

新巨丰 (301296.SZ)

增持 (首次评级)

无菌包装领军者，把握替代机遇，拓品类助力腾飞

投资逻辑：

本土无菌包装领军者，深耕产研发力国产替代。公司深度绑定下游伊利等知名液奶、饮料等名企，19-21年营收分别为9.35/10.14/12.42亿元，同比+8.7%/+8.5%/+22.4%，1-3Q2022年营收11.22亿元，同比+30.1%，国产替代机遇下强劲成长。

大客户仍具备突破空间，品类延伸为矛，成本效率提升为盾。1) 优质客户基础：深度绑定伊利&新希望，21年占公司营收比例分别达70%/12%。2) 品类扩张：当前公司占伊利液包份额25~30%，枕包/砖包/钻石包份额分别约85%/15%/10~15%，枕包奠定份额基础，砖包/钻石包替代空间可期。3) 短期关注成本下行带来盈利弹性：主要原料合计占成本比例80%以上，22年下半年以来，卡纸、聚乙烯、铝箔价格较年内高点下滑18%/11%/18%，伴随高价原料库存去化，盈利弹性有望于23年逐季兑现。

成本管控&优质工艺壁垒构筑毛利率优势，聚焦产能投放，长看灌装技术突破。1) 规模化国产原料采购+高效管理分摊人工&固定费成本，单位成本稳中下行，毛利率较同行高5-10pct。2) 50亿包无菌包装材料扩产、50亿包新型无菌包装材料项目有望于24年有序投放，支持份额提升；长期角度，国产液体包材份额的突破与产业链地位的提升仍取决于下游灌装机替代节奏。

液包行业：中期消费升级驱动量稳价升，国产厂商凭高性价比产品&高效服务份额提升大势所趋。1) 2021年国内无菌包装消费量达1100亿包，当前公司中高端砖包&钻石包占比50%左右，较行业平均72%的渗透率水平具备升级空间。2) 利乐寡头垄断地位逐渐丧失，本土乳企扶持国产液体包材商进入供应链；成本优势加速国产替代，同等包型比较下，新巨丰单位价格较利乐低10%左右。

22年深交所上市，发售6300万股，发行价18.19元，募资净额10.56亿人民币，主要用于产能扩张、产品研发、补充流动资金等。

盈利预测、估值和评级

我们预测公司22/23/24年归母净利润1.77/2.39/3.09亿元，同比+12.4%/35%/+29.5%，当前股价对应PE分别为36/27/21X，考虑到公司凭借高性价比优质产品力、强服务优势深度绑定大客户进行国产替代，产能释放助力市场份额提升，首次覆盖给予公司23年30X估值，对应目标价17.05元，给予“增持”评级。

风险提示

原材料价格上涨导致盈利承压的风险；食品安全风险；下游大客户占比较高的风险；限售股解禁的风险

轻工组

分析师：尹新悦 (执业 S1130522080004)

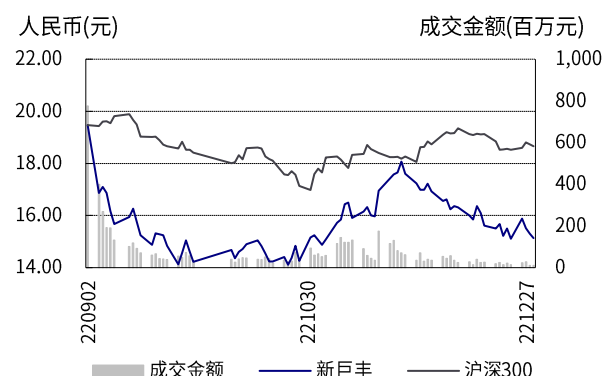
yinxinyue@gjzq.com.cn

分析师：张杨桓 (执业 S1130522090001)

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：15.13 元

目标价 (人民币)：17.05 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,014	1,242	1,639	2,149	2,727
营业收入增长率	8.48%	22.42%	31.97%	31.10%	26.93%
归母净利润(百万元)	169	157	177	239	309
归母净利润增长率	46.35%	-7.04%	12.42%	35.03%	29.54%
摊薄每股收益(元)	0.474	0.440	0.421	0.568	0.736
每股经营性现金流净额	0.58	0.11	0.68	0.70	0.88
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.14%	13.74%	7.43%	9.46%	11.41%
P/E	N/A	N/A	36.36	26.93	20.79
P/B	N/A	N/A	2.70	2.55	2.37

来源：公司年报、国金证券研究所

内容目录

1 国内无菌包装龙头，国产替代领航者	4
1.1 成长历程：创业 15 载，深耕无菌包装产研.....	4
1.2 客户参股强化绑定，员工持股激励充分	5
2 大客户仍具备突破空间，品类延伸为矛，成本效率提升为盾	5
2.1 优质客户基础：深入绑定伊利&新希望，增量空间广阔	5
2.2 品类成长：砖包&钻石包构成新增量，中长期看好毛利率提升	8
2.3 原材料价格进入下行周期，带动阶段性盈利弹性释放	9
3 成本管控构筑强优势，聚焦产能投放，长看灌装技术突破	10
3.1 规模化国产原料采购+高效管理，构筑成本优势.....	10
3.2 强品质基础是替代前提要素，高良品率&低退货率奠定坚实基础	13
3.3 募投项目保证产能供给，长期突破灌装壁垒是关键	14
4 液包：中期消费升级驱动量稳价升，国产替代持续推进	14
4.1 液体包装：国内年消费 1100 亿包，升级迭代&应用拓宽驱动成长	14
4.2 利乐寡头垄断地位逐渐丧失，成本优势加速国产替代	17
5 盈利预测.....	19
投资建议.....	20
风险提示	20
附录——利乐复盘启示	21

图表目录

图表 1： 新巨丰发展历程.....	4
图表 2： 公司 2014-3Q22 营业收入及增速	5
图表 3： 公司 2015-3Q22 归母净利润及增速	5
图表 4： 董事、监事及高级管理层成员的主要资料	5
图表 5： 对伊利历史销售收入与价格	6
图表 6： 伊利液态奶增速协同公司营收增速	6
图表 7： 主要液态奶客户销售价格对比（单位：元/包）	6
图表 8： 其他客户保持较快成长速度	6
图表 9： 公司前五大客户营收构成（单位：亿元）	6
图表 10： 公司销量常年位于前列	7
图表 11： 公司 20 年在伊利无菌包装供应占比 17%~22%，位居利乐之后	7
图表 12： 可比公司应收账款周转率对比	8
图表 13： 可比公司存货周转率对比	8
图表 14： 公司在砖包、钻石包领域仍具备较大的成长空间	8
图表 15： 液态奶无菌包装各品类市场体量对比	9
图表 16： 公司枕包毛利率高于砖包、钻石包	9
图表 17： 砖包、钻石包业务处于快速成长期	9
图表 18： 单位成本和毛利率呈反比	10

图表 19: 白卡纸价格在强供给预期&弱需求下呈下行趋势	10
图表 20: 聚乙烯价格进入下行周期	10
图表 21: 铝价 2022Q1 起进入下行周期	10
图表 22: 原材料敏感性分析	10
图表 23: 公司与行业竞争公司液包业务毛利率对比	11
图表 24: 公司提供的包材单位价格较利乐便宜 8~9%	11
图表 25: 国产液体包装公司营收体量 (百万元) 对比	11
图表 26: 国产液体包装公司营收增速对比	11
图表 27: 公司单位成本低, 具有成本优势	12
图表 28: 原材料成本中原纸占比 40%~50%	12
图表 29: 原材料前五大供应商采购金额占比超 75%	12
图表 30: 公司各项细分成本长期保持优势	13
图表 31: 公司产品良品率持续攀升	13
图表 32: 公司销量不断上升, 退换货率保持低位	13
图表 33: 公司募投项目	14
图表 34: 公司产能规划图	14
图表 35: 液态奶常用包装方式及储存时长	15
图表 36: 液体无菌包装内部结构	15
图表 37: 辊式无菌包装种类	15
图表 38: 两大无菌包装类型区分	16
图表 39: 包材生产工艺以印刷、复合和分切为主	16
图表 40: 以公司为例, 原材料占生产成本比重达 91.3%	16
图表 41: 全球无菌包装市场规模 (单位: 十亿美元)	16
图表 42: 国内无菌液体包装消费量	16
图表 43: 2012-2021 全国乳制品产量 CAGR=1.8%	17
图表 44: 2012-2020 全国软饮料产量 CAGR=3.5%	17
图表 45: 国内外无菌包装企业对比	17
图表 46: 国内纸质包装龙头企业下游主要供应情况	18
图表 47: 利乐保持领先, 国产品牌市占率上升	18
图表 48: 国内无菌包装公司出货金额 (亿元)	18
图表 49: 国内无菌包装平均单价普遍偏低	18
图表 50: 无菌钻灌装机	18
图表 51: 公司主要业务营收及毛利预测	20
图表 52: 可比公司估值	20
图表 53: 利乐销售地区以亚太地区为主体, 三年占比均超 35%	21
图表 54: 17-21 年利乐净销售额整体保持平稳	21
图表 55: 利乐公司组织架构完善	22
图表 56: 利乐无菌包装种类丰富	22
图表 57: 利乐 TT/3 常温分销灌装机产品保质期达 9 个月	23
图表 58: 利乐 A3 高速灌装机具有业内最高包装产量	23

1 国内无菌包装龙头，国产替代领航者

1.1 成长历程：创业 15 载，深耕无菌包装产研

公司于 2007 年在山东成立，专业从事液体食品无菌包装生产与研发，主要经营模式为“以销定产”，建立初期以“枕包为主、砖包为辅”的策略切入核心液态奶客户并逐步拓展至非碳酸饮料品类，截至 2021 年末，已与国内外 147 家知名液态奶、非碳酸饮料行业公司建立良好合作关系。目前公司总产能达 180 亿包，已进入伊利、蒙牛、王老吉等知名品牌的供应链中。公司 19-21 年营收由 9.4 亿元增长至 12.4 亿元，复合增速为 15.24%。

具体来看，公司发展可分为以下几个阶段：

2007-2010 年：发展初期，专注研发，开拓下游客户。在成立初期，公司主要核心技术来源为纸塑包装专利技术，随后公司成功研发出“枕包”和“砖包”无菌包装，并得到下游客户企业认可。公司积极接洽下游客户，并与下游知名乳企伊利、夏进等企业逐渐开始合作。

2011-2015 年：快速发展，产能及工艺共进，供应链延展。自 2011 年起，公司业务无菌包装体量不断增长，与此同时不断提升研发水平，通过自主研发改进生产工艺，不断完善产品谱系，推出“枕包”和“砖包”等包型的多种容量产品。在此基础上，公司不断开拓优质液态奶和非碳酸饮料名企客户，如温氏、欧亚乳业、东鹏饮料、王老吉、完达山乳品、古城乳业等企业。

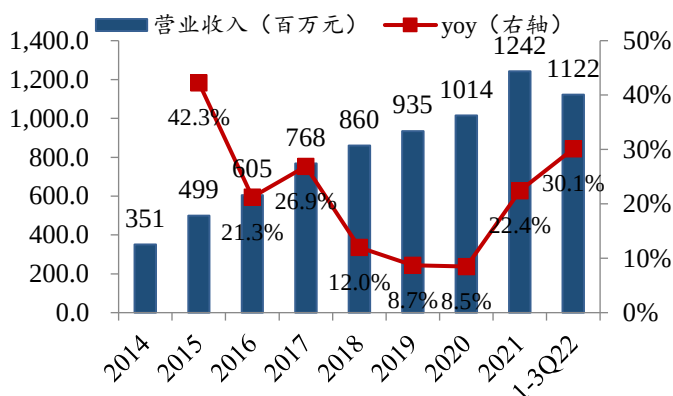
2016 年至今：全面发展，工艺设备积累深厚，供应链稳定。通过自主研发成功开发出“钻石包”和“金属包”等无菌包装，形成多元化产品体系。并与更多下游优质客户建立长期稳定的合作关系，例如新希望乳业、三元乳业、金祁连乳业、海河乳业、加多宝等国内名企。

图表1：新巨丰发展历程

年份	事件
2007	新巨丰包装在山东成立
2008	投资无菌包材一厂项目，建成国际先进的液体食品无菌包装材料生产线
2009	一厂建成并投产，取得产品生产许可证，并通过了质量、环境、职业健康安全管理体系认证
2010	产品进入各大乳品行业市场，先后与伊利集团、完达山乳业、夏进乳业等签订供货合同
2011	在北京设立营销中心，同年引进国际先进水平的生产加工设备
2014	统筹策划无菌包材二厂项目
2015	伊利集团投资新巨丰，同年启动无菌包材二厂项目
2016	完成股份制改制，引入杭州永创等七家投资机构，同年二厂项目建成
2017	成立十周年，二厂正式投产
2019	深耕国内外市场，同年黑河食品投资新巨丰
2021	截至 2021 年末，已与国内外 147 家知名液态奶、非碳酸饮料行业公司建立了良好的业务合作关系

