

投资评级 优于大市 首次覆盖

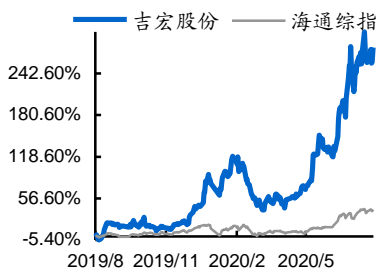
跨境电商爆发增长，环保包装快速放量

股票数据

08月28日收盘价(元)	46.40
52周股价波动(元)	18.10-46.90
总股本/流通A股(百万股)	378/278
总市值/流通市值(百万元)	17558/12883

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	7.6	66.1	118.0
相对涨幅(%)	7.0	50.9	97.5

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 衣植永

Tel: (021) 23212208

Email: yzy12003@htsec.com

证书: S0850517100004

分析师: 赵洋

Tel: (021) 23154126

Email: zy10340@htsec.com

证书: S0850517100001

联系人: 柳文韬

Tel: (021) 23219389

Email: lwt13065@htsec.com

投资要点:

● **事件:** 公司公布20年中报, 上半年公司实现收入19.2亿元, 同比增长37.4%, 实现归母净利润2.6亿元, 同比增长74.3%, 扣非后净利润为2.5亿元, 同比增长76.1%; Q2单季度实现收入12.7亿元, 同比增长75.2%, 实现净利润1.8亿元, 同比增长144.6%。

● **跨境电商爆发增长, 环保包装快速放量:** 公司上半年业绩靓丽, 其中跨境电商业务贡献主要增量, 包装业务中环保包装快速放量, 精准营销由于疫情广告主预算收紧有所下滑。

➢ **跨境电商:** 上半年实现收入10.9亿元, 同比增长96.6%, 实现净利润1.7亿元, 同比增长122.8%, 海外疫情刺激线上需求爆发, 公司具备市场敏锐度及快速响应能力, 及时调整产品品类和重点销售区域, 进行精益管控提升产品签收率、降低退货率。

➢ **精准营销:** 上半年实现收入1.8亿元, 同比减少23.1%, 实现净利润5468万元, 同比减少11.6%, 由于疫情期间出现广告主预算收紧、投放需求下滑、回款缓慢等现象, 公司主动停止部分非直接客户的合作, 集中优势资源服务优质客户。

➢ **包装业务:** 上半年实现收入6.3亿元, 同比增长4.6%, 实现净利润4034万元, 其中环保包装业务收入1.7亿元, 同比增长118.0%, 受益于国内外限塑令的推进, 公司QSR环保包装收入快速增长。

● **毛利率大幅提升, 销售费用有所上涨:** 公司上半年毛利率为54.7%, 同比提升11.77pct, 其中互联网业务毛利率提升9.04pct, 包装业务毛利率提升3.89pct, 互联网业务由于高毛利率的跨境电商业务比例提升导致, 包装业务则是由于盈利能力较好的环保包装业务放量导致; 费用方面, 销售费用率34.2% (同比+9.88pct), 主要由于电商业务物流费、广告费提升导致, 管理费用率2.6% (同比-0.81pct), 研发费用率1.6% (同比-0.17pct), 财务费用率0.3% (同比-0.67pct)。

● **跨境电商保持高盈利, 长期成长可期:** 电商业务在Q2订单实现大幅增长, 公司在疫情背景下, 抓住机遇凭借产业布局和供应链能力, 通过多种方式保障物流配送提升消费体验; 此外公司电商业务保持高盈利性 (上半年净利率15.2%), 我们认为较高的盈利性反映出吉客印在产品定位、运营管理、以及精准算法等方面的竞争优势; 此外, 东南亚电商市场处于发展初期, 具有巨大的提升空间, 叠加东南亚电商巨大的空间、以及网购普及率提升, 我们认为公司跨境电商业务长期仍将保持较快的增长态势。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2269	3009	4370	5444	6689
(+/-)YoY(%)	100.3%	32.6%	45.2%	24.6%	22.9%
净利润(百万元)	213	326	526	666	842
(+/-)YoY(%)	166.3%	53.1%	61.3%	26.6%	26.5%
全面摊薄EPS(元)	0.56	0.86	1.39	1.76	2.23
毛利率(%)	43.1%	43.4%	53.1%	53.2%	53.5%
净资产收益率(%)	31.0%	23.2%	27.2%	25.6%	24.5%

