

塑料软包龙头，永新稳定向上

永新股份(002014)

主要观点:

► 我们为什么看好永新股份?

永新股份成立于1992年，是深耕塑料软包装行业超30年的龙头企业。公司以彩印复合包装材料产品为核心，纵向一体化布局塑料软包装薄膜、油墨、真空镀铝包装材料配套产品，降本增效成效显著。公司2017-2022年均营收和归母净利润复合增长率分别为10.47%/12.11%，业绩持续稳定增长；同时，公司自2004年上市以来已实施现金分红18次，期间累计现金分红达19.78亿元，对应分红率为69.73%，具备优质稳定的长期投资属性。我们认为，随着疫情防控进入全面放开时期，短期下游消费需求复苏叠加成本下行将带来公司业绩的提速；中长期来看，公司凭借综合竞争优势，在塑料软包行业的份额有望持续提升，同时公司加速进军千亿级薄膜市场有望打开第二增长曲线，实现持续稳健增长。

分析判断:

► 行业前景广阔，格局向好，永新优势突出

我国塑料软包装行业下游主要为各类消费品，预计市场规模至2023年达143亿美元，对应2020-2023年CAGR为4.87%，占塑料包装整体市场规模占比仅为22%，未来提升空间较大；2020年我国塑料包装行业CR5为6.26%，行业内中小企业众多，竞争较激烈，市场集中度较低；随着限塑令相关环保政策的出台，产品要求趋严加速出清中小企业落后产能，市场份额逐渐向龙头企业靠拢；永新股份凭借技术积累、产品创新、优质服务、产业链一体化布局等综合竞争优势位于行业第一梯队，有望抢占市场更多份额。

► 消费复苏确定性强，公司业绩有望向上

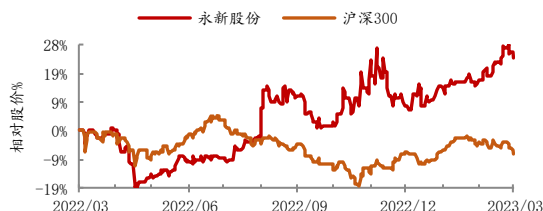
根据国家税务局增值税发票数据显示，2023年春节假期全国消费相关行业收入同比增长12.2%；其中，粮油食品等生活必需品销售收入同比增长31.5%，酒水饮料销售收入同比增长18.7%。公司下游客户主要以食品、医药、日化行业为主，行业刚需强而具备较好的风险防御属性，随着居民外出消费意愿显著提高，消费行为逐渐转向存花并举，永新有望受益于消费复苏的短期催化迎来业绩加速。

► 原材料价格回落，盈利能力未来向好

原材料长期占公司营业成本77%以上，原材料中石油的价格波动对公司成本端的影响较大；2021年国际原油价格的较大涨幅(+57.94%)拖累了公司整体的毛利率和利润增速，而2022年WTI原油价格增速已较大放缓(+5.49%)，期间从最高123.70美元/桶跌至最低71.02美元/桶，回落幅度高达42.59%，下降趋势明显；随着国际原油价格的下行，公司成本端压力逐渐减小，利于公司盈利能力进一步提升。

评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	首次覆盖
目标价格:	
最新收盘价:	9.03
股票代码:	002014
52周最高价/最低价:	9.65/5.79
总市值(亿)	55.31
自由流通市值(亿)	54.26
自由流通股数(百万)	600.86



分析师: 徐林锋

邮箱: xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

分析师: 戚志圣

邮箱: qizs@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100001

研究助理: 宋妹旺

邮箱: songsw@hx168.com.cn

相关研究

▶ 产能持续扩张，薄膜业务蓄势待发

公司当前总共拥有彩印复合包装材料产能约 13 万吨，塑料软包装薄膜产能约 10 万吨，油墨产能约 2 万吨，产能充足且后续在建项目陆续投产也将进一步释放更多产能。随着软包装回收再利用的推广，BOPE 等单一材料包装成为行业发展趋势，公司通过多年的技术积累在产品升级、产品换代、产品结构调整具备先发优势，拥有丰富的膜类产品，能够不断满足客户新的产品需求，增强自身核心竞争力。公司年产 33000 吨新型 BOPE/BOPP 环保薄膜材料于 2022 年 12 月正式投产，进军千亿级薄膜市场的步伐逐渐加快，薄膜业务的后续表现值得期待。

投资建议：

我们看好永新股份，公司作为塑料软包装行业龙头，综合实力突出。短期公司有望受益于疫情管控转向后的消费复苏以及成本下行迎来业绩加速；未来随着产能扩张、纵向一体化策略降本增效以及薄膜业务逐渐放量推动公司业绩实现稳定增长。我们预计 2023/2024/2025 年公司的营收分别为 38.16/43.57/49.99 亿元，EPS 分别为 0.69/0.79/0.91 元，对应 2023 年 3 月 10 日的收盘价 9.03 元/股，PE 分别为 13.11/11.38/9.89X。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

1) 消费复苏不及预期。2) 产能投放进度不及预期。3) 原材料价格波动。4) 薄膜业务拓展不顺。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,024	3,304	3,816	4,357	4,999
YoY (%)	10.5%	9.3%	15.5%	14.2%	14.7%
归母净利润(百万元)	316	363	422	486	559
YoY (%)	4.3%	14.9%	16.2%	15.2%	15.0%
毛利率 (%)	22.2%	22.2%	22.6%	22.7%	23.0%
每股收益 (元)	0.52	0.60	0.69	0.79	0.91
ROE	14.8%	15.9%	17.5%	19.0%	20.5%
市盈率	17.37	15.05	13.11	11.38	9.89

资料来源：wind，华西证券研究所

正文目录

1. 永新速览：塑料软包装龙头，综合实力突出.....	5
1.1. 彩印包装业务为核心，薄膜业务发展迅速.....	5
1.2. 持股计划激发员工活力，稳定高分红积极回馈投资者.....	6
1.3. 财务表现稳健，营收结构不断优化.....	8
2. 塑料包装受益消费复苏，龙头公司强者恒强.....	10
2.1. 软包装行业具有较大的增长空间，份额向优势龙头集中.....	10
2.2. 限塑令加速行业整合，公司位于行业第一梯队.....	11
2.3. 下游消费必选属性强，疫后复苏有望加速行业盈利能力修复.....	12
3. 永新具备一体化产业链优势，薄膜业务坡长厚雪.....	13
3.1. 成本端：原材料价格回落，盈利能力未来向好.....	13
3.2. 公司产能持续扩张，纵向一体化发展策略降本增效.....	14
3.3. 公司注重研发投入，薄膜业务未来可期.....	15
4. 盈利预测及投资建议.....	17
5. 风险提示.....	18

图表目录

图 1 一图看懂永新的核心逻辑	5
图 2 公司历史沿革	6
图 3 公司主要产品介绍	6
图 4 公司股权结构	7
图 5 公司 2020 年员工各激励项目情况	7
图 6 历年公司分红情况	8
图 7 历年公司营收及其增速	9
图 8 历年公司归母净利润及其增速	9
图 9 历年公司毛利率和净利率	9
图 10 历年公司各项费用率	9
图 11 历年公司分业务收入结构	10
图 12 历年公司分地区收入结构	10
图 13 历年公司与紫江企业 ROE	10
图 14 历年公司与紫江企业资产负债率	10
图 15 中国塑料包装行业产业链	11
图 16 历年中国塑料包装市场规模 (亿美元)	11
图 17 历年中国塑料软包装市场规模 (亿美元)	11
图 18 历年中国塑料软包装行业产量 (万吨)	12
图 19 2021 年中国塑料包装竞争梯队	12
图 20 2020 年中国塑料包装行业竞争格局	12
图 21 历年中国必选消费零售额 (亿元)	13
图 22 历年中国塑料包装行业需求量 (万吨)	13
图 23 历年春节假期旅游收入和旅游人次	13
图 24 历年中国居民储蓄存款余额	13
图 25 公司橡胶和塑料制品营业成本构成	14
图 26 历年 WTI 原油价格 VS 公司毛利率	14
图 27 历年公司主要产销数据	14
图 28 历年公司主要业务产能建设	15
图 29 历年公司研发支出	15
图 30 2021 年中国包装行业企业利润结构 (亿元)	16
图 31 2021 年中国包装行业企业营收结构 (亿元)	16
图 32 历年公司薄膜业务营收和其营收占比	16
图 33 历年公司薄膜业务毛利率	16
图 34 公司薄膜产品	17
图 35 公司收入明细拆分 (百万元)	18
图 36 可比公司估值表	18

图 1 一图看懂永新的核心逻辑



资料来源：华西证券研究所

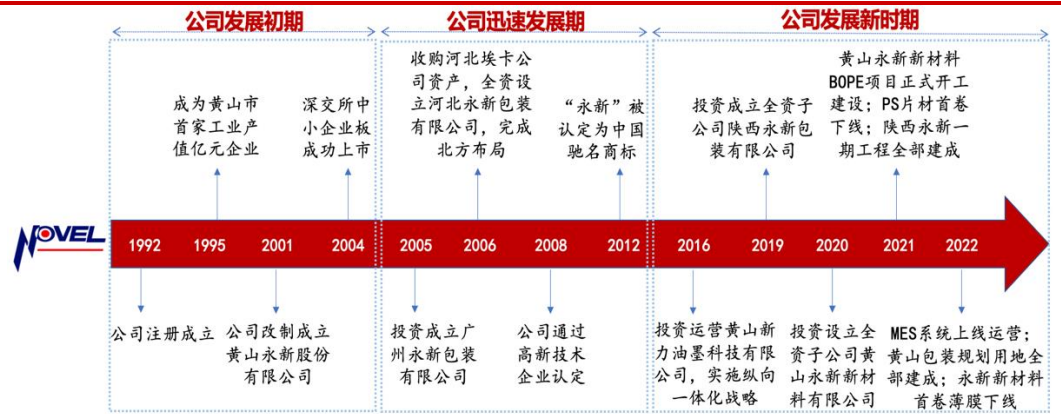
1. 永新速览：塑料软包装龙头，综合实力突出

1.1. 彩印包装业务为核心，薄膜业务发展迅速

永新主要经营彩印复合软包装材料、真空镀膜、多功能薄膜、纸基复合包装材料、新型医药包装材料、塑料制品、精细化工产品等高新技术产品，主要产品广泛应用于食品、日化、医药等必须消费品领域；公司精耕塑料软包装行业近 30 年，构建了以彩印包装业务为中心，自产自用率较高的塑料软包装薄膜、镀铝包装材料、石墨业务为两端的纵向一体化发展策略；同时，公司凭借技术积累、产品创新、优质服务等综合竞争优势被国内众多快速消费品所认同，下游客户包括百事、雀巢、亿滋、高露洁、伊利、太太乐、徐福记、三九和 P&G 等知名品牌，市场地位受认可度较高。

除此之外，公司稳主业的同时，积极拓展新业务、新市场。公司奶酪包装成功拓展应用，特种薄膜业务持续稳健扩张，而国际贸易继续突破覆盖软包装、膜材料、油墨等业务，为未来公司营收持续增长保驾护航。

图 2 公司历史沿革



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 3 公司主要产品介绍

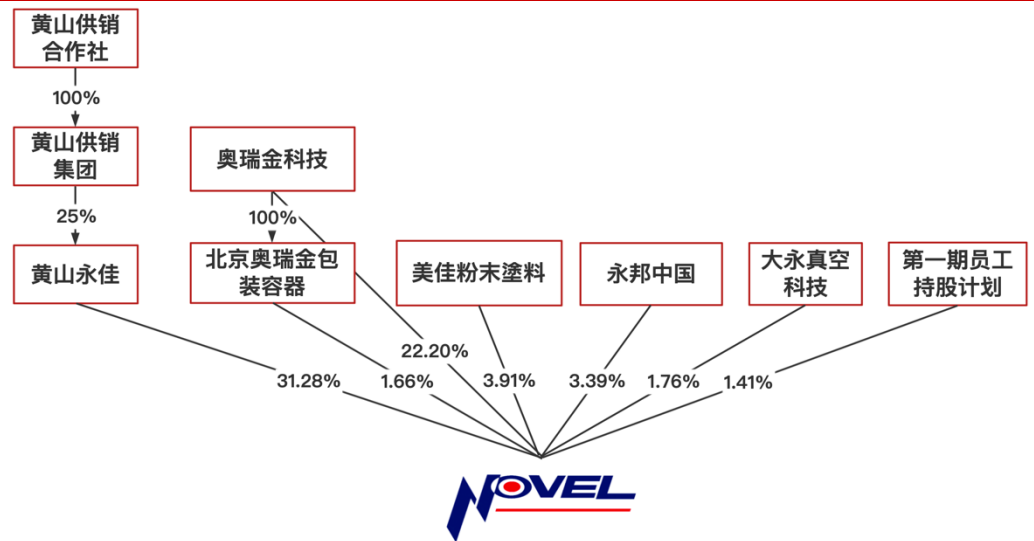


资料来源：公司官网，华西证券研究所

1.2. 持股计划激发员工活力，稳定高分红积极回馈投资者

公司股权结构较为稳定，大股东为黄山供销社。截至 2022 年，公司第一大股东为黄山永佳投资有限公司，持股比例为 31.28%。公司实际控制人为黄山市供销合作社联合社。公司第二大股东为奥瑞金科技股份有限公司，其 100%控股北京奥瑞金包装有限公司，两者合计共持有公司 23.86%股份。

图 4 公司股权结构



资料来源：公司公告，华西证券研究所

员工持股计划彰显公司未来发展信心。公司 2020 年 6 月通过两项员工股票激励项目；其中，2020 年限制性股票计划考核目标为：以 2019 年净利润为基数，2020-2022 年净利润增长率分别不低于 13.00%/27.69%/44.29%，授予价格为 4.44 元/股；第一期员工持股计划考核目标为：以 2019 年净利润为基数，2020-2021 年净利润增长率分别不低于 13.00%/27.69%，受让价格为 4.44 元/股。公司当前已成功完成了 2020 年和 2021 年业绩考核目标。

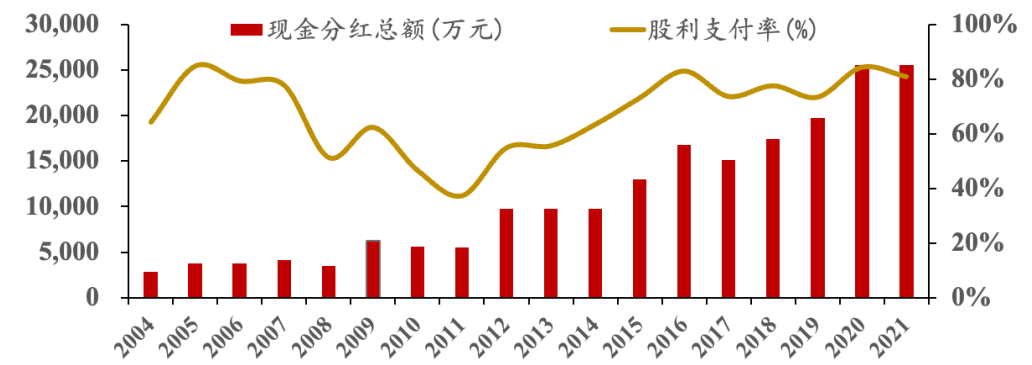
图 5 公司 2020 年员工各激励项目情况

激励项目	激励对象	获授/认购股票 (万股)	比例
2020年限制性股票激励计划	董事、监事、高级管理人员：孙毅、鲍祖本、潘健、方洲、吴旭峰、唐永亮	720	69.2%
	其他核心骨干人员	320	30.8%
	合计	1040	100.0%
第一期员工持股计划	总经理助理、子公司总经理、工会主席：汪学文、汪云辉、许立杰	63.5	8.8%
	其他中层管理技术人员	656.5	91.2%
	合计	720	100.0%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

长期稳定高分红，与股东共享发展成果。公司自 2004 年上市以来已实施现金分红 18 次，期间累计现金分红达 19.78 亿元，对应分红率为 69.73%；2021 年公司累计现金分红为 2.55 亿元，对应分红率高达 80.78%；2016-2021 年公司期间股息率均保持在 4% 以上（以 2021 年 12 月 30 日收盘价为计算基础）。根据最新发布的 2022 年业绩公告，公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 4.00 元（含税），共派发现金红利 2.45 亿元，对应分红率为 67.52%，以较高的分红比例持续回馈广大投资者，彰显稳定、优质的标的属性。

图 6 历年公司分红情况



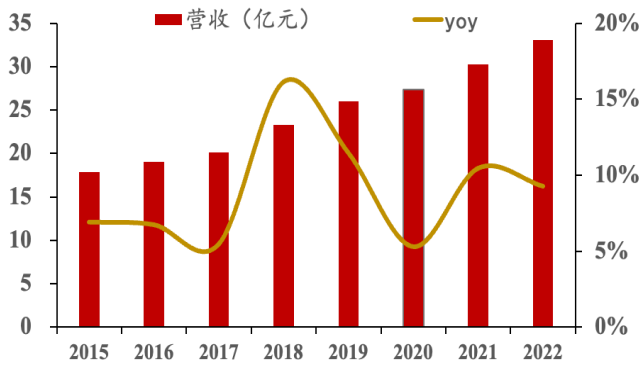
资料来源：公司公告，华西证券研究所

1.3. 财务表现稳健，营收结构不断优化

公司 2017-2022 年均营收和归母净利润复合增长率分别为 10.47%/12.11%，整体表现较为稳健。细分来看，2021 年公司收入和归母净利润分别为 30.24/3.16 亿元，分别同比增长了 10.45%/4.25%；2022 年公司收入和归母净利润分别为 33.04/3.63 亿元，分别同比增长了 9.27%/14.85%。

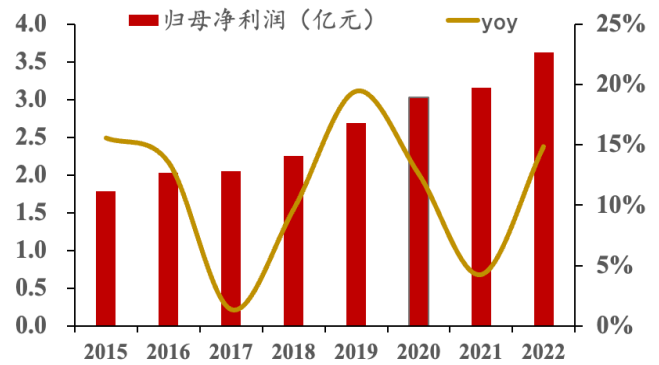
受益于广州永新年产 4000 吨彩印复合软包装材料项目建成投产以及国内疫情 2020-2021 年期间得到较好的控制，线下生产活动有序得以恢复，占营收比例较高的彩印复合包装材料和塑料软包装薄膜业务的实现较快增长，推动公司 2021 年营收增速保持稳健向上，而受制于上游原材料价格的上涨（2021 年原油价格涨幅高达 57.94%），公司 2021 年毛利率下降 2.12pct，利润端略承压；随着公司 2022 年产 4000 吨柔印复合无溶剂包装材料项目、年产 8000 吨新型功能膜材料项目、年产 33000 吨新型 BOPE 薄膜项目陆续建成投产等各产能事项扩张顺利叠加下游消费端刚需属性强，公司 2022 年在整体环境不利情况下营收依旧实现稳健的增长态势，我们认为主要是由于公司稳定的供应链管理获得到更多的市场份额；而受制于 2022 年初俄乌战争爆发的影响，国际原油价格快速走高后，长期保持高位震荡，成本端仍存在一定压力，公司充分发挥产业链配套优势，较好的分散了原材料价格波动的风险，2022 年毛利率同比仅下降了 0.04pct；公司通过推进 MES 系统，精细化生产过程管控，降本提效，期间费用率同比下降了 0.62pct，费用管控良好，公司 2022 年盈利能力实现双位数高增长。我们认为随着原油价格整体呈现下降趋势（2022 年原油价格最高回落幅度达 42.59%）以及国内疫情防控全面放开后下游消费需求迎来修复，2023 年公司业绩有望实现较快增长。

图7 历年公司营收及其增速



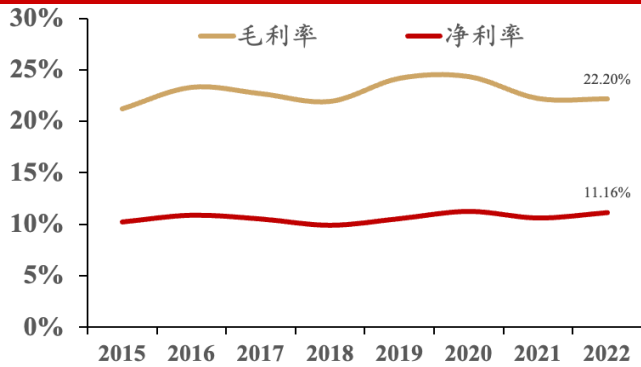
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图8 历年公司归母净利润及其增速



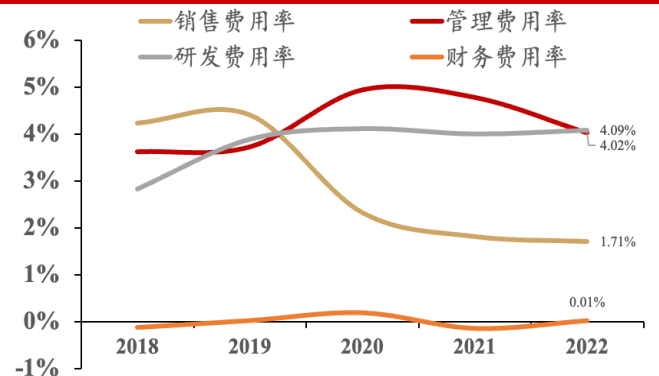
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图9 历年公司毛利率和净利率



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图10 历年公司各项费用率

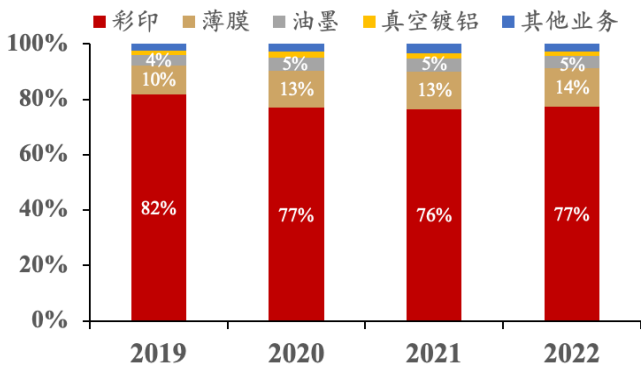


资料来源：公司公告，华西证券研究所

从业务结构来看，公司主要收入来源为其彩印复合包装材料，营收占比常年超过75%；随着公司营收结构的不断优化，公司彩印业务营收占比呈现下降趋势，而薄膜业务逐渐放量，营收占比逐年上升，对公司营收贡献日益增强，公司凭借常年的技术积累和优异的产品质量与服务，不断赢得市场的认可（如新型可回收牙膏用塑料薄膜项目顺利通过客户高露洁技术认证），未来有望打开千亿级薄膜市场，成为公司新的增长曲线。同时，公司国际业务在产业链优势的支持下拓展顺利，海外市场营收占比呈现向上增长趋势，2022年首次突破10%，公司通过跨国客户参与全球市场竞争的战略取得积极成效，有利于公司加速进军国际市场，进一步提升公司市场地位。

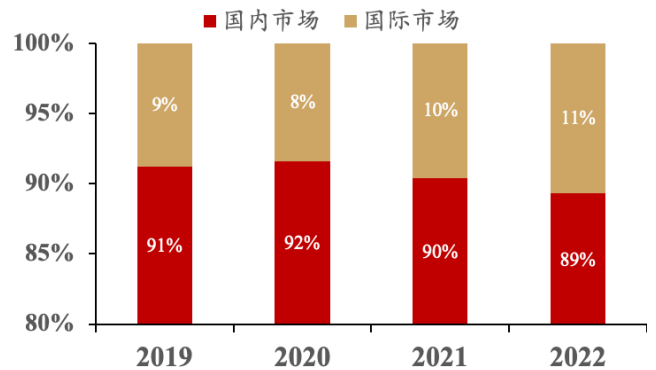
与其他同行企业相比，公司ROE常年高于紫江企业，2017年-2022年均保持在11%以上，表现出公司盈利能力和股东回报率高于行业水准，表现优异；同时，公司2017-2022年资产负债率保持在40%以下，风险把控较好，为持续稳定分红回馈广大投资者创造了良好的财务条件。

图 11 历年公司分业务收入结构



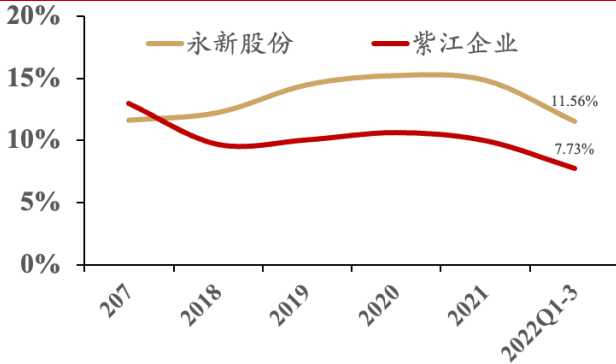
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 12 历年公司分地区收入结构



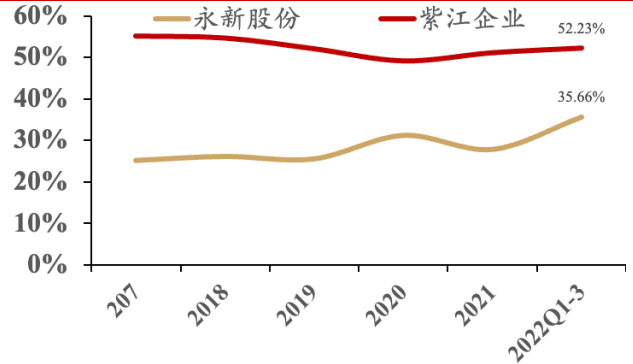
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 13 历年公司与紫江企业 ROE



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 14 历年公司与紫江企业资产负债率



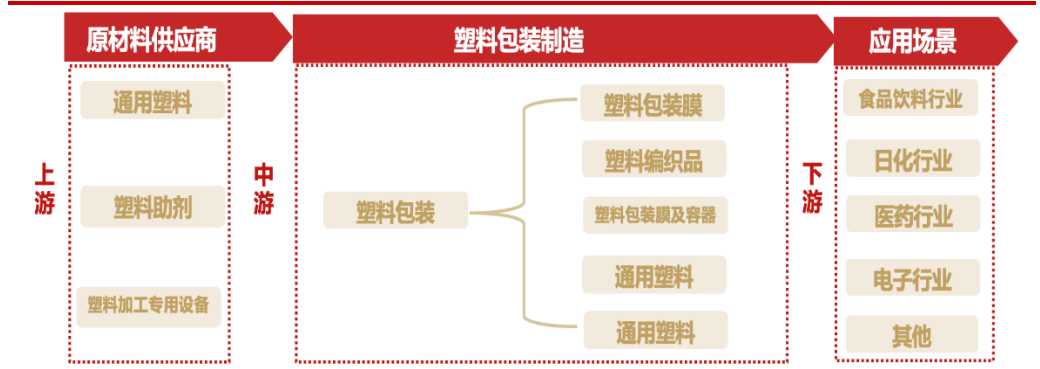
资料来源：公司公告，华西证券研究所

2. 塑料包装受益消费复苏，龙头公司强者恒强

2.1. 软包装行业具有较大的增长空间，份额向优势龙头集中

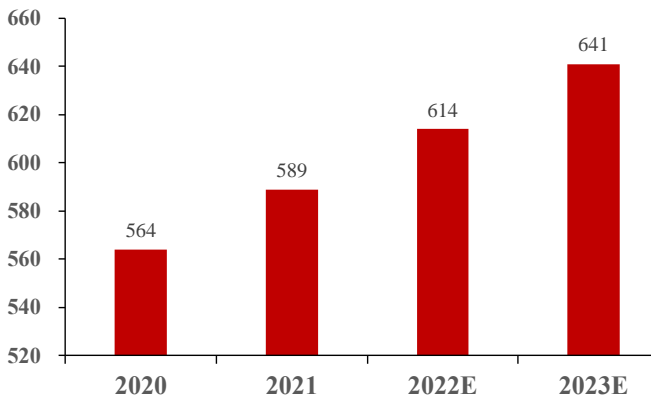
我国塑料包装行业产业链主要分为上游的材料加工、中游的制造供应商以及下游的应用消费领域。公司处于中游细分中的软包装制造商（另一大细分为硬包装制造）。从行业规模来看，受益于我国城镇化水平的不断提高和居民消费水平的升级，中国塑料包装行业市场规模呈现稳定向上增长趋势，2021 年其市场规模为 589 亿美元，预计市场规模至 2023 年为 641 亿美元，2020-2023 年 CAGR 可达 4.36%。从中游细分行业来看，中国软包装行业市场规模跟随我国经济的不断发展，实现逐年向上，2022 年市场规模为 136 亿美元，预计市场规模至 2023 年为 143 亿美元，2020-2023 年 CAGR 可为 4.87%，其增速高于整体塑料包装行业；同时，当前中国塑料软包装行业市场规模占中国塑料包装行业市场规模比例较小，约为 22%，未来可提升空间较大。我们预计随着疫后消费进一步复苏和增长，有望进一步带动我国塑料包装行业市场规模实现向上增长，行业龙头企业将拥有更多的发展空间。

图 15 中国塑料包装行业产业链



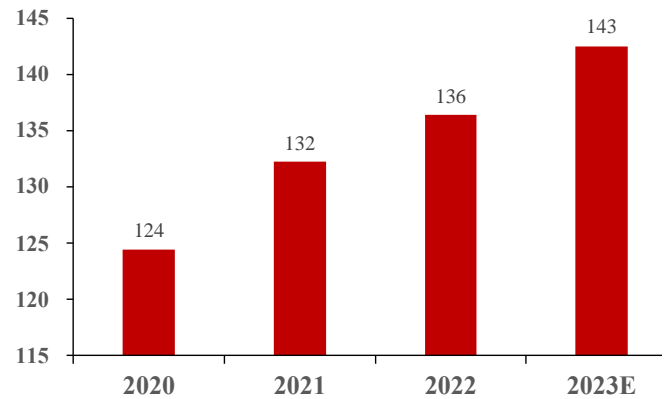
资料来源：华经产业研究院，华西证券研究所

图 16 历年中国塑料包装市场规模（亿美元）



资料来源：Grand View Research，华西证券研究所

图 17 历年中国塑料软包装市场规模（亿美元）



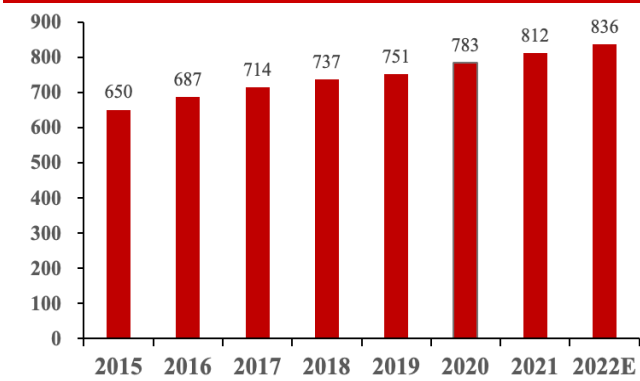
资料来源：Arizton，华西证券研究所

2.2. 限塑令加速行业整合，公司位于行业第一梯队

从塑料软包装行业历年产量来看，受益于下游消费链端刚性属性强，受疫情影响有限，整体行业产量较为稳定，且逐年向上增长趋势明显，预计 2022 年中国塑料软包装行业产量将达到 836.2 万吨，对应 2015-2022 年均复合增长率为 3.67%。

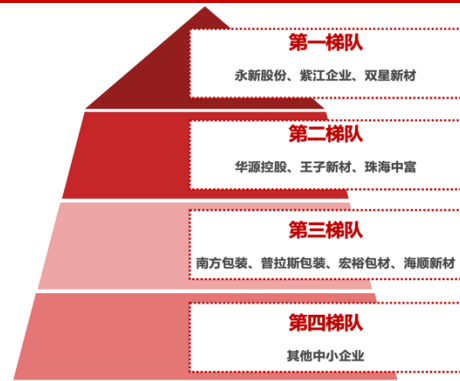
随着环保标准的日益严苛，国家相继出台碳中和、限塑令等法规政策，明确要求各地商务主管部门准备把握不同塑料用品在实施区域、时间节点等具体禁塑限塑要求（《固废法》）以及鼓励和引导减少使用、积极回收塑料等一次性塑料制品，推广应用可循环、易回收、可降解的替代品（《商务领域一次性塑料制品使用、回收报告办法（试行）》）；未来塑料包装产品将朝着环保化、功能化、轻量化、可循环、易回收的方向发展，这对行业内相关企业的技术，资金，产品等有了新的挑战；从当前行业竞争格局来看，中小企业众多，行业竞争较激烈，市场集中度较低，2020 年我国塑料包装行业 CR5 仅为 6.26%；随着行业产品要求不断被提高，有望加速淘汰落后的中小企业，实现行业资源的进一步整合，龙头企业获取市场资源的优势逐渐显现。永新股份凭借技术积累、产品创新、优质服务等综合竞争优势位于行业第一梯队，未来有望通过行业龙头地位进一步提高自身市场份额。

图 18 历年中国塑料软包装行业产量（万吨）



资料来源：共研网，华西证券研究所

图 19 2021 年中国塑料包装竞争梯队



资料来源：前瞻产业研究院，华西证券研究所

图 20 2020 年中国塑料包装行业竞争格局

2020年中国塑料包装行业各公司市场份额	
紫江企业	1.91%
永新股份	1.60%
双星新材	1.57%
通产丽星	0.85%
华源控股	0.33%
宏裕包材	0.33%
天成科技	0.05%
其他	93.37%

资料来源：华经产业研究院，华西证券研究所

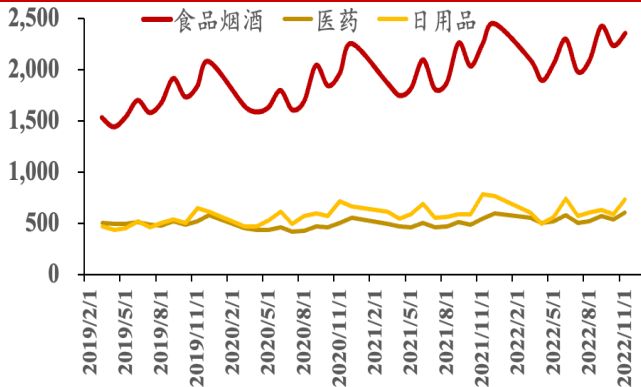
2.3. 下游消费必选属性强，疫后复苏有望加速行业盈利能力修复

塑料包装行业下游主要触及食品饮料、日化、医药等刚需较强的必选消费领域。从抗风险能力来看，我国必选消费在疫情期间呈现反复上下波动状态且整体波动幅度较小，具有较好的需求支撑面，对于每次国内疫情的有效控制，下游消费需求短期都迎来了一个快速反弹，整体需求趋势呈现向上。下游消费端的刚性支撑推动塑料软包装行业的整体需求实现逐年稳定向上，2015-2022 年均复合需求增长率为 3.67%，需求增势较为稳健。

自疫情爆发以来，我国线下消费活动表现低迷。面对经济形式的不确定性，国内居民消费意愿下降明显，居民储蓄存款近年来呈上升趋势，市场资金偏向低风险区域。随着春节前“新十条”和“乙类乙管”的政策公告相继出台，国内疫情的防控转向全面开放，居民外出意愿受到前期的抑制在春节假期期间迎来了集中式爆发：根据文旅部统计，2023 年春节假期全国国内旅游出游 3.08 亿人次，同比增长 23.1%，恢复至 2019 年同期的 88.6%；实现国内旅游收入 3758.43 亿元，同比增长 30%，恢复至 2019 年同期的 73.1%，居民外出消费意愿显著提高，消费行为逐渐实现存花并举，存款逐渐流向市场，有利于促进各类消费品和服务需求的增长。根据国家税务局增值税发票数据显示，2023 年春节假期全国消费相关行业收入同比增长 12.2%；其中，生活必需品类消费增长较快，粮油食品等生活必需品销售收入同比增长

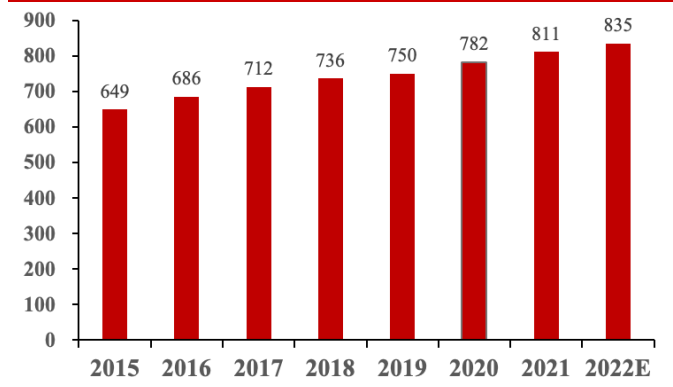
31.5%，酒水饮料销售收入同比增长 18.7%，塑料软包装行业下游消费景气的明显回升有望加速行业盈利能力的修复。

图 21 历年中国必选消费零售额（亿元）



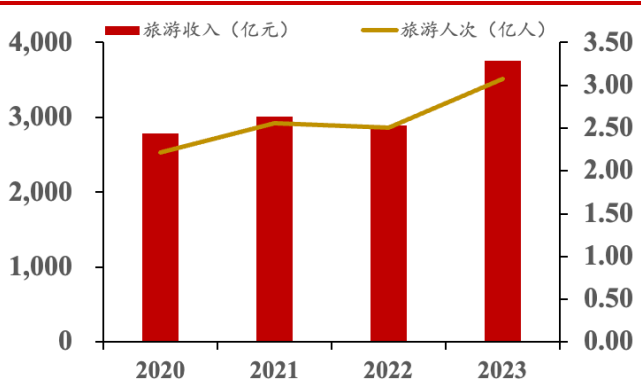
资料来源：CEIC，华西证券研究所

图 22 历年中国塑料包装行业需求量（万吨）



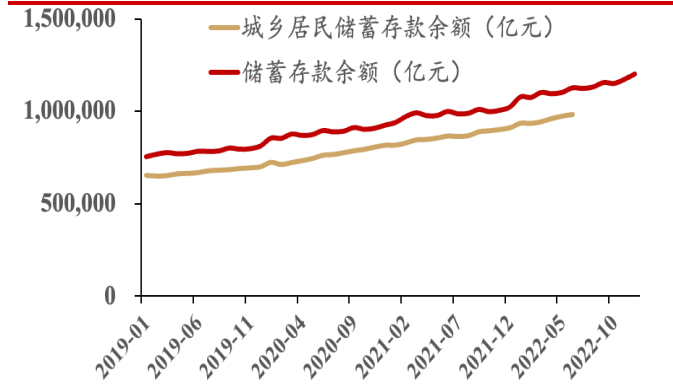
资料来源：共研网，华西证券研究所

图 23 历年春节假期旅游收入和旅游人次



资料来源：文旅部，华西证券研究所

图 24 历年中国居民储蓄存款余额



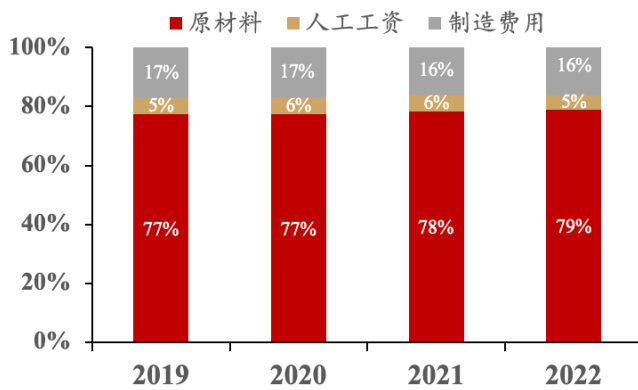
资料来源：国家统计局，wind，华西证券研究所

3. 永新具备一体化产业链优势，薄膜业务坡长厚雪

3.1. 成本端：原材料价格回落，盈利能力未来向好

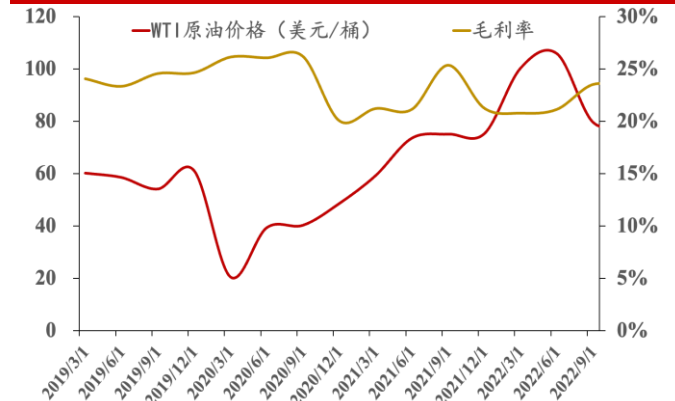
从公司近四年来的营业成本构成来看，原材料占比均保持在 77%以上且呈现向上增长趋势。公司生产所需的原材料主要来自石油的深加工产品，从近年的数据来看，公司毛利率和国际原油价格呈现较为明显的负相关，石油的价格波动对公司的利润端的影响较大；受到 2022 年初爆发的“俄乌战争”以及全球通胀风险加剧的影响，国际石油价格不断走高，WTI 原油价格 2021 年和 2022 年涨幅分别为 57.94%和 5.49%，公司成本端压力渐大，因而拖累了公司整体的毛利率和利润增速；而细分局来看，WTI 原油价格 2022 年增速已较大放缓，期间从最高 123.70 美元/桶跌至最低 71.02 美元/桶，回落幅度高达 42.59%，下降趋势明显；随着国际原油价格的下行，公司成本端压力逐渐减小，毛利率有望迎来向上改善（存在一定滞后性），有利于公司盈利能力的进一步提升。

图 25 公司橡胶和塑料制品营业成本构成



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 26 历年 WTI 原油价格 VS 公司毛利率



资料来源：公司公告，wind，华西证券研究所

3.2. 公司产能持续扩张，纵向一体化发展策略降本增效

公司坚定“纵向一体化”发展策略，积极自建产业链配套产品，延伸自身产业链布局，提高自给自足能力，分散经营风险。公司以彩印复合包装材料为主要对外销售产品，市场需求近四年保持稳定向上，产销两旺，产销率均保持在 98%以上；同时，公司通过建设塑料软包装薄膜、油墨、真空镀铝包装材料产业链配套产品，自用率近四年分别达 60%/40%/70%以上，保障自身成本优势的同时，部分对外销售产品持续贡献营收，实现降本增效。

图 27 历年公司主要产销数据

公司主要业务	产销数据	2019	2020	2021	2022
彩印包装材料	产量(吨)	84353	86321	94896	98887
	销量(吨)	84201	85983	93088	99375
	产销率	99.82%	99.61%	98.09%	100.49%
塑料软包装薄膜	产量(吨)	57763	66595	68035	74577
	销量(吨)	20278	26316	23827	28324
	产销率	35.11%	39.52%	35.02%	37.98%
油墨	产量(吨)	10494	11714	13091	13834
	销量(吨)	5696	6848	7701	8176
	产销率	54.27%	58.46%	58.83%	59.10%
真空镀铝包装材料	产量(吨)	12815	14813	15974	17257
	销量(吨)	2909	3924	4295	3784
	产销率	22.70%	26.49%	26.89%	21.93%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

公司构建了以黄山为产业中心，广东、河北、陕西为主要延伸面的全国多点布局。目前，黄山包装年产值约 10 亿元，市场辐射长三角经济圈；广州永新年产值约 5 亿元，市场辐射珠三角经济圈；河北永新年产值约 5 亿元，市场覆盖环渤海经济圈；陕西永新一期项目投资 8000 万元，是公司继续拓展产业链、推进全国战略布局的重要一步；永新新材一期项目建设年产 33000 万吨新型 BOPE/BOPP 环保薄膜材料，投资额为 4.5 亿元，预计将实现年产值 3.6 亿元，成为公司“软包装+膜材料”产业发展战略中迈出的关键一步。公司多点布局全国主要市场经济圈，有利于扩大公司营收面和规模优势，实现从点到面的全国市场发展策略。

为满足日益增长的下游需求，公司持续推进产能建设。公司当前总共拥有彩印复合包装材料产能约 13 万吨，塑料软包装薄膜产能约 10 万吨，油墨产能约 2 万吨。随着后续工程进度的进一步加快，公司年产 33000 吨新型 BOPE 薄膜项目、年产

8000 吨新型复合片材生产线技改项目、年产 22000 吨新型功能膜材料扩建项目产能将逐步释放，为公司后续业绩的增长保驾护航。

图 28 历年公司主要业务产能建设

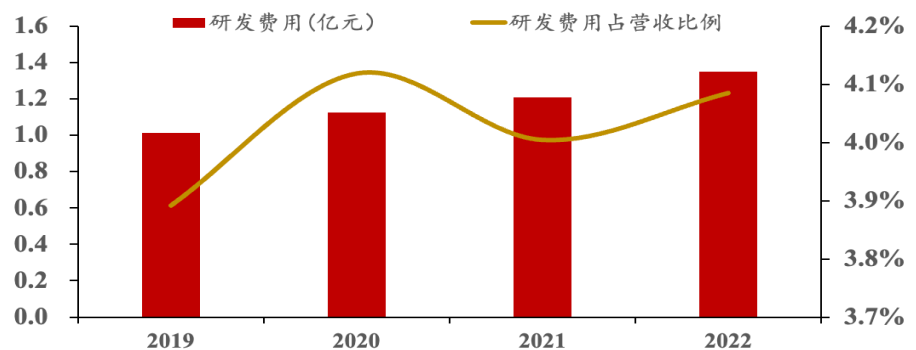
时间	项目	产能 (吨)
公司上市前	彩印复合包装材料	17000
	镀铝膜	5100
2005	年产6000吨防伪医药包装材料技改	6000
	年产2.4万吨多功能高阻隔包装薄膜技改	24000
2008	年产6000吨无菌包装复合材料	6000
2009	年产3000吨柔印复合软包装材料	3000
2010	年产5000吨聚乙烯薄膜	5000
2011	年产12000吨多功能、高阻隔包装材料	12000
2012	年产12000吨多功能包装新材料	12000
	年产17000吨多功能新型包装材料	17000
2014	年产16000吨柔印无溶剂复合软包装材料	16000
	年产10000吨新型高阻隔包装材料	10000
	年产3500吨异型注塑包装材料	3500
2015	年产7200吨多功能包装新材料	7200
2016	年产5000吨氯化物镀膜新材料	5000
2020	年产2万吨油墨技术改造搬迁升级	20000
	8000吨多功能膜技术改造	8000
2021	年产10000吨新型功能膜包装材料	10000
2022	年产4000吨彩印复合软包装材料/工程进度: 100%	4000
	年产8000吨新型功能膜材料/工程进度: 85%	8000
	年产33000吨新型BOPE薄膜/工程进度: 75%	33000
	年产22000吨新型功能膜材料扩建/工程进度: 10%	22000
	年产8000吨新型复合片材生产线技改/工程进度: 5%	8000

资料来源：公司公告，华西证券研究所

3.3. 公司注重研发投入，薄膜业务未来可期

公司重视研发的投入，研发费用逐年上升，占营收比例近年来均保持在 4%左右；同时，公司总共申报了 20 项发明专利、31 项实用新型专利，拥有 27 项新型专利和 9 项发明专利获得授权，公司不断强化技术创新，通过多年的技术积累在产品升级、产品换代、产品结构调整具备先发优势，能够不断满足客户新的产品需求，增强自身核心竞争力。

图 29 历年公司研发支出



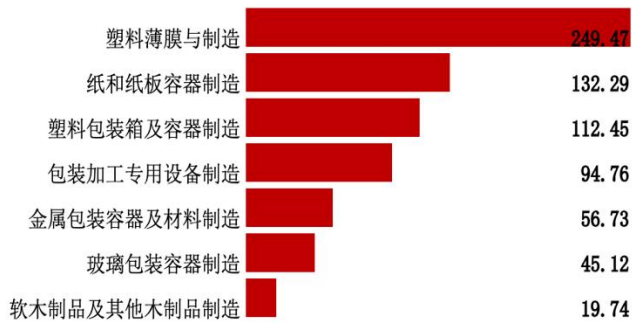
资料来源：公司公告，华西证券研究所

从塑料薄膜市场前景来看，市场规模大，盈利面较好。具体来看，国内包装行业规模以上企业收入结构中塑料薄膜相关部分的营收和利润总额均位于细分类前列，2021 年其营收达 3514.68 亿元，对应利润为 249.47 亿元，营收/利润占包装行业比例为 29%/35%，公司把握薄膜行业发展趋势，积极谋划产业布局，加大薄膜产业投

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

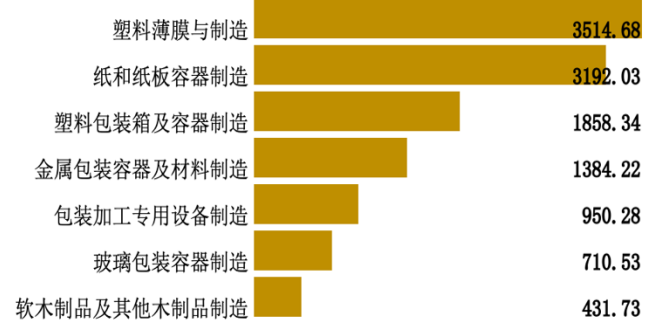
入，薄膜业务营收贡献比例逐年增加；随着公司产业链的不断完善，纵向一体化发展策略降本增效逐显叠加成本端压力向下，我们预计公司薄膜业务毛利率将迎来拐点向上。

图 30 2021 年中国包装行业企业利润结构（亿元）



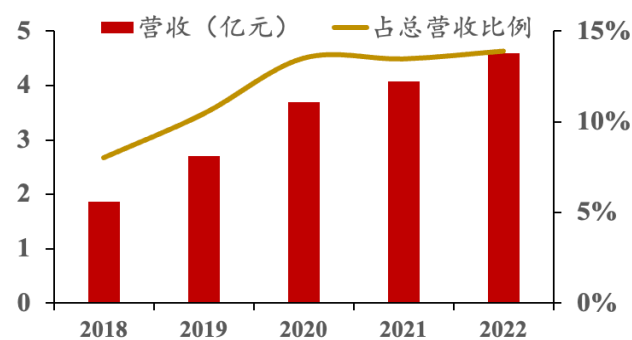
资料来源：中国包装联合会，华西证券研究所

图 31 2021 年中国包装行业企业营收结构（亿元）



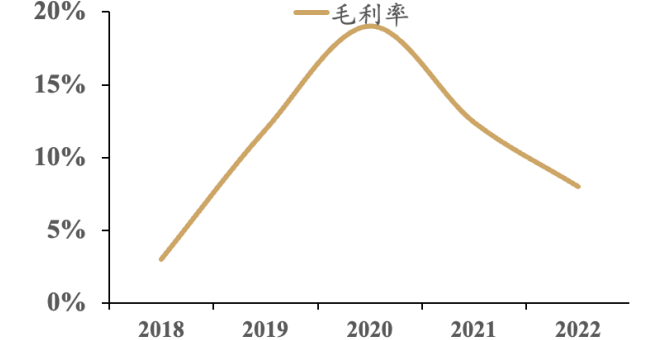
资料来源：中国包装联合会，华西证券研究所

图 32 历年公司薄膜业务营收和其营收占比



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 33 历年公司薄膜业务毛利率



资料来源：公司公告，华西证券研究所

随着软包装回收再利用的推广，双向拉伸聚乙烯薄膜（BOPE）等单一材料包装成为行业发展趋势。BOPE 可用于代替层压的 OPET 或 OPA 薄膜，主要应用于日化品、食品包装、农用、医用等领域，具有透明度高，高强度以及抗穿刺、抗冲击、可回收等特性，对于提高现有包装材料的性能，减少破包、减少塑料用量、降低包装厚度等具有较好的效果，有利于实现经济和环保双效益。从市场结构来看，亚太、北美和西欧是全球单一材料塑料包装薄膜的三大消费市场。2020 年其市场的比重分别为 48.6%、17.2%和 15.5%，公司地处消费需求最大的亚太市场，未来可发展空间较广。随着陶氏、埃克森美孚等材料制造商相继推出单一材料塑料薄膜，公司作为国内塑料软包装龙头企业，积极加码薄膜领域，于 2020 年 1 月成立全资子公司永新新材，全力实施单一材质“零碳包装”，成为公司“软包装+膜材料”产业发展战略中的关键一步。

公司当前拥有丰富的薄膜产品，具体类型包括光膜、消光膜、热封膜、珠光膜、金属化膜，能够满足市场的不同需求；同时，公司年产 33000 吨新型 BOPE/BOPP 环保薄膜材料于 2022 年 12 月正式投产，预计实现年产值 3.6 亿元；而年产 22000 吨新型功能膜材料扩建项目也在持续推进中，薄膜产能的持续扩张有望加速公司进军千亿级薄膜市场，成为公司迈向新阶段的增长引擎。

图 34 公司薄膜产品

光膜	消光膜	热封膜
 <p>普通印刷制袋膜、高透明浅网印刷膜、胶带基膜、高透明胶带基膜、纸张复合膜、复合膜</p>	 <p>复合型消光膜、印刷型消光膜</p>	 <p>单面热封膜、双面热封膜</p>
珠光膜	金属化膜	
 <p>珠光膜、珠光标签膜、合成纸</p>	 <p>镀铝基膜、普通镭射基膜、转移型镭射镀铝基膜</p>	

资料来源：公司官网，华西证券研究所

4. 盈利预测及投资建议

基本假设：

由于受到疫情扰动以及原材料价格高位震荡的影响，2022 年行业需求受到一定抑制，业绩整体承压；而公司位于塑料软包装行业第一梯队，凭借优异的综合实力有望加速市场份额的提升。随着公司彩印复合包装材料和塑料软包装薄膜产能项目逐渐加速投产以及疫情管控转向后的消费复苏，我们预计公司 2023-2025 年营收有望实现双位数增长；而随着公司一体化产业链降本增效明显以及成本端压力下行，我们预计公司 2023-2025 年利润增速将高于其营收增速，实现双位数高增长。

费用端：公司费用管控能力良好，预计销售费用率和管理费用率将有小幅下降；公司重视研发投入，预计研发费用率将有合理的增长。

根据以上假设，我们预计 2023/2024/2025 年公司的营收分别为 38.16/43.57/49.99 亿元，EPS 分别为 0.69/0.79/0.91 元，对应 2023 年 3 月 10 日的收盘价 9.03 元/股，PE 分别为 13.11/11.38/9.89X。首次覆盖，给予“买入”评级。

图 35 公司收入明细拆分 (百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总收入	2737.50	3023.69	3304.14	3816.35	4357.29	4998.65
yoy	5.30%	10.45%	9.27%	15.50%	14.17%	14.72%
毛利率	24.36%	22.24%	22.20%	22.59%	22.72%	22.98%
彩印复合包装材料	2103.77	2311.54	2553.01	2900.45	3236.55	3595.81
yoy	-0.86%	9.88%	10.45%	13.61%	11.59%	11.10%
毛利率	24.65%	22.22%	23.68%	24.00%	24.50%	25.00%
塑料软包装薄膜	369.33	406.73	458.62	622.03	821.01	1086.20
yoy	36.18%	10.13%	12.76%	35.63%	31.99%	32.30%
毛利率	19.04%	12.43%	8.01%	12.00%	13.00%	14.00%
油墨	124.11	143.03	152.54	166.39	178.14	191.61
yoy	19.64%	15.24%	6.65%	9.08%	7.06%	7.56%
毛利率	20.98%	19.31%	20.10%	20.00%	21.00%	22.00%
真空镀铝包装材料	62.76	56.20	49.06	45.67	43.87	43.42
yoy	61.17%	-10.45%	-12.70%	-6.90%	-3.96%	-1.02%
毛利率	2.91%	3.93%	4.14%	5.00%	5.50%	6.00%
其他业务	77.53	106.19	90.90	81.81	77.72	81.61
yoy	21.48%	36.97%	-14.40%	-10.00%	-5.00%	5.00%
毛利率	64.61%	73.85%	65.42%	68.00%	65.00%	65.00%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 36 可比公司估值表

公司简称	股票代码	收盘价		EPS (元)					PE (倍)			
		2023/3/10	2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E		
裕同科技	002831.SZ	28.65	1.09	1.64	1.98	2.39	26.36	17.44	14.47	11.98		
双星新材	002585.SZ	12.99	1.21	1.55	2.15	2.75	10.74	8.37	6.03	4.72		
奥瑞金	002701.SZ	5.11	0.37	0.27	0.34	0.42	13.81	18.77	14.92	12.10		
紫江企业	600210.SH	5.52	0.37	0.37	0.47	0.57	15.12	15.09	11.70	9.72		
平均值			0.76	0.96	1.24	1.53	16.51	14.92	11.78	9.63		
永新股份	002014.SZ	9.03	0.52	0.60	0.69	0.79	17.37	15.05	13.11	11.38		

资料来源：wind，华西证券研究所（注：可比公司盈利预测来自万得一致预期）

5. 风险提示

1) 消费复苏不及预期：若后续疫情影响反复，居民消费活动将受到影响，不利于公司业绩的增长。

2) 产能投放进度不及预期：如果产能扩张不及预期，将影响公司供货能力，丢失市场机会，导致公司业绩不及预期。

3) 原材料价格波动：原材料占公司营业成本较大，若后续原材料价格上涨，将对公司利润产生一定压力。

4) 薄膜业务拓展不顺：薄膜业务作为公司未来发展一重要方向，若公司薄膜产品市场认可度低，将不利于公司未来的成长。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3,304	3,816	4,357	4,999	净利润	369	429	494	568
YoY (%)	9.3%	15.5%	14.2%	14.7%	折旧和摊销	126	115	124	135
营业成本	2,571	2,954	3,367	3,850	营运资金变动	53	79	-87	-126
营业税金及附加	22	23	26	30	经营活动现金流	544	628	536	587
销售费用	56	67	76	86	资本开支	-297	-153	-172	-192
管理费用	133	153	174	200	投资	-282	0	0	0
财务费用	0	8	6	5	投资活动现金流	-566	-141	-159	-185
研发费用	135	160	187	215	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-18	0	0	0	债务募资	387	30	5	-20
投资收益	10	11	13	7	筹资活动现金流	122	-284	-355	-430
营业利润	405	482	556	639	现金净流量	103	202	22	-28
营业外收支	2	3	3	3					
利润总额	408	484	558	642	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	39	56	64	74	成长能力 (%)				
净利润	369	429	494	568	营业收入增长率	9.3%	15.5%	14.2%	14.7%
归属于母公司净利润	363	422	486	559	净利润增长率	14.9%	16.2%	15.2%	15.0%
YoY (%)	14.9%	16.2%	15.2%	15.0%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.60	0.69	0.79	0.91	毛利率	22.2%	22.6%	22.7%	23.0%
					净利率	11.0%	11.1%	11.2%	11.2%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	10.2%	10.6%	11.7%	12.3%
货币资金	900	1,102	1,124	1,096	净资产收益率 ROE	15.9%	17.5%	19.0%	20.5%
预付款项	10	13	15	17	偿债能力 (%)				
存货	344	231	330	397	流动比率	1.93	1.82	1.88	1.83
其他流动资产	979	1,246	1,256	1,555	速动比率	1.59	1.63	1.62	1.56
流动资产合计	2,233	2,593	2,726	3,066	现金比率	0.78	0.78	0.77	0.65
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	34.9%	38.1%	37.1%	38.7%
固定资产	952	989	1,037	1,094	经营效率 (%)				
无形资产	83	86	89	92	总资产周转率	1.00	1.01	1.07	1.15
非流动资产合计	1,340	1,380	1,430	1,491	每股指标 (元)				
资产合计	3,573	3,972	4,157	4,556	每股收益	0.60	0.69	0.79	0.91
短期借款	466	496	501	481	每股净资产	3.72	3.93	4.17	4.44
应付账款及票据	489	660	649	848	每股经营现金流	0.89	1.02	0.88	0.96
其他流动负债	202	266	302	345	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,157	1,422	1,453	1,674	估值分析				
长期借款	46	46	46	46	PE	15.05	13.11	11.38	9.89
其他长期负债	46	46	46	46	PB	2.16	2.30	2.17	2.03
非流动负债合计	91	91	91	91					
负债合计	1,248	1,514	1,544	1,765					
股本	612	612	612	612					
少数股东权益	46	53	61	70					
股东权益合计	2,325	2,459	2,613	2,791					
负债和股东权益合计	3,573	3,972	4,157	4,556					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，9年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，6年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

宋姝旺：轻工行业助理分析师。2021年7月加入华西证券，悉尼大学金融学硕士，阿德莱德大学会计学学士。

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但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。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做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。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。