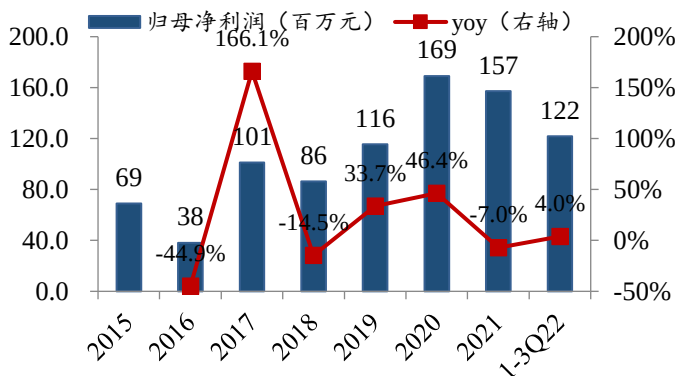
来源：公司公告，国金证券研究所

图表2: 公司 2014-3Q22 营业收入及增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表3: 公司 2015-3Q22 归母净利润及增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

1.2 客户参股强化绑定, 员工持股激励充分

公司实际控制人为袁训军、郭晓红夫妇, 通过员工持股平台、第一大股东北京京巨丰等, IPO 后拥有公司 31.2% 表决权。伊利直接持股、新希望董事长间接参与持股, 大客户绑定深厚。IPO 后伊利持股比例为 4.1%, 新希望副董事长王航通过间接控制苏州厚齐, IPO 后持股比例为 8.7%。员工持股覆盖广泛, 激励充分。公司 IPO 前通过员工持股平台西藏诚融信、达孜优宏、达孜吉厚进行股权激励, 共涉及员工超 50 名。上市后, 12 月 20 日新发布股权激励计划, 授予的激励对象共计 124 人, 覆盖董事、高级管理人员、中高层管理人员及技术业务骨干。考核目标为以 2021 年营业收入为基数, 23/24/25 年营业收入相较 21 年增长率分别不低于 40%/55%/80%, 即 23/24/25 年收入考核目标为 17.39/19.25/22.35 亿元。

图表4: 董事、监事及高级管理层成员的主要资料

姓名	年龄	职位	主要经历
袁训军	48	董事长	清华大学 EMBA, 1998-2020 年在多个律师事务所任职律师; 2007 年 10 月至今任公司董事长, 现任泰安市第十七届人大代表, 兼任北京京巨丰能源控制设备有限公司执行董事、总经理
郭晓红	54	副董事长、总裁	北京大学光华管理学院, EMBA, 1986-2007 年曾任秦皇岛市海港区司法局办事员及多个律师事务所律师; 2007 年创办新巨丰, 目前任职公司总裁、副董事长, 兼任北京京巨丰能源控制设备有限公司监事
刘宝忠	49	董事、总经理	中欧国际工商学院 EMBA, 历任山东泉林纸业车间主任、副总经理和纷美包装项目经理、工厂厂长, 目前担任新巨丰董事、总经理
焦波	47	董事、副总经理	北京大学 EMBA, 1995-2007 年历任新汶矿务局协庄煤矿行政科副科长、新矿业集团有限责任公司协庄煤矿秘书科科长、档案科科长、办公室主任、副总经济师, 2016 年至今任公司董事、副总经理
隗功海	49	董事、副总经理	北京理工大学材料专业, 曾任多个纸业和包装公司 CTO, 现任新巨丰董事、副总经理
秦庆胜	50	监事会主席、职工监事	曾任安徽省淮北市商业局水产公司、淮北市商务局职工, 现任监事会主席、职工监事

来源: 公司公告, 国金证券研究所

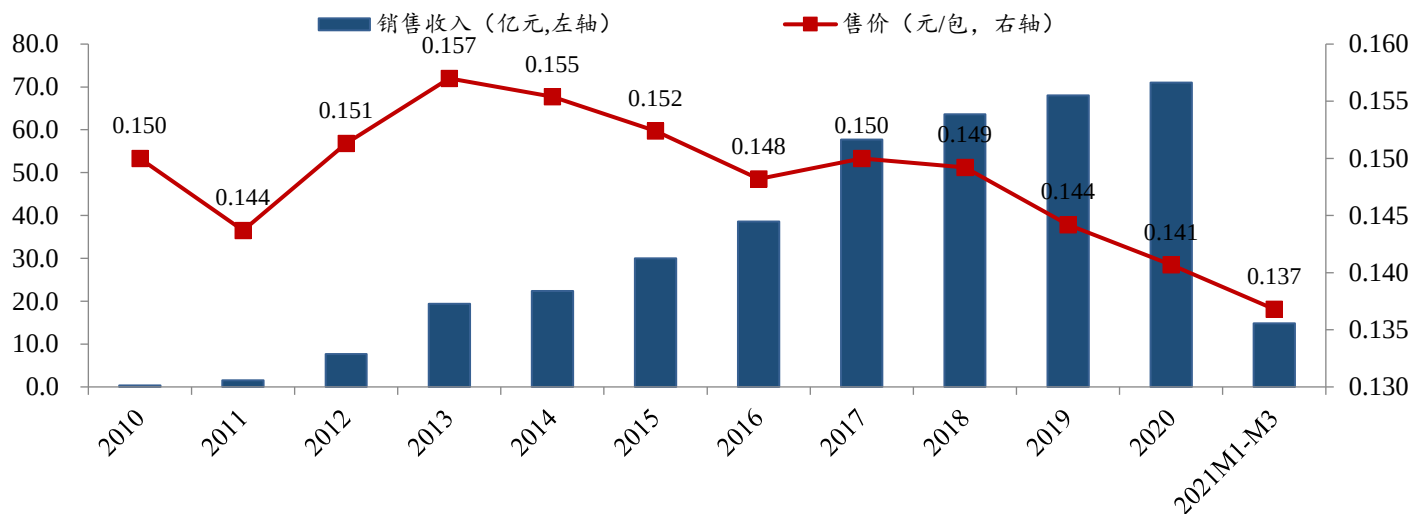
2 大客户仍具备突破空间, 品类延伸为矛, 成本效率提升为盾

2.1 优质客户基础: 深入绑定伊利&新希望, 增量空间广阔

深度绑定伊利, 伊利占比 70% 以上。公司与伊利自 2009 年开始合作, 业务合作规模保持持续稳定增长, 伊利于 2015 年 8 月入股新巨丰, 当前占比 4.1%, 同时伊利也为新巨丰提供了品质背书。2017 年公司与伊利签订了为期 10 年的长期战略合作框架协议, 为双方未来稳定持续的长远协作打下稳固根基。2010-2021 年公司向伊利销售收入从 0.36 亿元增长至 8.7 亿元, 复合增速为 69.64%。2018-2021, 大客户伊利订单占公司营收比重

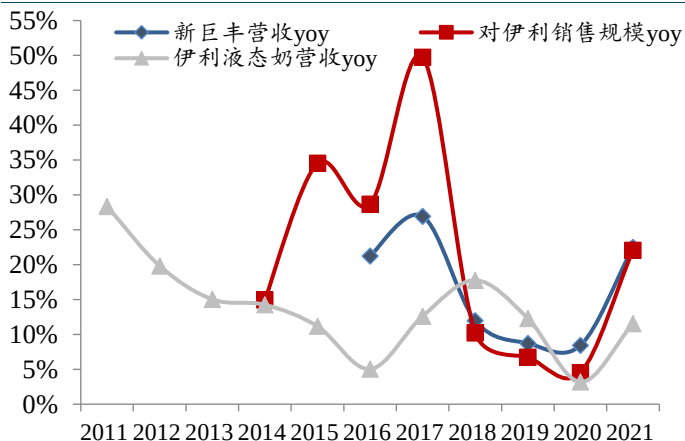
为 74%/73%/71%/70%。

图表5：对伊利历史销售收入与价格



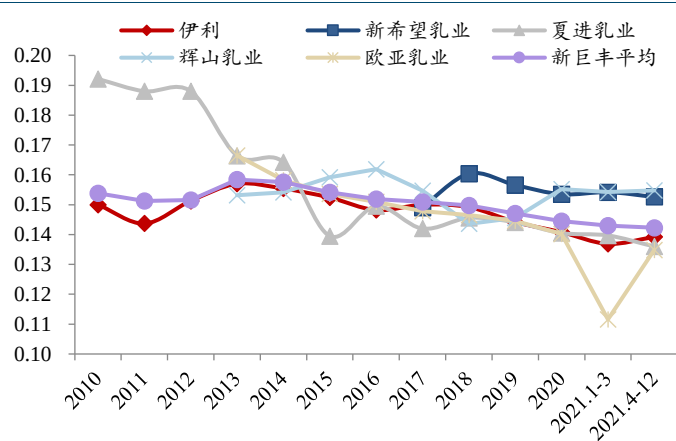
来源：公司公告，国金证券研究所

图表6：伊利液态奶增速协同公司营收增速



来源：公司公告，国金证券研究所

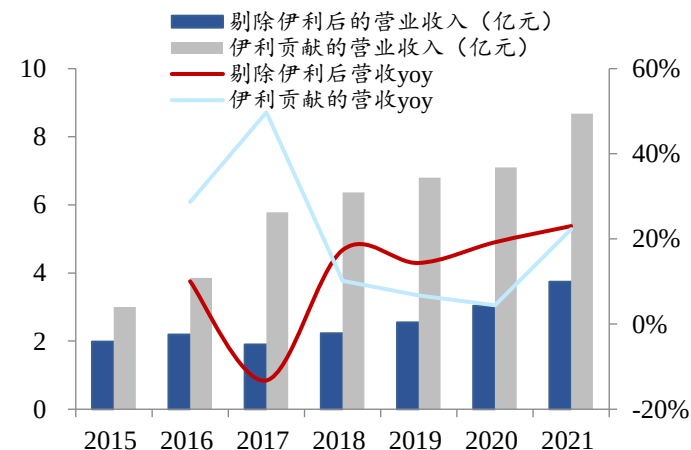
图表7：主要液态奶客户销售价格对比（单位：元/包）



来源：公司公告，国金证券研究所

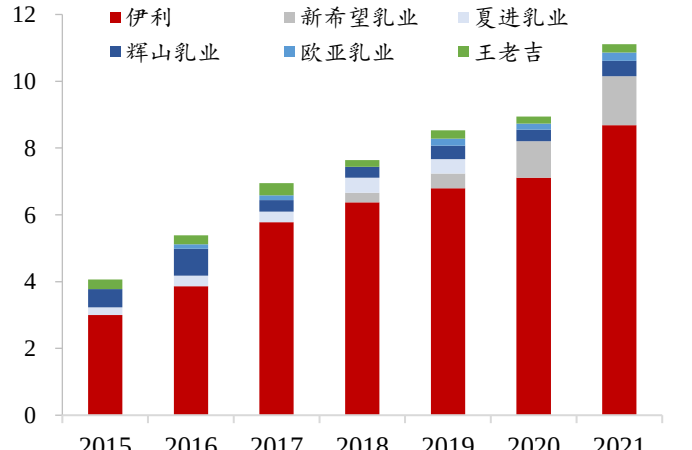
此外，公司与国内知名液态奶及非碳酸饮料生产商建立了良好合作关系，公司前五大客户分别为伊利、新希望乳业、辉山乳业、欧亚乳业和王老吉，2019-2021 年剔除伊利后营业收入分别为 2.55/3.04/3.74 亿元，复合增速达 21.1%。

图表8：其他客户保持较快增长速度



来源：公司公告，国金证券研究所

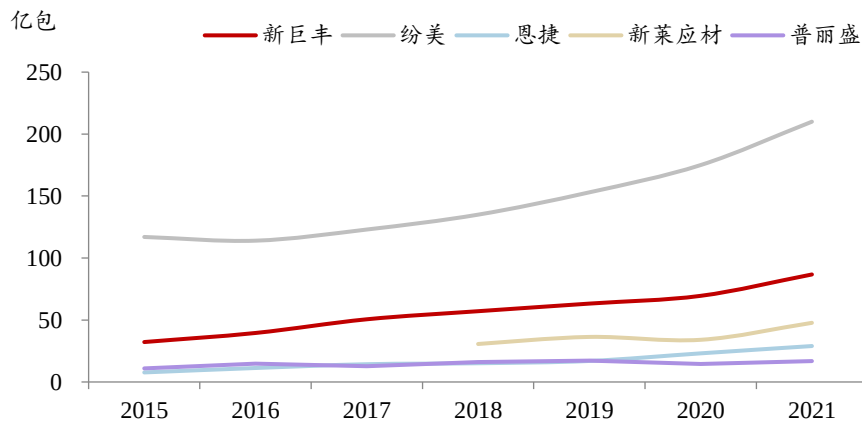
图表9：公司前五大客户营收构成（单位：亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

现有客户仍有较大成长空间。2019-2020 年为伊利供应的包材约占其总量的 17%-22%，为第二大供应商，相较于第一大供应商利乐的 51%以上的供应占比仍有较大差距。除伊利外，2019-2021 年公司在主要液态奶客户的枕包供应量占比也呈现显著上升趋势，在部分客户仍有 30%-40%的增量空间。

图表10：公司销量常年位于前列



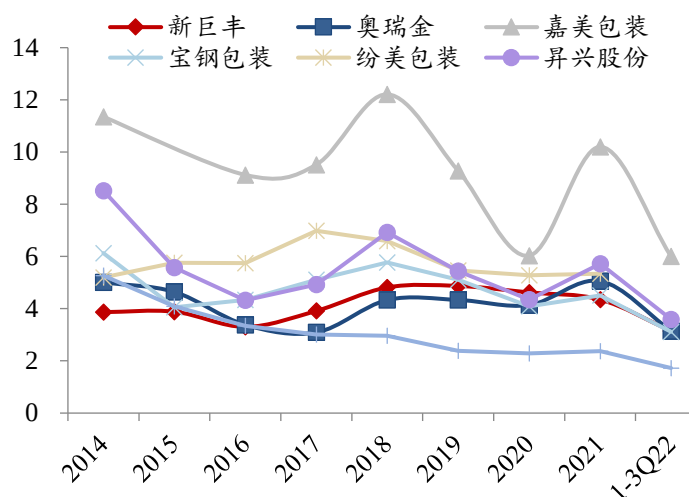
来源：公司公告，国金证券研究所

图表11：公司20年在伊利无菌包装供应占比17%~22%，位居利乐之后

客户名称	供应商	2020 年	2019 年	2018 年	产品质量指标	业务获取方式
		采购占比	采购占比	采购占比		
伊利	新巨丰	17%-22%	17%-22%	17%-22%	均满足伊利《液体食品无菌包装用纸基复合材料质量标准》	招投标及商务洽谈
	利乐	57%-62%	51%-56%	49%-54%		
	SIG	14%-19%	16%-21%	18%-23%		
	其他	2%-7%	6%-11%	6%-11%		
新希望乳业	新巨丰	38%-43%	23%-28%	15%-20%	均符合《液体食品无菌包装用纸基复合材料》(GB/T 18192-2008)、《液体食品包装用塑料复合膜、袋》(GB/T19741-2005)	商务议标
	利乐	15%-20%	22%-27%	25%-30%		
	SIG	1%-6%	5%-10%	5%-10%		
	纷美	37%-42%	39%-44%	44%-49%		
夏进乳业	新巨丰	47%-52%	44%-49%	43%-48%	均符合《液体食品无菌包装用纸基复合材料》(GB/T 18192-2008)、《液体食品包装用塑料复合膜、袋》(GB/T 19741-2005)	商务议标
	利乐	2%-7%	3%-8%	3%-8%		
	SIG	31%-36%	16%-21%	16%-21%		
	纷美	10%-15%	28%-33%	28%-33%		

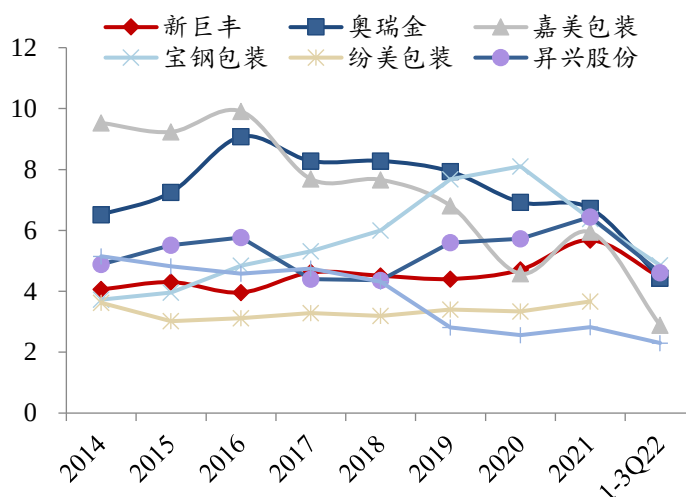
来源：公司公告，国金证券研究所

图表12: 可比公司应收账款周转率对比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表13: 可比公司存货周转率对比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

2.2 品类成长: 砖包&钻石包构成新增量, 中长期看好毛利率提升

枕包奠定成本优势基础, 砖包替代空间可期, 盈利短期或有结构性波动, 但中期向上。19-21 年公司枕包营收占比分别为 58.8%/63.3%/52.5%, 过去公司枕包凭借强技术优势&成本领先带动毛利率表现优于同行, 枕包毛利率比砖包普遍高 12~15pct。展望未来, 考虑到砖包为当前液体奶发展的主流包装形式, 2020 年国内枕包/砖包/钻石包占比分别为 22%/61%/11%, 钻石包是符合液体奶中高端升级的重要趋势, 客户空间更广, 预计公司后续主要投产和替代方向以砖包、钻石包为主。

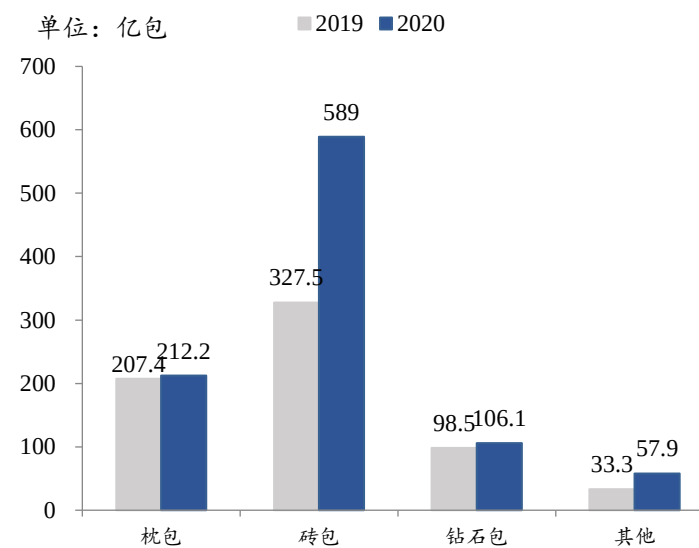
从大客户分布来看, 当前公司在伊利及其他大客户中枕包份额突出, 但砖包、钻石包占比仍较为有限。以伊利为例, 公司枕包/砖包/钻石包的份额比例分别约为 80%/15%/10%, 预计未来伴随产能投放, 在砖包和钻石包领域仍具备较大替代和成长空间。尽管砖包、钻石包毛利率水平较枕包偏低带动毛利率中枢下移, 但我们预计伴随在产能利用率提升、良率提升的带动下, 毛利率有望稳中有升。

图表14: 公司在砖包、钻石包领域仍具备较大的成长空间

公司各品类占主要客户采购份额占比									
主要客户	枕包			砖包			钻包		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
伊利	76%-81%	78%-83%	79%-84%	13%-18%	9%-14%	8%-13%	8%-13%	6%-11%	6%-11%
新希望	46%-51%	69%-74%	74%-79%	12%-17%	18%-23%	30%-35%	24%-29%	39%-44%	40%-45%
夏进乳业	88%-93%	91%-96%	95%-100%	12%-17%	10%-15%	6%-11%	48%-53%	68%-73%	56%-61%
辉山乳业	18%-23%	28%-33%	42%-47%	11%-16%	29%-34%	22%-27%	—	—	—
欧亚乳业	49%-54%	61%-66%	62%-67%	11%-16%	10%-15%	6%-11%	—	—	—

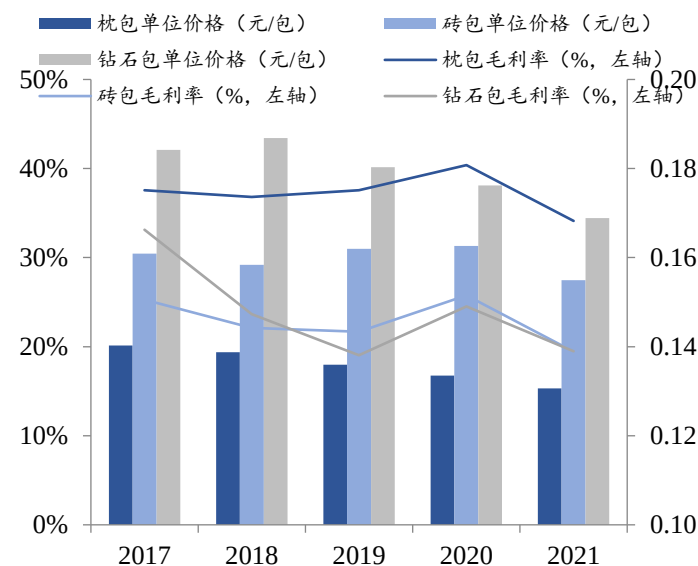
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表15: 液态奶无菌包装各品类市场体量对比



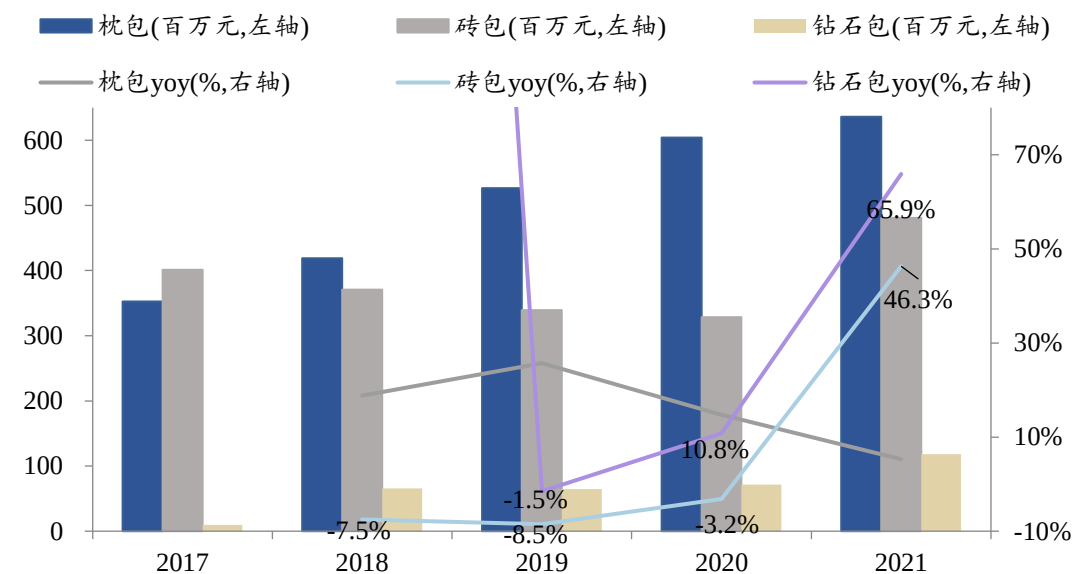
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表16: 公司枕包毛利率高于砖包、钻石包



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表17: 砖包、钻石包业务处于快速成长期

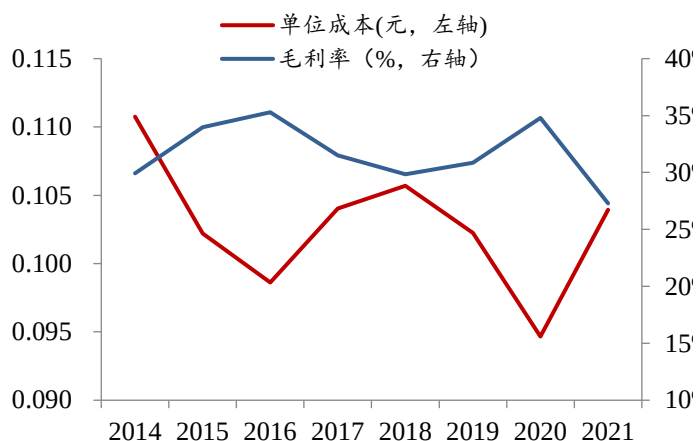


来源: 公司公告, 国金证券研究所

2.3 原材料价格进入下行周期, 带动阶段性盈利弹性释放

公司原材料以白卡纸、PP/PE、铝为主, 原材料占成本比重超过 90%, 其波动是影响单位成本变动的重要变量, 从历史复盘来看, 在下游单位定价呈稳定状态下, 单位成本和毛利率变动呈显著反比趋势。造纸成本角度分析, 伴随 auroco 浆产能投放+UPM1Q 投放加快浆价下行拐点确定性, 欧洲需求下行&新产能投放, 纸浆价格下行方向较为明确, 白卡纸价格由于受后续大纸机新增产能投放较多影响, 预计中期价格承压, 而 PP/PE、铝价也从历史高位进入回落区间, 22 年下半年以来, 卡纸、聚乙烯、铝箔价格较年内高点下滑 18%/11%/18%, 伴随高价原料库存去化, 盈利弹性有望于 23 年逐季体现。

图表18: 单位成本和毛利率呈反比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表19: 白卡纸价格在强供给预期&弱需求下呈下行趋势



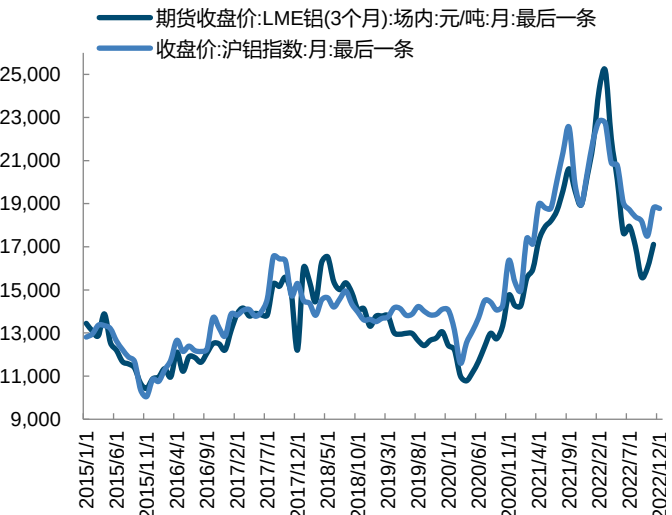
来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

图表20: 聚乙烯价格进入下行周期



来源: iFind, 国金证券研究所

图表21: 铝价 2022Q1 起进入下行周期



来源: iFind, 国金证券研究所

图表22: 原材料敏感性分析

原材料价格变动	毛利润 (百万元)	变动	毛利率	变动	净利润 (百万元)	变动	净利率	变动
15%	215.43	-36.4%	17.3%	-9.9%	65.05	-58.6%	5.24%	-7.4%
10%	256.60	-24.3%	20.7%	-6.6%	95.76	-39.1%	7.71%	-4.9%
5%	297.77	-12.1%	24.0%	-3.3%	126.48	-19.5%	10.19%	-2.5%
基准 0%	338.94	0.0%	27.3%	0.0%	157.20	0.0%	12.66%	0.0%
-5%	380.11	12.1%	30.6%	3.3%	187.92	19.5%	15.13%	2.5%
-10%	421.28	24.3%	33.9%	6.6%	218.64	39.1%	17.61%	4.9%
-15%	462.45	36.4%	37.2%	9.9%	249.35	58.6%	20.08%	7.4%

来源: 公司公告, 国金证券研究所测算

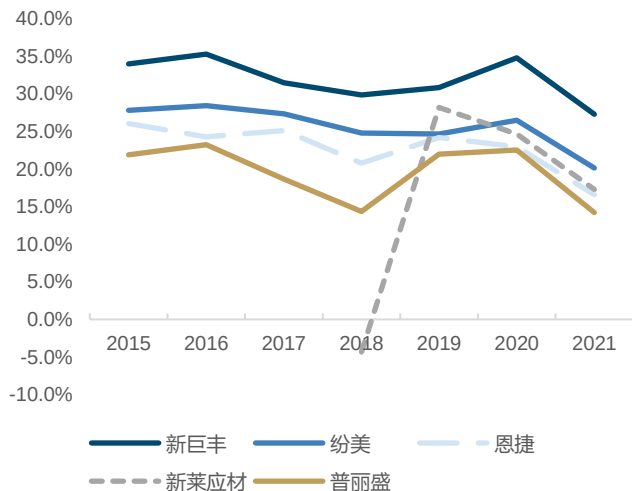
3 成本管控构筑强优势, 聚焦产能投放, 长看灌装技术突破

3.1 规模化国产原料采购+高效管理, 构筑成本优势

较利乐整体单位定价优势 10-15%, 为下游客户实现降本增效。公司定价相较利乐价格高出 10%左右。2017-2021 年, 国内各无菌液包供应商产品平均单价在 0.0016 元以上, 新

巨丰产品平均单价位于 0.0014-0.0015 元区间，低于同业平均水平，且呈现逐年下降趋势。相较于国内外其他包材供应商，新巨丰具有价格低且稳定性强的优势。

图表23：公司与行业竞争公司液包业务毛利率对比



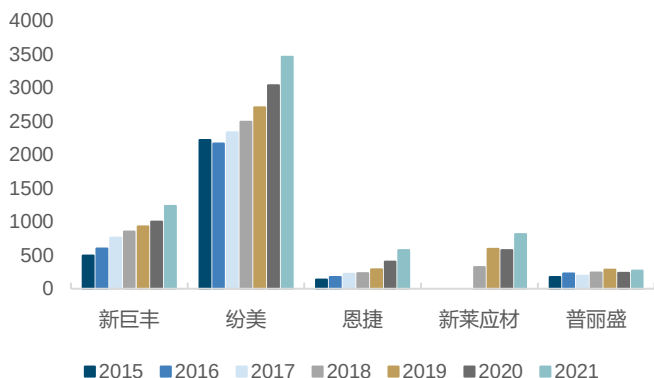
来源：公司公告，国金证券研究所

图表24：公司提供的包材单位价格较利乐便宜 8~9%

项目	2010	2011	2012	2013	2014	2015
利乐包材价格较新巨丰偏高幅度	12%-13%	11%-12%	10%-11%	9%-10%	8%-9%	9%-10%
	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	9%-10%	8%-9%	9%-10%	8%-9%	8%-9%	8%-9%

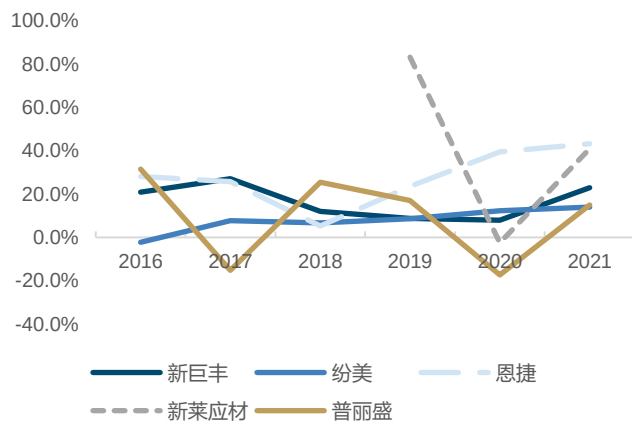
来源：公司公告，国金证券研究所

图表25：国产液体包装公司营收体量（百万元）对比



来源：公司公告，国金证券研究所

图表26：国产液体包装公司营收增速对比



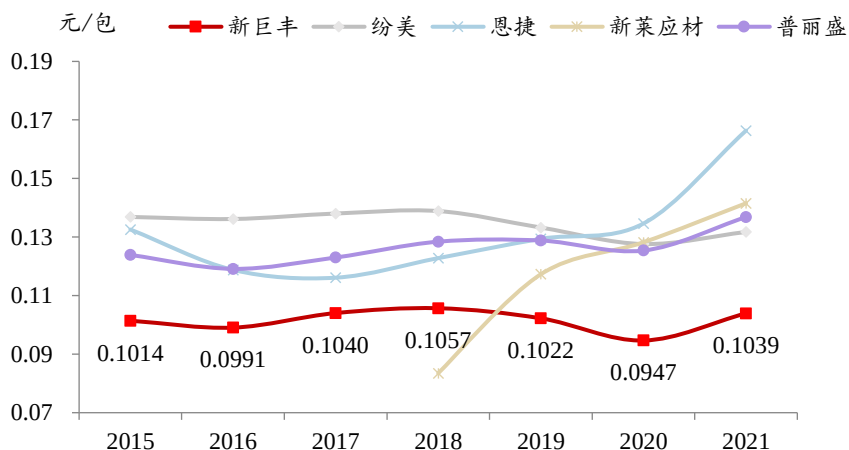
来源：公司公告，国金证券研究所

横向来看，公司单位出货单价较同业公司更低，预计主因产品结构导致，公司产品以单价较低的枕包为主，而同业公司以砖包为主。纵向来看，公司单位成本整体呈稳中下行趋势，主因规模化国产原料采购+高效管理分摊人工&固定费成本，构筑成本优势。

公司产品以枕包为主，枕包虽然价格较砖包、钻石包低，但其厚度较薄，对涂层加工的精度要求更高，技术难度更大，国内同行业公司主要生产重心主要集中在加工难度偏小的砖包领域，枕包市场的竞争程度低于砖包。公司在枕包领域具有一定技术优势，枕包生产瑕疵率低、产品质量稳定且受到客户认可，因此枕包具有更强的市场竞争力，毛利率较高；2）成本角度对比，枕包与砖包、钻石包的单位成本差异主要来自于：

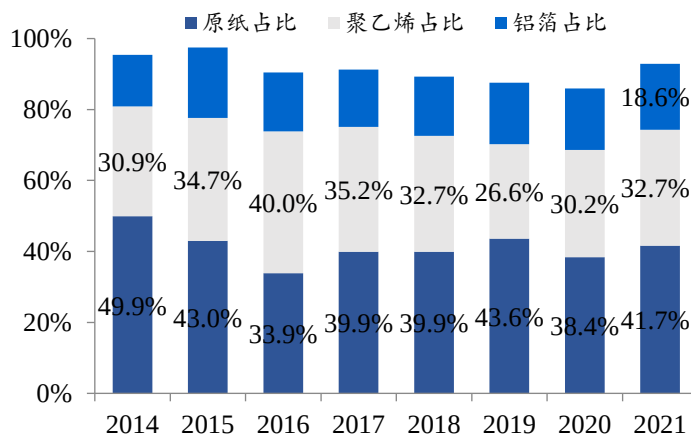
- ①单位材料耗费差异：枕包和砖包、钻石包单位产品耗用原纸克重不同。单位枕包耗用的原纸平均约 2-3 g，而单位砖包、钻石包耗用的原纸平均约为 7-8 g；
- ②客户供给集中度导致流程切换不同：公司枕包仅供应液态奶客户，砖包供应液态奶和非碳酸软饮料客户，从而枕包由于客户更为集中，生产流程切换较少，也使得单位原材料成本更低，毛利率较高。
- ③制造&人工成本分摊：强产品品质稳定下，稳定量产进一步摊薄固定人工&制造费用。

图表27：公司单位成本低，具有成本优势



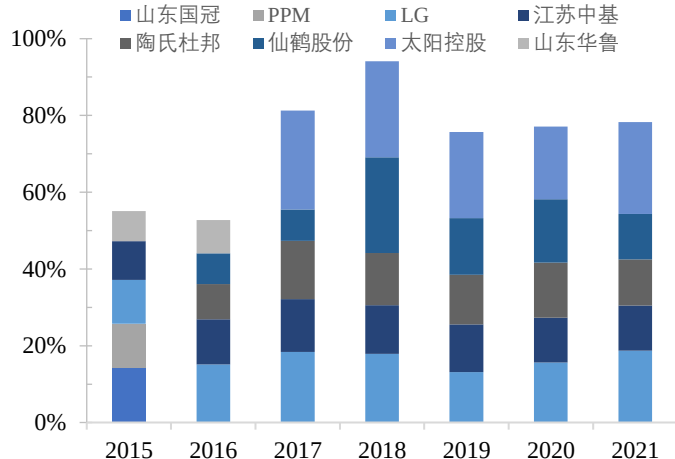
来源：公司公告，国金证券研究所

图表28：原材料成本中原纸占比40%~50%



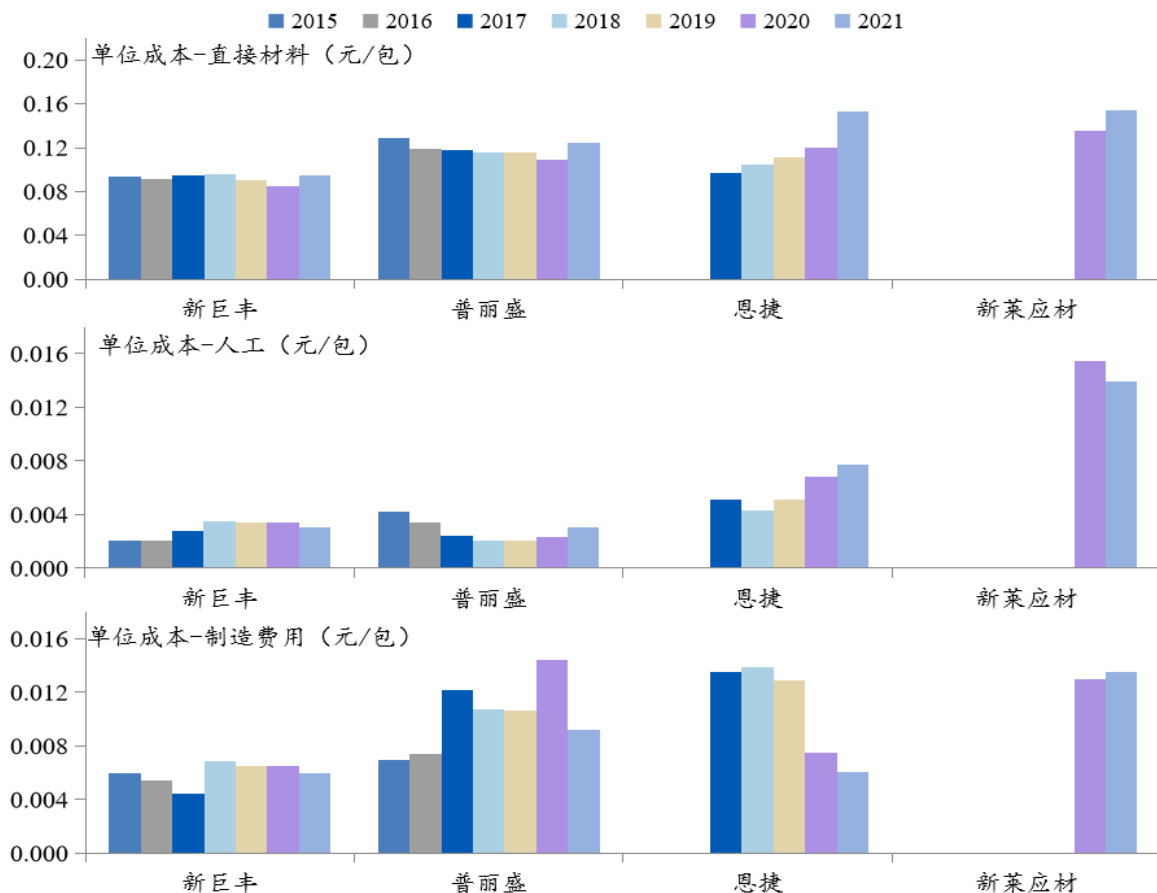
来源：公司公告，国金证券研究所

图表29：原材料前五大供应商采购金额占比超75%



来源：公司公告，国金证券研究所

图表30：公司各项细分成本长期保持优势

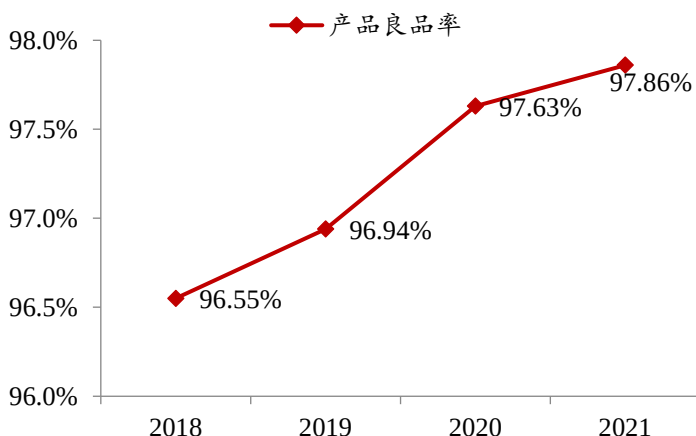


来源：公司公告，国金证券研究所

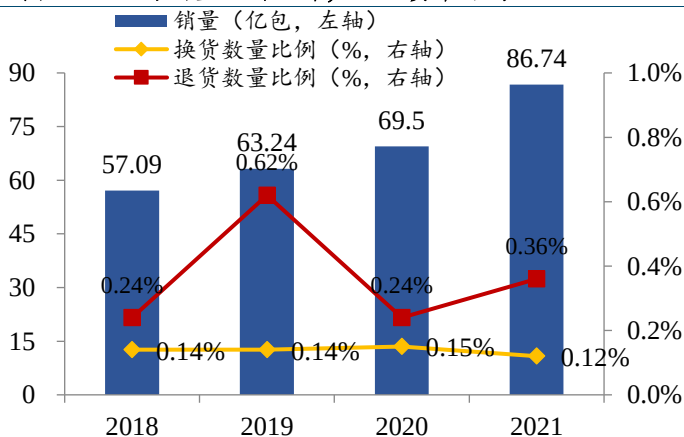
3.2 强品质基础是替代前提要素，高良品率&低退货率奠定扎实基础

无菌包装品质要求严苛，高良品率构筑强竞争力。由于液体包装应用于终端乳制品与饮料，事关食品安全，须长时间保证包装完整、隔光、隔热和无菌。主要客户重视品牌效应，欲进入合格供应商名单，首先要拥有合格资质，再经过对生产能力、卫生环保以及微生物的全方位验厂，最后就具体型号无菌包装试机，检测产品对灌装机适配性。买卖双方对单价较为敏感，建立稳定持续的合作关系后，高良品率是实现高毛利率的必要条件。一方面，1) 公司硬件完备，公司获得“ISO9001 质量管理体系”、“FSSC22000 食品安全管理体系”等认证，全周期实施动态和静态双重监测体系，配备先进原材料检测实验室，严控无菌包装物理与微生物指标。2) 专注研发，累计核心技术超过 28 项，拥有 18 项专利技术，聚焦原材料选择及调配、生产工艺改进。2018-2021 年公司良品率持续攀升，分别为 96.55%/96.64%/97.63%/97.86%。品牌深受客户认可，2018-2021 年销量不断上升，退货率分别为 0.24%/0.62%/0.24%/0.36%保持低位，换货率分别为 0.14%/0.14%/0.15%/0.12%稳中有降，彰显公司产品力与品牌力。

图表31：公司产品良品率持续攀升



图表32：公司销量不断上升，退换货率保持低位



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

3.3 募投项目保证产能供给，长期突破灌装壁垒是关键

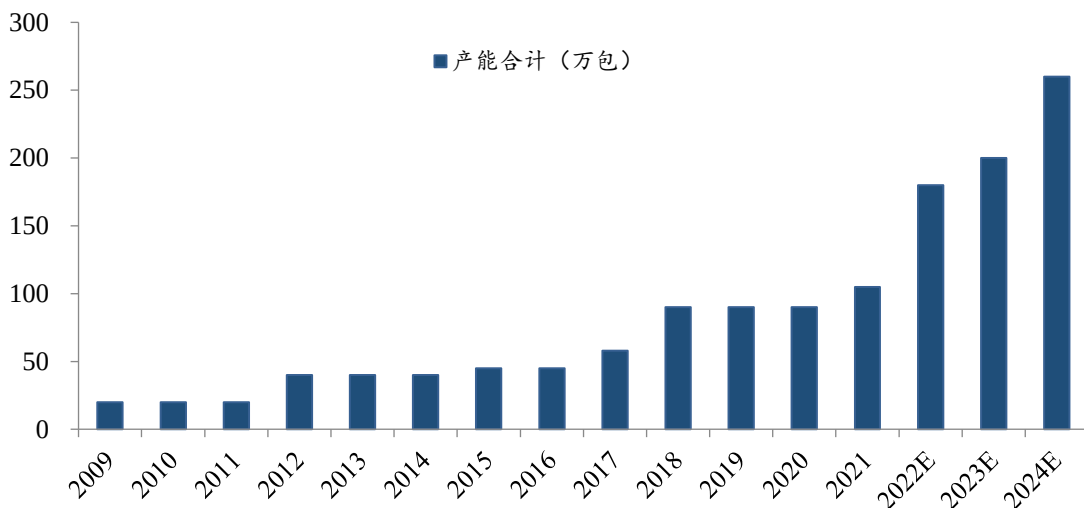
公司 IPO 募资净额 10.56 亿人民币，分别用于：1) 50 亿包无菌包装材料扩产项目，公司无菌包装产能将大幅提升，打破“以销定产”模式下的产能限制，保证产能供给。2) 50 亿包新型无菌包装片材材料生产项目，延续公司战略，拓展片式无菌包装领域，培育新增长点。3) 研发中心（2 期）建设项目，主要为现有研发中心购置设备，提升生产的稳定性、良品率和流畅性，打造行业一流研发基地。4) 补充流动资金。

图表33：公司募投项目

序号	项目名称	项目投资总额（万元）	募集资金投资（万元）	建设期
1	50 亿包无菌包装材料扩产项目	7000	7000	18 个月
2	50 亿包新型无菌包装片材材料生产项目	20000	20000	24 个月
3	研发中心（2 期）建设项目	7000	7000	24 个月
4	补充流动资金	20000	20000	-
	合计	54000	54000	

来源：公司公告，国金证券研究所

图表34：公司产能规划图



来源：公司公告，国金证券研究所整理

长期角度，由于液体包装与下游灌装具有较强的适配性，当前伊利、蒙牛等大客户仍大比例依赖利乐灌装技术，长期角度若实现主流灌装机的替代，下游乳企对利乐的依赖程度有望进一步降低，国产液体包材份额亦有望实现进一步突破。

4 液包：中期消费升级驱动量稳价升，国产替代持续推进

4.1 液体包装：国内年消费 1100 亿包，升级迭代&应用拓宽驱动成长

无菌包装于 20 世纪中期诞生，是将原纸、聚乙烯、铝箔等原材料通过复合、印刷、压痕、分切等工艺加工成纸基包装物，主要应用于下游乳业和非碳酸饮料的包装。经过多年发展，无菌包装市场已经基本建立起技术成熟、品种齐全、能适应多种液体无菌灌装方式的产品体系，体现为：

1) 无菌包型升级迭代：传统类型包含枕包、砖包，伴随下游消费升级变化趋势，近几年新推出“钻石包”、“金属包”等新包型。砖包和枕包依然是目前最主流的产品，从产品周期看，砖包和枕包处于市场成熟期，钻石包等新型包型处于成长期阶段。根据益普索，2020 年砖包标准包用量 589 亿包，市场占比 61.0%；枕包标准包用量 212.2 亿包，市场占比 22.0%；钻石包标准包用量 106.1 亿包，市场占比 11.0%，其他不足 57.9 亿包，占比 6.0%。中长期角度，砖包和枕包依然是大众消费的最主流包型。其中传统百利包液奶向枕包过渡，在中低端市场布局，依然有较大的增长潜力；此外，中高端奶目前开始

逐渐采用钻石包等形式，相比砖包、枕包，市场份额虽然较低，同样有一定的增长动力。

图表35：液态奶常用包装方式及储存时长

序号	包装方式	储存时长	图示
1	玻璃瓶	约 7 天	
2	塑料袋	约 21 天	
3	百利包	约 30 天	
4	无菌枕包	约 45-60 天	
5	无菌砖包、钻石包	180 天及以上	

来源：公司公告，伊利官网，国金证券研究所

图表36：液体无菌包装内部结构



来源：碧海官网，国金证券研究所

2) 应用领域不断拓宽：伴随无菌包装技术成熟及推广，无菌包装逐渐在生物技术、药品、啤酒、调料品、化妆品、宠物食品、罐头类食品、食品汤汁等不同行业领域中得到应用。

图表37：辊式无菌包装种类

产品类型	主要规格型号 (ml)	产品用途	成型品示例
砖包	200S、250S、200B、250B、1,000B、200M 注	用于包装和保存液态奶及非碳酸软饮料	
枕包	200、250、500		
钻石包	200、250	用于外包装精美，外形立体感更强，的高端液态酸奶	

注：产品可分为“S”型（苗条）、“B”型（标准）和“M”型（适中）

来源：公司公告，国金证券研究所

无菌包装分辊式&胚式两大分类，应用场景辊式>胚式。无菌包装根据下游客户送料灌装设备不同，分为辊式和胚式，两类包材由于形状不同亦可分为卷式、片式，辊式主导公司为利乐，胚式主导公司为 SIG。目前辊式的市场容量和包装种类远大于胚式，胚式则主要应用于部分内附颗粒的液体包装，利乐、纷美、新巨丰等多数无菌包装生产商也以辊式为主。

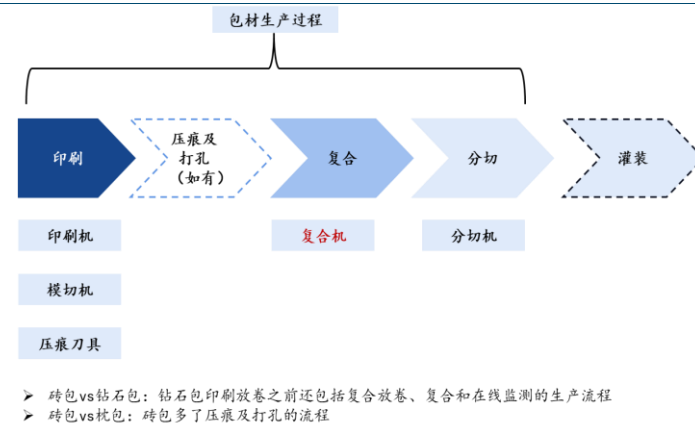
图表38：两大无菌包装类型区分

	辊式	胚式
包材形状	卷式	片式
灌装机	辊型	胚型
主导公司	利乐	SIG
生产过程	包材在灌装机上成型热封成圆筒；罐装液体内容物后，对包材四周进行封合。	使用已经基本成型的片状包材，在灌装机上将纸盒打开，仅需封合底面和顶面。
是否需要热封	√	× (更适合有颗粒物的液体)
市场容量	辊式>胚式	
包装种类	辊式>胚式	

来源：公司公告，国金证券研究所

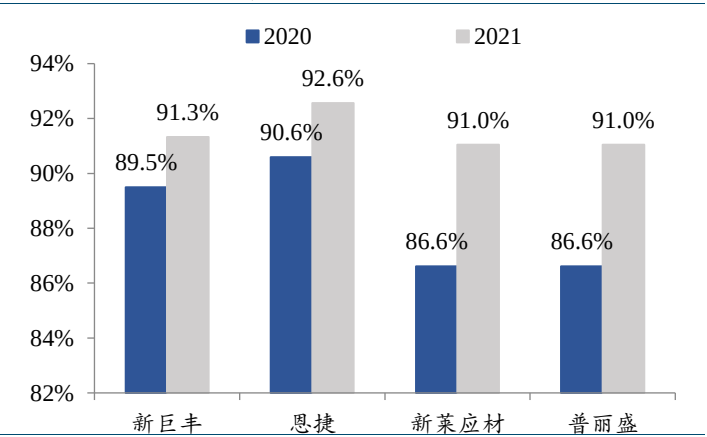
三大工艺流程，原料成本占比高。从原材料组成角度，无菌包装利用原纸、聚乙烯和铝箔等主要原材料通过复合、印刷和分切等工序加工而成。该项技术可以使食品在包装后无需再次杀菌，并且在不加防腐剂的情况下，在常温时保鲜 180 天及以上而不变质，与后续无菌灌装技术结合下，可以极大提升液态奶和非碳酸软饮料保存时间。

图表39：包材生产工艺以印刷、复合和分切为主



来源：公司公告，国金证券研究所绘制

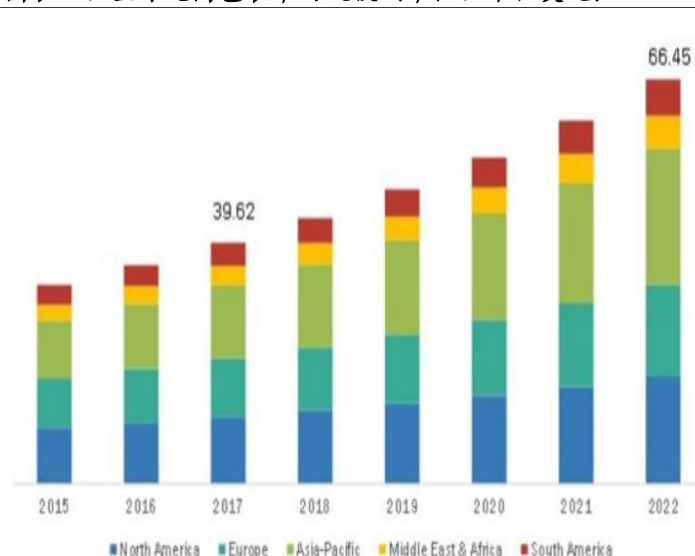
图表40：以公司为例，原材料占生产成本比重达 91.3%



来源：公司公告，国金证券研究所

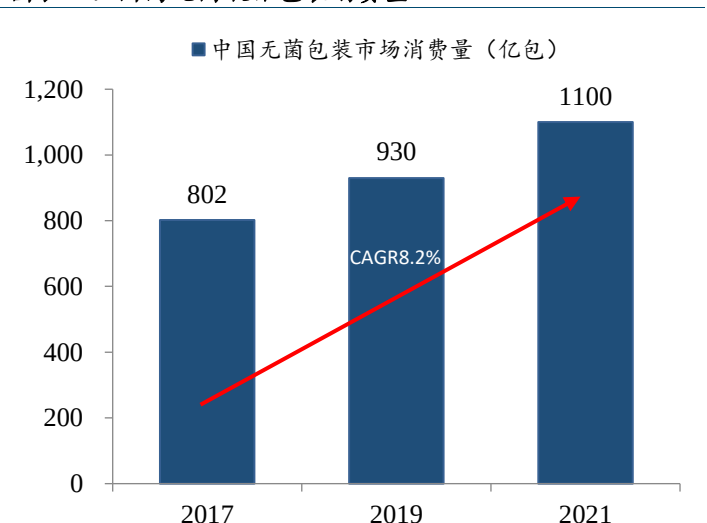
全球复合增长率 11%，国内稳健成长。根据 Markets and Markets 的预测，全球无菌包装市场有望从 2017 年的 396.2 亿美元增长到 2022 年的 664.5 亿美元，CAGR 达 10.9%，其中亚太地区将成为增长最快的市场。其中，2021 年国内无菌包装消费量达 1100 亿包，过去 3 年 CAGR 达 8.2%。

图表41：全球无菌包装市场规模（单位：十亿美元）



来源：Markets and Markets，国金证券研究所

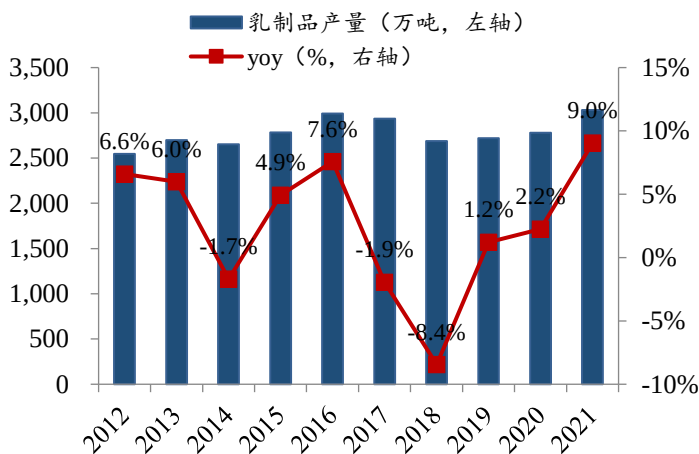
图表42：国内无菌液体包装消费量



来源：Ipsos，公司公告，国金证券研究所

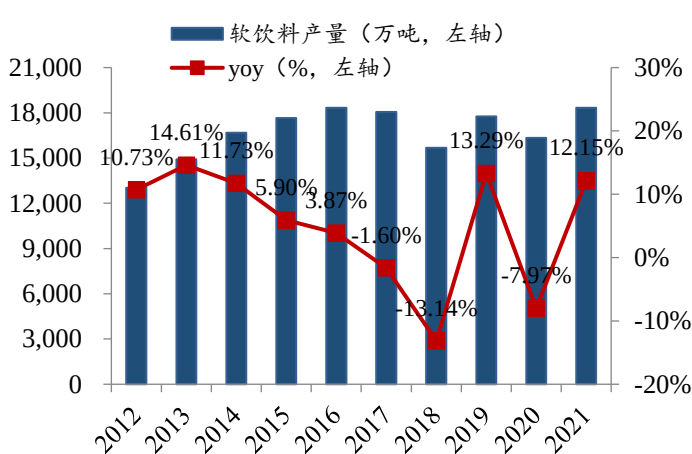
下游前景良好，对无菌包装刚性需求增加。无菌包装的下游行业属于食品和饮料等消费品领域。随着国内液态奶和非碳酸软饮料需求的增长，砖包、枕包和钻石包的需求量的趋势。20 年全国软饮料产量 1.63 亿吨，十年复合年增长率为 3.65%；21 年全国乳制品产量 3031.7 万吨，yoy+9.04%；根据益普索的研究报告预测，2019 年至 2022 年液态常温奶的年均增速约 4%，仍保持较高增长速度。预计到 2022 年，常温奶的市场规模将达到 853.7 万吨。

图表43：2012-2021 全国乳制品产量 CAGR=1.8%



来源：WIND, 国金证券研究所

图表44：2012-2020 全国软饮料产量 CAGR=3.5%



来源：WIND, 国金证券研究所

4.2 利乐寡头垄断地位逐渐丧失，成本优势加速国产替代

行业格局集中、外资主导，利乐“捆绑模式”下份额超 50%。由于涉及食品安全及品质问题，对无菌包材的生产工艺、设备、原材料等有严格要求，液包行业整体准入门槛较高，国内共有约 24 家无菌包装供应商，竞争者相对较少。利乐和 SIG 集团等外资供应商凭借成立较早的先发优势，占据较高市场份额。以利乐为例，其进入中国后，通过灌装机与包装材料捆绑销售的策略，使乳企产生高度依赖，一度占据中国无菌包装市场 90% 以上市场份额。2021 年，利乐和 SIG 合计占比 72.4%，国内供应商仍具备较大的替代空间。

图表45：国内外无菌包装企业对比

		纷美	思捷股份	新巨丰	普丽盛	科世茂	碧海	SIG康美	利乐
logo									
成立时间		2001	2006	2007	2007	2007	2008	1853	1951
所在地区		北京	云南玉溪	山东新泰	上海	江苏昆山	山东	瑞士	瑞典
生产基地 (个)		6 (北京、上海、山东、内蒙、瑞士温特图尔、德国哈雷)	6 (无锡、珠海、上海、江西、苏州、匈牙利)	2 (均位于山东)	-	-	-	5+ (苏州2家)	54
客户人数		50多个国家	-	60+	-	-	40多个国家	100多个国家和地区	160多个国家和地区
主要产品	包材	片材、卷材、纸类印刷产品	BOPP等膜类产品、无菌液体包装盒、特种纸	纸包装、无菌包装材料	纸铝复合无菌包装材料	聚烯烃 (POF) 热缩膜、高阻隔膜	纸铝塑复合液体食品无菌包装纸	无菌纸盒、盒中袋、带盖软包装	瓶型无菌包装材料
	设备	无菌灌装机及配套设备	-	-	高温杀菌机、全自动无菌砖式包装机、浓缩干燥设备	封条收缩包装机	灌装机、贴管机、灭菌机、贴盖机、裹包机	胚型灌装机、贴盖机等配套设备	瓶型灌装机等配套设备
21年营收 (亿元)		35	6	12	3	-	8	194	802
21年销量 (亿包)		210	29	63	17	-	90	450	1920

注：SIG和利乐营收已按21年12月欧元人民币汇率换算。

来源：公司公告，Food Talks，国金证券研究所；注：SIG和利乐营收已按 21 年 12 月欧元人民币汇率换算。

成本优势仍是国产替代主要驱动力，国内纷美、新巨丰绑定大客户获得成长机遇。1) 需

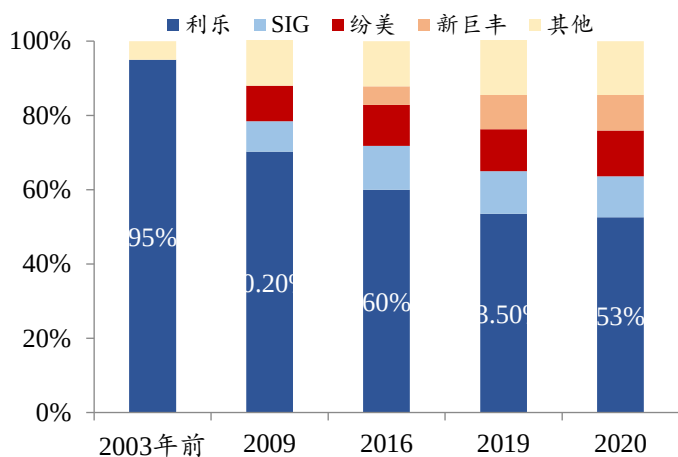
求角度，乳企加大国内采购利于降低成本和分散供应链风险，伊利、蒙牛分别重点扶持新巨丰、纷美国产液体包材商进入自身供应链体系，实现部分包型的替代。2021 年，新巨丰/纷美营收分别达到 12.4/35 亿元，其中第一大客户伊利/蒙牛营收占比分别为 70%/36%。2) 供给侧：第一阶段下成本优势仍是国产替代主要驱动力，21 年利乐/恩捷/纷美/新巨丰单包平均价格分别为 0.42/0.2/0.17/0.14 元，同等包型比较下新巨丰单位价格较利乐低 10%左右。中长期角度，液包企业的长期国产替代仍需要下游突破灌装机技术壁垒。目前，国内纷美、普丽盛、碧海等企业已具备灌装机，新巨丰的灌装机设备也已研发并进入客户试用阶段。

图表46：国内纸质包装龙头企业下游主要供应情况

项目	利乐	SIG 集团	纷美包装	新巨丰
份额占比 (2020 年)	52.63%	10.98%	12.34%	6.99%
包装类型	辊式	胚式	辊式	辊式
主要客户	伊利、蒙牛、 光明	伊利、蒙牛	蒙牛	伊利

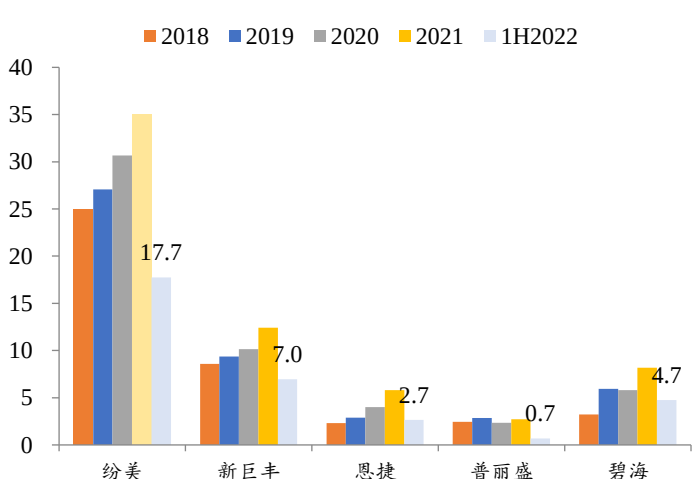
来源：公司公告，国金证券研究所

图表47：利乐保持领先，国产品牌市占率上升



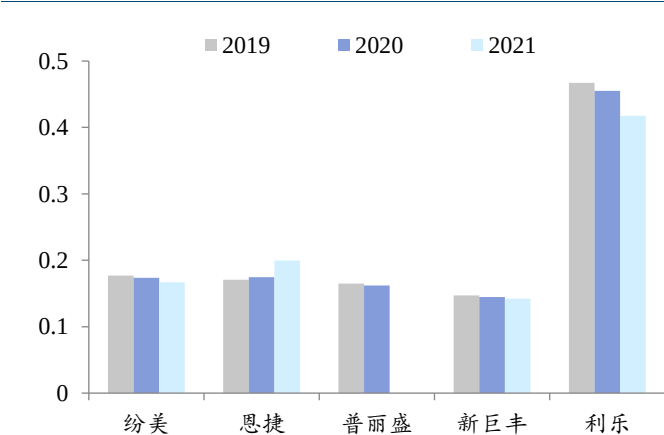
来源：公司公告，国金证券研究所

图表48：国内无菌包装公司出货金额 (亿元)



来源：公司公告，国金证券研究所

图表49：国内无菌包装平均单价普遍偏低



来源：公司公告，国金证券研究所

图表50：无菌钻灌装机



来源：纷美官网，国金证券研究所

5 盈利预测

核心假设

枕包：枕包作为公司的优势产品，目前工艺成熟&成本竞争优势强，但从行业占比来，其作为液包基础类型包材，占液包整体比重 22%左右，预计后续成长空间有限，因为伴随公司募投产能投放，后续在该业务有望保持稳健成长。我们预计公司 22-24 年枕包销量可达 53/59/65 亿包，同比+4.5%/+6%/+6 亿包，营收同比+9.2%/10.2%/9.0%。

砖包：公司 2020 年在砖包占大客户伊利比重仅为 8~13%，具备较大的提升空间，后续有望凭借较强的产品性价比&服务优势，伴随产能投放份额不断提升，产品销售结构有望更加平衡，我们预计 22-24 年公司砖包销量可达 48/71/96 亿包，同比+17%/+23%/+25 亿包，营收同比+53%/+46%/+34%。

钻石包：考虑到下游客户产品高端化升级是未来大趋势，且公司过去受制于出产能限制业务布局有限，未来公司有望逐步加大对钻石包等高端包型的生产和研发投入，我们预计 22-24 年钻石包销量可达 12/18/27 亿包，同比+5%/+6%/+9 亿包，营收同比+70%/+48%/+49%。

毛利率：一方面，22 年原纸成本木浆/铝/聚乙烯价格均处在高位，导致公司阶段性毛利率承压，但伴随 auroco 浆产能投放+UPM1Q 投放加快浆价下行拐点确定性，12 月中旬起，阔叶浆现货价格已出现拐点，从半年供需角度，欧美海外需求下行&木浆新产能投放，纸浆价格下行方向较为明确，纸价亦有望进入下行周期；另一方面，中期角度伴随公司对产品结构的调整，毛利率相对较低的砖包、钻石包产品占比将提升，因此预计 23 年毛利率底部回暖，24 年起公司毛利率将更多受产品结构影响略承压，预计 22-24 年毛利率为 22%/24.5%/25.1%。

费用预测：

销售费用：由于公司下游以大客户模式为主，产能瓶颈突破后，凭借优质性价比产品&服务，占下游客户比例不断提升，销售费用率有望回落，预计 22-24 年销售费用率为 4.2%/4.0%/4.0%。

管理费用：伴随规模效应、管理效率提升，我们预计 22-24 年管理费用率为 3.6%/3.3%/3.3%。

研发费用：伴随公司持续改进生产工艺，研发新品适应客户需求，预计 22-24 年研发费用率为 0.7%/0.7%/0.7%，保持稳定。

综上，我们预测 22-24 年公司总体营收分别为 16.4/21.5/27.3 亿元，同比+32%/+31.1%/+27%；归母净利分别为 1.77/2.39/3.09 亿元，同比+12.4%/+35%/+29.5%。

图表51：公司主要业务营收及毛利预测

单位：百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总收入	935	1014	1242	1639	2149	2727
YOY	8.7%	8.5%	22.4%	32.0%	31.1%	26.9%
分产品预测						
枕包	526.29	603.96	635.89	694.66	765.30	834.45
YOY	25.7%	14.8%	5.3%	9.2%	10.2%	9.0%
营收占比	56.3%	59.5%	51.2%	42.4%	35.6%	30.6%
毛利率	37.5%	40.4%	34.1%	29.0%	35.5%	36.0%
销量（亿包）	39	45	49	53	59	65
变动（亿包）	9	7	3	5	6	6
砖包	339.35	328.63	480.81	736.70	1078.51	1443.48
YOY	-8.5%	-3.2%	46.3%	53.2%	46.4%	33.8%
营收占比	36.3%	32.4%	38.7%	45.0%	50.2%	52.9%
毛利率	21.7%	25.8%	19.4%	16.2%	18.0%	20.0%
销量（亿包）	21	20	31	48	71	96
变动（亿包）	-2	-1	11	17	23	25
钻石包	64.44	71.40	118.43	200.84	298.14	442.64
YOY	-1.5%	10.8%	65.9%	69.6%	48.4%	48.5%
营收占比	6.9%	7.0%	9.5%	12.3%	13.9%	16.2%
毛利率	19.0%	24.5%	19.5%	17.0%	18.5%	20.5%
销量（亿包）	4	4	7	12	18	27
变动（亿包）	0	0	3	5	6	9
其他	5.07	10.46	6.70	6.70	6.70	6.70
YOY	-1.6%	106.3%	-35.9%	0.0%	0.0%	0.0%
营收占比	0.5%	1.0%	0.5%	0.4%	0.3%	0.2%
毛利率	99.6%	99.6%	99.6%	99.6%	99.6%	99.6%

来源：公司公告，国金证券研究所预测

投资建议

我们采用市盈率相对估值法，根据盈利预测，当前股价对应公司 22-24 年 PE 分别为 36/27/21X。选取裕同科技、宝钢包装、奥瑞金、昇兴股份、纷美包装作为可比公司，可比公司 23/24 年 PE 平均值分别为 16/13X，考虑到公司凭借高性价比优质产品力、强服务优势深度绑定大客户进行国产替代，产能释放助力市场份额提升，整体成长性、盈利能力均好于同业公司，产业卡位较为稀缺，应给予一定估值溢价，首次覆盖，给予公司 2023 年 30X 估值，对应目标价 17.05 元，给予“增持”评级。

图表52：可比公司估值

代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润（亿元）				PE				PB (MRQ)
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	
002831.SZ	裕同科技	32.9	306.0	10.2	15.3	18.4	22.2	30.1	20.1	16.6	13.8	3.1
601968.SH	宝钢包装	6.4	72.7	2.7	3.2	3.9	4.9	26.9	23.1	18.5	14.9	2.0
002701.SZ	奥瑞金	4.8	122.5	9.1	7.9	9.6	11.3	13.5	15.4	12.7	10.8	1.5
002752.SZ	昇兴股份	5.4	52.3	1.7	2.9	3.7	4.5	30.7	18.3	14.2	11.6	1.8
0468.HK	纷美包装	1.5	20.0	2.9	-	-	-	53.07	-	-	-	0.7
	平均值							30.8	19.2	15.5	12.8	1.8
	中位数							30.1	19.2	15.4	12.7	1.8
301296.SZ	新巨丰	15.3	64.3	1.6	1.8	2.4	3.1	40.9	36.4	26.9	20.8	2.8

来源：Wind，国金证券研究所；股价基准日：2022 年 12 月 28 日

风险提示

原材料价格上涨导致盈利承压的风险。公司生产原材料主要包括原纸、聚乙烯和铝箔，原材料占比接近 90%，下游客户主要为液态奶/饮料行业龙头企业，对下游议价力较低，若原材料价格长期保持高位，则对公司盈利水平产生不利影响。

食品安全风险。由于公司下游客户均为液态奶/饮料行业龙头企业，对食品安全要求较高，若产业链发生重大食品安全事故，则会导致客户收入出现大幅度下滑，进而导致公司需求放缓。

下游大客户占比较高的风险。19-21 年公司前五大客户收入占比超过 85%，其中第一大客户伊利相关收入占比达 70%，若下游大客户因为自身原因导致终端消费需求下滑，会对公司业绩产生不利影响。

无法适配灌装机导致收入不确定的风险。公司的包装产品主要适配下游利乐、SIG 的液

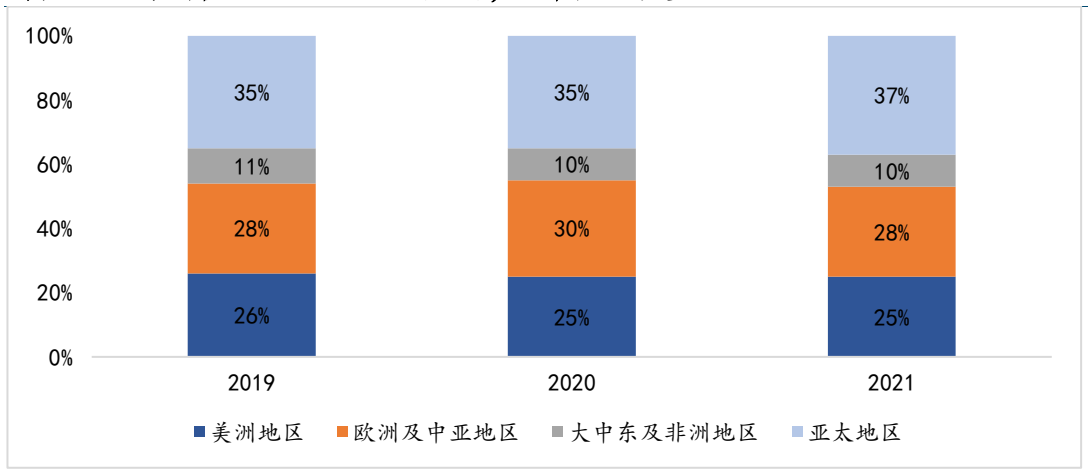
体灌装设备，若未来灌装设备技术升级或发展，公司无法适配下游客户的灌装机产品，则对公司未来收入产生不利影响。

限售股解禁的风险。23 年 3 月公司有限售股解禁，解禁数量 384.66 万股，占总股本比例 0.92%。

附录——利乐复盘启示

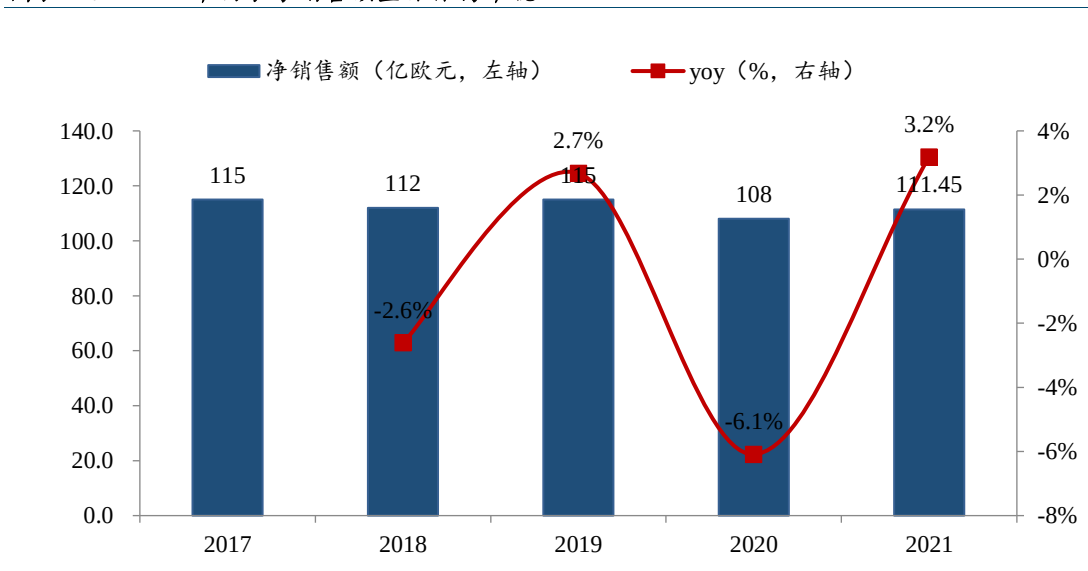
国际无菌包装龙头，欧亚地区奠定业务发展重心。利乐成立于 1952 年，总部位于瑞典，具有 70 年的发展历史，作为全球最大的辊型无菌包装和辊型送料灌装机供应商，目前业务遍及全球 160 多个国家和地区，拥有员工超 2.5 万人，94 个全球销售办事处，54 家工厂，6 家研发中心，2021 年净销售额达到了 111.45 亿欧元，售出超 1920 亿个包装。包装品类丰富全面，包括 229 种包装及 7,000 种包装组合，同时在液态及半液态食品的包装和加工领域，取得 5,000 多项技术专利，能够为世界各地的客户提供安全、创新、环保的产品。

图表53：利乐销售地区以亚太地区为主体，三年占比均超 35%



来源：利乐官网，国金证券研究所

图表54：17-21 年利乐净销售额整体保持平稳



来源：利乐官网，国金证券研究所

图表55：利乐公司组织架构完善



来源：利乐官网，国金证券研究所

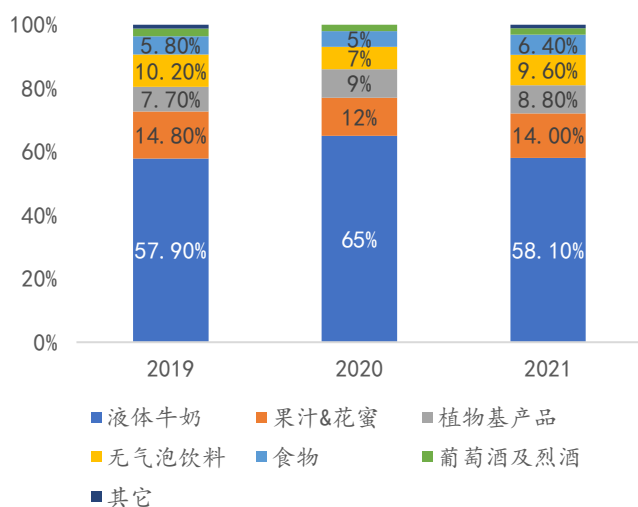
图表56：利乐无菌包装种类丰富



来源：利乐官网，国金证券研究所

液体奶为主体，果汁、饮料类细分赛道多点开花，一体化模式引导液包成长。从业务布局角度，公司为食品制造业提供一体化加工、包装和分销解决方案，以及技术服务和端到端解决方案等。公司加工和包装生产线可加工乳制品、饮料、冰淇淋、奶酪、食品和蔬菜以及宠物食品等产品，生产产品包括利乐砖、利乐冠、利乐枕等无菌包装，同时，提供无菌加工设备和分销设备。

图表1：利乐包装材料收入中，乳制品品类占50%以上比重



来源：利乐官网，国金证券研究所

图表2：利乐已构建从设备、消耗品到服务的一体化模式



来源：利乐官网，国金证券研究所

技术发达，灌装机处于业内顶尖水平。利乐有多种适用于不同产品及需求的灌装机，包含紧凑灌装机、柔性灌装机、高速灌装机等。利乐 E3 高速灌装机采用电子束灯灭菌，达到双氧水灭菌级别，同时实现 1000ml 利乐峰包装设备小时产能 15000 包。利乐 E3 紧凑柔性灌装机在低占地面积同时做到 9000 包小时产能。利乐 A3 高速灌装机具有业内最高的包装产量以及最低运营成本，每小时最多生产 24000 包，同时可以生产多种利乐砖包装，利用其容量改造套件，可以将任意款其它包装生产线以 80%成本节约改造为利乐砖生产线。

图表57: 利乐 TT/3 常温分销灌装机产品保质期达 9 个月



来源: 利乐官网, 国金证券研究所

图表58: 利乐 A3 高速灌装机具有业内最高包装产量



来源: 利乐官网, 国金证券研究所

“剃刀”商业模式成功典范。1972 年进入中国, 1987 年开始在中国生产和销售无菌包装材料。在进入中国市场之初, 利乐采用捆绑销售方式, 针对企业缺乏资金的困境, 将设备低价甚至免费送给乳业公司, 依靠出售快消品的材料赚钱, 同时签订协议, 要求其不得在若干年内购买第三方包材, 解决企业燃眉之急, 同时迅速扩张其市场, 获取客户忠诚度。

利用市场支配地位, 进行“忠诚折扣”。2016 年 11 月 9 日, 利乐公司因其 2009-2013 年滥用市场支配地位, 无正当理由搭售, 限定交易行为、以及限制竞争的“忠诚折扣”行为被原工商局处以 6.677 亿元罚款。利乐公司采用个性化限定折扣, 即对特定客户, 要求其一定时期内采购产品数量达一定水平后给予折扣, 以及追溯累计折扣, 即对客户累计购买量设定标准, 达到该标准后对整体商品进行折扣的方式给予折扣, 且折扣幅度随量增加。在此折扣情况下, 客户转移部分需求至其它厂商会导致其成本上升, 诱导客户选择利乐, 抑制竞争。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	935	1,014	1,242	1,639	2,149	2,727
增长率		8.5%	22.4%	32.0%	31.1%	26.9%
主营业务成本	-647	-661	-903	-1,279	-1,622	-2,042
%销售收入	69.1%	65.2%	72.7%	78.0%	75.5%	74.9%
毛利	289	353	339	360	526	685
%销售收入	30.9%	34.8%	27.3%	22.0%	24.5%	25.1%
营业税金及附加	-8	-8	-7	-8	-11	-14
%销售收入	0.8%	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-52	-51	-59	-67	-86	-109
%销售收入	5.5%	5.0%	4.8%	4.1%	4.0%	4.0%
管理费用	-58	-63	-66	-82	-140	-177
%销售收入	6.2%	6.2%	5.3%	5.0%	6.5%	6.5%
研发费用	0	-4	-8	-10	-13	-16
%销售收入	0.0%	0.4%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
息税前利润 (EBIT)	171	227	198	193	277	369
%销售收入	18.3%	22.4%	16.0%	11.8%	12.9%	13.5%
财务费用	-4	4	1	17	30	33
%销售收入	0.5%	-0.4%	-0.1%	-1.0%	-1.4%	-1.2%
资产减值损失	-15	-10	2	-4	-1	-1
公允价值变动收益	1	2	4	12	4	4
投资收益	4	0	0	2	1	1
%税前利润	2.3%	n.a	0.1%	0.9%	0.3%	0.2%
营业利润	160	230	211	226	317	411
营业利润率	17.1%	22.6%	17.0%	13.8%	14.8%	15.1%
营业外收支	0	-2	0	1	1	1
税前利润	160	228	211	227	318	412
利润率	17.1%	22.5%	17.0%	13.8%	14.8%	15.1%
所得税	-44	-59	-54	-50	-80	-103
所得税率	27.6%	25.9%	25.4%	22.0%	25.0%	25.0%
净利润	116	169	157	177	239	309
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	116	169	157	177	239	309
净利率	12.4%	16.7%	12.7%	10.8%	11.1%	11.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	116	169	157	177	239	309
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	16	11	1	68	73	80
非经营收益	-7	2	6	-8	-4	-4
营运资金变动	67	26	-125	50	-15	-17
经营活动现金净流	191	208	38	286	293	368
资本开支	-54	-177	-34	-116	-109	-89
投资	0	0	0	0	0	0
其他	-248	98	14	2	1	1
投资活动现金净流	-302	-79	-21	-114	-108	-88
股权募资	0	0	0	1,130	0	0
债权募资	-36	18	18	-37	0	0
其他	-36	-121	-4	-73	-98	-126
筹资活动现金净流	-72	-102	14	1,019	-98	-126
现金净流量	-183	26	31	1,192	87	154

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	267	252	347	1,538	1,626	1,780
应收款项	252	253	412	448	587	745
存货	149	132	186	220	279	351
其他流动资产	197	203	184	206	209	213
流动资产	864	841	1,128	2,412	2,701	3,089
%总资产	64.2%	57.8%	65.3%	78.7%	79.5%	81.3%
长期投资	0	0	0	12	16	20
固定资产	405	545	532	598	637	650
%总资产	30.1%	37.5%	30.8%	19.5%	18.8%	17.1%
无形资产	39	38	41	41	40	40
非流动资产	483	613	600	653	695	711
%总资产	35.8%	42.2%	34.7%	21.3%	20.5%	18.7%
资产总计	1,347	1,453	1,728	3,065	3,396	3,800
短期借款	54	8	9	0	0	0
应付款项	307	306	443	573	728	917
其他流动负债	59	80	60	77	109	139
流动负债	420	395	513	649	837	1,056
长期贷款	0	40	36	36	36	36
其他长期负债	30	32	36	0	0	0
负债	450	467	584	686	873	1,092
普通股股东权益	897	987	1,144	2,380	2,523	2,708
其中：股本	357	357	357	420	420	420
未分配利润	262	338	484	590	733	919
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,347	1,453	1,728	3,065	3,396	3,800

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.324	0.474	0.440	0.421	0.568	0.736
每股净资产	2.514	2.764	3.204	5.666	6.007	6.448
每股经营现金净流	0.534	0.583	0.106	0.682	0.699	0.877
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.168	0.227	0.294
回报率						
净资产收益率	12.87%	17.14%	13.74%	7.43%	9.46%	11.41%
总资产收益率	8.57%	11.63%	9.10%	5.77%	7.03%	8.14%
投入资本收益率	13.01%	16.20%	12.37%	6.24%	8.12%	10.08%
增长率						
主营业务收入增长率	8.71%	8.48%	22.42%	31.97%	31.10%	26.93%
EBIT 增长率	15.80%	32.44%	-12.50%	-2.64%	43.46%	33.11%
净利润增长率	33.67%	46.35%	-7.04%	12.42%	35.03%	29.54%
总资产增长率	5.46%	7.86%	18.88%	77.39%	10.79%	11.90%
资产管理能力						
应收账款周转天数	74.9	79.0	83.9	84.0	84.0	84.0
存货周转天数	82.9	77.6	64.3	64.0	64.0	64.0
应付账款周转天数	54.8	58.4	50.6	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	153.6	170.9	142.7	111.9	83.4	60.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-41.16%	-36.95%	-39.88%	-69.64%	-69.15%	-70.11%
EBIT 利息保障倍数	40.3	-59.5	-174.0	-11.4	-9.2	-11.3
资产负债率	33.39%	32.12%	33.80%	22.37%	25.71%	28.73%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
 电话：021-60753903
 传真：021-61038200
 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
 邮编：201204
 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
 紫竹国际大厦 7 楼

北京
 电话：010-66216979
 传真：010-66216793
 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
 邮编：100053
 地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳
 电话：0755-83831378
 传真：0755-83830558
 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
 邮编：518000
 地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
 嘉里建设广场 T3-2402