广告结算模式下就能够实现 20% 以上的毛利率。2019 年, 吉宏股份 ToB 端广告业务毛利率达到 31.75%, 显著高于同行业的一般广告代理公司。

表1: 吉宏股份广告业务毛利率超过 30%

毛利率	2018	2019
吉宏股份广告业务	30.85%	31.75%
蓝色光标 (全案广告代理业务)	20.75%	20.76%
木瓜移动	4.38%	-
华扬联众 (互联网广告服务)	11.90%	11.75%
佳云科技 (互联网营销业务)	4.40%	4.70%

数据来源: Wind、开源证券研究所

### 3.3、互联网广告业务的 To C 端落地: 扬帆跨境电商蓝海

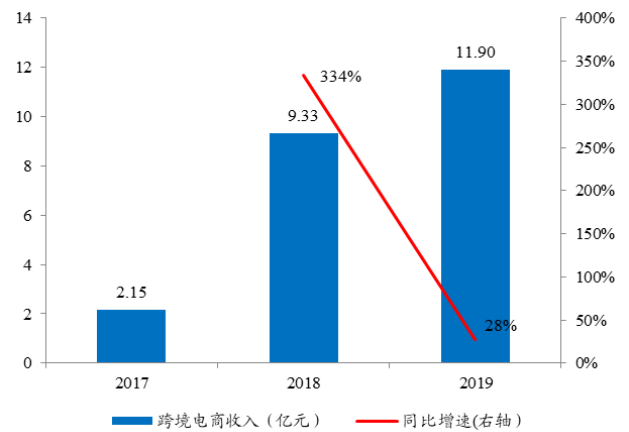
设立厦门吉客印布局跨境电商抢占蓝海市场, 商业模式创新、业绩表现优秀。2017 年 8 月公司设立厦门吉客印电商, 精准卡位台湾和东南亚市场, 以自建产品单页在海外社交网站精准投放并销售的创新商业模式, 拓展基于精准营销的跨境电商业务。自成立以来, 吉客印跨境电商业务规模持续增长, 盈利能力突出。2017 年, 公司电商营业收入还仅有 2.15 亿元, 2018 年迅速提升至 9.33 亿元, 2019 年则达到 11.90 亿元, 2017-2019 年营收复合增速高达 135%。2019 年, 公司电商业务毛利率达到 74%, 展现出较强的盈利能力。下文中, 我们将首先从市场、政策和模式三个层面介绍跨境电商行业概况, 并在此基础上进一步详细剖析吉宏跨境电商模式的核心竞争力。

图26: 公司通过自建产品单页进行跨境商品销售



资料来源: 公司产品单页

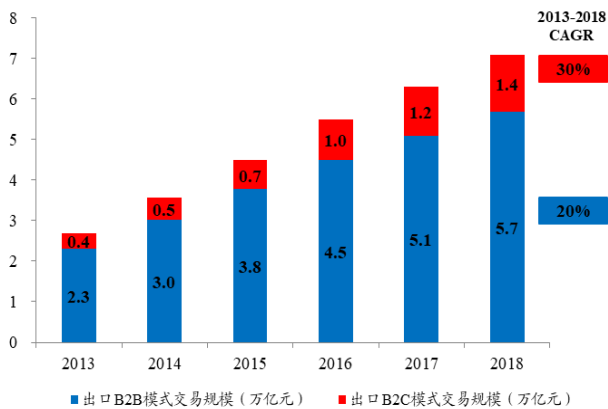
图27: 吉客印跨境电商收入连续实现高增长



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

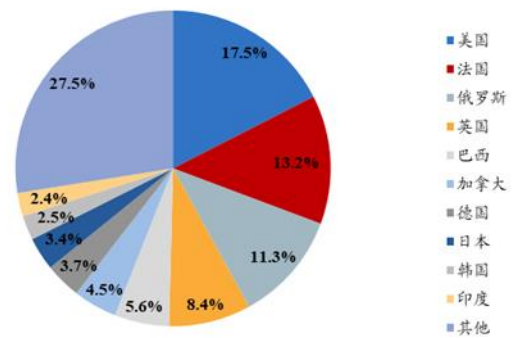
**市场层面: B2C 出口跨境电商市场规模持续增长, 新兴市场潜力大。**根据安克创新招股书数据, 我国出口跨境电商市场规模从 2013 年的 2.7 万亿元增加至 2018 年的 7.1 万亿元, 市场规模逐年增长。其中, 出口 B2C 模式规模 2018 年达 1.4 万亿, 2013-2018 年 CAGR 高达 30%, 高于 B2B 模式。根据电子商务研究中心数据, 2018 年中国出口跨境电商国家主要分布在美国 (17.5%)、法国 (13.2%)、英国 (8.4%) 等, 东南亚、中东、非洲等新兴市场占比仍较小。但值得注意的是, 随着新兴市场国家的互联网建设普及和消费者网络购物习惯养成, 这些新兴国家的跨境电商市场, 正展现出较大的开发和增长潜力。

图28: 出口跨境电商 (B2C 模式) 快速增长



数据来源: 安克创新招股说明书、开源证券研究所

图29: 跨境电商主要出口国集中在欧美市场 (2018)



数据来源: 中国电子商务研究中心、开源证券研究所

**政策层面: 东盟战略合作升级, 跨境电商行业东风劲吹。**一方面, 中国-东盟自贸区建立以来, 双边经济合作不断加深: 2020 年前 5 个月, 中国与东盟进出口规模增速显著高于同期外贸进出口整体增速。另一方面, 我国对跨境电商行业的政策支持力度在加大: 2020 年 5 月出台《关于支持贸易新业态发展的通知》, 拓宽贸易新业态结算渠道; 2020 年 7 月 1 日, 海关总署在北京、天津、南京等 10 个直属海关开展跨境电商出口监管试点, 有助于跨境电商实现优进优出。展望未来, 在“一带一路”战略推动下, 我国出口跨境电商行业有望持续快速发展, 东南亚是重要目标市场。

**表2: 跨境电商受国家政策支持力度较大, 有望持续快速发展**

文件名称	颁布部门	颁布时间	涉及内容
《关于跨境电子商务综合试验区零售出口货物税收政策的通知》	财政部、税务总局、商务部、海关总署	2018.09	对跨境电子商务综合试验区内的跨境电子商务零售出口企业未取得有效进货凭证的货物, 凡符合规定条件的, 出口免征增值税和消费税。
《关于支持贸易新业态发展的通知》	国家外汇管理局	2020.05	外汇局将拓宽贸易新业态结算渠道, 支持符合条件的银行凭交易电子信息办理外汇业务, 便利跨境电商出口业务资金结算, 跨境电商可将境外仓储、物流、税收等费用与出口货款轧差结算。
《关于开展跨境电子商务企业对企业出口监管试点的公告》	海关总署	2020.06	于7月1日起在北京、天津、南京等10个直属海关开展跨境电商出口监管试点, 我国跨境电商领域优进优出就此取得实质性进展。

资料来源: 海关总署、国家外汇管理局、税务总局、开源证券研究所

**模式层面: B2C 跨境电商业态模式百花齐放, 自建产品单页模式另辟蹊径。**一般来说, 出口跨境电商主要包括 B2B 和 B2C 两种模式, 其中 B2C 模式又可分为平台型和自营型。平台型 B2C (代表为亚马逊、eBay、Wish 和全球速卖通等四大巨头) 依靠用户规模积累、营销技术和物流优势, 占据了主要市场份额, 主要盈利模式包括会员费和交易佣金。自营型 B2C 则可细分为自建独立站模式 (代表如跨境通、环球易购)、第三方平台模式 (代表如通拓科技、安克创新等) 和自建产品单页模式 (代表为吉宏股份子公司厦门吉客印)。

**三种自营型 B2C 模式对比来看, 自建产品单页模式未来竞争格局相对较好。**原因在于: 未来随着消费人群向头部电商平台集中, 多数中小型自建平台生存空间将受到挤压; 依托第三方平台模式也面临地位不对等、平台流量向自营业务倾斜等问题。因此, 对于具备技术基础和营销能力的企业来说, 自建产品单页模式, 通过重点聚焦社交平台上单次流量消费的精准营销, 另辟蹊径避开了电商巨头竞争, 竞争格局和发展前景都要更好。

**表3: B2C 跨境电商业态模式百花齐放, 厦门吉客印采用自建单页模式, 避开电商巨头直接竞争**

模式	细分模式	代表公司	模式介绍	
B2C 模式	平台型	亚马逊、eBay、Wish、全球速卖通	开放平台开放的内容包括开放买家和卖家的数据、开放商品、店铺、交易、物流、评价、仓储、营销推广各环节和流程的业务; 其主要盈利模式包括会员费和交易佣金。	
	自营型	自建独立站	环球易购、兰亭集势、跨境通	公司对其经营的产品进行统一的生产或采购, 通过自有电商平台展示商品并支持在线交易, 通过物流配送将产品投放到最终消费者群体的行为。主要盈利模式为赚取购销差价。
		第三方平台	通拓科技、海翼股份、有棵树、安克创新、傲基科技	公司对其经营的产品进行统一的生产或采购, 通过 eBay、亚马逊等第三方电商平台展示商品并支持在线交易, 通过物流配送将产品投放到最终消费者群体的行为。主要盈利模式为赚取购销差价。
		自建产品单页	厦门吉客印	公司设立专业买手团队精挑细选出优质商品; 利用大数据分析市场状况、精准定位客户群体, 在 Facebook 等社交网站定向投放广告; 客户点击广告后被引流至公司自主开发的单页电商系统, 进行商品展示和销售; 通过物流配送将产品投放到最终消费者群体。主要盈利模式为赚取购销差价。

资料来源: 中国电子商务研究中心、公司公告、开源证券研究所



吉客印跨境电商模式流程包括定位选品、精准投放、产品单页销售和物流运输等。公司跨境电商业务立足于东南亚市场，其商业模式可分为四个主要流程：1) 根据目标消费人群特征，围绕用户需求，由专业买手团队精挑细选出附加值高且可复制性较弱的优质商品，在 1688 等批发平台采用集中委托和零散采购相结合的方式进行采购；2) 利用大数据分析目标市场和用户人群特征，对同一产品制定不同的页面设计和营销方案，以“千人千面”的逻辑在 Facebook 等社交网站进行智能化、自动化投放；3) 海外社交网络用户在观看并点击广告后，将打开针对性设计的产品单页，实现线上商品展示和销售；4) 用户产生订单后，公司向上游供应商采购，并统一配送至深圳仓，之后通过海外物流合作伙伴进行运输，至终端以货到付款方式进行结算；若客户拒签，则通过系统直接进行二次改派。此外，公司也针对东南亚市场设置了专业小语种客服团队，提供涵盖商品咨询、7 天无理由退货等完备售后服务。

图30: 吉客印跨境电商业务包括定位选品、精准投放、产品单页销售和物流运输等流程

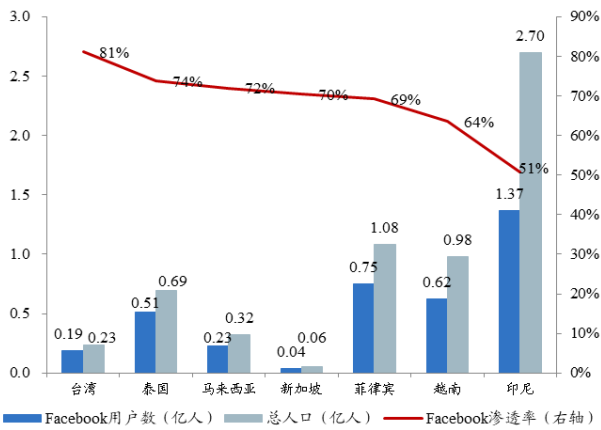


资料来源：公司公告

吉客印具备市场定位精准、选品独到、AI 算法精准分析和模式创新等四大竞争优势。

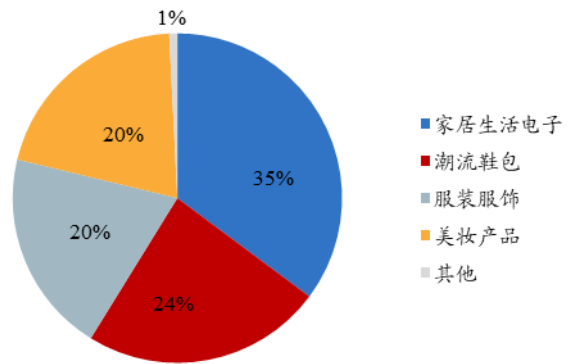
**1) 市场定位精准:** 东南亚地区电商渗透率还较低(新、马、泰等国均在 5%以下)，但经济发展水平和居民购买力并不差，且 Facebook 等社交平台渗透率很高，庞大的用户基数和较高使用粘性为社交电商购物崛起创造条件。根据谷歌市场调查测算，东南亚地区电商市场未来十年复合增速将在 30%以上。**2) 选品独到:** 公司建立专业买手团队结合大数据分析，选品以潮流鞋包(24%)、服装服饰(20%)、美妆产品(20%)等非标品为主，特征是价格透明度低(这是公司能实现 75%左右高毛利率的重要前提)，也具备爆款打造潜力。**3) 精准营销:** 较早进入目标市场累计了丰富用户数据(包括年龄、性别、搜索偏好等消费者特质标签)，结合 AI 算法不断迭代优化；营销转化效率的提升，带来的直接结果是销售费用率下降(体现为 CPM 模式下单个成交客户的广告费成本优势)和净利率提升，因此核心竞争壁垒会越做越深。**4) 模式方面:** 自建产品单页销售结合货到付款模式，有效提升了客户签收率(目前已达到 85-90%，行业平均为 75%左右)；多达数百人的泰语、越南语等小语种客服团队，提供优质售后服务。

图31: 公司目标市场 Facebook 渗透率较高



数据来源: NapoleonCat、开源证券研究所

图32: 选品以家居生活、潮流鞋包服饰为主 (2019H1)



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图33: 吉客印具备市场定位精准、选品独到、用户数据精准分析和销售模式创新等四大竞争优势



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

相较于平台型跨境电商，吉客印突出优势为模式轻、低库存，现金流好。一般而言，平台型跨境电商以自有零售渠道为主，采用以买断为主的经营模式，资产较重，同时存在较大的库存风险（2019年行业内部分上市公司出现净利润亏损，主要原因就是存货滞销、计提大额存货跌价准备）。相较而言，吉客印的跨境电商单页销售模式，先有客户订单信息再向供应商采购，无需提前做大量商品储备，模式较轻，库存小（2019年公司电商业务营收11.9亿，库存仅约四千万，库销比不到4%，远低于平台型电商），盈利质量高。此外，To C端的销售以及货到付款的方式（物流合作商账期在15天之内），保障了现金流的稳定。因此，虽然和同行业公司相比，目前吉客印的收入规模仍较小，但公司的盈利能力（2018年净利率为11.25%，跨境电商行业另几家公司净利率在2%-8%不等）和盈利质量显著优于平台型公司。

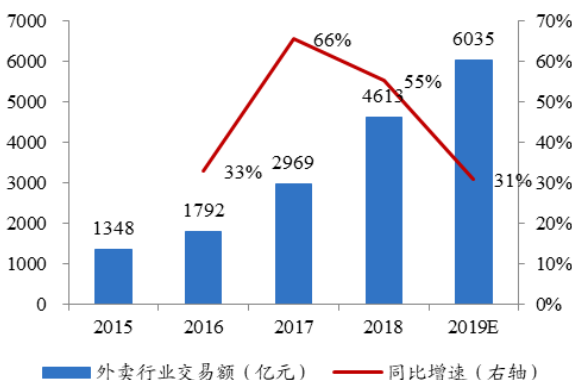
**表4: 吉客印收入规模与同业公司相比较小, 但是盈利能力较强**

公司名称	公司简介	销售方式	2018 年营收 (亿元)	2018 年净利润 (亿元)	2018 年净利率
吉客印	2017 年设立, 为吉宏股份子公司。设立专业买手团队选出优质商品, 精准定位客户群体, 在社交网站定向投放广告, 并通过自建产品单页进行商品展示和销售, 通过海外物流配送至终端消费者, 以货到付款模式结算。	自建产品单页	9.33	1.05	11.25%
安克创新	成立于 2011 年, 主要从事智能移动周边产品、智能生活及计算机的研发和销售。线上主要通过亚马逊、eBay、天猫等国内外线上 B2C 平台销售产品, 线下主要通过沃尔玛、百思买、塔吉特等渠道。公司于 2019 年 4 月提交创业板上市申请。	第三方电商平台 (线下为辅)	52.32	4.27	8.16%
傲基科技	成立于 2010 年, 主要从事自主品牌科技消费品的研发、设计和销售。傲基科技在 3C 数码、电动工具、智能家电、家居及大健康品类等领域打造了多个知名品牌, 主要通过亚马逊、eBay、Wish、Shopee 等第三方平台和自营平台销往全球。	第三方电商平台 (自营平台为辅)	51.08	1.99	3.89%
跨境通	公司 2011 年上市, 2014 年通过重大资产重组进入跨境电商行业。公司跨境电商业务以自有跨境电商零售渠道 (ZAFUL、Gearbest) 为主, 第三方跨境电商渠道 (Amazon、eBay、AliExpress 等) 为辅。	自有电商平台 (第三方电商平台为辅)	215.34	6.23	2.89%

资料来源: 安克创新招股说明书、傲基科技招股说明书、Wind、开源证券研究所

#### 4、看点与展望: 以精准营销为核心, 构建商业生态布局

**包装业务: 国内外限塑令颁布驱动环保包装需求, 海量快消品消费者资源创造营销业务协同空间。** 外卖行业飞速发展产生包装需求, 而在全球限塑趋势下, 环保纸包装作为塑料替代品, 有望迎来发展机遇, 根据我们测算, 国内环保餐盒潜在市场规模超过 200 亿元。此外, 相较于 A 股包装行业其他上市公司而言, 吉宏股份包装业务主营快消品, 具备使用频次高、受众面广且更加贴近消费者日常生活等特点。海量快消品消费者资源 (快消品外包装本身即是潜在的流量入口), 也为公司在互联网营销领域的拓展和业务协同创造了条件。

**图34: 外卖行业增长较快**


数据来源: Trustdata、前瞻产业研究院、开源证券研究所

**图35: “限塑令”升级, 环保食品包装需求增加**


资料来源: 新浪网

**广告营销：5G、云游戏等推动广告形式革新，短视频、直播、互动游戏成为新的增长方向。**在新技术、5G商业化发展背景下，技术升级推动广告形式变革。从用户端来看，近年来用户使用习惯从图文向音频视频转变趋势明显，短视频广告规模增长迅猛，直播、互动游戏等广告形式也成为互联网广告的新增长点。公司在2019年8月开始把广告营销形式由传统图文重点转向短视频形式，呈现出更多的互动方式：除了向已有游戏客户包括阿里游戏、好玩咖等提供服务外，公司在自研游戏推广方面也重点投入，推出了多个爆款小游戏产品。2020年投资逗乐直播，入局国内直播行业：通过在抖音、快手等头部短视频平台开展直播业务，与MCN机构合作，试水私域流量运营，同时发挥公司特有供应链资源和智能化选品经验，向上游定制高性价比商品，与所投资公司的中腰部网红资源优势互补，进一步增强公司竞争力。

图36：公司广告营销形式由传统图文重点转向短视频形式，同时增加自研游戏和直播领域布局



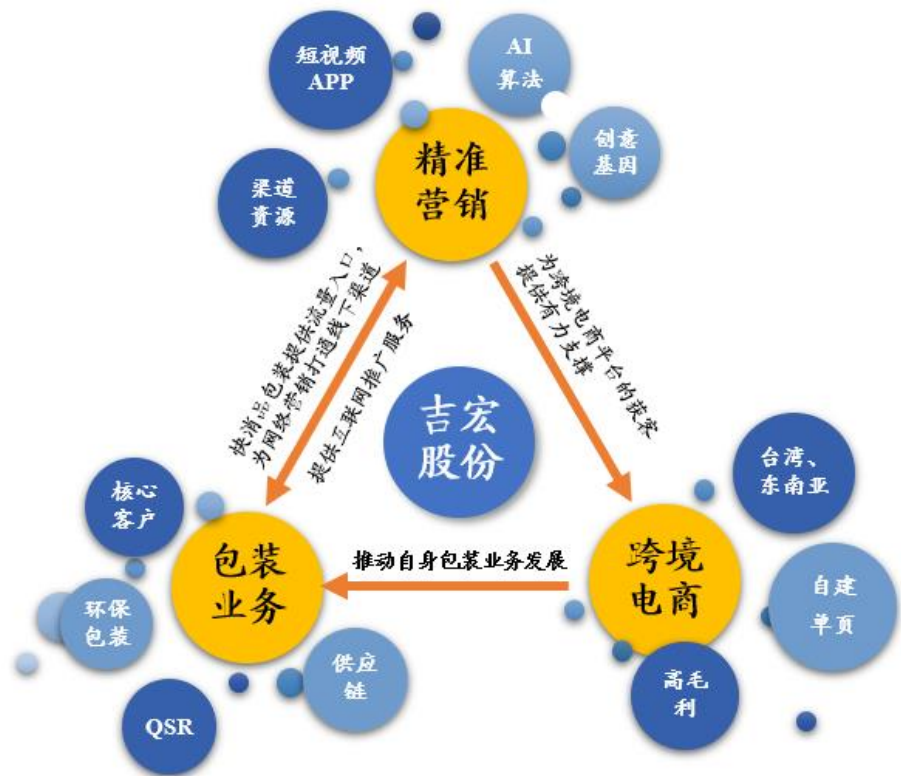
资料来源：公司公告

**跨境电商：海外疫情催生“宅经济”，用户消费渠道变化驱动电商业务持续增长。**2020年二季度，新冠疫情在海外蔓延扩散，受此影响，海外消费者的生活购物行为也发生了从线下向线上的转变，为公司跨境电商业务带来重大发展机会。公司一方面根据用户消费特征不断调整选品策略，结合国内丰富的制造业产能资源，在疫情背景下有效满足了海外消费者的物资需求，二季度吉客印平台订单量大幅提升：4月份单日单量达到2.5万单，5月份突破了3万单，6月份继续保持增长；另一方面，公司也灵活调整运输方式，依托行业头部地位获得的物流伙伴资源，有效保障了海外商品运输，2020年二季度跨境电商业务实现大幅增长。值得注意的是，尽管近期东南亚地区疫情已明显缓和，但吉客印平台订单数量并未回落，疫情带来了用户的有效沉淀。长期来看，东南亚地区电商行业红利还远未到头，随着当地用户的线上消费习惯在疫情期间得到培育，叠加公司在区域内更多市场进行开拓发展，有望共同推动公司跨境电商业务的持续增长。

公司以创意为源，“互联网+包装”融合发展，业务之间存在协同效应。1) “一物一码+区块链”营销模式将互联网和包装业务的客户、广告主资源有机结合。利用快消产品包装提供流量入口，帮助广告客户进行品牌推广和渠道下沉，为品牌客户提

供基于一物一码的营销、溯源、分销集成方案；同时以可变二维码为桥梁，深圳吉链区块链技术支持，助力包装客户做全方位营销活动，为促销活动接入线上的流量资源，提升品牌客户的快消品销量，有助于提升公司包装业务竞争力。2) 互联网业务 To B 端的精准营销技术为跨境电商业务的目标用户特征分析和产品广告精准投放提供技术支持。3) 跨境电商产品采购端与公司包装业务主要客户快消产品存在协同发展空间，商品运输环节的外包装需求在优化资源配置后可推动公司自身包装业务发展。目前，公司在快消环保包装、互联网精准营销和跨境电商等业务领域均已有成熟布局，业务间协同效应突出，融合发展前景值得关注。

图37: 公司快消包装和互联网业务（精准营销+跨境电商）协同发展



资料来源：公司公告

## 5、盈利预测与估值

### 5.1、关键假设

- (1) 互联网业务保持较快增长：精准营销赋能，跨境电商有效变现；
- (2) 包装业务发展稳健：限塑令带来环保包装需求提升；
- (3) 盈利能力稳中有升：互联网业务保持高毛利率；规模效应驱动费用控制改善。

### 5.2、盈利预测与估值

公司是以精准营销为核心的互联网综合解决方案提供商。我们认为，移动互联网时代，技术进步驱动广告形式革新和商品交易模式重塑，以精准营销为核心的效果广告是发展方向。公司围绕创意本源，在包装与互联网领域（广告和跨境电商）实现精准营销的变现落地，核心竞争力与成长潜力突出。

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 5.11/7.33/10.28 亿元，对应 EPS 为 1.35/1.94/2.72 元，当前股价对应 PE 为 19/14/10 倍。公司作为东南亚效果广告电商龙头，近年来业绩保持快速增长，成长具有较强持续性和确定性。参考目前跨境电商行业整体估值水平（对应 2020 年约 35 倍 PE），结合公司突出的成长性（2020 年预计净利润增速为 56%，估值仅为 19.4 倍，PEG=0.34），我们认为目前公司价值被明显低估。

首次覆盖，给予“买入”评级。

## 6、风险提示

- 1) 包装业务原材料价格上涨风险，限塑令变动风险；
- 2) 精准营销业务上游广告主预算减少风险；
- 3) 跨境电商业务政策风险、东南亚市场竞争加剧、广告费用提升等。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	922	1594	2068	2541	3586
现金	281	488	675	847	1538
应收票据及应收账款	346	457	626	810	1025
其他应收款	24	29	43	53	70
预付账款	34	53	65	92	109
存货	206	244	335	417	522
其他流动资产	31	323	323	323	323
<b>非流动资产</b>	666	846	1124	1411	1647
长期投资	37	14	-8	-29	-51
固定资产	369	448	737	1025	1271
无形资产	90	104	117	130	144
其他非流动资产	170	279	278	286	283
<b>资产总计</b>	1588	2439	3192	3952	5233
<b>流动负债</b>	814	920	1164	1246	1553
短期借款	260	350	350	350	350
应付票据及应付账款	342	396	554	678	860
其他流动负债	212	175	261	218	344
<b>非流动负债</b>	57	68	66	63	59
长期借款	0	26	24	21	17
其他非流动负债	57	43	43	43	43
<b>负债合计</b>	871	988	1230	1310	1612
少数股东权益	29	44	65	88	120
股本	197	223	378	378	378
资本公积	50	522	366	366	366
留存收益	440	668	1069	1652	2459
<b>归属母公司股东权益</b>	688	1407	1896	2554	3500
负债和股东权益	1588	2439	3192	3952	5233

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	257	317	590	661	1181
净利润	228	346	533	756	1060
折旧摊销	47	73	68	105	145
财务费用	23	24	26	32	36
投资损失	-11	-3	-27	-12	-12
营运资金变动	-55	-131	-9	-221	-47
其他经营现金流	24	7	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-51	-636	-319	-381	-368
资本支出	39	210	300	309	257
长期投资	37	-3	22	24	22
其他投资现金流	24	-428	2	-48	-90
<b>筹资活动现金流</b>	-67	404	-83	-109	-122
短期借款	-38	90	0	0	0
长期借款	0	26	-2	-3	-4
普通股增加	81	25	156	0	0
资本公积增加	-95	472	-156	0	0
其他筹资现金流	-14	-208	-81	-106	-118
<b>现金净增加额</b>	141	87	188	171	691

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	2269	3009	4061	5386	6882
营业成本	1292	1703	2191	2843	3549
营业税金及附加	9	11	15	20	26
营业费用	600	733	1080	1422	1803
管理费用	59	98	130	167	206
研发费用	35	64	81	108	138
财务费用	23	24	26	32	36
资产减值损失	10	-8	0	0	0
其他收益	1	12	20	25	30
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	11	3	27	12	12
资产处置收益	-0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	253	379	585	831	1166
营业外收入	8	6	6	6	6
营业外支出	3	3	3	3	3
<b>利润总额</b>	257	382	587	833	1168
所得税	29	35	54	77	108
<b>净利润</b>	228	346	533	756	1060
少数股东损益	15	20	21	23	32
<b>归母净利润</b>	213	326	511	733	1028
EBITDA	312	463	659	937	1299
EPS(元)	0.56	0.86	1.35	1.94	2.72

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	100.3	32.6	34.9	32.6	27.8
营业利润(%)	170.2	50.0	54.1	42.1	40.3
归属于母公司净利润(%)	166.3	53.1	56.8	43.4	40.2
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	43.1	43.4	46.1	47.2	48.4
净利率(%)	9.4	10.8	12.6	13.6	14.9
ROE(%)	31.8	23.9	27.2	28.6	29.3
ROIC(%)	23.1	19.0	23.2	25.4	26.8
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	54.8	40.5	38.5	33.1	30.8
净负债比率(%)	6.9	-2.5	-13.2	-16.4	-31.1
流动比率	1.1	1.7	1.8	2.0	2.3
速动比率	0.8	1.4	1.4	1.6	1.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.7	1.5	1.4	1.5	1.5
应收账款周转率	8.2	7.5	7.5	7.5	7.5
应付账款周转率	4.4	4.6	4.6	4.6	4.6
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.56	0.86	1.35	1.94	2.72
每股经营现金流(最新摊薄)	0.68	0.84	1.56	1.75	3.12
每股净资产(最新摊薄)	1.82	3.72	5.01	6.75	9.25
<b>估值比率</b>					
P/E	46.6	30.5	19.4	13.6	9.7
P/B	14.5	7.1	5.2	3.9	2.8
EV/EBITDA	32.1	20.9	14.4	9.9	6.7

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。



## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

## 开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835