

2022年11月26日

柏星龙：创意包装领域先行者，聚焦个性设计新方向

北交所研究团队

——北交所新股申购报告

诸海滨（分析师）

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

● 双核心+四位一体的创新包装设计服务，2021年营收增长达到51.15%

柏星龙成立于2008年，2015年在新三板正式挂牌，专业从事创意包装产品生产和创意设计服务，以品牌策略规划和创意设计为核心，将品牌形象与文化创意相融合，专注于为酒类、化妆品、茶叶、食品等消费品领域客户提供品牌策略规划、创意设计、技术研发、产品交付四位一体的产品形象工程整体解决方案。业务收入主要来源为创意设计业务收入。从财务方面来看，自2019年以来，净利润在9%附近浮动，2021年的营收增长率达到了51.15%，归母净利润突破4.22亿元；创意包装生产业务收入占据主导地位，而创意设计业务虽然占比较小，但是随着公司对其在2020年的收入增长率达到41.32%。2019年来的五大客户较为稳定，但占比有所下降，意味着公司大客户依赖度风险有所下降。

● 创意包装行业逐步升级，创意个性化与生产绿色化成为未来趋势

中国包装行业起步于20世纪80年代，改革开放后，中国包装工业迅速起飞，企业数量稳定增长。2011年至今，包装行业逐渐进入平稳发展阶段，而创意包装是在实现传统包装功能的基础上的一个立体化、多元化、提升包装对象市场价值的综合性创意工程。近年来，我国文化创意产业不断发展，在GDP中比重也逐年增高，间接推进了创意包装行业的发展。如今，包装行业主要具有行业集中度低，行业分散的特点，细分市场中纸包装仍然为市场主导。中国人均包装消费量明显低于全球水平，未来仍然有较大提升空间，恰逢研制经济与定制版、联名款等消费理念推动，包装行业趋于差异化、个性化、绿色化、品牌化发展，创意包装市场规模未来可期。柏星龙以个性创新设计敲开客户的门为重要理念，追求包装创新化，也因此可比公司中具有明显的毛利率优势，研发费用率也位列第一。

● 创意包装先行者，新技术转化产品落地，以个性创新设计敲开客户的门

柏星龙重视新产品设计创新与新技术的研发，曾获得103项国际设计大奖，在业内树立了良好的用户口碑与品牌影响力；研发投入金额逐年增加，研发费用率位列可比公司第一，在新材料、新工艺、新防伪、新结构、生产自动化、产品智能化等维度进行了较大投入。截至2022年上半年，柏星龙共获得专利共157项、作品著作权271项。本次募投资金主要用于惠州柏星龙包装有限公司创意包装智能制造生产建设项目和创意设计与技术研发中心建设项目，预计投入募集资金总额22,000万元。拟公开发行股票不超过1,296.30万股，以2021年业绩计算，发行后PE为21.2X，PE2021为14.1X，PE TTM为10.5X，均低于行业可比公司均值。除此之外，考虑到柏星龙的研发和设计创新属性突出，随着募投项目顺利推进，创意设计和技术研发实力得到提升，核心竞争力生产能力得到增强，产品智能化提升，有利于提升市场占有率和盈利能力，提高品牌效应，构建更深的技术与设计护城河，从而推动业绩增长，建议关注与申购。

● **风险提示：**对主要客户依赖的风险、市场竞争加剧的风险、宏观经济波动及下游行业周期性风险。

相关研究报告

《产业思维看北交所&新三板专精特新“小巨人”：第一期（TMT）—北交所策略专题报告》-2022.11.22

《2023年投资策略：达根知底耕良田，专精特新看成长—北交所策略专题报告》-2022.11.22

《科创板做市开闸后，详解北交所的“混合交易”—北交所策略专题报告》-2022.11.21

目 录

1、 公司情况：双核心+四位一体服务，2021 年营收高增长	4
1.1、 发展历程：品牌策略规划+创意设计为核心，四位一体产品形象工程	4
1.2、 商业模式：创意设计+产品销售+设计产品销售分成多渠道直销模式	6
1.3、 财务状况：2021 年营收增长率 51.15%，2022 年毛利率逐季度上升	8
2、 行业环境：创意包装升级，差异化与绿色化成为未来趋势	12
2.1、 概念解析：文化创意产业发展迅速，促进创意包装行业升级	12
2.2、 产业现状：企业数量稳定增长，行业集中度低，纸包装为市场主导	15
2.3、 市场空间：颜值经济与定制版理念推动创意包装市场拓展	16
2.4、 发展趋势：创意化、个性化、绿色化、品牌化成为发展趋势	19
2.5、 行业壁垒：创意设计能力+工艺技术+品牌效应	20
2.6、 竞争格局：柏星龙毛利率优势明显，研发费用率连续位列第一	21
3、 亮点探寻：创意包装中的“专精特新”，获 103 项设计大奖	23
3.1、 设计与技术优势：103 项设计大奖，157 项专利+271 项作品著作权	23
3.2、 客户优势：合作多个国内外大牌，大客户依赖度逐步下降	25
3.3、 募投项目：惠州柏星龙智能制造，创意设计与技术研发中心建设	26
3.4、 估值对比：三年归母净利润 CAGR 达 8.22%，底价对应发行后 PE 21X	27
4、 风险提示	27

图表目录

图 1： 提供产品终端市场形象工程整体解决方案	4
图 2： 柏星龙成立于 2008 年，策略规划、创意设计、技术研发、产品交付四位一体	4
图 3： 赵国义是控股股东、实际控制人	5
图 4： 创意包装产品生产主要分为酒类、化妆品和精品、茶叶和食品创意包装生产	6
图 5： 创意设计服务主要分成四个部分进行	7
图 6： 打造超过 30000 款作品，为多家上市企业成功打造核心战略产品	7
图 7： 近年来净利率在 9% 附近轻微波动	8
图 8： 2021 年营收增长率达到 51.15%	8
图 9： 2020 年创意设计增长率达到 41.32%（万元）	8
图 10： 2022 年，创意包装生产业务收入占主导	8
图 11： 创意包装生产的收入中，酒类创意占主导（万元）	9
图 12： 2022 年上半年，酒类占创意包装生产收入的 74%	9
图 13： 内外销占比较稳定，内销占比约 78%（万元）	9
图 14： 直销模式客户中贸易商客户占比较小	9
图 15： 受下游客户影响，销售存在季节性波动（万元）	10
图 16： 主营收的占比中，第四季度为销售旺季	10
图 17： 前五大客户销售占营业收入比例逐年下降（万元）	10
图 18： 主营业务毛利率受酒类创意包装产品和创意设计服务影响大	11
图 19： 2022 年前三季度毛利率环比增长率约为 7%	11
图 20： 外销毛利率高于内销毛利率	11
图 21： 研发费用逐年上升	12
图 22： 期间费用率有逐年下降的趋势	12

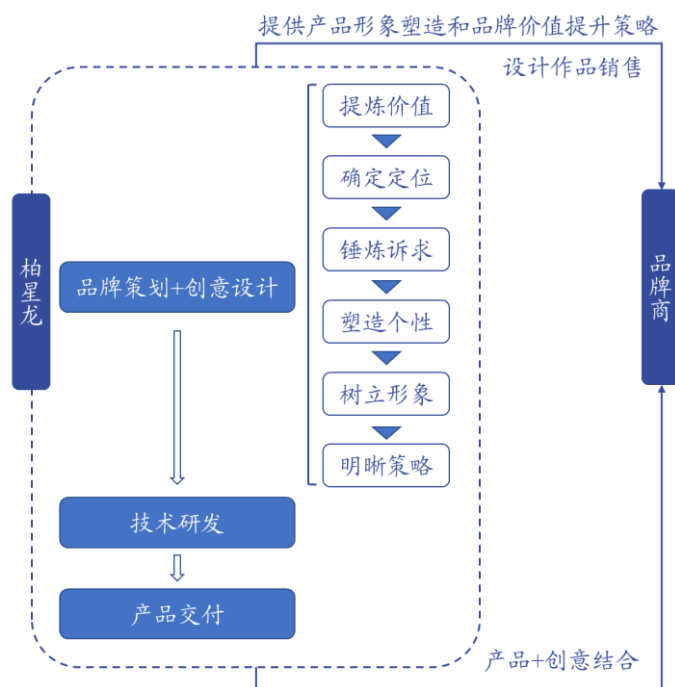
图 23: 销售费用率逐年下降, 管理与财务费用率基本持平.....	12
图 24: 中国的包装行业起步于 20 世纪 80 年代.....	13
图 25: 2015-2020 年, 我国文化相关产业 GDP 比重增长.....	14
图 26: 2021 规模以上文化相关企业营收同比增长 16%.....	14
图 27: 创意设计服务业营业收入增长率连续保持在 25% 以上.....	14
图 28: 我国包装行业规模以上企业数量呈稳步上升的趋势.....	15
图 29: 前五大企业的营业收入占全国包装行业规模以上企业实现销售收入的比例仅 5.49%.....	15
图 30: 纸包装产量占主导 (万吨), 占比达到 72.43%.....	16
图 31: 纸包装主要分为纸制品和箱纸板两大类 (万吨).....	16
图 32: 纸和纸板容器制造占比 26.51% (亿元).....	16
图 33: 金属包装容器及材料增长率最高, 达到 25.61%.....	16
图 34: 中国的人均包装消费量远低于美国等发达国家.....	17
图 35: 酒类包装是酒类产品的关键组成部分, 占酒类产品销售比例较大.....	17
图 36: 全球化妆品市场规模蓬勃发展.....	18
图 37: 中国茶叶礼盒市场规模增长率保持在 10% 以上.....	18
图 38: 随着市场竞争的加剧, 创意包装企业更加注重个性、创意产品的研究开发.....	19
图 39: 选取裕同科技、上海艾录、美盈森、中荣股份作为行业可比公司.....	21
图 40: 裕同科技归母净利润最高 (亿元).....	22
图 41: 柏星龙毛利率优势明显.....	22
图 42: 2020 年、2021 年柏星龙的研发费用率位列第一.....	22
图 43: 柏星龙专利数 148 项.....	22
图 44: 期间费用率与平均值差距减小.....	23
图 45: 柏星龙销售费用率逐年下降.....	23
图 46: 管理费用率高于上市可比公司平均值.....	23
图 47: 柏星龙财务费用率略低于可比公司均值.....	23
图 48: 柏星龙与多个国内外知名品牌建立了良好的合作关系.....	25
表 1: 高管在营销、财会、运营等领域经验丰富.....	5
表 2: 近年来多个政策对包装绿色化提出要求.....	20
表 3: 2019 年至 2022 年, 柏星龙共有 34 项研发项目.....	24
表 4: 凭借优秀的设计能力获得行业主管部门颁发多项荣誉.....	24
表 5: 募集资金拟用于惠州柏星龙智能制造, 创意设计与技术研发中心建设 (万元).....	26
表 6: 创意包装智能制造生产建设项目总投资 34,125.32 万元.....	26
表 7: 创意设计与技术研发中心建设项目总投资 5,861.59 万元.....	26
表 8: 柏星龙三年归母净利润 CAGR 达到 8.22%, 高于行业可比上市公司均值.....	27

1、公司情况：双核心+四位一体服务，2021 年营收高增长

1.1、发展历程：品牌策略规划+创意设计为核心，四位一体产品形象工程

柏星龙成立于 2008 年，2015 年在新三板正式挂牌，是一家专业从事创意包装产品生产和创意设计服务的公司。

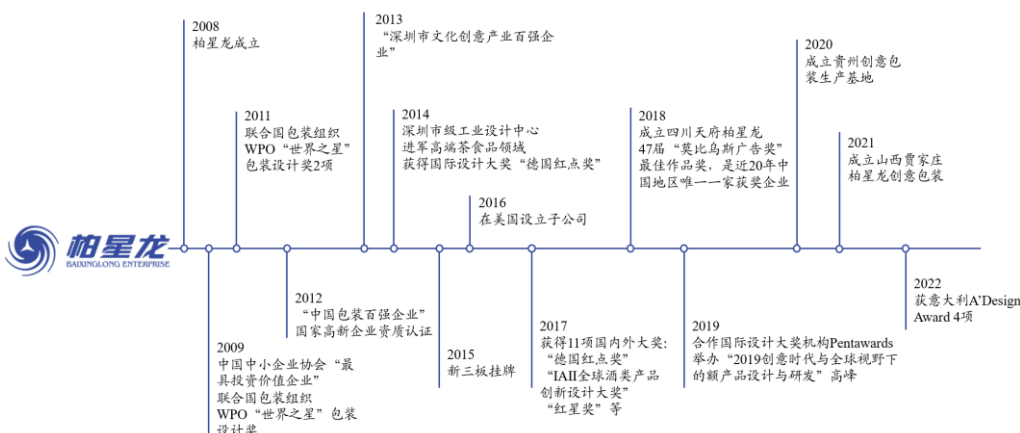
图1：提供产品终端市场形象工程整体解决方案



资料来源：招股说明书、公司公告、公司官网、开源证券研究所

它以品牌策略规划和创意设计为核心，将品牌形象与文化创意相融合，专注于为酒类、化妆品、茶叶、食品等消费品领域客户提供品牌策略规划、创意设计、技术研发、产品交付四位一体的产品形象工程整体解决方案。

图2：柏星龙成立于 2008 年，策略规划、创意设计、技术研发、产品交付四位一体

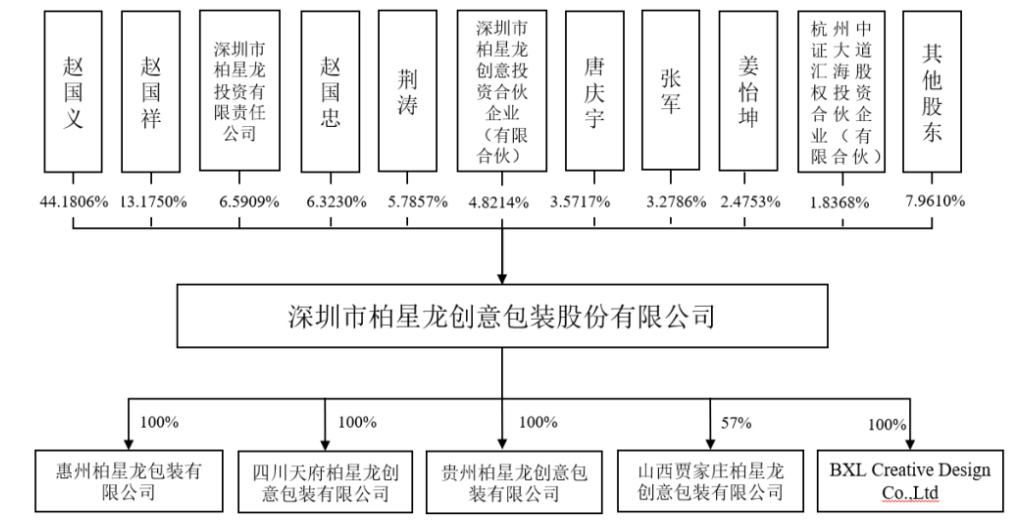


资料来源：公司官网、开源证券研究所

柏星龙拥有 5 家子公司和 1 家参股公司，未设立分公司。控股股东、实际控制人是赵国义，持有公司 22,908,500 股股份，持股比例为 44.1806%，同时通过深圳市

柏星龙投资有限责任公司间接控制公司 6.5909% 的股份,通过深圳市柏星龙创意投资合伙企业(有限合伙)间接控制公司 4.8214% 的股份,合计控制 55.5929% 的股份。

图3: 赵国义是控股股东、实际控制人



资料来源:招股说明书

其他持有公司 5% 以上股份的股东包括赵国祥、深圳市柏星龙投资有限责任公司、赵国忠、荆涛。

表1: 高管在营销、财会、运营等领域经验丰富

职位	姓名	履历
总经理	赵国祥	1974 年 5 月出生, 本科学历。 1996 年 10 月至 1997 年 5 月, 任深圳市珠江经济广播电台编辑职务; 1997 年 6 月至 1998 年 12 月, 任哈尔滨足神药业有限公司销售员; 1999 年 7 月至 2009 年 12 月, 任深圳市柏星龙包装设计有限公司营销经理、营销总监; 2002 年 11 月至 2009 年 12 月、2010 年 4 月至 2013 年 6 月, 任深圳市柏星龙先锋印刷有限公司法定代表人、执行董事; 2009 年 12 月至今, 历任柏星龙有限及公司营销总监、董事、副总经理、副董事长、总经理, 现任公司副董事长、总经理
财务总监	苏凤英	1975 年 9 月出生, 研究生学历。 1997 年 12 月至 1998 年 8 月, 任深圳市秋娜美容美发器材有限公司会计; 1998 年 9 月至 1999 年 7 月, 深圳市鸿丰宝电子有限公司主管会计; 1999 年 7 月至 2009 年 12 月, 历任深圳市柏星龙包装设计有限公司财务经理、财务总监; 2009 年 12 月至今, 历任柏星龙有限及公司财务总监、董事会秘书、董事。现任公司董事、财务总监。
董事会秘书	黄海英	1982 年 2 月出生, 大专学历。 2005 年 7 月至 2009 年 12 月, 任深圳市柏星龙包装设计有限公司运营专员、总经理助理; 2008 年 2 月至 2010 年 12 月, 任柏星龙有限及公司监事、董事长助理; 2011 年 1 月至 2016 年 3 月, 任公司董事长助理、证券事务代表; 2016 年 4 月至今任公司董事会秘书。

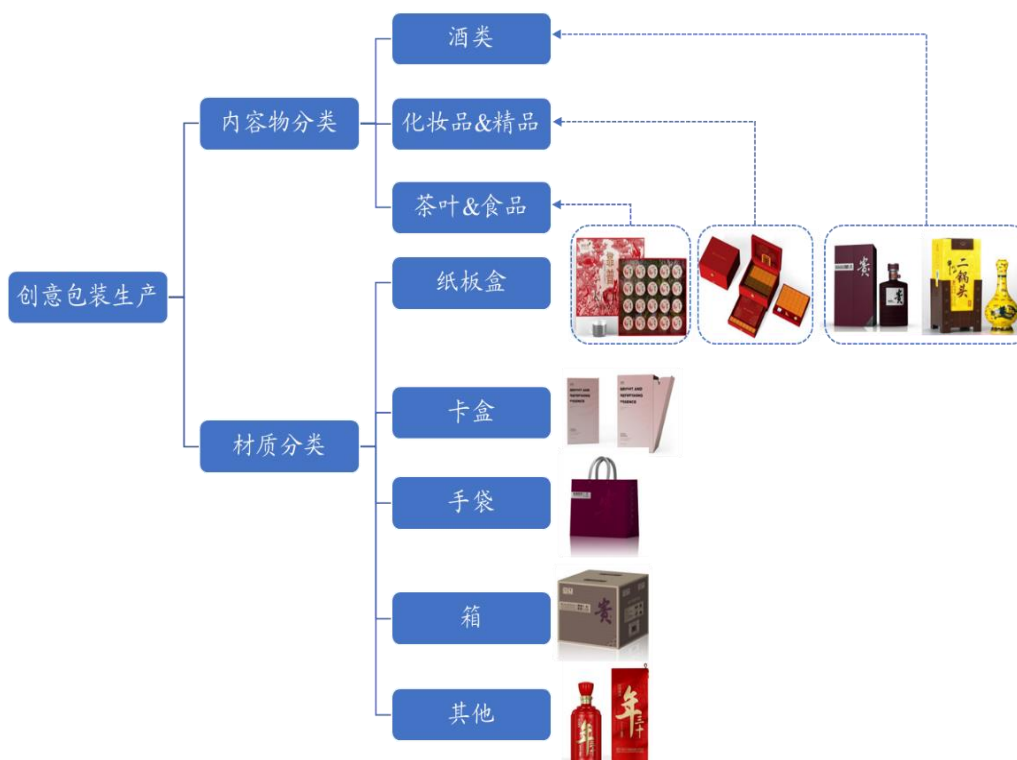
资料来源:招股说明书、开源证券研究所

1.2、商业模式：创意设计+产品销售+设计产品销售分成多渠道直销模式

业务上，柏星龙专注于为酒类、化妆品、茶叶、食品等客户提供四位一体的产品形象工程整体解决方案。具体业务分为创意包装产品生产和创意设计服务两个部分。

创意包装产品主要包括纸板盒、卡盒、箱、手袋及其他创意包装产品。创意包装产品除了提供基本的产品说明、产品保护、外观美化等功能外，还能通过具有市场竞争力的品牌策略规划、创意设计服务，向消费者传递品牌文化故事及产品文化内涵，激发消费者购买欲望，提升产品附加值。

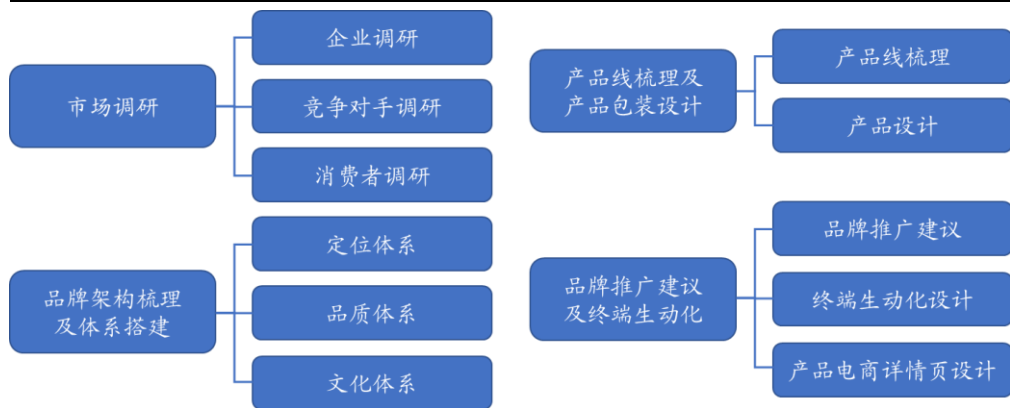
图4：创意包装产品生产主要分为酒类、化妆品和精品、茶叶和食品创意包装生产



资料来源：招股说明书、开源证券研究所

创意设计服务是将品牌文化、产品文化、地域文化、消费者需求等要素融入产品包装，并运用印刷及表面加工等制造工艺形成展现消费品文化内涵、体现产品市场形象的服务。创意设计服务为柏星龙进一步获得客户的包装产品生产订单奠定了良好的基础。

图5：创意设计服务主要分成四个部分进行



资料来源：招股说明书、开源证券研究所

盈利模式：柏星龙主要有三种盈利方式。

通过市场与产品调研、挖掘品牌亮点和制定产品规划、提供创意包装设计和品牌推广建议，助力客户新产品开发与老产品的迭代升级，以满足终端消费者不断变化的需求，从而获得**创意设计业务收入**；通过多年经营积累的创意设计素材库、方法论，凭借优秀的创意设计能力和突出的产品制造实力，进一步获得客户的包装产品生产订单，取得**产品销售收入**；与客户签署协议，在提供创意设计服务后，通过参与客户**产品销售分成**的方式获得收入。

研发模式：主要结合市场调研、内部研讨及行业趋势分析，进行年度主题提炼，围绕**新风格、新盒型、新造型、新功能**等领域，持续开展**自主研发设计**。除此之外，柏星龙对核心技术和工艺也进行不断地开发升级，以应用研究为主，积极进行**新技术、新工艺、新材料、新防伪**等方面的研发，加大基础研究工作，以求实现核心技术对公司产品和业务开展的支撑。

采购模式：柏星龙采购的原材料主要包括纸张、内托、油墨等，主要采取**统分结合**的采购模式：母公司资源管控中心与供应商协商价格及执行部分特种纸、配件类采购，各子公司采购部门自行负责零星原、辅材料的采购。

生产模式：采用“以销定产”的生产模式，包含自产和外协加工两种。

销售模式：采取**直销**的销售模式，客户包括**直接客户和贸易商客户**。

图6：打造超过 30000 款作品，为多家上市企业成功打造核心战略产品

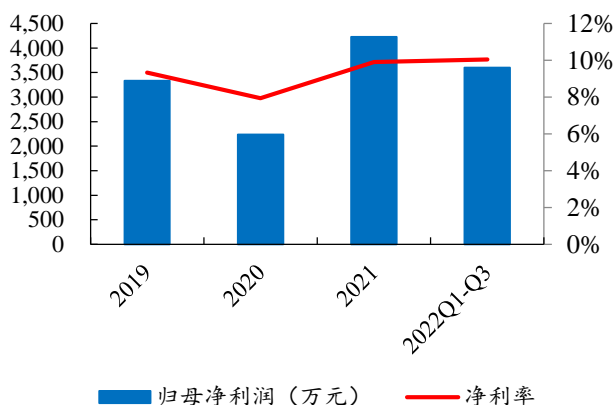


资料来源：招股说明书、公司公告、公司官网

1.3、财务状况：2021 年营收增长率 51.15%，2022 年毛利率逐季度上升

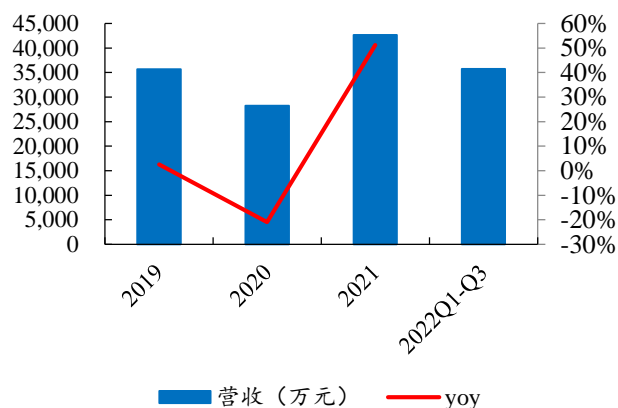
盈利能力：柏星龙主营业务突出，2019 年以来净利率在 9% 附近浮动。柏星龙的主营业务突出，收入占比近三年来保持在 98% 以上。受到疫情影响，2020 年的酒类、化妆品等产品的终端消费规模萎缩，间接导致了柏星龙 2020 年营收下滑，净利率也下降至 7.93%，但随着疫情逐步受控，2022 年前三季度净利率已经回升达到 10.04%。

图7：近年来净利率在 9% 附近轻微波动



数据来源：Wind、开源证券研究所

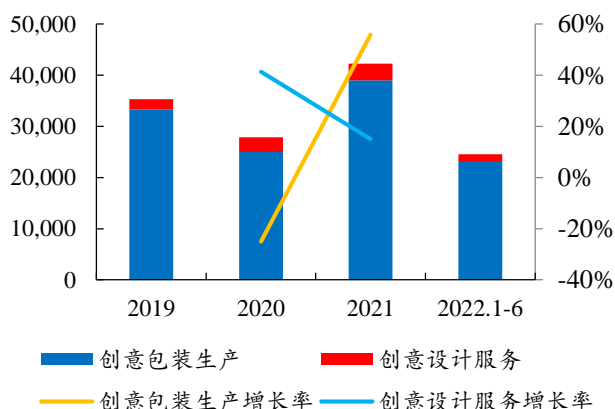
图8：2021 年营收增长率达到 51.15%



数据来源：Wind、开源证券研究所

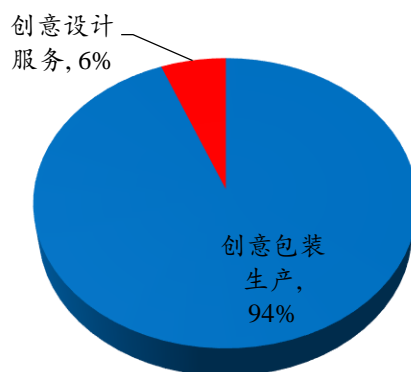
收入结构：柏星龙主营业务主要分为创意包装生产和创意设计服务两部分。近三年中，创意包装产品生产收入都在主营业务收入中占据主导地位，是柏星龙的主要收入来源，2021 年增长率达到 55.81%；创意设计增长率 2020 年的增长率达到了 41.32%。

图9：2020 年创意设计增长率达到 41.32% (万元)



数据来源：招股说明书、开源证券研究所

图10：2022 年，创意包装生产业务收入占主导

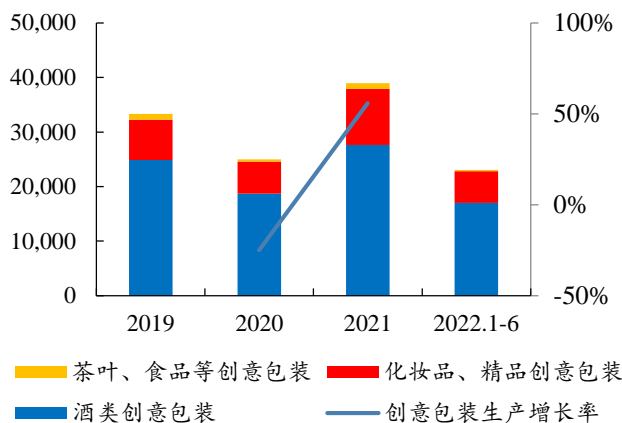


数据来源：招股说明书、开源证券研究所

创意包装产品生产收入可以按照内容物分为酒类、化妆品和精品创意、茶叶和食品等创意包装。其中，酒类创意包装占据主导地位，2022 年上半年的收入在包装生产收入中占比达到了 74%，近年来在总收入中占比稳定在 70% 左右；化妆品和精品创意包装是创意包装产品中第二大业务板块，合作商大多为欧美国际大牌，因此柏星龙化妆品、精品创意包装产品销售收入主要来源于外销收入；茶叶和食品等创

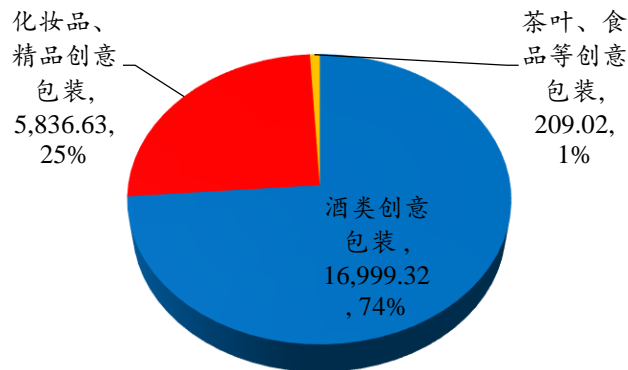
意包装业务尚处于起步阶段，收入占比最小，约为创意包装生产收入的1%。

图11: 创意包装生产的收入中, 酒类创意占主导 (万元)



数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

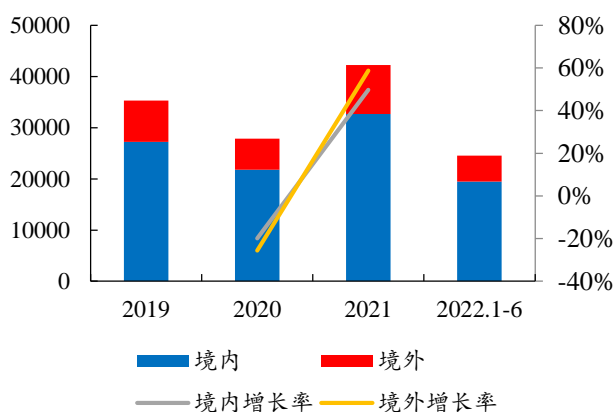
图12: 2022年上半年, 酒类占创意包装生产收入的74%



数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

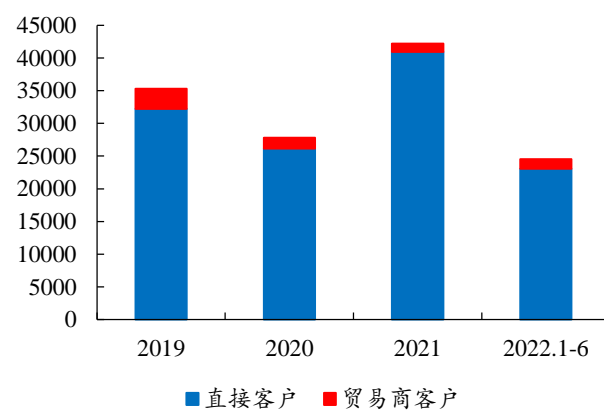
按照地域分类, 近年来柏星龙内销占比都在约78%, 内外销占比结构比较稳定。内销客户主要是酒产品生产商, 主要集中在北京市、河北省、贵州省、青海省、安徽省、广东省、江苏省、山东省等我国著名白酒产地; 外销客户主要是化妆品、精品生产商。

图13: 内外销占比较稳定, 内销占比约78% (万元)



数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

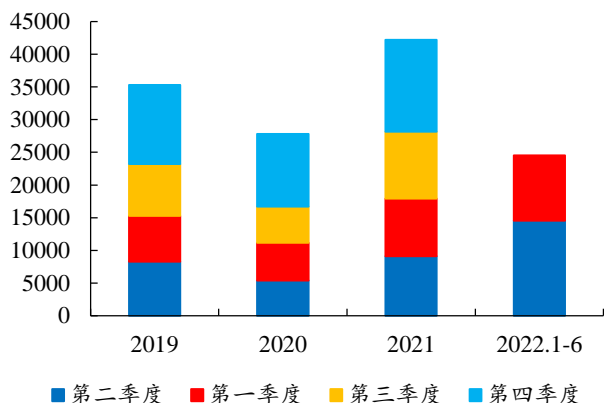
图14: 直销模式客户中贸易商客户占比较小 (万元)



数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

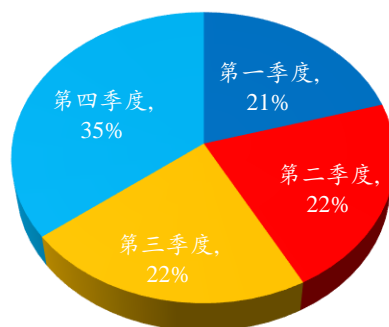
因为酒类、化妆品和茶叶视频等下游客户具有销售季节性特征, 柏星龙受到影响, 销售也存在季节性波动, 第四季度为销售旺季, 平均占比约为35%, 其他三个季度的占比情况较为相似。

图15: 受下游客户影响, 销售存在季节性波动 (万元)



数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

图16: 主营收的占比中, 第四季度为销售旺季

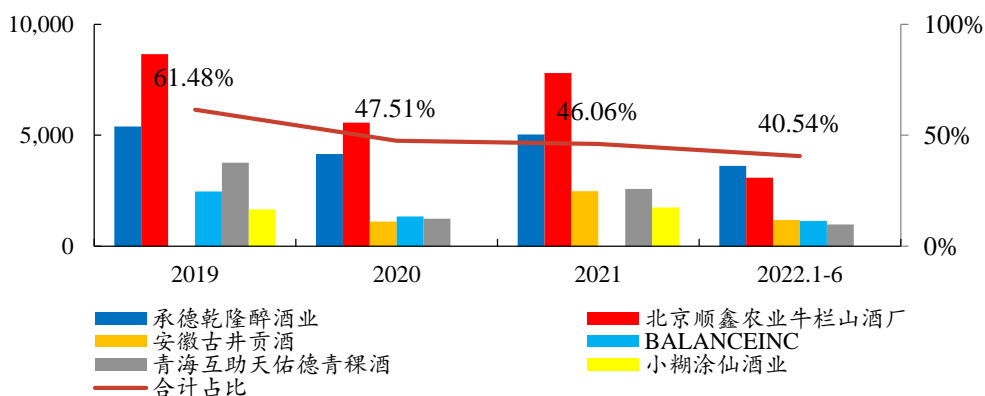


数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

柏星龙前五名客户构成相对稳定, 茶叶、食品类包装产品收入中, 前五名客户收入金额占茶叶、食品类包装产品收入比例分别为 93.79%、93.99%、91.97%和 86.22%, 占比较高; 创意设计服务收入中, 前五名客户收入金额占创意设计服务收入比例分别为 20.06%、15.36%、11.77%和 24.73%, 占比相对较低, 客户相对较为分散。

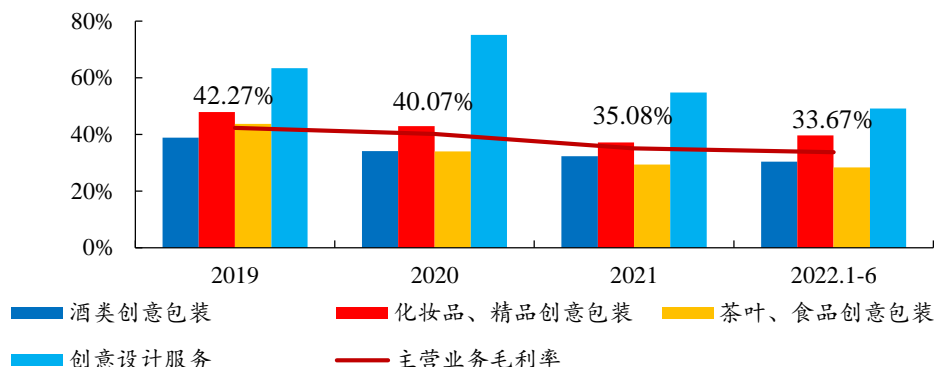
总体上, 前五名客户的销售占营业收入比例呈现下降趋势, 从 2019 年的 61.48% 逐年下滑至 2022 年上半年的 40.54%, 主要是柏星龙在服务、维护好现有大客户的同时, 大力拓展及扩大其他现有客户和新客户的销售规模, 导致前五名客户销售占比下降, 对其依赖性下降。

图17: 前五大客户销售占营业收入比例逐年下降 (万元)



数据来源: 问询回复、开源证券研究所

主营业务毛利率有所下降, 主要来源于酒类创意包装产品及创意设计服务的毛利率变化。毛利率下降主要原因是 2020 年及以后运费纳入成本核算、纸张等主要原材料价格上升以及创意设计服务具有毛利率水平波动的业务特性。

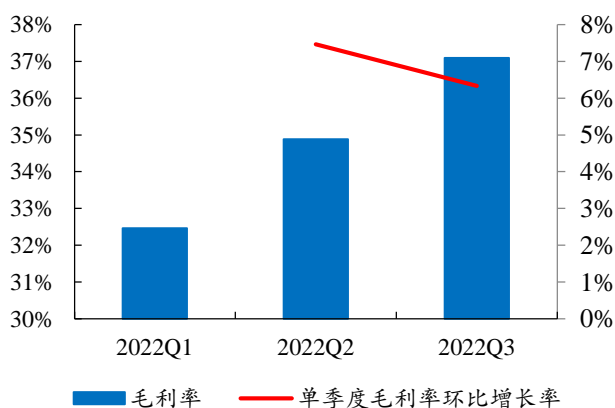
图18：主营业务毛利率受酒类创意包装产品和创意设计服务影响大


数据来源：招股说明书、开源证券研究所

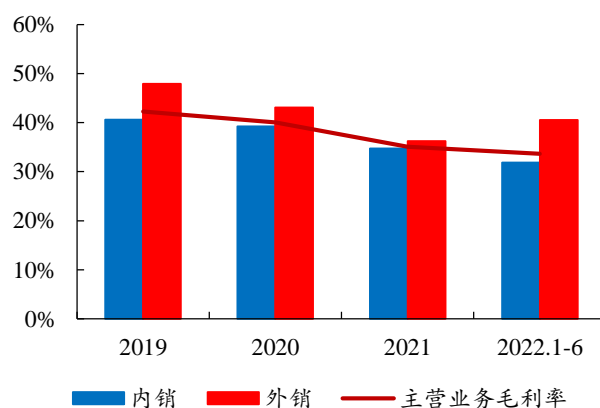
虽然从年度数据来看，毛利率呈现略微的下降趋势，但是在2022年度的前三个季度来看，单季度主营业务毛利率环比增长率约为7%，呈现回升趋势。

柏星龙外销业务主要是向境外客户提供化妆品、精品创意包装产品的生产。化妆品、精品种类、规格繁多，包装物的个性化程度较高，因此导致化妆品、精品创意包装的销售单价较高。同时，由于化妆品的体积大多较小，化妆品包装物生产过程中需要耗用的原材料较少，单价与单位耗用原材料的比重较高。

此外，外销客户大多为处于欧美等大洲的发达国家，对单价承受度较高，报价弹性较大，因此以化妆品、精品创意包装产品为主的外销业务的毛利率较高。内销业务主要为酒类创意包装产品，与化妆品、精品领域相比，酒类产品对于包装物的价格敏感度相对较高，因此，公司内销业务毛利率相对较低。

图19：2022年前三季度毛利率环比增长率约为7%


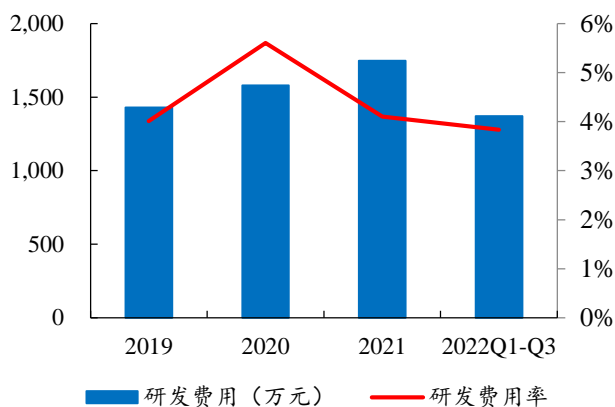
数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：外销毛利率高于内销毛利率


数据来源：招股说明书、开源证券研究所

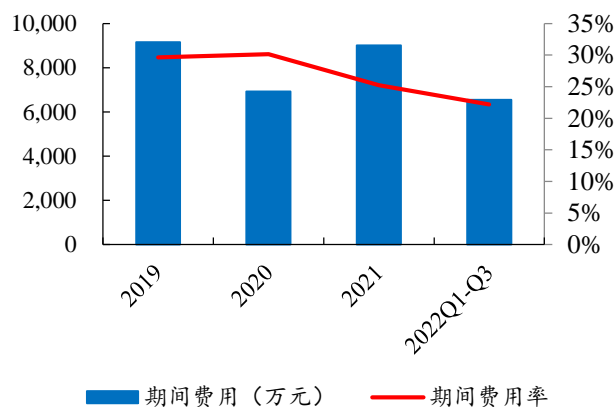
研发费用：近年来，柏星龙的研发费用逐年提高，研发费用率稍有下降，基本稳定在4%。

图21：研发费用逐年上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：期间费用率有逐年下降的趋势

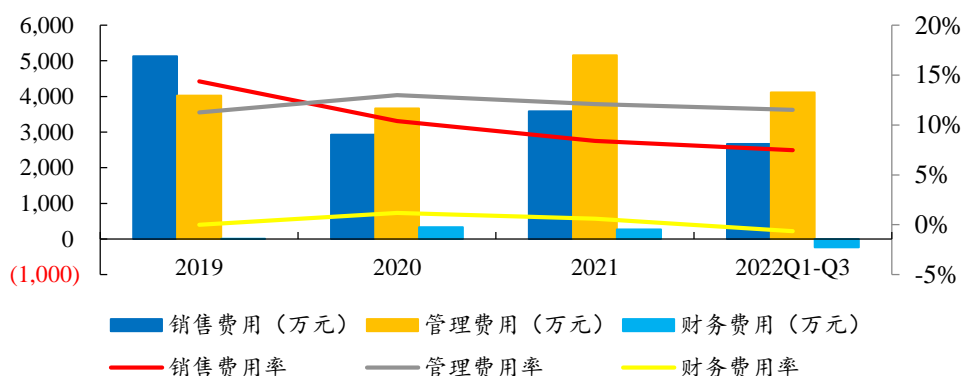


数据来源：Wind、开源证券研究所

期间费用：期间费用自2019年略有下降，期间费用占营收的比例从2019年的29.67%降低至2022年第三季度的22.19%。期间费用的下降主要由销售费用的降低引起。

柏星龙的销售费用率逐年下降，从2019年的13.78%到2022年前三季度的7.47%。管理费用率基本稳定在11%；财务费用率较低，基本在0.18%附近。

图23：销售费用率逐年下降，管理与财务费用率基本持平



数据来源：Wind、开源证券研究所

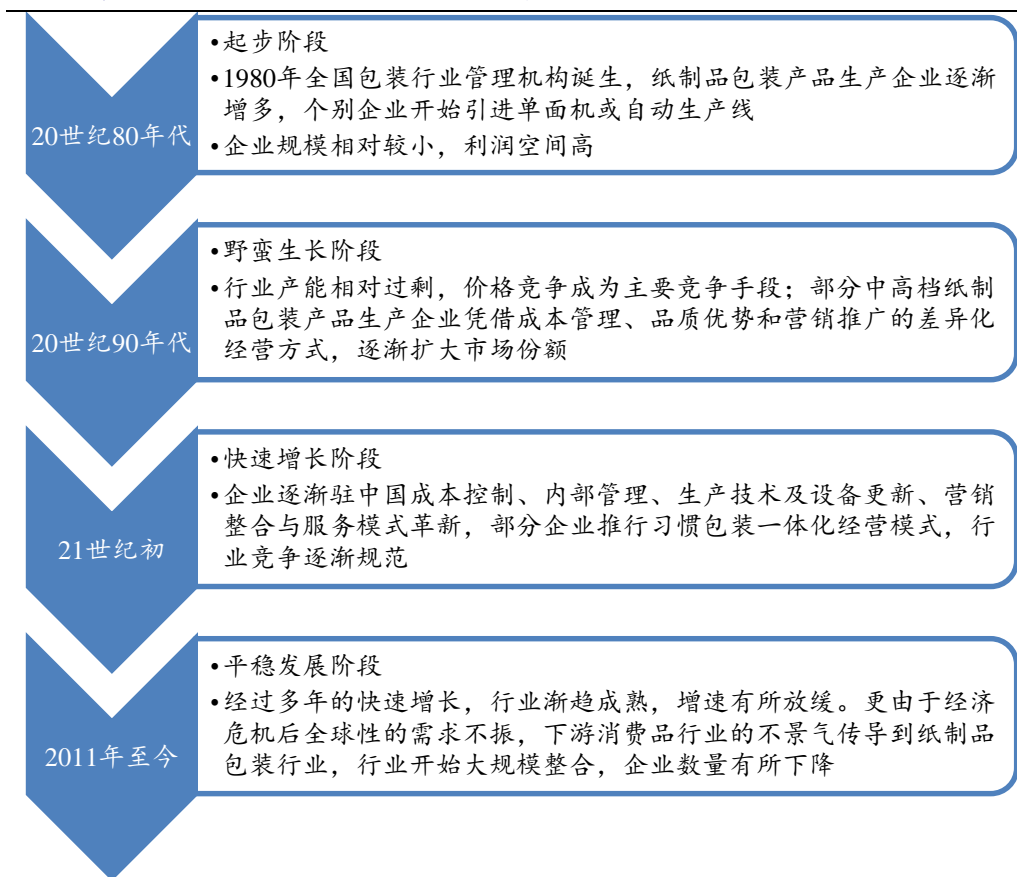
2、行业环境：创意包装升级，差异化与绿色化成为未来趋势

2.1、概念解析：文化创意产业发展迅速，促进创意包装行业升级

包装是指为在流通过程中保护产品，方便储运，促进销售，按一定的技术方法所用的容器、材料和辅助物等的总体名称。

中国包装行业起步于 20 世纪 80 年代，改革开放后，中国包装工业迅速起飞，随着改革开放的深入发展，行业始终处于爬坡阶段。在一大批港资包装印刷企业的带动下，珠三角、长三角的民营企业迅速发展壮大，并成为中国包装工业的中流砥柱。

图24：中国的包装行业起步于 20 世纪 80 年代



资料来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

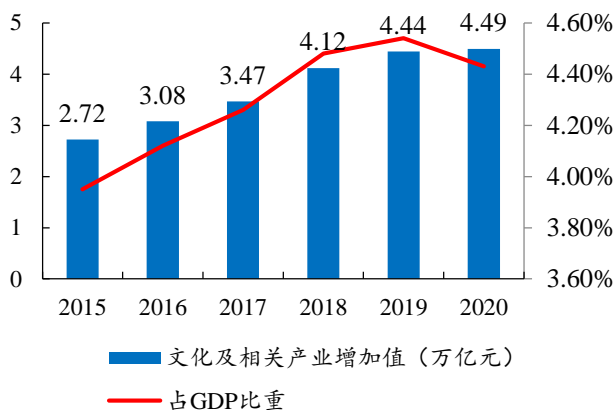
创意包装是在实现传统包装功能的基础上的一个立体化、多元化、提升包装对象市场价值的综合性创意工程。创意包装蕴含文化和创意要素，对文化知识和智力创意具有较强依赖性。同时，创意包装亦能增强文化软实力，满足消费者精神文化需求。

文化创意产业是指依靠创意者的智慧、技能和天赋，对文化资源进行重塑与提升，通过知识产权的开发和运用，生产出高附加值产品的产业。文化创意产业是文化与创意的结合，凭借创意手法，将优质文化与现阶段消费者需求相联系，开拓文化传播途径的同时，创造文化的经济价值，提升文化的生命力。

近年来，随着科技的发展，文创理念的深入，文化创意产业迅速发展，产业规模不断扩大。2015-2020年，我国文化及相关产业增加值年均复合增长率达到 10.54%，占 GDP 比重由 2015 年的 3.95% 增长至 2020 年的 4.43%。2021 年全国规模以上文化及相关产业企业营业收入 119,064 亿元，同比增长 16%。我国文化及相关产业呈现整

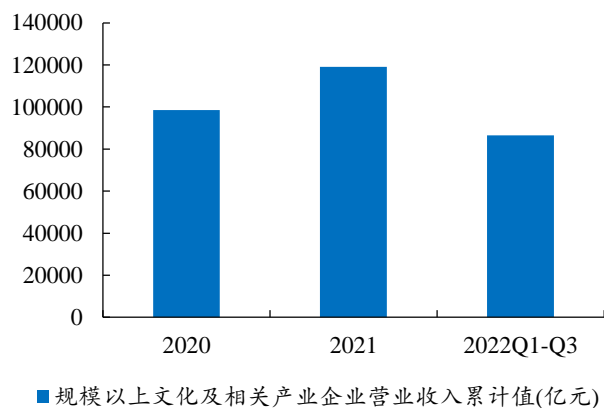
体上升的态势。

图25：2015-2020年，我国文化相关产业GDP比重增长



数据来源：国家统计局、招股说明书、开源证券研究所

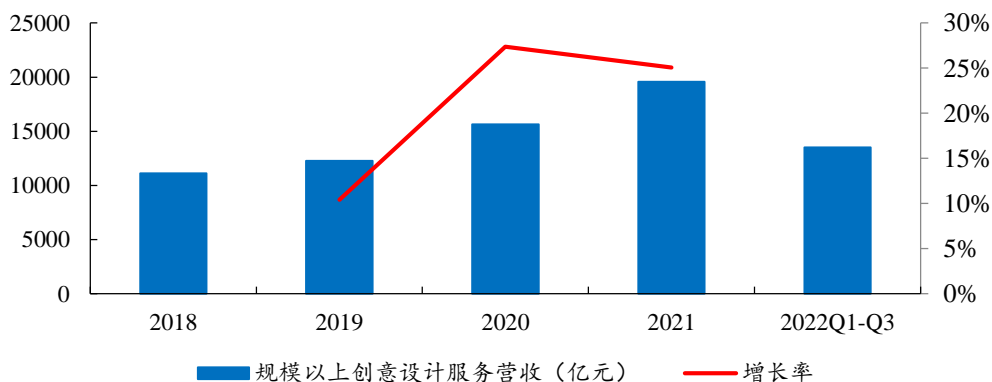
图26：2021规模以上文化相关企业营收同比增长16%



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

文化创意与设计服务业作为文化产业的重要组成部分，保持了较快的增长速度。2015-2020年，我国文化创意与设计服务业增加值由4,953亿元增长至7736亿元，年均复合增长率为9.33%；规模以上创意设计服务业营业收入增长率连续保持在25%以上，2018年到2021年的年均复合增长率也突破了25%。

图27：创意设计服务业营业收入增长率连续保持在25%以上



数据来源：招股说明书、国家统计局、开源证券研究所

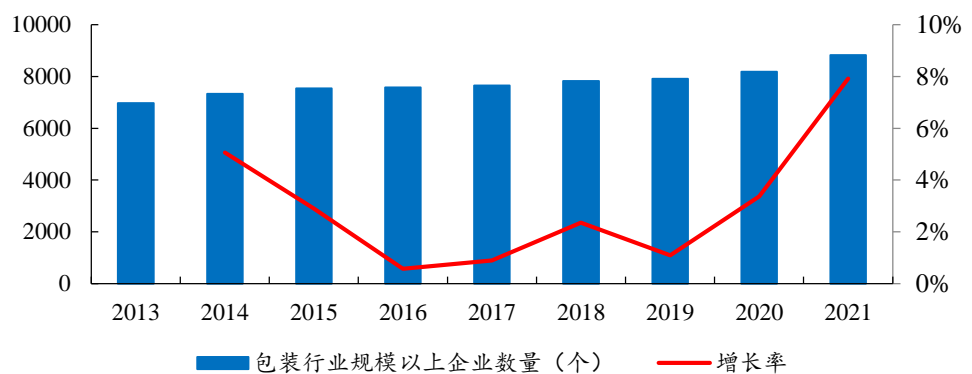
文化创意产业的不断发展对包装的升级发展起到了重要的促进作用，现代包装的设计观念发生变化，从一个功能简单的装载物演变成成为文化创意的载体，能传递的信息不再仅仅是商品基本信息和属性，还包含了深厚的文化底蕴，是视觉和精神的双重审美享受。在文化创意发展的背景下，创意包装有着更为长远和广阔的发展前景。

2.2、产业现状：企业数量稳定增长，行业集中度低，纸包装为市场主导

我国包装行业企业数量逐步增加，企业规模愈渐增大，但是和欧美发达国家相比，我国包装行业整体呈现企业数量稳定增长、行业分散、集中度低的特点。

随着世界加工制造业中心的转移以及国家对包装行业的大力扶持，我国中小型包装企业快速崛起。我国包装行业年主营业务收入 2,000 万元及以上规模的企业数量从 2013 年的 6,974 家增长至 2021 年的 8,831 家，累计增长 1,857 家。近年来，我国包装行业规模以上企业数量呈稳步上升的趋势。

图28：我国包装行业规模以上企业数量呈稳步上升的趋势

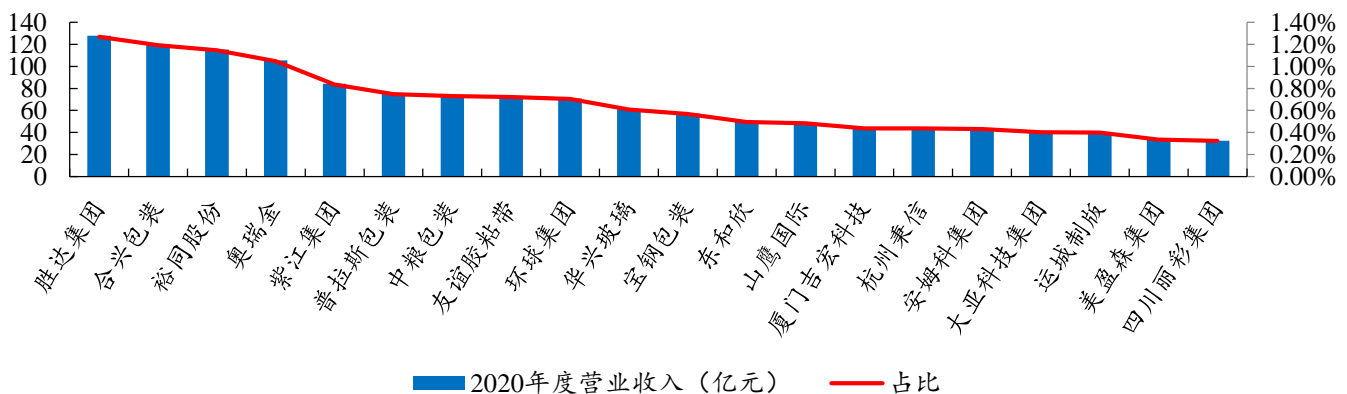


数据来源：招股说明书、中国包装联合会、开源证券研究所

根据中国包装联合会公布的《中国包装行业年度运行报告》，2020年包装行业规模以上企业累计完成营收 10,064.58 亿元，完成利润总额 610.38 亿元；2021年包装行业规模以上企业累计完成营收 12,041.81 亿元，同比增长 16.39%，完成利润总额 710.56 亿元。

中国包装联合会公布的《2020年度中国包装百强企业排名名单》中，包装市场占有率前五分别是胜达集团、合兴包装、裕同股份、奥瑞金和紫江集团，其营业收入占全国包装行业规模以上企业实现销售收入的比例仅有 5.49%。

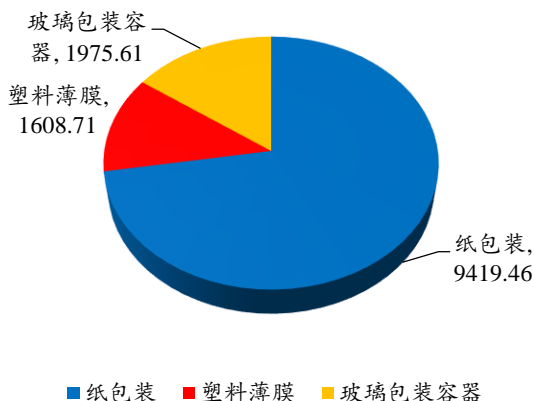
图29：前五大企业的营业收入占全国包装行业规模以上企业实现销售收入的比例仅 5.49%



数据来源：中国包装联合会、招股说明书、开源证券研究所

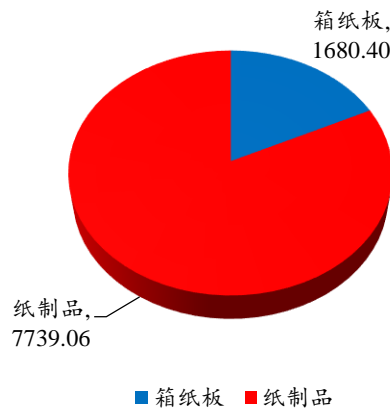
包装行业根据包装材料主要细分为纸包装、塑料薄膜、玻璃包装容器三大部分；纸包装又主要分为箱纸板和纸制品。其中，纸包装为市场主导，产量占比 72.43%；纸制品在纸包装中占比达到 82.16%。

图30：纸包装产量占主导（万吨），占比达到 72.43%



数据来源：中国包装联合会、开源证券研究所

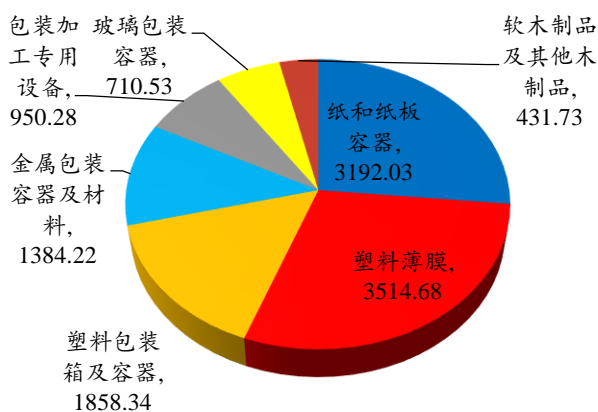
图31：纸包装主要分为纸制品和箱纸板两大类（万吨）



数据来源：中国包装联合会、开源证券研究所

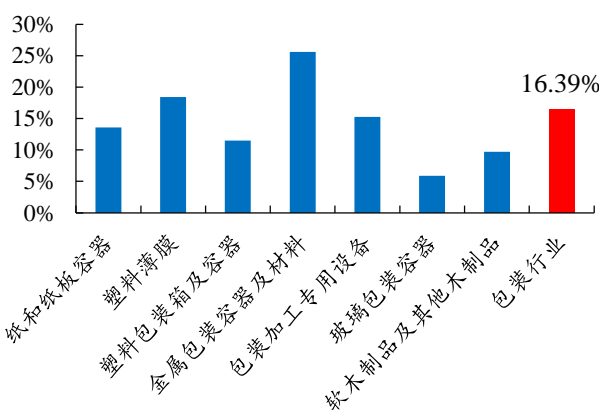
从细分行业来看，我国包装印刷行业包含纸和纸板容器制造、塑料薄膜制造、塑料包装箱及容器制造、金属包装容器及材料制造、包装加工专用设备制造、玻璃包装容器制造和软木制品及其他木制品制造。其中，纸包装市场在包装印刷行业占据重要地位。2021 年全国包装行业规模以上企业实现销售收入 12,041.81 亿元，其中纸和纸板容器制造完成累计主营业务收入 3,192.03 亿元，占比达 26.51%。金属包装容器及材料增长率最高，达到了 25.61%，高于包装行业的同比增长率 16.39%。

图32：纸和纸板容器制造占比 26.51%（亿元）



数据来源：中国包装联合会、开源证券研究所

图33：金属包装容器及材料增长率最高，达到 25.61%



数据来源：中国包装联合会、开源证券研究所

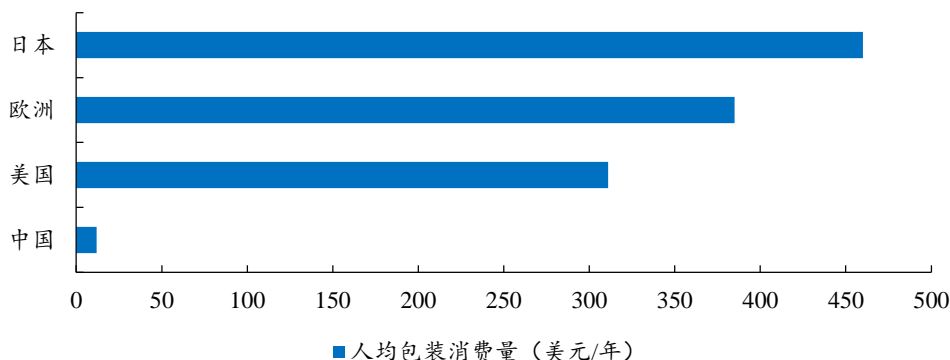
2.3、市场空间：颜值经济与定制版理念推动创意包装市场拓展

近年来，全球包装印刷行业已经进入发展成熟期，增速与世界经济平均增速基本持平。根据 SmithersPira 的统计，2017 年全球包装印刷行业市场规模为 8,510 亿美

元，同比增长 1.4%，近几年增速基本围绕 2% 的中枢小幅波动，接近发达经济体的经济自然增长率。

中国人均包装消费量明显低于全球水平，未来仍有较大提升空间。我国包装行业 2019 年人均消费量只有 12 美元/年，远远落后于发达国家。

图34：中国的人均包装消费量远低于美国等发达国家



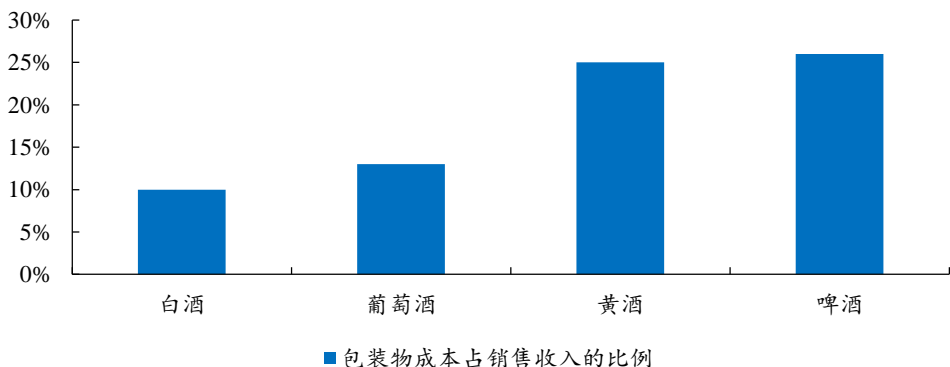
数据来源：招股说明书、智妍咨询、开源证券研究所

经济的持续较快增长和不断扩容的下游需求，驱动中国包装印刷行业市场规模的增速远高于全球行业平均水平。包装产业作为一种传统配套服务型制造业，在我国得到全面性和创造性的发展。2017 年中国包装印刷行业（剔除包装机械子行业）企业主营业务收入为 11,048.37 亿元，2013 年至 2017 年复合年均增长率为 6.3%，其中 2017 年同比 2016 年增长 9.2%。人均消费需求增长潜力较大，创意包装市场空间广阔。

柏星龙主要涉及的创意包装市场包括酒类创意包装、化妆品创意包装、茶叶创意包装、食品创意包装等。

酒类创意包装通过富有创意的包装设计和复杂的印刷工艺，有效地融合了产品文化、企业文化、地域文化、消费者观念等要素，以展现酒类产品文化内涵和树立产品的市场形象，为酒类企业赢得市场份额奠定基础。2021 年我国白酒销售收入 6033.48 亿元，2020 年我国酒类包装市场规模达 1,011.26 亿元，预计到 2025 年，整个酒类包装市场规模将达到 1,722.82 亿元。

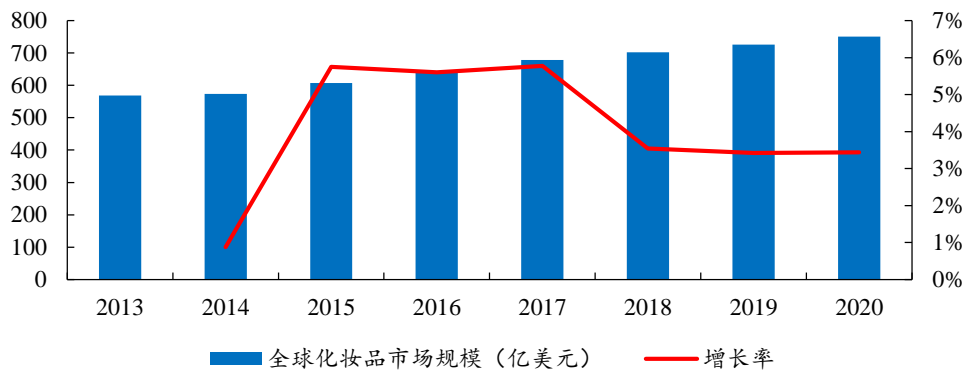
图35：酒类包装是酒类产品的关键组成部分，占酒类产品售价比例较大



数据来源：招股说明书、开源证券研究所

化妆品创意包装市场：近年来，全球化妆品市场蓬勃发展。据 iiMediaResearch 数据显示，2012 年至 2020 年全球化妆品市场规模从 550 亿美元增长至 751 亿美元，年复合增长率 3.97%，预计到 2025 年，全球化妆品市场规模将达到 1,696.7 亿美元。

图36：全球化妆品市场规模蓬勃发展



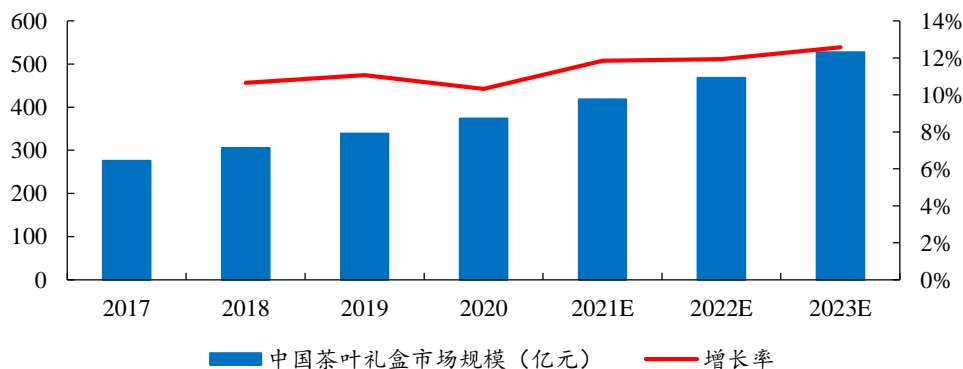
数据来源：招股说明书、iiMediaResearch、开源证券研究所

从地区来看，中国化妆品消费市场是仅次于美国的全球第二大市场，以中国为首的亚太区是全球主要化妆品品牌的重要增长引擎。随着居民收入水平和消费水平的提升、化妆品消费理念的增强以及居民对自身外形重视程度的加深，我国的化妆品行业蓬勃发展。

随着化妆品市场需求不断增加，化妆品包装市场也随之增长。根据 MarketsandMarkets2020 年发布的报告，全球化妆品包装市场规模预计将从 2020 年的 494 亿美元增长到 2025 年的 609 亿美元，年复合增长率 4.03%。未来，随着人均收入增长和现代消费观念升级的推动，中国有可能超过美国成为全球最大的化妆品包装市场。

茶叶创意包装市场：茶叶包装是指根据茶叶的特性和消费者的需求，对茶叶进行包裹、保护、装饰美化以促进茶叶产品的销售的过程。据 iiMediaResearch 数据显示，我国茶叶礼盒市场规模从 2017 年的 275.9 亿元增长至 2021 年的 418.4 亿元，年均保持超过 10% 的增长率。随着居民人均可支配收入和支出的增加，居民消费升级，国人的茶叶消费及礼物消费均保持增长态势，预计 2023 年中国茶叶礼盒市场规模将达到 527.2 亿元。

图37：中国茶叶礼盒市场规模增长率保持在 10% 以上



数据来源：招股说明书、iiMediaResearch、开源证券研究所

食品创意包装市场：食品创意包装是指根据产品特点、节日习俗和品牌定位，通过创意包装设计和复杂的印刷工艺，展现美好寓意与品牌形象的包装。

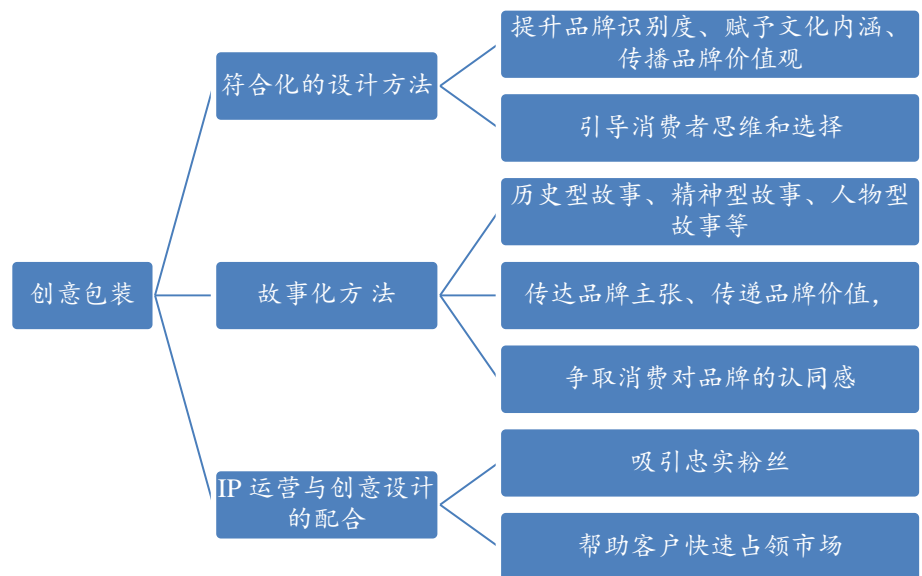
近年来，随着国民经济水平持续提高，网红经济、颜值经济等消费观念的兴起，定制版、联名版包装成为了众多食品创新的重要选择，食品创意包装市场顺势兴起。据中国包装联合会数据显示，2020年包装行业企业销售规模为10,064.58亿元，食品包装行业销售规模约为6,039亿元。随着疫情常态化和基本消费恢复常态，结合行业近年来市场规模的增长速度和社会食品消费量的增速，预计2022-2026年行业将以1.23%的增速增长，到2026年市场规模有望达到6,500亿元左右。

2.4、发展趋势：创意化、个性化、绿色化、品牌化成为发展趋势

与发达国家的包装工业相比，我国创意包装行业在包装技术研发、生产工艺、包装机械性能、生产自动化程度等方面具有一定差距。

外观趋势上，包装产品趋于创意化、个性化。包装行业作为配套产业，产品主要服务于下游企业。受区域文化、品牌特点等因素的影响，下游消费品在产品 and 市场定位上呈现多样化、差异化、个性化趋势。因此，为更好地迎合下游市场发展趋势，创意化、个性化包装产品是未来包装产品的主流方向。包装产品除了提供基本的产品说明、产品保护、外观美化等功能外，还会通过符合化的设计方法、故事化设计方法和结合IP运营的创意设计等方法，向消费者传递品牌文化故事及产品文化内涵，激发消费者购买欲望，提升产品附加值。

图38：随着市场竞争的加剧，创意包装企业更加注重个性、创意产品的研究开发



资料来源：招股说明书、开源证券研究所

生产方式的智能化逐步加深。国内劳动力成本和原材料价格上涨引发创意包装生产成本逐步攀升。为了降低生产成本，具备一定实力的创意包装企业陆续引入了先进的自动化、智能化生产设备，通过现代信息技术与制造技术融合创新实现设计、供应、生产与销售等业务的协同，从而优化整体流程并降低生产成本。

生产过程更加重视绿色化。随着消费者、包装生产企业环保意识的增强和各项产业政策的落地实施，绿色化创意包装产品的市场需求将快速增长，国内具备技术实力的创意包装企业开始着手就环保新材料和新工艺进行研发，创意包装企业也将

更加注重生产线的绿色化，最终实现研发、设计、生产与经营管理的绿色集成创新。

表2：近年来多个政策对包装绿色化提出要求

时间	政策	相关内容
2022年9月8日	《关于进一步加强商品过度包装治理的通知》	加强包装领域技术创新。推动包装企业提供设计合理、用材节约、回收便利、经济适用的包装整体解决方案，自主研发低克重、高强度、功能化包装材料及其生产设备，创新研发商品和快递一体化包装产品。
2022年7月8日	《上海市碳达峰实施方案》	深入推进塑料污染治理，强化一次性塑料制品源头减量，推广应用替代产品和模式，规范塑料废弃物的回收利用。加快推动快递包装绿色转型，减少二次包装，推广可循环、易回收的包装物。
2021年7月7日	《“十四五”循环经济发展规划》	推行重点产品绿色设计，推动包装和包装印刷减量化。构建废旧物资循环利用体系，建设资源循环型社会。
2016	《关于加快我国包装产业转型升级发展的指导意见》	以互联网和物联网技术为核心，建立设计、制造、技术与标准的开放共享机制，推动生产方式向柔性、智能、精细转变，大力推广集协同制造、虚拟制造及网络化制造等为一体的先进制造模式，构造智能包装生态链。 推行简约化、减量化、复用化及精细化包装设计技术，扶持包装企业开展生态（绿色）设计，积极应用生产质量品质高、资源能源消耗低、对人体健康和环境影响小、便于回收利用的绿色包装材料。

资料来源：中共中央官网、国家发改委官网、工信部官网、开源证券研究所

发展模式趋于品牌化、一体化。包装产业三十多年来以量增长为主的模式已趋于结束，粗放式的发展模式导致了严重的产品同质化和激烈的市场竞争。在产业结构调整与升级的转折时期，越来越多的包装企业开始转变发展模式，注重自身品牌的发展以及创意设计的建设。随着下游行业商业模式转变和价值链分工的持续深化，客户对包装一体化解决方案的需求将越来越大，品牌知名度高、创意设计能力强、设计生产营销一体化的企业，才具有可持续发展的能力。

2.5、行业壁垒：创意设计能力+工艺技术+品牌效应

创意设计能力是创意包装行业的重要壁垒。创意包装是以文化为基础、以创意设计为核心，是人的知识、智慧和灵感物化表现的产业，创意设计能力是该产业的核心竞争力。行业内企业需要根据客户诉求，在统一的艺术构思中运用丰富的艺术表现手法，依据特定环境进行创意设计，大多难以确定标准化的设计方案，需要创意设计团队在深刻理解客户需求、项目背景、地域文化历史等之后进行量身定制，对创意设计团队的创意设计能力和艺术灵感提出了很高的要求。除此之外，项目经验的积累也是重要的一环，能帮助设计团队加深对客户需求及创意设计的理解，并逐步形成具有较强艺术表现力和感染力的创意设计能力。

创意包装对外观设计、原材料选择、印刷工艺均有较高的要求。在印刷工艺上，品牌客户对包装产品的平整度、光泽度、爽滑度、耐磨性、耐温性、模切精度等诸项指标都有极高的要求；在防伪要求上，包装印刷企业需采用特种油墨、复杂印刷

工艺、微纳材料等技术以增加印刷难度，提高防伪特性；在确保产品的稳定性上，包装印刷对承印材料的印刷适应性、油墨的特性、印刷设备的速度、印刷压力和张力的控制、操作人员的水平以及生产环境的温湿度都有较高的要求，这些共同构成了创意包装行业的**工艺技术壁垒**。

创意包装企业的**品牌效应**日益凸显。随着包装产业的不断发展，下游中高端消费品企业对于创意设计能力、工艺转化研发能力及交付的及时性的需求逐渐提高，企业品牌成为下游中高端消费品企业选择创意包装企业时重点考虑的因素，中高端消费品企业更愿意与品牌知名度高的企业合作。较高的品牌知名度、良好的口碑有利于赢取客户的信任，提升市场占有率，树立品牌是企业获取商业利益的有效途径，品牌逐渐成为企业综合实力的载体。

2.6、竞争格局：柏星龙毛利率优势明显，研发费用率连续位列第一

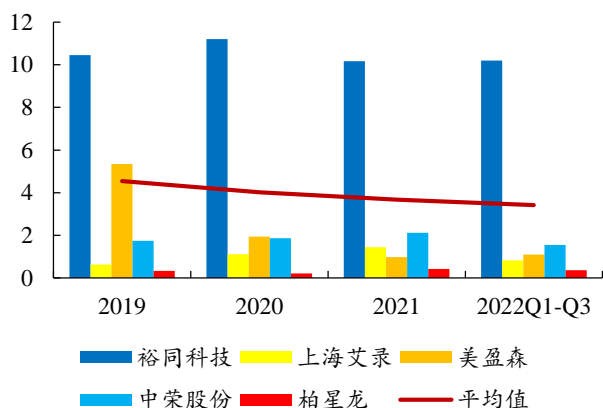
根据柏星龙的主营业务与主要产品选取裕同科技、上海艾录、美盈森、中荣股份作为行业可比公司。

图39：选取裕同科技、上海艾录、美盈森、中荣股份作为行业可比公司

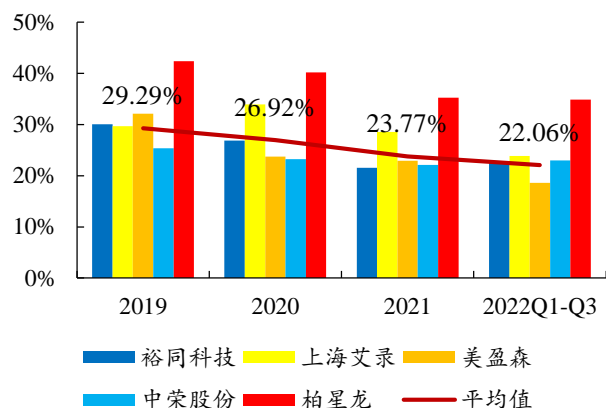


资料来源：各公司官网、招股说明书、开源证券研究所

与同行业公司相比，柏星龙的产品及服务主要以创意设计为业务驱动，在创意设计团队建设、创意设计业务体系建设等方面进行了较大投入，凭借优秀的创意设计能力，已能取得持续稳定的设计业务收入，并获得多项国际设计大赛奖项，创意设计能力获得市场较认可；相较于同行业可比公司，柏星龙业务更聚焦于酒类、化妆品等产品附加值较高的行业。

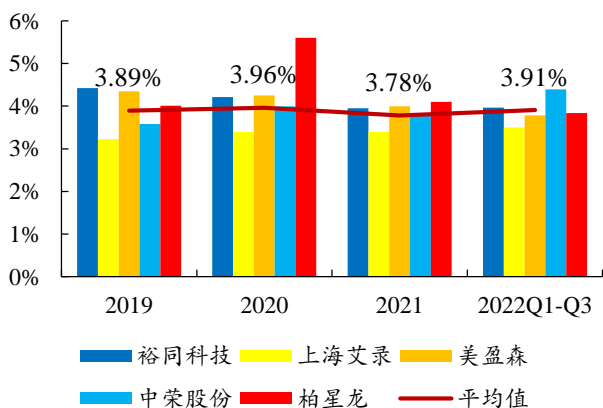
图40：裕同科技归母净利润最高（亿元）


数据来源：Wind、开源证券研究所

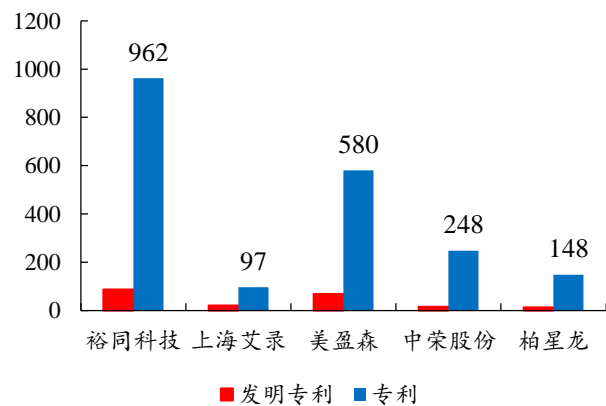
图41：柏星龙毛利率优势明显


数据来源：Wind、开源证券研究所

从归母净利润方面看，柏星龙规模尚且弱于裕同科技等行业大型包装企业，但毛利率明显高于同行业可比公司，这与柏星龙业务更加注重创意设计、工艺较为复杂，产品定价包含了创意设计等的溢价有关。

图42：2020年、2021年柏星龙的研发费用率位列第一


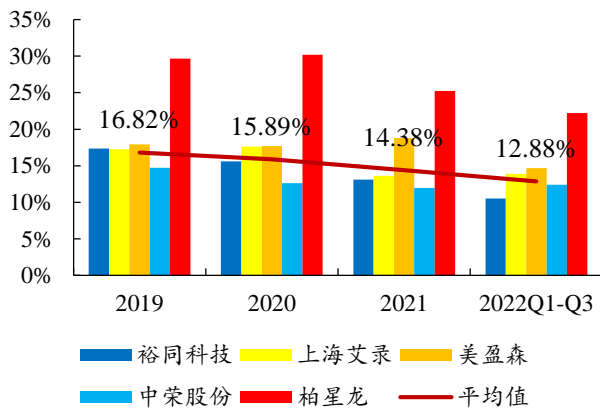
数据来源：Wind、开源证券研究所

图43：柏星龙专利数148项


数据来源：Wind、开源证券研究所

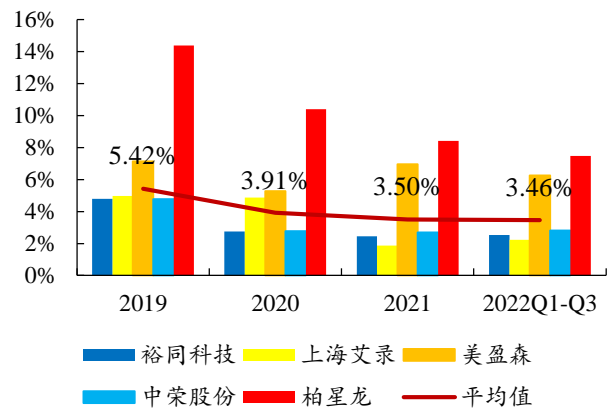
研发上，2020年、2021年柏星龙的研发费用率位列第一，2019-2021年的研发费用率都保持在4%以上，专利数达到了148项。

图44：期间费用率与平均值差距减小



数据来源：Wind、开源证券研究所

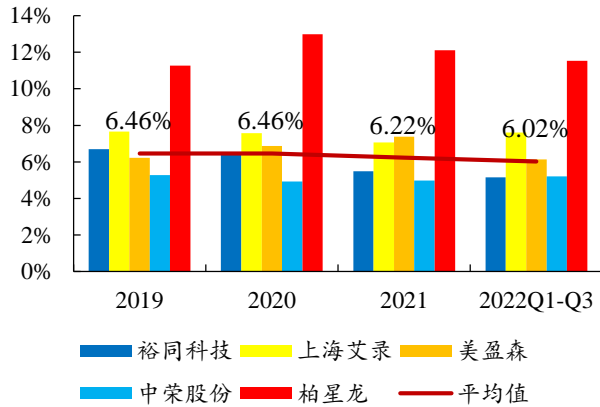
图45：柏星龙销售费用率逐年下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

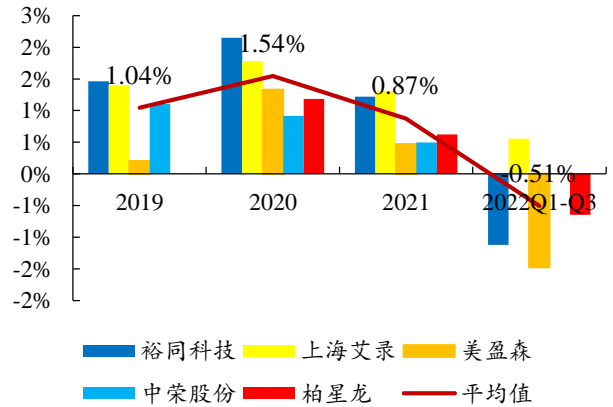
期间费用上，柏星龙的销售费用率、管理费用率都高于上市可比公司平均值，但总体差距在逐年减小，财务费用率略低于可比公司均值。

图46：管理费用率高于上市可比公司平均值



数据来源：Wind、开源证券研究所

图47：柏星龙财务费用率略低于可比公司均值



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、亮点探寻：创意包装中的“专精特新”，获 103 项设计大奖

3.1、设计与技术优势：103 项设计大奖，157 项专利+271 项作品著作权

柏星龙在发展历程中共获得 103 项国际设计大奖，在业内树立了良好的用户口碑与品牌影响力。这些奖项中包括了世界设计三大奖中的德国红点奖 15 项、德国 IF 国际设计大奖 21 项、包装设计行业主要奖项中的 Pentawards 大奖 7 项、世界之星 34 项、莫比乌斯广告奖 9 项、意大利 A'设计大奖 15 项、IAI 设计奖 1 项及 Ctypeawards 奖 1 项。其中，2018 年获得的第 47 届莫比乌斯最佳作品奖，创中国地区 20 年来最

佳纪录；设计作品“吃个啥”获得了 2021 年 Pentawards 国际创意大奖食品类金奖。

在技术研发方面，截至 2021 年 12 月 31 日，柏星龙共有设计和研发人员 121 人，主要在新材料、新工艺、新防伪、新结构、生产自动化、产品智能化等维度进行了较大投入，自主研发了高光泽立体烫金、3D 悬浮微纳防伪技术、纹理烫金技术、UV 数码浮雕立体肌理技术、防伪卡扣等核心技术；并致力于新技术的持续开发，解决行业内的防伪技术、低碳环保等相关技术难题。

表3：2019 年至 2022 年，柏星龙共有 34 项研发项目

2019 研发项目	2020 研发项目	2021 研发项目	2022 研发项目
异形酒盒型结构设计与自动生产线设备改造技术研究	微纳光学与旋转破坏式瓶盖防伪技术研究	透亮金属风专属色彩油墨印刷工艺研发	民族风纸塑包装设计与表面处理工艺应用
光变磁化珠光油墨防伪工艺研发	轻奢现代风 3D 动态烫印材料研发	多段变色感温油墨材料研发	千禧风折光变色 UV 丝印油墨印刷工艺的研发
动态旋转包装结构设计与生产工艺研发	青花瓷智能动态墨水屏技术研发	可用于喷墨打印的弱溶剂油墨研发	基于海德堡 6+2 印刷设备联机水性逆向油材料的研发
基于波点傅里叶变换的光栅加密防伪技术研究	替塑环保油墨材料技术研发	复古仿皮革纹理包装设计 with 工艺应用	生态风纳米仿金属烫印材料的研发
立体包装结构设计与动态展示技术研究	新中式复古青铜纹多波段感光防伪花纸材料研发	悬浮视觉微纳光学技术研发	替塑环保光油材料的研发
民国风冷光材料包装设计与工艺应用	古典国风高浮雕肌理数码增效工艺技术研发	科技风立体铝牌光刻技术研发	环保风 PLA 基材触感哑膜材料的研发
生态风包装设计与立体微纳胶印技术研发	防伪复合膜材料研发	新式隐形印刷防伪技术研发	仿刺绣纹理包装设计 with 击烫工艺研发
现代科技风 NFC 感应光源智能包装技术研发	多层双色定位全息烫印膜材料研发	环保型可降解覆膜材料的研发	顶部开启式包装设计 with 防伪技术研发
韵味风包装设计与星光膜技术研发		国潮风包装设计与多维哑膜工艺研发	

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

截至 2022 年上半年，柏星龙共获得专利共 157 项，其中包括发明专利 13 项、实用新型专利 59 项和外观设计 85 项，作品著作权 271 项，并于 2020 年荣获中国专利优秀奖和行业主管部门颁发的多项荣誉。

表4：凭借优秀的设计能力获得行业主管部门颁发多项荣誉

荣誉名称	时间	颁发机构	具体情况
广东省工业设计中心	2019	广东省工业和信息化厅	该设计中心评定条件包括但不限于：对工业设计从业人数、学历、中心投入等方面有较高要求，用于工业设计的投入处于全省行业领先水平；工业设计中心拥有设计水平高、实践经验丰富的设计领军人物等
深圳市工业设计中心	2014	原深圳市经济贸易和信息化委员会（现深圳市工业和信息化局）	该设计中心评定条件包括但不限于：对工业设计中心创新能力、人员数量、学历、知识产权数量等提出要求，并明确要求用于工业设计的投入处于行业领先水平，工业设计水平在同行业处于领先地位

荣誉名称	时间	颁发机构	具体情况
2021年度深圳市版权创新发展基地	2021	深圳市知识产权局	获得该荣誉的企业需要拥有一定数量的已登记版权，并实现一定规模的版权收入，2021年只有4家企业获得该荣誉
深圳市优秀新兴业态文化创意企业	2020	深圳市文体旅游局	由主管单位每年评选不超过10家企业能获得该荣誉。主管单位从企业成长性、创新性、示范性多维度考评，包括但不限于主导产品或服务的文化创意水平、产技术或营销手段的创新程度、原创知识产权、企业经营模式、行业知名度以及影响力等
深圳文化企业100强（2019—2020年）、深圳文化企业100强（2020—2021年）	2020、2021	深圳市文化广电旅游体育局（深圳市文体旅游局）	该荣誉对企业成长性有较高要求，由深圳市文化广电旅游体育局进行评定

资料来源：一轮问询的回复、开源证券研究所

设计与技术创新有效丰富了柏星龙的产品种类，目前拥有纸板盒、卡盒、箱、手袋及其他中高端创意包装产品等不同系列、规格的产品，能有效满足国内外不同客户的需求，提升市场竞争力。

3.2、客户优势：合作多个国内外大牌，大客户依赖度逐步下降

凭借优秀的创意能力、优质的工艺技术、高效的交付能力和多年的积累，柏星龙与多个国内、外知名品牌建立了良好的合作关系，具备客户优势，与品牌客户建立稳定合作关系，不仅能形成良好产品形象，还有助于开拓新的优质客户

图48：柏星龙与多个国内外知名品牌建立了良好的合作关系



资料来源：招股说明书、开源证券研究所

柏星龙的主要客户在国内外市场具有一定的影响力，其技术与服务的需求往往反映国内外包装行业未来的发展趋势，与这些客户的合作一方面有力推动了柏星龙技术水平的不断提高和服务手段的不断改进，另一方面也促进了柏星龙管理水平提升。

从前五名客户构成上看，五大客户基本相对稳定，但销售收入合计占营业收入的比例逐年下降，从2019年的61.48%下滑至2022年上半年的40.54%。柏星龙在维护现有大客户的同时，大力拓展其他现有客户和新客户的销售规模所致，客户依赖

度降低，相关风险也随之降低。

3.3、募投项目：惠州柏星龙智能制造，创意设计与技术研发中心建设

柏星龙本次拟公开发行股票不超过 1,296.30 万股。募集资金扣除发行费用后的净额将全部用于主营业务相关的项目，预计投入募集资金总额 22,000 万元。本次公开发行股票募集资金拟用于以下项目：

表5：募集资金拟用于惠州柏星龙智能制造，创意设计与技术研发中心建设（万元）

项目名称	投资总额	募集资金投入金额
惠州柏星龙包装有限公司创意包装智能制造生产建设项目	34,125.32	17,138.41
创意设计与技术研发中心建设项目	5,861.59	4,861.59
合计	39,986.91	22,000.00

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

创意包装智能制造生产建设项目的实施主体为子公司惠州柏星龙包装有限公司，项目建设周期为 36 个月，总投资 34,125.32 万元。

项目建设期的主要工作内容包括：厂房和配套设施的土建工程、装修、水电工程，生产设备及配套设施购置及安装调试，人员招聘及培训，试运行与验收，为正式生产做好准备。

表6：创意包装智能制造生产建设项目总投资 34,125.32 万元

序号	指标名称	投资额	占比
1	建设投资	31,340.86	91.84%
1.1	设备购置及安装费	13,239.07	38.80%
1.2	软件购置费	300	0.88%
1.3	土建工程费	16,719.19	48.99%
1.4	建设工程其他费用	1,082.60	3.17%
2	预备费	940.23	2.76%
3	铺底流动资金	1,844.23	5.40%
	合计	34,125.32	100.00%

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

该募投项目建成达产后，年新增营业收入 72,019.03 万元，年均新增净利润 9,063.70 万元，项目税后内部收益率为 19.66%，税后静态投资回收期为 6.53 年（包含建设期）。

创意设计与技术研发中心建设项目的实施主体为柏星龙，项目建设周期为 24 个月，总投资 5,861.59 万元。

表7：创意设计与技术研发中心建设项目总投资 5,861.59 万元

序号	指标名称	投资额	占比
1	建设投资	4,198.87	71.63%
1.1	租金投入	381.78	6.51%
1.2	装修工程	443.5	7.57%
1.3	新增设备投入	1,521.84	25.96%
1.4	新增软件投入	1,851.75	31.59%
2	预备费	114.51	1.95%

序号	指标名称	投资额	占比
3	人员费用及其他投入	1,548.20	26.41%
	合计	5,861.59	100.00%

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

该项目主要通过购置先进的设备和软件、引进和培养一批高质量设计和研发人才，提高公司的创意设计和技术研发实力，增强公司的核心竞争力，不断提升公司行业地位。

2021年柏星龙产能利用率92.29%，产销率102.55%，募投项目将进一步扩大产能，提升产品生产过程智能化、提升产品形象设计业务能力，提高创意设计核心竞争力，支撑未来业务扩张

3.4、估值对比：三年归母净利润 CAGR 达 8.22%，底价对应发行后 PE 21X

本次柏星龙的发行方案中发行价 11.80 元/股，当前总股本为 5,185.20 万股，本次拟发行数量不超过 1,296.30 万股（不含超额配售选择权）。

估值对比方面，主要选取裕同科技、上海艾录、美盈森、中荣股份作为估值对比标的。

按 2021 年业绩计算，对应发行后 PE 为 21.2X，柏星龙的 PE 2021 为 14.1X，低于 2021 年行业平均 32.0 X。柏星龙的 PE TTM 为 10.5X，低于可比公司均值 28.5X。

除此之外，柏星龙近年研发和设计创新属性突出，在可比公司中研发费用率位列第一，曾获得 103 项国际设计大奖。随着募投项目顺利推进，柏星龙的创意设计和技术研发实力得到提升，建议申购。

表8：柏星龙三年归母净利润 CAGR 达到 8.22%，高于行业可比上市公司均值

公司名称	股票代码	市值（亿元）	PE(TTM)	PE(2021)	三年归母净利润 CAGR	2022Q1-Q3 毛利率
裕同科技	002831.SZ	294.88	21.54	28.99	2.46%	22.83%
上海艾录	301062.SZ	35.59	31.66	24.60	40.87%	23.86%
美盈森	002303.SZ	54.82	42.02	55.43	-37.30%	18.60%
中荣股份	301223.SZ	40.25	18.88	18.98	21.62%	22.96%
均值		106.39	28.53	32.00	32.00	22.06%
中值		47.53	26.60	26.79	26.79	22.89%
柏星龙	833075.NQ	5.96	10.58	14.12	8.22%	34.84%

数据来源：Wind、开源证券研究所

4、风险提示

对主要客户依赖的风险、市场竞争加剧的风险、宏观经济波动及下游行业周期性风险。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn