

食品饮料/必需消费

丽鹏股份 (002374)

“盖”是英雄，智联万物

——公司首次覆盖报告

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 42.23

当前价格: 25.36

2015.07.21

	穆方舟 (分析师)	陈筱 (分析师)	吴春阳 (研究助理)
	0755-23976527	021-38675863	021-38674633
	mufangzhou@gtjas.com	chenxiao@gtjas.com	wucy@gtja.com
证书编号	S0880512040003	S0880515040003	S0880115050039

本报告导读:

公司凭借在瓶盖行业多年技术和渠道资源积淀,通过搭建链接消费者和制造商的移动平台,切入到消费品移动网络营销市场。首次覆盖,目标价 42.23 元,“增持”评级。

投资要点:

- 首次给予丽鹏股份“增持”评级,目标价 42.23 元。公司起家于消费品轻工制造,通过发挥在手的客户渠道资源优势向满足消费品生产商的防窜货、打假防伪、整合营销和数据分析处理等商品流、数据流和信息流等方向实现系统全面的转型。预计 2015-2017 年 EPS 分别为 0.42/0.75/0.91 元,给予公司目标价 42.23 元,首次给予“增持”评级。
- 技术与服务优势顺应铝盖替代大势,非白酒市场构建广阔蓝海。铝制瓶盖因具有成本低、安全性高等特点,国外已开始替代进程,国内有望复制该路径,公司凭借多年发展业已成为国内少数几家掌握核心技术的制盖企业,同时公司秉承现有市场后有工厂的战略,在主要客户集中地区分点设厂,实现零距离对接客户。随着国内酒类消费者年轻化,葡萄酒和啤酒等非白酒市场渐成新宠,公司顺应趋势,在非白酒市场积极开拓,现已进入啤酒、葡萄酒、软饮料和食用油等领域,在平抑白酒市场波动性的同时进入更为广阔的快消品蓝海。
- 二维码+APP 切入移动营销,多重模式实现全面变现。公司通过瓶盖印制二维码实现用户向线上的导入,从而实现多重变现模式:通过二维码实现商品流通可追溯有望分享企业打假费用;通过构建消费者与厂商直面交流平台,望带来移动广告业务成长;原料、生产、流通、消费全产业链数据收集,大数据技术望带来 2C 端的精准营销和 2B 端的生产流程与营销模式优化。
- 风险提示:成本波动、白酒市场、互联网进度缓慢或带来不确定性

交易数据

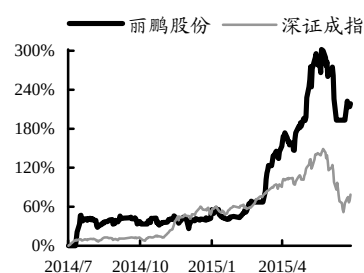
52 周内股价区间 (元)	7.96-33.09
总市值 (百万元)	8,360
总股本/流通 A 股 (百万股)	330/155
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	47%
日均成交量 (百万股)	560.57
日均成交值 (百万元)	141.43

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,881
每股净资产	5.71
市净率	4.4
净负债率	15.98%

EPS (元)	2014A	2015E
Q1	0.03	0.04
Q2	0.02	0.12
Q3	0.01	0.09
Q4	0.04	0.17
全年	0.10	0.42

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-17%	30%	219%
相对指数	8%	38%	139%

财务摘要 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	661	702	853	1,026	1,215
(+/-)%	7%	6%	21%	20%	18%
经营利润 (EBIT)	68	59	86	68	121
(+/-)%	-5%	-13%	45%	-20%	77%
净利润	38	31	140	246	300
(+/-)%	-8%	-17%	346%	76%	22%
每股净收益 (元)	0.11	0.10	0.42	0.75	0.91
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营利润率 (%)	10.3%	8.4%	10.0%	6.7%	9.9%
净资产收益率 (%)	4.7%	1.7%	7.2%	11.6%	12.7%
投入资本回报率 (%)	5.6%	2.4%	7.6%	2.5%	23.2%
EV/EBITDA	45.0	71.0	49.5	57.8	31.3
市盈率	221.0	266.7	59.8	33.9	27.8
股息率 (%)	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

模型更新时间: 2015.07.20

股票研究

必需消费
食品饮料

丽鹏股份 (002374)

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 42.23

当前价格: 25.36

2015.07.20

公司网址

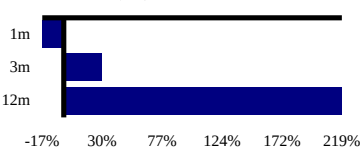
www.lp.com.cn

公司简介

公司是国内唯一的集铝板复合型防伪印刷、瓶盖制造、制盖机械及模具制造、产品技术研发和售后服务为一体的专业厂家。

公司产品有组合式防伪瓶盖和网点、多色、曲面及多重复合型防伪印刷铝板, 走俏于全国及世界各地, 是国内最大的铝防伪瓶盖生产基地、最大的铝防伪盖板集散地、最大的铝板涂料印刷基地。

绝对价格回报 (%)

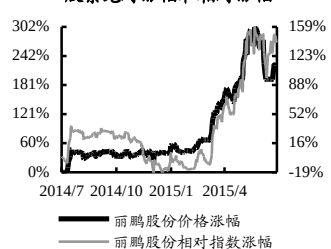


52 周价格范围 7.96-33.09
市值 (百万) 8,360

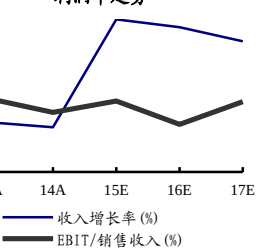
财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业总收入	661	702	853	1,026	1,215
营业成本	519	557	672	839	953
税金及附加	3	3	4	5	6
销售费用	24	26	30	37	44
管理费用	47	57	61	77	92
EBIT	68	59	86	68	121
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
财务费用	18	16	-107	-279	-310
营业利润	46	39	193	348	431
所得税	12	12	49	87	109
少数股东损益	2	4	11	21	29
净利润	38	31	140	246	300
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	192	184	860	-185	1,791
其他流动资产	11	30	0	0	0
长期投资	11	301	301	301	301
固定资产合计	674	764	824	881	909
无形及其他资产	33	352	135	169	214
资产合计	1,268	2,891	2,149	2,946	2,809
流动负债	416	946	136	729	326
非流动负债	17	51	35	37	40
股东权益	809	1,867	1,940	2,121	2,355
投入资本(IC)	941	1,827	852	2,101	391
现金流量表					
NOPLAT	52	44	65	52	91
折旧与摊销	43	62	66	80	90
流动资金增量	-11	-455	732	-1,158	1,783
资本支出	-221	-148	97	-164	-156
自由现金流	-137	-497	961	-1,190	1,808
经营现金流	88	98	995	-815	2,197
投资现金流	-212	-323	98	-164	-156
融资现金流	-15	200	-416	-66	-65
现金流净增加额	-140	-25	676	-1,045	1,976
财务指标					
成长性					
收入增长率	7.0%	6.3%	21.5%	20.4%	18.4%
EBIT 增长率	-5.4%	-12.9%	45.2%	-20.2%	76.7%
净利润增长率	-8.1%	-17.1%	345.7%	76.4%	21.8%
利润率					
毛利率	21.5%	20.7%	21.2%	18.2%	21.6%
EBIT 率	10.3%	8.4%	10.0%	6.7%	9.9%
净利率	5.7%	4.5%	16.4%	24.0%	24.7%
收益率					
净资产收益率(ROE)	4.7%	1.7%	7.2%	11.6%	12.7%
总资产收益率(ROA)	3.0%	1.1%	6.5%	8.4%	10.7%
投入资本回报率(ROIC)	5.6%	2.4%	7.6%	2.5%	23.2%
运营能力					
存货周转天数	123	305	180	200	120
应收账款周转天数	54	136	107	130	85
总资产周转天数	680	1081	1079	906	864
净利润现金含量	2.32	3.13	7.12	-3.30	7.32
资本支出/收入	34%	21%	-11%	16%	13%
偿债能力					
资产负债率	34.2%	34.5%	7.9%	26.0%	13.0%
净负债率	14.6%	12.6%	-42.5%	10.4%	-74.4%
估值比率					
PE	221.0	266.7	59.8	33.9	27.8
PB	6.0	4.5	4.3	3.9	3.5
EV/EBITDA	45.0	71.0	49.5	57.8	31.3
P/S	7.3	11.9	9.8	8.1	6.9
股息率	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%

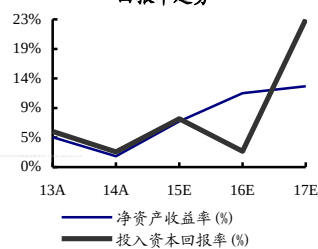
股票绝对涨幅和相对涨幅



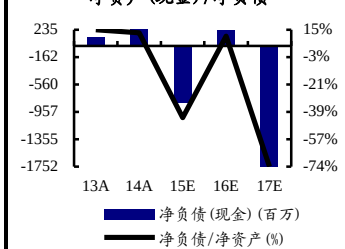
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



目 录

1. 从媒介制造走向数据互联.....	4
2. 乡镇企业成长为瓶盖行业绝对龙头.....	4
2.1. 国内第一家瓶盖行业上市公司.....	4
2.2. 防伪瓶盖业务稳健发展.....	5
2.2.1. 瓶盖业务稳定增长.....	5
2.2.2. 白酒市场不景气带来业绩下滑.....	6
3. 瓶盖行业: 小商品, 大市场.....	7
3.1. 白酒市场开始企稳, 啤酒葡萄酒市场火热依旧.....	8
3.1.1. 高端白酒下滑明显, 二三线白酒企稳回升.....	8
3.1.2. 消费习惯潜移默化, 啤酒葡萄酒渐成新宠.....	9
3.2. 铝制瓶盖优势明显, 替代进程有望开启.....	9
3.3. 瓶盖行业外延拓展, 食品快销行业大有可为.....	10
4. 广拓渠道, 技术领先, 极致服务.....	11
4.1. 先有市场再有工厂, 零距离服务对接客户.....	11
4.2. 技术优势与资金优势带来强大竞争力.....	12
4.2.1. 技术先导, 行业标准制定者.....	13
4.2.2. 首家瓶盖上市公司, 平台造就强大资金优势.....	14
4.3. 开拓非白酒及国外市场, 实现收入来源多样化.....	14
5. 盖据百业, 媒介无限.....	16
5.1. 天地有心, 则万物为媒介.....	16
5.1.1. 王老吉+微信条形码: 移动互联网时代新营销模式.....	16
5.2. 连接商品、用户平台构建可期.....	17
5.3. 盈利模式多样, 成长无限精彩.....	18
5.3.1. 防伪盖+二维码实现商品可追溯, 有望分享企业打假费用.....	18
5.3.2. 移动互联平台建立, 广告业务可期.....	19
5.3.3. 平台完成多方数据收集, 大数据实现价值倍增.....	19
6. 盈利预测与估值.....	20
6.1. 相对估值法.....	20
6.1.1. 核心假设.....	20
6.1.2. 盈利预测.....	20
6.1.3. 可比公司估值.....	21
6.2. 绝对估值法.....	22
7. 风险提示.....	23
7.1. 二三线白酒市场持续低迷.....	23
7.2. 移动互联网业务拓展不达预期.....	23
7.3. 原材料及人工成本上升导致毛利率下滑.....	23

1. 从媒介制造走向数据互联

我们首次覆盖丽鹏股份，给予目标价 42.23 元，对应 2015 年 0.17 倍 PEG。我们认为，公司起家于消费品轻工制造，通过发挥在手的客户渠道资源优势向满足消费品生产商的防窜货、打假防伪、整合营销和数据分析处理等商品流、数据流和信息流等方向实现系统全面的转型。我们与市场不同的观点在于：

1. **市场普遍认为，消费品轻工制造行业增速面临巨大的瓶颈**，我们认为虽然公司所在瓶盖行业受白酒行业不景气影响，但公司业务增速仍将有广阔空间：一方面公司产品主要面向二三线白酒，三公禁令对其影响较一线白酒品牌较轻；另一方面，公司积极拓展非白酒业务蓝海，在葡萄酒、啤酒等新型消费群体聚集的酒类领域以及诸如食用油和软饮料等非酒类领域大力推行铝制防伪瓶盖，同时广泛开拓国外市场，平抑国内消费波动性。
2. **市场普遍认为，消费品轻工制造行业壁垒不高**，我们认为公司所处瓶盖行业存在明显分化：低端产品技术壁垒较低，竞争激烈；而高端防伪瓶盖行业则有着明显的技术和资金壁垒。公司是国内首家瓶盖业上市公司，在国内防伪瓶盖行业已经形成了明显的资金和技术优势，是国内防伪瓶盖行业标准制定者，同时在满足自身业务需求的同时还向业内其他公司输出必要中间产品以维护市场稳定则是公司资金技术优势的最好体现。
3. **市场普遍认为，公司未来的成长仅能靠轻工制造盈利**，我们认为公司此次设立合资移动互联网媒体公司，通过瓶盖二维码及背后 APP 完成商品流通可追溯以杜绝假冒伪劣和窜货现象，有望分享商品制造商打假费用和渠道维护费用；公司所开发专用 APP 将实现消费者与商家直接交流的平台搭建，从而借助于联建光电在移动互联网广告的技术优势，通过引入广告或为企业量身定制全套营销互动方案，为公司后续开展广告业务奠定了良好的基础；同时公司借助平台实现了产品从原料到生产到渠道的全产业链上数据的收集，借助联建光电在移动互联网广告的技术优势，有望实现对消费者和商品制造商的精准营销，切入到消费品移动网络营销市场，实现超越瓶盖市场，拥抱移动互联网。

2. 乡镇企业成长为瓶盖行业绝对龙头

2.1. 国内第一家瓶盖行业上市公司

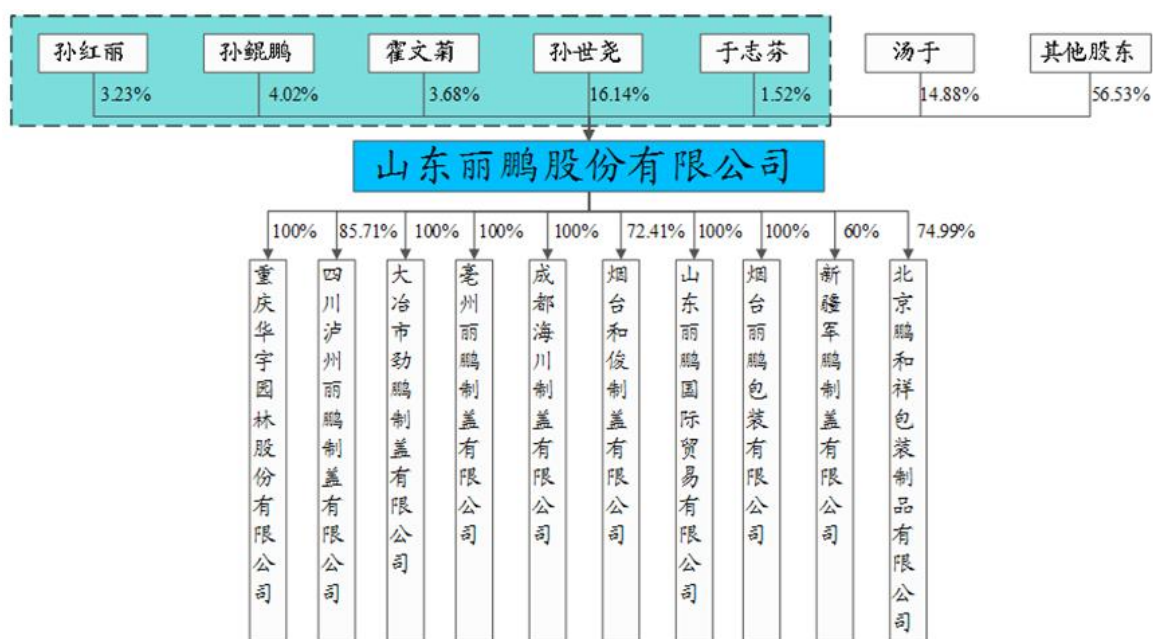
山东丽鹏股份有限公司前身为成立于 1995 年的烟台市丽鹏包装责任有限公司，2007 年公司股改整体变更为股份有限公司。2010 年 3 月公司于深交所上市，成为国内首家瓶盖行业上市公司。公司成立之初即专注于防伪瓶盖的生产和销售，经过多年的发展，现已成为国内最大的铝板复合型防伪印刷和防伪瓶盖生产企业，业务涵盖了包括铝板复合型防伪印刷、瓶盖制造、制盖机械及模具制造、产品技术研发和售后服务在内的防伪瓶盖制造领域的各个业务环节，已形成制盖行业中完整的业务体系。2014 年，公司并购重庆华宇园林，开始涉足园林

工程施工、景观设计、苗木产销等业务领域，开启瓶盖+园林双主业发展战略。

公司防伪瓶盖产销规模已连续十余年占据同行业第一的位置。截至 2014 年底，公司各类产品已销往全国二十八个省、自治区和直辖市，下游酿酒行业客户达 700 余家，并开拓了俄罗斯、菲律宾、泰国、越南、缅甸、澳大利亚以及非洲、南北美洲等海外市场，广泛应用于白兰地、威士忌、葡萄酒、橄榄油、饮料等行业。

