独立客观第三方研究，为您筛选优质上市公司

证券代码：603901 综合评级：AA

一、主营业务 评分：75

1、业务分析：
公司主营业务为智能包装设备，应用领域十分广泛，主要应用在食品饮料行业，如牛奶（液态奶）、啤酒、白酒、调味品等。近两年，公司得益于牛奶行业（更新换代+液态奶设备投资）需求的稳定增加，以及智能包装生产线产品类型的丰富，公司的智能包装生产线产品营收及订单增长较快，占公司整体的销售占比进一步提高。2021年，公司也开启了设备应用领域多元化发展的道路，相继收购了浙江龙文精密设备有限公司（金属包装罐的制造设备，完善在液态包装设备布局）、增资控股湖南博雅智能设备有限公司（补齐公司白酒智能包装生产线中酿造环节的自动化设备）、与廊坊百冠包装机械有限公司、廊坊中佳智能科技有限公司签署股权收购意向协议，意在收购该公司70%股权，扩充公司在含气饮料、水等饮料智能包装生产线系列产品。

公司下游涉及十多个小行业，成交的客户过万，大客户集中度也非常低，这就决定了
公司毛利率、
业绩增长整体会保持平稳增
长的态势，更多取决于宏观经济周期
和行业设备投资周期，但是好处也是稳定增长可期。

2、行业竞争格局：
目前国内高端智能包装设备仍然以德国的企业为主，中小企业的包装设备整体处于半自动化，大企业所需的设备自动化程度比较高，但是会优先选择海外成熟的供应商，公司在行业积累多年，技术和行业应用经验逐步丰富，开始抢占部分市场，同时规模已经超过20亿，也迅速拉开了与国内竞争对手的差距，跻身国产龙头行业，但是市占率仅有1%，未来成长空间仍然十分广阔。随着设备自动化程度越来越高，小厂商也逐步退出市场竞争，主要是资金和技术实力不够，行业整体集中度呈现逐步提升的态势，有利于行业整体盈利能力的提升

。

3、行业发展前景：
在传统应用领域，随着设备自动化程度的提升以及食品安全要求的溯源性、设备更新换代周期，行业整体呈现了平稳增长态势，部分细分领域如液态奶呈现了高速增长趋势。在新兴应用领域，如饮料、固态食品、白酒、医药等，行业需求快速提升，设备需求增长良好。同时随着国内头部设备厂商技术实力的提升，加上更好的技术服务和更优的价格，逐步在侵蚀海外供应商的市场，未来国产替代亦是行业增长主逻辑之一。

4、公司业绩增长逻辑：
（1）国内经济复苏，下游需求旺盛；（2）行业集中度提升；（3）新兴应用领域不断延伸；（4）公司产能扩张。

文中方框内文字均为正文的数据补充，可作略读

·简介：成立日期：2002年；办公所在地：浙江杭州；

·业务占比：
智能包装生产线38.6%（毛利率34.42%）、标准单机设备39.43%（毛利率29.65%）、其他设备及配件10.95%（毛利率39.48%）、包装材料10.13%（毛利率10.13%）、其他0.89%；出口占比：12.38%；

·产品及用途：

1、标准单机设备：灌装封口机、杀菌机、洗瓶机、真空包装机、
气调包装机、枕式包装机、立式包装机、纸箱成型机
、纸盒成型机、热收缩包装机
、装盒机、装箱机器人、码垛机器人、封箱机、泡罩包装机、
全自动捆扎机、半自动捆扎机、手提打包机、堆垛机、码垛机
、卸垛机、卸箱机、卸瓶机、缠绕机、裹包机、贴标机、喷码机、智能
覆膜机、智能包膜机、给袋式包装机等；

2、智能包装生产线：
液态食品（牛奶、饮料、啤酒、白酒、调味品等）智能包装生产线、固态食品（糕点

、糖果、颗粒
、粉末等）智能包装生产线
，家电、医药、化工、3C
、造币等行业智能包装生产线、白酒酿造自动化生产线等；

3、包装带和包装膜：PP捆扎带、PET捆扎带、PE拉伸膜等；

4、永创智能DMC软件平台：
智能装备人机交互系统、产线控制系
统、AI
视觉检测系统、生产过程控制系统、生产执行管理系统、产品追溯系统；

·销售模式：直销（近71.95%）为主，经销（27.16%）为辅；

·上下游：上游采购电气元器件、塑料颗粒
、钢材、机械元件等，下游应用至啤酒、低温牛奶、调味品、液态食品、固态食品、医药、化工、家用电器、3C、造币印钞、仓储物流、建筑材料、造纸印刷、图书出版等众多领域。

·主要客户：
前五大客户占比16.99%；
2014年前十大客户为：百威英博、青岛海尔
、福建达利园、珠海格力、中国印钞造币总公司、华润雪花、
燕京啤酒、青岛啤酒等。

·行业地位：公司国内智能包装设备市场份额约1.5%；

·竞争对手：1、海外：利乐、德国克朗斯、德国博世、德国KHS等；

2、国内：达意隆
、江苏新美星包装、杭州中亚机械、南京轻工机械、广东轻工机械二厂等；

·行业核心竞争力：
1、产品性能指标；2、规模与成本优势；3、客户忠诚度；

·行业发展趋势：

1、食品安全可追溯性
提高了行业设备更新换代需求：

包装专用设备增长主要来自于乳制品、饮料、酒类、肉类等自动化、智能化程度较高的细分领域的升级改造。比如乳制品和饮料行业，对既有工厂和产线的升级改造占到了行业投资的70%左右。乳制品行业近年来普遍加大对低温产品的投入，在产品
研发、装备等方面投入较大，未来五年，低温乳制品相关的装备产品将继续保持稳定的增长。而这些升级改造普遍以智能化和可追溯性为目标，这就要求至少实现数字化制造，以此推动的智能化装备的新一轮创新和发展是食品装备近几年的重要标志特征。

2、新兴应用领域不断延伸，行
业增长稳定：
总体来看，食品装备行业以智能生产线投资和改造为主要动力。从全球及我国包装市场需求来看，正逐渐从传统的以食品、饮料、医疗、化工等规模化生产环节为主的下游市场，进一步扩散、下沉，比如农产品加工、水果、蔬菜包装等新增市场需求。

（1）饮料方面，以植物蛋白饮料、乳酸菌
为代表的饮料增量市场依然有一定的增长惯性，此领域中小型加工和包装装备保持良好的增长。（2）以中央厨房
、果蔬加工、传统食品技术装备、自动化酿造、精酿啤酒等领域的表现要高于食品装备行业的平均水平，显示出这些领域正在实现快速的产业升级。（3）酒类方面，白酒的自动化智能化酿造装备经过一段时间的摸索，已经开始进入大规模应用阶段，尤其是以小曲清香为主的产品，从智能酿造到智能包装，已经非常成熟。而以泸州老窖和五粮液
为代表的浓香产品，智能化酿造也正在全面实验摸索阶段。中国主要白酒企业普遍开始了新建或者改造智能酿造工厂或者车间的步伐。（4）调味品方面的智能化升级主要体现在酿造和包装两个方面，这也符合调味品产业快速升级的阶段特征。

3、传统应用领域包装装备集中
度越来越高：
食品制造业在各细分领域渐次出现由同质化的低价恶性竞争逐步转变为以技术创新、高性价比、资本密集投入为导向的错位行业竞争态势。在以乳制品、啤酒、饮料为代表的酒类装备、乳制品装备、饮料装备、肉类加工、后端包装等细分领域已经开始出现非常明显的马太效应
。即一到两家技术水平较高、市场运营和服务能力好的食品装备企业逐步扩大市场份额，成为细分领域的标杆产品，开始掌握行业的定价和标准。未来的几年，在肉制品装备、面食机械、烘焙装备、白酒酿造及灌装、调味品等细分领域，将不断渐次出现这样的竞争态势，并以啤酒、饮料、乳制品为参考蓝本，

行业的集中度进一步提高。

4、传统食品行
业复兴带来食品与包装设备更新
换代的需求：
1）白酒为代表的中国传统酒类，经过多年摸索，已经形成智能化较高的技术装备体系，涵盖白酒生产过程中的酿造、包装主要环节。尤其在包装环节，智能化包装解决方案替代传统包装方式逐渐为白酒制造企业所接受，淘汰传统产能成为趋势；2）面食与烘焙食品行业，工业化生产已经形成庞大的生产规模，各种即食型和半成品的面食产品的销售规模扩张，加剧了自动化、智能化面食生产及包装设备的需求；电商平台的扩张，导致烘焙食品需求快速增长，急需智能化、数字化程度较高的国产烘焙自动化生产线；3）传统食品（肉类、糕点类、地方特
色小吃等）的休闲化的发展，助
推食品行业的给袋式包装机、各型真空包装机、
气调保鲜包装机
、枕式包装机、立式包装机、装盒、装箱、码垛设备以及安全追溯系统软件的需求的快速增长。

5、国产化趋势：
欧美等发达国家的国际知名包装设备企业依然占据着高端包装设备市场的较大份额，我国高端包装设备市场亦是如此。我国包装设备企业多数规模较小，研发能力不强，缺少创新和核心技术，部分规模以上企业在关键技术方面与国际知名企业还有一定的差距。公司作为国内少数的包装设备领先企业之一，经过多年积累，逐渐缩小与国际知名包装设备企业的产品技术差距，近年来已经在国内高端包装设备市场开始替代进口设备，市场前景广阔。

