

# 【广发零售&轻工】吉宏股份 (002803.SZ)

## 二类电商出海，扬帆远航

### 核心观点:

- 吉宏股份三大业务体系: (1) 包装起家, 服务于伊利、百威等快消品客户; (2) 2017 年成立子公司吉客印, 切入跨境出口 B2C 电商; (3) 2018 年收购北京龙域之星切入精准营销业务。
- **跨境电商:** 率先沉淀出精细化运营能力的玩家充分享受行业红利。吉客印是跨境出口的二类电商玩家, 2019 年该业务贡献上市公司 45% 净利润。行业层面, 公司在东南亚营收占比高, 该地区正处于移动互联网爆发期, 电商增速快; 且全球疫情阴影下, 电商需求爆发、商品供给能力尚未修复, 中国跨境 B2C 电商受益。公司竞争力层面, 吉宏已率先沉淀出选品和投放能力、全流程精细化管理能力, 同时做到高规模增长、高利润率、低库销比, 有望扩大市场份额, 并迭代商业模式。
- **精准营销:** 高效对接广告需求, 增加电商业务投放资源。公司精准营销业务同时做 SSP、DSP 两端, 且通过参股 MCN 跟进直播红利。电商业务既可采购被投公司网红流量资源, 又为主播赋能供应链资源。
- **盈利预测及估值:** 预计公司 2020-2022 年营收分别为 49/66/83 亿元, 归母净利润分别为 6.5/8.6/10.6 亿元。我们对于三大业务板块进行分部估值, 电商业务参考安克创新等可比公司估值水平, 考虑吉宏所在的海外市场相比国内增速快、竞争少, 但商业模式从长期来看仍需迭代进化, 给予该部分业务 2021 年 30XPE; 精准营销及包装业务参考可比公司估值水平给予 2021 年 15XPE, 分部估值加总得到公司合理价值 57.13 元/股, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 控股股东及一致行动人减持公司股份可能对二级市场产生影响风险。**跨境电商:** 海外电商行业增速不达预期, 公司未沉淀出足够的供应链/品牌能力, 目标市场的政策风险。**精准营销:** 广告业恢复缓慢, 行业竞争持续加剧。**包装:** 限塑令推进不及预期, 大客户流失。

### 盈利预测:

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	2,269	3,009	4,938	6,609	8,331
增长率 (%)	100.3	32.6	64.1	33.8	26.1
EBITDA (百万元)	322	473	823	1,049	1,280
归母净利润 (百万元)	213	326	649	855	1,060
增长率 (%)	166.3	53.1	98.9	31.8	23.9
EPS (元/股)	1.08	1.47	1.72	2.26	2.80
市盈率 (P/E)	13.64	18.07	26.59	20.18	16.28
ROE (%)	31.0	23.2	31.2	30.9	29.3
EV/EBITDA	9.05	12.31	20.44	15.70	12.41

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

### 公司评级

当前价格	45.60 元
合理价值	57.13 元
报告日期	2020-09-08

### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	378.41/277.65
总市值/流通市值 (百万元)	17255/12661
一年内最高/最低 (元)	48.22/21.00
30 日日均成交量/成交额 (百万)	5.88/261.97
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	80.67/117.61

### 相对市场表现



### 分析师:

洪涛



SAC 执证号: S0260514050005



SFC CE No. BNV287



021-38003654



hongtao@gf.com.cn

### 分析师:

赵中平



SAC 执证号: S0260516070005



SFC CE No. BND271



0755-23953620

zhaozhongping@gf.com.cn

### 相关研究:

联系人: 童若琰 021-38003652

tongruoyan@gf.com.cn

联系人: 张兆函

zhangzhaohan@gf.com.cn

## 目录索引

一、包装龙头，孵化广告营销及跨境电商业务.....	5
（一）业务概况：包装龙头，孵化广告营销及跨境电商业务.....	5
（二）创始人家族持股集中，股权激励绑定核心团队.....	6
二、跨境电商：海阔任鱼跃.....	8
（一）跨境出口电商将长期受益全球消费线上化大趋势.....	9
（二）东南亚市场处于电商爆发红利期.....	10
（三）二类电商为“买量”生意，考验团队的系统、流程、管理能力.....	11
（四）吉客印：技术数据硬门槛+流程管控软实力，借行业红利高速发展.....	14
三、精准营销：高效对接广告需求，增加电商业务投放资源.....	17
四、包装：稳健的传统业务.....	19
（一）包装业务概要.....	19
（二）传统包装业务：设计+技术+供应，形成稳定客户群.....	20
（三）增量包装市场：积极谋求转型，加码环保与集束包装.....	22
五、盈利预测与估值.....	23
六、风险提示.....	25

## 图表索引

图 1: 吉宏股份业务布局图 .....	5
图 2: 吉宏股份发展历程 .....	5
图 3: 吉宏股份营收近年来持续增长 .....	6
图 4: 公司归母净利近年来增长迅速 .....	6
图 5: 广告及跨境电商营收已超过包装业务 (百万元) .....	6
图 6: 广告及跨境电商贡献公司净利 81% (百万元) .....	6
图 7: 吉宏股份股权结构图 (截至 2020 年 6 月 30 日) .....	7
图 8: 跨境电商商业规模及增速情况 .....	9
图 9: B2C 占比不断提高 .....	9
图 10: 2018 年跨境电商企业销售额分布 .....	9
图 11: 2018 年跨境电商行业企业销售单数分布 .....	9
图 12: 东南亚国家线上经济渗透率低、增速快 .....	10
图 13: 东南亚电商规模高速增长 .....	10
图 14: 东南亚网购用户近 4 年增长 200% .....	10
图 15: 2019 年部分地区网购渗透率 (网购金额/零售总额) .....	11
图 16: Facebook 的商品广告 .....	12
图 17: 二类电商网站购买页面举例 (吉客印旗下) .....	12
图 18: 2019H1 直营电商近 9 成广告累计投放天数≤2 .....	13
图 19: 2019H1 手游广告生命周期分布 .....	13
图 20: 2019 年直营电商投放广告数品类分布 .....	13
图 21: 2019 年直营电商投放商品价格带分布 .....	13
图 22: 吉客印 (跨境电商业务) 财务指标 (百万元) .....	14
图 23: 上市公司对吉客印持股比例变动示意图 .....	14
图 24: 跨境电商东南亚销售额 2020H1 已超去年全年 .....	14
图 25: 跨境电商东南亚销售占比高 .....	14
图 26: 吉客印跨境电商业务流程 .....	15
图 27: 跨境电商采购主要来自阿里渠道 .....	16
图 28: 跨境电商业务库销比维持低位 .....	16
图 29: 精准营销业务收入利润情况 (百万元) .....	18
图 30: 精准营销业务分子公司收入利润情况 (百万元) .....	18
图 31: 程序化广告流程示意图 .....	18
图 32: 龙域之星提供的广告产品 .....	18
图 33: 吉宏股份精准营销广告合作方 .....	19
图 34: 新口径下各类包装产品营收 (单位: 百万元) .....	20
图 35: 旧口径下各类包装产品营收 (单位: 百万元) .....	20
图 36: “一物一码”服务流程 .....	21

表 1: 两次员工持股计划 .....	7
---------------------	---

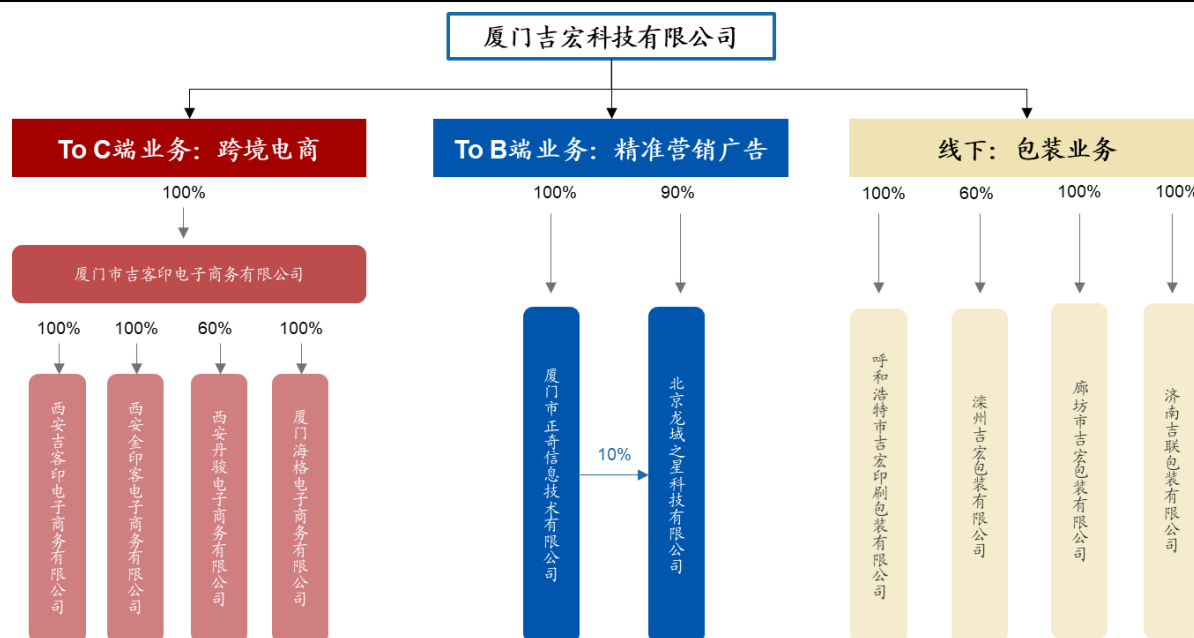
表 2: 上市公司重要股东增减持情况 .....	8
表 3: 跨境电商业务主要仓库基本信息 .....	16
表 4: 公司主要包装产品及用途 .....	19
表 5: 公司生产基地布局情况 .....	21
表 6: 吉宏股份分业务盈利预测 .....	24
表 7: 分部估值表 .....	24
表 8: 可比公司估值表 .....	25

## 一、包装龙头，孵化广告营销及跨境电商业务

### （一）业务概况：包装龙头，孵化广告营销及跨境电商业务

吉宏股份起家包装业务，孵化广告营销及跨境电商业务板块，目前已形成三大业务体系：（1）包装为起家的传统业务，公司服务于伊利、百威等快消品行业龙头客户，后通过入股（后并购）安徽维智环保切入快餐包装纸容器；（2）自身孵化厦门正奇信息、收购北京龙域之星切入精准营销广告业务，搭建广告主（游戏、电商等）与流量主（应用市场、搜索引擎等）之间的服务系统；（3）2017年成立子公司吉客印，切入二类电商模式跨境电商，为东南亚等地区的境外消费者提供中国供应链商品。

图1：吉宏股份业务布局图



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心（注：子/孙公司未全部列出，仅列示代表性公司；至2020年中报）