公司实际控制人孙世尧先生及其家族合计持有公司股份 38.27%，较高的持股比例保证了公司战略的迅速制定和快速推进。

图 1：孙世尧家族合计持有 28.59%公司股份



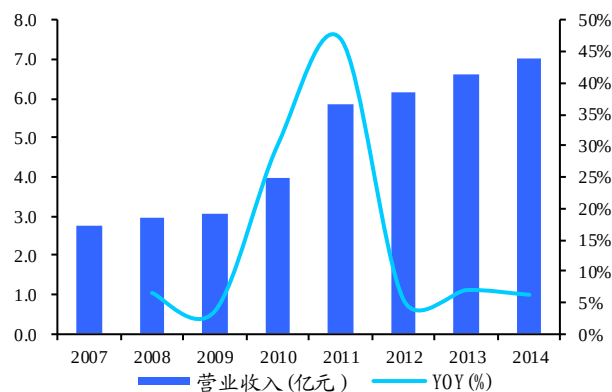
资料来源：公司公告，国泰君安证券研究

2.2. 防伪瓶盖业务稳健发展

2.2.1. 瓶盖业务稳定增长

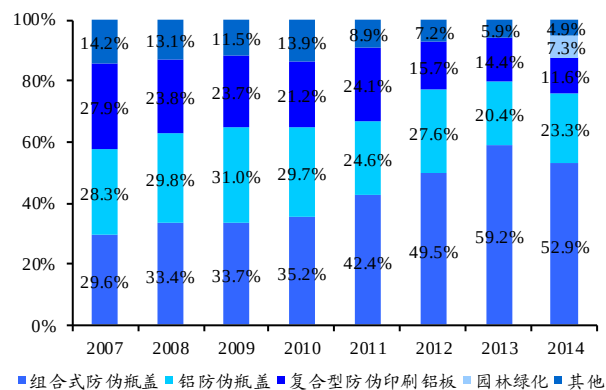
公司成立以来一直以防伪瓶盖为主要业务，同时向行业内其他公司提供复合型防伪印刷铝板，随着 2014 年 12 月公司并购华宇园林事项完成，公司营收增加园林绿化板块业务。随着公司上市以来的在瓶盖业务的并购和扩张，公司营收在 2010 年和 2011 年实现大幅增长，两年营收增速分别为 30.2%和 47.0%；进入 2013 年，随着宏观经济不佳及三公消费禁令带来的白酒行业普遍不景气，公司营收增速开始下滑，2012~2014 年公司营收复合增速为 6.63%，处于稳定增长状态。2014 年，公司实现营收 6.68 亿元，其中防伪瓶盖（含铝制防伪瓶盖和组合式防伪瓶盖）营收 5.35 亿元，占总营收比重为 76.2%；防伪印刷铝板业务实现营收 8150 万元，占总营收比重为 11.6%；由于华宇园林从 2014 年 12 月开始并表，故其 2014 年反映在公司报表中实现营收 5141 万元，占营收比重为 7.3%，对公司业绩贡献明显。

图 2: 2012 年以来公司营收增速维持稳定



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 3: 防伪瓶盖业务构成公司主要营收来源



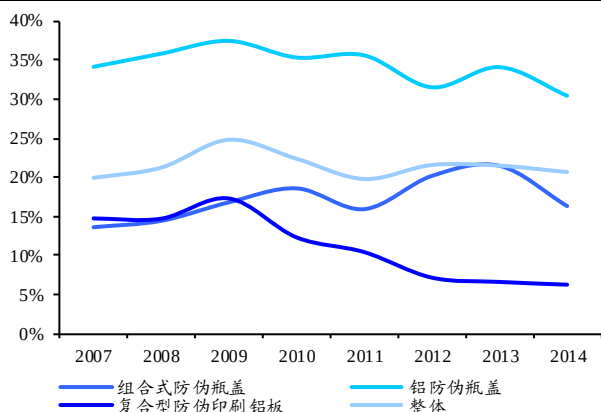
数据来源: wind, 国泰君安证券研究

2.2.2. 白酒市场不景气带来业绩下滑

公司现阶段瓶盖产品主要供应白酒企业，随着 2012 年下半年三公禁令的实施，白酒行业出现一轮较大幅度的波动。受其影响，位于其上游的公司瓶盖产品毛利率出现一定下滑组合式防伪瓶盖和铝防伪瓶盖毛利率分别由 2012 年的 20.2% 和 31.5% 下降至 2014 年的 16.3% 和 30.5%。另一方面，白酒市场不景气的同时叠加了人工成本的上升，表现在财务报告中即为公司销售费用率和管理费用率逐年提升，2014 年销售费用率和管理费用率较 2012 年分别提升了 0.55 和 1.79 个百分点。

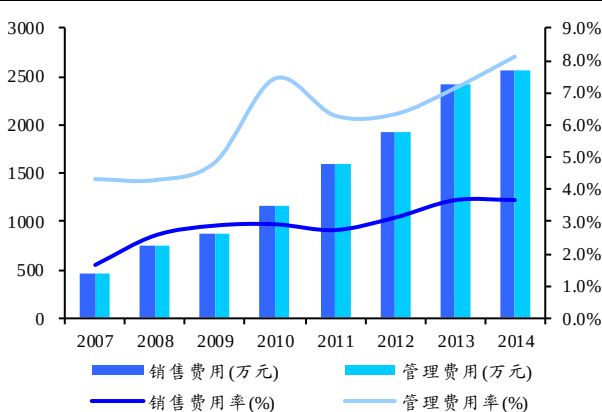
毛利率的下滑和费用率的提升共同导致了公司业绩的下降，2014 年公司实现归母净利润 3135 万元，同比下降 17.1%。考虑到公司净利润受政府补贴等非经常性损益因素影响较大，我们考察了公司扣非后净利润变动，2012 年以来公司扣非后净利润增速呈下滑趋势，2014 年公司实现扣非后净利润 2473 万元，同比下降 25.3%。

图 4: 2012 年以来公司产品毛利率有所下滑



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

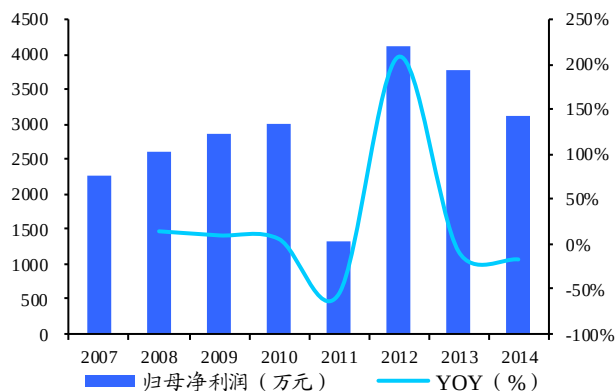
图 5: 公司营销费用率和管理费用率逐年提升



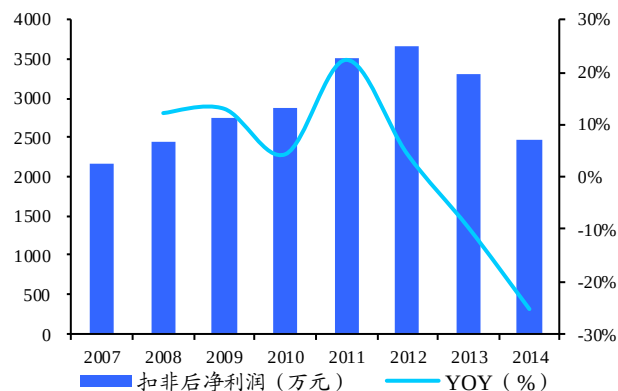
数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 6: 公司归母净利润波动较大

图 7: 2012 年来公司扣非后净利润逐年下滑



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

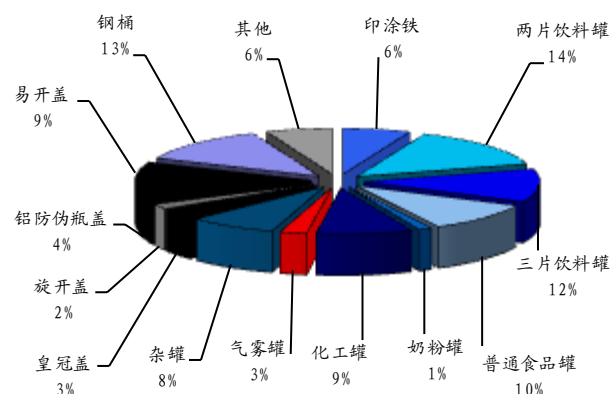


数据来源: wind, 国泰君安证券研究

3. 瓶盖行业: 小商品, 大市场

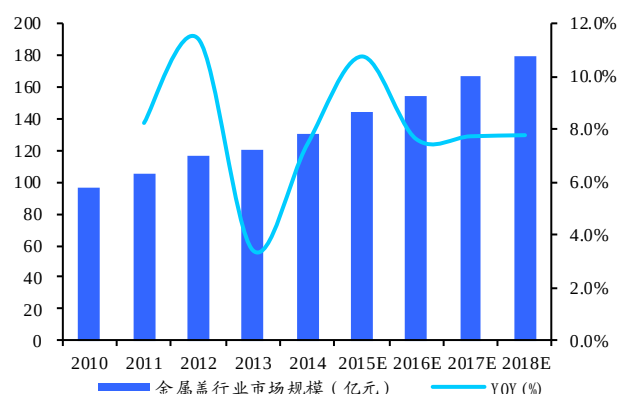
瓶盖作为包装中的一个重要环节, 对于保证产品质量和塑造产品个性至关重要, 瓶盖的功能主要有密封功能、防伪功能和美观功能三大作用, 其中密封功能为瓶盖的最基本功能, 起到对内装物的保护作用; 防伪功能则是通过各类防伪技术和开启后不可复原设计遏制假冒伪劣产品; 美观功能则是通过瓶盖与容器的一体化匹配设计, 达到包装物整体美观效果以促进产品销售。随着经济的发展和生活水平的提高, 消费者对于产品包装特别是瓶装产品包装的要求越来越高。2014 年, 我国金属盖行业市场规模为 130 亿元, 2010~2014 年复合增速为 7.6%, 预计到 2018 年市场规模为 180 亿元, 2014~2018 年复合增速为 8.5%, 同比提升 0.9 个百分点。2012 年, 我国金属盖销售收入为 33 亿元, 占金属包装品销售收入的 4.45%, 较 2011 年微增 0.01 个百分点。

图 8: 2012 年金属盖销售收入占金属包装品 4.45%



数据来源: 中国包装联合会, 国泰君安证券研究

图 9: 2014~2018 年金属盖市场规模 CAGR = 8.5%



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

瓶盖是具有典型的“小商品、大市场”特征的产品。瓶盖产品划分方式多样, 从材质上划分, 主要是塑料瓶盖与金属瓶盖, 种类主要包括马口铁盖、铝防伪瓶盖、组合式防伪瓶盖 (包括塑料组合式防伪瓶盖和铝塑组合式防伪瓶盖)、单体塑料盖、软木塞等类型。不同材质的瓶盖具有不同的优势, 其中铝防伪瓶盖和组合式防伪瓶盖 (包括塑料组合式防伪瓶盖和铝塑组合式防伪瓶盖) 在自动化生产、实用性、美观性和环保性等方面的优势相对明显。

表 1: 铝制防伪瓶盖较传统酒瓶盖具有成本低、适宜工业化生产、安全性高等特点

	铝防伪瓶盖	组合式防伪瓶盖	皇冠盖	单体塑料盖	软木塞
技术特点	品种多、技术要求高	品种多、技术要求高	技术成熟	技术成熟	技术成熟
自动化程度	生产自动化程度高	以人工组装为主，效率低，不适合工业化大生产	生产自动化程度高	一次性注塑成型，自动化程度高	
成本	低	高	最低	低	
适用性	适用于自动化灌装流水线	不适用于自动化灌装流水线	适用于自动化灌装流水线适用于高速灌装线	不适用于自动化灌装流水线	
密封性	良好	易渗漏			渗透性强
食品卫生		可靠性差、低分子物易析出			有异味
美观性	印刷精美	印刷精美	印刷一般	无需精美印刷	
开启性	易于开启	易于开启	需专门开启工具	易于开启	难开启
环保型	易回收	可回收性差；不易降解	回收性一般	可回收性差	资源有限

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

3.1. 白酒市场开始企稳，啤酒葡萄酒市场火热依旧

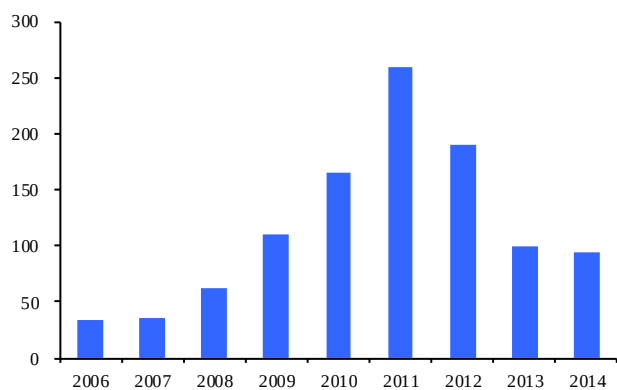
3.1.1. 高端白酒下滑明显，二三线白酒企稳回升

2012 年下半年起，随着三公消费的收紧和塑化剂风波影响，我国白酒产业开始了深度调整，我们考察了白酒上市公司（剔除 2006 年后上市酒企）报表中的预收账款科目，2011 年上市酒企预收款合计金额 261 亿元，而 2013 年该科目金额为 99.7 亿元，同比下降了 61.7%，白酒企业盈利能力出现大幅下滑。随着白酒企业积极调整产品结构，开拓大众消费市场，白酒市场开始基本企稳。

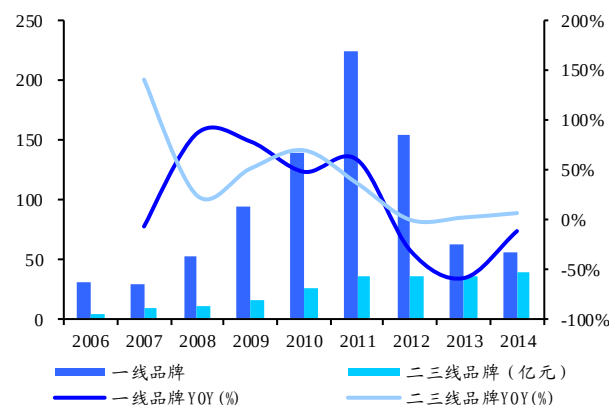
由于三公消费收紧主要影响诸如茅台、五粮液等高端白酒品牌，二三线白酒品牌所受冲击较小，我们统计了以茅台、五粮液、洋河、泸州老窖、水井坊为代表的一线或准一线白酒品牌预收款项以及以其他白酒上市公司为代表的二三线白酒品牌的同类科目，发现二三线白酒预收款项企稳时间早于一线品牌，2014 年预收款项录得 6.6% 增长，而一线白酒同期预收款下降 11.6%。二三线白酒因价格较为亲民，转型速度较快而较快的摆脱三公消费收紧带来的不利影响，开始企稳回升。

图 10: 2014 年白酒上市公司预收款基本企稳 (亿)

图 11: 二三线白酒品牌预收款企稳早于一线品牌



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

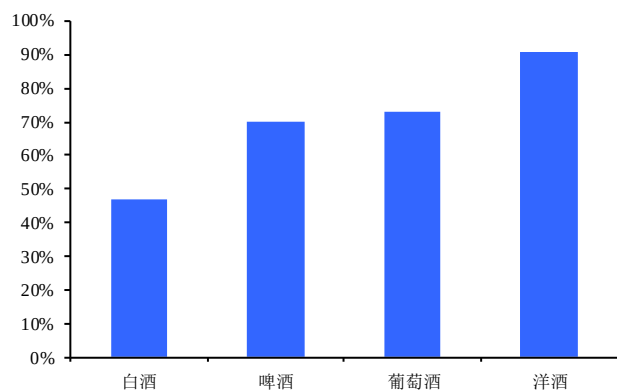


数据来源: wind, 国泰君安证券研究

3.1.2. 消费习惯潜移默化, 啤酒葡萄酒渐成新宠

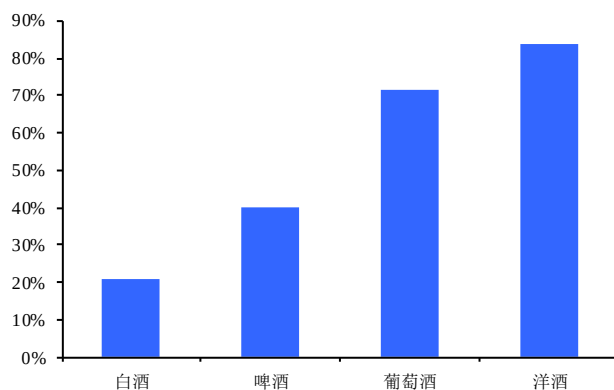
中国的白酒消费市场正在面临重度消费者高龄化的趋势, 与之相对应的是, 啤酒、葡萄酒和洋酒的重度消费者多为年轻人群。根据 CNRS 调查结果, 以每日饮用一次计算, 白酒重度消费者 45 岁以下人群占比为 47%, 而啤酒、葡萄酒和洋酒重度消费者 45 岁以下人群占比分别为 70%、73%和 91%, 白酒消费人群高龄化趋势明显。另一方面, 白酒重度消费者中, 低收入人群 (消费力处于社会总体最低的 40%) 占比为 55%, 仅有 20.7%比例属于社会中上层人群 (消费能力处于社会总体最高的 30%), 而啤酒、葡萄酒和洋酒的重度消费者中, 社会中上层人群占比分别达到 40.1%、71.7%和 83.6%。

图 12: 45 岁以下人群更为偏好葡萄酒和洋酒



数据来源: CNRS, 国泰君安证券研究

图 13: 白酒重度消费人群中社会中上层占比较低



数据来源: CNRS, 国泰君安证券研究

3.2. 铝制瓶盖优势明显, 替代进程有望开启

一直以来我国防伪瓶盖市场以铝防盗盖和组合式塑料防盗盖并行为主, 国内市场白酒大部分采用组合式防伪瓶盖包装, 市占率在 60%以上, 但是由于塑料盖在密封性、卫生程度、机械化程度、安全性等方面有诸多缺陷, 西方发达国家铝防伪瓶盖市场占有率在 90%以上。由于白酒塑化剂风波影响, 国内市场已逐渐认识到塑料盖的短处, 加上铝防伪瓶盖也已解决印刷缺陷, 酒厂灌装自动化需求增加, 现阶段我国就该市场已逐步由组合式防伪瓶盖向铝防伪瓶盖迁移。根据中国包装

联合会的数据, 2012 年我国铝制防伪瓶盖销售收入为 33 亿元, 同比增长 10%; 2006~2012 年我国铝制防伪瓶盖产量由 100 亿只增长至 149 亿只, 复合增速为 6.9%。

表 2: 铝制防伪瓶盖性能优于组合式塑料防伪瓶盖

	铝防伪瓶盖	组合式塑料防伪瓶盖
密封性	密封性好, 不漏酒, 如配合覆铝箔的 PE 垫, 其透气性更小, 透水性更低。	由于塑料的蠕变性和收缩率大, 加上塑料盖的密封性差, 漏酒现象严重。
卫生状况	铝屑多, 但易控制	静电吸附是塑料的基本属性, 加上注塑点, 合模线的毛边等, 使杂质难以控制。
外观	大面积精印、多色彩印、侧面滚印等, 多种技术均可应用, 设计空间大, 色彩易于搭配, 饱和度好, 光洁度高。	色彩单一
机械化程度	1.适合高速自动化生产线 2.适合高速自动化灌装	不适合自动化生产, 由于酒的生产有淡旺季之分, 旺季时供货矛盾比较突出。
环保性	易回收	1.不易分解 2.能源消耗高
成本	成本低	成本高; 一次性投入较大; 原料资源紧张
食品安全性	食品安全性好	由于乙醇与 PE 分子结构趋于相似, 有低分子化合物迁移, 国标允许 60mg/l 正乙烷浸出值, 因此这种模式食品安全性相对比较差

数据来源: 中国包装联合会金属包装分会, 国泰君安证券研究

3.3. 瓶盖行业外延拓展, 食品快销行业大有可为

相对于白酒, 国内啤酒和葡萄酒使用铝盖数量不多, 而国外已开始替代过程: 葡萄酒行业中, 《葡萄酒商业月刊》对美国国内外 237 家酒厂调查显示, 使用铝防伪瓶盖封装葡萄酒的美国酒厂由 2004 年的 5% 增加到 2007 年的 25%, “最勇于尝新和最内行的消费者似乎都接受了螺旋盖这一封装方式”, 国内张裕公司已经批量使用; 啤酒行业中, 传统的啤酒是用马口铁的皇冠盖, 易生锈、刺手、粗糙等问题, 严重影响消费体验, 而国内广东蓝带啤酒、青岛啤酒、重庆山城啤酒已开始批量采用铝制瓶盖替代皇冠盖。此外, 由于葡萄酒的软木塞原料受限, 不能满足葡萄酒消费量高速增长; 啤酒产业迈向高端化, 消费者口感和体验成为啤酒企业使用铝盖替代皇冠盖的重要考量因素。我们认为, 未来国内葡萄酒和啤酒市场亦将跟随国外步伐完成铝盖对其他瓶盖种类的替代过程。

图 14: 铝制啤酒和葡萄酒瓶盖逐渐出现



啤酒铝制防伪瓶盖



葡萄酒铝制防伪瓶盖

数据来源：公司官网，国泰君安证券研究

铝盖及组合式防伪盖应用范围除了酒类包装外，还包括软饮料、植物油、化妆品及医药行业领域。由于食品医药和化妆品领域对产品质量要求更加严格，且其产品多数与有机溶剂有关联，使用塑料盖存在高聚物单体浸出问题，而铝盖和组合式防伪盖因具有密封性能好，安全系数高等特点，未来有望开启替代塑料盖的进程。我们注意到现阶段已有高端饮用水、橄榄油等产品应用铝盖包装。

图 15：高端矿泉水业已开始使用铝盖包装



数据来源：京东

图 16：橄榄油产品铝盖包装杜绝塑料单体浸出



数据来源：京东

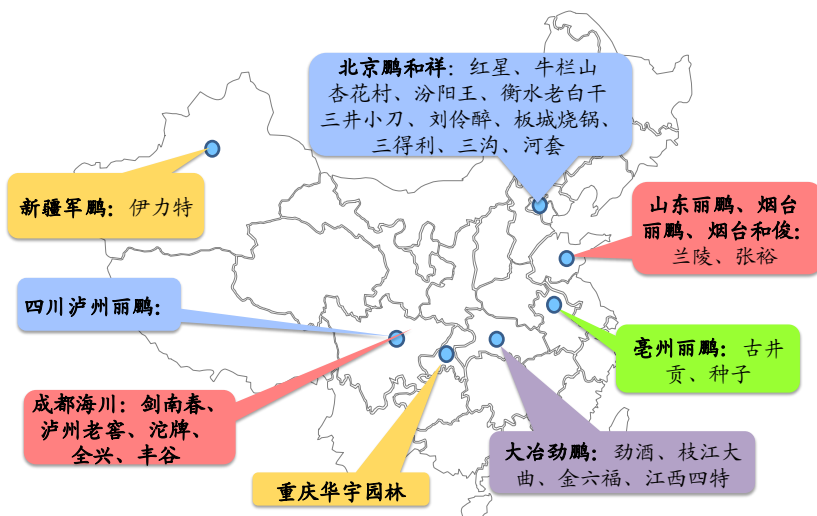
4. 广拓渠道，技术领先，极致服务

4.1. 先有市场再有工厂，零距离服务对接客户

公司共设有 8 家制盖子公司，其中烟台两家，四川两家，新疆、北京、湖北、安徽各有一家，公司采取“先有市场，后有工厂”的原则，在客户周边就近设立子公司，以达到零距离对接客户的目的。我们注意到公司设厂地点多为我国白酒主要产地，2014 年公司制盖子公司所在省份白酒产量合计占全国白酒总产量的 47.1%，此外，公司通过就近服务，现已覆盖全国 28 个省，下游酿酒业客户达 700 余家。公司主要白酒客户为二三线品牌，因此受三公消费禁令影响程度较小；同时由于瓶盖行业集中度不高，除公司等少数几家企业外规模较小、自动化程度低，因此白酒行业在面临调整时倾向于选

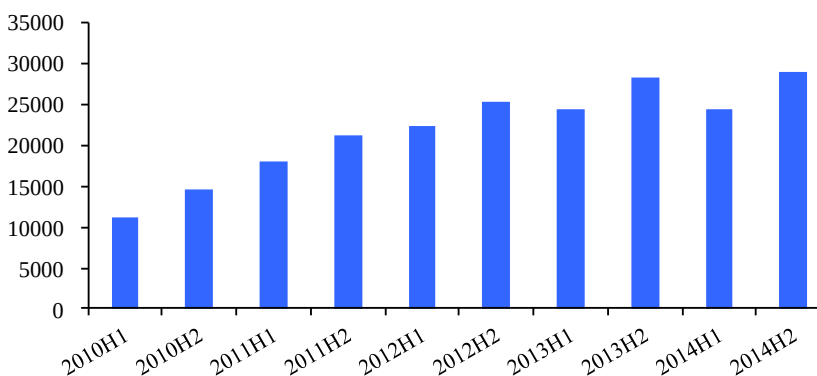
择规模、技术、服务等各方面均有绝对优势的大供应商进行合作，两方面共同表现在公司业绩上即为公司组合式防伪盖及铝制防伪盖营收保持较为稳定的增长。

图 17: 公司制盖子公司及主要客户分布



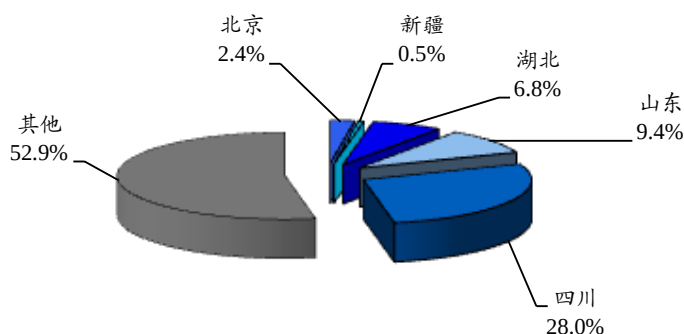
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 18: 公司制盖业务基本未受三公消费收紧影响



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 19: 公司制盖子公司所在省份白酒产量占全国总产量 47.1%



数据来源: wind, 公司公告, 国泰君安证券研究

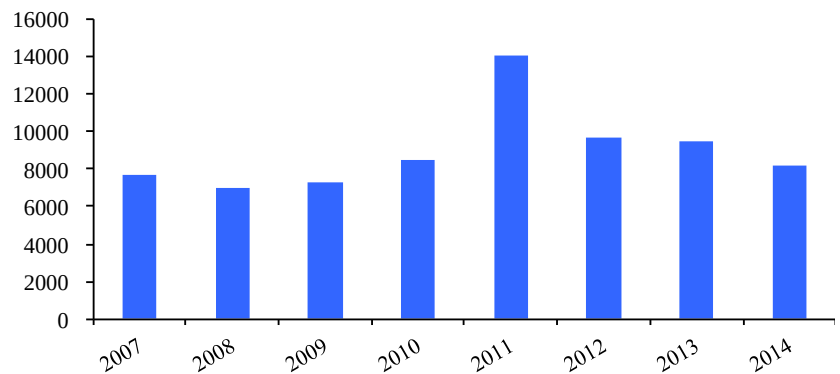
4.2. 技术优势与资金优势带来强大竞争力

4.2.1. 技术先导，行业标准制定者

铝板复合型防伪印刷是生产铝防伪瓶盖的中间环节，由于我国铝板防伪印刷设备尚依赖于从国外进口以及所存在的资金与技术壁垒等因素，我国从事铝防伪瓶盖的企业中，拥有铝板防伪印刷装备、掌握防伪印刷关键技术的仅为少数企业，其余大多数企业则外购涂印铝板从事冲压成型业务。截止到2010年，我国铝板涂印生产线约有30余条，涂印生产能力的80%集中在山东省烟台市，其中公司的市场占有率达30%以上。占据了市场的龙头地位。公司在为下游行业提供瓶盖产品的同时，为同行业其他制盖企业提供防伪印刷铝板，有利于调节和稳定防伪印刷铝板的供应，进一步增强公司在同行业中的影响力，战略优势明显。

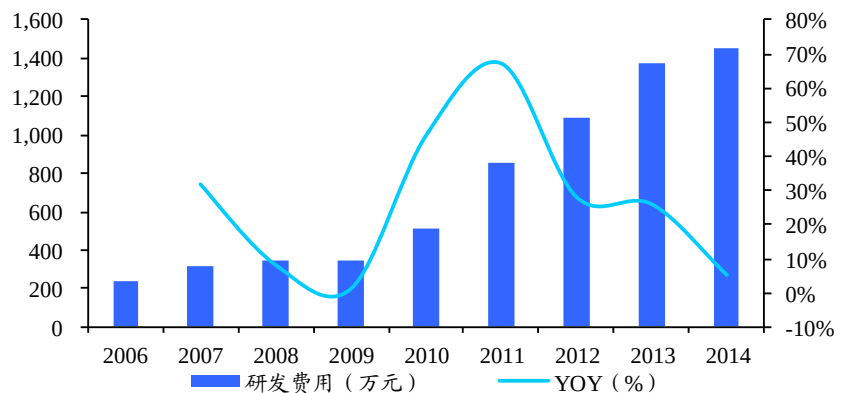
公司注重技术研发，在引进外国先进技术的同时推进自主技术力量的储备，2006~2014年公司研发费用复合增速达25.1%。通过多年深耕防伪瓶盖行业，积累了大量的技术和专利成果，公司是国家铝防伪瓶盖、组合式防伪瓶盖行业标准主要起草单位。

图 20: 公司复合型防伪印刷铝板业务稳定市场供应



数据来源: wind, 公司公告, 国泰君安证券研究

图 21: 2006~2014 年公司研发支出复合增速 CAGR(8)=25.1%



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

公司在研发出附加值较高的新产品后，逐步引导客户改变原产品，公司在为红星青花瓷系列产品研发的新产品既解决了原有瓷瓶瓷盖开启时易伤人的问题，同时防伪性能得以质的改善，解决了原瓷盖

产品防伪性能较差的问题。公司通过分布在各主要白酒出产地的子公司以及遍布全国 28 个省的销售网络，深刻洞察用户需求，凭借公司强大研发能力和技术储备，通过零距离服务模式实现公司与客户的共赢。

图 22: 公司研发的铝制瓶盖应用于红星青花瓷系列白酒上

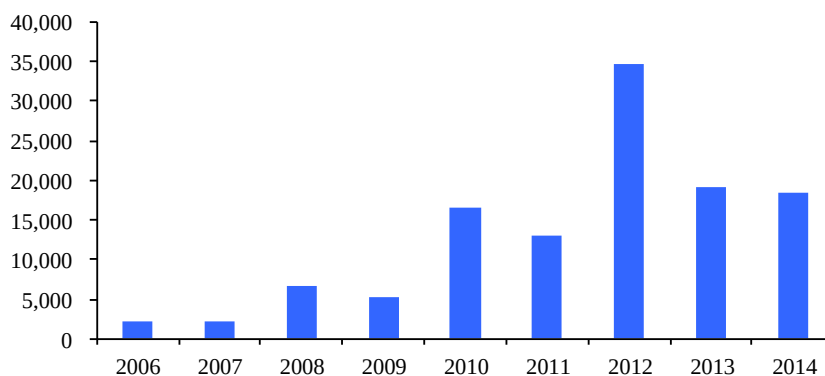


数据来源：酒仙网

4.2.2. 首家瓶盖上市公司，平台造就强大资金优势

我们注意到公司从 2010 年上市之后进行了多轮再融资，募集资金用于扩张瓶盖产能，由于引进和研发先进生产线需要大量资金，因此相对于其他非上市同行业企业，公司拥有强大的资金优势，为公司进行生产线的更新换代和产能扩张提供了充足的支持。

图 23: 上市后公司拥有大量在手现金（万元）



数据来源：wind，国泰君安证券研究

4.3. 开拓非白酒及国外市场，实现收入来源多样化

公司在深耕二三线白酒市场的同时，加快公司产品在包括啤酒、葡萄酒以及非酒类饮料、食用油等市场的推广应用。由于铝制防伪盖相对于传统塑料盖在密封性、防伪性、制造成本等方面具有较大优势，未

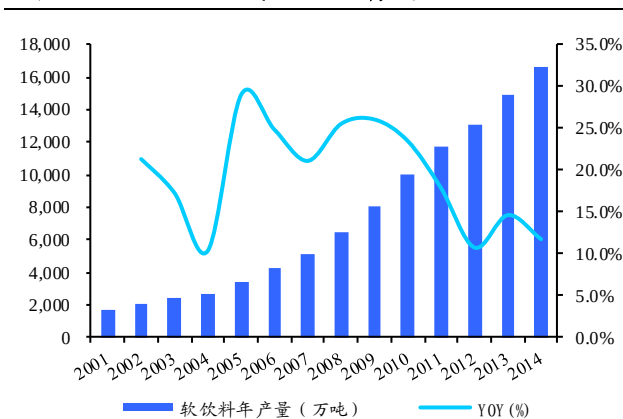
来铝制防伪盖替代塑料盖将是顺势所趋，随着高端软饮料和食用油的因居民收入水平提升而提升，公司铝盖产品将有望凭借自身产业链优势、技术优势和全国布局优势，在非白酒市场复制白酒市场的强大竞争力，为公司制盖业务带来新的增长空间。公司现已在蓝带啤酒、青岛啤酒中的高档产品推行铝制扭断式螺旋盖，解决了传统皇冠盖安全系数低、橡胶内衬盖受热分解等问题。同时公司亦开发了葡萄酒、食用油、软饮料等潜在应用行业，随着我国软饮料、植物油市场规模不断扩大，公司未来收入来源多元化可期。

表 3: 公司产品在非白酒领域广泛拓展

领域	品牌
啤酒	广东蓝带啤酒、青岛啤酒、浙江汾湖啤酒、浙江纯鲜啤酒
葡萄酒	临沂东方庄园酒业、邦瑞奥尼斯酒业、云南茅粮酒精集团、烟台中粮海岸葡萄酒、新西兰 SILNA、南非 RR CORK、澳大利亚 INNOVATRA、西班牙 TORRIS
矿泉水&饮料	海南椰风、黑龙江五大莲池、吉林泉阳泉
食用油	山东鲁花、上海佳阁

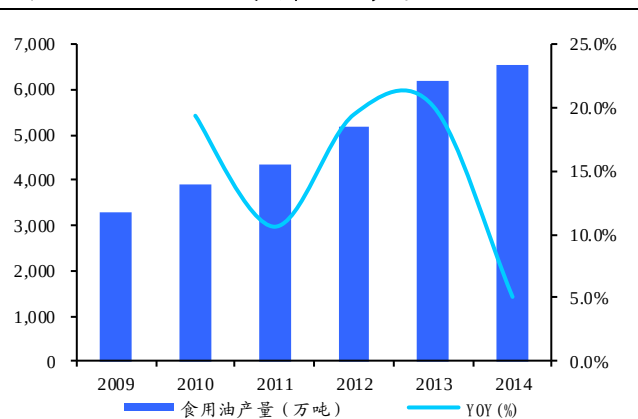
数据来源：中国包装联合会金属包装分会，国泰君安证券研究

图 24: 2009-2014 我国软饮料产量 CAGR=19.8%



数据来源：wind，国泰君安证券研究

图 25: 2009-2014 我国食用油产量 CAGR=18.8%

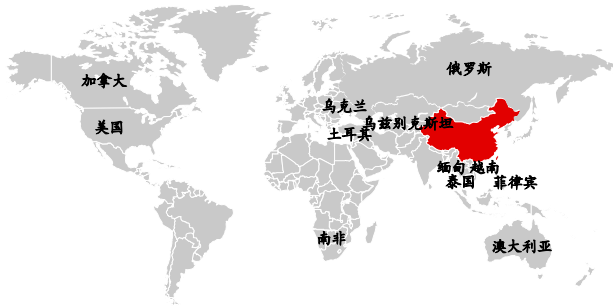


数据来源：wind，国泰君安证券研究

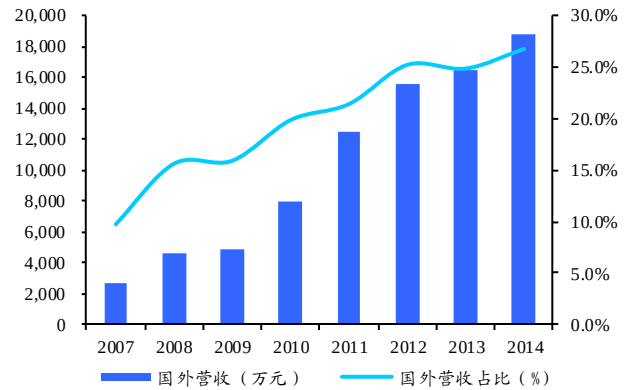
公司在深耕国内市场的同时积极拓展国外市场，不断提升公司品牌在国际市场知名度，现已与俄罗斯、乌兹别克斯坦、泰国、菲律宾等国家的客户形成长期合作关系，产品远销俄罗斯、菲律宾、泰国、越南、缅甸、澳大利亚以及非洲、南北美洲等海外市场，广泛应用于白兰地、威士忌、葡萄酒、橄榄油、饮料等行业。2014 年公司实现海外营收 1.88 亿元，占总营收比例 26.8%，较 2007 年提升了 17.1 个百分点，公司产品国际化程度不断加深。

图 26: 公司瓶盖产品已开拓诸多海外市场

图 27: 公司海外业务营收占比逐年上升



数据来源：京东，国泰君安证券研究



数据来源：京东，国泰君安证券研究

5. 盖据百业，媒介无限

5.1. 天地有心，则万物为媒介

广义上的媒介是指能使人、人与事物或事物与事物之间产生联系或发生关系的物质。而在传统意义上，媒介主要指代面向传播对象的信息传播形式，主要包括电影、电视、广播、书报杂志和互联网等。我们认为，随着互联网和物联网的发展，万物互联的时代正在来临，而作为产生联系或发生关系的物质，媒介所能涵盖的种类远不止上述几种。

公司于 5 月 26 日与一致行动人兰坤及联建光电董事长刘虎军签署协议，公司拟出资 9000 万元与其他两方合资成立移动互联网媒体合资公司。合资公司成立后，公司持有其 45% 股权，且根据公司与兰坤之间的一致行动协议，公司将对合资公司拥有控股权。合资设立的移动互联网媒体公司主营业务为基于甲方现有主营产品的瓶盖（或其它居民日用消费品）上印刷的二维码为信息传递终端的移动互联广告运营。

我们认为，公司此次公告设立移动互联网媒体合资公司即为将媒介涵盖范围拓展至传统范围之外的典型案例：通过瓶盖等上印制的二维码信息，公司将通过每年超 20 亿的瓶盖获取海量数据入口，构建出横跨厂家与消费者之间的互联网平台，从而从传统制造业转向拥抱互联网，突破公司瓶盖业务发展的天花板。

5.1.1. 王老吉+微信条形码：移动互联网时代新营销模式

2014 年 9 月 18 日，微信最新推出了条形码扫描连接“品牌及商品主页”功能，广药王老吉成为全球首个接入该功能的企业，一举打破条形码的传统功能，将品牌的线下终端与社交平台直效打通，开辟了移动互联网时代新的营销模式。在王老吉与微信联合推出的条形码扫描新功能中，用户只要通过微信扫一扫功能扫描商品条形码，即可进入商品主页了解企业更多的信息，与品牌进行深度互动。商品主页展示了产品及品牌介绍、品牌最新活动，官方微信关注入口及产品电商购买渠道，并且打造了移动端最新活动的超级入口。

图 28: 王老吉微信商品主页示意图



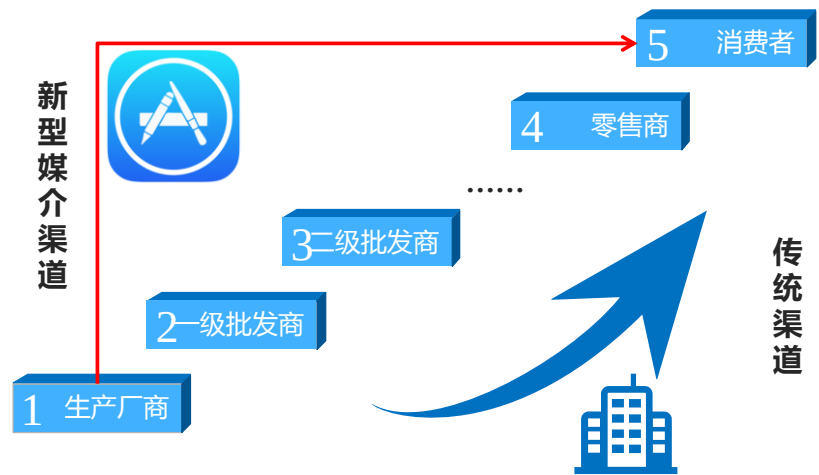
数据来源: 艾瑞网

传统意义上的条形码仅包含生产国、制造厂家、商品名称等商品基本信息, 而条形码扫描新功能则利用微信等移动终端 APP 进入商品主页了解企业更多信息, 同时企业亦可以通过主页设置诸多活动或优惠, 实现企业与消费者之间的深度互动, 将商品买卖场景转化为社交场景, 同样的模式亦可适用于公司瓶盖所在的酒类或者其他食品快消产品中。

5.2. 连接商品、用户平台构建可期

通过条形码/二维码连接 APP 平台, 企业利用商品原有包装, 便可以进行商品的营销活动甚至达到直接购买, 将流量转化为销量, 为企业解决引流难的问题。通过扫描条形码/二维码, 为商家及消费者构建出一个便捷的安全购物通道, 这一过程跳过了传统线下渠道的一批、二批等多层流通渠道, 缩短了消费者与品牌之间的距离, 消费者可直接通过产品就可与品牌进行互动, 企业更可以通过产品条形码提供的渠道, 对消费者进行培养并与之建立感情。我们认为, 公司此次合资成立移动互联网 APP, 将有望通过领先的自身防伪瓶盖印刷技术大力推广瓶盖二维码, 消费者通过扫描二维码的形式, 实现链接商品和用户的平台的构建, 从而成为社交场景的提供者和运营者, 进而获取用户数据和企业数据, 为下一步利用互联网大数据时下变现提供坚实数据基础。

图 29: 通过创新营销模式厂商构建安全购物通道, 直面消费者



数据来源：国泰君安证券研究

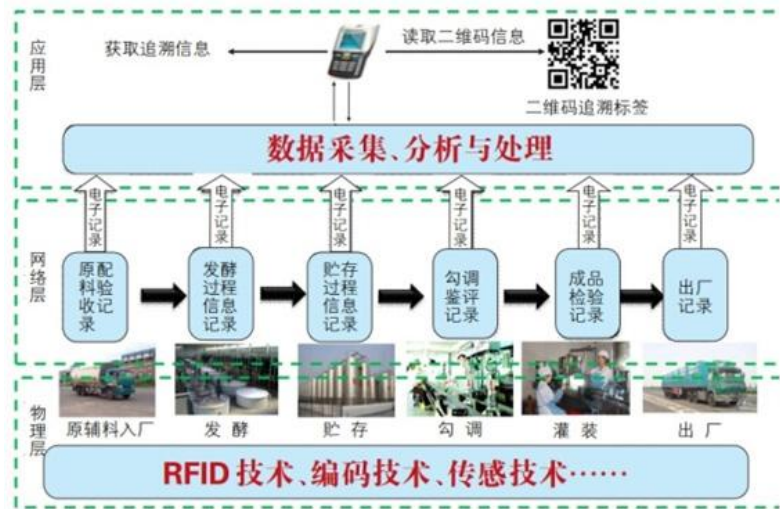
5.3. 盈利模式多样，成长无限精彩

5.3.1. 防伪盖+二维码实现商品可追溯，有望分享企业打假费用

我们注意到，2012年7月，国务院办公厅印发了《国家食品安全监管体系“十二五”规划》，明确规定“酒类产品电子追溯系统覆盖试点产品生产经营单位”。因此，建立白酒质量追溯体系，实现从白酒供应链质量信息可追溯，成为我国白酒产业的发展趋势。公司在防伪瓶盖行业深耕多年，已拥有丰富的基于瓶盖的商品防伪经验；另一方面，通过在瓶盖上印刷二维码，公司有望实现将商品、原材料、制造生产、流通环节的信息集成在二维码或二维码所对应的APP中，从而实现商品从原料到成品再到流通环节的层层可追溯，杜绝假冒产品进入流通领域。

由于以白酒为代表的企业多面临假冒伪劣产品问题，因此多数知名酒企均需组织专业打假人员协助工商部门进行打假行动，人工费用高昂且效率较低，造成销售费用居高不下。我们认为，随着的防伪瓶盖+二维码可追溯体系的建立，公司有望高效重塑行业打假模式，从而能够有效遏制假冒商品流通，进而有望分享企业打假费用，实现公司与酒企的互利共赢。

图 30：基于物联网技术的白酒质量追溯模型



数据来源:《中国自识别技术》

5.3.2. 移动互联平台建立, 广告业务可期

公司通过防伪瓶盖上的二维码及对应 APP, 在线上搭建了一个商家与消费者直接面对面进行互动的平台。在平台上, 不但可以查询产品追溯信息以确保所购产品安全和真实, 同时也为公司通过平台构建的社交场景, 实现品牌介绍、新品宣传、促销活动和购买入口等增量信息向用户的导入, 真正实现流量向销量的转变。

我们注意到, 公司此次合资成立移动互联网媒体公司的合作方包括联建光电的实际控制人刘虎军。联建光电在 2015 年 4 月公告收购精准分众传媒 28.4% 股权, 补全了其在移动互动营销技术、移动广告投放服务等方面的短板。精准分众传媒旨在为企业提供基于移动互联的精准传播和精准营销的解决方案, 是移动营销综合服务领先的提供商之一。精准分众拥有自主研发的微互动移动营销平台和移动广告平台, 打通了 APP、微信等社交媒体、WIFI 和线下媒体, 拥有跨媒体跨屏跨平台的广告融合技术以及多来源的数据统一分析综合处理技术优势, 可为企业量身定制全套的营销、广告、线上线下互动及资源数据分析的解决方案。

我们认为, 公司通过设立合资子公司, 引入在移动营销综合服务有深厚技术和资源积淀的联建光电及其旗下精准分众传媒, 将有利于公司充分发挥防伪瓶盖二维码及相关 APP 所带来的平台优势, 通过引入广告或为企业量身定制全套的营销、广告、线上线下 O2O 互动等解决方案, 为公司后续开展广告业务奠定了良好的基础。

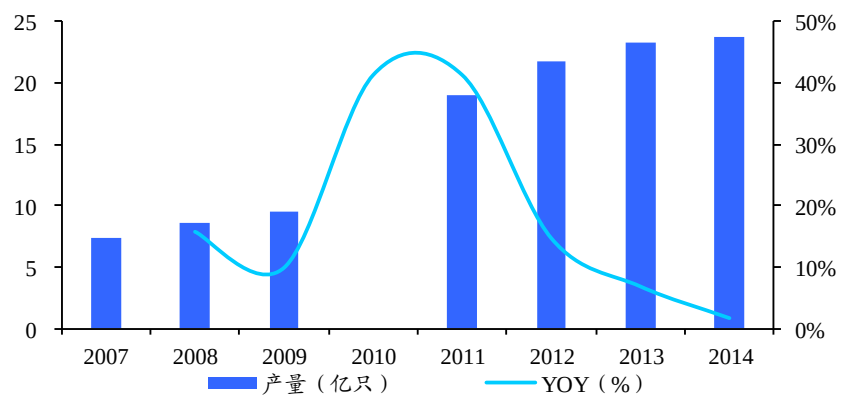
5.3.3. 平台完成多方数据收集, 大数据实现价值倍增

公司 2014 年生产 23.7 亿只防伪瓶盖, 实现销售 22.9 亿只, 我们认为公司在合资移动互联网媒体公司设立后, 有望通过开发专用瓶盖二维码扫描 APP 实现对消费者数据的收集。我们注意到, 二维码中不仅仅包含商品价格、商品品牌等基本信息; 同时因需要完成流通可追溯功能而包含原料供给方、各个生产车间、各流通环节的数据, 因此公司有

望通过瓶盖二维码，获得从原料到餐桌整个流程“从端到端”的大数据全覆盖。

我们注意到，公司此次与联建光电实际控制人合资成立公司，有望借助联建光电及其旗下移动互联网广告公司的深厚技术积淀，通过大数据手段实现对原料供给商、生产、流通和消费者公司有望根据消费者酒水、饮料等产品消费数据深入洞察消费者偏好，为公司后续进行精准营销和精准广告运营打下坚实的数据基础；另一方面，公司亦有望通过分析原料、车间、物流方面的数据，实现对生产和流通环节的洞察，进而开展 2B 端的营销生产咨询服务，加强公司与上游客户之间和紧密合作关系，从而有望凭借合资公司技术、渠道优势，切入到消费品移动网络营销市场，实现超越瓶盖市场，拥抱移动互联网。

图 31: 公司防伪瓶盖有望变身海量数据入口 (2010 年数据未公布)



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

6. 盈利预测与估值

6.1. 相对估值法

6.1.1. 核心假设

我们的核心假设如下：

(1) 营收

我们预计，2015-2017 年，公司的组合式防伪酒瓶盖有望保持 30%、20%和 15%的增长，毛利率水准略微有所下滑；铝防伪酒瓶盖有望保持 29%、23%和 17%的增长，而得益于二维码酒瓶盖的推广，公司的毛利率有望在 30%左右的水准线，保持稳中有升的态势；复合式防伪印刷铝板业务有望保持 10%、7%和 5%的增长，毛利率有望保持在 7%左右的稳定水准；园林绿化业务有望保持 30%左右的增长，毛利率保持在 32%左右；移动互联网业务有望在 2017 年形成 2500 万左右的营收水准，毛利率保持在 60%以上的较高水准。

(2) 费用

得益于产能的持续扩张，公司的销售费用保持在 3.5%左右的水准稳中有降；管理费用得益于管理效率的提升呈现出一定下降态势。

6.1.2. 盈利预测

根据我们的核心假设，公司 2015-2017 年可实现的收入分别为 8.53/10.26/12.15 亿元，同比分别增长 21.5%/20.4%/18.4%，实现归属母公司的净利润分别为 1.40/2.46/3.00 亿元，同比分别增长了 345.7%/76.4%/21.8%。对应 EPS 分别为 0.42/0.75/0.91 元。

表 4: 预测利润表 (百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	617	661	702	853	1,026	1,215
增长率	5.4%	7.0%	6.3%	21.5%	20.4%	18.4%
营业成本	-484	-519	-557	-672	-839	-953
%销售收入	78.4%	78.5%	79.3%	78.8%	81.8%	78.4%
毛利	133	142	145	181	187	263
%销售收入	21.6%	21.5%	20.7%	21.2%	18.2%	21.6%
营业税金及附加	-3	-3	-3	-4	-5	-6
%销售收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-19	-24	-26	-30	-37	-44
%销售收入	3.1%	3.7%	3.7%	3.5%	3.6%	3.6%
管理费用	-39	-47	-57	-61	-77	-92
%销售收入	6.3%	7.1%	8.1%	7.2%	7.5%	7.6%
息税前利润 (EBIT)	72	68	59	86	68	121
%销售收入	11.6%	10.3%	8.4%	10.0%	6.7%	9.9%
财务费用	-16	-18	-16	107	279	310
%销售收入	2.6%	2.7%	2.3%	-12.6%	-27.2%	-25.5%
资产减值损失	-3	-4	-4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.3%	0.3%	0.3%	0.1%	0.0%	0.0%
营业利润	52	46	39	193	348	431
营业利润率	8.5%	7.0%	5.6%	22.6%	33.9%	35.5%
营业外收支	5	6	8	7	7	7
税前利润	58	52	48	200	354	438
利润率	9.3%	7.9%	6.8%	23.4%	34.5%	36.1%
所得税	-14	-12	-12	-49	-87	-109
所得税率	24.2%	22.7%	26.2%	24.4%	24.4%	25.0%
净利润	44	40	35	151	268	329
少数股东损益	3	2	4	11	21	29
归属于母公司的净利润	41	38	31	140	246	300
净利率	6.7%	5.7%	4.5%	16.4%	24.0%	24.7%

数据来源：国泰君安证券研究

6.1.3. 可比公司估值

由于公司起家于轻工制造，系通过发挥在手的客户渠道资源优势向满足消费品生产商的防串货、打假防伪、整合营销和数据分析处理等商品流、数据流和信息流等方向实现系统全面的转型。因此我们选取整合数据营销等方面的标的与公司进行可比公司估值比较。我们选取利

欧股份、腾信股份、明家科技、广博股份、联创节能与公司进行可比公司估值比较。根据可比公司估值，2015~2017 年，公司同行业可比公司平均估值分别为 99.63/67.69/53.37 倍，公司对应估值水平为 52.40/29.70/24.39 倍 PE，公司估值具有相当的吸引力。

我们认为，公司通过实现由传统轻工制造向移动互联网广告华丽转身，有望凭借在手的技术、资金、渠道优势，迅速实现连接生产商与消费者的移动平台的建立，从而实现向移动广告和精准营销的蝶变。基于相对估值方法，我们给予公司 2015 年行业平均估值 99.6 倍，对应公司股票估值为 42.23 元。

表 5: 可比公司估值比较 (截止到 2015 年 7 月 17 日收盘价)

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股) (wind 一致预期)			PE		
				2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
002131.SZ	利欧股份	52.66	206.12	0.99	1.23	1.48	53.26	42.87	35.61
300392.SZ	腾信股份	124.90	159.87	0.74	0.99	1.26	169.56	126.62	99.23
300242.SZ	明家科技	71.39	62.22	0.64	0.96	1.27	112.18	74.09	56.13
002103.SZ	广博股份	28.42	86.71	0.33	0.46	0.59	85.78	61.72	48.18
300343.SZ	联创节能	58.37	46.70	0.75	1.76	2.11	77.35	33.13	27.70
行业均值							99.63	67.69	53.37

数据来源: wind, 公司公告, 国泰君安证券研究

6.2. 绝对估值法

我们采取 DCF 绝对估值法对公司进行估值。在绝对估值法的条件下，公司的价格为 41.33 元。我们绝对估值法的假设如下：

表 6: 绝对估值法假设

资产贴现率Ka		股票贴现率Ke	
行业Beta	0.95	股本总额	329.65
无风险利率Rf	4.20%	股价	23.34
风险溢价	9.00%	股本价值Ve	7,694.11
资产贴现率Ka	12.75%	债务总额Vd	418.58
加权平均资本成本WACC		债务利率Kd	6.57%
债务比率D/(E+D)	5.16%	实际税率Tc	24.37%
权益比率E/(E+D)	94.84%		0.9
WACC	14.23%	股票Beta	1.17
		股票贴现率Ke	14.73%

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

综合两种估值法考虑，我们认为，公司凭借自身在轻工制造领域建立起来的强大资金和技术壁垒，通过移动 APP 实现线上平台的构建完成对全产业链数据的收集，进而开展 2B 端和 2C 精准营销业务，最终实现由传统瓶盖制造切入到消费品移动网络营销市场，实现超越瓶盖市场，拥抱移动互联网的目标。因此我们认为公司享受一定的估值溢价，给予公司目标价 42.23 元，首次“增持”评级。

7. 风险提示

7.1. 二三线白酒市场持续低迷

公司现阶段瓶盖业务主要面对二三线白酒，若三公消费禁令及宏观经济不佳、居民消费增速不达预期带来二三线白酒市场持续低迷，将会影响公司现有业务增速，公司虽正采取开拓非白酒市场和海外市场，但仍将在相当长一段时间内受国内白酒市场行情影响。

7.2. 移动互联网业务拓展不达预期

公司移动互联网业务可能受到技术、资金、合作方等的影响造成进度不及预期，影响公司由瓶盖制造商向移动互联网运营公司的转型。

7.3. 原材料及人工成本上升导致毛利率下滑

公司主要原材料包括铝、塑料、印染材料等，其中金属铝价格随宏观经济影响，市场波动较大。近年来，铝价格呈现震荡下滑趋势，但若上述原材料的价格出现较大波动，仍将对公司的生产经营产生较大影响，从而影响到公司盈利水平和经营业绩。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，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，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		