·影响公司利润核心要素：
1、下游行业景气度及设备更新换代周期；2、上游原材料价格波动；3、产能；

二、公司治理 评分：75

1、大股东及高管：
大股东为夫妻二人，直接持股45.02%，控股50.69%，整体股权比较集中。高

管年薪约40万上下，直接持股较少、加上股权激励和康创公司间接持股，合计持股约3%，激励算是中等水平。

2、员工构成：
公司上市前仅有一千余人，近几年持续扩张加上对外收购，人员迅速扩张。以生产和技术人员为主，公司设备具有较高的定制性，对技术人员和安装生产人员依赖度较高，属于技术和劳动密集型企业
。公司人均创收约61万元，人均净利润近6万元，在定制化设备行业中属于中等偏上水平，主要还是近两年受到上游的挤压，同时涉及行业太多、规模效益不明显。

3、机构持股：前十大流通股东包含6家公募基金，受到主流资金的高度认可。

4、股东责任（融资与分红）：
上市近7年，公司营收和净利润增长较快，分红率略有不足，可以接受。

·大股东：持股比例为35.72%；股权质押率：0%

·管理层年龄：
36-54岁，高管及员工持股：康创公司为持股平台，员工持股比例38.13%；

·员工总数：
4437人（+1015）：技术881，生产2798，销售357；本科学历以上：568
；

·人均产出：2021年人均营收：61万元；人均净利润：5.9万元；

·融资分红
：2015年上市，累计融资（3次）：12.23亿，累计分红：2.19亿；

三、财务分析 评分：80

1、资产负债表（重点科目）：
公司账面现金有点紧张，已经在计划发行可转债
，主要原因还是业务增长较快，存货和应收款
持续增长，垫资压力较大。应收账款处于合理偏低水平，无坏账核销风险；存货占营业收入比例偏高，核心还是业务迅速增长所致，从6.3亿的合同负债也可以看出公司在手订单比较充足。固定资产金额不大，定制类设备对固定资产投入要求不高，公司仍在迅速扩张，在建工程接近固定资产的一半。有息负债略超7亿元，偿债压力不大；合同负债，整体负债率略超53%，整体资产结构健康。

2、利润表（重点科目）：
上市以来公司营收和净利润每年都实现了稳定增长，实属难得。2021年营收和净利润快速增长，2022年一季度延续了快速增长态势，考虑到上游涨价较为凶猛，公司毛利率依然保持稳定，也足以说明产品竞争力突出，成本得以顺利转移，后续原材料价格回落，公司盈利能力有望进一步凸显。整体来看，公司费用率维持在一个合理水平，后续仍有进一步压缩空间，下游涉及行业较多，整体需求稳定增长，公司净利润也有望延续稳定增长态势。

3、重点财务指标分析：公司净资产收益率
和每股收益稳定走高，公司前期扩张主要依靠举债和利润留存，尚未稀释每股权益。毛利率整体保持稳定，净利润稳定提升，2022年一季度略有下滑，主要还是规模效应的体现以及费用率的下降，未来随着公司产品规模的提升、逐步标准化、模块化，毛利率和净利率仍有进一步提升空间。

·资产负债表（20
22年Q1）：货币资金5.54，应收
账款5.28
，应收账款融资0.42
，预付款0.38，其他应收款0.53，存货17.5，合同资产
0.74，其他流动资产0
.55；其他非流动金融资产1.46，
固定资产5.39，在建工程2.41，无形资产2.64，
商誉1.6，其他非流动资产0.99；短期借款5.19
，应付账款7.95，合同负债6.3，长期借款2.06；股本4.88，库存股
0.69，未分利润7.35，净资产21.5，总资产46.7，负债率53.05%；会计师审计费用：150万元；

·利润表（2022年Q1）：
营业收入6.38（+25.2%），营业成本4.38，销售费用0.43（+12.78%），管理费用0.38（+10.84%），研发费用0.45（+41.54%），财务费用0.04，其他收益0.02，公允价值变动
-0.08，信用减值0.04；净利润0.55（+10.25%）；

·核心指标（2019-2022年Q1）：净资产收益率：7.63%、11.39 %、13.96 %、2.51%；每股收益：0.23、0.4、0.58、0.12；毛利率：29.23%、32.63 %、32.14%、31.32%；净利润率：5.27%、8.45%、9.65%、8.67%；总资产周转率：0.58、0.55、0.66、0.14；

四、成长性及估值分析 评分：80

1、成长性：
智能包装下游整体需求旺盛，公司国内竞争优势较为突出，未来稳定增长可期，且当前市场占有率非常低，增长空间还十分广阔。

2、估值水平：
基于公司稳定增长预期以及成长空间，赋予公司25-35倍市盈率。

3、发展潜力：
公司上市以来维持稳定增长，行业空间还非常广阔，百亿市值近在咫尺，未来的成长也值得期待。

·预测假设：营收增长：30%、35%、35%；净利润率：9.2%、9.5%、10%

·营收假设：2022E：35；2023E：47.5；2024E：64；

·净利假设：
2022E：3.2；2023E：4.5；2024E：6.4；（即达到条件时对应市值，须根据实际数据调整）

·市盈率假设：25-35倍

·2024年估值假设：
160-225亿；当前估值假设：100-140亿（基于25%/年收益预期）；价格区间：21-29元/股（未除权、除息）；

五、投资逻辑及风险提示

1、投资逻辑：
（1）下游需求及客户分散且行业增长稳定；（2）公司业绩稳定增长可期；（3）公司估值水平合理偏低。

2、核心竞争力：
（1）规模优势；（2）品牌与客户优势；（3）产品及应用经验优势；（4）研发设计优势。

3、风险提示：
（1）产品价格下降；（2）原材料价格上涨；（3）人民币升值。

·核心竞争力

1、规模优势

公司经过多年持续增长，营收规模与国内同行的营收规模差距增大，较国外竞争对手的差距缩小，规模增长带来的市场、成本等效应逐步显现，公司的竞争优势随着规模增长，不断提高。

2、品牌与客户优势

经过多年发展，
公司已为食品、饮料、医药、化工、造币印钞等多行业万余家客户提供产品及服务，积累了丰富的行业应用经验

，为
公司在产
业链的扩展方面奠
定了良好的基础；公司下游主要客户
包括伊利、蒙牛、雪花啤酒、百威啤酒、青岛啤酒、海尔、格力
等消费品行业的龙头企业，多样化的客户群体和稳定优质的客户资源体现了公司较强的市场影响力。

3、产品系统集成优势

目前，公司已形成了较为完善的包装设备产品体系，主要产品涉及40个产品种类、400多种规格型号。产品系列化优势增强了公司的市场应变能力和开拓能力，保证了公司发展的持续性和稳定性；公司开发出多个行业的具有国际先进和国内领先技术水平的智能包装生产线，设计制造的啤酒智能包装生产线、酸奶、牛奶智能包装生产线、白酒智能包装生产线，实现啤酒、牛奶、白酒等产品灌装、封口、贴标、打码、装箱、封箱、码垛等包装环节的系列化、智能化、无人化，满足了客户速度快、安全性高、自动检测、产品可追溯、包装美观等生产要求。

4、研发设计优势

公司为国家火炬计划
重点高新技术企业，国家技术创新示范企业、国家知识产权示范企业，拥有机械系统设计、电气自动化控制设计等方面的大量专业人才，已形成覆盖智能单机、包装机器人、智能包装生产线、智慧工厂
工业软件四大产品系列的专利体系，拥有的专利授权数量位居行业前列。

·风险提示

1、宏观经济波动风险

若宏观经济走势造成我国经济不能稳定发展，下游占比较大的食品饮料行业需求受周期影响，将导致其新增固定资产投资减少，将对公司的生产经营带来不利影响。

2、市场竞争风险

行业重组兼并，催生更多规模性企业，使得市场竞争的加剧，可能会影响产品

的销售价格，从而导致毛利的下降。

3、原材料价格大幅波动风险

公司产品的原材料中，钢材和塑料颗粒的价格大幅波动，会对公司的经营业绩的稳定性将产生一定影响。

4、企业兼并后的管理风险

公司先后通过产业整合，收购多家同行企业，如上述公司出现管理不畅，将会对公司的整体发展产生一定影响。

六、公司总评 （总分76.75）

公司是国产智能包装设备行业龙头，深耕行业近20年，在家族企业带领下，2015年上市以来行业整体实现了快速增长，但是股价整体维持震荡态势，或是预期的透支。近两年下游需求整体旺盛，公司在上游原材料价格上涨的背景下仍然保持了毛利率的稳定，产品和市场竞争力较为突出。未来行业整体有望保持稳定增长，国产替代和行业集中度的提升也有助于公司盈利能力的提高，不过定制化的设备对人员依赖度较高，公司客户也非常分散，未来净利润爆发式增长的可能性较小，平稳快速成长可期。公司当前市盈率合理偏低，当前市场占有率仅有不到2%，未来成长空间还很广阔，值得用时间去等待。

评级标准：AAA≥85、AA：77-84、A：70-76；BBB：60-69，BB：55-59，B：50-54；CCC及以下≤49

郑重声明：评级及评分仅为个人观点，在任何情况下，本报告中的信息或意见均不构成对任何人的证券买卖建议，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。

如果您想了解更多信息，欢迎关注川谷研究所微信公众号！