

打造日化产品一站式供应链，业务拓展成长空间广阔

核心观点：

- **深耕日化包装领域，实现一体化集成式供应。**公司成立于2006年，以日化包装为起点，向烟包领域进行拓展，长期投入开拓化妆品代工业务，并通过收购发展内包材业务，打造日化产品一站式供应链。截至2022年，公司营业收入达到6.63亿元，同比增长2.37%；归母净利润达到0.14亿元，同比增长174.17%。
- **美容个护行业空间广阔，包装&代工成长性突出。**中国美容个护市场规模稳健增长，22年市场规模达到5,318.13亿元，其中皮肤护理为第一大赛道，占比达到51.95%。量价拆分来看，预计未来将以价增驱动为主，未来5年量、价CAGR分别为1.01%、5.44%。公司多年深耕日化包装领域，积累丰富客户资源，持续加深同优质大客户合作，主要客户涵盖了雅诗兰黛、联合利华、上海家化、相宜本草等日化行业龙头。同时，公司长期投入开拓化妆品代工业务，掌握化妆品生产核心技术及实力，产品已通过主流体系考核，客户涵盖雅诗兰黛、贝泰妮，逐本等知名品牌，22年业务营收突破亿元。此外，公司外延收购久塑科技、擎扬科技发展内包材业务，以翔港光电子厂房为基础整合两个子公司生产经营布局，产品通过头部客户认证，并持续加大业务投入、扩大产能规模。
- **烟草市场规模庞大，烟包业务有望快速扩张。**中国为全球第一大卷烟市场，规模稳步扩张，22年卷烟销量为2.46万亿支，预计将于2027年达到2.57万亿支，5年CAGR为0.88%。同时，卷烟高端化趋势明显，21年高、中档烟占比分别为23.7%、61.9%，分别同比提升1.9pct、0.4pct。公司把握外部机遇，依托原有技术、产品优势向烟草包装领域拓展，持续加大在烟标新产品设计开发、老产品招标方面的投入，已先后在云南、江苏、福建、安徽、上海、江西、广西、吉林、陕西、河南等区域实现烟包业务突破，未来有望快速扩张。
- **投资建议：**公司传统日化包装稳健发展，烟包、包装容器及化妆品代工业务成长空间广阔，预计公司23~25年分别实现营收8.21 / 9.84 / 11.66亿元，同比增长23.81% / 19.85% / 18.52%；归母净利润0.21 / 0.32 / 0.48亿元，同比增长56.35% / 51.75% / 49.07%；对应PE 84X / 56X / 37X，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧、业务拓展不及预期、原材料价格大幅上涨。

翔港科技(603499)

谨慎推荐(首次评级)

分析师

陈柏儒

☎: 010-80926000

✉: chenbairu_yj@chinastock.com.cn

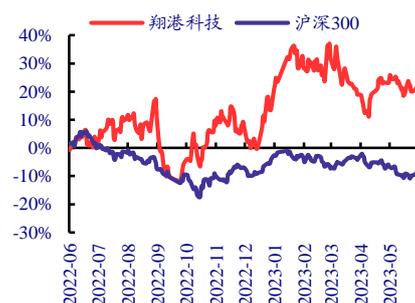
分析师登记编码: S0130521080001

市场数据

2023-06-16

A股收盘价(元)	8.95
股票代码	603499.SH
A股一年内最高价(元)	11.00
A股一年内最低价(元)	6.56
上证指数	3,273.33
市盈率	111.81
总股本(万股)	20,115
实际流通A股(万股)	20,115
流通A股市值(亿元)	18.00

相对沪深300表现图



资料来源：中国银河证券研究院

主要财务指标

单位: 百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
总营业收入	663.08	820.94	983.92	1166.17
同比增速 (%)	2.37	23.81	19.85	18.52
归母净利润	13.66	21.36	32.42	48.33
同比增速 (%)	174.17	56.35	51.75	49.07
EPS(元/股)	0.07	0.11	0.16	0.24
PE	131.76	84.27	55.53	37.25

资料来源: 公司财务报表, 中国银河证券研究院整理及预测 (股价为 2023/6/16 收盘价)

目 录

一、深耕日化包装领域，实现一体化集成式供应.....	4
（一）日化包装龙头，业务拓展引领成长.....	4
（二）股权结构集中稳定，子公司分工明确.....	4
（三）业绩稳健扩张，新业务拓展成效显著.....	5
二、美容个护行业空间广阔，包装&代工成长性突出.....	7
（一）美容个护行业稳健扩张，集中度持续提升.....	7
（二）内、外包材服务为基础，化妆品代工实现一站式集成.....	9
三、烟草市场规模庞大，烟包业务有望快速扩张.....	11
四、盈利预测及投资建议.....	14
五、风险提示.....	16

一、深耕日化包装领域，实现一体化集成式供应

（一）日化包装龙头，业务拓展引领成长

深耕日化包装行业，实现一体化集成式供应。公司成立于2006年，从包装印刷产品做起，以“包装让生活更美好”为企业使命，将日化、食品、烟草行业作为产品拓展和覆盖的核心领域，现已成为外包材、内包材、化妆品代工一站式集成供应商。截至2022年，公司营业收入达到6.63亿元，同比增长2.37%；归母净利润达到0.14亿元，同比增长174.17%。

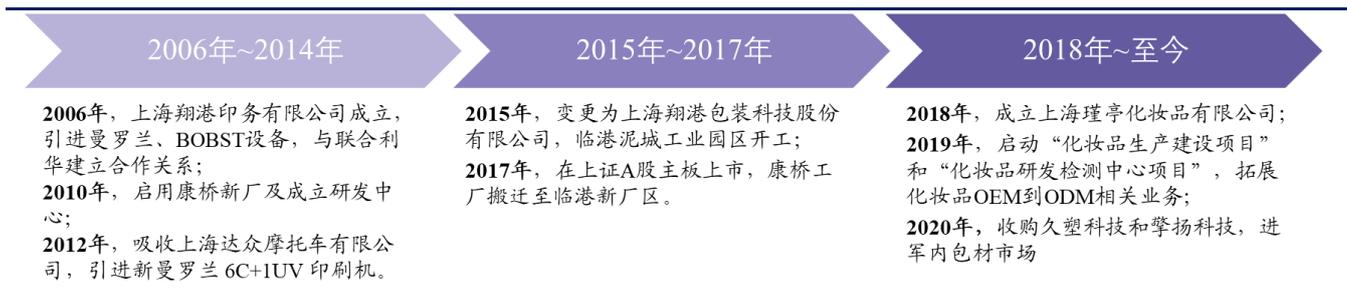
公司发展主要经历以下三个阶段：

1) 2006年~2014年，专注日化包装业务，客户开拓、产能建设完成初始积累。2006年，上海翔港印务有限公司成立，公司引进曼罗兰、BOBST设备，以彩盒、标签等印刷包装业务为起点。同年，公司与日化巨头联合利华建立业务联系，不断扩展合作业务范畴。2010年，公司启用康桥新厂及成立研发中心，引进先进设备，通过SGS认证。2012年，公司吸收上海达众摩托车有限公司，以获取其所有的两处工业用地使用权；引进新曼罗兰6C+1UV印刷机。