资料来源: 公司年报(2018-2019), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

- **限塑令执行愈发严格，利好公司环保包装快速放量：**国内 20 年 1 月公布限塑令，其中对于塑料吸管、塑料餐具、塑料包装袋等有具体时间逐步退出使用，公司 2018 年开始通过并购及非公开发行股票实施募投项目方式布局的环保食品包装已初显效益，上半年子公司宁夏吉宏环保包装已投入试生产，未来孝感、廊坊环保包装产能也将逐步投产，在限塑愈发严厉背景下，上半年公司环保包装实现翻倍以上增长，我们判断未来有望持续快速放量。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 20-21 年净利润为 5.3 亿、6.7 亿元，同比增长 61.3%、26.6%，8 月 28 日收盘价对应 20-21 年 PE 为 33 倍、26 倍，考虑到公司跨境电商的高成长高盈利性，我们给予公司 20 年 33-35 倍 PE 估值，合理价值区间为 45.87~48.65 元，给予“优大于市”评级。
- **风险提示：**互联网新业务扩张不及预期；包装业务大客户订单波动风险。

表 1 同类公司对比估值表

上市公司	证券代码	主营业务	收盘价 (元)	PE (20 年, 倍)
裕同科技	002831.SZ	纸质包装, 彩盒说明书等	36.74	30.8
永新股份	002014.SZ	彩印复合包装, 塑料软包装	11.79	22.1

资料来源: wind, 海通证券研究所; 备注: PE 为 wind 一致预期, 收盘价为 2020 年 08 月 28 日收盘价

- **主要盈利预测假设：**
 - 跨境电商业务，考虑到东南亚电商较大的成长空间，我们预计 20-22 年收入增速分别为 90%/30%/30%，毛利率由于产品结构变化略有下滑，预计 20-22 年分别为 78%/75%/72%；
 - 广告营销业务，由于 20 年受到疫情影响，广告主预算收紧，我们预计 20-22 年收入增速为 -5%/20%/20%，预计毛利率维持 19 年水平为 38%；
 - 传统包装业务，由于 QSR 环保包装产能逐步落地，我们预计整体包装业务收入 20-22 年增速为 17%/17%/12%，由于环保包装毛利率较高，整体毛利率我们预计 20-22 年为 23.1%/24.6%/26.1%；
 - 销售费用率预计 20-22 年保持在 33.5% 水平，管理费用率保持在 3.5% 水平，研发费用率保持在 1.8% 水平。

表 2 吉宏股份分业务盈利预测

单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
包装印刷				
销售收入	1292	1512	1774	1990
增长率 (YOY)	29.7%	17.0%	17.3%	12.2%
销售成本	1043	1162	1337	1471
毛利率	19.3%	23.1%	24.6%	26.1%
广告业务精准营销				
销售收入	465	442	530	636
增长率 (YOY)	69.6%	-5.0%	20.0%	20.0%
销售成本	288	274	329	394
毛利率	38.0%	38.0%	38.0%	38.0%
跨境电商				
销售收入	1190	2261	2939	3821
增长率 (YOY)	27.5%	90.0%	30.0%	30.0%
销售成本	306	497	735	1070
毛利率	74.3%	78.0%	75.0%	72.0%
其他业务				
销售收入	62	155	201	241
增长率 (YOY)	-2.2%	150.0%	30.0%	20.0%
销售成本	36	114	149	179
毛利率	41.1%	26.0%	26.0%	26.0%
合计				
销售收入	3009	4370	5444	6689
增长率 (YOY)	32.6%	45.2%	24.6%	22.9%
销售成本	1703	2048	2549	3113
毛利率	43.4%	53.1%	53.2%	53.5%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	3009	4370	5444	6689
每股收益	0.86	1.39	1.76	2.23	营业成本	1703	2048	2549	3113
每股净资产	3.72	5.10	6.86	9.09	毛利率%	43.4%	53.1%	53.2%	53.5%
每股经营现金流	0.84	1.41	1.86	2.33	营业税金及附加	11	17	21	25
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
价值评估 (倍)					营业费用	733	1464	1824	2241
P/E	53.82	33.37	26.36	20.84	营业费用率%	24.4%	33.5%	33.5%	33.5%
P/B	12.48	9.09	6.76	5.10	管理费用	98	153	191	234
P/S	3.43	2.36	1.89	1.54	管理费用率%	3.3%	3.5%	3.5%	3.5%
EV/EBITDA	12.31	9.22	6.67	4.69	EBIT	400	609	762	955
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	24	-2	-14	-27
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.8%	0.0%	-0.3%	-0.4%
毛利率	43.4%	53.1%	53.2%	53.5%	资产减值损失	-8	0	0	0
净利润率	10.8%	12.0%	12.2%	12.6%	投资收益	3	3	3	3
净资产收益率	23.2%	27.2%	25.6%	24.5%	营业利润	379	614	779	984
资产回报率	13.4%	19.3%	18.6%	18.1%	营业外收支	2	0	0	0
投资回报率	33.1%	43.6%	48.1%	53.9%	利润总额	382	614	779	984
盈利增长 (%)					EBITDA	473	667	842	1042
营业收入增长率	32.6%	45.2%	24.6%	22.9%	所得税	35	57	72	91
EBIT 增长率	45.8%	52.5%	25.1%	25.3%	有效所得税率%	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%
净利润增长率	53.1%	61.3%	26.6%	26.5%	少数股东损益	20	31	41	51
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	326	526	666	842
资产负债率	40.5%	26.5%	24.4%	22.5%					
流动比率	1.7	2.7	3.2	3.6	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	1.4	2.2	2.7	3.1	货币资金	488	519	1058	1782
现金比率	0.5	0.8	1.3	1.8	应收账款及应收票据	457	583	726	892
经营效率指标					存货	244	271	337	412
应收账款周转天数	48.7	48.7	48.7	48.7	其它流动资产	404	425	450	478
存货周转天数	48.3	48.3	48.3	48.3	流动资产合计	1593	1797	2571	3564
总资产周转率	1.5	1.7	1.7	1.6	长期股权投资	14	14	14	14
固定资产周转率	7.4	9.5	11.4	13.9	固定资产	448	473	482	483
					在建工程	120	199	289	376
					无形资产	104	89	74	57
					非流动资产合计	846	933	1018	1089
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	2438	2730	3588	4652
净利润	326	526	666	842	短期借款	350	0	0	0
少数股东损益	20	31	41	51	应付票据及应付账款	396	444	552	675
非现金支出	84	58	80	87	预收账款	3	4	5	6
非经营收益	18	6	-1	-1	其它流动负债	172	209	250	298
营运资金变动	-131	-87	-84	-99	流动负债合计	920	656	808	978
经营活动现金流	317	533	702	881	长期借款	26	26	26	26
资产	-209	-146	-164	-158	其它长期负债	43	43	43	43
投资	-29	0	0	0	非流动负债合计	68	68	68	68
其他	-398	3	3	3	负债总计	988	725	876	1046
投资活动现金流	-636	-143	-162	-155	实收资本	223	222	222	222
债权募资	71	-350	0	0	普通股股东权益	1407	1932	2598	3440
股权募资	503	0	0	0	少数股东权益	44	75	116	167
其他	-170	-9	-2	-2	负债和所有者权益合计	2438	2730	3588	4652
融资活动现金流	404	-359	-2	-2					
现金净流量	86	31	539	724					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 28 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

衣楨永 造纸轻工行业
赵洋 造纸轻工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：公牛集团,太阳纸业,劲嘉股份,好莱客,齐心集团,索菲亚,裕同科技,欧派家居,晨光文具,诺邦股份,盈趣科技,异兴股份,志邦家居,中顺洁柔,美凯龙,尚品宅配

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。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。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,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。在法律许可的情况下,海通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,未经海通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。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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。