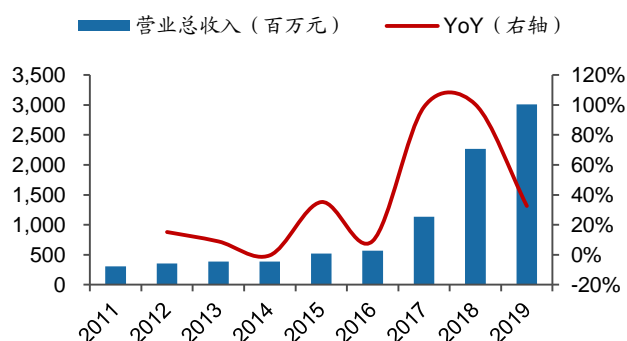
图2：吉宏股份发展历程



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

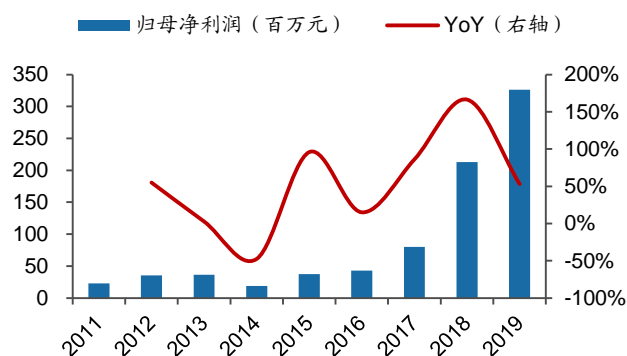
公司营收及归母净利近年来高速增长。2019年公司实现营业总收入30.1亿元，同比增长32.6%；归母净利3.3亿，同比增长53.1%。

图3：吉宏股份营收近年来持续增长



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

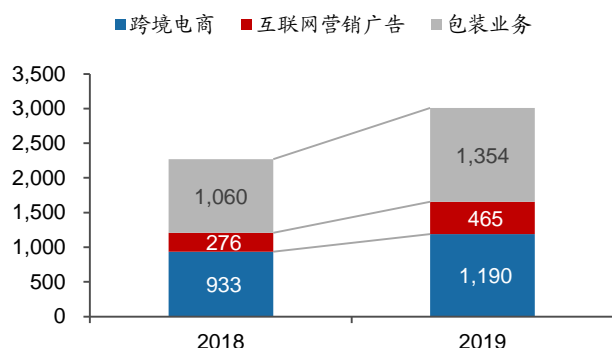
图4：公司归母净利近年来增长迅速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

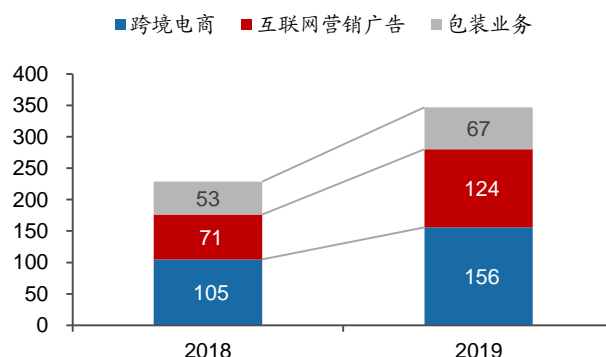
电商业务营收及利润体量已超越传统的包装业务，成为主要贡献者。2019年跨境电商业务实现营业收入11.9亿元（同比+27.6%），占总营收比例40%，净利润1.6亿（同比+48.5%；合并净利润口径，下同），占总利润比例45%；互联网广告营销实现营收4.6亿元（同比+68.3%），净利润1.2亿（同比+74.7%）；包装业务营收13.5亿元（同比+27.7%），净利润6700万元（同比+26.8%）。

图5：广告及跨境电商营收已超过包装业务（百万万元）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图6：广告及跨境电商贡献公司净利81%（百万万元）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

## （二）创始人家族持股集中，股权激励绑定核心团队

**创始人家族持股集中。**截止2020年6月30日，公司实际控制人、董事长庄浩女士直接持股23.1%，其弟庄澍（董事、副总经理）持股10.1%，丈夫张和平（董事、总经理）持股1.75%，庄澍之妻贺静颖（曾任上市公司副总经理，后离职）持股1.75%；西藏永悦诗超企业管理有限公司持股3.9%，控股股东庄振海为庄浩父亲（间接持有上市公司股份2.8%），西藏永悦诗超第二大股东龚红鹰为上市公司副总经理、董秘（间接持有上市公司0.6%）。庄浩家族控制上市公司40.6%表决权，直接及间接享有39.4%的权益。

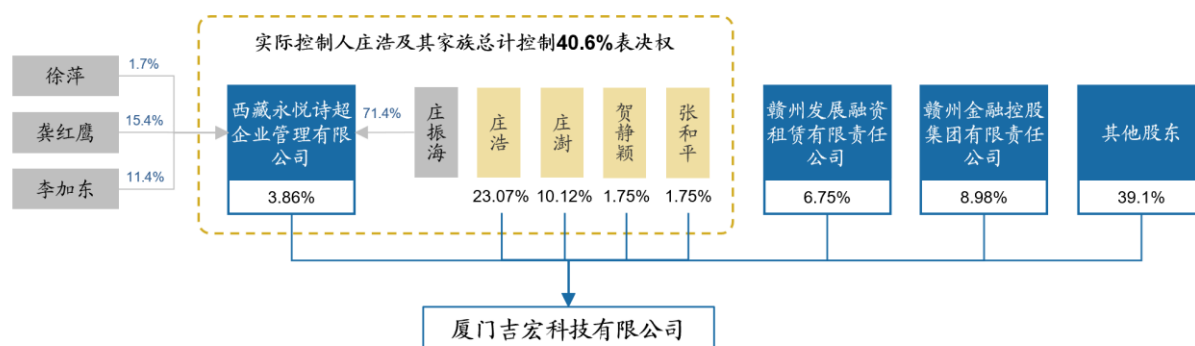


上市后，公司曾两次引入外部投资者：

(1) 2018年4月非公开发行引入赣州发展融资租赁、湖北高投产控投资。2018年4月公司股东大会通过定向增发议案（2019年5月完成），融资5.16亿用于环保包装项目，引入赣州发展融资租赁（赣州市国有独资公司赣州发展投资控股集团旗下）、湖北高投产控投资为公司股东。其中赣州发展融资租赁配售金额4.41亿，湖北高投产控投资配售0.75亿元。发行后赣州发展融资租赁持有公司股份9.8%，湖北高投产控投资持股1.7%，实际控制人庄浩女士持股比例由34.4%降至30.5%。

(2) 2019年7月实控人及关联方通过股权转让引入战略投资者赣州金控。实际控制人庄浩女士及其弟庄澍合计转让8.98%的公司股份给赣州金控，其中庄浩转让股份比例为7.61%，庄澍转让比例为1.37%。本次转让后庄浩持股比例降至22.87%，庄澍降至10.32%。

图7：吉宏股份股权结构图（截至2020年6月30日）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

团队激励充分，股权绑定核心业务骨干：

(1) 2018年、2020年两次推出员工持股计划。2018年公司回购197万股（占公司回购前总股本比例1.70%）用于第一期员工持股计划，此次参与人员为中层核心管理人员及业务技术骨干，人数不超过30人且不含董事、监事、高管；2020年公司回购65万股（占公司回购前总股本比例0.29%）用于第二期员工持股计划，参与人员为中层核心管理人员及业务技术骨干且人数不超过10人，不含董事、监事、高管。公司对基层员工激励充分，有助于激发员工工作热情，提升工作效率。

表 1：两次员工持股计划

时间	参与对象	规模	来源	解锁条件	
第一期员工持股计划	2018年10月	部分中层核心管理人员及业务技术骨干，参与的员工总人数不超过30人，不含公司董事、监事、高级管理人员	197万股，占公司回购前总股本比例约为1.70%	回购	2019年前三季度净利润比2018年同期增长20%，则可在12个月后解锁
第二期员工持股计划	2020年4月	公司部分中层核心管理人员及业务技术骨干，参与人数不超过10人，不包含公司的董事、监事及高级管理人员	65万股，占公司回购前总股本比例约为0.29%	回购	锁定期满12个月后即可全部解锁

数据来源：《吉宏股份：第一期员工持股计划（草案）》《吉宏股份：第二期员工持股计划（草案）》，广发证券发展研究中心

**(2) 向互联网业务核心负责人转让股份，绑定核心团队。**2019年9月，西藏永悦、张和平先生和贺静颖女士转让共计1.36%的股份给王亚朋先生（跨境电商业务总负责人）、孙凤良先生（跨境电商业务分区域负责人）、王海营先生（厦门正奇总经理）；其中王亚朋先生受让0.46%，孙凤良先生受让0.34%，王海营先生受让0.56%。2020年9月4日，公司公告王亚朋先生、孙凤良先生、王海营先生、刘扬先生（To B端精准营销广告业务技术总监）及李铁军先生（环保包装业务负责人）等公司互联网和环保包装业务核心负责人拟通过大宗交易方式受让公司股票数量不低于1500万股，承诺2021年8月31日前不减持；公司实控人庄浩女士、庄澍先生分别拟转让1050万、450万股。

**(3) 聘跨境电商业务总负责人王亚朋先生为副总经理、提名董事候选人。**2020年9月4日公司召开第四届董事会第十四次会议，董事会同意提名王亚朋先生为公司非独立董事候选人（尚需股东大会审议）、同意聘任王亚朋先生为公司副总经理。

表2：上市公司重要股东增减持情况

股东名称	详情
庄浩女士、庄澍先生、西藏永悦	2020年9月4日公告控股股东、实际控制人庄浩女士及一致行动人庄澍先生、西藏永悦拟在六个月内（即自2020年9月5日起至2021年3月5日期间），以大宗交易或集中竞价方式减持公司股份数量不超过2270万股（占公司股本比例的6%）；庄浩女士、庄澍先生除通过大宗交易方式向公司互联网和环保包装业务核心负责人合计转让1500万股外，不再通过其他方式进行减持。
赣州发展融资租赁有限责任公司	2020年8月21日通过大宗交易减持上市公司股份2% 2020年5月20日~22日通过大宗交易减持上市公司股份2%
西藏永悦诗超企业管理有限公司、张和平先生、贺静颖女士	2019年9月12日披露西藏永悦、张和平先生、贺静颖女士计划转让3.99%股份予互联网业务核心负责人王亚朋先生、王海营先生、孙凤良先生，2019年12月24日转让完毕；此外减持合计4%
张泽贤	2019年7月11日增持2.78万股
庄浩女士	2019年2月27日减持5.49万股
庄浩女士	2018年6月20日至22日增持12.9万股
霍尔果斯金润悦网络科技	2018年8月20日至2019年2月20日披露计划减持不超过734万股，实际减持772万股，实际减持比例4.91%；2017年11月1日至2018年5月3日披露计划减持6.33%股份，实际减持4.84%

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

## 二、跨境电商：海阔任鱼跃

公司跨境出口电商业务以二类电商（又称单页电商、直营电商）为主。2019年跨境电商业务实现营业收入11.9亿元，同比增长27.6%，净利润1.56亿元，同比增长13%，贡献上市公司45%净利润。

跨境电商业务在东南亚地区占比高、增长快，充分享受东南亚互联网渗透率提高、用户消费习惯快速线上化的红利。2020H1东南亚地区跨境电商营收达4.5亿元，已超过2019年全年的3.8亿元，贡献跨境电商业务营收的43.1%。

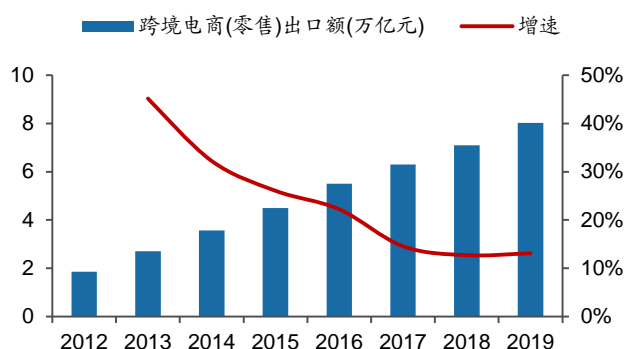
跨境二类电商模式各环节对精细化运营的要求极高，盈利的“木桶”不允许存在“短板”，能够在全发货情况下保持规模化运作并盈利的玩家少之又少，行业格局分散。吉宏股份已率先沉淀出竞争优势，团队技术+经验沉淀选品、投放能力，know-how与组织管理沉淀全流程管控能力。



## （一）跨境出口电商将长期受益全球消费线上化大趋势

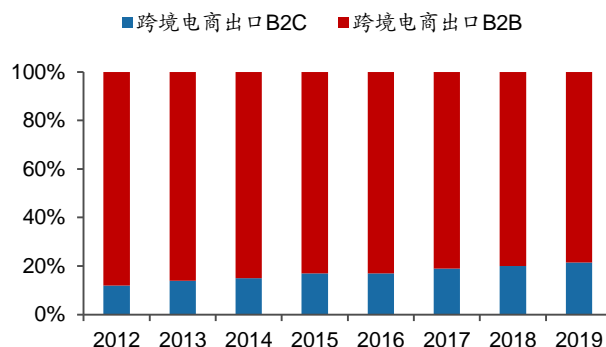
跨境出口电商为万亿规模、高速增长赛道。电子商务研究中心数据显示，2019年我国跨境电商出口B2C行业规模为1.73万亿元，2013-2019年CAGR为28.7%。随着电子商务的持续发展、物流快递的便利化以及消费水平的提升，跨境B2B持续碎片化转为跨境出口B2C。

图8：跨境电商规模及增速情况



数据来源：电子商务研究中心，广发证券发展研究中心

图9：B2C占比不断提高



数据来源：电子商务研究中心，广发证券发展研究中心

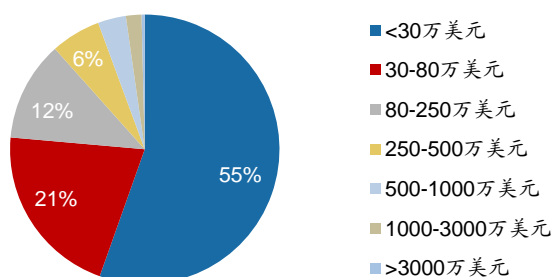
无论是短期还是长期角度，中国跨境出口电商均具备高成长空间：

（1）短期来看，①海外线下商业受到疫情破坏，消费者对电商的依赖程度迅速加深；②海外供应链同样受到疫情的负面影响，恢复尚需较多时日，而中国商品供应已经率先恢复正常。当前时间节点能通过电商渠道将中国商品直接销售至消费者的中国跨境电商承接了最多的行业红利。

（2）长期来看，①海外用户消费的线上化趋势难以逆转，有望复制中国移动电商发展路径，B2C电商渗透率快速提升且空间广阔；②中国拥有全球最丰富完备的制造产业链，海外对中国性价比产品的依赖度高；③中国国内电商发展领先，深谙电商流量玩法、精细化运营能力领先的中国卖家团队具备明显的降维竞争优势。

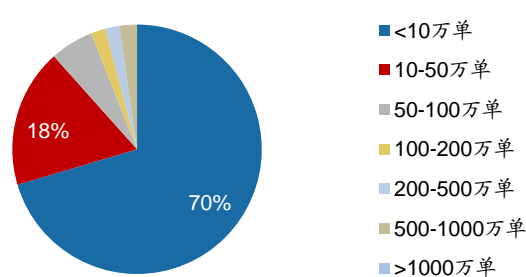
格局分散，行业仍处于跑马圈地阶段。易观数据显示，2018年，年销售额在250万美元以下的电商超过85%，销售额超过1000万美元的大卖家仅占2.5%（包含了B2B卖家）；年订单量10万单以下的卖家占到70%。从销售额和销量上看，小型卖家仍占市场主流，行业集中度偏低。

图10：2018年跨境电商企业销售额分布



数据来源：易观数据，广发证券发展研究中心

图11：2018年跨境电商行业企业销售单数分布

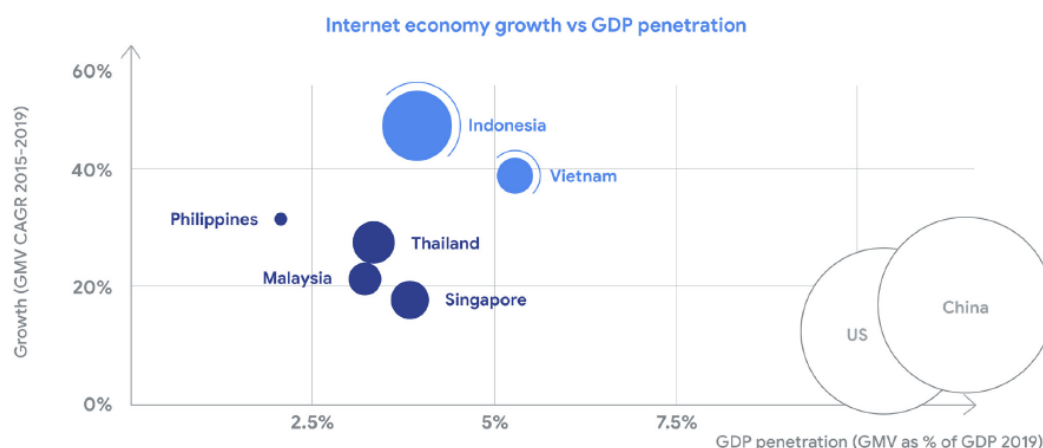


数据来源：易观数据，广发证券发展研究中心

## (二) 东南亚市场处于电商爆发红利期

东南亚国家线上经济渗透率仅为3.7%、GMV规模增长迅速。整体而言，2019年东南亚线上经济GMV占GDP比重为3.7%(美国2016年线上经济渗透率就已达到6.5%)，而2015年这一比例仅为1.3%，预计2025年线上经济占东南亚GDP比重有望超过8%；东南亚线上经济GMV由2015年的320亿美元增至2019年的1000亿美元，CAGR高达33%，且预计2025年将增至3000亿美元的市场规模。分国家来看，越南线上经济渗透率目前相对较高，印尼及越南线上经济GMV增速较快。

图12: 东南亚国家线上经济渗透率低、增速快

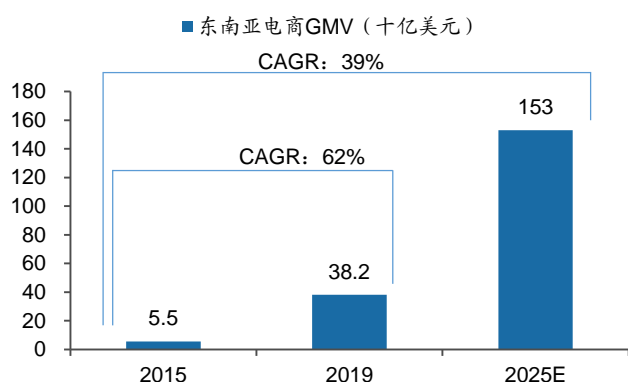


数据来源：《2019 东南亚数字经济报告》，广发证券发展研究中心

**东南亚网购用户渗透率低、增长迅猛。**根据《2019东南亚数字经济报告》，东南亚最大的六个国家（印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、新加坡、泰国、越南）共计5.7亿人口，有3.6亿互联网用户，其中1.5亿为网购用户，网购用户在总人口中渗透率仅26%、在互联网用户中渗透率仅42%，东南亚六国平均每天订单量仅500多万。

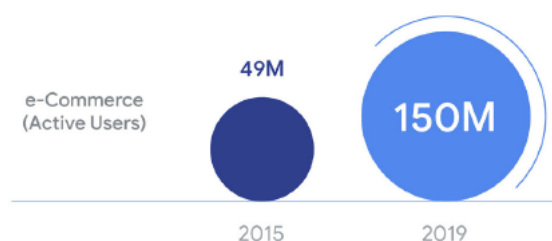
**发展空间以我国情况作对比参考：**参考wind援引的中国互联网络信息中心数据，2019年底我国拥有9.0亿网民，其中7.1亿为网购用户，在互联网用户中渗透率高达79%；订单方面，参考邮政局数据，2019年中国快递量达635.2亿件，平均每天1.7亿件，且超过80%都是电商件。

图13: 东南亚电商规模高速增长



数据来源：《2019 东南亚数字经济报告》，广发证券发展研究中心

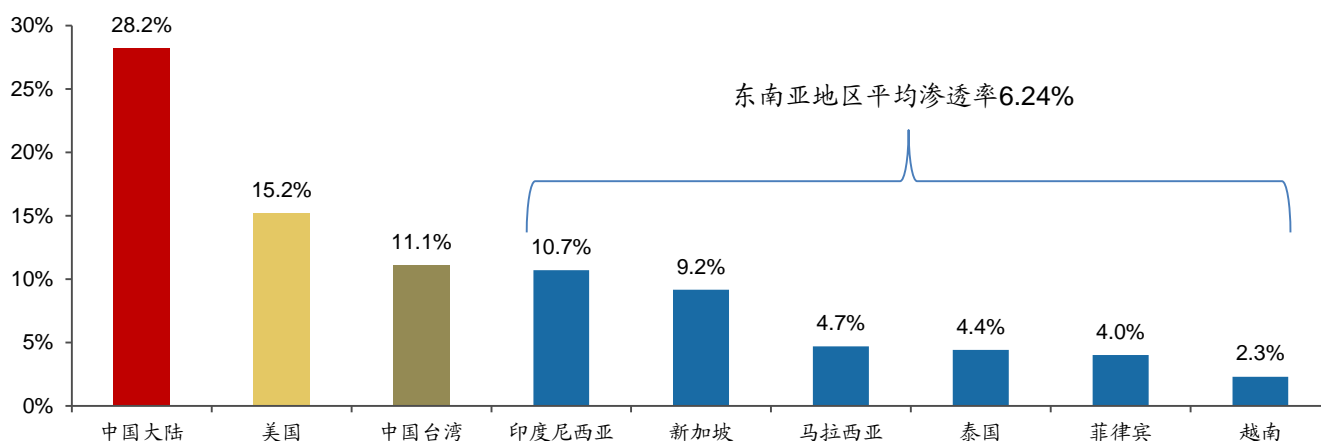
图14: 东南亚网购用户近4年增长200%



数据来源：《2019 东南亚数字经济报告》，广发证券发展研究中心

东南亚地区2019年网购渗透率（网购金额/零售总额）仅为6.2%，行业发展空间较大。东南亚地区网购渗透率低于美国的15.2%，更远低于中国的28.2%，未来上升空间巨大，仍是一片广阔蓝海；此外公司另一重要业务地区中国台湾的网购渗透率为11.1%，高于东南亚地区，但离美国与中国大陆仍有一定距离，因此公司跨境电商业务受益于主要业务地区较低的渗透率，未来有望继续发展。

图15：2019年部分地区网购渗透率（网购金额/零售总额）



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

### （三）二类电商为“买量”生意，考验团队的系统、流程、管理能力

二类电商（或称作单页电商、直营电商）是利用单页广告形式进行商品销售的一种电商模式。阿里巴巴、亚马逊等中心化的传统电商平台以“专卖店”形式集合卖家，提供丰富的商品选择；二类电商通常为设计简单、SKU极少的独立站（网页），通过外部流量（如海外facebook、国内今日头条等）跳转进入站点进行交易。二类电商通常具有如下特点：

（1）**场景引导+极简SKU，缩短决策链。**二类电商通过场景化的广告投放引流至商品详情页，仅为消费者提供几个甚至唯一商品选择，引导消费者在短时间内作出“yes or no”的购买决策。这一特性也决定了二类电商仅适合快决策的冲动型消费品。

（2）**商品无法直接比价，销售利润空间大。**由于二类电商站点内不存在其他竞争卖家、没有搜索比价，当消费者对商品成本缺少明确认知时可以实现溢价销售。

（3）**流量渠道丰富，依赖外部采买。**二类电商站点形式轻便，可由社交、搜索引擎、视频等各种渠道导流；但由于商品SKU有限，二类电商较难形成持续粘性复购，几乎不存在自然流量，访问流量基本完全依靠外部导入，无法像传统电商卖家通过复购及搜索杠杆摊薄流量成本。且由于流量难以复用，二类电商往往需要毛利率较高的单品支撑商业模式。

（4）**站点灵活，不受平台规则限制。**二类电商体系往往由大量单页站点组成，流量入口分散、互不干扰，可依附于各种流量入口，无需在中心化电商平台中按规则争夺公域流量、被收取交易佣金，且单一站点被封禁带来的损失较低。

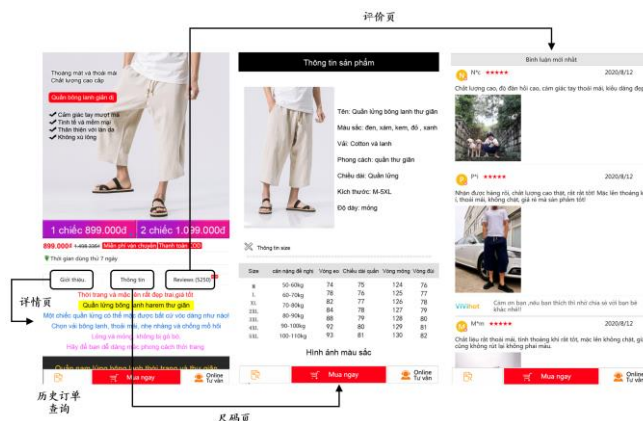
(5) 交付方式以COD为主，签收率成为重要运营指标。二类电商不具备中心化平台电商提供的信任背书，COD（cash on delivery，货到付款）成为常见解决方案。成熟的传统电商以在线支付为主，对于消费者而言是先款后货，退货或拒签需发起单独流程、是“麻烦”的步骤；COD模式下用户拒签则基本没有损失，且实际收货在下单购买的数天后，冲动消费有“反悔”可能性。用户拒签对于卖家是高昂沉没成本，签收率成为二类电商运营的核心指标。

图16: Facebook的商品广告



数据来源: facebook, 广发证券发展研究中心

图17: 二类电商网站购买页面举例（吉客印旗下）



数据来源: geoeley.com, 广发证券发展研究中心

二类电商业务链条长、自动化程度高，考验经营团队的系统、流程、管理组合而成的综合实力。COD二类电商的业务主要包含选品、采购、设计建站、投放、产生订单、发货、派送收款（拒签回收）、财务结算等流程，各环节均需要精细运营，盈利的“木桶”不允许存在“短板”：

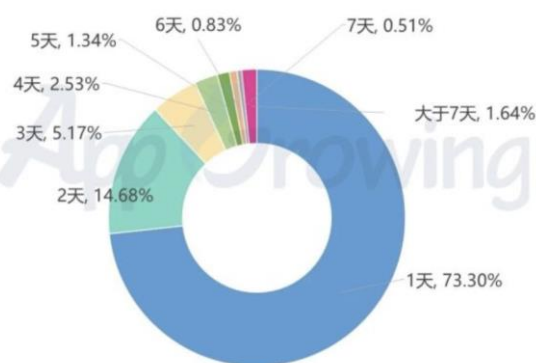
(1) 下单转化前，自动化选品、素材投放，二类电商需要从近似无限的供应链中，筛选出能最大效率变现有限流量的商品，并放大投放力度、推爆品（爆品才能够最大程度降低投放及供应链成本，充分利用规模效应）：

①选品是电商的根本；由于二类电商爆品变化快（如新奇特、与节日/天气/流行趋势相关的商品）、爆款趋势会被竞争对手迅速跟进、商品池过于广阔，高效的选品决策必须以自动化流程为主、人工决策为辅；

②设计建站、素材投放与选品紧密相连甚至融为一体，批量选品的过程中建站将同步完成，同时投放素材也批量制作、筛选、组合，在持续的投放测试中筛选素材、优化转化率。根据App Growing，2019年上半年直营电商行业7成以上投放为“一日素材”，近9成累计投放天数不超过2天，行业整体广告生命周期短、竞争激烈，广告策略的调整节奏极快（二类电商素材的生命周期比手游素材更短）。投放能力是团队技术（算法优化）+经验（用户&商品数据积累、投手经验）的结合。

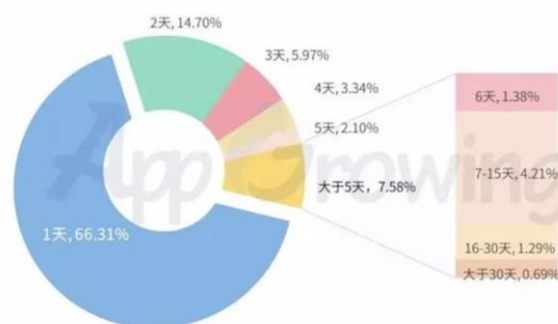


图18：2019H1直营电商近9成广告累计投放天数≤2



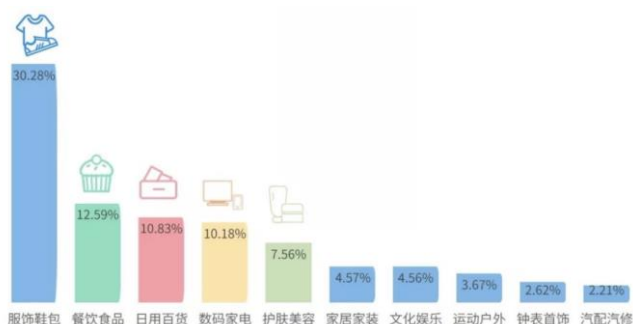
数据来源：app growing，广发证券发展研究中心

图19：2019H1手游广告生命周期分布



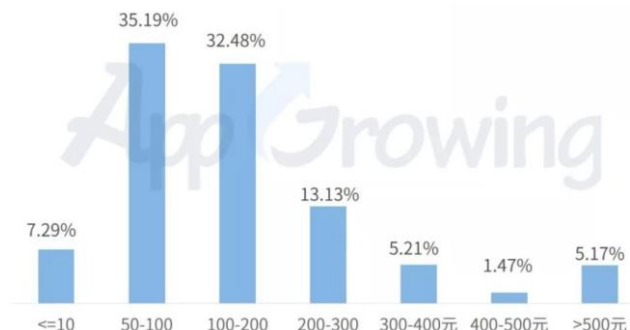
数据来源：app growing，广发证券发展研究中心

图20：2019年直营电商投放广告数品类分布



数据来源：app growing，广发证券发展研究中心

图21：2019年直营电商投放商品价格带分布



数据来源：app growing，广发证券发展研究中心

（2）下单转化后，交付链条中每一环节均关乎签收率，体现流程沉淀与组织管理能力（一旦用户拒收，流量&来回物流成本将全部变为费用）：

①**COD模式下时效是第一要义**，冲动型消费往往时效性强，到货速度慢将显著拉低签收率；产生订单后的（商品生产）发货、末端派送均需要强管控保证时效。

②**强时效+快供应链带来品质把控与库存挑战**，时效最快的供应商一件代发模式存在产品质量把控不严造成消费者拒收的隐患，提前入仓囤货则运营方将承担较多库存压力，而订单生成后再采购、入仓、全检可能拖慢发货时效；各模式各有利弊，需要运营方具备极强的流程优化及供应链管控能力。跨境模式下，清关和跨境物流将进一步增加运营难度。

长期来看，部分二类电商玩家可能向一类电商、品牌化电商、或者SaaS服务商演化，沉淀更稳定的竞争力和进入壁垒。长期来看，用户网购心智成熟度越来越高，一类电商（在线支付、有店铺复购）、品牌电商（logo化、也有可能是渠道品牌）的复购率更高，能负担更高的流量成本，部分二类电商可能向一类化、品牌化发展。长于系统建设的玩家也可能沉淀出SaaS系统，将二类电商运营所用的整套流程产品化并提供相应的供应链服务，帮助中小商家减少需操作的环节（小语种翻译、选品后自动建站、优化投放、代清关发货等），让中小卖家更专注于挖掘市场机会。

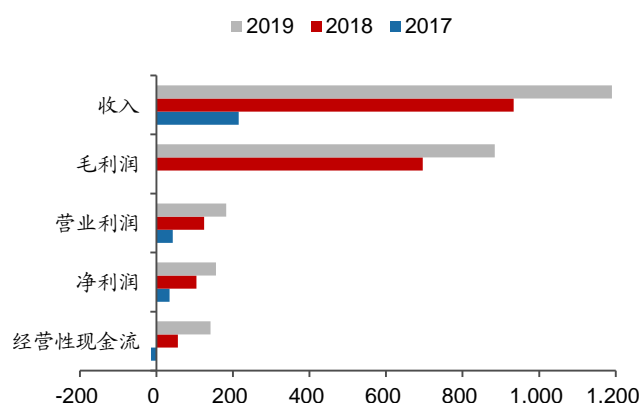


#### (四) 吉客印：技术数据硬门槛+流程管控软实力，借行业红利高速发展

跨境电商业务主要由全资子公司吉客印运营。2017年8月1日，吉宏股份与厦门鹤超共同出资设立厦门吉客印电子商务有限公司，吉宏股份出资650万元，占注册资本65%。2020年6月19日，吉宏股份公告以1.2亿元对价收购来宾鹤超所持的吉客印7%股权，吉客印成为上市公司100%控股子公司。

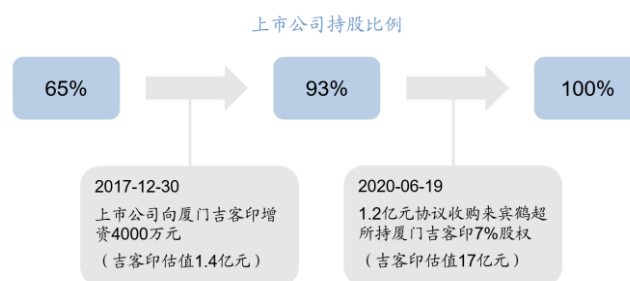
跨境电商业务收入利润快速增长。2019年跨境电商业务实现营业收入11.9亿元，同比增长27.6%，净利润1.56亿元，同比增长13%，贡献上市公司45%净利润。根据2020年半年报，公司跨境电商业务实现营业收入10.9亿元，同比增长97%，实现净利润1.66亿元，同比增长123%。

图22：吉客印（跨境电商业务）财务指标（百万元）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

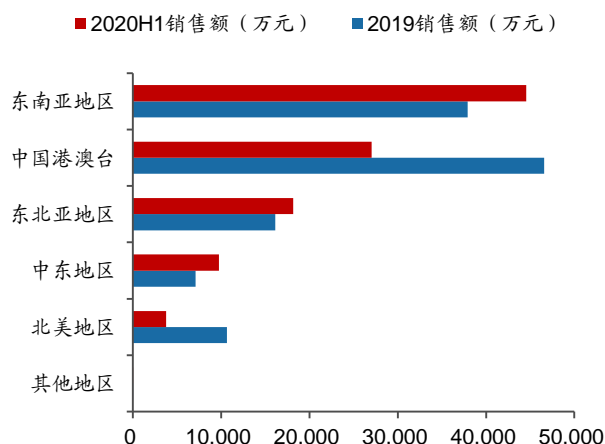
图23：上市公司对吉客印持股比例变动示意图



数据来源：《吉宏股份：关于收购控股子公司厦门市吉客印电子商务有限公司少数股东权益的公告》，广发证券发展研究中心

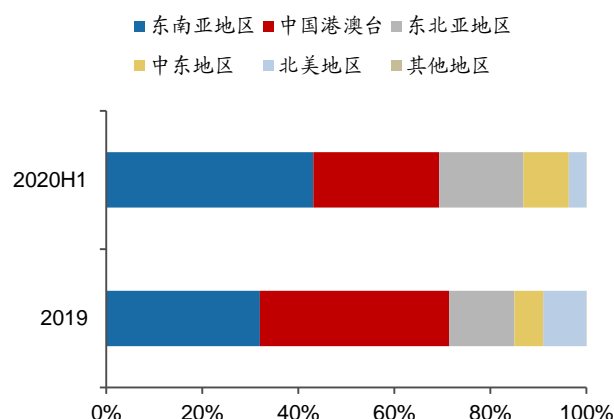
跨境电商业务东南亚占比高、增速快，充分享受行业增长红利。公司跨境电商业务在东南亚地区增长最快，2020H1营收达4.5亿元，已超过2019年全年的3.8亿元，贡献跨境电商业务营收的43.1%。

图24：跨境电商东南亚销售额2020H1已超去年全年



数据来源：《吉宏股份：关于深圳证券交易所2019年年报问询函的回复公告》，广发证券发展研究中心

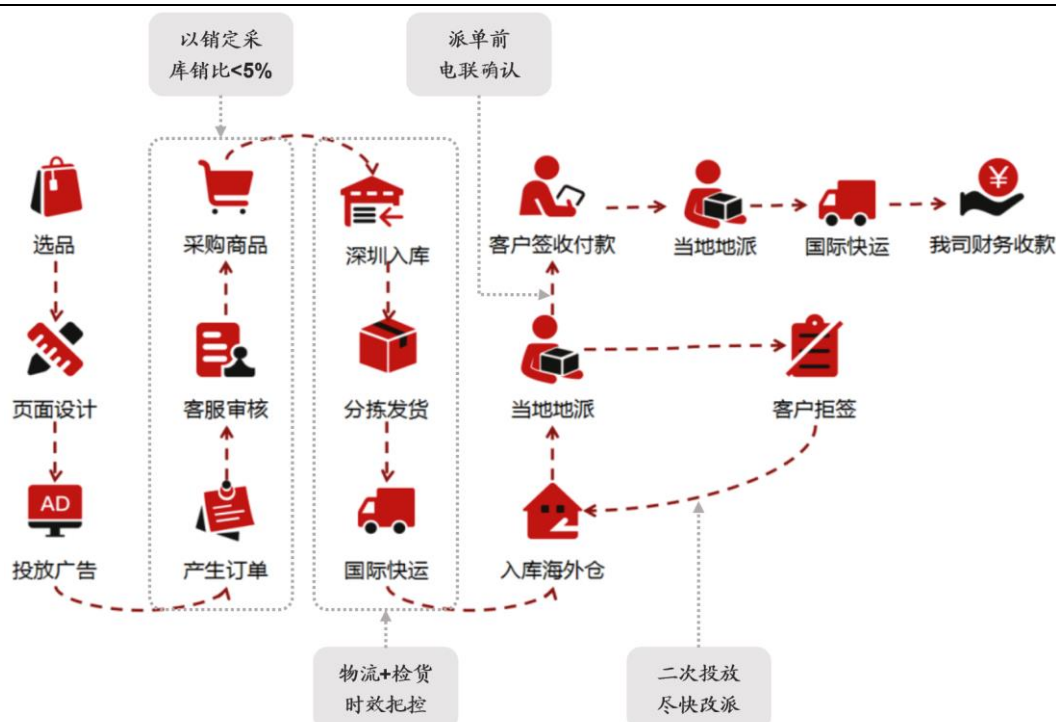
图25：跨境电商东南亚销售占比高



数据来源：《吉宏股份：关于深圳证券交易所2019年年报问询函的回复公告》，广发证券发展研究中心

业务链条长，管控细节多，对流程化操作的效率要求高。根据公司官方微信公众号介绍，跨境电商业务全流程基本含有以下阶段：①数据选品（通常为1688客户，线下工厂客户也可通过1688结算），②制作广告，③精准投放（Facebook, Instagram或谷歌等），④消费者下单、客服审核确认，⑤吉客印向供应商下单，供应商发货到公司国内仓，⑥检验、分拣后通过国际物流配送至目标地（公司与核心市场的物流公司合作租海外仓，主要承接地派和二次改派），⑦快递员派送、货到付款（物流公司代收货款；客户收货7-15天之后可确认收入）；⑧如客户拒签，货物进入海外仓，吉客印将二次投放广告、海外二次派发。

图26：吉客印跨境电商业务流程



数据来源：吉宏股份微信公众号，广发证券发展研究中心

**竞争优势：技术数据硬门槛、流程管控软实力。**跨境二类电商模式各环节均需要精细化运营，盈利的“木桶”不允许存在“短板”，能够在全发货情况下保持规模化运作并盈利的玩家少之又少。在部分运营流程的关键节点中，我们可以一窥吉客印的竞争壁垒：

### （1）技术数据：选品、投放能力是团队技术+经验的结合。

①**经验：**根据公司官方微信公众号介绍，吉客印团队来自前身帮助中国企业做出海推广的王亚朋团队、华为供应链背景的孙凤良团队；激励方面，公司按照投放广告的转化率进行绩效提成，对团队投放积极性推动较强。团队人员经验和该业务持续三年以来的用户数据积累，是精确分析目标市场偏好、时下热点趋势的基础。

②**技术：**公司已成功开发完善的自动化、智能化工作流程系统，具备选品、投放、采购、管理等一系列功能，系统的自动化及智能化程度将直接决定投放ROI及全链路的订单处理时效。根据《吉宏股份：关于深圳证券交易所2019年年报问询函的回复公告》，公司业务的主要系统包含自主开发的二类电商系统和基于开源的Magento

商城系统，以及吉客印电子商务系统、库存管理系统和用友财务系统（外购），租赁亚马逊云服务平台进行电商业务。

从财务结果看公司选品策略，吉客印所售商品主要为高毛利率品类，2018-2019年公司跨境电商业务毛利率维持在74%-75%之间（营业成本主要包含职工薪酬、物资成本等），显著高于一般消费品，体现二类电商的商业模式特征。

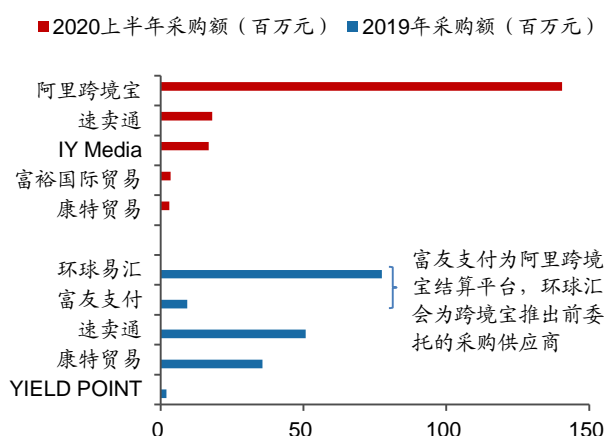
## （2）流程管控：know-how与组织管理的沉淀。

①**客户信用管理**：依据拒签率将用户分层，恶意下单客户不发货、签收率较低的客户提前电话确认订单等方式，对订单进行分层管理，减少无效订单、提高签收率。

②**采购、入仓检验、清关、物流流程高效，实现“见单采购”、库销比低**：根据公司官方微信公众号介绍，吉客印采用先有订单后采购的模式降低库存风险（热门商品存在预先采购），目前库销比控制在5%。先下订单、商品提前入仓的模式可以大幅提高配送时效优化用户体验（如国内京东、海外跨境通），但由于二类电商供应链宽、产品迭代快，提前入仓极易产生库存积压；“见单采购”则需要保证下单采购、入仓检验、清关、物流的全链路流程的高效率，在用户可接受的时效范围内送达（间隔时间越长，签收率往往越低）。

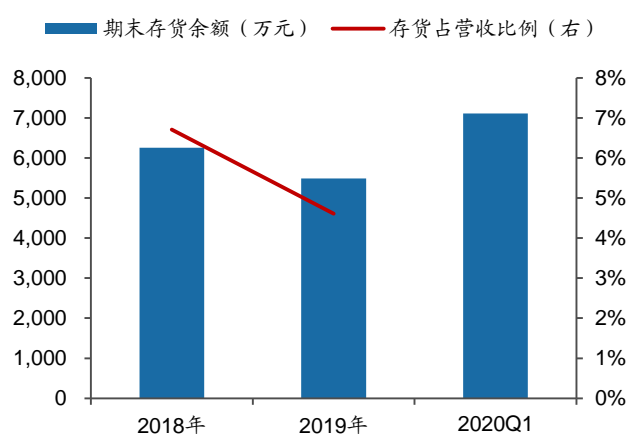
**协作机制和供应链管理举例**：系统库存监测保证“有货可发”，与供应商的长期合作及下单规模保证工厂发货的时效性，入仓检验保证产品质量降低拒签率（用户可当场拒收，且有7-15天退货时效保护），多种物流方式结合、每日清关发货保证运输速度，拒收后及时二次投放减少海外仓库存积压。根据公司在全景网的披露，2020Q1东南亚新冠肺炎疫情形势严峻，多个国家封闭，各地区航班数量减少，导致产品配送时效延迟；公司除采用货机运载货物外，还根据目的地实际情况采用海运陆运结合等方式进行配送（如泰国越南部分采用陆运，中国台湾、马来西亚部分采用海运快速通关渠道），尽量降低空运不畅造成的影响。

图27：跨境电商采购主要来自阿里渠道



数据来源：《吉宏股份：关于深圳证券交易所 2019 年年报问询函的回复公告》，广发证券发展研究中心

图28：跨境电商业务库销比维持低位



数据来源：《吉宏股份：关于深圳证券交易所 2019 年年报问询函的回复公告》，广发证券发展研究中心

表 3：跨境电商业务主要仓库基本信息

区域	仓库数量	运营模式	总面积/平方米	总日处理件数/件
深圳	1	自营	10888	40000-50000

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

中国台湾	3	合作	3800	1000-2800
泰国	3	合作	3200	2700-7200
马来西亚	1	合作	800	600-2500
阿联酋	1	合作	400	1000-2000
沙特	1	合作	900	1000-2500
日本	2	合作	1000	1000-2000
新加坡	1	合作	150	200-600
越南	1	合作	500	800-2000

数据来源：《吉宏股份：关于深圳证券交易所 2019 年年报问询函的回复公告》，广发证券发展研究中心

**短视频与直播带来增长新机遇。**短视频与直播展示方式直观，在冲动型消费的转化上具备优势；短视频与直播下的二类电商商业实质与图文时代一致，主要为投放渠道变化、素材形式升级，公司在跨境电商业务积累的投放、系统与供应链能力可被新媒介红利放大，带来业务规模的进一步增长。根据公司在全景网的披露，2020年吉客印在直播带货模式进一步细化管理，随着东南亚国家网络基础设施的完善，直播带货将成为吉客印的核心增长点。

**国内二类电商业务同步推进，公司与MCN机构合作，融合直播电商营销。**国内抖音、快手等内容流量平台的发展同样带动了二类电商的发展（依托于信息流广告、直播等）。公司通过参股逗乐互娱等MCN机构布局短视频及直播电商，根据公司在全景网的披露，公司主要通过今日头条、抖音、快手等精准推送单页广告及网红直播进行产品销售，已注册多家抖音小店进行测试。

**长期来看，我们认为吉客印存在沉淀SaaS系统的能力，赋能中小卖家进入东南亚市场。**吉客印三年来在东南亚市场耕耘所积累的自动化流程处理能力、投放素材模板、用户数据、配套的国内外仓储物流体系，均可以产品化赋能中小商家，

### 三、精准营销：高效对接广告需求，增加电商业务投放资源

**2018年3月，公司收购北京龙域之星，切入互联网广告行业。**吉宏股份和厦门正奇（吉宏股份全资子公司）共同出资1.88亿元收购宁波易格和云域投资合计持有北京龙域之星100%的股权。

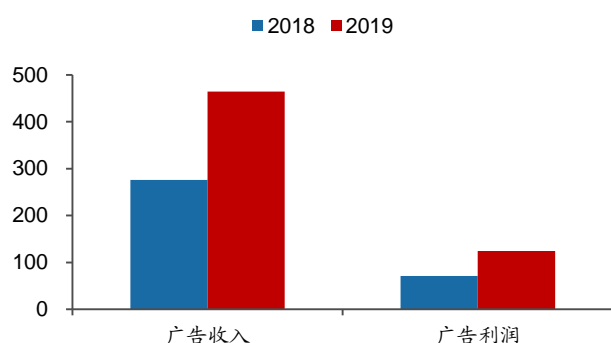
公司精准营销广告业务主要由子公司厦门市正奇信息技术有限公司、北京龙域之星科技有限公司及其下属公司负责。根据公司2020年半年报介绍，厦门正奇主要负责开发完整的DSP（需求方平台）与SSP（供应方平台），在接收广告主的投放需求后通过数据整合、分析及管理，实现基于受众的精准投放，并且保证价格优势。龙域之星主要通过移动广告技术实现与国内移动平台广告流量的对接及采买，为客户提供CPA/CPM/CPS等方式的效果营销服务。

2019年，公司精准营销广告业务实现营业收入4.65亿元，同比增长68.3%，实现净利润1.24亿元，同比增长74.7%，净利率达26.7%（收入采用净额记账）。2020年上半年实现营收1.8亿元，实现净利润5468万元，其中厦门正奇实现净利润2923万



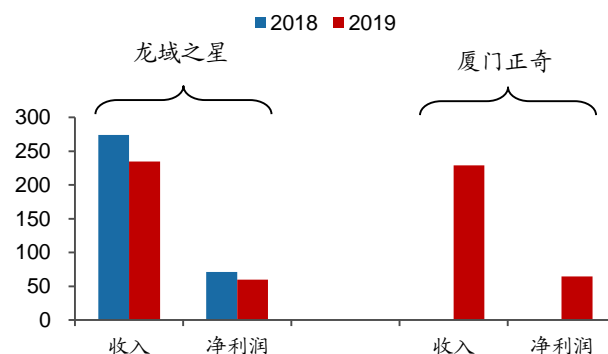
元、龙域之星实现净利润2544万。

图29: 精准营销业务收入利润情况 (百万元)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图30: 精准营销业务分子公司收入利润情况 (百万元)

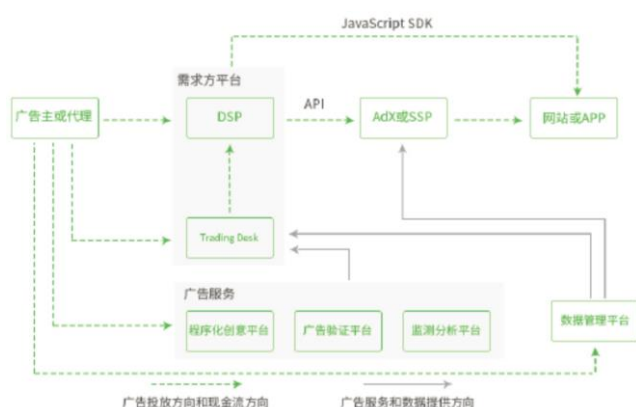


数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

精准营销业务实质是搭建可供广告主和流量主程序化买卖广告位、精确匹配供需的平台 (以达到成本最小化/收入最大化)。DSP (需求方平台) 供广告主设置投放需求, SSP (供应方平台) 供流量方管理广告库存及报价, 第三方将基于RTB (实时竞价, 对用户展示行为进行评估以及出价的竞价技术) 匹配双方需求促成交易。

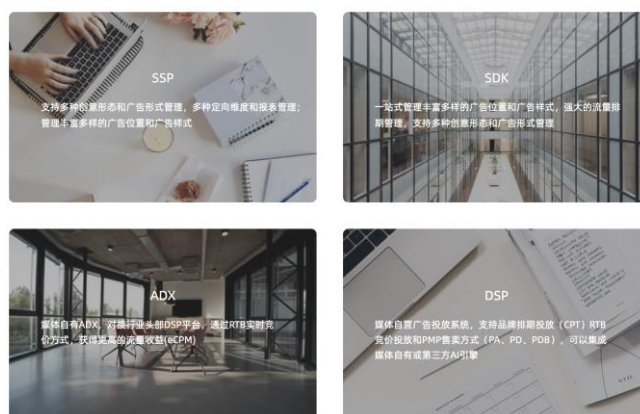
公司精准营销业务同时做SSP、DSP两端, 供需更稳定。公司主要通过自建流量池以及不断整合移动互联网领域优质流量, 搭建覆盖ios和安卓的广告服务系统; 公司拥有一套完善的SSP, 支持国内外绝大多数的平台接入。DSP方面, 公司目前服务超过100+知名客户, 覆盖应用、游戏、电商、直播、工具、小说等主流行业。

图31: 程序化广告流程示意图



数据来源: 舜飞科技, 广发证券发展研究中心

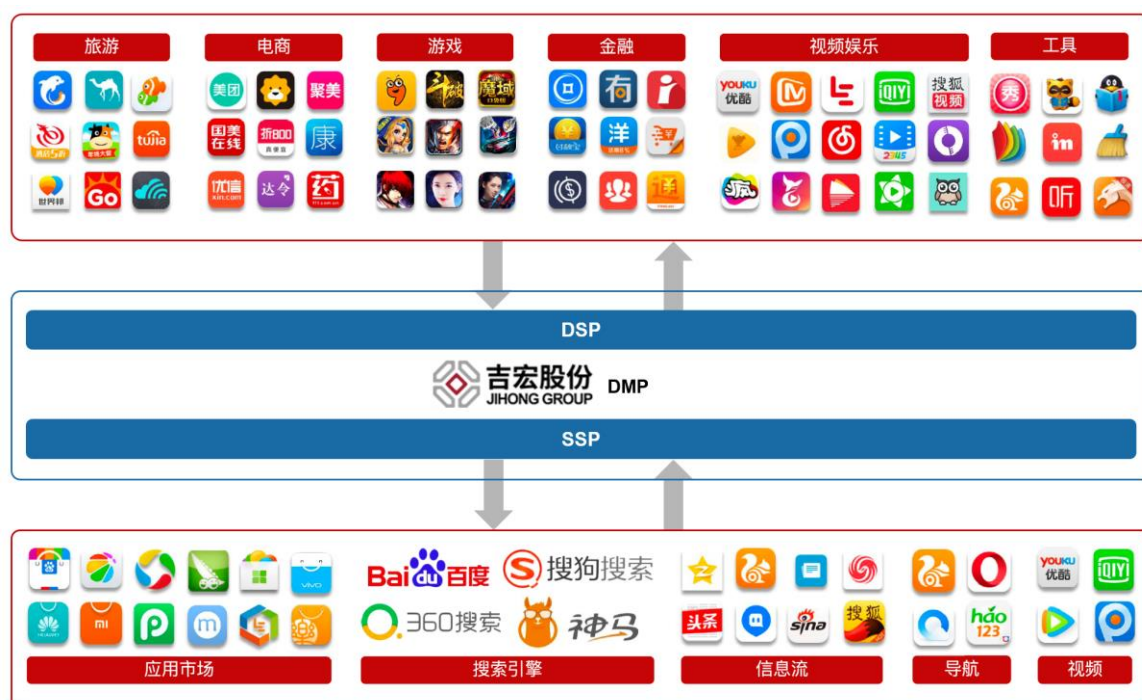
图32: 龙域之星提供的广告产品



数据来源: 龙域之星官网, 广发证券发展研究中心



图33：吉宏股份精准营销广告合作方



数据来源：公司投资者交流材料，广发证券发展研究中心

参股MCN机构，扩大自有流量来源。公司通过参股逗乐直播等MCN机构切入短视频及网红直播，扩大自有流量池（如软文、拼购、社交群体交互式展示、短视频播放、直播等），同时规避自培养网红的风险。

吉宏既作为广告主采购被投公司网红流量资源（国内电商业务作为广告主，投放二类电商广告），又可以将电商业务的供应链能力赋能主播（为主播提供货物采购等全流程支持）。电商与广告业务形成良好协同。

## 四、包装：稳健的传统业务

### （一）包装业务概要

公司包装业务的主要产品是纸包装，包括彩盒包装、展示彩箱、购物袋、纸杯纸碗与集束包装，也生产部分软塑包装产品。

表 4：公司主要包装产品及用途

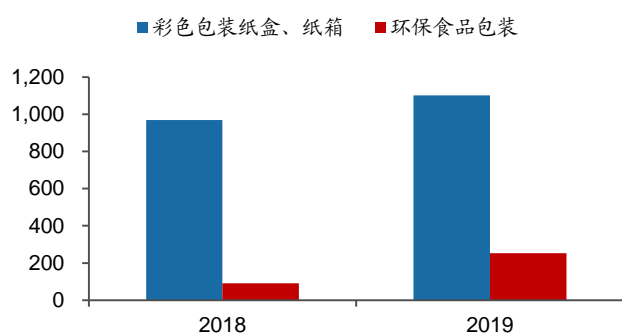
主要产品	用途
彩色包装纸盒	用白板纸、白卡纸等制成的彩色胶印包装产品，属于非物流包装、方便产品的防护、品牌展示等。主要应用于快速消费品领域，如奶制品、个人生活卫生用品、日化产品、食品饮料、消费性电子产品等的外包装。
彩色包装箱	采用面纸与瓦楞纸板组合形成的彩色瓦楞纸箱，对产品起到防护、销售展示的作用，适用于奶制品、食品饮料等产品的外包装。
环保纸袋	用 100% 纯木浆做成的牛皮纸制成地带有纸质手把的环保纸袋，耐破高、韧性好，高强度，方便运输，主要用于各类

	商品外包装袋，如服装、鞋、食品、烟酒、化妆品、保健品等的包装手提袋。
塑料软包装	用聚乙烯、聚丙烯等原材料，制成的塑料包装物，外形柔软，方便产品的配送、销售及顾客的使用，主要用于日常用品的外包装，如：婴儿尿裤袋、妇女卫生用品、食品包装、洗涤用品外包装等。

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

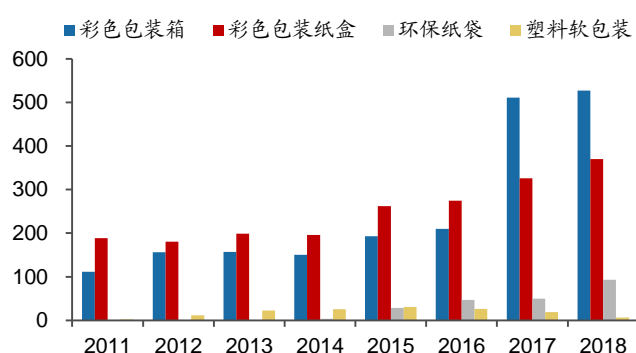
公司的主要包装产品是彩色包装箱和彩色包装纸盒；环保包装业务贡献新增量。2019年年报中公司对包装业务采用新的统计口径，其中彩色包装纸盒、纸箱业务贡献营收11.0亿元（占总营收比例36.6%），同比增长13.6%；环保食品包装贡献2.5亿元（占总营收8.4%），同比增长179.5%。公司在2014年推出环保纸袋业务，2018年营收占比达到9.34%。2018年，公司传统的彩色包装箱和彩色包装纸盒业务营收分别为5.27亿元和3.7亿元，2011-2018年CAGR分别为24.8%和10.1%。环保纸袋业务近年发展迅速，2018年录得营收9311万元，2014-2018年CAGR达到130%。塑料软包装业务营收相对较少，2018年录得664万元，并且伴随公司的业务持续调整，2016年以来有所下降，2017年同比下降64%。

图34：新口径下各类包装产品营收（单位：百万元）



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图35：旧口径下各类包装产品营收（单位：百万元）



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

## （二）传统包装业务：设计+技术+供应，形成稳定客户群

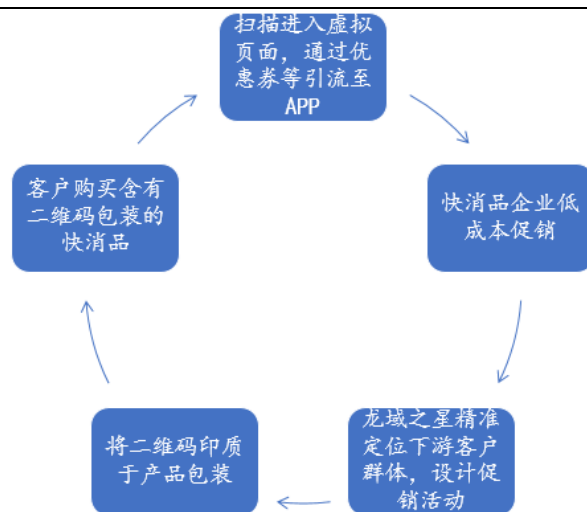
公司的主营传统包装业务包括：彩色包装纸盒、彩色包装箱，主要面向快消品企业。

公司专注于消费包装领域研发，形成行业内领先的印刷技术。公司围绕包装优化进行研究，一方面，通过后端的技术和专利共享、材料开发，实现轻质化、高强度、自动化，降低运输成本、生产及物流中的损耗成本，提升自动化包装的效率，以降低客户成本；另一方面，通过色彩管理、包装工艺筹划、结构设计等提升包装吸引力，使产品美观、提升结构合理性，满足客户多元化包装需求。

借助二维码打造独特的营销式包装，为客户节省促销成本。2018年公司收购北京龙域之星科技有限公司，借助龙域之星的广告营销资源，与包装业务有机融合，培育出全新的二维码营销模式，以快消品展示包装及快餐卖市场的纸容器包装整合为流量入口，为快消品客户提供新型促销方式。具体模式为：快消品企业与公司达成促销意向，公司将含有促销活动信息的二维码印制于产品包装上。客户扫描二维码进入虚拟抽奖界面，除了提供少量高单值实物商品外，大量的奖项是由互联网APP公司提供的优惠券、代金券等虚拟物品。这种促销方式在激发客户购买欲望的同时，

极大地节省了快消品企业的促销成本，增加了包装业务的附加值。

图36: “一物一码”服务流程



数据来源：广发证券发展研究中心

公司持续优化供应链，产能持续围绕大客户布局。公司通过收购、增资入股、自建、租赁等方式获得全国的生产基地资源，建立了遍布华南、华东、华北、西北、华中的生产基地，方便对下游客户直接服务。由于包装纸行业属于就近供应行业，因此全国化的产业布局对于充分满足各地客户的需求而言，具有重要意义。

表 5: 公司生产基地布局情况

区域	省份	公司名称	建成/获得时间及其他信息
华东/华南	福建	厦门吉宏	定增扩建环保食品包装线
华东	山东	济南子公司	2017 年
	山东	济南吉联包装	2019 年
	上海	思塔克纸业	2017 年
	安徽	安徽维致	食品环保包装
华中	湖北	黄冈分公司	
	湖北	孝感	食品环保包装
华北	新疆	呼和浩特吉宏	
	河北	滦县吉宏	
		廊坊子公司	
西北	陕西	陕西永鑫包装	2017 年
	宁夏	宁夏吉宏	在建，预计 2021 年完全达产

数据来源：公司非公开发行股票募集资金公告，广发证券发展研究中心

广告设计基因优良，围绕客户需求不断优化设计。吉宏股份前身为厦门正奇电脑技术开发有限公司，主营创意设计广告策划制作，具有良好的设计基因。公司的包装创意设计融合了企业文化、美学、原材料、工艺流程等多种元素，在充分了解客户需求的前提下，帮助客户设计和改进包装中存在的问题，并在后续生产及销售中，通过信息反馈了解客户的需求变化，改进包装方案，使客户的包装产品在图案设计

和外观形态上更具视觉冲击力，在众多的快速消费品包装中能够脱颖而出，促进客户产品的销售。公司的设计优势能够让客户与企业紧密联系在一起。

**公司凭借技术+供应+设计，“一站式”+“一体化”商业模式形成竞争壁垒。**（1）公司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的综合服务，以领先的技术和设计驱动发展。（2）公司拥有集胶印、柔印、凹印于一体的多种、多色印刷技术、大幅面、多功能的印刷设备、印刷机连线印后加工技术等多种技术，并拥有自己的瓦楞纸生产线，能够涵盖客户大部分产品，“一体化”满足客户在产品更新迭代过程中产生的多样化需求。

**公司专注培育快消头部品牌客户，形成稳定的护城河。**公司从建立伊始，即注重与快消品龙头品牌客户建立合作，目前与多家大型快消领域公司建立长期稳定合作关系，包括恒安国际、伊利股份、纳爱斯、金红叶集团、森马服饰、良品铺子、达利食品、阳光照明等，头部品牌客户保证收入的稳定性。

**优秀大客户保证公司收入端稳定性，公司充分享受大客户业绩增长红利。**公司的头部客户资源稳定，前五大客户销售占包装业务销售比例保持在90%左右，2019年贡献营收11.12亿元；伴随与大客户合作的不断深化，公司充分享受大客户增长红利，2016-2019年来自大客户的销售CAGR达到31.9%。公司的前两大客户伊利和恒安集团，分别于2006年和2003年展开合作，2019年二者对包装业务的销售额贡献分别达到65.4%和9.4%。伊利作为国内乳制品龙头，2019年收入规模达到900亿元以上，且保持良好的增长态势，龙头地位稳固，未来将继续为公司提供充裕的订单。

### （三）增量包装市场：积极谋求转型，加码环保与集束包装

公司的新型包装业务包括环保纸袋、QSR食品级包装、集束包装、个性化包装，主要客户是食品饮料行业、餐饮行业及网络外卖平台。

**环保包装爆发在即，公司大力推进环保包装业务。**限塑政策趋严，替代需求推动环保包装快速增长。与食品直接接触的食品级 QSR 包装（纸杯、纸碗、包装纸等）凭借自身的优势，有望逐步替代塑料包装在食品领域的应用。公司在2018年之前，仅涉及非直接接触食品包装领域，但此后，通过收购及自建产能，布局食品级包装，具备为客户同时提供内外包装的能力，有利于增强客户黏性、扩大订单量和提升客单值。

（1）公司2018年9月通过收购安徽维致33%的股份，并于2019年收购剩余的67%股权，将其更名为安徽吉宏，进入食品快餐包装领域（QSR）。安徽维致是一家专注于环保纸容器产品的应用开发、策划并提供解决方案的综合制造商，主要产品为各类冷热纸杯、纸碗、纸桶、纸盘、纸盖等，年产能为10亿只/年。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。借助此次收购，公司将切入快餐市场的功能性包装业务（纸容器），从而完善业务结构及布局。

（2）大力推进环保包装产能建设。公司通过非公开发行股票募集资金，在廊坊、孝感、宁夏新增环保包装项目，以更好地适应快消品大型企业全国分散布局的格局，增强其在华中、环渤海、厦门金三角经济区的市场辐射范围；同时，在宁夏投建环保包装箱项目，以填补公司包装业务在西北地区的空白。



## 五、盈利预测与估值

根据吉宏股份2020年半年报，上半年公司实现营业收入19.2亿元，同比增长37%；实现净利润为2.7亿元，较上年同期增长75%，归母净利润2.6亿元，较上年同期增长74%。2020年9月4日公司公告前三季度归母净利润预计比上年同期增长83.68%-98.78%，盈利4.25-4.60亿元，单Q3增长100.25%-142.11%。

我们预计公司2020-2022年营收分别为49/66/83亿元，归母净利润分别为6.5/8.6/10.6亿元。分跨境电商、精准营销、包装业务三项进行盈利预测：

**(1) 跨境电商：**根据公司中报，疫情加速海外传统消费习惯及消费方式的改变，在战略全局的把控下，通过分析各个国家疫情抗击状况及秩序治理能力，公司根据市场需求情况及时调整产品品类和重点销售区域，多方沟通协调供应链资源，全力保障产品配送时效，依托对市场的敏感度及快速响应能力，公司跨境电商业务实现营业收入10.9亿元，同比增长97%，实现净利润1.66亿元，同比增长123%。依据公司前三季度业绩预告，2020年1-9月公司电商业务整体订单规模及效益实现大幅度增长；我们判断跨境电商业务Q3-Q4均呈高速增长，是业绩超预期的最重要来源。长期来看，东南亚地区的电商增速较快，二类电商目标客群众多，公司已经率先沉淀出系统、流程、以及供应链能力，能充分享受行业红利。

预计2020-2022年公司跨境电商业务收入分别为32/45/58亿元，2020年因海外疫情影响电商需求爆发，公司业务增长幅度较快；毛利率76%/74%/74%，2020年因疫情影响，电商消费需求旺盛，用户对商品价格敏感度低，终端可减少商品折扣力度，2021年后需求逐步恢复常态增长，毛利率回归2019年相似水平；净利率15.0%/14.0%/13.7%，2020年毛利率有所提升、单量大幅提升带来整体费用率下降，净利率有较快提升，2021年后随毛利率略降低、电商流量采买成本提升，利润率或出现小幅回落；扣除吉客印少数股东损益后得归母净利润4.7/6.3/8.0亿元。

**(2) 精准营销：**根据公司中报，受疫情影响，上半年广告主预算收紧、流量消耗减少、投放需求下滑、回款缓慢等现象，为有效控制风险，公司主动停止与部分非直接客户的合作，精准营销广告业务实现营业收入1.8亿元，实现净利润5468万元。我们预计这一趋势在三四季度有所延续。

由于公司逐步停止非直客业务，影响广告业务营收规模，但毛利率、净利率有所上升，预期2020-2022年公司精准营销业务收入分别为3.0/3.3/3.5亿元；毛利率33%/35%/35%，费用率稳定，对应净利率28%/30%/30%，扣除少数股东损益后得归母净利润0.80/0.95/1.0亿元。

**(3) 包装：**根据公司中报，上半年包装业务实现营业收入6.3亿元，同比增长4.6%，实现净利润4034万元，同比增长97%；受益于国内外限塑令的推进及力度的持续加大，公司在2018年提前布局的环保包装业务营业收入为1.7亿元，同比增长118%。Q1包装业务因纸张价格下降、疫情导致复工延迟以及黄冈、孝感工厂2-3月停产等影响，营业收入较上年同期减少2431万元，但净利润较上年同期增加266万元。

预计2020-2022年公司包装业务营收分别为14/18/21亿元，参考2020H1情况，公司毛利率、净利率因环保包装业务的增长有所提升，预期2020-2022年毛利率保持21%平稳水平，管理提效带来费用率降低，利润率提升，归母净利润0.80/0.93/1.12亿元。



**表6：吉宏股份分业务盈利预测**

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>公司整体</b>					
收入	2,269	3,009	4,938	6,609	8,331
YoY	100%	33%	64%	34%	26%
毛利率	43%	43%	58%	58%	59%
净利润	228	346	673	869	1,073
YoY	178%	52%	94%	29%	24%
归母净利润	213	326	649	855	1,060
<b>跨境电商</b>					
收入	933	1,190	3,214	4,499	5,849
YoY	334%	28%	170%	40%	30%
毛利率	75%	74%	76%	74%	74%
归母净利润	97	144	472	627	798
YoY	208%	47%	229%	33%	27%
<b>精准营销</b>					
收入	276	465	302	332	349
YoY		68%	-35%	10%	5%
毛利率	31%	32%	33%	35%	35%
归母净利润	68	121	80	95	100
YoY		77%	-34%	19%	5%
<b>包装</b>					
收入	1,060	1,354	1,422	1,778	2,133
YoY	16%	28%	5%	25%	20%
毛利率	18%	20%	21%	21%	21%
归母净利润	48	62	80	93	112
YoY	10%	30%	30%	15%	21%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心（投资收益、营业外损益未分配至各业务）

估值方面，我们对三部分业务进行分部估值：

（1）跨境电商：我们参考跨境电商公司安克创新，国内成长型电商公司南极电商、小熊电器的估值水平，考虑吉宏所在的海外市场相比国内增速快、竞争小，给予吉宏股份电商业务2021年30倍PE估值，对应188亿市值；

（2）精准营销：参考广告代理公司蓝色光标、华扬联众，给予此项业务2021年15倍PE估值，对应14亿市值；

（3）包装业务：参考合兴包装、裕同科技，给予2021年15倍PE估值，对应14亿市值；

加总三部分估值得到上市公司合理价值为216亿元，对应57.13元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

**表7：分部估值表**

	归母净利润 2021E (百万元)	PE	对应市值 (百万元)
跨境电商	627	30	18,808

精准营销	95	15	1,420
包装	93	15	1,391
上市公司合理价值			21,619

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表8：可比公司估值表

		归母净利润（百万元）		PE	
证券代码	证券简称	2020E	2021E	2020E	2021E
跨境电商					
300866.SZ	安克创新	872	1,188	57.8	42.4
002959.SZ	小熊电器	440	553	45.5	36.2
002127.SZ	南极电商	1,539	1,955	29.9	23.5
精准营销					
300058.SZ	蓝色光标	670	836	30.5	24.5
603825.SH	华扬联众	303	420	22.0	15.8
包装业务					
002228.SZ	合兴包装	263	295	26.2	23.4
002831.SZ	裕同科技	1,196	1468	26.6	21.7

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心（盈利预测采用 WIND 一致预期，至 2020/9/7 收盘价）

## 六、风险提示

- （1）海外电商行业增速不达预期。
- （2）公司二类电商业务未沉淀出足够的供应链/品牌能力，长期竞争中被一类电商玩家或跨行业买量玩家淘汰。
- （3）跨境电商业务中，目标市场的政策风险。
- （4）广告业恢复缓慢，精准营销行业竞争持续加剧。
- （5）包装业务，限塑令等政策推进速度不及预期，大客户流失风险。
- （6）控股股东及一致行动人减持公司股份可能对二级市场产生影响：根据9月4日《厦门吉宏科技股份有限公司关于控股股东及一致行动人减持股份预披露公告》，公司控股股东、实际控制人庄浩女士及一致行动人庄澍先生、西藏永悦拟在2020年9月5日起至2021年3月5日期间，以大宗交易或集中竞价方式减持公司股份数量不超过22,704,500股（占公司股本比例的6%）。本次减持计划中，庄浩女士、庄澍先生除通过大宗交易方式向公司互联网和环保包装业务核心负责人合计转让15,000,000股公司股票外，不再通过其他方式进行减持。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>922</b>	<b>1,594</b>	<b>2,364</b>	<b>3,107</b>	<b>4,064</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>257</b>	<b>317</b>	<b>590</b>	<b>824</b>	<b>1,070</b>
货币资金	281	488	868	1,249	1,847	净利润	228	346	673	869	1,073
应收及预付	380	510	784	1,016	1,231	折旧摊销	47	73	80	83	82
存货	206	244	318	411	513	营运资金变动	-55	-131	-183	-148	-106
其他流动资产	55	352	393	431	473	其它	36	29	20	20	22
<b>非流动资产</b>	<b>666</b>	<b>846</b>	<b>994</b>	<b>1,173</b>	<b>1,336</b>	<b>投资活动现金流</b>	<b>-51</b>	<b>-636</b>	<b>-237</b>	<b>-270</b>	<b>-254</b>
长期股权投资	37	14	14	14	14	资本支出	-38	-209	-229	-262	-246
固定资产	369	448	509	579	644	投资变动	-101	-29	-10	-11	-12
在建工程	5	120	180	268	341	其他	88	-398	2	3	4
无形资产	90	104	133	154	179	<b>筹资活动现金流</b>	<b>-67</b>	<b>404</b>	<b>28</b>	<b>-174</b>	<b>-219</b>
其他长期资产	165	159	159	159	159	银行借款	288	410	23	21	19
<b>资产总计</b>	<b>1,588</b>	<b>2,439</b>	<b>3,358</b>	<b>4,280</b>	<b>5,401</b>	股权融资	2	503	156	0	0
<b>流动负债</b>	<b>813</b>	<b>920</b>	<b>1,116</b>	<b>1,320</b>	<b>1,561</b>	其他	-356	-509	-151	-194	-237
短期借款	260	350	350	350	350	<b>现金净增加额</b>	<b>141</b>	<b>87</b>	<b>381</b>	<b>380</b>	<b>598</b>
应付及预收	354	398	485	650	797	<b>期初现金余额</b>	<b>121</b>	<b>261</b>	<b>488</b>	<b>868</b>	<b>1,249</b>
其他流动负债	199	172	282	320	414	<b>期末现金余额</b>	<b>261</b>	<b>349</b>	<b>868</b>	<b>1,249</b>	<b>1,847</b>
<b>非流动负债</b>	<b>59</b>	<b>68</b>	<b>91</b>	<b>112</b>	<b>131</b>	<b>主要财务比率</b>					
长期借款	0	26	49	69	88	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
应付债券	0	0	0	0	0	<b>成长能力</b>					
其他非流动负债	59	43	43	43	43	营业收入增长	100.3%	32.6%	64.1%	33.8%	26.1%
<b>负债合计</b>	<b>871</b>	<b>988</b>	<b>1,207</b>	<b>1,432</b>	<b>1,691</b>	营业利润增长	170.2%	50.0%	101.8%	29.4%	23.9%
股本	197	223	378	378	378	归母净利润增长	166.3%	53.1%	98.9%	31.8%	23.9%
资本公积	50	522	522	522	522	<b>获利能力</b>					
留存收益	440	668	1,187	1,871	2,719	毛利率	43.1%	43.4%	57.5%	57.8%	58.8%
归属母公司股东权益	688	1,407	2,082	2,766	3,614	净利率	10.1%	11.5%	13.6%	13.1%	12.9%
少数股东权益	29	44	68	82	96	ROE	31.0%	23.2%	31.2%	30.9%	29.3%
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,588</b>	<b>2,439</b>	<b>3,358</b>	<b>4,280</b>	<b>5,401</b>	ROIC	24.3%	19.4%	25.2%	25.6%	25.0%
<b>利润表</b>						<b>偿债能力</b>					
单位: 百万元						资产负债率	54.8%	40.5%	36.0%	33.5%	31.3%
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	净负债比率	121.5%	68.1%	56.1%	50.3%	45.6%
<b>营业收入</b>	<b>2,269</b>	<b>3,009</b>	<b>4,938</b>	<b>6,609</b>	<b>8,331</b>	流动比率	1.13	1.73	2.12	2.35	2.60
营业成本	1,292	1,703	2,097	2,790	3,433	速动比率	0.84	1.41	1.78	1.98	2.21
营业税金及附加	9	11	20	26	33	<b>营运能力</b>					
销售费用	600	733	1,831	2,497	3,251	总资产周转率	1.43	1.23	1.47	1.54	1.54
管理费用	59	98	148	198	250	应收账款周转率	6.60	6.59	6.84	7.10	7.39
研发费用	35	64	99	132	167	存货周转率	11.00	12.32	15.54	16.06	16.23
财务费用	23	24	-14	-10	-7	<b>每股指标 (元)</b>					
资产减值损失	10	-8	-2	-2	-2	每股收益	1.08	1.47	1.72	2.26	2.80
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	每股经营现金流	1.30	1.42	1.56	2.18	2.83
投资净收益	11	3	2	3	4	每股净资产	3.49	6.32	5.50	7.31	9.55
<b>营业利润</b>	<b>253</b>	<b>379</b>	<b>766</b>	<b>991</b>	<b>1,228</b>	<b>估值比率</b>					
营业外收支	4	2	2	2	2	P/E	13.64	18.07	26.59	20.18	16.28
<b>利润总额</b>	<b>257</b>	<b>382</b>	<b>768</b>	<b>993</b>	<b>1,230</b>	P/B	4.23	4.19	8.29	6.24	4.77
所得税	29	35	94	124	157	EV/EBITDA	9.05	12.31	20.44	15.70	12.41
<b>净利润</b>	<b>228</b>	<b>346</b>	<b>673</b>	<b>869</b>	<b>1,073</b>						
少数股东损益	15	20	24	14	14						
<b>归属母公司净利润</b>	<b>213</b>	<b>326</b>	<b>649</b>	<b>855</b>	<b>1,060</b>						
EBITDA	322	473	823	1,049	1,280						
EPS (元)	1.08	1.47	1.72	2.26	2.80						

## 广发商贸零售行业研究小组

- 洪涛：首席分析师，浙江大学金融学硕士，2010年开始从事商贸零售行业研究，2014年加入广发证券发展研究中心，曾就职于华泰联合证券、平安证券。
- 嵇文欣：资深分析师，南京大学经济学硕士。曾任职于西南证券。2020年加入广发证券发展研究中心。
- 贾雨朦：高级研究员，伦敦政治经济学院风险与金融硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 童若琰：研究助理，上海交通大学金融硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。
- 包晗：英国伦敦玛丽女王大学财富管理硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 李靖：美国西北大学项目管理硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北路429号泰康保险大厦37楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	1401-1410室
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部

分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。