2) 2015年~2017年，建设新厂区，完成上市募集发展资金。2015年，翔港有限整体变更为上海翔港包装科技股份有限公司；位于临港泥城工业园区新厂区开工建设。2017年，公司在上证A股主板上市；康桥工厂顺利整体搬迁至临港新厂区，生产线更加完善。

3) 2018年~至今，拓展化妆品、内包材业务，实现一体化集成式供应。2018年，公司正式成立上海瑾亭化妆品有限公司，打造从生产到灌装的一体化包装服务。2019年，公司启动“化妆品生产建设项目”和“化妆品研发检测中心项目”，拓展化妆品OEM到ODM相关业务。2020年，公司收购久塑科技和擎扬科技，进军内包材市场。

图1. 公司发展历程



资料来源：公司官网、公开资料，公司公告，中国银河证券研究院

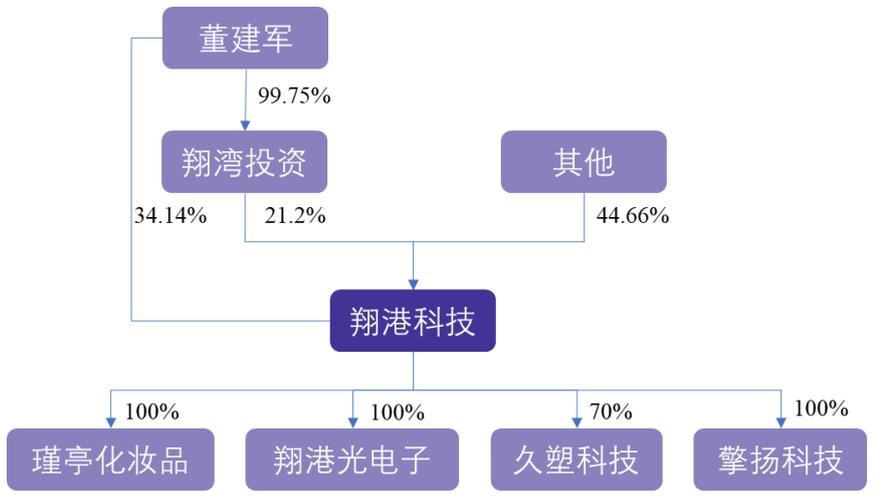
（二）股权结构集中稳定，子公司分工明确

创始人董建军为公司实际控制人。公司实际控制人为董事长兼总经理董建军，持有公司股份翔湾投资99.75%股权（其父董旺生持有0.25%股权），并通过直接控股的方式持有上市公司34.14%股权，总计持有公司股权比例为55.29%。

子公司分工明确，各司其职。公司子公司中，瑾亭化妆品负责化妆品配方设计、包装开发、

营销服务。翔港光电子承担起为久塑科技和擎扬科技的生产场地和经营场所进行整合的任务。久塑科技生产塑料容器及包装产品并提供配套服务，主要客群为日化、食品/饮料类客户。擎扬科技负责包装容器生产。

图 2. 公司股权架构



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

(三) 业绩稳健扩张，新业务拓展成效显著

营收体量稳步提升，归母净利润实现修复。公司推进多项业务拓展，外包材、内包材、化妆品代工业务协同发展，2022 年，公司实现营业收入 6.63 亿元，同比增长 2.37%，2013 年~2022 年 CAGR 达到 12.74%。受原材料价格波动及疫情影响下游需求等因素影响，公司归母净利润明显承压，2022 年扭亏为盈实现修复，实现 0.14 亿元。

图 3. 公司历年营业收入 (亿元)



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

图 4. 公司历年归母净利润 (亿元)

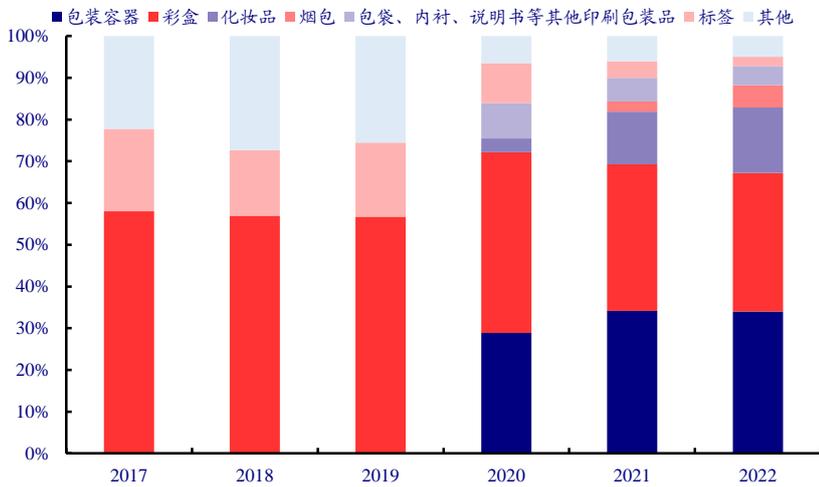


资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

营收结构多元化发展，包装容器超越彩盒成为第一大业务，化妆品、烟包占比持续提升。公司自 2019 年开始拓展业务线，2020 年营收大幅增长，业务结构实现多元化。2022 年，包装容器占比达到 34.02%，超越彩盒的 33.18%，成为公司第一大营收来源；化妆品、烟包业务占比稳步提升，达到 15.69%、5.32%，分别同比提升 3.04 pct、2.9 pct；包袋、内衬、说明书等其

他印刷包装品和标签业务维持稳定,在其他业务发展下占比持续下滑,分别为 4.59%、2.26%,分别同比下降 1.12 pct、1.7 pct。

图 5. 公司营收结构

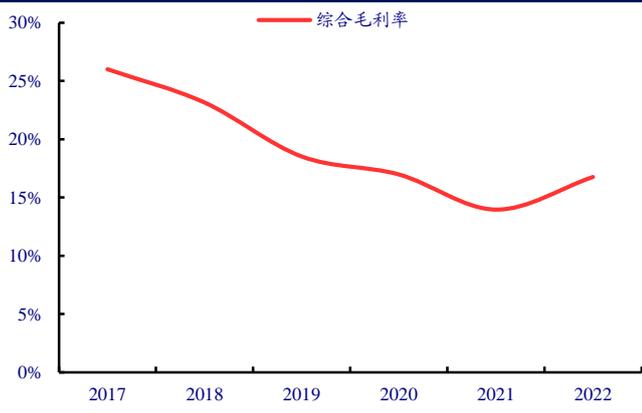


资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

22 年综合毛利率企稳反弹,化妆品、烟包新业务起量有望持续向好。公司综合毛利率主要受原材料价格变动而波动,2020 年以来原辅材料价格上涨导致毛利率持续下滑,2022 年包装纸价格明显下降带动毛利率改善,综合毛利率达到 16.77%,同比提升 2.8 pct。

