

伊利战略加持，国产无菌包装崛起

——新巨丰深度报告

个股评级：增持

2023年1月5日

分析师

邮箱

证书编号

史凡可

shifanke@stocke.com.cn

S1230520070002

分析师

邮箱

证书编号

马莉

mali@stocke.com.cn

S1230520070002

□ 无菌包装行业：赛道优质，国产化替代空间广阔

- 行业技术成熟，升级迭代主要体现在包型。无菌包装起源于1963年利乐年推出“利乐砖”产品并引领行业，此后产品持续更迭，目前已经发展近60年，行业技术成熟，产品升级方向主要在于新包型。目前产品形态分为枕包、砖包、钻石包等，主要原材料包括原纸、铝箔、聚乙烯。
- 中国年消费量1100亿包，液态奶拉动需求稳健成长。液态奶领域2019年国内无菌包装销售量约930亿包，总市场规模192亿元，2021达1100亿包，2017-2021CAGR8%。下游需求结构中，液态奶占比72%，非碳酸饮料等占比28%。液态奶领域，2019-2022年CAGR约4%，我国人均年消费量21.1kg，相比美国67.3kg仍有较大成长空间有望长期驱动市场成长，
- 利乐垄断受监管，国产企业迎来突围契机。利乐作为行业的引领者，早期通过设备+包材搭售等措施进行市场垄断。16年利乐被国家工商总局认定垄断并处罚款约6.677亿元，国产企业迎来成长契机。截至2020年行业CR4达82.94%，主要包括利乐（份额52.63%）、SIG（10.98%）、纷美包装（12.34%）与新巨丰（6.99%），其中仅新巨丰为内资企业，近年来份额持续提升。

□ 新巨丰：深度绑定客户，本土化优势突出

- 行业特殊格局决定高竞争壁垒，公司深度绑定伊利，蒙牛突破可期。无菌包装下游乳制品CR2 62%，对应头部客户深度绑定成为无菌包装企业度过前期高研发投入与后期规模化量产获取稳定订单的必须要求，行业壁垒较高。公司深度绑定伊利（2015年伊利入股持股18%。目前持股约5%），双方亦签署十年战略合作框架协议，目前伊利占公司收入70%。此外纷美与蒙牛共同股东关系绑定解除，公司当前已进入蒙牛供应商名录，23年产能加速扩张，打破产能限制后突破可期。
- 性价比&服务优势突出。公司经营高效率，产品定价低于利乐、纷美约10%，同时毛利率高于纷美包装等同行，产品质量与稳定性亦处于较高水平。此外作为，唯一内资企业，公司供应链体系、服务体系基于国内市场，服务效率高于同行。
- 中期收入空间71亿，长期看千亿市场突围。中性假设下无菌包装2026年市场规模有望达273亿，参考纷美包装在蒙牛体系中份额达40%，我们中性假设公司在伊利体系中份额有望从约20%提升至40%，蒙牛体系中公司性价比优势明显，中性假设份额提升至25%，其他市场与非碳酸中性假设下市占率提升至20%。综合估计市场空间71亿元。海外：利乐全球收入体量110亿欧元，市占率62%，对应全球市场规模超千亿元。海外对一体化服务能力要求较高（灌装设备-包材一体化），公司将通过积极产业上下游整合搭建能力，长期成长空间广阔。
- 原材料成本下行，23年盈利弹性突出。公司原材料成本占比91%，主要原材料包括原纸、铝箔和聚乙烯，采购金额占比分别为40%/18%/30%，年内价格波动将对毛利率产生较大波动。22Q1-Q3公司毛利率20.11%（-9.5pct），主要系原材料成本相比21年明显提升。23年纸浆确定性下行，白卡产能快速投放，预期纸价或有10%+下行，从而对毛利率有4%左右正向贡献，截至22Q3公司净利率11%，利润弹性突出。

□ 盈利预测与估值

- **盈利预测:** 公司23年产能集中释放, 驱动伊利体系份额加速提升, 原材料下行驱动利润释放, 综合激励计划费用摊销影响利润表现, 我们预测公司22-24年收入分别为16.2/21.2/27.2亿元, 分别增长31%/31%/28%, 归母净利润分别增长为5%/26%/27%, 预计公司22-24年实现归母净利润1.66/2.09/2.64亿元, 对应PE 41X/33X/26X。
- **估值:** 综合考虑公司上市后产能释放进入成长快车道, 长期成长空间广阔, 未来收入维持30%复合增长确定性较高, 首次覆盖给予“增持”评级。

□ 风险提示

行业竞争加剧, 原材料价格大幅上升, 核心客户份额提升不及预期。

重要财务指标	单位: 百万元			
主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1241.84	1623.45	2122.19	2723.84
同比	22.42%	30.73%	30.72%	28.35%
归属母公司净利润	157.20	165.53	208.86	263.87
同比	-17.29%	5.29%	26.18%	26.34%
毛利率	27.29%	22.75%	23.96%	23.18%
ROE	14.76%	9.20%	8.16%	9.44%
每股收益(元)	0.37	0.39	0.50	0.63
P/E	43.47	41.28	32.72	25.90
P/B	5.08	2.78	2.56	2.33
EV/EBITDA	-1.81	21.20	17.02	13.03

资料来源: 浙商证券研究所

- 1. 行业竞争加剧:** 无菌包装行业技术门槛相对较高，产品盈利能力较好，投资回报率较高。未来国产替代趋势下，如果国内包装类企业参与到无菌包装市场竞争中，或者利乐，SIG加大对国内市场的投入，行业竞争或将加剧公司面对市场份额下降风险。
- 2. 原材料价格大幅上升:** 公司主营成本中原材料成本占比达90%，原材料主要类别为原纸、聚乙烯、铝箔等大宗商品。公司定价方式为集中谈判定价，销售合同期一年，下游客户议价能力较强，存在价格传导不利的风险，未来原材料价格若大幅上涨将影响公司盈利能力。
- 3. 核心客户份额提升不及预期:** 公司销售收入大客户占比较高，21年来自前五名客户的销售收入占主营业务收入的比重为89.95%，公司对伊利的销售收入占主营业务收入的比重为70.29%，公司21年产品占伊利采购份额约20%。若公司在伊利等核心客户中份额提升不及预期，将对公司估值产生影响。

目录

CONTENTS

01

国产无菌包装领军企业，深度绑定头部客户

02

无菌包装：赛道优质，国产化替代空间广阔

03

核心竞争力：深度绑定客户，本土化优势显著

04

盈利预测与估值

01

国产无菌包装领军企业
深度绑定头部客户

01 新巨丰：国产无菌包装领军企业，深度绑定核心客户

表1: 历史财务数据一览

单位: 百万元	2017	2018	2019	2020	2021	2022Q1-Q3
营业收入	768.19	860.21	935.14	1,014.45	1,241.84	1,122.17
YOY	26.87%	11.98%	8.71%	8.48%	22.42%	30.13%
归母净利润	101.13	86.44	115.54	169.10	157.20	121.81
YOY	164.33%	-14.52%	33.67%	46.35%	-7.04%	3.98%
毛利率	31.50%	29.86%	30.85%	34.81%	27.29%	20.11%
归母净利率	13.16%	10.05%	12.36%	16.67%	12.66%	10.85%
存货	122.81	144.83	148.80	132.40	185.58	216.48
较上年同期增减	17.70	22.02	3.97	-16.40	53.18	
存货周转天数	77.96	79.84	81.73	76.53	63.39	60.55
较上年同期增减	-12.95	1.88	1.89	-5.20	-13.14	
应收账款及票据	286.73	311.78	219.42	224.81	358.54	363.82
较上年同期增减	12.35	25.05	-92.36	5.39	133.73	
应收款周转天数	91.98	74.78	73.91	77.90	82.78	85.77
较上年同期增减	-17.01	-17.20	-0.87	3.99	4.88	
应付账款及应付票据	110.60	261.35	281.33	272.73	415.96	509.88
较上年同期增减	29.04	150.76	19.98	-8.60	143.23	
应付账款周转天数	53.09	52.34	54.04	57.58	49.87	50.21
较上年同期增减	-7.55	-0.75	1.70	3.54	-7.70	
预收账款(合同负债)	1.75	1.46	9.32	4.20	5.31	4.33
较上年同期增减	1.30	-0.29	7.86	-5.13	1.12	
经营性现金流净额	108.06	146.83	223.76	245.01	80.18	71.35
较上年同期增减	205.24%	35.88%	52.39%	9.50%	-67.27%	221.91%
筹资性现金流净额	-53.84	-28.81	-71.58	-102.40	14.18	1,095.10
较上年同期增减	-146.63%	-46.48%	148.44%	43.05%	-113.85%	15801.42%
资本开支	108.82	52.50	53.72	177.12	34.44	25.88
较上年同期增减	-18.55	-56.31	1.22	123.40	-142.68	-3.39
ROE	14.13%	10.78%	12.87%	17.14%	13.74%	
YOY(±)	6.91%	-2.51%	2.13%	4.11%	-2.65%	
资产负债率	31.66%	37.24%	33.39%	32.12%	33.80%	22.25%
净资产	715.51	801.95	897.50	986.60	1,143.80	2,321.32

国产无菌包装领军企业，专注于无菌包装的研发、生产与销售，深度绑定伊利战略体系，国产替代&产能释放，业绩加速成长。公司成立于2007年，主营无菌包装研发与销售，下游应用领域为液态奶和非碳酸饮料。公司凭借多年积累，在市场渗透和国产替代上取得了显著的突破。当前公司与国内知名乳制品企业伊利、夏进乳业、欧亚乳业和知名非碳酸饮料生产商王老吉、东鹏饮料建立了良好的长期合作关系。2017-2021年公司营收从7.68亿元增长至12.42亿元，CAGR为12.75%；归母净利润从1.01亿元增长至1.57亿元，CAGR为11.66%；22Q1-Q3公司营收11.22亿元(+30.13%)，归母净利润1.22亿元(+4%)，产能释放收入增长亮眼，利润端原材料大幅上涨有所拖累。

创始团队控股，子公司分工明确。公司实际控制人为袁训军，持股比例13.15%。公司前十大股东中，伊利持股4.08%，为国内乳制品以及无菌包装应用领域中龙头企业，永创智能持股比例3.3%，为国产包装设备龙头企业。

管理层团队经验丰富，核心人员具备行业领先企业生产经验，属行业稀缺人才。董事长袁训军2007年创立企业，始终致力于推动行业国产替代趋势发展，提高我国无菌包材自主水平，深耕无菌包装领域。公司核心团队成员总经理刘宝忠、工厂厂长许兆军曾任职于纷美，负责核心业务生产经营，具备行业规模企业的生产管理经验，参与起草制定国家相关技术标准，属于行业稀缺人才。

图1：公司股权结构

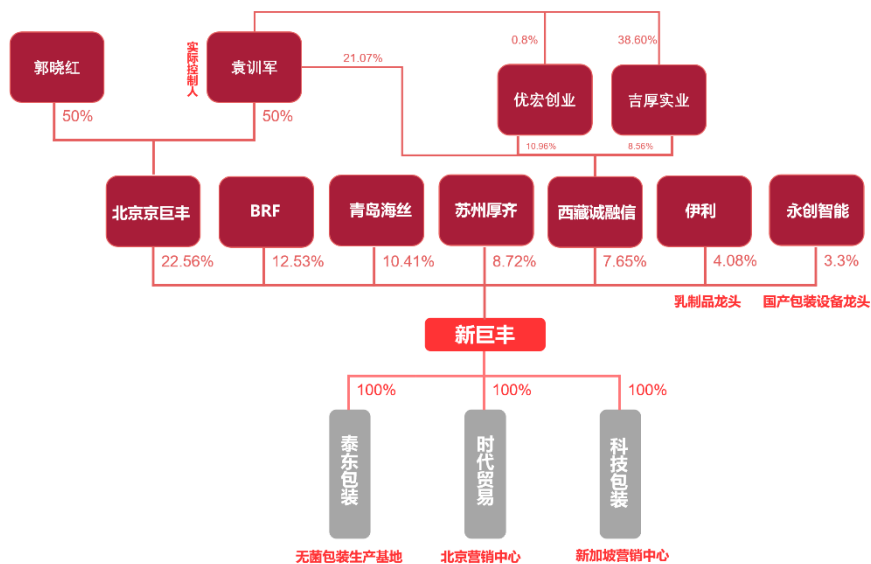


表2：公司管理层

姓名	职位	简历
袁训军	董事长	清华大学EMBA，曾任秦皇岛法润律师事务所律师，凯悦律师事务所（现更名河北凯悦律师事务所），北京天立律师事务所律师，北京博儒律师事务所律师。2007年10月至今，任公司董事长；现任泰安市第十七届人大代表，兼任北京京巨丰能源控制设备有限公司执行董事、总经理。
郭晓红	副董事长、总裁	北京大学光华管理学院，EMBA。曾任秦皇岛市海港区司法局办事员，秦皇岛市司法局对外律师事务所律师，秦皇岛市凯悦律师事务所律师，北京市中孚律师事务所律师，北京市民博律师事务所律师。2007年创办新巨丰，目前任公司总裁、副董事长，兼任北京京巨丰能源控制设备有限公司监事。
刘宝忠	董事、总经理	中欧国际工商学院EMBA。1995年11月至2003年3月，历任山东泉林纸业有限责任公司车间主任、副总经理；2003年3月至2012年5月，历任纷美包装有限公司项目经理、工厂厂长；2012年6月至今，任公司总经理。目前担任新巨丰董事、总经理。
焦波	董事、副总经理	北京大学EMBA。曾任新汶矿务局协庄煤矿行政科副科长、新矿业集团有限责任公司协庄煤矿秘书科科长、档案科科长、办公室主任、副总经济师；2007年10月至2012年6月，任公司董事、总经理；2012年6月至2016年12月，任公司董事、副总裁；2016年12月至今，任公司董事、副总经理。
魏功海	董事、副总经理	北京理工大学材料专业。曾任北京舒乐鹏远移动垃圾桶有限责任公司车间主任，北京鹏鑫包装制品有限责任公司技术部长，北京富美纸业有限公司（现更名为北京富美包装材料有限公司）总经理，河北洪源华腾包装科技发展有限公司技术副总经理。2007年10月至今任公司副总经理。目前担任新巨丰董事、副总经理。
刘忠明	监事	1998年7月至2000年11月，任泉林纸业集团电气工；2000年11月至2009年10月，任纷美包装有限公司第一操作手；2009年11月至2010年9月，任光夏包装（厦门）有限公司分切工程师；2010年10月至今，历任新巨丰生产经理、工厂厂长；2020年6月至今，任新巨丰监事。
许兆军	工厂厂长	中国海洋大学电气工程及其自动化专业，助理工程师。曾任山东泉林纸业有限责任公司（原名山东省高唐县造纸厂，现为山东泉林集团有限公司）班长；山东泉林包装有限公司（现为纷美包装有限公司）班长；2003年5月至2015年8月，历任纷美包装有限公司生产工程师、计划部经理、纷美包装（内蒙古）有限公司生产经理；2015年8月至今，历任新巨丰项目经理、高级经理、工厂厂长。

数据来源：企查查，Wind，浙商证券研究所

公司主营业务无菌包装可细分为枕包（21年收入6.36亿元，占比51.21%）、砖包（21年收入4.81亿元，占比38.72%）和钻石包（21年收入1.18亿元占比9.54%）。下游行业格局稳定，国产替代趋势下，业绩实现高速增长：

（1）**枕包**：市场份额小，竞争压力低，公司通过该品类切入市场。外形如枕头，工艺加工难度和技术要求相比砖包、钻包高，但产品用料少，价格定位相对较低，毛利率通常较低，市场需求份额约22%。公司初期错位竞争通过枕包切入无菌包装市场。2017-2021年枕包收入由3.52亿元增长至6.36亿元，CAGR为15.9%，其中21年同比增长5.29%，毛利率分别为37.6%/36.8%/37.5%/40.4%/34.1%。

（2）**砖包**：工艺成熟，市场份额大（约61%），竞争激烈。2017-2021年砖包收入由4.01亿元增长至4.81亿元，CAGR4.6%，其中21年增长46.3%，增长开始提速，毛利率分别为25.3%/22.1%/21.7%/25.8%/19.5%。

（3）**钻石包**：高端化驱动，无菌包装成长盘。2017年-2021年钻石包收入由0.10亿元增长至1.18亿元，CAGR86.54%，其中21年同比增长65.87%，相较近几年增速提升明显，毛利率分别为33.1%/23.7%/19.0%/24.5%/19.5%。

表3：公司主要产品

产品类型	主要规格型号 (ml)	产品用途	图例
砖包	200S、250S、200B、250B、1000B、200M	用于包装和保存液态奶及非碳酸软饮料	
枕包	200、250、500		
钻石包	200、250	用于外包装精美，外形立体感更强的高端液态酸奶	

表4: 主营业务拆分一览

	2017	2018	2019	2020	2021		2017	2018	2019	2020	2021
主营业务营业收入 (亿元)	7.68	8.6	9.35	10.14	12.42	砖包 (亿元)	4.01	3.71	3.39	3.29	4.81
yoy	26.87%	11.98%	8.71%	8.48%	22.42%	yoy		-7.49%	-8.52%	-3.16%	46.31%
主营业务毛利率	31.50%	29.86%	30.85%	34.81%	27.29%	占比	52.20%	43.12%	36.29%	32.39%	38.72%
总产能 (亿包)	57.5	90	90	90	105	毛利率	25.28%	22.11%	21.69%	25.76%	19.45%
总产量 (亿包)	51.79	56.88	64.55	69.83	86.71	销量 (亿包)	24.92	23.42	20.95	20.21	31.04
产能利用率	90.07%	63.20%	71.72%	77.59%	82.58%	yoy		-6.03%	-10.55%	-3.52%	53.58%
销量 (亿包)	50.58	57.09	63.24	69.5	86.74	单价 (元/包)	0.16	0.158	0.162	0.163	0.155
yoy		12.87%	10.77%	9.90%	24.81%	yoy		-1.55%	2.27%	0.37%	-4.74%
枕包 (亿元)	3.52	4.19	5.26	6.04	6.36	钻石包 (亿元)	0.1	0.65	0.64	0.71	1.18
yoy		18.79%	25.70%	14.76%	5.29%	yoy		568.92%	-1.50%	10.80%	65.87%
占比	45.88%	48.67%	56.28%	59.54%	51.21%	占比	1.27%	7.61%	6.89%	7.04%	9.54%
毛利率	37.55%	36.82%	37.55%	40.39%	34.12%	毛利率	33.13%	23.66%	19.04%	24.52%	19.47%
销量 (亿包)	25.13	30.17	38.72	45.24	48.69	销量 (亿包)	0.53	3.5	3.57	4.05	7.01
yoy		20.07%	28.33%	16.84%	7.63%	yoy		559.38%	2.09%	13.35%	73.09%
单价 (元/包)	0.14	0.139	0.136	0.134	0.131	单价 (元/包)	0.18	0.187	0.18	0.176	0.169
yoy		-1.06%	-2.05%	-1.78%	-2.17%	yoy		1.45%	-3.51%	-2.25%	-4.17%

伊利战略投资支撑早期产能扩张，新一轮产能扩张计划驱动23年产能释放。公司自2015年伊利战略投资以来，持续扩大产能，2015年公司泰东包装一期项目开始设计，2017Q4投产后驱动公司2018年产能提升至90亿包。此后公司筹划上市，扩产计划略有调整，2020年公司开启新一轮产能扩张进程，2021年底产能达105亿包。整体看，公司产能利用率始终维持高位，2021年达到82.58%，单月最高产能达到100.44%，产能限制销售。预计新一轮扩产计划将在22年起逐步释放，22H1产能已达130亿包，预计22年总产能扩张至180亿包。

图2：公司产能利用率较高，产能受限

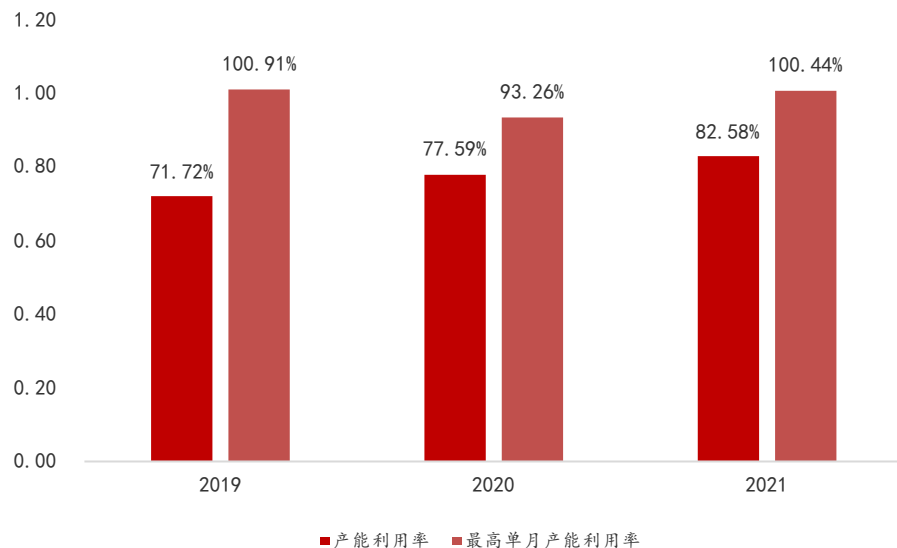
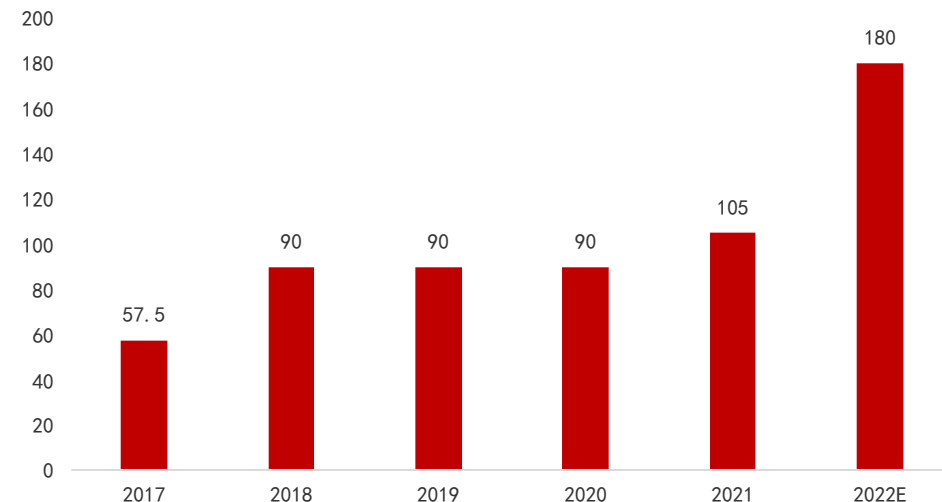


表5：募投项目

项目名称	项目投资总额(亿元)	募集资金投资(亿元)	建设期限
50亿包无菌包装材料扩产项目	0.7	0.7	18月
50亿包新型无菌包装片材材料生产项目	2	2	24月
研发中心(2期)建设项目	0.7	0.7	24月
补充流动资金	2	2	
合计	5.4	5.4	

图3：产能扩张预期



02

无菌包装：赛道优质，
国产化替代空间广阔

02 行业概览：发展近60年，工艺已趋于成熟

无菌包装可以有效保存液体的营养成分，且因无需冷藏、保质期长、遮光、隔热、无菌、成本低、便于运输等特点，被广泛应用于液态食品的包装容器中。上游原材料主要为原纸、聚乙烯、铝箔，产品形态分为枕包、砖包、钻石包、金属包，下游应用领域主要为液体乳制品以及非碳酸饮料。

无菌包装发展近60年，工艺已趋于成熟。无菌包装起源于60年代左右UHT高温瞬时杀菌工艺与无菌灌装技术的产生。利乐1963年率先推出“利乐砖”产品，成为行业领军企业，并持续更新迭代产品，于1997年推出“利乐钻”、“利乐枕”等产品。当前无菌包装产品已进入成熟阶段，产品工艺成熟，保质期等性能已满足大多食品品牌需求，产品更新迭代主要体现为包型更新，如利乐在三大品类外持续推出利乐威、利乐晶等异型包材。

图4：无菌包装产业链



表6：乳制品包装常见类型

品种	工艺	包装方式	储存时长	样例
低温奶	巴氏杀菌	玻璃瓶	约7天	
	超巴氏杀菌	无菌塑料袋	约21天	
常温奶	UHT 高温瞬时灭菌	百利包	约30天	
	UHT 高温瞬时灭菌	无菌枕包	约45-60天	
	UHT 高温瞬时灭菌	无菌砖包	180天及以上	
	UHT 高温瞬时灭菌	无菌钻石包	180天及以上	

02 行业成长稳定，受益消费升级

我国无菌包装年消费量达1100亿包，下游主要应用为液态奶。据益普索统计，2019年国内无菌包装销售量约930亿包，2021达1100亿包，2017-2021CAGR8%。下游结构看，2019年液态奶无菌包装销量占比约72%，为无菌包装主要应用领域市场随奶制品消费量稳定成长。

枕包向下渗透，钻包受益高端化。2020年我国枕包消费量212.2亿包，市场占比22.0%，伴随我国消费升级，乳制品渠道下沉，枕包凭借更好的保存效果有望持续替代百利包，提高下沉市场渗透率。钻包消费量106.1亿包，市场占比11.0%，中高端奶品考虑宣发效果，产品品质多采用钻包，当前钻包增速突出，充分受益消费升级与乳制品高端化进程。

图6：中国无菌包装消费量已达到千亿级别

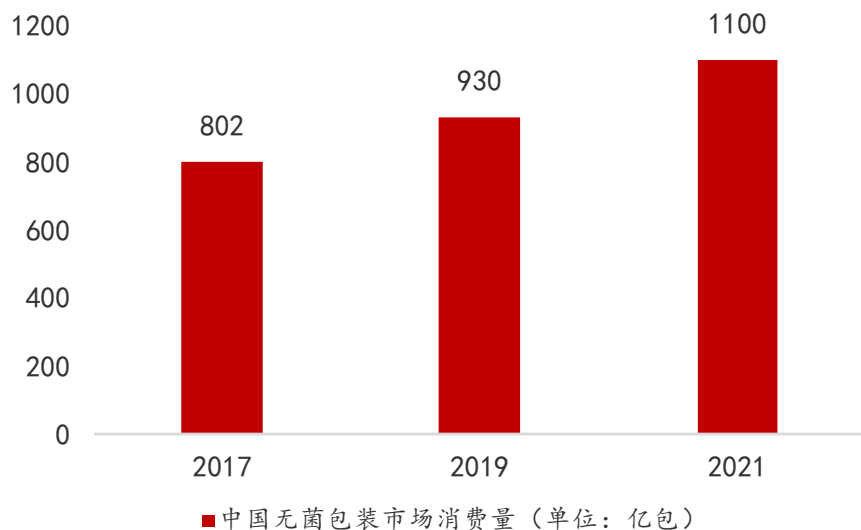


图5：2020年无菌包装各包型标准用量及占比 (单位; 亿包, %)

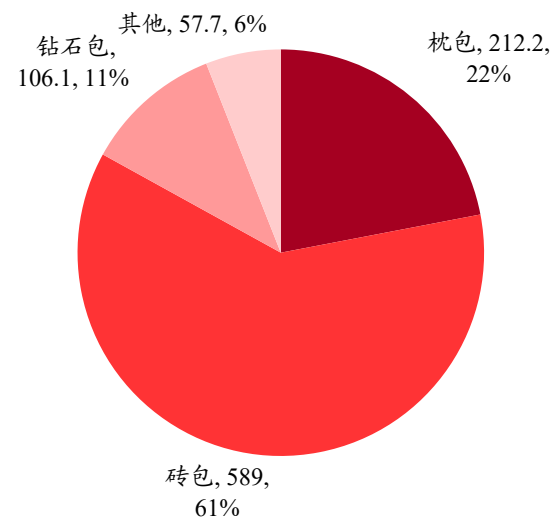
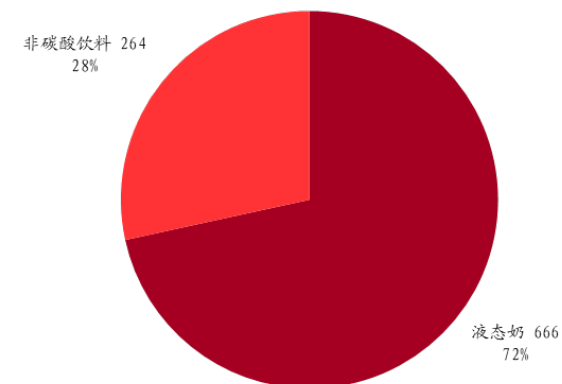


图7：2019年无菌包装下游需求拆分 (亿包, %)



02 下游需求-乳制品：成长稳健，对标海外成长空间较大

北奶南送格局下，常温奶占据主要份额。无菌包装通过和UHT超高温瞬时灭菌技术相结合适用于常温奶包装与运输。常温奶占比大：由于我国乳制品北奶南送的特殊格局，常温奶占据我国乳制品市场的重要份额，销售额占比70%以上。

行业成长性突出，对标海外长期成长空间较广。根据益普索的研究报告预测，2019年至2022年液态常温奶的年均增速约4%，预计到2022年，常温奶市场规模将达到853.7万吨，无菌包装产品需求也将随之提升。根据欧睿数据，2020年中国人均液态乳消费量为21.1kg，远低于亚洲与欧美地区发达国家，其中日本人均36.2kg，美国91.4kg，中国液态乳存在较大增长空间。

图8：中国液态奶产量（万吨）

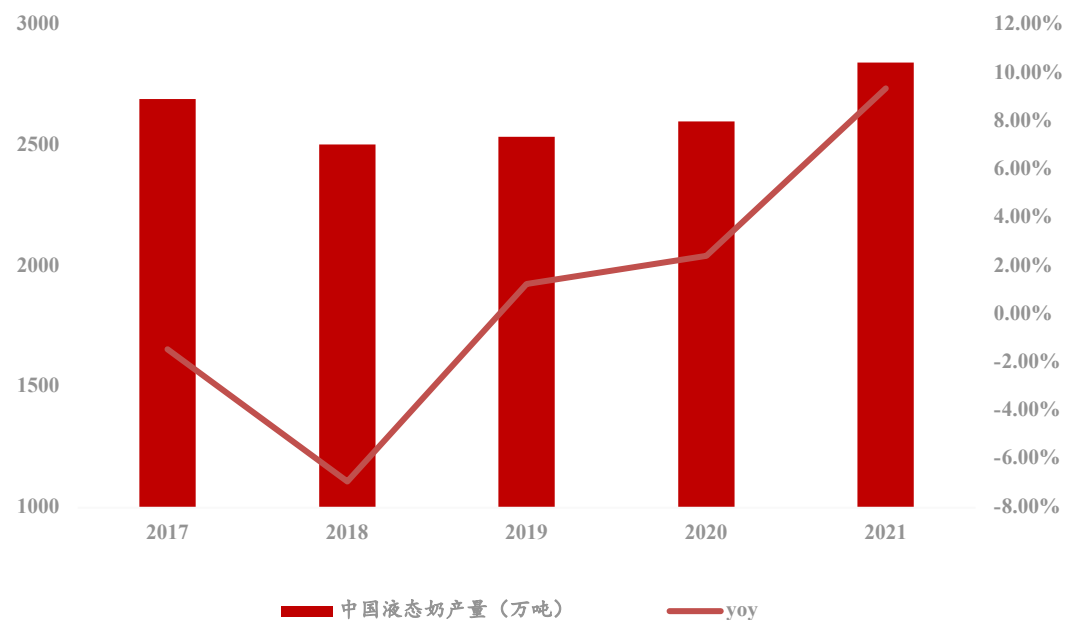
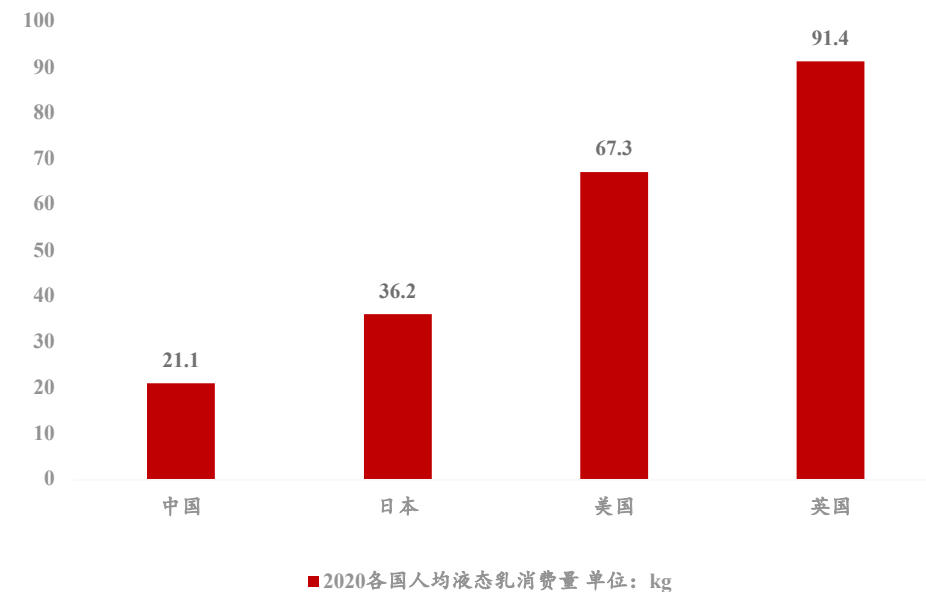


图9：中国人均液态乳消费量低于发达国家



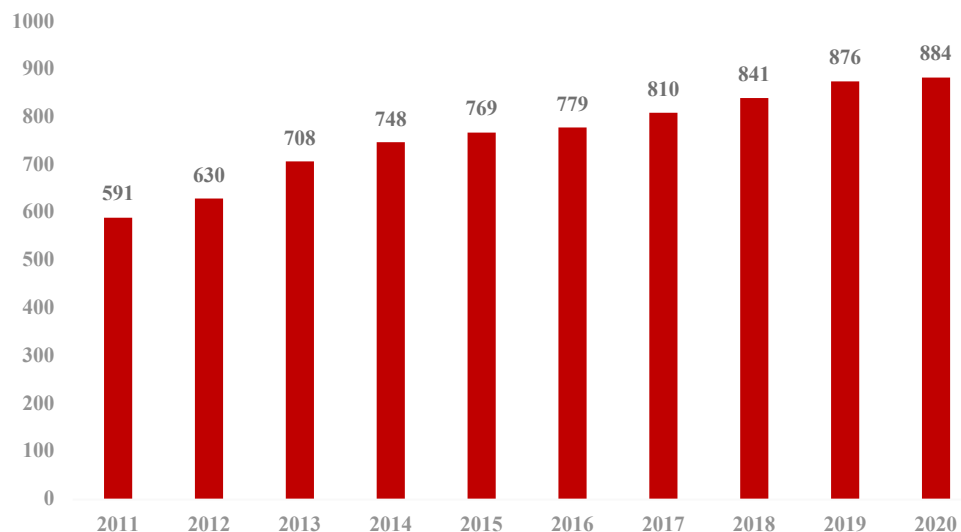
02 下游需求-其他：无菌包装可拓展空间较广

下游应用-非碳酸饮料：我国软饮料市场规模持续增长，2011-2020消费量从591亿升增长至884亿升，CAGR4.58%。无菌包装多应用于软饮料市场中的即饮茶和果汁饮料以及能量饮料领域（占软饮料市场分别为20%/14%/8%），这些领域多具备健康化，功能性特征，顺应消费者升级需求，未来伴随饮料市场规模的增长，相关无菌包装产品的渗透率以及使用量有望得到提升。

新型市场开拓：除液态奶、非碳酸饮料行业外，无菌包装也可应用植物性饮品、矿泉水、酒、宠物食品、罐头类食品、食品汤汁等产品包装。未来随着应用场景不断增多，无菌包装市场容量有望持续扩容。

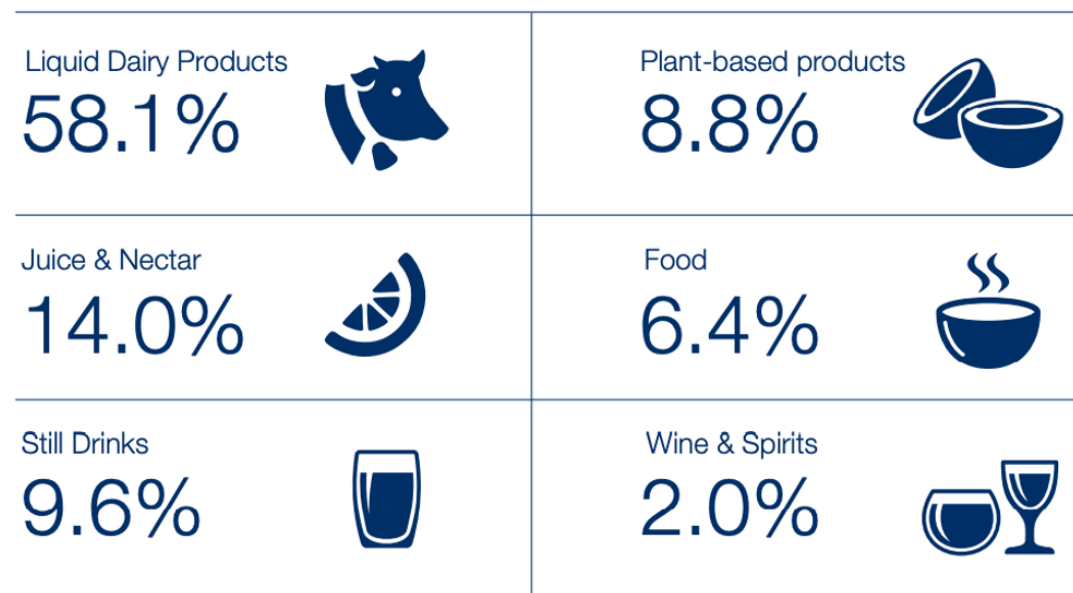
参考全球龙头利乐下游客户牛奶占比仅58%，其他赛道拓展空间较广。

图10：中国软饮料销量逐年提升



■ 中国软饮料销量（单位：亿升）

图11：利乐下游分布



Others: 1.1%

利乐凭借先发优势，通过机器绑定包材等形式早期实现垄断。利乐凭借先发优势在我国乳制品发展早期快速占据市场，并依靠免费提供灌装机器但绑定包材销售、禁止原料厂向其他竞争者出售原料等形式实现垄断。

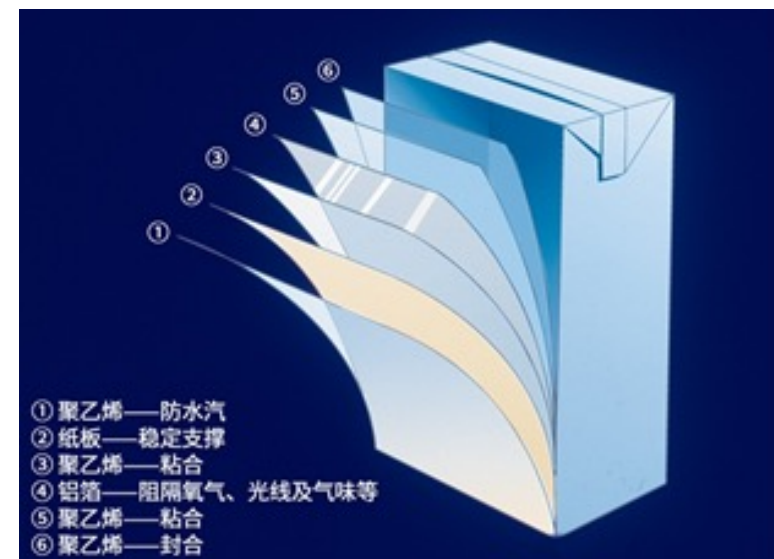
高度垄断下，市场进入壁垒极高：

- 1) 初期投入资本高，无菌包材依赖于灌装技术和UHT杀菌技术，采用设备多、规格大、造价高。
- 2) 包装材料具备独特性，技术要求高，采取多层材料复合，相关无菌材料技术要求高，原料厂与利乐具有排他采购协议。
- 3) 客户认证周期长，下游乳制品企业安全诉求需要无菌包装产品拥有极高的稳定性和良品率。
- 4) 生产管理难度大，专业人才稀缺，无菌包装技术需要构建无菌环境，需要长期生产管理经验，行业最初由于垄断，规模企业极少，导致具备相关经验的人才稀缺，行业内具有整套产业建立能力的人才极度稀缺。

图12: 无菌生产环境与生产设备



图13: 多层无菌包装特殊材料



16年利乐垄断行为受到限制，国产品牌迎来切入契机。利乐作为行业的引领者，早期下游乳品企业话语权较低，利乐通过设备+包材搭售等措施进行市场垄断。16年利乐被原国家工商总局认定违反《中华人民共和国反垄断法》，被处罚款约6.677亿元，同时责令利乐不得在提供设备和技术服务时无正当理由搭售包材，不得无正当理由限制包材原纸供应商向第三方供应牛底涂布液包白卡纸，不得制定和实施排除、限制包材市场竞争的忠诚折扣等制度。

奶制品企业扶持下，国产企业产品在产品性能与灌装设备匹配度上已达较高水平，构成替换前提。

图14：利乐市场垄断行为瓦解

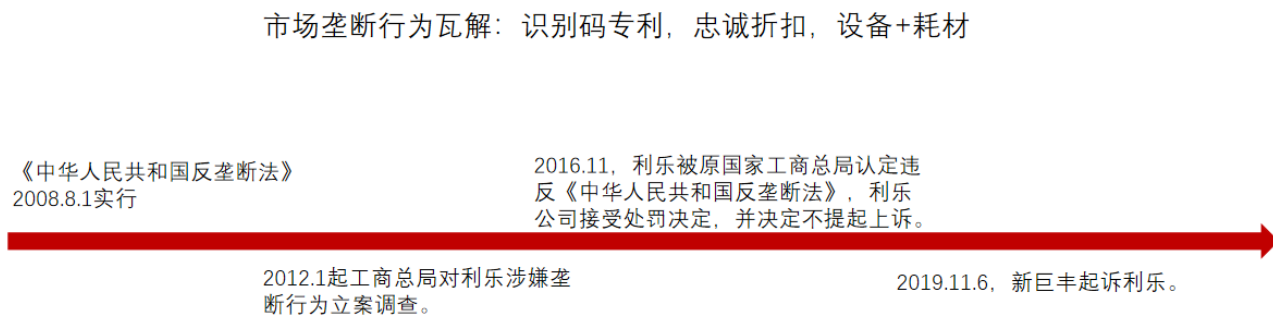
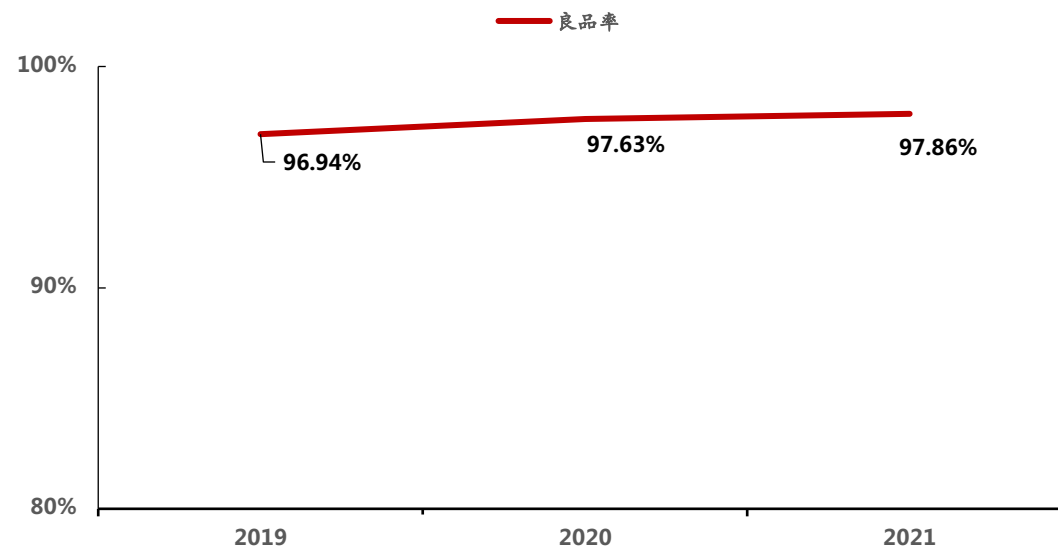


图15：新巨丰良品率较高



02 行业格局：利乐仍占据优势地位，国产趋势显著

行业高度集中，2020年CR4达82.94%。行业进入门槛高，核心玩家数量极度稀少，主要包括利乐（份额52.63%）、SIG（10.98%）、纷美包装（12.34%）与新巨丰（6.99%）。

- ✓ 利乐：全球无菌包装龙头企业，引领行业发展，一度垄断市场。21年总营收111.45亿欧元，年销售1930亿包。
 - ✓ SIG：胚式无菌包装全球龙头企业，市场份额占比10%。产品主要用于带固状物液体包装。
 - ✓ 纷美包装：无菌包装后进企业，绑定蒙牛。公司在砖包领域具有深厚沉淀，深度绑定蒙牛。21年营收35亿，销量210亿包。
- 国产化趋势显著，新巨丰市场份额稳步提升。2017-2020，新巨丰液态奶无菌包装市场份额占比为8.40%，8.90%，9.20%，9.60%市场份额占比提升明显。

图16：2020中国无菌包装销售额市场占比

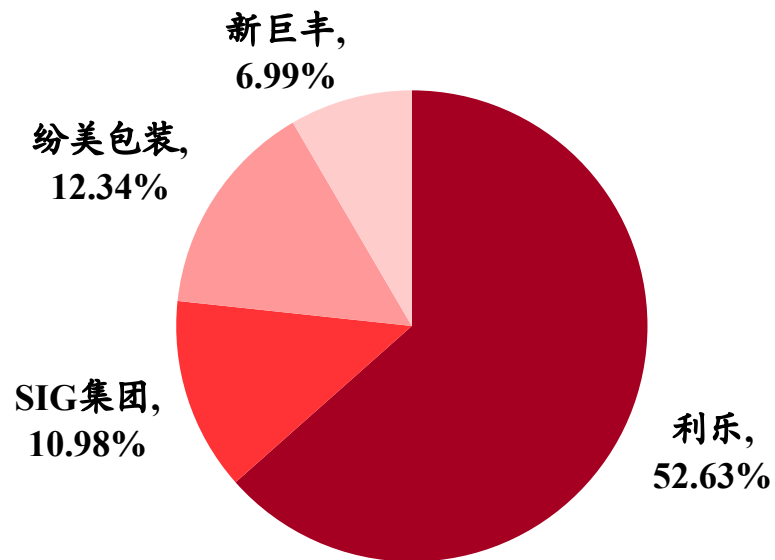
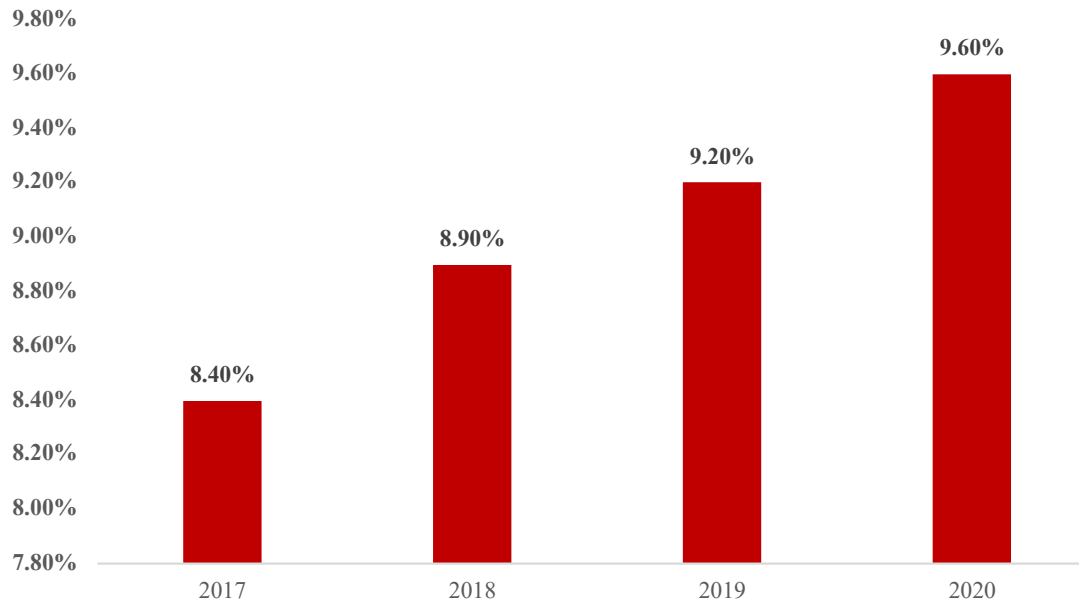


图17：新巨丰液态奶无菌包装市场份额



数据来源：招股说明书，浙商证券研究所

03

**核心竞争力：
深度绑定头部客户
本土化优势显著**

03 核心壁垒-客户：下游格局决定无菌包装行业难有新竞争者入局

- ✓ 下游特殊格局：乳制品行业高度集中，且集中趋势持续演绎中。下游应用领域，液态奶占据主要市场份额。2018-2020年伊利液态市场份额从29%增长至33%为行业绝对龙头，蒙牛占据29%市场份额，市场高度集中，且集中趋势仍在延续。
- ✓ 下游集中使得对头部客户深度绑定成为无菌包装企业度过前期高研发投入与后期规模化量产获取稳定订单的必须要求。
- ✓ 实际上，目前市场头部企业新巨丰、纷美包装分别为伊利、蒙牛扶持以逐步替代或以此与利乐进行持续议价的无菌包装企业。其他长尾企业在没有头部企业扶持下难以入局。
- ✓ 结论：无菌包装企业的护城河极高！

表7: 供应商与大客户匹配

	伊利	蒙牛
2020年液态奶销售收入市场份额	约为33.0%	约为29.4%
辊式无菌包装核心供应商	90%以上为利乐、 新巨丰 (目前占比约25%)	90%以上为利乐、 纷美包装 (目前占比约40%)
胚式无菌包装核心供应商	SIG集团	SIG集团

表8: 头部乳企的核心供应商

客户名称	供应商	2020年	2019年
伊利	新巨丰	约17%-22%	约17%-22%
	利乐	约57%-62%	约51%-56%
	SIG	约14%-19%	约16%-21%
	其他	约2%-7%	约6%-11%
新希望乳业	新巨丰	约38%-43%	约23%-28%
	利乐	约15%-20%	约22%-27%
	SIG	约1%-6%	约5%-10%
	纷美	约37%-42%	约39%-44%
夏进乳业	新巨丰	约47%-52%	约44%-49%
	利乐	约2%-7%	约3%-8%
	SIG	约31%-36%	约16%-21%
	纷美	约10%-15%	约28%-33%

03 客户优势：深度绑定伊利大客户，蒙牛突破可期

- ✓ **公司获得伊利入股，深度绑定。**公司2009年凭借物美价廉的产品与伊利接触，并建立合作关系。长期合作过程中，公司的生产工艺不断取得突破，稳定性不断提高，受到伊利的青睐，2015年获得伊利战略入股，入股比例18%，为当时第二大股东，目前伊利仍持股接近5%。
- ✓ **2017年公司同伊利签署十年战略合作框架协议：互相依存，稳定性和持续性强。**公司2017年同伊利签署有效期十年的战略合作框架协议。通过战略合作协议，双方产能与需求更加匹配，保障了合作的效率以及稳定，同时为公司后续扩产后产能消化提供保障。
- ✓ **公司对伊利销售收入持续稳定增长。**自2015年伊利入股以来，公司对伊利销售收入从3亿元增长至8亿元，CAGR为19.37%，保持了较高水平的稳定增长。公司2020年枕包产品在伊利体系中份额约79%-84%，砖包与钻石包供应占比仅为8%-13%与6%-11%，存在较大增长空间。伴随公司泰东包装一期，二期产能释放，公司对伊利砖包以及钻石包的销售有望实现较大增长。

表9：公司同伊利十年战略合作框架协议

	甲方（伊利）	乙方（新巨丰）
目的	优化供应链结构，提高原材料采购稳定性，降低地缘风险	
背景	甲方将不断深入开拓乳制品及乳制品深加工领域的国内及国际市场，进一步扩大市场份额，并预计其对液体食品无菌包材的需求会不断增长。	
要约	甲方所需的液态类乳品及液体饮料无菌包材在同等条件下优先考虑从乙方采购。	同意将积极配合自身生产产能的增加，能使其与液体食品无菌包材不断增长的需求相协调。

表10：21年新巨丰客户结构

客户名称	金额（亿元）	占主营业务收入的比例
伊利	8.68	70.29%
新希望乳业及其子公司	1.47	11.92%
辉山乳业	0.46	3.76%
欧亚乳业	0.25	1.99%
王老吉	0.25	1.99%
合计	11.11	89.95%

数据来源：招股说明书，浙商证券研究所

03 纷美股东关系绑定解除，产能扩张助推蒙牛客户突破

- ✓ **纷美包装初期绑定蒙牛，受益共有私募资金。**蒙牛作为一家民营企业，2002-2004年其上市前的快速增量期，资金来源以及上市准备工作充分受益摩根士丹利、鼎晖、英联三家境外投资机构。鼎晖投资在参与蒙牛项目后，又陆续投资现代牧业、纷美包装，形成乳业市场领域的“铁三角”。2005年6月6日，鼎晖投资认购纷美包装（原泉林包装）300股A系列优先股，总代价2000万美元，同时认购75股普通股，代价75美元，共占股60%。纷美包装作为鼎晖投资项目的一员，初期与蒙牛市场协同及绑定效应较强，受益明显。
- ✓ **纷美包装当下已脱离原始私募，蒙牛绑定效应相对减弱。**2012年-2013年，纷美包装两大股东贝恩资本及鼎晖投资进行了减持套现的操作。股东结构显示，2011年底，鼎晖投资持股量占据22.27%。2012年底鼎晖投资持股量下降到了16.13%，2013年6月主要股东披露中已经没有了鼎晖投资所代表的CDH。随着鼎晖投资的离场，纷美包装与蒙牛的绑定效应渐渐减弱。
- ✓ **新巨丰已进入蒙牛供应商名录，打破产能限制后突破可期。**新巨丰相较纷美包装，产品具有性价比优势。上市募资前，受制于产能规模，有限产量优先供应战略合作伙伴伊利。2020年7月公司已进入蒙牛供应商名录，后续伴随募资后产能释放，有望深入蒙牛供应商体系，攫取蒙牛份额，当前公司已为妙可蓝多液态奶包材唯一供应商。

表11：纷美上市时期以及当前股权结构图

2010/12/31		2022/6/30	
直接/间接持股方	权益占比	直接/间接持股方	权益占比
洪钢	21.02%	毕桦	9.65%
贝恩资本	31.60%	洪钢	5.85%
鼎晖投资基金管理公司	23.90%	怡和洋行	28.22%
高森博	14.50%	福星	9.65%
Wiseland Holdings Ltd	11.90%	Aimia Inc	6.04%

数据来源：Wind，浙商证券研究所

03 客户优势：深度绑定大客户，积极开拓新市场

- ✓ **大客户背书，持续拓展新客户。**公司深度绑定伊利，亦获得质量背书驱动客户拓展，2019-2021，客户数量从125家增长至147家，平均每年新增 9 家新客户。剔除伊利后的营业收入从2.5亿增长至3.7亿，CAGR21.18%，单位新增客户贡献收入从2019年230万元/家增长至2021年460万元/家，新增客户的速度和质量双提高。截至2021年末，公司已开拓客户包括椰树集团、加多宝、甘肃三元、天津海河乳业、青海天露乳业、山西九牛牧业等知名液态奶和非碳酸饮料企业。
- ✓ **已进入蒙牛供应商名录，突破可期。**纷美包装发展早期受益于蒙牛的支持，其主要产能供应蒙牛，公司2020年7月进入蒙牛供应商名录，后续有望切入蒙牛，攫取蒙牛份额，当前公司已是妙可蓝多液态奶包材唯一供应商。

图18: 除伊利外客户收入逐年上升 (百万元)

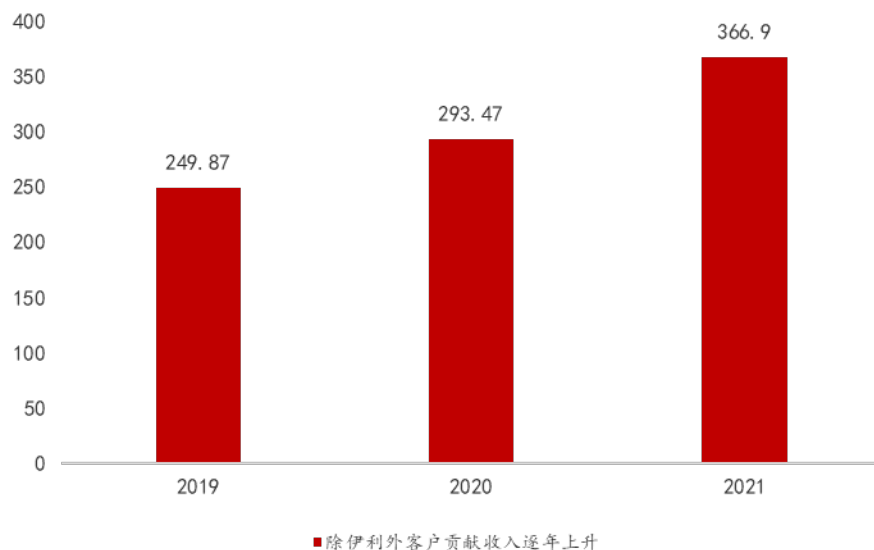
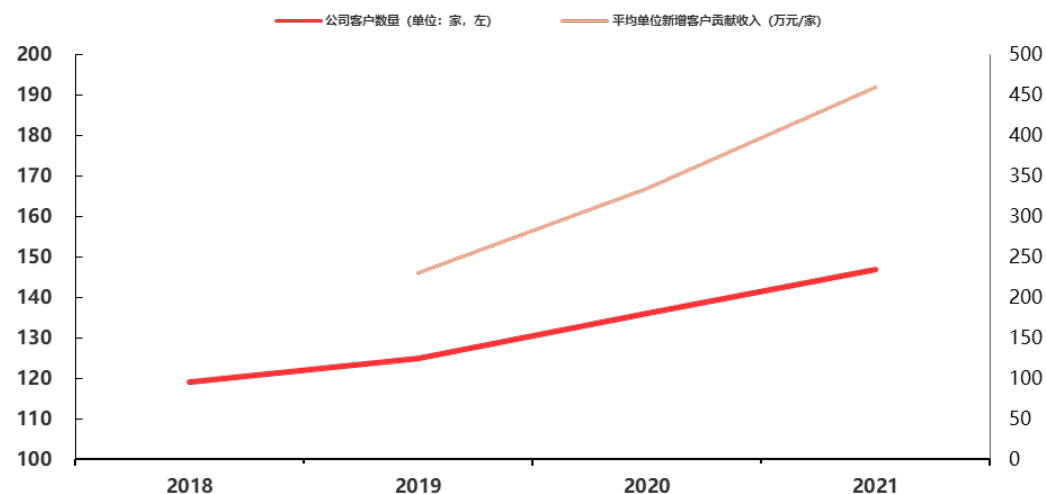


图19: 公司开发客户速度和质量双提高

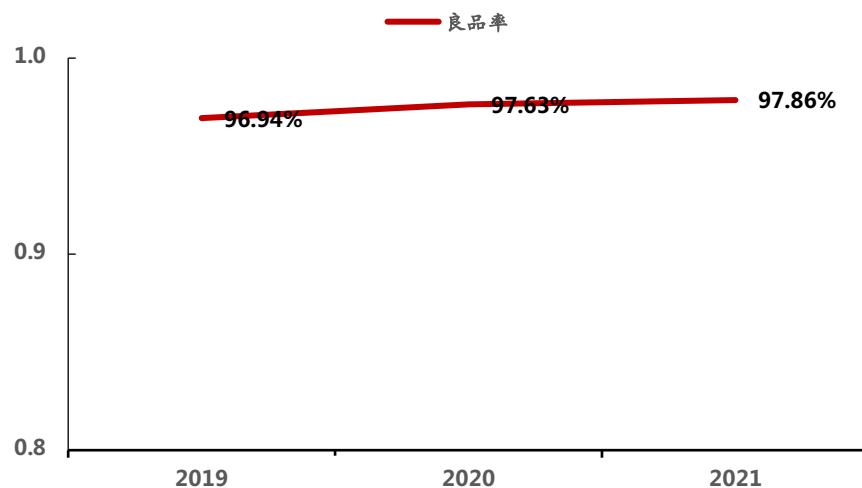


数据来源：招股说明书，浙商证券研究所

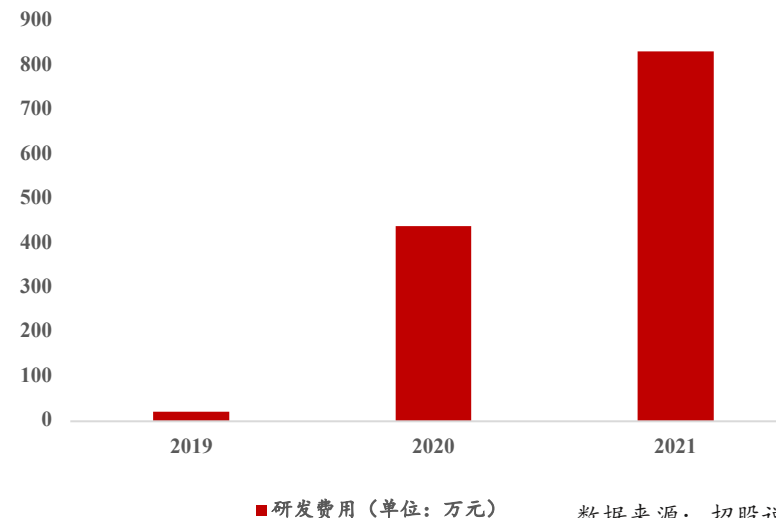
03 本土化优势：持续加大研发投入，产品性能稳定

- ✓ 下游市场目前进入到市场竞争趋于激烈的成熟期，其对于上游包材市场的主要诉求，我们认为分别为：1) 稳定性，保证产品质量与品牌口碑；2) 性价比，提高盈利能力；3) 服务效率，适应消费升级以及中国市场较快的竞争节奏。
- ✓ 1) 稳定性：无菌包装用于乳制品和饮料，须在较长时间内保证包装完整、隔光、隔热和无菌，产品质量问题将对企业品牌产生严重影响；知名客户重视品牌效应，对无菌包装的外观有着很高的印刷质量标准。公司长年精耕无菌包装领域，不断提升生产工艺水平，目前产品质量，工艺稳定度已经达到行业的先进水平。
- ✓ 高良品率，低投诉率。公司针对无菌包装大批量多品种的特点，在生产工艺管理方面采取精细化管理策略，产品良品率不断提升。2021年，公司良品率已达到97%以上，物理性能指标、卫生指标、微生物指标均符合国家标准和满足客户标准要求，2019-2021，各期良品率维持稳定，且不断提高，产品投诉率持续降低，在伊利所有包材供应商中最低。
- ✓ 持续加大研发投入，提升工艺水平。公司自主研发了错位装版、原纸与铝箔复合、PE膜与原纸复合、无菌包装外层粘接力等技术，并且应用于实际生产中，提高无菌包装产品质量。2019年以来公司研发投入持续加大，研发人员数量增加，作为国内少数具有无菌包装规模生产经验的企业，随着研发投入增加，未来工艺水平有望持续提高。

图：维持高良品率



图：研发费用投入加速



03 本土化优势：性价比优势突出，单价低于纷美/利乐10%左右

- ✓ 2) 性价比：相比外资企业，公司产品具备较高的性价比。在保证向客户提供高品质、高稳定性的无菌包装产品的基础上，公司能够向客户提供较利乐、纷美等更低的价格。公司供给伊利的产品较利乐单价低8%-9%。对比行业平均水平，以砖包为例，公司21年均价低于行业平均单价15%，有利于下游供应商提高利润水平。
- ✓ 高效率：低价高毛利，规模效应&经营效率显著。公司产品低价同时，相比纷美外的同行规模优势显著，无菌包装业务毛利率领先，另一方面对比纷美而言公司经营效率更高，综合实现低价同时保持高毛利，可持续支撑市占率提升。

表12: 伊利采购体系中，新巨丰具有性价比优势

项目	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
利乐整体包材价格较新巨丰偏高幅度	11%-12%	10%-11%	9%-10%	8%-9%	9%-10%	9%-10%	8%-9%	9%-10%	8%-9%	8%-9%	8%-9%

图22: 公司无菌包装产品均价较低 (元/片)

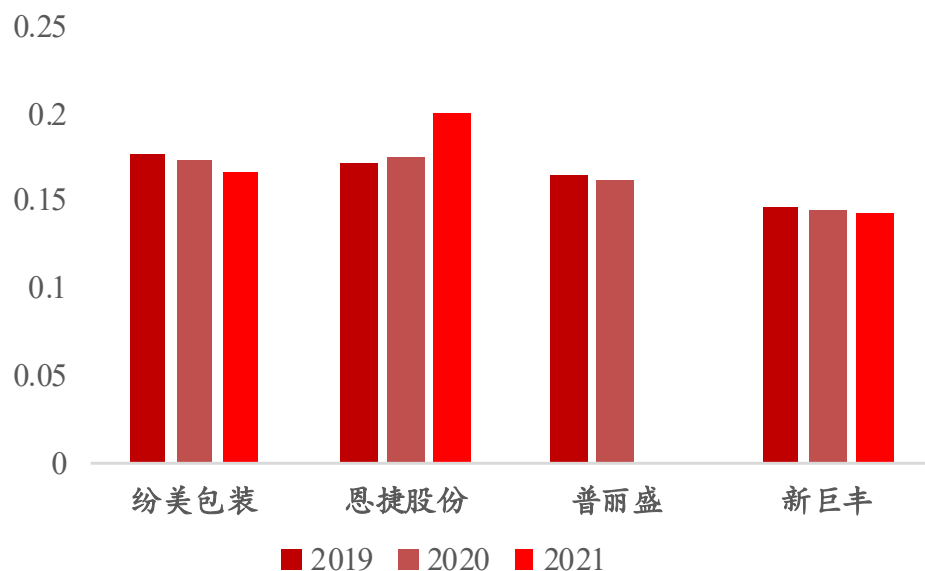
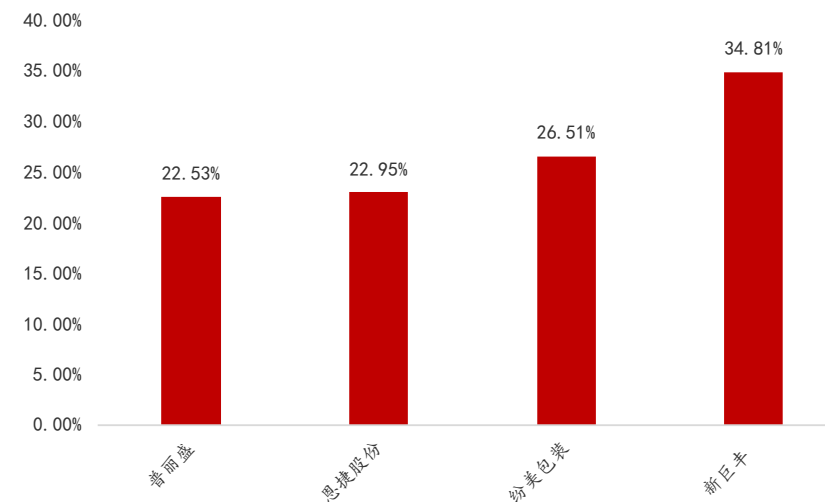


图23: 公司毛利率领先同行，低价高毛利



- ✓ 3) 服务优势：立足本土，服务效率高，30分钟反应，48小时到场。公司采用扁平化的管理结构和完善的决策机制，能够快速响应客户在生产过程中遇到的材料、设备问题。公司售后服务的技术工程师拥有丰富的经验，客户反馈问题后，工程师能够在短时间内为客户提供改进和维护服务方案；如有进一步需求，工程师能够快速进行现场技术支持服务。相较外资企业，公司本土化优势明显，疫情更影响外资企业响应效率，加速国产替代进程。

图24：响应客户：30分钟反应，48小时到场



客户无远近，服务零距离
高效、优质、专业、友好

新巨丰承诺：“客户无远近，服务零距离”，
坚持以“高效、优质、专业、友好”的服务准则为您提供优质的服务。

A 服务程序：

- 接到客户需求后，30分钟内做出反应，48小时内到达客户现场；
- 全面搜集相关信息；
- 提供系统解决方案；
- 方案及时跟踪直至完成。

- ✓ **国内：中性估计中期市场空间71亿。**2021年我国无菌包装消费量1100亿包，单价0.21元。其中液态奶占比78%，非碳酸饮料占比22%。参考液态奶市场历史增长，我们假设21-26消费CAGR3.5%，同理假设非碳酸饮料等市场CAGR4.5%。单价考虑行业工业逐步成熟，规模化效应线下，历史单价缓慢下行，但高端化趋势有望对冲，综合估计单价维持稳定。企业份额角度，伊利、蒙牛优势突出参考历史保守预计未来年市场份额增加0.4%。
- ✓ **中性预期：**参考纷美包装在蒙牛体系中份额达40%，我们中性假设公司在伊利体系中份额有望提升至40%，蒙牛体系中公司性价比优势明显，切入可期预计将替换利乐与纷美份额，中性假设份额提升至25%，其他市场与非碳酸考虑产能释放与切入节奏，中性假设下市占率提升至20%。**综合估计市场空间71亿元。考虑性价比优势，长期国内市场份额有望逐步向40%靠近，对应收入空间上限超110亿。**
- ✓ **海外：利乐全球收入体量110亿欧元，市占率62%，对应全球市场规模超千亿元。**海外对一体化服务能力要求较高（灌装设备-包材一体化），公司将通过积极产业上下游整合搭建能力，长期成长空间广阔。

表13：新巨丰空间测算

假设		液态奶	乐观	中性	悲观
液态奶21-26CAGR	3.5%	伊利中份额	50%	40%	30%
非碳酸饮料22-27CAGR	4.5%	空间（亿元）	34	27	20
伊利液态奶市场份额每年提升	0.4%	蒙牛中份额	35%	25%	15%
蒙牛液态奶市场份额每年提升	0.4%	空间（亿元）	21	15	9
单价变化	持平	其他份额	25%	20%	15%
2026年市场体量（亿元）	273.44	空间（亿元）	16	13	10
其中液态奶（亿元）	67.97	非碳酸等	25%	20%	15%
其中非碳酸等（亿元）	79.24	空间（亿元）	20	16	12
		合计空间（亿元）	91	71	51

- ✓ 原材料成本占比91%，年内价格波动将对毛利率产生较大波动。公司生产所需的主要原材料包括原纸、铝箔和聚乙烯，采购金额占比分别为41%/18%/32%，其中聚乙烯来自进口，受国际贸易影响。原材料总成本报告期内平均占比为90.31%，占比较大，价格波动对于企业毛利率水平会带来一定影响。
- ✓ 22Q1-Q3原材料成本高位，毛利率承压。22Q1-Q3毛利率20.11%（-9.5pct），主要系原材料成本相比21年明显提升。

图25：公司毛利率走势

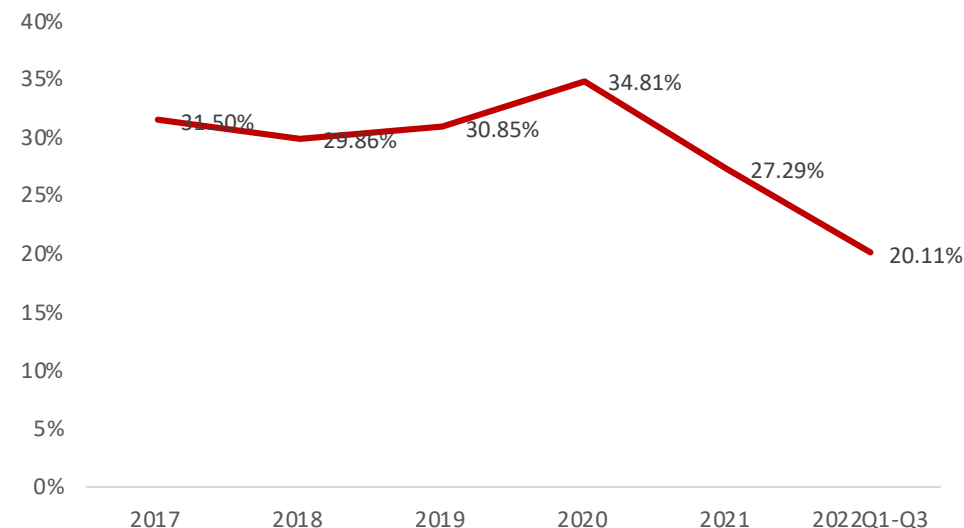


图26：原材料占成本91%

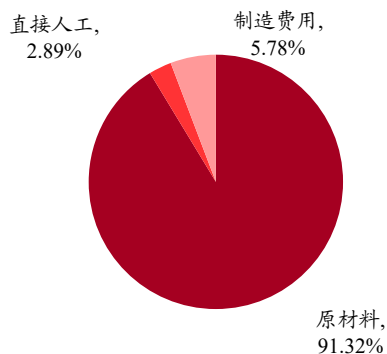


图27：白卡、铝箔、聚乙烯为核心原材料

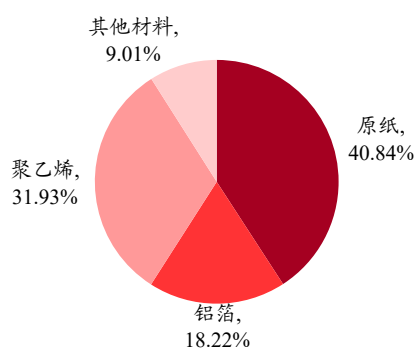


图28：白卡纸走势

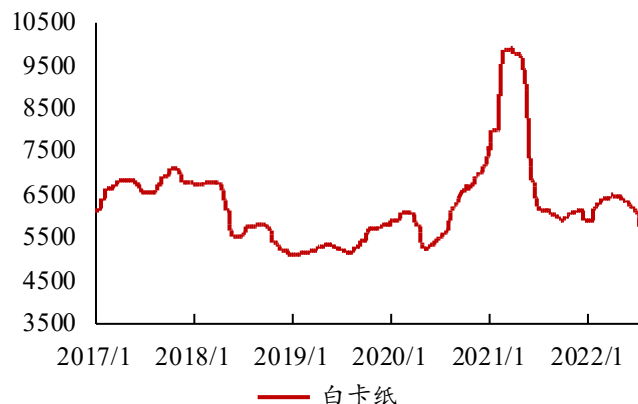


图29：聚乙烯价格走势



03 核心原材料均有下行预期，盈利弹性较大

- ✓ **白卡纸：**纸浆确定性下行，白卡产能快速投放，预期23年下行10%+。我们认为伴随海外浆厂产能释放与需求端难以支撑，23年针叶浆下行100美元/吨（约10%），阔叶浆下行200美元/吨（约15%）。考虑白卡纸行业21年总产约能1267万吨，23年目前可统计新增产能包括仙鹤股份30万吨、玖龙纸业120万吨、亚太森博100万吨等，总产能增量相比21年超36%，对应浆价下行在弱需求下将充分传导至纸价，对应我们预期白卡纸跌幅将超10%。
- ✓ **铝箔与聚乙烯：**预期逐步回落。随战争影响减弱、海外持续加息，需求回落目前铝箔等大宗商品已从高点已进入下行通道，预期铝箔与聚乙烯23年亦有望下行。
- ✓ **保守预期23年原材料对毛利率或有4%+修复空间（截至22Q3公司净利率11%），利润弹性突出。**

图30：中国白卡纸产能与增速

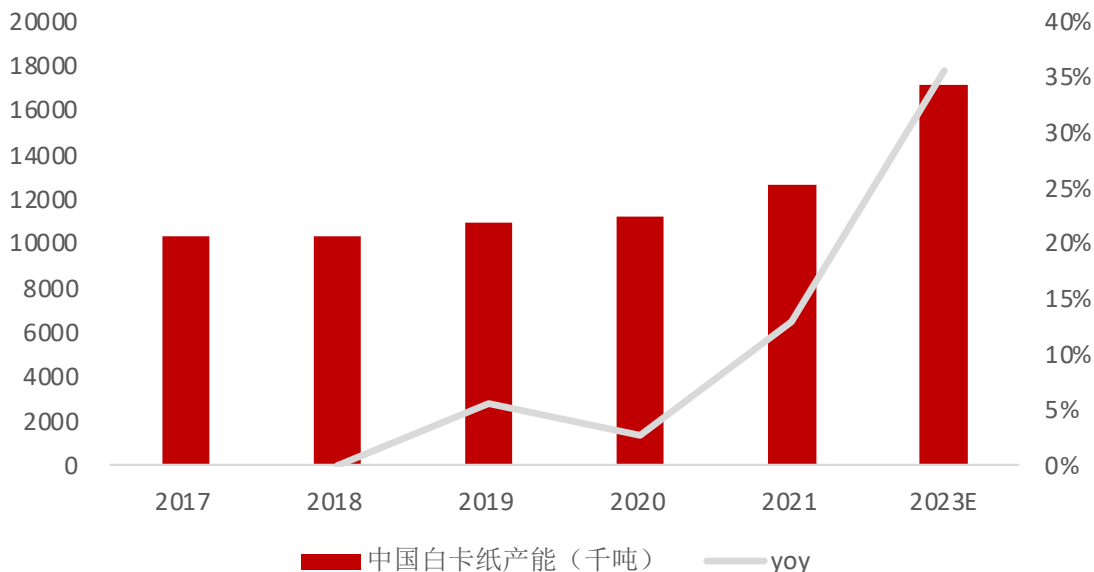


表14：新巨丰毛利率敏感性分析

	毛利率敏感性分析					
	原材料价格变动范围					
	-15%	-10%	-5%	5%	10%	15%
原纸	6%	4%	2%	-2%	-4%	-6%
铝箔	3%	2%	1%	-1%	-2%	-3%
聚乙烯	5%	3%	2%	-2%	-3%	-5%
其他	1%	1%	0%	0%	-1%	-1%

04

盈利预测与估值

- ✓ **枕包:** 我们预测2022年在产能提高后增速会回升, 公司枕包已在大客户中验证, 预计22-24年将继续受益大客户规模提升, 同时加速对其他客户拓展, 综合预计22-24年分别销售53.4/60.0/67.5亿包, 单价预计22年原材料成本较高价格持平, 23-24年随历史趋势以及原材料分别下降-2%。
- ✓ **砖包:** 公司当前砖包产品在伊利和夏进等乳企的采购体系中占比较低, 替代空间较大, 近几年替代加速效益显著。综合预计22-24年分别销售48.1/72.1/99.8亿包, 预计22-24年砖包销售48.1/72.1/101.2亿包, 毛利率22-24年16.5%/18.5%/18.5%。
- ✓ **钻石包:** 钻石包是当前无菌包装行业的成长盘。销量增速可以享受替代加速以及消费升级下的行业高增速。综合预计22-24年分别销售10.8/16.6/24.4亿包, 毛利率与单价趋势与砖包接近。
- ✓ **费用率:** 考虑公司23年计划实施股权激励, 预计管理费用支出有所上升。

表15: 盈利预测

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
枕包 (亿元)	5.26	6.04	6.36	6.98	7.68	8.47
yoy	25.7%	14.8%	5.3%	9.7%	10.1%	10.3%
毛利率	37.6%	40.4%	34.1%	30.5%	33.0%	33.0%
销量 (亿包)	38.72	45.24	48.69	53.43	60.01	67.53
yoy	28.3%	16.8%	7.6%	9.7%	12.3%	12.5%
单价 (元/包)	0.14	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13
yoy	-2.1%	-1.8%	-2.2%	0.0%	-2.0%	-2.0%
砖包 (亿元)	3.39	3.29	4.81	7.38	10.77	14.83
yoy	-8.5%	-3.2%	46.3%	53.5%	46.0%	37.7%
毛利率	21.7%	25.8%	19.5%	16.5%	18.5%	18.5%
销量 (亿包)	20.95	20.21	31.04	48.14	72.06	101.24
yoy	-10.6%	-3.5%	53.6%	55.1%	49.7%	40.5%
单价 (元/包)	0.16	0.16	0.16	0.15	0.15	0.15
yoy	2.3%	0.4%	-4.7%	-1.0%	-2.5%	-2.0%
钻石包 (亿元)	0.64	0.71	1.18	1.80	2.69	3.86
yoy	-1.5%	10.8%	65.9%	52.4%	49.2%	43.2%
毛利率	19.0%	24.5%	19.5%	16.5%	18.5%	18.5%
销量 (亿包)	3.57	4.05	7.01	10.79	16.60	24.38
yoy	2.1%	13.4%	73.1%	53.9%	53.8%	46.8%
单价 (元/包)	0.18	0.18	0.17	0.17	0.16	0.16
yoy	-3.5%	-2.3%	-4.2%	-1.0%	-3.0%	-2.5%

表16: 财务摘要

重要财务指标	单位: 百万元			
主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1241.84	1623.45	2122.19	2723.84
同比	22.42%	30.73%	30.72%	28.35%
归属母公司净利润	157.20	165.53	208.86	263.87
同比	-17.29%	5.29%	26.18%	26.34%
毛利率	27.29%	22.75%	23.96%	23.18%
ROE	14.76%	9.20%	8.16%	9.44%
每股收益(元)	0.37	0.39	0.50	0.63
P/E	43.47	41.28	32.72	25.90
P/B	5.08	2.78	2.56	2.33
EV/EBITDA	-1.81	21.20	17.02	13.03

资料来源: 浙商证券研究所

我们预测新巨丰22-24年收入分别为16.2/21.2/27.2亿元，分别增长31%/31%/28%，归母净利润分别增长5%/26%/27%，预计公司22-24年实现归母净利润1.66/2.09/2.64亿元，对应PE 41X/33X/26X。公司作为国内首家上市的无菌包装液态奶领域公司，短期看产能密集投放，枕包已验证，砖包+钻石包有望快速渗透，中长期看行业国产替代趋势明显。新巨丰深度绑定伊利，国产替代先发优势显著。我们选取行业和业务类型相似且具有盈利预测的恩捷股份、纷美包装、宝钢包装、昇兴股份作为可比公司，由于纷美包装历史成长缓慢，港股市场流动性限制，估值水平较低，剔除后行业平均估值为20/16/13X。综合考虑公司上市后产能释放进入成长快车道，长期成长空间广阔，未来收入维持30%复合增长确定性较高，包装企业估值体系与收入高度关联，首次覆盖给予“增持”评级。

表17: 可比公司估值

单位: 亿元	总市值(亿)	归母净利润(亿)				PE		
		2021A	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
恩捷股份	1,121	27.18	49.91	72.50	96.18	22.46	15.46	11.65
纷美包装	18	2.85	3.06	3.77	4.03	5.87	4.76	4.46
宝钢包装	75	2.71	4.03	4.94	5.93	18.64	15.21	12.67
昇兴股份	52	1.71	2.72	3.26	3.87	19.14	15.97	13.45
剔除纷美包装后平均值						20.08	15.55	12.59
新巨丰	68	1.57	1.66	2.09	2.64	41.28	32.72	25.87

- 1. 行业竞争加剧:** 无菌包装行业技术门槛相对较高，产品盈利能力较好，投资回报率较高。未来国产替代趋势下，如果国内包装类企业参与到无菌包装市场竞争中，或者利乐，SIG加大对国内市场的投入，行业竞争或将加剧公司面对市场份额下降风险。
- 2. 原材料价格大幅上升:** 公司主营成本中原材料成本占比达90%，原材料主要类别为原纸、聚乙烯、铝箔等大宗商品。公司定价方式为集中谈判定价，销售合同期一年，下游客户议价能力较强，存在价格传导不利的风险，未来原材料价格若大幅上涨将影响公司盈利能力。
- 3. 核心客户份额提升不及预期:** 公司销售收入大客户占比较高，21年来自前五名客户的销售收入占主营业务收入的比重为89.95%，公司对伊利的销售收入占主营业务收入的比重为70.29%，公司21年产品占伊利采购份额约20%。若公司在伊利等核心客户中份额提升不及预期，将对公司估值产生影响。

附录：财务报表摘要

资产负债表				利润表					
单位:百万元				单位:百万元					
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	1128	2585	2919	3384	营业收入	1242	1623	2122	2724
现金	347	1671	1792	1959	营业成本	903	1254	1614	2092
交易性金融资产	154	157	158	156	营业税金及附加	7	9	12	14
应收账款	359	410	551	741	营业费用	59	73	100	128
其它应收款	1	2	2	3	管理费用	66	84	142	163
预付账款	9	12	16	21	研发费用	8	8	15	16
存货	186	266	332	435	财务费用	(1)	(12)	(23)	(25)
其他	72	67	67	69	资产减值损失	(2)	(2)	(3)	(4)
非流动资产	600	641	691	740	公允价值变动损益	4	4	4	5
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	其他经营收益	5	5	6	5
固定资产	486	509	543	577	营业利润	211	218	276	350
无形资产	38	36	34	32	营业外收支	0	0	0	0
在建工程	46	61	81	97	利润总额	211	218	276	350
其他	31	35	34	35	所得税	54	53	67	86
资产总计	1728	3226	3610	4124	净利润	157	166	209	264
流动负债	513	702	877	1127	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	4	4	4	4	归属母公司净利润	157	166	209	264
应付款项	416	547	704	930	EBITDA	251	239	290	366
预收账款	0	5	2	4	EPS (最新摊薄)	0.37	0.39	0.50	0.63
其他	93	146	166	189	主要财务比率				
非流动负债	71	68	69	70	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
长期借款	36	36	36	36	成长能力				
其他	36	33	34	34	营业收入增长率	22.42%	30.73%	30.72%	28.35%
负债合计	584	771	946	1196	营业利润增长率	-15.99%	3.56%	26.65%	26.75%
少数股东权益	0	0	0	0	归属于母公司净利润增长率	-17.29%	5.29%	26.18%	26.34%
归属母公司股东权益	1144	2455	2664	2928	获利能力				
负债和股东权益	1728	3226	3610	4124	毛利率	27.29%	22.75%	23.96%	23.18%
					净利率	12.66%	10.20%	9.84%	9.69%
					ROE	14.76%	9.20%	8.16%	9.44%
					ROIC	13.04%	6.21%	7.05%	8.21%
现金流量表					偿债能力				
					资产负债率	33.80%	23.89%	26.20%	29.01%
					净负债比率	7.70%	7.72%	5.23%	4.29%
					流动比率	2.20	3.68	3.33	3.00
					速动比率	1.84	3.30	2.95	2.62
经营活动现金流	80	224	197	228	营运能力				
净利润	157	166	209	264	总资产周转率	0.78	0.66	0.62	0.70
折旧摊销	43	33	37	41	应收账款周转率	4.35	4.34	4.60	4.43
财务费用	(1)	(12)	(23)	(25)	应付账款周转率	7.22	6.91	6.93	6.91
投资损失	(0)	(0)	(0)	(0)	每股指标 (元)				
营运资金变动	(32)	133	46	60	每股收益(最新摊薄)	0.37	0.39	0.50	0.63
其它	(87)	(96)	(72)	(112)	每股经营现金流(最新摊薄)	0.19	0.53	0.47	0.54
投资活动现金流	(21)	(72)	(89)	(88)	每股净资产(最新摊薄)	3.20	5.85	6.34	6.97
资本支出	14	(70)	(90)	(90)	估值比率				
长期投资	0	0	0	0	P/E	43.47	41.28	32.72	25.90
其他	(35)	(2)	1	2	P/B	5.08	2.78	2.56	2.33
筹资活动现金流	14	1172	13	27	EV/EBITDA	-1.81	21.20	17.02	13.03
短期借款	0	(0)	0	0					
长期借款	(5)	0	0	0					
其他	19	1172	13	27					
现金净增加额	74	1325	121	167					

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>