

2022 年 12 月 06 日

春光药装：分羹奶酪蓝海，领先的液体灌装设备“小巨人”

北交所研究团队

——北交所新股申购报告

诸海滨（分析师）

zhuhainbin@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

● 奶酪液体灌装设备行业的领导者，受益行业高增 2021 年净利润大幅增长

春光药装成立于 1999 年，主营高柔性智能包装装备。传统业务为药品包装设备，2019 年进入奶酪液体灌装领域，在行业中具备先发优势，经过多年研发技术水平达到国际先进水平，打破了乳制品液体灌装设备市场绝大多数份额被意大利尤尼菲尔（Unifill）等国外企业占领的格局，由此收获国内市场份额 55%，同时进入客户核心供应链，维持长期稳定的合作关系。依托行业市场核心地位和客户“重质轻价”特点获得了高毛利率。截至 2022H1 在手订单充足，为 1.43 亿元已超 2021 全年。

● 春光药装为包装装备“小巨人”，募投达产后可增加营收 2.5 亿元

春光药装充分受益奶酪行业高速增长，奶酪灌装设备实现 3 年营收过亿，当前食品、药品包装设备收入比例为 6:4。当前产能利用率较高，本次公开发行拟募资 1.6 亿元，继续发力主业食品与药品包装，扩大现有产能并新增吸吸奶酪、夹心奶酪等新品类设备。募投项目建成按计划达产后将增加营入 2.5 亿是 2021 年度收入的 1.4 倍具有较高弹性。

● 奶酪行业景气高，年均约 25%-30% 增长

根据中国奶业协会制定的《奶酪创新发展助力奶业竞争力提升三年行动方案（2023 年-2025 年）》，奶酪发展总体目标为“到 2025 年，全国奶酪产量达到 50 万吨，全国奶酪零售市场规模突破 300 亿元。”根据上述目标测算，2021 年-2025 年间，奶酪市场规模复合增长率超过 25%。头豹研究院发布的研究报告《2022 年中国奶酪棒行业报告：主攻家庭市场的百亿赛道》，预测 2026 年我国奶酪市场规模或将达到 475 亿元。由此测算，2021 年至 2026 年，我国奶酪市场规模复合增长率为 31.09%。

● 申购建议：

从估值来看，可比公司市值均值 58.73 亿元，市盈率 TTM 均值 24.7X，中值 25.1X。本次发行底价为 10 元/股，当前总股本为 5250 万股，预计发行股数不超过 1600 万股（未考虑超额配售选择权），对应 TTM 市盈率为 14.5X，低于可比公司平均估值。考虑到公司下游奶酪行业高速成长性和药品包装的稳定性，建议参与申购。

● 风险提示：食品包装业务可持续性风险、偿债能力的风险、新股破发风险

相关研究报告

《半导体硅材料项目投料生产，与天
日先导合作拓展硅烷气业务—北交所
信息更新》-2022.12.5

《纬达光电：深耕偏光片领域的国产
替代制造商，突破产能瓶颈打开空间
—北交所新股申购报告》-2022.12.5

《纳科诺尔：锂电池辊压设备“小巨
人”，下游扩产业绩迎来上升期—新三
板公司研究报告》-2022.12.5

目 录

1、 亮点先导：奶酪液体灌装设备行业的先行者和领先者	4
1.1、 行先者：奶酪液体灌装包装先发优势，2021年享受快速增长红利	4
1.2、 领先者：进口替代，市场份额第一，定价超越50%高毛利率	5
1.2.1、 高技术水平达到进口替代	5
1.2.2、 产品优势占领高市场份额	5
1.2.3、 市场地位享受高毛利率	6
1.3、 覆盖行业主要玩家，在手订单多	7
1.3.1、 奶酪主流玩家全覆盖	7
1.3.2、 低温、常温、各奶酪新品类设备全覆盖	7
1.3.3、 传统药装设备业务亦营收稳定，在手订单1.4亿	8
2、 公司情况：包装“小巨人”，募投达产可实现营收2.5亿	9
2.1、 发展历程：20多年来布局拓展业务，国家级专精特新“小巨人”	9
2.2、 股权结构：控股股东、实际控制人统一，控制权稳定	10
2.3、 主营业务：液体灌装装备通用于药品、食品	10
2.4、 商业模式：以销定产，采购项目不依赖特定组件	13
2.5、 募投项目：达产可产生2.5亿营收	14
3、 行业情况：奶酪包装景气度高，药品包装增长稳定	15
3.1、 市场规模：包装专用设备与奶酪市场分别约50%与30%年均增长	15
3.2、 同行比较：净利率超20%，盈利能力、成长性高于同行	17
3.3、 估值对比：可比公司最新PE TTM均值24.7X，公司PE14.5X	18
4、 风险提示	19

图表目录

图 1： 2021年奶酪行业进入快速发展期	4
图 2： 我国奶酪行业市场规模2021年增长率达33.7%	4
图 3： 春光药装受益奶酪灌装设备收入大幅增长	5
图 4： 奶酪灌装设备高利润，2021年净利润首超3500万	5
图 5： 与中亚科技主要可比产品为常温奶酪棒灌装设备，与永创智能具备部分相似性	6
图 6： 春光药装的毛利率超越50%，远高于同行	7
图 7： 合作客户多，包含医药和食品众多知名企业	9
图 8： 业务不断拓展，2022年获国家级第四批专精特新“小巨人”称号	10
图 9： 控股股东、实际控制人为毕春光、边境	10
图 10： 2020年食品包装起量，2021年跃居第一大业务	11
图 11： 当前食品包装设备占总营收比例近60%	11
图 12： 从上至下分别为常温和低温乳制品液体灌装设备	12
图 13：“棒棒奶酪”通过春光药装食品包装设备成型	12
图 14： 液体罐装装备为公司支柱型产品	12
图 15： 条袋包装设备实现（半）流体、粉剂、颗粒、片剂、胶囊等中药制剂全覆盖	13
图 16： 以内销和直销为主的销售模式	13
图 17： 具备季节性，第四季度占比2019-2021年超35%	13
图 18： 产销率在100%上下小幅波动，公司采取以销定产的生产模式	14

图 19: 2021 年公司采购金额为 1.16 亿 (单位: 万元)	14
图 20: 采购项目多样且不依赖某一特定组件.....	14
图 21: 当下产能固定, 需扩产提高	15
图 22: 产能利用率已达饱和, 慕投消化乐观.....	15
图 23: 包装专用设备产量 5 年 CAGR 48.56%	16
图 24: 行业景气, 竞争厂商增多	16
图 25: 全球医药行业预计 2025 年 1.7 亿美元.....	16
图 26: 我国医药市场预计 2025 年 2.3 亿元.....	16
图 27: 2021 年营收 1.79 亿规模较小 (单位: 亿)	17
图 28: 2021 年净利润 4420 万有成长空间 (单位: 万)	17
图 29: 净利润率 2021 年起实现反超, 受益奶酪包装业务高毛利.....	18
图 30: 三年营收 CAGR 30% 中游偏上.....	18
图 31: 三年归母净利润 CAGR 101.13%	18
 表 1: 公司产品在同类产品供应商中占比高.....	5
表 2: 产品几乎涵盖全部奶酪行业主要竞争对手 (单位: 万元)	7
表 3: 当前可生产出奶酪棒、奶片; 慕投建成后增加吸吸奶酪、夹心奶酪等多种类型	8
表 4: 食品、药品包装设备的生产应用的原材料相同, 部分技术共用	8
表 5: 在手订单充分, 2022H1 明显高于同期数据	8
表 6: 董事长毕春光先生深耕机械行业	10
表 7: 慕投将扩产智能自动化装备生产 (单位: 万元)	14
表 8: 慕投项目仍专注食品、药品包装领域.....	15
表 9: 春光药装应用食品和医药包装, 诚益通、楚天科技经营范围广	17
表 10: 可比公司最新 PE TTM 均值 24.7X, 春光发行 PE (TTM) 为 14.5X	19

1、亮点先导：奶酪液体灌装设备行业的先行者和领先者

1.1、先行者：奶酪液体灌装包装先发优势，2021年享受快速增长红利

奶酪行业2021年进入快速发展期。之前受饮食习惯限制，乳制品行业主要细分赛道为液态奶、酸奶等；而随着健康消费趋势，奶酪以其丰富的营养、浓郁的奶香及丝滑的口感在儿童食品中占得一席之地，成为儿童食品消费升级的方向之一。

根据Statista数据，2016年我国奶酪进口量为9.72万吨，至2020年涨至12.92万吨。2021年我国奶酪进口量激增至17.62万吨，同比增长36.38%。2021年全球奶酪市场规模为776亿美元，预计至2027年，将持续增长至1,133亿美元，市场前景良好。Euromonitor数据显示及预测，2021年我国奶酪零售市场规模达122.7亿元，未来几年仍在高速增长期。

图1：2021年奶酪行业进入快速发展期

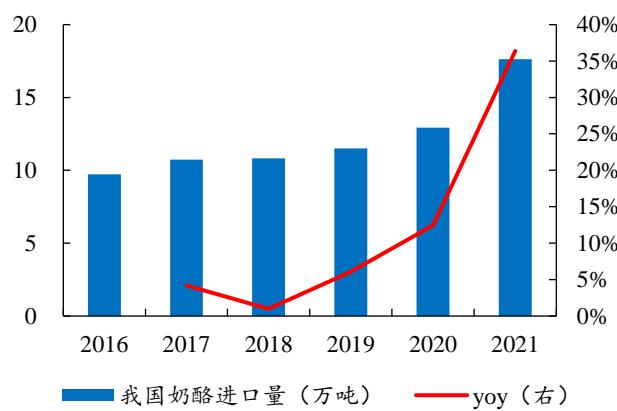
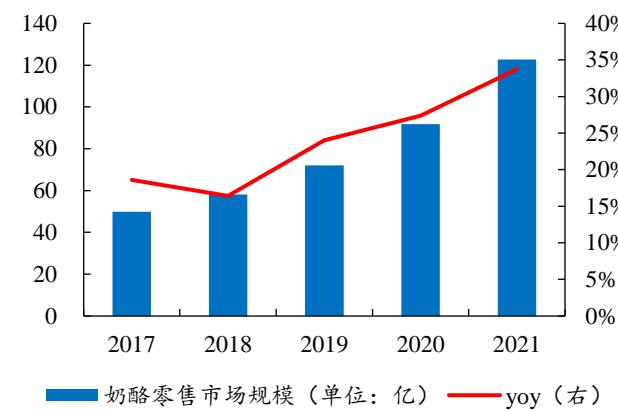


图2：我国奶酪行业市场规模2021年增长率达33.7%



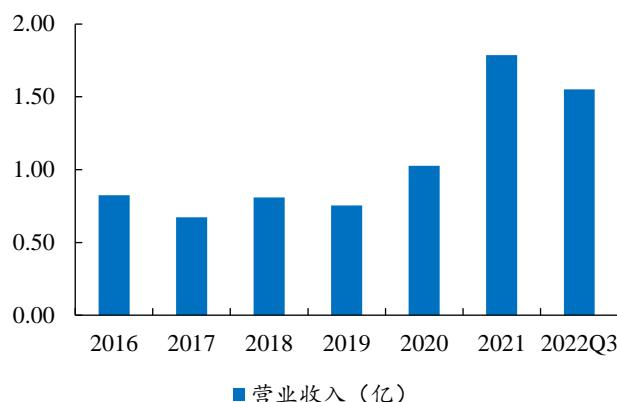
资料来源：Statista、开源证券研究所

数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

顺应奶酪潮流，2019年春光药装积极布局奶酪包装设备。春光药装自2019年开始拓展进入食品包装设备领域，凭借自身在药品铝塑包装领域积累技术基础和在药品液体灌装领域技术与经验，针对奶酪棒包装的新需求成功研发食品液体灌装装备并实现量产。

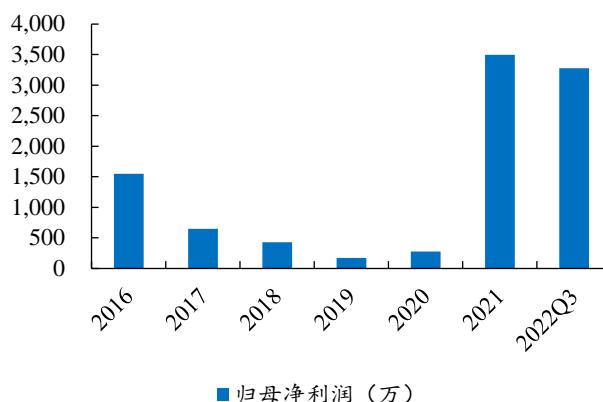
得益于国内奶酪棒市场近年的蓬勃发展，春光药装与伊利、妙可蓝多、妙飞、蒙牛等多家乳品行业龙头企业签订销售合同，随着乳品行业主要厂家不断加大奶酪产品生产投入，食品包装设备业务规模迅速增加。2020年以后，药品包装设备需求稳定，食品包装设备收入快速增长。

图3：春光药装受益奶酪灌装设备收入大幅增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：奶酪灌装设备高利润，2021年净利润首超3500万



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、领先者：进口替代，市场份额第一，定价超越50%高毛利率

1.2.1、高技术水平达到进口替代

2020年起技术水平进口替代 Unifill。在春光药装进入乳制品液体灌装设备市场前，乳制品液体灌装设备市场绝大多数份额被意大利尤尼菲尔（Unifill）等国外企业占领，国内乳制品液体灌装设备的国产化率相对较低，因此国内乳制品行业客户对于乳制品液体灌装设备国产化需求意愿较强。随着公司2020年成功研发低温奶酪包装装备，并随之研发出常温奶酪包装装备，技术性能已实现对意大利 Unifill 公司产品进口替代。

1.2.2、产品优势占领高市场份额

招股书显示，春光药装低温奶酪液体灌装第一，奶酪包装设备市场份额53.55%。春光药装成功与乳制品行业龙头企业伊利、蒙牛、妙可蓝多、妙飞、光明乳业等公司达成合作。2022年7月，公司取得了中国包装联合会出具的证明：“春光药装的低温奶酪液体灌装装备2021年国内市场占有率在行业同类产品中名列第一，常温奶酪液体灌装设备2021年国内市场占有率达到53.55%。”

从市场份额来看，公司招股书披露测算数据：按照奶酪棒单支2元，每台奶酪包装设备每天连续工作12小时，每小时产量9000支计算，预计2021年我国奶酪包装设备需求数量为155台。春光药装截至2021年末已实现销售奶酪包装设备83台，占市场份额53.55%，未来仍存在一定的市场空间。

与核心客户维持长期合作关系。下游客户选择供应商的标准较高，需对目标供应商的行业地位、技术实力、项目成功案例、售后服务等多方面进行考察，供应商选定后，一般不轻易更换。

表1：公司产品在同类产品供应商中占比高

序号	客户名称	同类产品其他主要供应商名称	同类产品供应商占比
1	伊利	意大利尤尼菲尔公司	20-25%
2	妙飞	意大利尤尼菲尔公司	15-25%
3	妙可蓝多	杭州中亚机械股份有限公司、意大利尤尼菲尔公司	70-80%

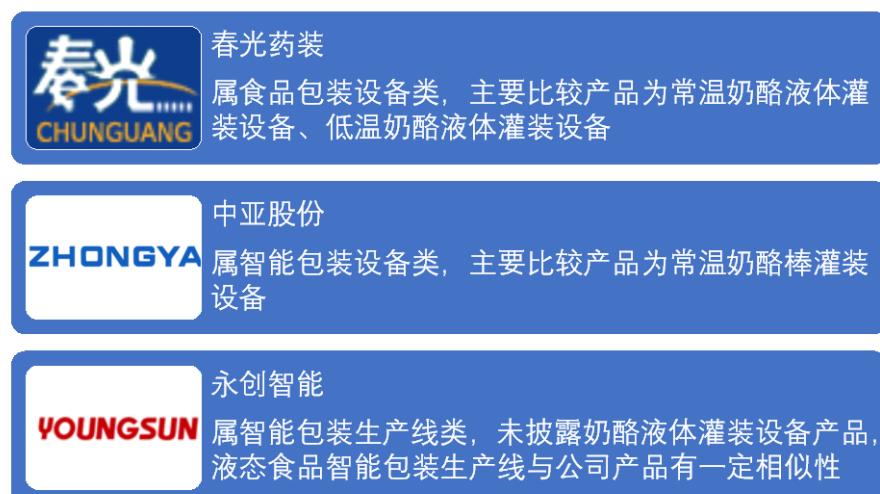
序号	客户名称	同类产品其他主要供应商名称	同类产品供应商占比
4	熊猫乳品	无	无
5	蒙牛	杭州中亚机械股份有限公司、意大利尤尼菲尔公司	80-90%
6	光明乳业	杭州中亚机械股份有限公司、意大利尤尼菲尔公司	45-55%

资料来源：公司问询函回复、开源证券研究所

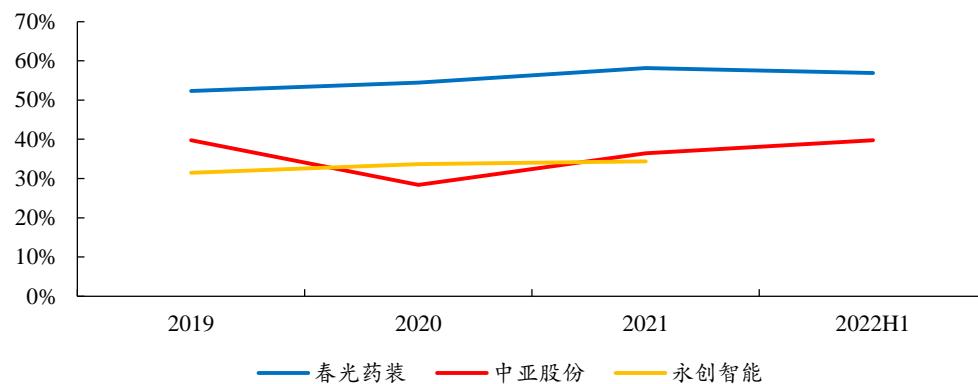
1.2.3、市场地位享受高毛利率

依托奶酪行业市场地位和客户“重质轻价”特点获得高毛利率。在乳制品行业加速布局乳制品细分奶酪行业下，乳制品行业知名企业为抓住奶酪蓝海市场高速增长契机，对奶酪液体灌装设备需求较强，注重设备质量、工艺水平和品牌价值等方面，价格敏感度相对较低，通常愿意用较高的价格寻求符合其奶酪产品生产要求的设备，着重考虑设备能否达到提升生产效率、产品质量和食品安全等方面要求。作为奶酪液体灌装设备行业的先行者和领先者，春光药装的毛利率保持在较高水平。

图5：与中亚科技主要可比产品为常温奶酪棒灌装设备，与永创智能具备部分相似性



资料来源：各公司官网、公司问询函回复、开源证券研究所

图6：春光药装的毛利率超越 50%，远高于同行


数据来源：Wind、开源证券研究所（注：永创智能 2022H1 未披露相关数据）

1.3、覆盖行业主要玩家，在手订单多

1.3.1、奶酪主流玩家全覆盖

下游客户覆盖乳品奶酪新旧势力。从披露的 2020-2022H1 前五大客户与 2022H1 新增订单数据来看，春光的食品奶酪包装设备覆盖了伊利、妙可蓝多、妙飞、广泽乳业、奶酪博士、君君乳酪、妙可奶业、芝享食品、新疆瑞园等企业，几乎覆盖奶酪行业主要龙头企业和行业新进入者。

表2：产品几乎涵盖全部奶酪行业主要竞争对手（单位：万元）

期间	序号	客户名称	金额
在手	1	内蒙古伊家好奶酪有限责任公司（伊利子公司）	4,158.40
在手	2	奶酪博士（安徽）食品科技有限公司	2,375.00
在手	3	山东君君乳酪有限公司	455
在手	4	郑州妙可奶业有限公司	400
在手	5	上海芝享食品科技有限公司	395.5
在手	6	新疆瑞园食品科技有限公司	235
2022H1	7	天津伊利乳品有限责任公司	4,679.06
2022H1	8	妙飞江苏食品科技有限公司	628.09
2021	9	妙可蓝多	2,767.71
2021	10	妙飞江苏食品科技有限公司	2,403.66
2021	11	天津伊利乳品有限责任公司	1,262.20
2020	12	天津伊利乳品有限责任公司	1,587.60
2020	13	妙飞江苏食品科技有限公司	584.07
2020	14	广泽乳业有限公司	504.42

资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.3.2、低温、常温、各奶酪新品类设备全覆盖

春光药装可通过低温与常温技艺生产各不同种类的奶酪平类产品，可做到生产出顺应消费者潮流奶酪产品的包装设备。

#按产品分类

奶酪消费可分为原制奶酪与再制奶酪，目前国内的奶酪消费主要集中在再制奶酪。随着消费者教育的逐渐完善，国内原制奶酪的市场规模有望进一步扩大。2022年2月16日，农业农村部发布《“十四五”奶业竞争力提升行动方案》，提出“鼓励企业开展奶酪加工技术攻关，加快奶酪生产工艺和设备升级改造，提高国产奶酪的产出率，研发适合中国消费者口味的奶酪产品”。

表3：当前可生产出奶酪棒、奶片；募投建成后增加吸吸奶酪、夹心奶酪等多种类型

时期	种类
当前	奶酪棒、奶片
募投建成后	除棒棒奶酪外，将新增吸吸奶酪、多色奶酪、夹心奶酪等多种类型

资料来源：公司问询函回复、开源证券研究所

#按工艺分类

2020-2021年间主要为低温奶酪液体灌装设备，2022年1-6月主要为常温奶酪灌装设备。无论已经验证的低温奶酪液体灌装设备，还是常温奶酪液体灌装设备，在设备性能、品牌优势和市场地位上均处于行业内领先地位。在常温领域已销售给同伊利、熊猫乳业、吉士丁等国内知名乳制品企业并持续拓展下游市场。

1.3.3、传统药装设备业务亦营收稳定，在手订单1.4亿

春光药装的产能规划和生产人员配备可以用于食品、药品不同类型产品的相同功能设备生产。因基础路线一致性，核心技术相关性。春光药装的食品、药品包装装备原材料相同，并共用核心技术。已研项目“SGA40液体灌装装备升级改造项目”，技术成熟，实现量产，两种领域均有应用。

表4：食品、药品包装设备的生产应用的原材料相同，部分技术共用

项目	相同内容
原材料	电器件；气动件、传动件；功能组件；模具、板体、玻璃体等零部件；钢材、铝材、包装膜等材料 灌装机封合技术：一种热封合牢固可靠、模具与热封合材料不粘连的技术。
核心技术	(一种半流体灌装机的网格状热封合模具（专利号：ZL202021440574.8）)； 灌装机图案对标技术：一种印刷图案与包装成品成型泡窝精确对应的技术。 (一种印刷热成型材料对版成型装置步进调整结构（专利号：ZL202120470180.5）)

资料来源：公司问询函回复、开源证券研究所

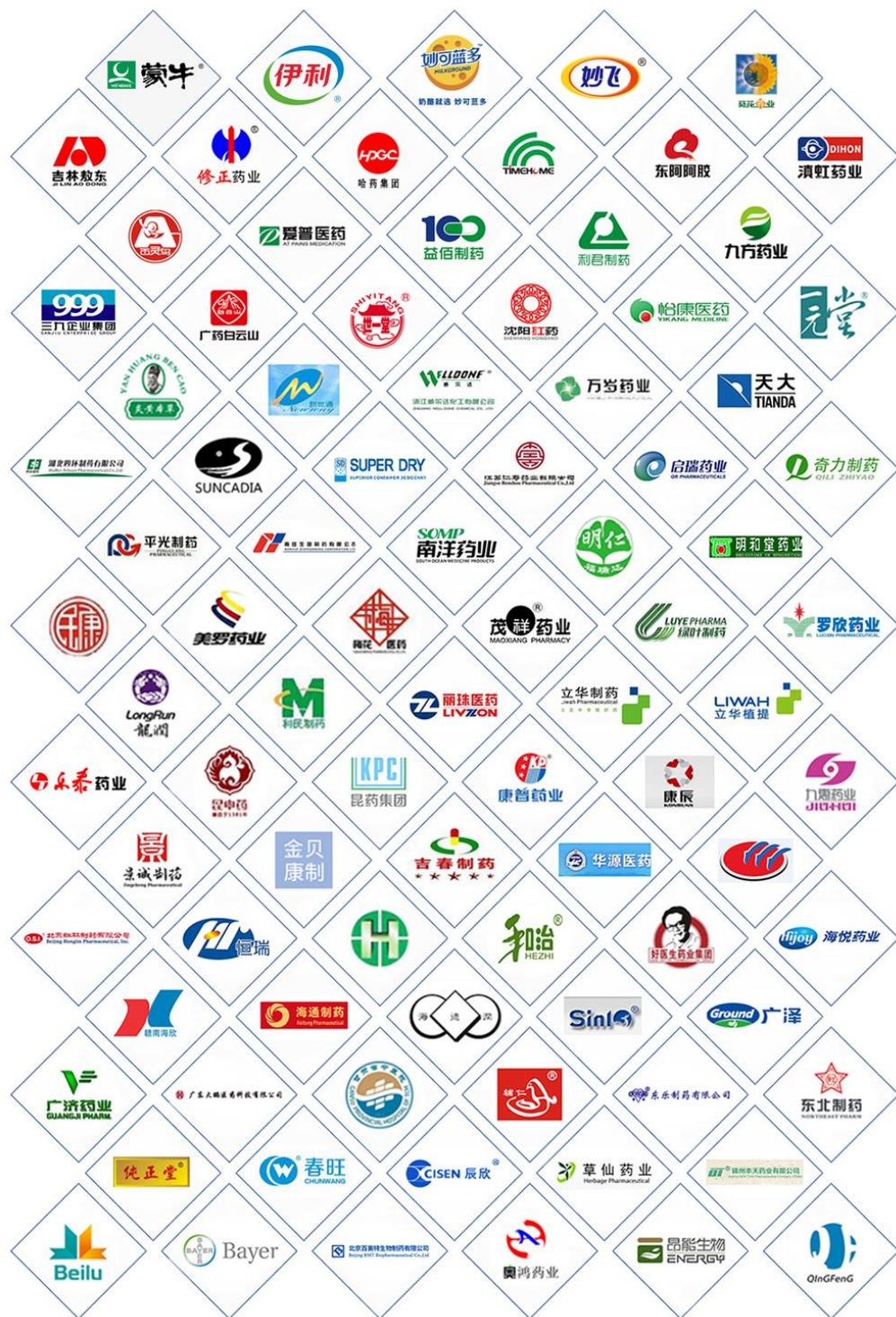
在手订单重组。2019-2022H1公司订单覆盖比例分别为64.70%、115.02%、151.40%和151.32%，期末在手订单覆盖比例呈现快速上升的趋势。截至2022年6月30日，拥有在手订单金额达1.43亿元，其中，食品包装设备的在手订单金额为8,243.90万元，药品包装设备的在手订单金额为6,098.35万元，均明显高于2021年同期的数据。

表5：在手订单充分，2022H1明显高于同期数据

项目	2019	2020	2021	2022H1
在手订单期末金额（含税）	3,636.74	7,406.38	15,496.98	14,342.25
存货期末余额	5,621.22	6,439.20	10,235.61	9,477.95
覆盖比例	64.70%	115.02%	151.40%	151.32%

资料来源：公司问询函回复、开源证券研究所

图7：合作客户多，包含医药和食品众多知名企业



资料来源：公司官网

2、公司情况：包装“小巨人”，募投达产可实现营收2.5亿

2.1、发展历程：20多年来布局拓展业务，国家级专精特新“小巨人”

辽宁春光制药装备股份有限公司成立于1999年，是集产品研发、生产、销售、技术服务为一体的现代化高新技术型企业，位于国内制药包装机械的发源地——锦州，经过20多年的发展拥有一支专业性强、创造力强、技术经验丰富的高级技术人才

和管理团队。先后承担了“2021 年辽宁省‘揭榜挂帅’科技攻关项目”“2015 年度辽宁省科技创新重大专项计划”等辽宁省重大科研项目，并荣获了第四批国家级专精特新“小巨人”等多项荣誉称号。

图8：业务不断拓展，2022年获国家级第四批专精特新“小巨人”称号

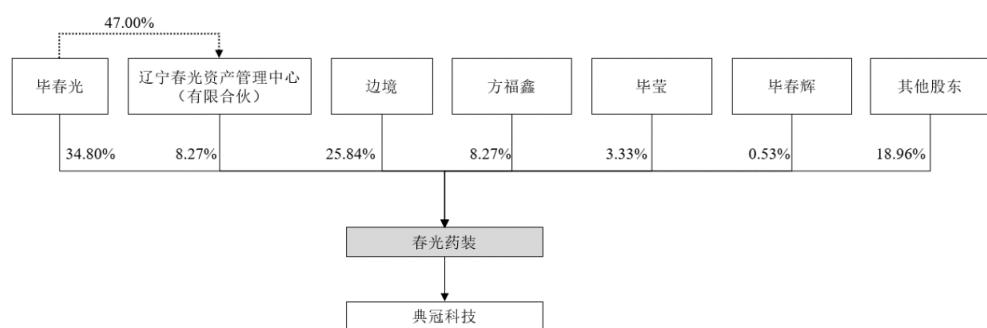


资料来源：公司公告、开源证券研究所

2.2、股权结构：控股股东、实际控制人统一，控制权稳定

董事长毕春光为实际控制人。毕春光直接持有公司 34.80%股份，通过辽宁春光资产管理中心（有限合伙）控制公司 8.27%股份；边境直接持有公司 25.84%股权，二位系发行人控股股东：合计控制发行前总股本的 68.91%。

图9：控股股东、实际控制人为毕春光、边境



资料来源：招股说明书、开源证券研究所

表6：董事长毕春光先生深耕机械行业

姓名	身份	简介
毕春光	九三学社成员、 锦州市政协委员、 历任锦州市第 15、16 届人大 代表， 现任公司董事长	1983 年 9 月至 1986 年 7 月，历任锦州机械厂车间技术员、车间主任、技术科长；1986 年 8 月至 1989 年 9 月，就读于辽宁工业大学；1989 年 9 月至 1996 年 7 月，历任锦州机械厂销售部长、销售副总经理；1996 年 9 月至 1999 年 5 月任锦州凌晶盐业集团公司锦州医药机械厂常务副总；1999 年 6 月至 2005 年 1 月，任职于锦州市春光制药机械厂；2005 年 2 月至 2011 年 6 月，任职于锦州春光包装机械有限公司；2011 年 7 月至 2015 年 12 月，任有限公司执行董事兼总经理；2015 年 12 月至今任公司董事长。

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

2.3、主营业务：液体灌装装备通用于药品、食品

食品、药品领域包装设备双轮驱动，多款产品荣获奖项。春光药装是一家集研发、生产和销售于一体的高柔性智能包装装备供应商，专注于食品、医药领域。主

要产品包括食品、药品液体灌装装备、条袋包装装备、铝塑包装装备、全自动装盒及全自动装箱装备等系列及高柔性智能包装联动生产线。

公司产品“SGA40(NL)型塑料瓶自动成型奶酪灌封机”被认定为 2020 年度辽宁省首台（套）重大技术装备，“医药条袋包装及智能集成生产联线”被评为 2020 年度辽宁省中小企业“专精特新”产品，“SGA30(A)液体吹灌封自动成型包装机及其智能包装生产联线”被评为 2019 年度辽宁省中小企业“专精特新”产品。

图10：2020年食品包装起量，2021年跃居第一大业务

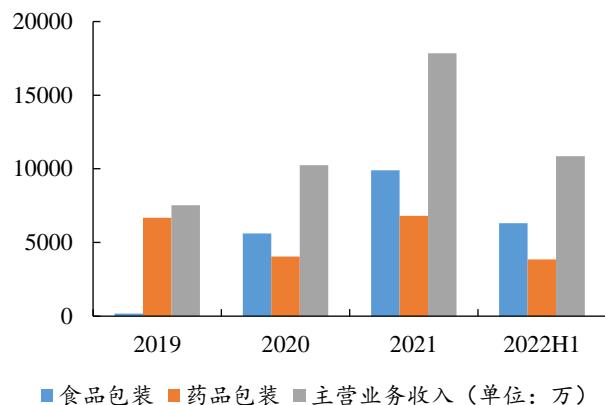
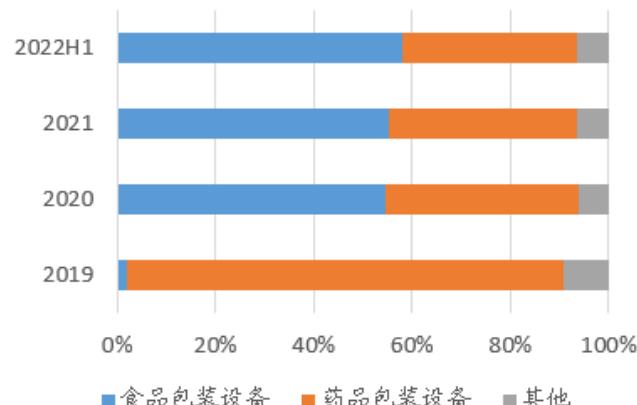


图11：当前食品包装设备占总营收比例近 60%



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

#食品包装装备

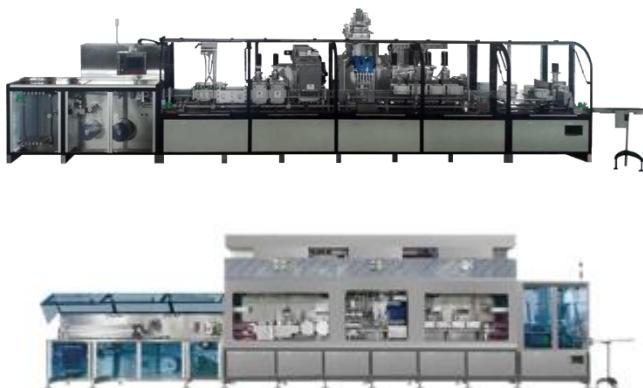
(1) 低温乳制品液体灌装装备

SGA40N 产品为低温乳制品液体灌装装备，适用于塑料容器包装单位计量的液体、半粘稠体，其使用热成型膜片、折膜装置将包材对折后成型，完成从成型、灌装、封合直到成品冲切后输送到机体外的过程。应用了热成型技术、正压吹塑技术、对标技术、热灌装技术、自动理棒插棒技术以及独立冲切技术等，实现了单位计量包装的批量生产。

(2) 常温乳制品液体灌装装备

SGA40W 产品在低温乳制品液体灌装装备基础上增加了对包装材料的杀菌和空间消杀功能，有效避免产品包装过程中外界因素对包装物的影响。在原有低温乳制品液体灌装装备的技术基础上，增加了放电杀菌技术和空间平流层杀菌技术，实现常温奶酪的产品包装与运输保存，降低了产品生产成本、物流成本、仓储费用并延长了产品的保质期。

图12：从上至下分别为常温和低温乳制品液体灌装设备



资料来源：公司官网

图13：“棒棒奶酪”通过春光药装食品包装设备成型



资料来源：公司官网

#药品包装装备

(1) 液体罐装装备

SGA40、DGS350、SGA20 产品适用于塑料容器包装单位计量的液体、半粘稠体。使用热成型膜片，膜片经折膜装置将包材对折后成型。可以生产平底瓶型（自立瓶型）、异形瓶，完成从成型、灌装、封合直到成品冲切后输送到机体外。适用材料由原有复合膜扩展到 PET/PE 复合膜、多层共挤膜复合膜片。该系列产品应用了热成型技术、正压吹塑技术、对标技术、蠕动泵灌装技术和独立冲切技术等。

图14：液体罐装装备为公司支柱型产品



资料来源：公司官网

(2) 条袋包装装备

DXDK 系列、DXDP 系列、DBF 系列产品在传动与控制上为了适应客户需求，为全伺服动力控制。在结构上通过加大辊径、增加工位等使得产品稳定性得到进一步提升。包装范围已经覆盖流体、半流体、粉剂、颗粒、片剂、胶囊等中药制剂全覆盖。具备体积小、结构紧凑、运行平稳等特点。同时进行多条袋包装，包装效率高。整机由 PLC 自动控制，性能可靠，操作方便。具有包装袋双面印刷图案的自动对正，位置准确。

图15：条袋包装设备实现（半）流体、粉剂、颗粒、片剂、胶囊等中药制剂全覆盖



资料来源：公司官网

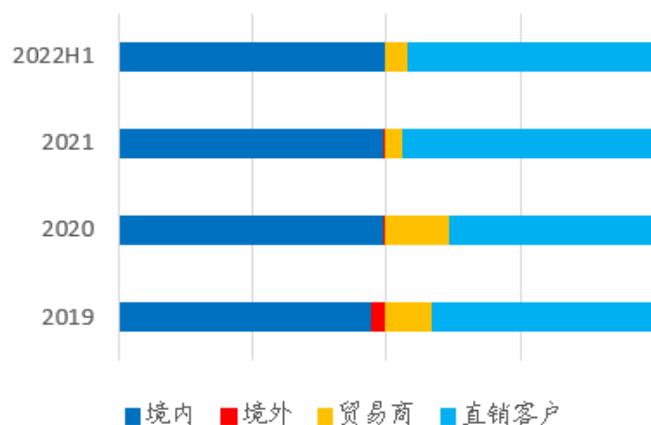
此外，公司包装设备还包括食品包装领域的固体食品泡罩装备，药品包装领域的铝塑包装装备、全自动装盒及全自动装箱装备、高柔性智能包装联动生产线等产品。

2.4、商业模式：以销定产，采购项目不依赖特定组件

#销售模式

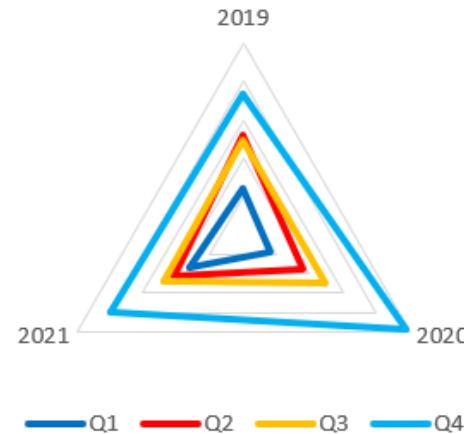
内销、直销为主，季节性特点第四季度销售占比较高。春光药装内销比例2019-2021年均超94%，直销模式收入占公司主营业务收入的比例分别为82.56%、76.03%、93.64%和91.56%；由于下游客户一般于年初制定投资预算与采购计划，并考虑到包装设备生产周期和安装、调试情况，收入确认相对集中在四季度，2019-2021年四季度销售收入占比分别为36.69%、48.85%与39.55%。

图16：以内销和直销为主的销售模式



数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：具备季节性，第四季度占比2019-2021年超35%

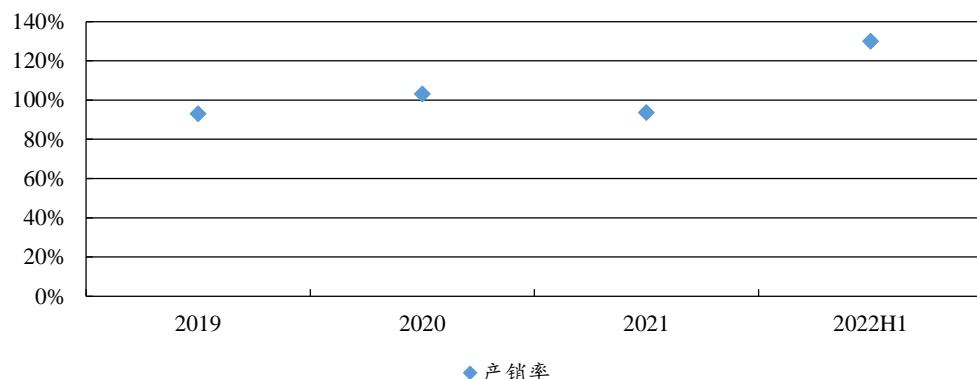


数据来源：Wind、开源证券研究所

#生产模式

以销定产：2019-2022H1产销率分别为93.00%、193.06%、93.59%与130.00%。

图18：产销率在100%上下小幅波动，公司采取以销定产的生产模式

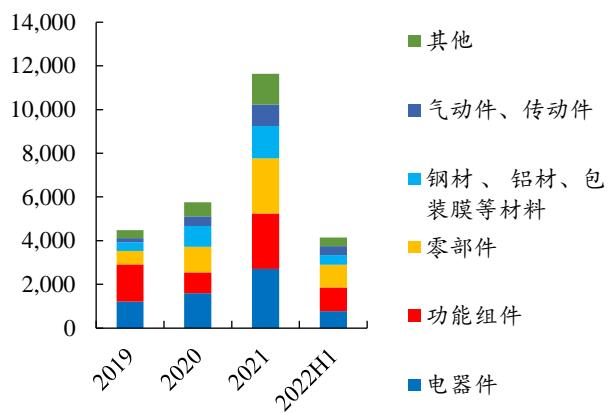


数据来源：Wind、开源证券研究所

#采购模式

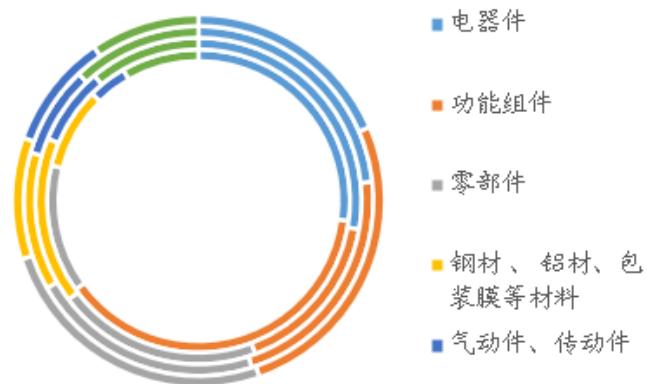
原材料采购与外协产品采购并存，不依赖特定组件。原材料采购主要包括钢材类、电气类、传动类等材料。外协产品采购主要为部分非核心机加件加工和表面处理等工序。所处辽宁地区周边机械制造企业资源丰富，配套完善，机械加工服务供应充足。2021年各组件采购比例分别为电器件23.26%；功能组件21.80%；零部件21.65%；钢材、铝材、包装膜等材料12.77%；气动件、传动件8.49%；其他12.02%。

图19：2021年公司采购金额为1.16亿（单位：万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：采购项目多样且不依赖某一特定组件



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：从内到外为2019-2022H1）

2.5、募投项目：达产可产生2.5亿营收

本次发行拟募资1.6亿元，投资于智能自动化装备生产基地建设项目和补充流动资金。

表7：募投将扩产智能自动化装备生产（单位：万元）

序号	项目	投资总额	拟使用募集资金投入金额
1	智能自动化装备生产基地建设项目	21,941.69	15,000.00
2	补充流动资金项目	1,000.00	1,000.00
	合计	22,941.69	16,000.00

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

专注现有领域扩产。由于春光药装自 2020 年开始开拓奶酪液体灌装机市场，并快速建立了市场优势，食品包装装备业务收入占主营业务收入比例呈现逐年升高趋势，已成为公司重要的盈利增长点和收入来源。结合公司业务发展趋势，募投项目扩产项目的新增收入亦主要来源于液体灌装机系列。根据问询反馈，募投项目建成达产后可实现营业收入约 2.5 亿元，是 2021 年度营业收入的 1.4 倍。

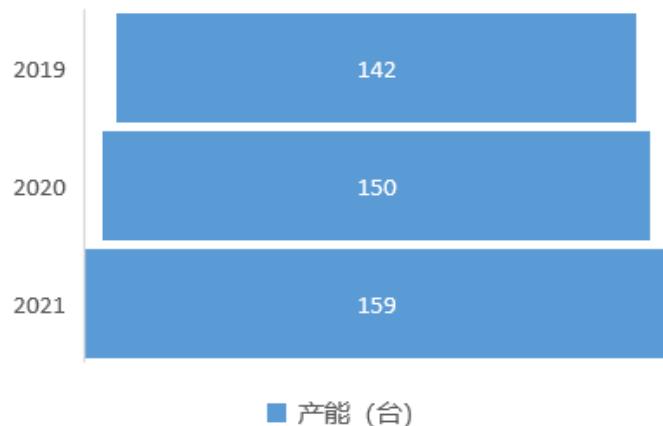
表8：募投项目仍专注食品、药品包装领域

序号	募投扩产类型	主要应用终端
1	食品液体灌装机系列	除棒棒奶酪外，将新增吸吸奶酪、多色奶酪、夹心奶酪等多种类型
2	药品液体灌装机系列	适用于塑料容器包装单位计量的液体、半粘稠体药品
3	其他药品包装系列	适用于胶囊、颗粒、粉剂、丸剂、片剂等药品

资料来源：公司问询函回复、开源证券研究所

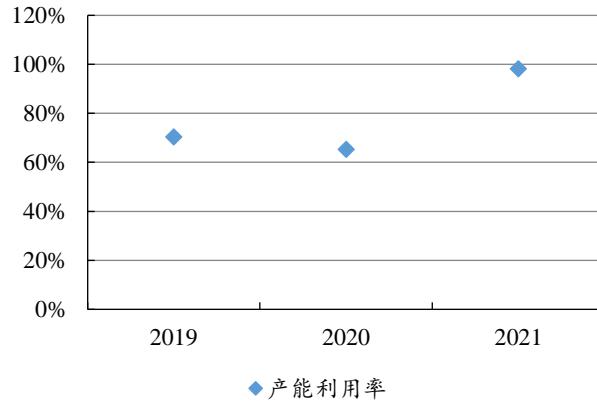
2021 年产能利用率已饱和，募投消纳乐观。2019-2021 年产能分别为 142、150、159 台，2021 年产能利用率达 98.11%。

图21：当下产能固定，需扩产提高



资料来源：招股说明书、开源证券研究所

图22：产能利用率已达饱和，募投消化乐观



资料来源：招股说明书、开源证券研究所

3、行业情况：奶酪包装景气度高，药品包装增长稳定

3.1、市场规模：包装专用设备与奶酪市场分别约 50% 与 30% 年均增长

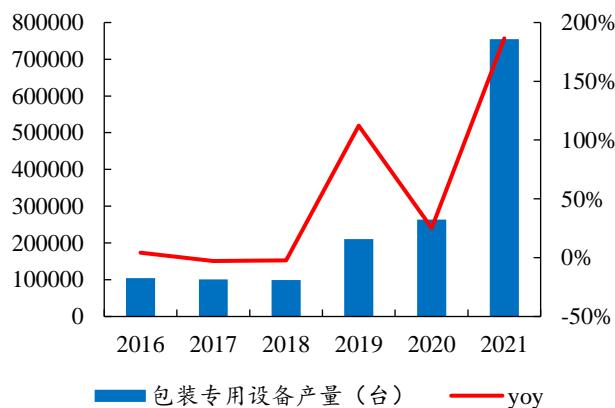
所处行业：包装专用设备

20 世纪 80 年代以前，我国包装装备主要从德国、法国、意大利、日本等世界机械设备制造强国进口。随着我国机械工业的崛起和《中国制造 2025》等鼓励政策的发布，国内包装装备企业逐渐突破了国际生产商垄断竞争格局，机械制造与国外发达国家的水平差距不断缩小，产品的主要技术指标如工作速度、定位精度、运行稳定性、自动化程度等已经达到或接近国际先进水平。

根据国家统计局数据，2016 年我国包装专用设备产量为 104,245 台，至 2021 年增长至 754,335 台，年均复合增长率为 48.56%。另据 Global Industry Analysts 发布的数据，2020 年全球包装装备市场规模 436 亿美元，预计到 2027 年，将达到 549 亿美元，年均复合增长率为 3.3%。目前，世界加工制造业中心转移至我国，我国包装装备技术不断提高，包装装备的市场需求也快速提升。随着医药、食品等工业品

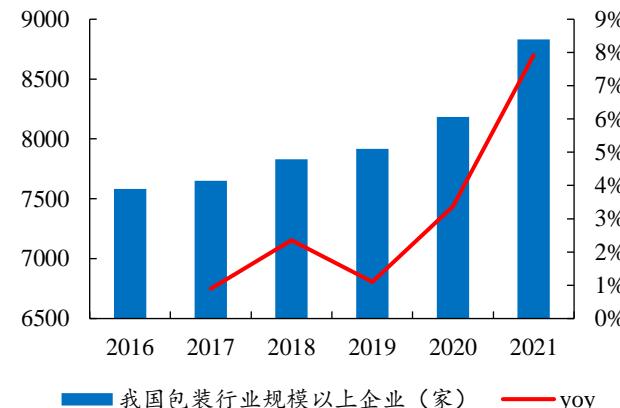
质量和安全标准不断提升，其配套装备在智能化、自动化、安全性和生产效率方面要求更高，包装装备将随市场需求的变化不断更新，未来仍有广阔空间。

图23：包装专用设备产量 5年 CAGR 48.56%



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图24：行业景气，竞争厂商增多



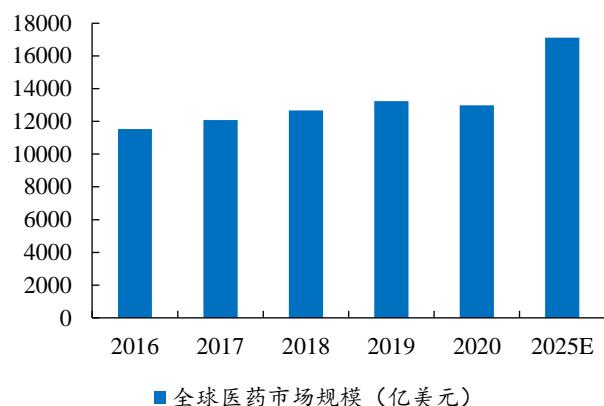
数据来源：中国包装联合会、开源证券研究所

下游医药行业：具备发展潜力

根据 Frost & Sullivan 的数据，2016 年，全球医药市场规模为 11,530 亿美元，市场规模极大。在 2016 年至 2019 年间，市场仍以 4.73% 的年均复合增长率持续增长。2020 年疫情影响使全球医药行业市场规模略下降至 12,988 亿美元。预计到 2025 年，全球市场规模将达到 17,114 亿美元。

相同数据来源，2016 年我国医药市场规模为 13,294 亿元，至 2019 年达 16,330 亿元，期间以 7.10% 的年均复合增长率保持快速持续的增长。与全球医药市场规模趋势类似，2020 年我国医药市场规模下降至 14,480 亿元。随着我国人均收入水平的提高、人口老龄化的加快、城镇化水平的提升以及社会保障体系的建立和完善，医药行业将保持快速增长，预计到 2025 年，我国医药市场规模将达到 22,873 亿元。

图25：全球医药行业预计 2025 年 1.7 亿美元



数据来源：Frost & Sullivan、开源证券研究所

图26：我国医药市场预计 2025 年 2.3 亿元



数据来源：Frost & Sullivan、开源证券研究所

下游奶酪行业：预计保持约 30% 年均增长

根据中国奶业协会制定的《奶酪创新发展助力奶业竞争力提升三年行动方案（2023 年-2025 年）》，奶酪发展总体目标为“到 2025 年，全国奶酪产量达到 50 万吨，全国奶酪零售市场规模突破 300 亿元。”根据上述目标测算，2021 年-2025 年间，

奶酪市场规模复合增长率超过 25%。根据头豹研究院发布的研究报告《2022 年中国奶酪棒行业报告：主攻家庭市场的百亿赛道》，预测 2026 年我国奶酪市场规模或将达到 475 亿元。由此测算，2021 年至 2026 年，我国奶酪市场规模复合增长率为 31.09%。

3.2、同行比较：净利率超 20%，盈利能力、成长性高于同行

奶酪包装无完全可比上市公司，我们选取诚益通、楚天科技、中亚股份、永创智能为对标公司。前两者应用领域为医药行业，后两者属于食品包装与春光药装竞争奶酪包装领域，具体经营状况区分见下表。

表9：春光药装应用食品和医药包装，诚益通、楚天科技经营范围广

公司名称	应用领域	产品类型
诚益通	主要为医药、生物制品生产企业	主要产品包括向制药企业、生物制品生产企业提供个性化的智能制造整体解决方案，包括自动化控制系统、工业软件及智能装备，其中智能设备主要应用于药品制剂及智能包装领域，智能包装领域包括为客户提供自动化智能包装设备以及个性化包装问题解决方案，解决方案涵盖贴标、装盒、称重、裹包、视觉检测、二级赋码、激光打码、装箱、捆扎等环节，打通了药品生产走向流通的最后一个环节。
楚天科技	主要为医药行业	主要产品系生物药、原料药、中成药、化学药等领域内，涵盖水剂类药物设备、固体制剂设备、粉剂药物设备等相关产品，其中固体制剂业务包含流化、造粒、压片、包衣、胶囊、铝塑包装等造粒、压片、包衣、胶囊、铝塑包装等。
春光药装	医药及食品行业	主要产品为药品包装设备，包括药品液体灌装装备、条袋包装装备、铝塑包装装备、全自动装盒及全自动装箱装备等系列及高柔性智能包装联动生产线。

资料来源：公司问询函回复、开源证券研究所

规模端：春光药装当前业务体量较同类公司小。2021 年营收 1.79 亿，归母净利润 3495.67 万，因可比公司涉及医药、食品包装大类，业务范围广阔。

图27：2021 年营收 1.79 亿规模较小（单位：亿）

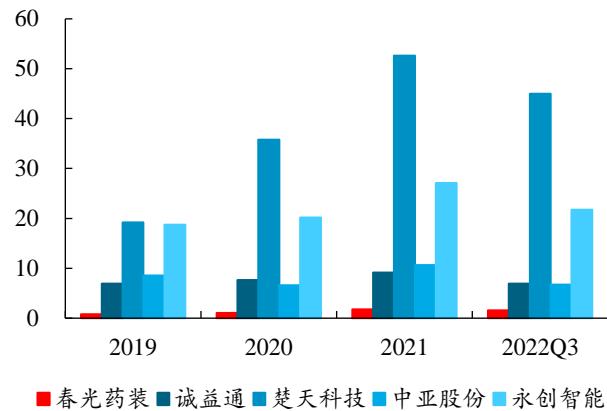
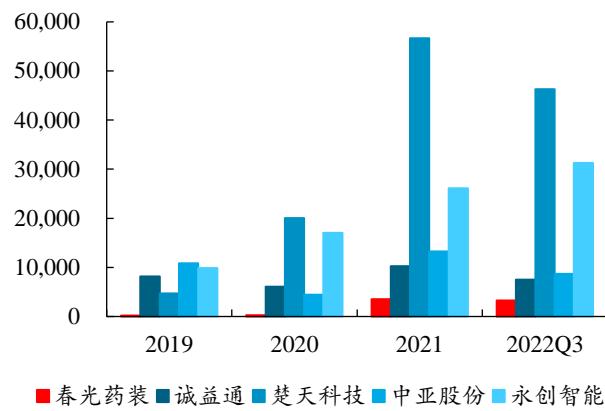


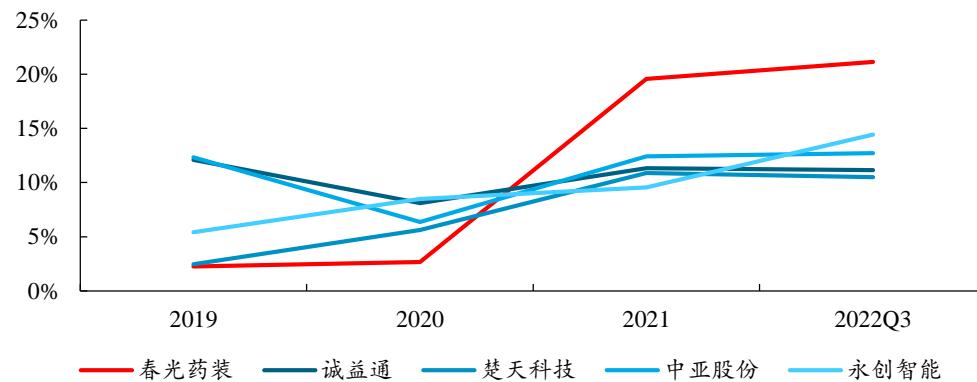
图28：2021 年净利润 4420 万有成长空间（单位：万）



数据来源：Wind、开源证券研究所

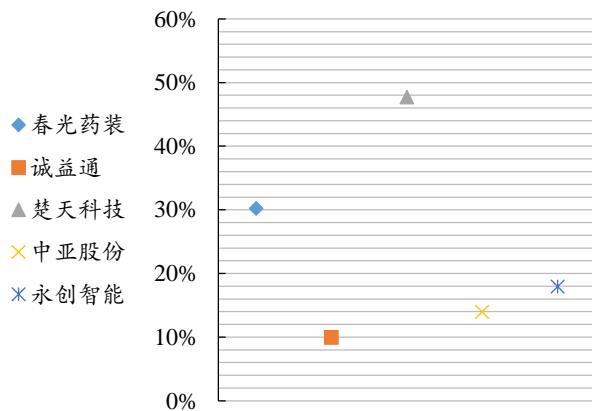
数据来源：Wind、开源证券研究所

盈利能力：2021 年因奶酪液体灌装业务毛利高，净利率超越可比公司。2019-2021 年与 2022Q3 公司净利率分别为 2.26%、2.68%、19.58% 与 21.13%。

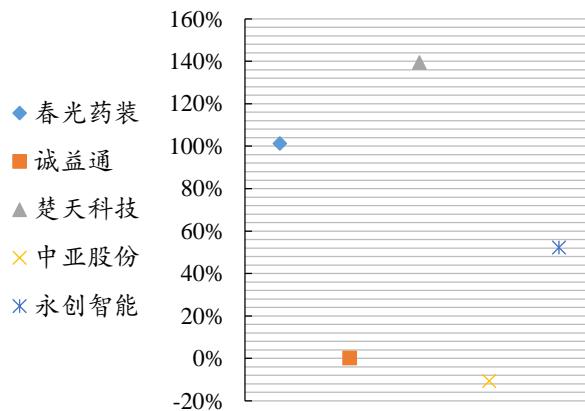
图29：净利率 2021 年起实现反超，受益奶酪包装业务高毛利


数据来源：Wind、开源证券研究所

成长性：营收成长、利润增长均超越行业中游。春光药装、诚益通、楚天科技、中亚股份、永创智能 2018-2021 年三年营收 CAGR 分别为 30.19%、9.92%、47.72%、13.96% 与 17.92%。利润 CAGR 分别为 101.13%、0.16%、139.34%、-10.74%、52.12%。伴随食品、药品包装结构变化利润随之上升。

图30：三年营收 CAGR 30% 中游偏上


数据来源：Wind、开源证券研究所

图31：三年归母净利润 CAGR 101.13%


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3、估值对比：可比公司最新 PE TTM 均值 24.7X，公司 PE 14.5X

从估值来看，可比公司市值均值 58.73 亿元，市盈率 TTM 均值 24.7X，中值 25.1X。本次发行底价为 10 元/股，当前总股本为 5250 万股，预计发行股数不超过 1600 万股（未考虑超额配售选择权），对应 TTM 市盈率为 14.5X，低于可比公司平均估值。考虑到公司下游奶酪行业高速增长性和药品包装的稳定性，建议关注。

表10：可比公司最新 PE TTM 均值 24.7X，春光发行 PE (TTM) 为 14.5X

公司名称	股票代码	市值/亿元	PE TTM	2021 年营收/	2021 年归母	三年营收 CAGR	三年归母	2021 年毛利 率 CAGR	2021 年研 发费用率
				亿元	净利润/万元		净利润		
诚益通	300430	33.59	28.6	9.15	10280.03	9.92%	0.16%	38.19%	5.96%
楚天科技	300358	92.81	14.8	52.60	56641.13	47.72%	139.34%	39.68%	8.85%
中亚股份	300512	31.23	33.7	10.63	13255.75	13.96%	-10.74%	34.13%	4.81%
永创智能	603901	77.28	21.7	27.07	26114.17	17.92%	52.12%	32.14%	6.06%
均值		58.73	24.7			22.38%	45.22%	36.03%	6.42%
中值		55.44	25.1			15.94%	26.14%	36.16%	6.01%
春光药装	838810	5.25	14.5	1.79	3495.67	30.19%	101.13%	50.72%	6.43%

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：数据截至 20221205

4、风险提示

食品包装装备业务可持续性风险、偿债能力的风险、新股破发风险

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形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9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