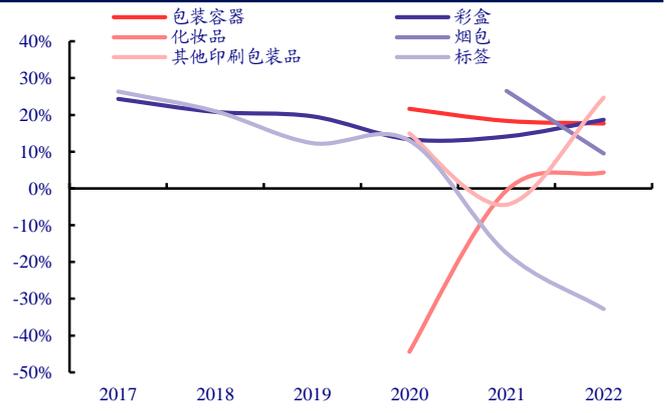
细分来看,包装容器毛利率有所下降,彩盒毛利率持续改善,2022 年分别为 17.66%、18.68%;化妆品业务快速发展,毛利率明显改善,2022 年为 4.31%,未来有望进一步提升;烟包有所下滑,2022 年为 9.48%。

图 6. 公司历年综合毛利率



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

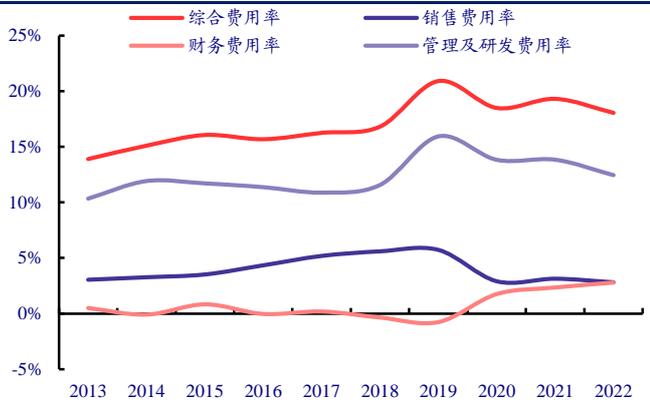
图 7. 公司各项业务毛利率



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

综合费用率稳中趋降,22 年净利率企稳回升。2019 年以来,公司综合费用率整体呈现下降趋势,2022 年,公司综合费用率为 18.04%,同比下降 1.26 pct。其中,销售 / 管理 / 研发 / 财务费用率分别为 2.82% / 8.23% / 4.21% / 2.78%,分别同比变动-0.32 pct / -0.23pct / -1.16pct / +0.44 pct。净利率方面,2022 年公司销售净利率为 2.72%,同比改善 5.01 pct,实现转正。

图 8. 公司历年费用率



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

图 9. 公司历年净利率



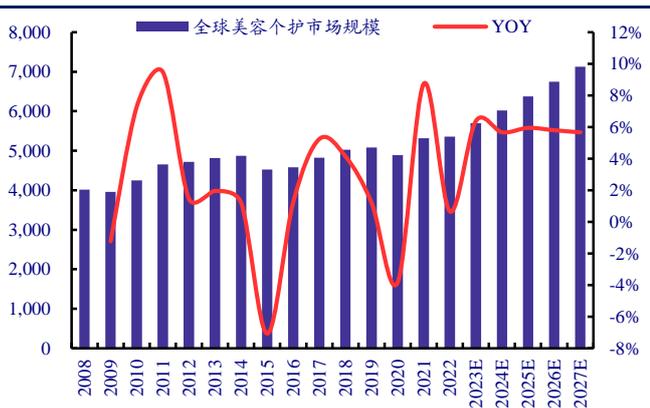
资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

二、美容个护行业空间广阔，包装&代工成长性突出

(一) 美容个护行业稳健扩张，集中度持续提升

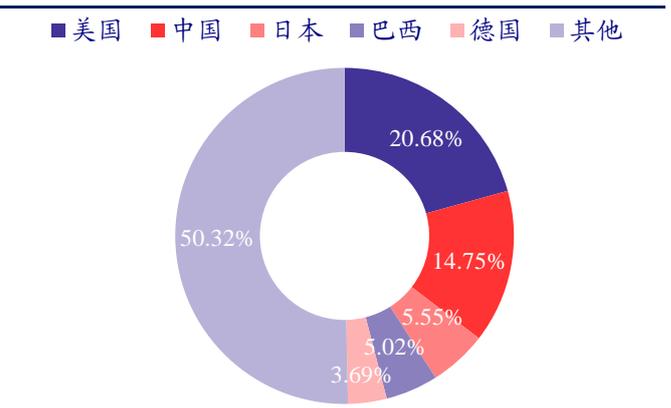
全球美容个护行业持续扩张，美、中为主要市场。据 Euromonitor 统计及预测，2022 年全球美容个护行业市场规模为 5,352.72 亿美元，同比微增 0.66%，增速放缓主要是因为中国市场受疫情影响市场有所下滑；预计 2027 年将达到 7,126.16 亿美元，5 年 CAGR 为 5.89%。市场分布来看，美国及中国为主要市场，美国为第一大市场占比 20.68%，中国为第二大市场占比 14.75%。

图 10. 全球美容个护市场规模 (亿美元)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

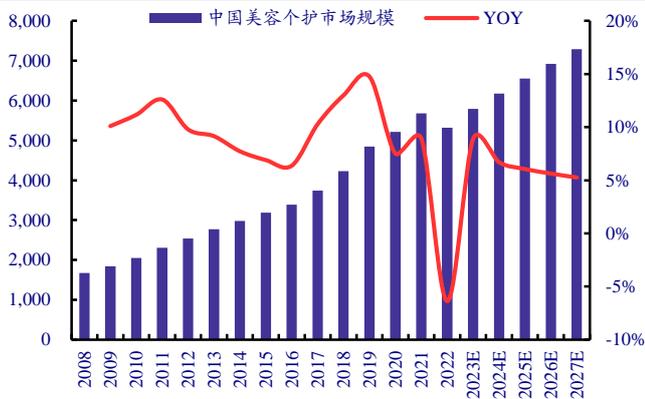
图 11. 全球美容个护市场分布 (2022 年)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

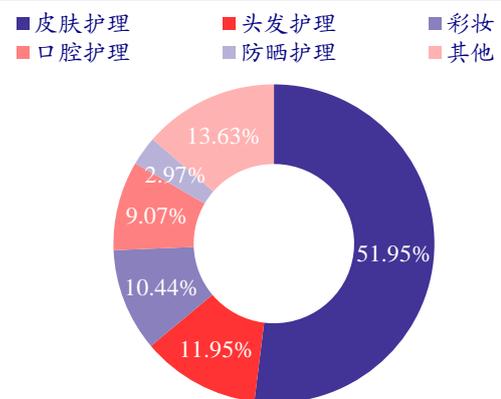
中国美容个护市场稳健成长，皮肤护理为第一大赛道。2022 年，受疫情反复影响，中国美容个护市场规模同比下滑 6.38%，达到 5,318.13 亿元，预计未来 5 年将以 6.51% 的 CAGR 继续成长，并于 2027 年达到 7,288.01 亿元。其中，皮肤护理为美容个护第一大赛道，2022 年市场规模为 2,762.67 亿元，占比 51.95%；第二、三大赛道分别为头发护理和彩妆，分别占比 11.95%、10.44%。

图 12. 中国美容个护市场规模 (亿元)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

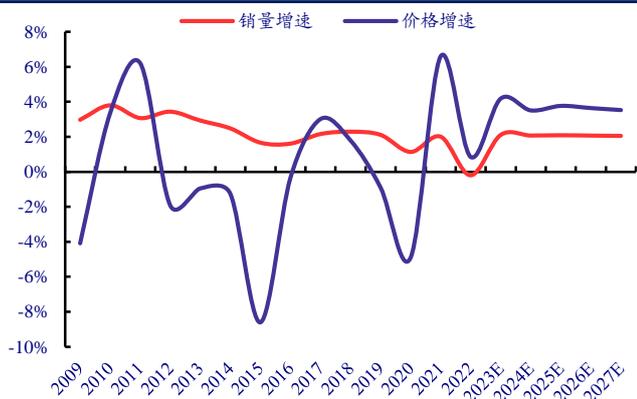
图 13. 中国美容个护细分市场结构 (2022 年)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

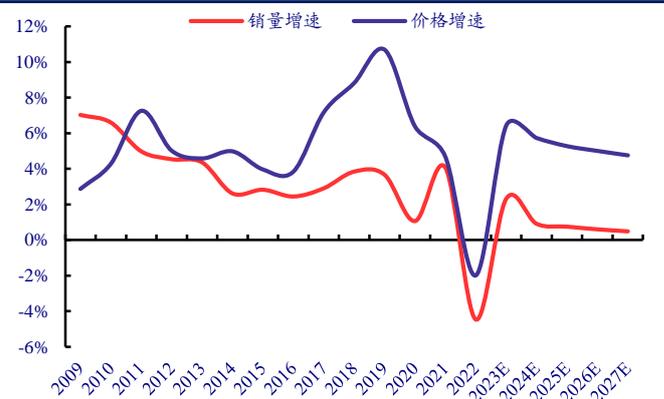
量价拆分来看，未来行业增长主要由价增驱动。整体来看，前期美容个护行业增长以销量增长为主，并逐渐过渡至价格增长驱动，全球市场未来价增将略强于量增，预计未来 5 年量、价 CAGR 分别为 2.08%、3.73%；中国市场未来将以价增驱动为主，预计未来 5 年量、价 CAGR 分别为 1.01%、5.44%。

图 14. 全球美容个护市场销量及价格增速



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

图 15. 中国美容个护市场销量及价格增速



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

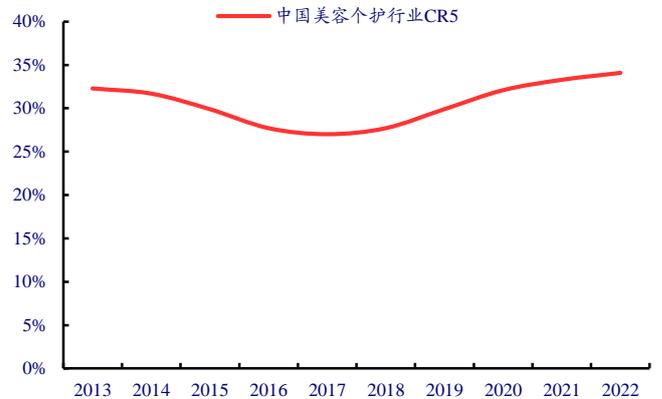
全球市场集中度缓慢提升，中国市场稳步向头部集中。欧莱雅、宝洁为全球最大的两个美容个护企业，2022 年全球占比分别为 10.9%、7.6%，中国占比分别为 13.4%、9.3%。整体来看，2013 年以来宝洁市占率呈现下降趋势，进而带动前期行业集中度下滑，后续伴随宝洁市占率下降速率趋缓&欧莱雅及雅诗兰黛市占率提升，行业集中度实现修复。2022 年，全球市场 CR5 为 32.6%，同比提升 0.2 pct，中国市场 CR5 为 34.1%，同比提升 0.8 pct。

图 16. 全球美容个护市场 CR5



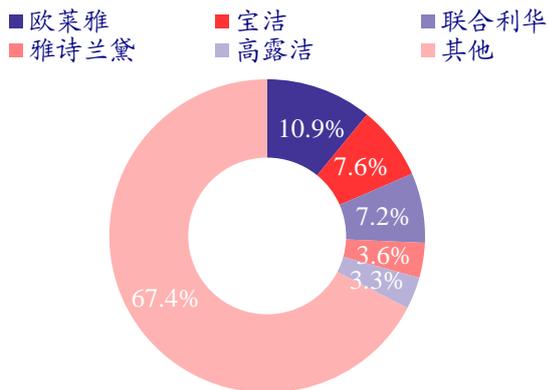
资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

图 17. 中国美容个护市场 CR5



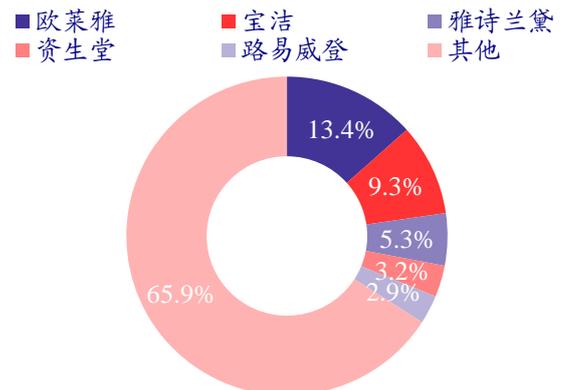
资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

图 18. 全球美容个护市场份额 (2022 年)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

图 19. 中国美容个护市场份额 (2022 年)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

(二) 内、外包材服务为基础，化妆品代工实现一站式集成

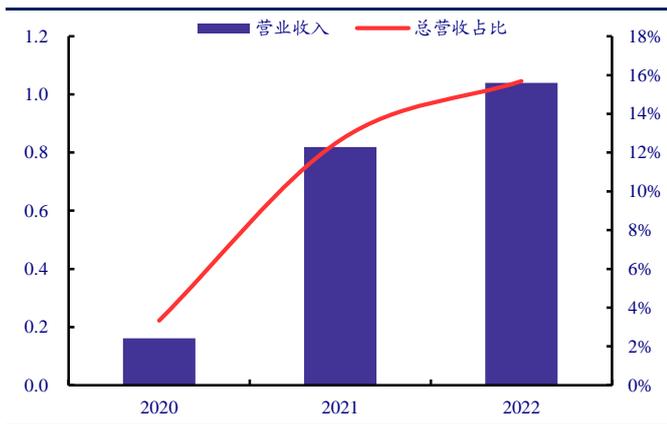
推进日化产品集成式供应，内外包材、化妆品代工协同发展。公司为国内优秀的包装印刷一体化解决方案供应商，持续推进“日化产品集成一站式供应商”的战略目标建设，以外包材、内包材、化妆品 OEM/ODM 业务协同发展的策略。公司致力于以彩盒、标签等相关包装印刷产品的研发、生产和销售，并于 2019 年通过子公司瑾亭化妆品新增日化（化妆品）代工业务，于 2020 年收购久塑科技、擎扬科技拓展内包材业务。

深耕行业积累客户资源，持续加深同优质大客户合作。包装印刷产品供应商需要经过严格的产品考核、评审和认证过程，才能成为客户长期合作供应商，且在合作过程中将保持较高的粘度。公司经过多年深耕，在行业内积累了丰富的客户资源，主要客户涵盖了雅诗兰黛、联合利华、ELF、上海家化、贝泰妮等日化行业龙头，并在此过程中培育起品质信赖度，建立起了稳定的长期合作关系，开展了多品类、多方位的深度合作。

持续投入研发创新，掌握化妆品生产核心技术。公司掌握优秀研发团队，团队成员具备长期的产品研发经验，熟悉主要化妆品原料的功效特性并与国际知名原料商或其代理商密切沟通合作，及时获取最新的原料研究成果，专注于生物活性配方的研发、分析和应用。通过不断加深在配方研发及优化、生产工艺流程优化设计等方面的投入，公司实现安全性、功效稳定性控制。同时，公司拥有 10 万级洁净室和质量控制实验室，配备先进的研发设备、检测设备及分析设备，能够对产品各项微生物及理化指标进行精密分析检测，达到 GMP 和 ISO22716 标准。

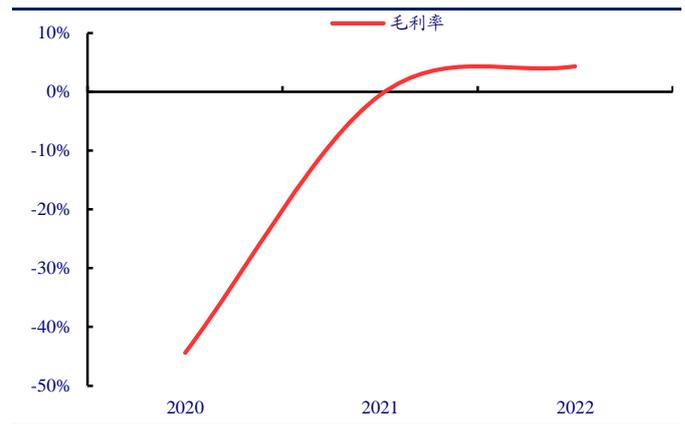
稳步拓展化妆品代工业务，22 年业务营收突破亿元。公司子公司瑾亭化妆品于 2019 年 1 月获得化妆品生产资质，2022 年通过了 Intertak 对 ISO9001、ISO22716、GMPC、BRC 体系的审核和屈臣氏对质量体系审核，客户涵盖雅诗兰黛，联合利华，贝泰妮，逐本等知名品牌。同时，瑾亭化妆品持续投入化妆品 ODM 业务，实现 70 余个新开发配方量产，涵盖粉底液、妆前乳、精华液等产品，卸妆、底妆系列在业界积累良好口碑。2022 年，公司化妆品业务销售额实现 1.04 亿元，同比增长 27.02%，营收占比达到 15.69%，毛利率为 4.31%。

图 20. 化妆品业务营收及占比（亿元）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

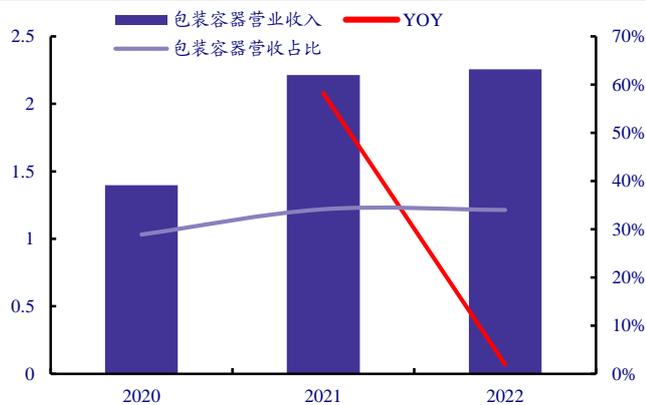
图 21. 化妆品业务毛利率



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

外延收购开拓内包材业务，丰富公司日化产品线。公司持续加大在日化包装领域投入，于 2020 年先后收购主营内包材的久塑科技、擎扬科技，同外包材基础业务实现协同，共享优质客户资源。截至 2022 年，公司包装容器实现营收 2.26 亿元，同比增长 1.94%，已超过彩盒成为第一大业务板块，营收占比为 34.02%。子公司来看，久塑科技持续进行业务扩张，总资产稳步提升，2022 年达到 2.67 亿元，同比增长 28.85%；营收及净利润则受外部环境影响有所波动，2022 年分别为 2.12、0.15 亿元，分别同比增长 6.96%、21%。

图 22. 包装容器业务营收及占比 (亿元)



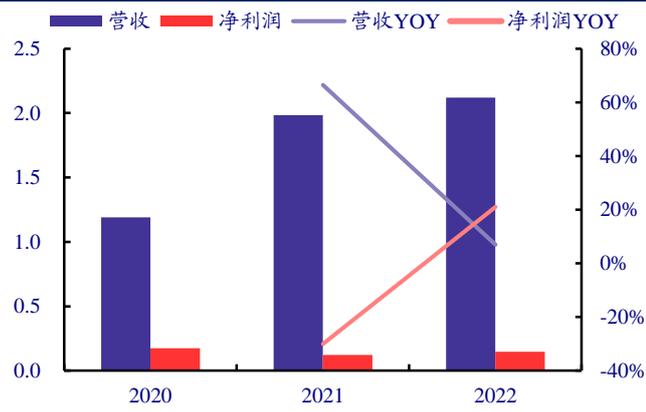
资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

图 23. 久塑科技部分产品包装示例图



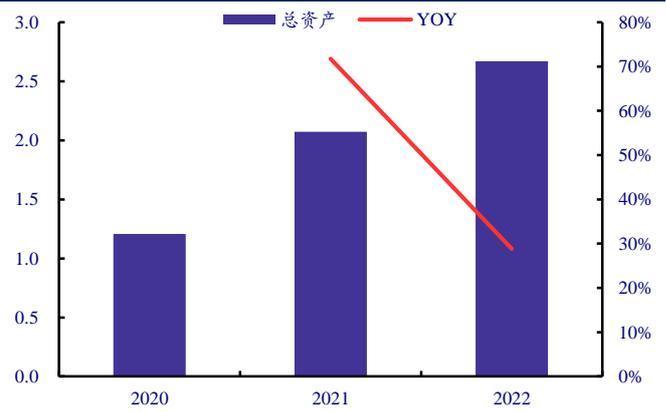
资料来源: 久塑科技官网, 中国银河证券研究院

图 24. 久塑科技历年营收及净利润 (亿元)



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

图 25. 久塑科技历年总资产 (亿元)

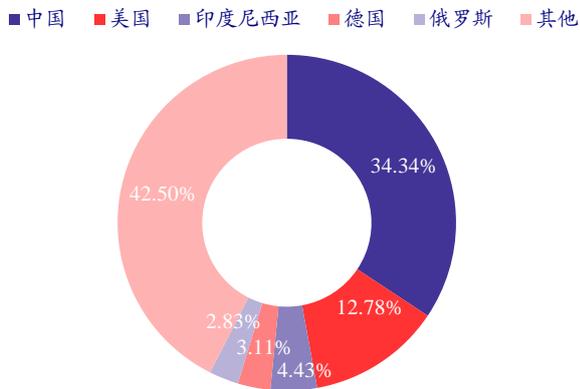


资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

三、烟草市场规模庞大，烟包业务有望快速扩张

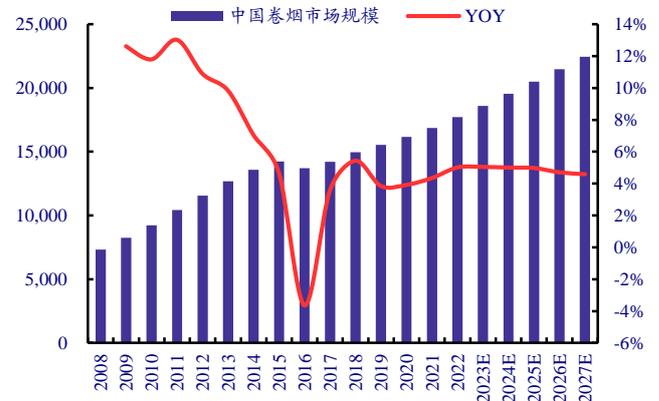
中国为全球第一大卷烟市场，规模稳步扩张。据 Euromonitor 统计数据显示，2022 年全球卷烟市场规模为 7,653.02 亿美元，其中中国占比达到 34.34%，为全球第一大卷烟市场，第二大市场美国占比仅为 12.78%。2022 年，中国卷烟市场规模为 17,706.72 亿元，同比增长 5.02%，预计将于 2027 年达到 22,455.53 亿元，5 年 CAGR 为 4.87%。

图 26. 全球卷烟市场分布（2022 年）



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

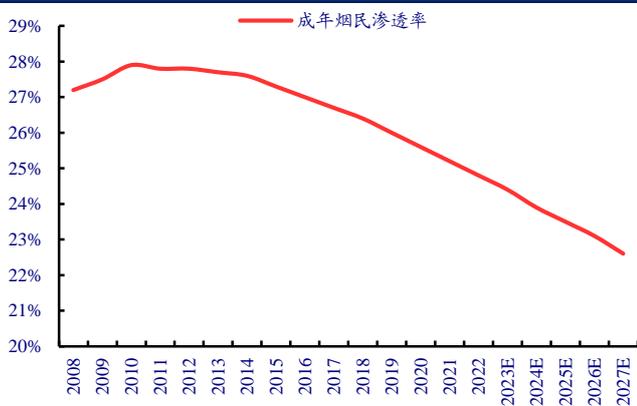
图 27. 中国卷烟市场规模（亿元）



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

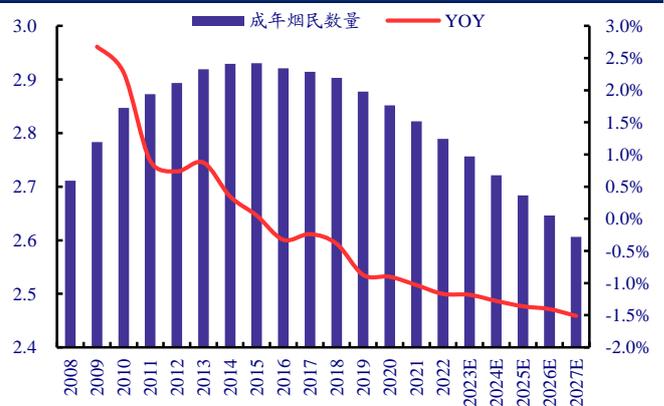
渗透率持续下滑，成年烟民总量有所下降。伴随人们健康意识的提升及新代人对吸烟观念的转变，中国成年烟民渗透率自 2010 年以来持续下滑，2022 年降至 24.8%，较 2010 年下降 3.1 pct，预计将于 2027 年下降至 22.6%。同时，成年烟民数量在渗透率下降带动下持续下滑，2022 年达到 2.79 亿人，同比下降 1.17%，预计将于 2027 年达到 2.61 亿人，5 年 CAGR 为 -1.35%。

图 28. 成年烟民渗透率



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

图 29. 成年烟民数量（亿人）



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

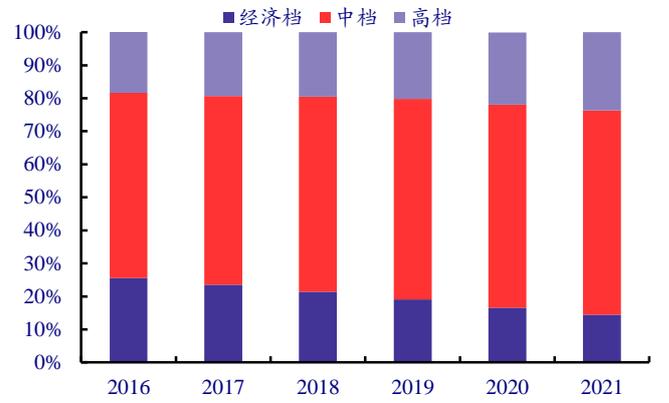
卷烟销量稳步提升，产品高端化趋势明显。据 Euromonitor 统计及预测，2022 年，中国卷烟销量为 2.46 万亿支，同比增长 1.69%，预计将于 2027 年达到 2.57 万亿支，5 年 CAGR 为 0.88%。结构来看，卷烟市场高端化趋势明显，中高档占比持续提升，2021 年高、中、经济档占比分别为 23.7%、61.9%、14.4%，分布同比变动+1.9 pct、+0.4 pct、-2.2 pct。

图 30. 中国卷烟销量 (亿支)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

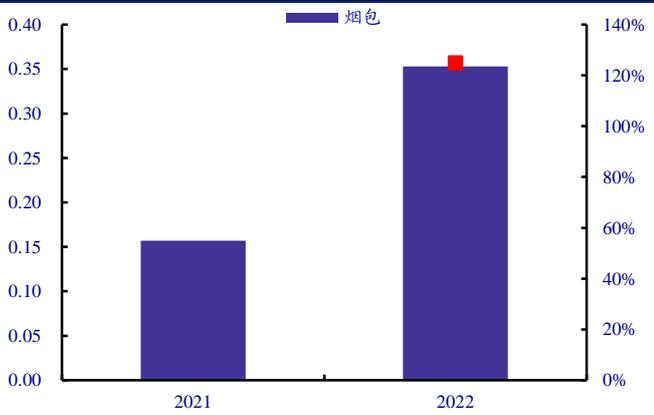
图 31. 中国卷烟价格带分布



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

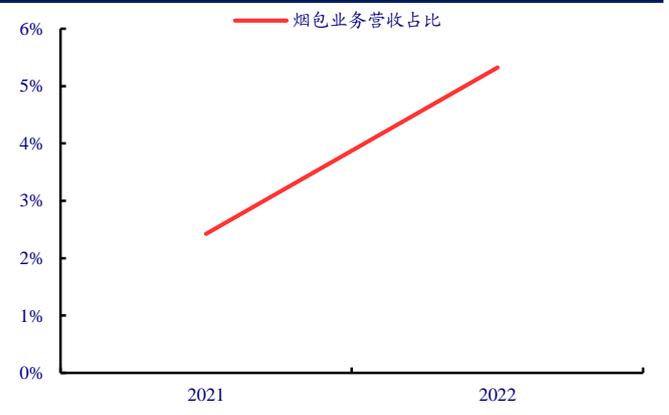
客户开拓进展迅速，烟包业务快速发展。公司已先后在云南、江苏、福建、安徽、上海、江西、广西、吉林、陕西、河南等区域实现烟包业务突破。同时，公司持续加大在烟标新产品设计开发、老产品招标方面的投入，2021-2022 年度参与烟标新品牌开发、老品牌招标打样 200 余款；并通过烟标设计竞标，成为多个公司的设计打样库供应商，参与“黄鹤楼”、“中华”、“延安”等品牌的新品及产品形象升级设计，多款产品设计获得了各大中烟高度赞誉并设计升华、打样。截至 2022 年，烟包业务实现营收 0.35 亿元，同比增长 124.85%，营收占比达到 5.32%。

图 32. 烟包业务营收 (亿元)



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

图 33. 烟包业务占总营收比例



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

图 34. 烟包产品示意图

BE THE TOP INNOVATIVE AND LEADING PERSONAL CARE & PACKAGE SOLUTION PROVIDER
(SYNTHESIZING CORPORATE GROUP) IN ASIA

成为亚洲具有创新型的领先的个人护理产品
及包装服务综合型集团企业



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

四、盈利预测及投资建议

1、外包材

彩盒方面，公司深耕化妆品包装领域，积累优质客户资源，绑定头部化妆品品牌，未来将持续深耕优质客户，加深大客户合作，带动销售稳步成长，预计 23~25 年营收增速分别为 9.08% / 5.53% / 4.52%。

烟包方面，公司把握外部机遇，依托原有技术、产品优势向烟草包装领域拓展，目前招投标进展顺利，在手订单充裕，未来料将快速扩张，预计 23~25 年营收增速分别为 76% / 65% / 48.5%。

标签、其他印刷包装品方面，公司聚焦优势、高毛利产品，未来将逐步减少低毛利产品规模，预计标签业务 23~25 年营收增速分别为 -20% / -30% / -35%，其他印刷包装品业务 23~25 年营收增速分别为 -10% / -15% / -15%。

表 1. 外包材业务盈利预测（百万元）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
彩盒						
营业收入	209.36	227.27	220.04	240.02	253.28	264.73
YOY	13.59%	8.56%	-3.18%	9.08%	5.53%	4.52%
毛利率	13.37%	14.14%	18.68%	19.23%	19.73%	20.23%
烟包						
营业收入		15.70	35.31	62.14	102.53	152.26
YOY			124.85%	76.00%	65.00%	48.50%
毛利率		26.49%	9.48%	10.98%	12.98%	14.98%
标签						
营业收入	46.14	25.69	14.99	12.00	8.40	5.46
YOY	-20.20%	-44.33%	-41.63%	-20.00%	-30.00%	-35.00%
毛利率	13.02%	-17.58%	-32.76%	-40.00%	-45.00%	-50.00%

		其他印刷包装品				
营业收入	41.06	36.99	30.42	27.38	23.27	19.78
YOY		-9.91%	-17.76%	-10.00%	-15.00%	-15.00%
毛利率	14.98%	-4.40%	24.71%	20.00%	15.00%	10.00%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院测算

2、内包材

公司通过收购拓展内包材业务，以翔港光电子厂房为基础整合子公司久塑科技、擎扬科技生产经营布局，产品通过头部客户认证，并持续加大业务投入、扩大产能规模，预计 23~25 年营收增速分别为 37.5% / 27.44% / 23.05%。

表 2. 内包材（包装容器）业务盈利预测（百万元）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	139.80	221.26	225.56	310.15	395.25	486.36
YOY		58.27%	1.94%	37.50%	27.44%	23.05%
毛利率	21.69%	18.37%	17.66%	25.00%	25.75%	26.25%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院测算

3、化妆品代工

公司经过多年投入发展化妆品代工业务，目前已具备多产品系列先进生产能力，并且同雅诗兰黛，联合利华，贝泰妮，逐本等国内外知名品牌客户建立合作，同包装业务实现一体化协同，未来将逐步加深现有客户合作，并加大战略客户开拓力度，预计 23~25 年营收增速分别为 28.1% / 21.8% / 20.75%。

表 3. 化妆品代工业务盈利预测（百万元）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	16.14	81.89	104.01	133.24	162.28	195.95
YOY		407.43%	27.02%	28.10%	21.80%	20.75%
毛利率	-44.42%	-0.57%	4.31%	10.00%	13.00%	15.00%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院测算

传统业务稳健成长，烟包、包装容器及化妆品代工业务成长空间广阔。经测算，预计公司 23~25 年分别实现营收 8.21 / 9.84 / 11.66 亿元，同比增长 23.81% / 19.85% / 18.52%；归母净利润 0.21 / 0.32 / 0.48 亿元，同比增长 56.35% / 51.75% / 49.07%；对应 PE 84X / 56X / 37X，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

表 4. 公司盈利预测主要财务指标（百万元）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	483.94	647.71	663.08	820.94	983.92	1166.17
YOY	48.83%	33.84%	2.37%	23.81%	19.85%	18.52%
归母净利润	7.95	-18.42	13.66	21.36	32.42	48.33
YOY	-46.34%	-331.84%	174.17%	56.35%	51.75%	49.07%
EPS(元/股)	0.04	-0.09	0.07	0.11	0.16	0.24

PE	226.58	131.76	84.27	55.53	37.25
-----------	--------	--------	-------	-------	-------

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院测算

五、风险提示

行业竞争加剧：公司各项业务所处行业参与者较多，若行业竞争格局恶化，则将影响公司业务发展及整体盈利能力。

业务拓展不及预期：公司成长驱动主要是烟包、包装容器、化妆品代工业务，若下游客户拓展不及预期，将影响公司营收和利润表现。

原材料价格大幅上涨：公司营业成本中原材料占比较高，且包装纸等原材料价格存在周期性波动因素，若原材料价格大幅上涨，将对公司盈利能力产生不利影响。

表：财务报表和主要财务比率

利润表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	663.08	820.94	983.92	1166.17	流动资产	498.95	568.19	658.40	777.09
营业成本	551.86	656.61	776.65	910.60	现金	111.94	112.79	137.15	186.60
营业税金及附加	5.10	6.98	8.86	11.66	应收账款	236.05	282.77	327.97	375.77
营业费用	18.73	24.63	29.52	33.82	其它应收款	33.30	45.61	57.40	71.27
管理费用	54.56	67.32	78.71	90.96	预付账款	4.80	5.91	7.22	8.83
财务费用	18.43	19.01	20.40	21.68	存货	92.05	100.32	107.87	113.82
资产减值损失	-11.07	0.00	0.00	0.00	其他	20.81	20.79	20.79	20.79
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	非流动资产	693.05	738.08	784.63	831.20
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	3.97	34.08	52.07	77.63	固定资产	392.03	438.31	484.86	531.44
营业外收入	0.45	0.50	0.34	0.43	无形资产	80.28	80.28	80.28	80.28
营业外支出	0.79	0.29	0.37	0.48	其他	220.73	219.49	219.49	219.49
利润总额	3.63	34.29	52.04	77.57	资产总计	1192.00	1306.27	1443.03	1608.29
所得税	-14.42	3.77	5.72	8.53	流动负债	306.33	360.43	420.88	487.10
净利润	18.06	30.52	46.31	69.04	短期借款	37.99	42.99	47.99	52.99
少数股东损益	4.39	9.16	13.89	20.71	应付账款	133.67	160.50	192.01	227.65
归属母公司净利润	13.66	21.36	32.42	48.33	其他	134.67	156.93	180.88	206.46
EBITDA	79.33	92.03	115.89	147.68	非流动负债	257.27	287.22	317.22	347.22
EPS(元/股)	0.07	0.11	0.16	0.24	长期借款	63.72	83.72	103.72	123.72
现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	其他	193.55	203.50	213.50	223.50
经营活动现金流	113.92	57.43	90.40	121.38	负债合计	563.61	647.65	738.10	834.32
净利润	18.06	30.52	46.31	69.04	少数股东权益	27.88	37.04	50.93	71.64
折旧摊销	60.95	38.72	43.45	48.42	归属母公司股东权益	600.51	621.58	654.00	702.33
财务费用	20.34	12.57	13.97	15.36	负债和股东权益	1192.00	1306.27	1443.03	1608.29
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率(%)	2022A	2023E	2024E	2025E
营运资金变动	21.64	-21.55	-10.41	-8.01	营业收入	2.37%	23.81%	19.85%	18.52%
其它	-7.07	-2.83	-2.92	-3.44	营业利润	119.40%	757.76%	52.76%	49.09%
投资活动现金流	-99.59	-80.91	-87.08	-91.56	归属母公司净利润	174.17%	56.35%	51.75%	49.07%
资本支出	-99.59	-82.33	-87.08	-91.56	毛利率	16.77%	20.02%	21.07%	21.92%
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	净利率	2.06%	2.60%	3.29%	4.14%
其他	0.00	1.42	0.00	0.00	ROE	2.28%	3.44%	4.96%	6.88%
筹资活动现金流	3.75	24.61	21.03	19.64	ROIC	9.68%	4.69%	5.90%	7.38%
短期借款	2.99	5.00	5.00	5.00	P/E	131.76	84.27	55.53	37.25
长期借款	11.97	20.00	20.00	20.00	P/B	3.00	2.90	2.75	2.56
其他	-11.21	-0.39	-3.97	-5.36	EV/EBITDA	21.72	22.18	17.70	13.79
现金净增加额	18.19	0.85	24.35	49.46	PS	2.72	2.19	1.83	1.54

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理及预测

插图目录

图 1. 公司发展历程	4
图 2. 公司股权架构	5
图 3. 公司历年营业收入 (亿元)	5
图 4. 公司历年归母净利润 (亿元)	5
图 5. 公司营收结构	6
图 6. 公司历年综合毛利率	6
图 7. 公司各项业务毛利率	6
图 8. 公司历年费用率	7
图 9. 公司历年净利率	7
图 10. 全球美容个护市场规模 (亿美元)	7
图 11. 全球美容个护市场分布 (2022 年)	7
图 12. 中国美容个护市场规模 (亿元)	8
图 13. 中国美容个护细分市场结构 (2022 年)	8
图 14. 全球美容个护市场销量及价格增速	8
图 15. 中国美容个护市场销量及价格增速	8
图 16. 全球美容个护市场 CR5	9
图 17. 中国美容个护市场 CR5	9
图 18. 全球美容个护市场份额 (2022 年)	9
图 19. 中国美容个护市场份额 (2022 年)	9
图 20. 化妆品业务营收及占比 (亿元)	10
图 21. 化妆品业务毛利率	10
图 22. 包装容器业务营收及占比 (亿元)	11
图 23. 久塑科技部分产品包装示例图	11
图 24. 久塑科技历年营收及净利润 (亿元)	11
图 25. 久塑科技历年总资产 (亿元)	11
图 26. 全球卷烟市场分布 (2022 年)	12
图 27. 中国卷烟市场规模 (亿元)	12
图 28. 成年烟民渗透率	12
图 29. 成年烟民数量 (亿人)	12
图 30. 中国卷烟销量 (亿支)	13
图 31. 中国卷烟价格带分布	13
图 32. 烟包业务营收 (亿元)	13
图 33. 烟包业务占总营收比例	13
图 34. 烟包产品示意图	14

表格目录

表 1. 外包材业务盈利预测（百万元）	14
表 2. 内包材（包装容器）业务盈利预测（百万元）	15
表 3. 化妆品代工业务盈利预测（百万元）	15
表 4. 公司盈利预测主要财务指标（百万元）	15

分析师简介及承诺

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

陈柏儒，轻工制造行业首席分析师，北京交通大学技术经济硕士，12年行业分析师经验、8年轻工制造行业分析师经验。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐媛玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn