吉宏股份（002803） 包装印刷/轻工制造

发布时间：2019-05-21

证券研究报告 / 公司点评报告

伴随客户快速成长，快消品包装入口优势继续加强

买入

上次评级：买入

事件：

美东时间 5 月 17 日，瑞幸咖啡在纳斯达克正式牌交易，本次 IPO 共计发行 3300 万股，发行定价为 17 美元。瑞幸咖啡为国内第二大咖啡品牌，2018 年共计销售 9000 万件，截止 2019 年 3 月底共拥有自有门店 2370 家，累计服务客户 1680 万人次。

点评：

瑞幸咖啡上市，有望继续快速扩张。根据瑞幸咖啡招股说明书，其 IPO 募集资金将用于和路易达孚的合作，其中包括：店铺网络的扩张，客流获取，研究与开发，销售与市场宣传，投资建设信息化设备等项目。未来，路易达孚将和瑞幸咖啡合作建设咖啡烘焙工厂，路易达孚是世界第三及法国第一粮食输出商，合作建设烘焙工厂将有助于瑞幸咖啡切入咖啡产业链上游，进一步降低成本提升竞争力，瑞幸咖啡有望继续快速扩张。

跟随瑞幸成长，彰显公司超强的制造反应能力、下游快消品包装资源进一步积累。瑞幸咖啡自成立以来，保持极高的扩张速度，店铺数量由 2017 年底的 9 家店迅速扩张至 19Q1 的 2370 家店，月产品平均销售由 17Q4 的 0.86 万件，增长至 19Q1 的 1627.58 万件；其中现煮饮料产品月平均销售由 17Q4 的 0.80 万件，增长至 19Q1 的 1307.72 万件。伴随着瑞幸的快速扩张，公司逐渐成为其纸袋和纸盒的核心供应商，彰显了公司极强的制造反应能力。并且，瑞幸咖啡产品销量的快速增长，使得公司下游快消品包装资源优势进一步增强。

公司跨境电商业务主要在东南亚，不受贸易战影响。公司 2018 年跨境电商业务实现营收 9.33 亿元，营收占比为 41.12%。公司跨境电商业务的主要开展地为中国台湾、日本、中国香港多个国家或地区。

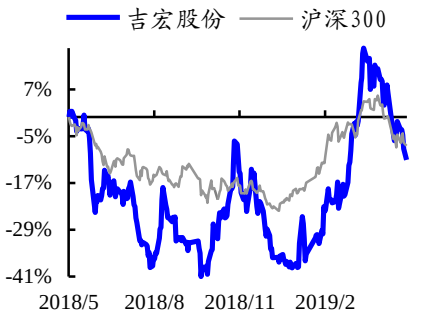
盈利预测与估值：预计公司 19-21 年 EPS 分别为 1.31、1.76、2.31 元，对应 PE 分别为 16X、12X、9X。维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格大幅上涨，业务拓展不及预期。

财务摘要（百万元）	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,133	2,269	3,096	4,196	5,532
(+/-)%	98.74%	100.34%	36.45%	35.53%	31.84%
归属母公司净利润	80	213	292	391	514
(+/-)%	86.14%	166.35%	36.99%	33.90%	31.42%
每股收益（元）	0.36	0.96	1.31	1.76	2.31
市盈率	125.68	15.40	15.66	11.69	8.90
市净率	20.02	4.77	4.67	3.34	2.43
净资产收益率(%)	15.93%	30.99%	29.82%	28.54%	27.27%
股息收益率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本（百万股）	116	197	223	223	223

股票数据	2019/5/20
6 个月目标价（元）	29.62
收盘价（元）	20.54
12 个月股价区间(元)	13.90 ~ 42.30
总市值（百万元）	4,572
总股本（百万股）	223
A 股（百万股）	223
B 股/H 股（百万股）	0/0
日均成交量（百万股）	2

历史收益率曲线



涨跌幅（%）	1M	3M	12M
绝对收益	-21%	16%	-11%
相对收益	-9%	11%	-4%

相关报告

《吉宏股份(002803)：互联网业务快速增长，业绩符合预期》--20190430

《吉宏股份（002803）：双主业快速增长，业绩符合预期》--20190429

《互联网赋能，“包装”龙头宏图大展》--20190218

《【东北中小盘 新能源汽车】恩捷股份：与 LG 化学签订 5 年 6.17 亿美元合同，全球龙头地位稳固》--20190520

证券分析师：唐凯
执业证书编号：S0550516120001
Tangkai@nesc.cn

联系人：张兆函
执业证书编号：S0550118100011
zhanzh_6601@nesc.cn

表 1: 瑞幸咖啡门店数量

	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1
快取店	4	83	356	903	1811	2163
悠享店	5	15	22	45	86	109
外卖厨房店	0	192	246	241	176	98
总计	9	290	624	1189	2073	2370

数据来源：瑞幸咖啡招股说明书，东北证券

表 2: 瑞幸咖啡产品销售数量

	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1
月平均客数（万人）	0.40	17.95	120.76	18.77	43.26	44.02
月平均销售（万件）	0.86	48.75	400.10	776.03	1764.51	1627.58
现煮饮料（万件）	0.80	45.17	374.37	622.04	1341.88	1307.72
其他产品（万件）	0.05	3.58	25.73	153.99	422.64	319.86

数据来源：瑞幸咖啡招股说明书，东北证券

公司跨境电商业务主要在东南亚，不受贸易战影响。公司 2018 年跨境电商业务实现营收 9.33 亿元，营收占比为 41.12%。公司跨境电商业务的主要开展地为中国台湾、日本、中国香港、中东、东南亚等多个国家或地区，预计其中港台占比约 50%，泰国占比 20%，新马占比 15%，日韩占比 10%，中东占比 5%，跨境电商业务不受贸易战影响。

一体两翼，互联网+包装快速增长。（一）包装：公司安徽维致 67%股份目前已收购完成，安徽维致主要客户为肯德基、麦当劳、永和大王等国内外知名的连锁餐饮品牌，是国内 QSR 食品包装的龙头企业之一。同时，公司定增项目为在孝感、廊坊、厦门三地的 QSR 包装基地，投产后公司将进一步巩固在 QSR 食品级包装的领导地位。**（二）互联网：1. 跨境电商：**公司倚靠精准的客户定位和产品推 广，通过专业稳定的运营管理团队，运用数据 AI 算法精准运营优势，实现了业务的快速增长。另外，公司当前在台湾、日本、深圳、香港、美国等地均设有供应仓储服务体系，在保证为客户提供优质高效购物体验的基础上，不断强化对各个地区市场的快速应变和服务能力。**2. 精准营销：**公司利用大数据分析体系以及自身搭建的智能原生广告平台，根据不同场景模式，对广告主提供的原生广告方案，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。公司包装业务和互联网业务核心竞争力强，有望持续高速增长。

壁垒高企，融合可期。公司未来将通过二维码营销，将线上广告资源和线下包装资源进行有机结合，业务有望实现快速增长。我们认为二维码营销业务壁垒极高：需要拥有：1. 种类丰富、触及终端消费者面广的线下产品资源；2. 极强的广告营销能力，拥有设计出适合在不同使用场景、产品的营销设计能力。公司在收购安徽维致、定增项目投产后，将成为国内 QSR 包装的龙头企业，产品覆盖终端消费者极广；公司广告营销能力强，有望将传统线上广告主发展成为线下广告主。因此，我们认为二维码营销壁垒高企，极难复制。公司竞争优势强，当前已与网易考拉、达利园达成合作，模式跑通后将有望形成示范效应，营收持续高速增长可期。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	281	599	996	1,543
交易性金融资产	0	0	0	0
应收款项	346	356	460	530
存货	206	264	358	471
其他流动资产	89	110	138	172
流动资产合计	**922**	**1,329**	**1,952**	**2,716**
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期投资净额	37	37	37	37
固定资产	369	440	485	571
无形资产	90	90	90	90
商誉	145	145	145	145
非流动资产合计	**666**	**737**	**782**	**868**
资产总计	**1,588**	**2,066**	**2,734**	**3,585**
短期借款	260	260	260	260
应付款项	342	440	597	785
预收款项	11	15	21	28
一年内到期的非流动负债	22	22	22	22
流动负债合计	**814**	**978**	**1,226**	**1,524**
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	57	57	57	57
长期负债合计	**57**	**57**	**57**	**57**
负债合计	**871**	**1,035**	**1,283**	**1,581**
归属于母公司股东权益合计	688	979	1,370	1,884
少数股东权益	29	51	81	120
负债和股东权益总计	**1,588**	**2,066**	**2,734**	**3,585**

利润表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	**2,269**	**3,096**	**4,196**	**5,532**
营业成本	1,292	1,785	2,421	3,185
营业税金及附加	9	13	17	23
资产减值损失	10	0	0	0
销售费用	600	836	1,133	1,494
管理费用	59	77	105	138
财务费用	23	0	0	0
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	11	12	15	17
营业利润	**253**	**354**	**473**	**627**
营业外收支净额	4	3	5	1
利润总额	**257**	**357**	**478**	**628**
所得税	29	43	57	75
净利润	228	314	420	553
归属于母公司净利润	**213**	**292**	**391**	**514**
少数股东损益	15	22	29	39

现金流量表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	**228**	**314**	**420**	**553**
资产减值准备	10	0	0	0
折旧及摊销	47	50	58	69
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	30	0	0	0
投资损失	-11	-12	-15	-17
运营资本变动	-55	76	22	80
其他	6	-3	-5	-1
经营活动净现金流量	**257**	**425**	**481**	**683**
投资活动净现金流量	**-51**	**-106**	**-84**	**-137**
融资活动净现金流量	**-67**	**-1**	**0**	**0**
企业自由现金流	**213**	**154**	**337**	**366**

财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
每股指标				
每股收益（元）	0.96	1.31	1.76	2.31
每股净资产（元）	3.09	4.40	6.16	8.46
每股经营性现金流量（元）	1.15	1.91	2.16	3.07
成长性指标				
营业收入增长率	100.34%	36.45%	35.53%	31.84%
净利润增长率	166.35%	36.99%	33.90%	31.42%
盈利能力指标				
毛利率	43.06%	42.34%	42.30%	42.43%
净利润率	9.39%	9.43%	9.32%	9.29%
运营效率指标				
应收账款周转率（次）	44.25	42.00	40.00	35.00
存货周转率（次）	53.47	54.00	54.00	54.00
偿债能力指标				
资产负债率	54.85%	50.12%	46.93%	44.10%
流动比率	1.13	1.36	1.59	1.78
速动比率	0.84	1.03	1.24	1.41
费用率指标				
销售费用率	26.43%	27.00%	27.00%	27.00%
管理费用率	2.61%	2.50%	2.50%	2.50%
财务费用率	1.00%	0.00%	0.00%	0.00%
分红指标				
分红比例	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
股息收益率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
估值指标				
P/E（倍）	15.40	15.66	11.69	8.90
P/B（倍）	4.77	4.67	3.34	2.43
P/S（倍）	1.79	1.48	1.09	0.83
净资产收益率	30.99%	29.82%	28.54%	27.27%

资料来源：东北证券

分析师简介:

唐凯，4年证券从业经验，并拥有多年管理咨询行业从业经历，现任轻工制造行业分析师。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险（R3）等级金融产品及服务，包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票投资评级说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15%以上。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。
	减持	在未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15%以上。
行业投资评级说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

网址：http://www.nesc.cn 电话：400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市南山区大冲商务中心 1 栋 2 号楼 24D	518000

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
华东地区机构销售			
阮敏（副总监）	021-20361121	13564972909	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13956071185	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
孙斯雅	021-20361121	18516562656	sunsiya@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航（总监）	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
颜玮	010-58034565	18601018177	yanwei@nesc.cn
安昊宁	010-58034561	18600646766	anhn@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇（副总监）	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
林钰乔	0755-33975865	13662669201	linyq@nesc.cn
周逸群	0755-33975865	18682251183	zhouyq@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn