

## 新巨丰 (301296.SZ)

## 无菌包装龙头持续迭代，国产替代空间打开

公司作为无菌包装内资龙头，技术、产品、品质比肩外资龙头，成本优势明显，有望持续实现国产替代，同时客户拓展顺畅，品类充分延伸，首次覆盖给予“强烈推荐”投资评级。

- **新巨丰：深耕无菌包装领域，十五年快速崛起。**公司主营业务无菌包装的生产、研发与销售，致力于无菌包装核心技术研发。公司建立了“枕包”、“砖包”、“钻石包”和“金属包”等多元化产品体系，产品容量覆盖 200ml-1000ml，与伊利、夏进、欧亚乳业、王老吉等知名液态奶和非碳酸饮料客户合作逐步加深，深受下游客户企业认可。2021 年公司实现营业收入 12.4 亿元 (+22.42%)，净利润 1.6 亿元 (-7.04%)。
- **无菌包装行业快速增长，国产替代正当时。**2021 年，我国无菌包装行业规模达 1100 亿包，同比增长 14%。随下游需求的不断增长，市场规模有望进一步扩张。产品结构方面，2020 年砖包、枕包和钻石包的市场份额分别占比 61%/22%/11%。砖包和枕包发展基本成熟，主要用于市场规模 1478.5 亿元的常温奶，随包装替代趋势仍有一定发展空间。钻石包处于高速成长期，并受高端奶和非碳酸饮料的需求增长驱动，二者的市场规模/产量 2021 年同比增长 15.12%/11.27%，市场前景广阔。市场格局方面，海外品牌主导市场，占据 60%以上的份额，在技术、产业链等方面均凭借先发优势形成壁垒。但我国无菌包装行业仍有较大发展空间，需求强劲：1) 无菌包装属于政府鼓励产品，现已有一系列政策出台规范并推动行业发展；2) 技术进步与应用范围扩张刺激需求增长。生产工艺与技术进步降低无菌包装成本、扩大应用范围，下游需求将持续扩张。
- **多项优势明显，助力份额提升，国产替代正当时。**1) 客户优势：深度绑定大客户，同时积极拓展新客户，对伊利收入从 2017 年的 2.78 亿元，增长至 2021 年的 8.68 亿元，同时信息网、辉山、欧亚、王老吉等客户持续放量，为公司持续增长打好基础；2) 质量优势：良品率持续维持高水平，具有较高性价比及良好售后，公司近三年退换货金额占当期主营业务收入的比例分别为 0.81%、0.41%和 0.19%，持续实现提升良品率；3) 技术优势：研发投入进一步加大，工艺技术不断完备，与头部企业技术水平相差无几，在产品质量保持的同时，平均单价保持竞争优势；4) 产能优势：募投项目落地，产能进一步释放，50 亿包无菌包装材料扩产项目一期已建设完毕，50 亿包新型无菌包装片材材料生产项目持续推进，保障公司业绩高速增长。
- **国产替代空间广阔，内资龙头扬帆起航，首次覆盖给予“强烈推荐”投资评级。**公司作为无菌包装内资龙头，技术、产品、品质比肩外资龙头，成本优势明显，有望持续实现国产替代，同时客户拓展顺畅，品类充分延伸，我们预计公司 2022 年~2024 年归母净利润分别为 1.72 亿元、2.15 亿元、2.84 亿元，同比分别增长 9%、25%、32%，对应 PE 分别为 41X、33X、25X，首次覆盖给予“强烈推荐”投资评级。
- **风险提示：客户依赖的风险；市场竞争的风险；原材料短缺或价格无法传导的风险；应收账款收回的风险。**

## 强烈推荐 (首次)

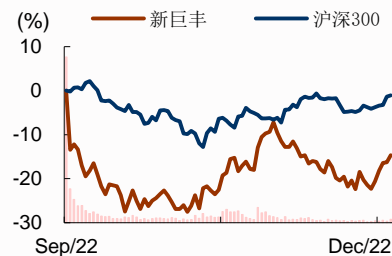
消费品/轻工纺服  
目标估值：NA  
当前股价：16.61 元

## 基础数据

总股本 (万股)	42000
已上市流通股 (万股)	5915
总市值 (亿元)	70
流通市值 (亿元)	10
每股净资产 (MRQ)	5.5
ROE (TTM)	7.0
资产负债率	22.2%
主要股东 北京京巨丰能源控制设备有	
主要股东持股比例	22.56%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	0	-9	-9
相对表现	-0	1	9



资料来源：公司数据、招商证券

## 相关报告

赵中平 S1090521080001  
✉ zhaozhongping@cmschina.com.cn  
毕先磊 研究助理  
✉ bixianlei@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	1014	1242	1599	2067	2672
同比增长	8%	22%	29%	29%	29%
营业利润(百万元)	230	211	231	288	381
同比增长	44%	-8%	9%	25%	32%
归母净利润(百万元)	169	157	172	215	284
同比增长	46%	-7%	9%	25%	32%
每股收益(元)	0.40	0.37	0.41	0.51	0.68
PE	41.3	44.4	40.5	32.5	24.6
PB	7.1	6.1	5.3	4.7	4.1

资料来源: 公司数据, 招商证券

## 正文目录

一、新巨丰：无菌包装领军企业，快速崛起迎发展新阶段	6
1、发展历程：客户持续拓展助力业务崛起，多元化产品打开新增长空间	6
2、公司治理：股权结构集中，高管流失率低，员工持股激励充分	6
(1) 控股股东持股比例较大，股权结构集中	6
(2) 管理结构科学规范，高管流失率较低	7
(3) 股权激励：绑定核心人员利益，彰显公司长期发展信心	7
3、公司业务：枕包占比高，收入以境内为主	8
4、公司财务：财务状况良好，盈利能力逐年提升	9
二、行业：行业发展进入成熟阶段，集中度不断提升	9
1、规模：下游需求多样化，驱动规模增长	9
2、结构：砖包、枕包发展成熟，钻石包处于成长期	10
3、格局：海外品牌占主导地位，国产替代空间广阔	11
(1) 海外品牌占据无菌包装 60%以上市场份额	11
(2) 外资品牌优势明显、壁垒高，利乐表现突出	12
4、驱动：政策支持+应用领域拓展，助推行业规模持续成长	13
(1) 国家鼓励，政策护航	13
(2) 新应用范围刺激新需求增长	14
三、驱动：国产替代正当时，品类客户拓展空间广阔	15
1、多项优势明显，助力份额提升，国产替代正当时	15
(1) 主要客户合作长期稳定，积极拓展新客户	15
(2) 质量稳定良品率高，平均单价低于同业可比	16
(3) 工艺技术逐步完备，与龙头企业差距缩小	17
2、募投项目落地，产能进一步提升	18
3、成本下降可期，利润弹性有望释放	19
四、盈利预测与投资建议	20
1、盈利预测	20
2、投资建议	21
五、风险提示	21

## 图表目录

图 1 公司发展历程 .....	6
图 2 公司股权结构 .....	7
图 3 公司分产品营业收入占比 .....	8
图 4 公司分产品毛利率 .....	8
图 5 公司净利率、营业利润率及主营业务毛利率 .....	9
图 6 公司期间费用率 .....	9
图 7 公司的收益质量和资产负债率（母公司） .....	9
图 8 无菌包装行业产业链 .....	10
图 9 我国无菌包装行业市场规模 .....	10
图 10 2012-2021 年我国液态奶产量变化 .....	11
图 11 2016-2021 年常温奶市场规模 .....	11
图 12 2016-2021 年我国高端奶市场规模 .....	11
图 13 2012-2021 年我国非碳酸饮料产量 .....	11
图 14 2019-2020 年中国无菌包装行业市场份额 .....	12
图 15 2020 年中国常温液态奶无菌包装市场份额 .....	12
图 16 图 9 2018-2020 年新巨丰常温液态奶无菌包装市场份额 .....	12
图 17 人均乳制品消费量（kg） .....	14
图 18 前五大客户销售金额（万元） .....	15
图 19 前五大客户销售额占主营业务收入比例 .....	15
图 20 对伊利销售量及增速 .....	16
图 21 无菌包装液奶市场主要厂商销售额及占比 .....	16
图 22 客户数量及新增客户产生的收入 .....	16
图 23 公司产品良品率 .....	17
图 24 退换货金额及占主营业务收入比例 .....	17
图 25 研发费用及其占营收比例 .....	18
图 26 2019-2021 产能情况 .....	19
图 27 分产品销售收入占比 .....	19
图 28 各产品毛利率 .....	19
图 29 原材料成本结构 .....	20
图 30 原材料价格走势 .....	20
表 1: 公司管理层情况 .....	7

表 2: 公司股权激励目标及人员 .....	7
表 3: 公司业务拆分情况 .....	8
表 4: 无菌包装行业企业比较 .....	12
表 5: 无菌包装行业政策一览 .....	13
表 6: 常用包装方式对比 .....	14
表 7: 产品平均售价与可比公司同类产品 & 市场公开报价对比 .....	17
表 8: 公司主营业务相关专利一览 .....	18
表 9: 募投项目情况 .....	19
表 10: 分产品拆分及预测 .....	20
表 11: 可比公司估值 .....	21
附: 财务预测表 .....	22

## 一、新巨丰：无菌包装领军企业，快速崛起迎发展新阶段

### 1、发展历程：客户持续拓展助力业务崛起，多元化产品打开新增长空间

本土无菌领域龙头企业，坚持无菌包装的研发、生产及销售。公司是专业从事生产液体食品无菌包装材料的企业，业务范围涉及无菌包装材料的研发、生产、销售和无菌包装设备的技术支持，面向全球乳制品及非碳酸饮料企业提供液体食品无菌包装材料。

#### 2007年至2010年为公司发展初期：

公司成立于2007年10月，至今一直从事无菌包装的生产与研发，坚持“以销定产”的主要经营模式。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。在此期间，公司与伊利、夏进等知名乳业企业逐渐展开合作。

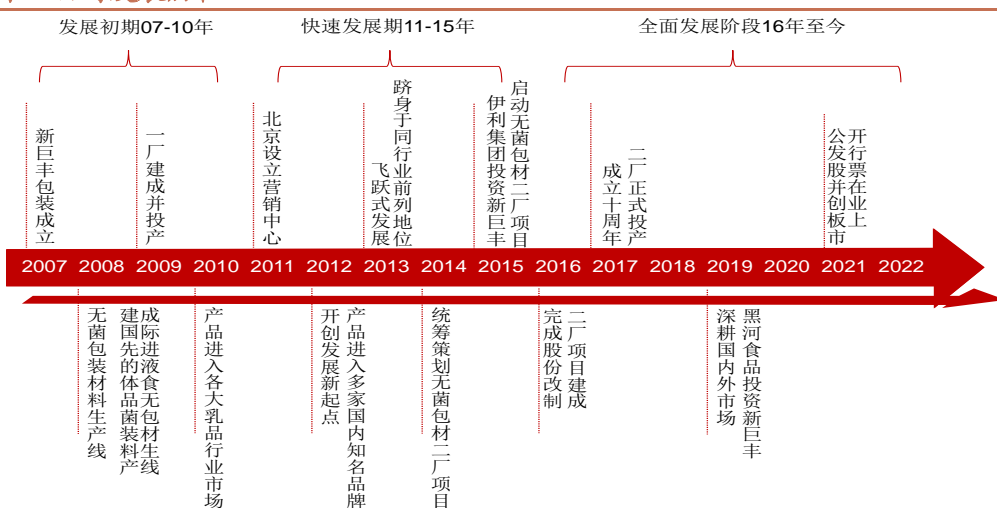
#### 2011年至2015年为公司快速发展期：

自2011年开始，公司凭借优质的无菌包装产品和及时的服务与伊利、夏进乳业等企业保持长期稳定的合作，公司业务无菌包装体量不断增长。与此同时，公司不断开拓优质液态奶和非碳酸饮料知名企业客户，如东鹏饮料、王老吉、完达山乳业等企业。

#### 2016年至今为公司全面发展期：

随着多年深耕无菌包装行业，公司在生产工艺、生产设备等方面积累了多项核心技术，并自主研发出“钻石包”和“金属包”等无菌包装。至此，公司建立了“枕包”、“砖包”、“钻石包”和“金属包”等多元化产品体系。公司与伊利、夏进、欧亚乳业、王老吉等知名液态奶和非碳酸饮料客户合作逐步加深。与此同时，公司与更多下游优质客户建立了长期稳定的合作关系，如新希望乳业、海河乳业、加多宝等国内知名企业。

图1 公司发展历程



资料来源：公司官网，招商证券

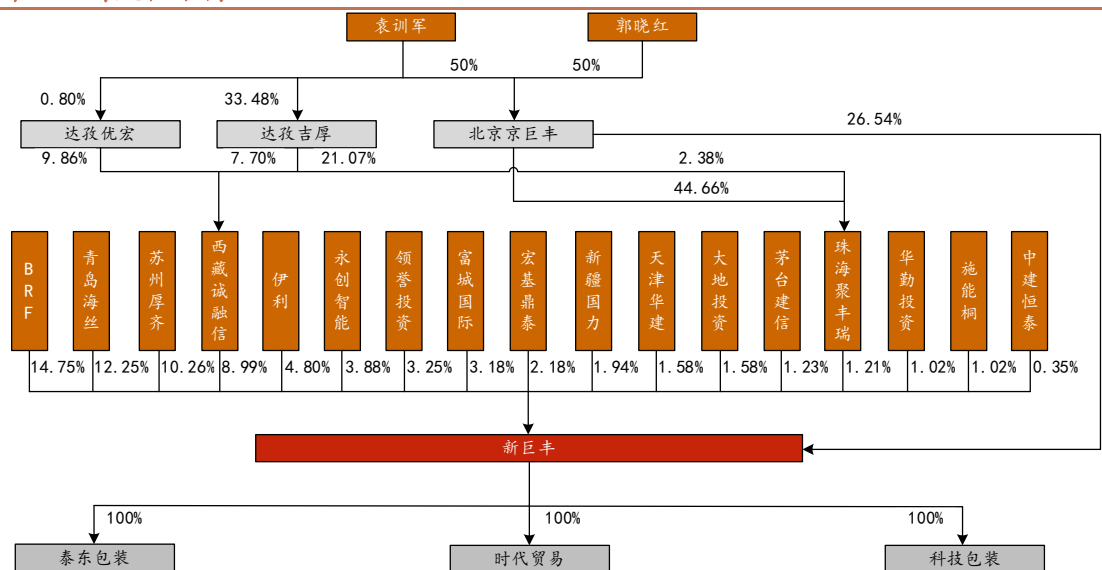
### 2、公司治理：股权结构集中，高管流失率低，员工持股激励充分

#### (1) 控股股东持股比例较大，股权结构集中

公司控股股东持股比例 26.65%，股权结构集中。北京京巨丰直接持有新巨丰 9,476.45 万股股份，占公司总股本的 26.54%，为公司控股股东；北京京巨丰的股东为袁训军、郭晓红夫妇，二人分别持有北京京巨丰 50.00%的股权，通

过北京京巨丰间接持有公司 26.54%的股权；袁训军作为公司股东西藏诚融信、珠海聚丰瑞的执行事务合伙人，通过西藏诚融信、珠海聚丰瑞实际控制公司 10.20%的股权。袁训军、郭晓红夫妇对公司合计实际控制的股权为 36.74%，为公司实际控制人。

图 2 公司股权结构



资料来源：公司招股书，招商证券

## (2) 管理结构科学规范，高管流失率较低

公司管理结构科学规范，高管人员稳定性较强。公司建立了市场开发、财务、研发、生产、质量管理、人力资源、日常运营管理等企业内部管理制度，各部门职责明确、责权对等，实现了管理的制度化、标准化和流程化。高管人员变化主要系个人原因及公司发展需求，流失率较低，稳定性较强。

表 1: 公司管理层情况

公司高管	职务	任职日期	学历	出生年份	个人简历
郭晓红	总裁	2020-08-21	硕士	1968	现任公司总裁、副董事长
刘宝忠	总经理	2012-06-01	硕士	1973	现任董事、总经理
焦波	副总经理	2016-12-01	硕士	1975	曾任公司总经理、副总裁，现任
隗功海	副总经理	2007-10-01	本科	1973	现任董事、副总经理
刘炜	副总经理	2020-03-18	本科	1969	现任公司副总经理、董事长助理
罗博	董事会秘书	2016-12-26	硕士	1979	现任公司董事会秘书
马仁强	财务总监	2012-04-01	硕士	1974	现任公司财务总监

资料来源：公司招股书，招商证券

## (3) 股权激励：绑定核心人员利益，彰显公司长期发展信心

实施新股权激励计划，绑定核心人员利益，彰显长期发展信心。2022 年 12 月 19 日，新巨丰召开第二届董事会第二十次会议审议通过了《关于<公司 2022 年限制性股票与股票期权激励计划（草案）>及其摘要的议案》。为进一步完善公司法人治理结构，健全公司的激励约束机制，形成良好均衡的价值分配体系，充分调动包括董事、高级管理人员、中高层管理人员及技术业务骨干的积极性，使其更诚信勤勉地开展工作，以保证公司业绩稳步提升，确保公司发展战略和经营目标的实现，新巨丰拟实施 2022 年限制性股票与股票期权激励计划，此次股权激励具体内容如下：

表 2: 公司股权激励目标及人员

行权期	业绩考核目标
首次授予第一个归属期	以 2021 年营业收入为基数，2023 年营业收入增长率不低于 40%。
首次授予第二个归属期	以 2021 年营业收入为基数，2024 年营业收入增长率不低于 55%。

激励目标	首次授予第三个归属期	以 2021 年营业收入为基数, 2025 年营业收入增长率不低于 80%。	
	姓名	职务	占授予股票期权总数的比例
授予人员	刘炜	副总经理、董事会秘书(代)	1.19%
	焦波	董事、副总经理	0.36%
	隋功海	董事、副总经理	0.36%
	马仁强	财务总监	0.36%
	核心骨干(120人)		53.80%
	预留		13.94%

资料来源: 公司公告, 招商证券

### 3、公司业务: 枕包占比高, 收入以境内为主

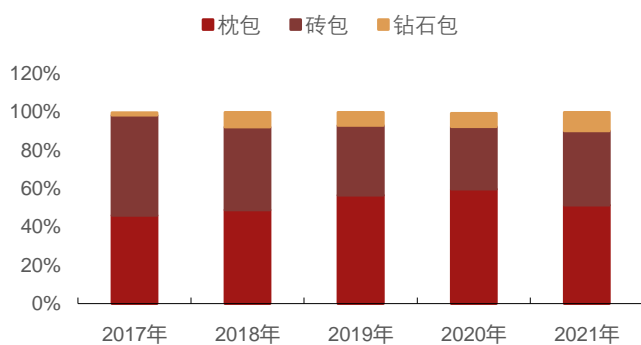
产品以枕包为主, 砖包/钻石包为辅, 境内为主要收入来源。公司收入按产品来分可分为枕包、砖包、钻石包, 17-21 年枕包/砖包/钻石包平均销售占比分别为 52.3%/40.6%/6.4%, 以枕包为主, 2021 年毛利率分别为 34.12%/19.45%/19.47%, 均大于 19%; 按客户类型分类可分为液态奶、非碳酸饮料无菌包装, 其中液态奶为核心收入来源, 近 3 年营收占比约 97.2%; 按区域分可分为境内和境外, 其中境内为主要收入来源, 2021 年境内收入占比 98.89%, 同比增长率为 23.23%。2019 至 2021 年公司营业收入的复合增长率为 15.24%。

表 3: 公司业务拆分情况

	2021 年收入	收入 YoY (同比增长率)	2019-21CAGR	收入占比	2021 年毛利率
<b>分品类</b>					
枕包	63,589.43	5.29%	9.92%	51.48%	34.12%
砖包	48,081.18	46.31%	19.03%	38.93%	19.45%
钻石包	11,843.43	65.87%	35.57%	9.59%	19.47%
<b>分区域</b>					
境内	122,138.32	23.23%	15.15%	98.89%	
境外	1,375.72	7.15%	23.67%	1.11%	
<b>分客户</b>					
液态奶无菌包	120,342.10	23.20%	15.59%	97.43%	
非碳酸软饮料	3,171.94	16.76%	3.91%	2.57%	
合计	123,514.04			100.00%	

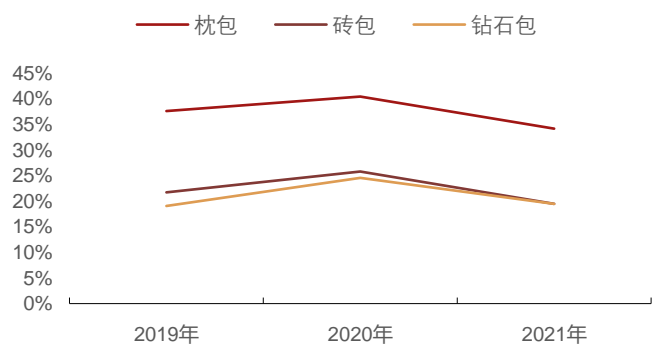
资料来源: 公司招股书, 招商证券

图 3 公司分产品营业收入占比



资料来源: 公司招股书, 招商证券

图 4 公司分产品毛利率



资料来源: 公司招股书, 招商证券

## 4、公司财务：财务状况良好，盈利能力逐年提升

公司收入稳健增长，费用控制效果斐然，偿债能力较强。2019年/2020年/2021年，公司分别实现营业收入93,514.12万元、101,444.92万元和124,184.14万元，实现净利润11,554.32万元、16,909.84万元和15,720.18万元，展现出良好的增长态势。2021年，公司主营业务毛利率为27.00%，同比下降21.67%；公司净利率为12.36%，同比下降25.88%；公司营业利润率为17.07%，同比下降24.63%，主要受原材料成本上升影响。收益质量方面，2019/2020/2021年，公司ROE分别为13.54%/17.95%/14.76%，位于行业前列。偿债能力方面，公司资产负债率较低，2019/2020/2021年，公司资产负债率分别为20.32%/24.70%/20.59%，偿债能力较强。

图5 公司净利率、营业利润率及主营业务毛利率

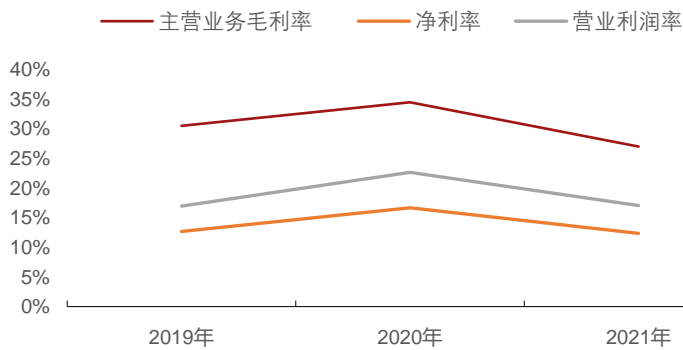
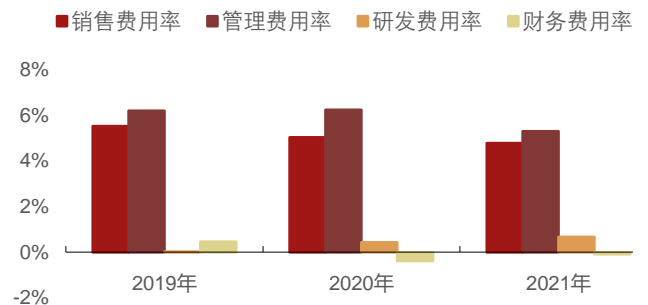


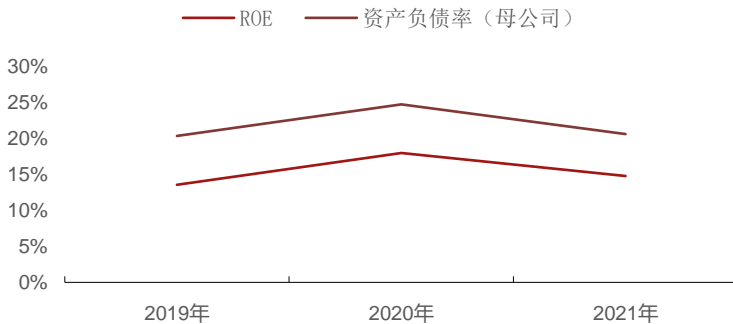
图6 公司期间费用率



资料来源：公司招股书，招商证券

资料来源：公司招股书，招商证券

图7 公司的收益质量和资产负债率（母公司）



资料来源：招股说明书，招商证券

## 二、行业：行业发展进入成熟阶段，集中度不断提升

### 1、规模：下游需求多样化，驱动规模增长

无菌包装位于无菌包装行业中游。作为中高端食品包装，其具备遮光隔热、无菌、成本低、便于运输等优势，多应用于液态奶产品。无菌包装是以食品专用卡纸作为基料，由聚乙烯、纸和铝箔复合而成。按包装形状，产品可分为“枕包”、“砖包”及“钻石包”等，大小从200ml到1000ml以上。UHT技术与无菌灌装技术相结合，可以做到商业无菌和常温保留食物营养，提高了牛奶的保质期和安全性。

我国无菌包装产业链上游为纸板、聚乙烯、铝箔、油墨等原材料以及无菌包装系统设备供应商；中游为利乐集团、SIG公司、纷美包装、新巨丰等无菌包装材料生产商与技术服务商；下游为乳制品、液态奶、非碳酸饮料、营养食品、医药等应用领域。无菌包装行业主要应用于下游乳业和非碳酸饮料企业。无菌包装可以使液体食品在无需添加防腐剂或

冷藏的条件下，保持较长的无菌状态，有效解决了液态奶和非碳酸软饮料加工周期短、保鲜要求高、难于储存与运输等问题。相较于 PET、金属和玻璃包装材料，无菌包装空间占比小、便于运输，生产成本低，且有隔光和隔热的良好属性。此外，无菌包装还可以被回收再利用，具有良好的环保效益。经过多年发展，我国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。

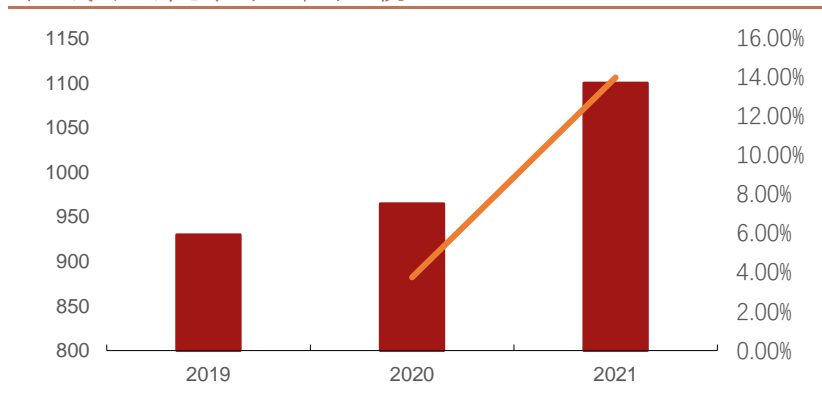
图 8 无菌包装行业产业链



资料来源：招股说明书，招商证券

**消费升级与需求增长拉动规模上涨。** 无菌包装的下游行业属于食品和饮料等消费品领域。下游行业景气程度与社会消费品零售总额的关联度较高。随着中国经济的快速发展、城市化的进程不断加快和居民的可支配收入稳步提高，近年来国内的消费品市场高速增长。中国消费者，尤其是二三线城市消费者的购买力同以往相比有着突飞猛进的提升。

图 9 我国无菌包装行业市场规模



资料来源：招股说明书，招商证券

## 2、结构：砖包、枕包发展成熟，钻石包处于成长期

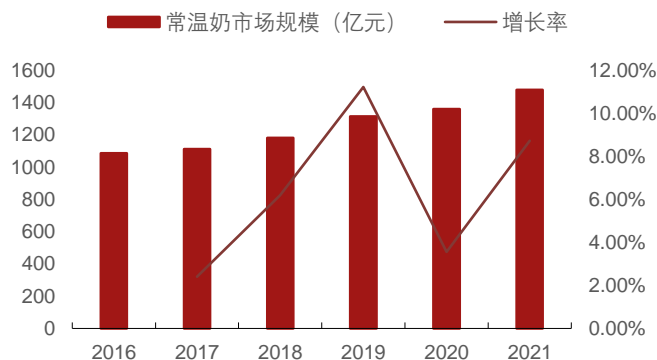
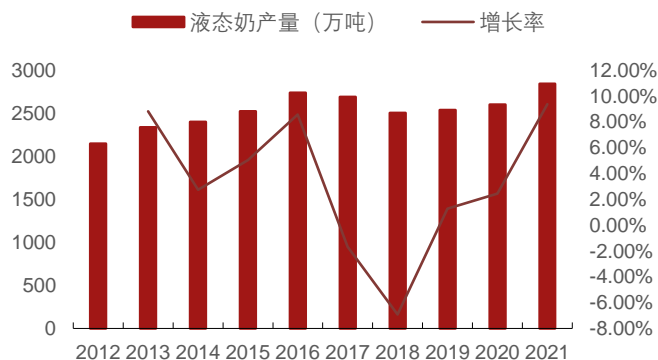
**砖包和枕包为主流产品，钻石包快速发展。** 根据灌装成型后的产品外观的不同，无菌包装可分为“砖包”、“枕包”和“钻石包”。“砖包”和“枕包”用于包装和保存液态奶及非碳酸软饮料，“钻石包”用于外包装精美，外形立体感更强的高端液态奶。随着我国液态奶和非碳酸软饮料需求的增长，砖包、枕包和钻石包的需求量均呈现逐渐增长的趋势。根据益普索的研究报告，2020 年砖包标准包用量 589.0 亿包，市场占比 61.0%；枕包标准包用量 212.2 亿包，市场占比 22.0%；钻石包标准包用量 106.1 亿包，市场占比 11.0%；其他不足 57.9 亿包，占比 6.0%。从产品周期看，砖包和枕包处于市场成熟期，钻石包等新型包型处于成长期阶段。从未来中长期看，砖包和枕包依然是主流包型，钻石包相比砖包、枕包，市场份额虽然较低，但仍有一定的增长动力。

**常温奶包装替代驱动枕包需求稳增。** 我国液态奶市场自 2018 年下跌后又呈现持续增长的趋势，整体需求仍在扩张。2021 年，我国液态奶总产量达到 2842.98 万吨，较 2020 年同比增长 9.37%，与 2012 年 2146.57 万吨相比，复合增长率为 3.17%，下游市场需求稳定增长推动无菌包装市场发展。枕包增长依靠无菌包装对普通塑料包装的替代。在国内液态奶市场中，常温奶占比超过 50%，保持高速增长，并且未来几年仍将保持该现状。2021 年常温奶市场规模达到 1478.5 亿元，较 2020 年同比增长 8.72%，与 2016 年 1085.7 亿元相比，复合增长率为 6.37%，需求量稳定增长。

相比于普通塑料袋装，无菌包装可以延长常温奶的保质期，便于存储运输、长途配送以及缺乏冷藏的仓库和零售店销售，很好地解决了我国奶源南北分布不均、牛奶产地与消费市场距离远的问题。因此，无菌包装对普通塑料袋装具有明显且稳定的替代趋势，刺激枕包需求增长。

图 10 2012-2021 年我国液态奶产量变化

图 11 2016-2021 年常温奶市场规模



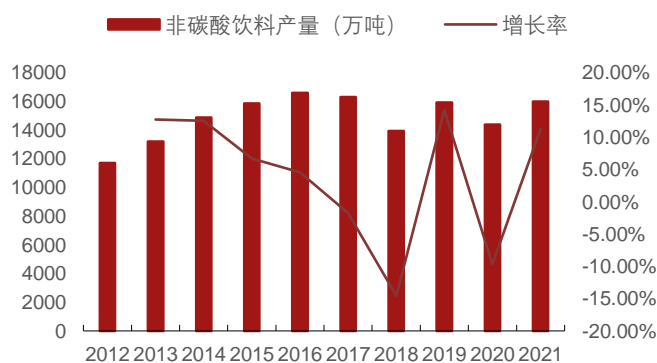
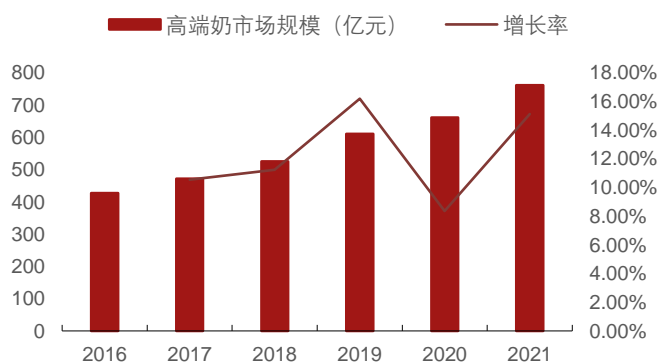
资料来源: Wind, 招商证券

资料来源: Wind, 招商证券

**高端奶与非碳酸饮料助力钻石包成长。**钻石包需求增长系中高端液态奶产品销量提升与无菌包装在非碳酸饮料领域应用的扩大。随着人们消费能力的提升和消费高营养产品需求的提高，具备相对较高品质溢价的高端奶市场迅速扩张。2021 年，高端奶的市场规模达到 761 亿元，同比增长 15.12%，相较于 2016 年的 427 亿元，复合增长 12.25%，具备广阔的市场空间。年轻消费者逐渐成为乳业和非碳酸饮料的主力消费者，该消费群体对产品包装的精美程度追求逐渐提高。为了迎合消费者的消费习惯，非碳酸饮料企业不断增加了“钻石包”等产品。2021 年，我国非碳酸饮料产量为 15,996.54 万吨，同比增长 11.27%，随着年轻消费者的比例扩大，非碳酸饮料的需求会持续扩大，刺激无菌包装行业“钻石包”的市场发展。

图 12 2016-2021 年我国高端奶市场规模

图 13 2012-2021 年我国非碳酸饮料产量



资料来源: Wind, 招商证券

资料来源: Wind, 招商证券

### 3、格局：海外品牌占主导地位，国产替代空间广阔

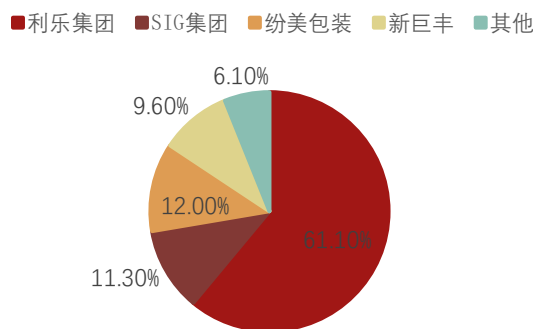
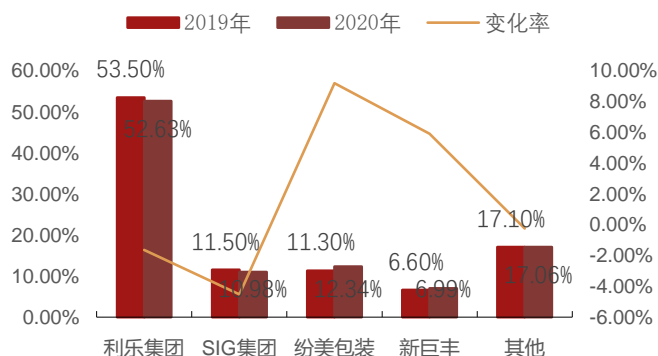
#### (1) 海外品牌占据无菌包装 60%以上市场份额

**国内纸质无菌包装行业外资主导，市场集中。**外资主导的无菌包装供应商利乐公司、SIG 集团和纷美包装国内销售金额占比约 76%。其中利乐公司是全球最大的纸质无菌包装企业，2020 年全球市场份额 62% 以上。2020 年利乐在中国无菌包装行业市占率达 52.63%，常温液态奶无菌包装领域市占率为 61%，客户覆盖伊利、蒙牛、光明等头部企业，供应份额均超 50%。SIG 集团和纷美集团 2020 年在中国无菌包装行业市占率分别为 10.98%、12.34%，常温液态奶无菌包装领域市占率分别为 11.30%、12.00%。国内无菌包装供应商虽已在材料、工艺、技术等方面取得了较大进展，呈现无菌包装产业国产替代的趋势，但仍与国际无菌包装公司存在一定差距。2019 和 2020 年新巨丰在中

国无菌包装行业市场份额分别为 6.60%、6.99%，同比增长 5.91%；2018-2020 年，新巨丰在中国常温液态奶无菌包装市场份额分别为 8.90%、9.20%、9.60%，呈现稳定增长的态势，但市场空间仍有待提高。

图 14 2019-2020 年中国无菌包装行业市场份额

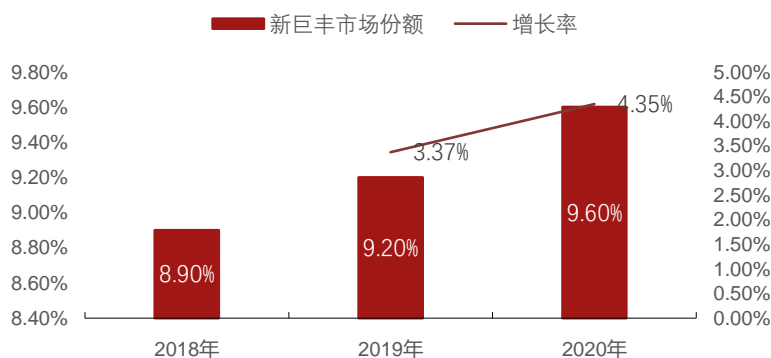
图 15 2020 年中国常温液态奶无菌包装市场份额



资料来源：招股说明书，招商证券

资料来源：招股说明书，招商证券

图 16 图 9 2018-2020 年新巨丰常温液态奶无菌包装市场份额



资料来源：招股说明书，招商证券

## (2) 外资品牌优势明显、壁垒高，利乐表现突出

利乐公司是全球最大食品包装企业，聚焦于辊式无菌包装的生产。自 1951 年开始，利乐开始研发灌装系统，拥有灌装技术和无菌包装系统国际先进的生产技术和丰富的行业经验，是全球最大的辊型无菌包装和辊型送料灌装机供应商。经过 70 多年在无菌包装的深耕，利乐集团已形成如下壁垒，稳占行业龙头：

**技术壁垒：先发创新优势+专利族群保护。** 常温液态奶无菌包装是一种颠覆式的创新产品，直接改变了液态奶的饮用方式，延长了产品的生命周期。公司使用大量的专利族群设置全方位的专利屏障，围绕核心技术已布局 5000+项专利，成为公司第一道护城河。

**一体化全产业链布局。** 利乐从灌装机、包材制造设备再到原材料、粘合剂等全产业链覆盖，并进行垄断采购。行业后进入者难以找到合适的供应商、购买到相同的原材料，也难以在较短时间内开发同等水平的全产业链技术，实现一体化产业布局需要长期探索。

**“设备”+“耗材”捆绑销售，乳制品企业全方位依赖。** 外资无菌包装供应商进入中国市场后，将灌装机与无菌包装产品捆绑销售，国内液态奶企业从灌装机到无菌包装产品供应都不得不高度依赖外资供应商。由于国内液态奶企业从灌装机到纸质无菌包装产品均高度依赖利乐公司，从而在合作中往往处于弱势地位。多元化纸质无菌包装供应商结构有利于降低采购成本，需要选择国内主供应商，实施进口替代，降低对外资供应商依赖。但国内纸质无菌包装供应商数量少，从质量、产能保证等方面考虑选择有限。

表 4：无菌包装行业企业比较

公司	优势	侧重点	布局情况	产品范围	应用范围	主要客户
----	----	-----	------	------	------	------

敬请阅读末页的重要说明

公司	优势	侧重点	布局情况	产品范围	应用范围	主要客户
利乐集团	先发优势： 灌装技术和无菌包装系统国际先进的生产技术和丰富的行业经验	液态奶	辊式无菌包装	无菌包装及对应的灌装机、加盖机、装箱机	液态奶、非碳酸饮料、葡萄酒、奶酪、水、调味品	伊利、蒙牛、光明
SIG 集团	首家开发 胚式无菌包装技术	非碳酸 饮料	胚式无菌包装	无菌包装、灌装机	液态奶、非碳酸饮料、罐头类食品、食品汤汁	汇源果汁、佳宝乳业
纷美包装 新巨丰	定价低 错位装版、原纸与铝箔复合等技术；低价格；客户基础	液态奶 液态奶	辊式无菌包装 辊式无菌包装	无菌包装、灌装 无菌包装	液态奶、非碳酸饮料 液态奶、非碳酸饮料	蒙牛、新希望 伊利、新希望、夏进、王老吉、东鹏饮料

资料来源：招股说明书，各公司官网，招商证券

## 4、驱动：政策支持+应用领域拓展，助推行业规模持续增长

### (1) 国家鼓励，政策护航

**无菌包装属于鼓励类产品。**国家相关政策、法规已经明确了无菌包装在国民经济及公共健康中处于重要地位，给行业的发展提供持续利好的政策环境。近年来，行业主管部门出台了一系列涉及食品安全、无菌包装等相关政策，旨在推动食品包装及无菌包装的规范化发展，为行业发展提供了强有力的政策支持。

表 5：无菌包装行业政策一览

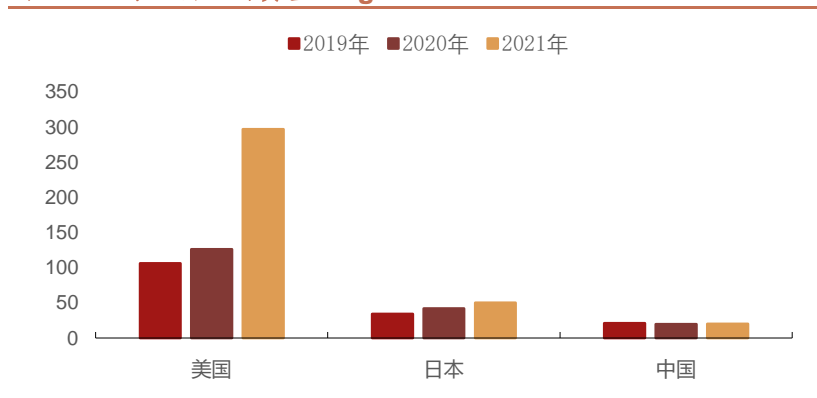
发布时间	政策文件	发文单位	主要内容
2008 年	《包装行业高新技术研发资金管理办法》	财政部	规范包装行业高新技术研发资金管理，支持包装行业积极开发新产品和采用新技术，促进循环经济和绿色包装产业发展售、维修改装、使用管理等均提出一定的监管要求
2016 年	《关于加快我国包装产业转型发展的指导意见》 《电动自行车安全技术规范》 《国家标准的公告》	工业和信息化部、商务部	到 2020 年，实现以下目标：产业规模——包装产业年主营业务收入达到 2.5 万亿元，形成 15 家以上年产值超过 50 亿元的企业或集团，上市公司和高新技术企业大幅增加。积极培育包装产业特色突出的新型工业化产业示范基地，形成一批具有较强影响力的知名品牌

发布时间	政策文件	发文单位	主要内容
2018年	《国务院办公厅关于推进电子商务与快递物流协同发展的意见》	国务院办公厅	制定实施电子商务绿色包装、减量包装标准，推广应用绿色包装技术和材料，开展绿色包装试点示范，培育绿色发展典型企业，加强政策支持和宣传推广
2018年	《产业发展与转移指导目录（2018年）》	工业和信息化部	辽宁、吉林、黑龙江等省份将新型塑料包装材料、生物可降解塑料、功能性膜材料等产业纳入优先承接发展的产业
2019年	《关于开展重点工业产品质量安全专项整治的通知》	国家市场监督管理总局	针对食品用纸包装，重点关注回收料使用、过程控制、标签标识、总迁移量和单体特定迁移量等环节和项目
2019年	《绿色包装评价方法与准则》	国家标准化管理委员会	针对绿色包装产品低碳、节能、环保、安全的要求规定了绿色包装评价准则、评价方法、评价报告内容和格式，并定义了“绿色包装”的内涵

资料来源：各政府网站，招商证券

**下游需求仍有较大提升空间。**我国人均乳制品消费量相比欧美及日本仍有一定差距，根据 Euromonitor，我国 2019 年人均乳制品消费量仅为 21.2kg，低于美国的 106kg 和日本的 34kg。随着消费水平和生活习惯的改善，未来国内人均乳制品消费仍有较大提升空间，从而持续推动无菌包装市场发展。

图 17 人均乳制品消费量 (kg)



资料来源：Euromonitor，招商证券

## (2) 新应用范围刺激新需求增长

**技术研发与应用领域扩张推动需求增长。**随着包装材料和生产工艺的进步，单位无菌包装原材料的耗用量将更少，成本更低，更易于回收再利用。行业的高效率将会降低无菌包装产品的生产成本，从而使得无菌包装产品的价格下降。因此，下游其他应用领域里选择价格较低的可替代包装材料的公司在未来可能会选择无菌包装，从而促进无菌包装市场在整体包装行业中市场份额的增长。除液态奶、非碳酸饮料行业外，无菌包装将更多应用在植物性饮品、矿泉水、酒、宠物食品、罐头类食品、食品汤汁等包装上，其他液态食品类产品如酱油、醋、白酒、红酒等会随着阻隔技术的进一步完善陆续进入无菌包装下游应用领域。

表 6: 常用包装方式对比

类别	材料	储存时长	特点
玻璃瓶	玻璃	约 7 天	传统包装，可高温杀菌和低温储藏，不易携带，易破碎
塑料袋	PE/PP/PA/PVC	约 21 天	单层、密封性差、价格低廉、无遮光及抗紫外线能力
百利包	无菌复合膜或铝塑复合膜压制而成	约 30 天	安全卫生、方便价格适中

无菌枕包	聚乙烯、原纸、铝箔等复合而成	约 45-60 天	存储时间长、无需添加防腐剂、有效阻隔光一气和微生物侵入、避免营养成分和风味的损失、体积规范
无菌砖包、钻石包		180 天及以上	

资料来源：观研天下，招商证券

### 三、驱动：国产替代正当时，品类客户拓展空间广阔

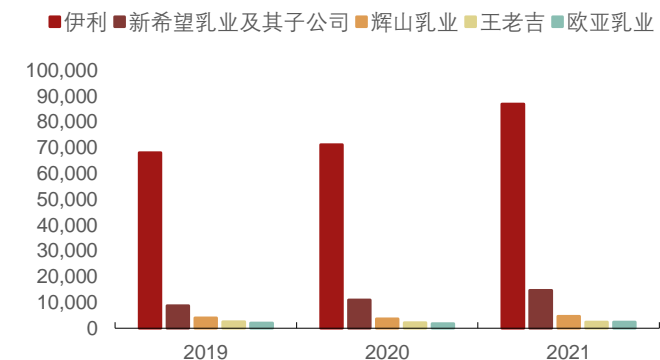
#### 1、多项优势明显，助力份额提升，国产替代正当时

##### (1) 主要客户合作长期稳定，积极拓展新客户

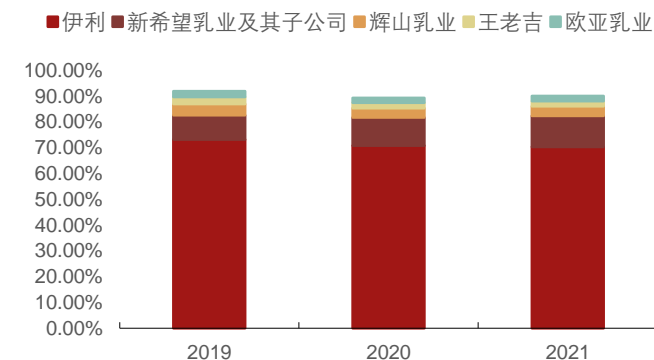
供应商体系进入严格，合作稳定。公司的客户主要为伊利、新希望、夏进乳业、欧亚乳业、庄园牧场、广泽乳业、菊乐食品、海河乳业等国内知名液汰奶生产商，还包括王老吉、东鹏饮料等知名非碳酸饮料生产商。公司下游主要客户作为液态奶行业龙头，对其无菌包装供应商有着严格的认证过程。不同的客户对其供应商的认证情况存在差异，一般来说，对于纸质无菌包装供应商下游客户的认证程序包括：企业生产资质审核、对供应商实地考察、包材样品试机、产品小批量试用等。公司主要下游主要客户通常与无菌包装供应商建立稳定的合作之前需要较长时间，一旦合作关系确定，客户一般不轻易更换供应商，同时部分客户在合作期间亦会进行持续的资质考核或进行现场考察。

图 18 前五大客户销售金额（万元）

图 19 前五大客户销售额占主营业务收入比例



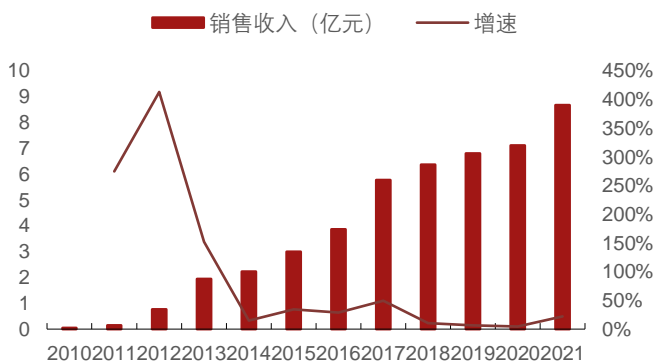
资料来源：公司公告，招商证券



资料来源：公司公告，招商证券

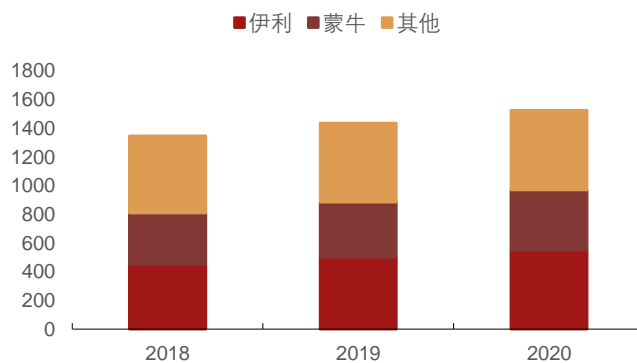
公司深度绑定伊利，已与其建立长期稳定的合作关系，业务具有较强的稳定性和持续性。随着我国本土无菌包装企业产品价格优势以及国家打击外资垄断力度增大，国内液态奶企业逐渐用国内无菌包装厂商替代外资厂商，实施进口替代，从而减少对外资供应商的依赖，降低采购成本。鉴于本土无菌包装供应商可选择家数较少，且本土最大的无菌包装企业纷美包装主要产能已供应蒙牛，新巨丰从 2009 年开始与伊利合作，至今与伊利已有近 12 年的合作历史，是伊利重要的包材供应商，历年对其销售量具有稳定性和持续性。伊利是液态奶行业龙头企业，无菌包装液态奶定位相较塑料装、桶装液态奶更为高端，因此品牌效应更强、行业龙头的集中度更为明显，中国无菌包装液态奶行业的主要竞争者仍为伊利、蒙牛等知名生产商。近年伊利向公司的采购量随着伊利液态奶销量增长而稳步提升。新巨丰是伊利国内第一大无菌包装供应商，双方合作关系稳定。在双方长期合作的基础上，公司与伊利于 2017 年签署了有效期为十年的战略合作框架协议，明确了公司的长期供应保障、产能匹配以及伊利的长期采购保障。

图 20 对伊利销售量及增速



资料来源：公司公告，招商证券

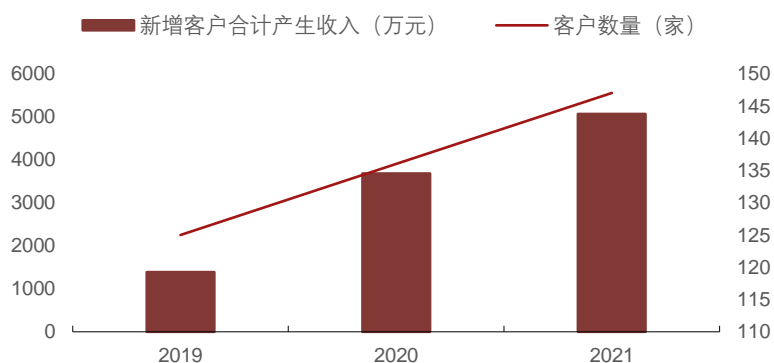
图 21 无菌包装液奶市场主要厂商销售额及占比



资料来源：公司公告，招商证券

公司利用已有的市场口碑，积极拓展新客户。公司新客户拓展情况良好，客户结构进一步多元化。除已开始供货或已签订合同的客户外，公司亦在积极开发部分龙头客户，如蒙牛等客户合作已进入合格供应商体系。在确保现有业务良好稳定的基础上，公司未来将进一步开拓包括蒙牛、光明、统一、康师傅、雀巢、可口可乐在内的其他国际国内知名企业销售渠道，加强公司客户多元化。截至 2021 年末，公司已与国内外 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。报告期内，公司客户包括椰树集团、加多宝、甘肃三元、天津海河乳业、青海天露乳业、山西九牛牧业、阿拉尔新农乳业有限责任公司等知名液态奶和非碳酸饮料企业。

图 22 客户数量及新增客户产生的收入

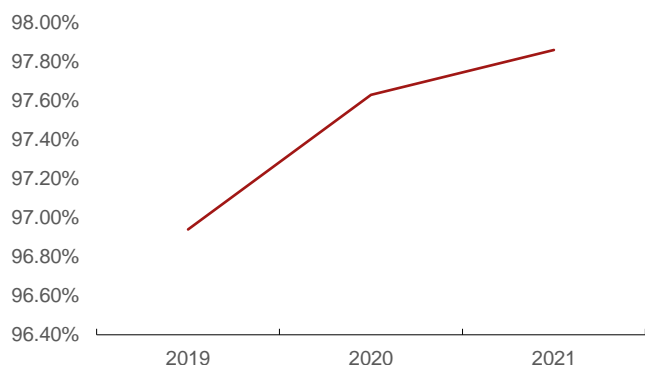


资料来源：公司公告，招商证券

## (2) 质量稳定良品率高，平均单价低于同业可比

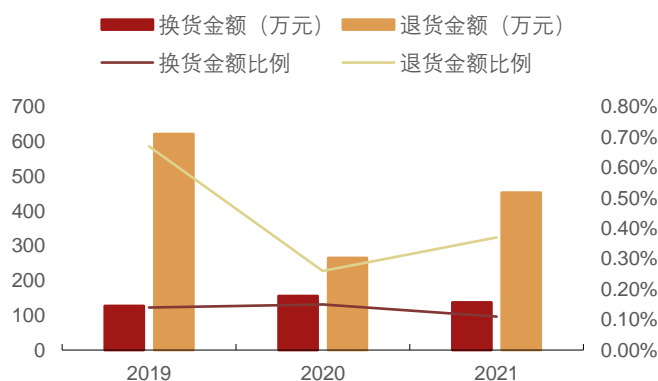
公司实现了较高的产品良品率，各期产品质量基本保持稳定。公司拥有先进的生产线，印刷质量高、色彩保真度高，产品保质期长、性能稳定。公司在国家行业技术标准的基础上建立了严格的企业技术标准，确保产品品质达到客户要求。公司无菌包装所在行业对产品有较为标准的参数要求，公司按照与客户确定的质量标准生产，近三年内均未发生重大质量问题。公司近三年退换货金额占当期主营业务收入的比例分别为 0.81%、0.41%和 0.19%，占比较低，退货原因主要系原材料及运输问题导致。总体来说，公司产品质量问题导致的退换货占比较小，公司严格按照与客户约定的质量标准生产，因此相应金额不大。

图 23 公司产品良品率



资料来源：公司公告，招商证券

图 24 退换货金额及占主营业务收入比例



资料来源：公司公告，招商证券

公司产品性价比较高，平均单价低于同行业可比公司。在保证向客户提供高品质、高稳定性的无菌包装产品的基础上，公司能够向客户提供较国外无菌包装供应商更具市场竞争性的价格。公司持续改进生产工艺和品控流程，在日常生产管理中采取精细化管理，对生产过程各个工艺严格把控，减少废品率和次品率，故公司产品具有较高的性价比。

表 7: 产品平均售价与可比公司同类产品及市场公开报价对比

	2019	2020	2021
纷美包装大致平均单价 (元/包)	0.177	0.1736	0.1668
纷美包装大致平均单价变动率	-4.12%	-1.92%	-3.92%
恩捷股份大致平均单价 (元/包)	0.1707	0.1747	0.1994
恩捷股份大致平均单价变动率	10.06%	2.36%	14.17%
普丽盛大致平均单价 (元/包)	0.1651	0.1619	
普丽盛大致平均单价变动率	8.39%	-1.96%	
上述同行业可比公司大致单价均值	0.1709	0.1701	0.1831
上述同行业可比公司大致单价均值变动率	4.23%	-0.51%	7.64%
本公司平均单价 (元/包)	0.1471	0.1445	0.1424
本公司平均单价变动率	-1.80%	-1.77%	-1.45%
本公司砖包平均单价 (元/包)	0.162	0.1626	0.1549
本公司砖包平均单价变动率	2.29%	0.39%	-4.74%
本公司砖包平均单价/同行业可比公司大致单	94.79%	95.61%	84.60%

资料来源：公司公告，招商证券

管理扁平决策完善，售后服务良好。公司采用扁平化的管理结构和完善的决策机制，能够快速响应客户在生产过程中遇到的材料、设备问题。公司售后服务的技术工程师拥有丰富经验，客户反馈问题后，工程师能够在短时间内为客户提供改进和维护服务方案；如有进一步需求，工程师能够快速进行现场技术支持服务。良好的售后和服务帮助公司赢得客户信任，为未来发展奠定基础。

### (3) 工艺技术逐步完备，与龙头企业差距缩小

核心技术完备，产品工艺逐步深入。公司深耕无菌包装的研发与生产，现已掌握了枕包、砖包、钻石包等不同产品种类的生产技术，具有稳定生产供应能力。公司在新产品开发、生产工艺等方面持续深入研究，在国内无菌包装企业中处于技术领先地位。公司自主研发了错位装版、原纸与铝箔复合、PE 膜与原纸复合、无菌包装外层粘接剂等技术，并且应用于实际生产中，对提高无菌包装产品质量具有重要意义。公司建立了严密的知识产权管理体系，对相关核心技术申请了专利保护，对所有涉及知识产权的文件、技术资料进行分级、分类管理，技术人员均需签署保密协议并遵守保密制度。公司目前使用的主要核心技术均来源于自主研发，核心技术的演变分为两个方向：生产工艺优化及生产设备改进。公司在主营业务无菌包装相关研发中取得了 2 项发明专利和 16 项实用新型专利。

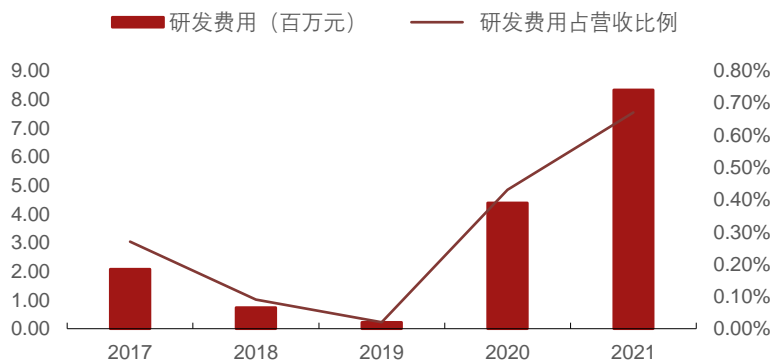
表 8: 公司主营业务相关专利一览

专利类型	专利名称	专利号
发明专利	阻隔性液体食品软包装材料的制作方法及其材料	ZL200410074523.7
发明专利	一种挤出机冲料法	ZL201710303999.0
实用新型	用于印刷品模切的检测装置	ZL201720483949.0
实用新型	一种覆膜检测装置	ZL201720483511.2
实用新型	搬运车及其导向装置	ZL201720483574.8
实用新型	一种印刷品	ZL201720483566.3
实用新型	聚四氟乙烯带的清理装置	ZL201720484524.1
实用新型	一种包材处理系统、分切机及其切刀排列配合结构	ZL201720483575.2
实用新型	链板输送机及其清理装置	ZL201720483558.9
实用新型	一种芯轴贴胶带装置	ZL201720483946.7
实用新型	一种印版组及印刷品	ZL201720537122.3
实用新型	一种印刷系统及其印刷品输送设备	ZL201720573126.7
实用新型	一种双墨泵供墨的包装盒印刷机	ZL202121482494.3
实用新型	裁切装置	ZL202023235024.5
实用新型	油墨冷却装置及印刷装置	ZL202023277046.8
实用新型	包装装置	ZL202023250325.5
实用新型	一种手部消毒互锁装置	ZL202121496960.3
实用新型	一种空压机低压预警装置	ZL202121482379.6

资料来源: 公司公告, 招商证券

公司研发费用投入力度加大, 与头部企业技术水平差距逐步缩小。利乐公司和 SIG 集团作为行业龙头, 一直引领着无菌包装行业的发展。利乐公司和 SIG 集团的研发投入体量均较大, 但大多集中在灌装机领域, 因此公司的总体研发投入与利乐公司和 SIG 集团相比具有一定差距。为提高公司自主创新能力, 公司制定了《新巨丰研发制度》、《研发激励措施奖励制度》、《专利管理奖励制度》等制度, 对研发人员奖励办法作出了具体规定。同时, 公司对研发项目的提出、立项、评审和实施等相关工作作出规定, 使公司的研发流程制度化。公司逐渐加大研发力度, 缩小与行业巨头之间的差距。

图 25 研发费用及其占营收比例



资料来源: 公司公告, 招商证券

## 2、募投项目落地, 产能进一步提升

公司 IPO 发行募集资金投资项目包括 50 亿包无菌包装材料扩产项目、50 亿包新型无菌包装片材材料生产项目和研发中心 (2 期) 建设项目。其中, 50 亿包无菌包装材料扩产项目一期已建设完毕, 本次为二期项目。项目将在 18 个月内完成, 建成后其主要产品无菌包装材料的产能将增加 50 亿包。“50 亿包新型无菌包装片材材料生产项目”将新建生产车间、卸货平台、缓冲车间、库房、设备备件和维修间、废品库、消防水池, 并购置欧洲进口的生产设备和国产生产设备 25 台/套。该项目将在 2 年内完成, 建成后其主要产品液体食品包装用新型无菌包装片材的产能将达到 50 亿包。研发中心 (2 期) 建设项目主要是购置研发中心所需包装材料的质量检测设备、材料试验设备、打孔压痕机、冷机、封口条卷绕机、高速分切机、轮转彩色凹印机等研发设备的安装调试运行, 为公司的发展提供必要可靠的技术质量保证, 该项目将在 2 年内完成。

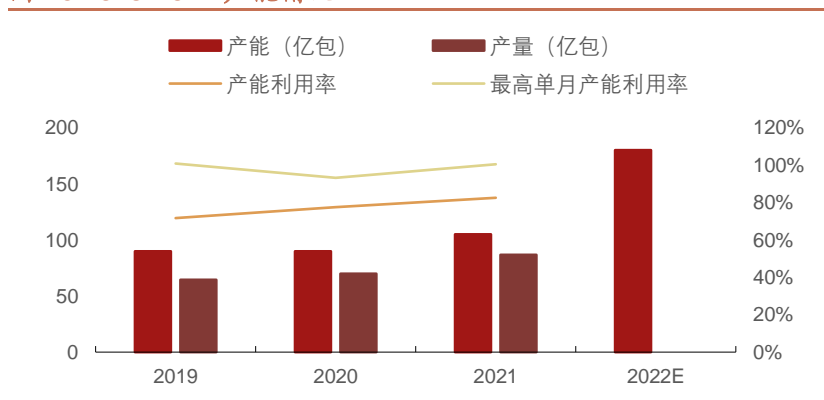
表 9: 募投项目情况

序号	项目名称	项目总投资	募集资金投资
1	50 亿包无菌包装材料扩产项目	7,000.00	7,000.00
2	50 亿包新型无菌包装片材材料生产项目	20,000.00	20,000.00
3	研发中心（2 期）建设项目	7,000.00	7,000.00
4	补充流动资金	20,000.00	20,000.00
	合计	54,000.00	54,000.00

资料来源：公司公告，招商证券

公司现有产能利用率已接近饱和。伴随公司营业收入的快速增长，公司现有产能利用率已接近饱和，产能不足压力有所凸显。2019 至 2021 年公司营业收入的复合增长率为 15.24%，同期内发行人产能利用率分别为 71.72%、77.59% 和 82.58%。在“以销定产”的业务模式下，公司现阶段发展逐渐开始受现有产能的限制。表 3 项目全部达产后，公司将新增 100 亿包的产能，供应能力和整体竞争力将大幅提升，公司将有能力满足更广阔市场需求，进一步提高产品的市场份额。

图 26 2019-2021 产能情况

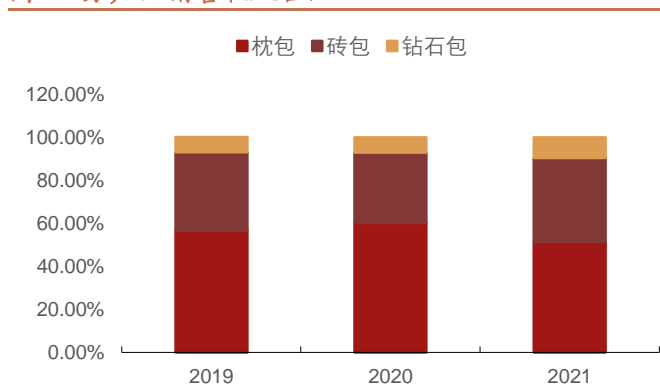


资料来源：公司公告，招商证券

### 3、成本下降可期，利润弹性有望释放

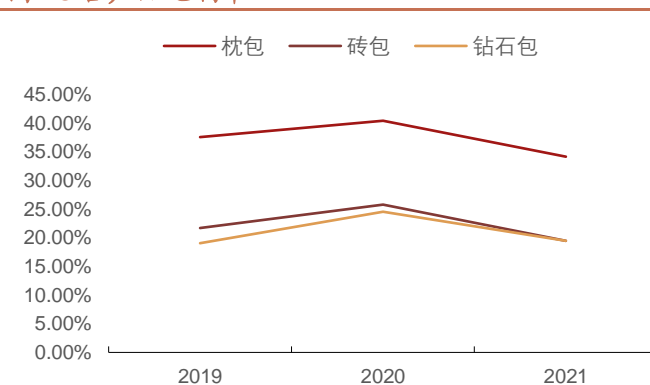
攻己之长，高毛利率产品销售占比最大。枕包厚度较薄，对涂层加工的精度要求更高，技术难度更大，国内同行业公司生产重心主要集中在加工难度偏小的砖包领域，枕包市场的竞争程度低于砖包。公司在枕包领域具有一定技术优势，枕包生产瑕疵率低、产品质量稳定且受到客户认可，因此在枕包市场具有更强的市场竞争力。其次，枕包单位产品耗用原纸克重较低，公司枕包仅供应液态奶客户，砖包供应液态奶和非碳酸软饮料客户，从而枕包客户更为集中，生产流程切换较少。由于以上两个原因，公司枕包产品毛利率较高。

图 27 分产品销售收入占比



资料来源：公司公告，招商证券

图 28 各产品毛利率

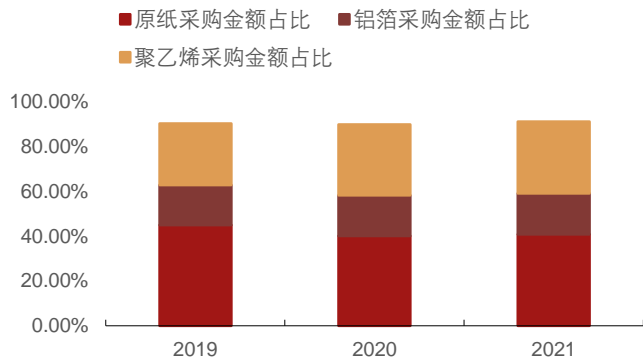


资料来源：公司公告，招商证券

原材料构成结构稳定，价格走势平稳。公司主要原材料原纸、聚乙烯、铝箔中，对于原纸和铝箔，公司一般签订年度采购合同确定当年采购单价，期间内采购单价保持稳定；对于聚乙烯，公司依据市场价格按月与供应商签订采购合同。

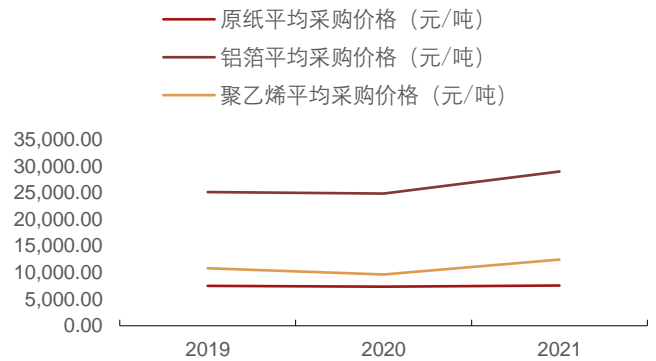
2019-2021 年期间，主要原材料价格受到市场价格波动、进口和境内采购结构变化以及人民币汇率波动等主要因素影响。

图 29 原材料成本结构



资料来源：公司公告，招商证券

图 30 原材料价格走势



资料来源：公司公告，招商证券

## 四、盈利预测与投资建议

### 1、盈利预测

公司在生产工艺、生产设备等方面积累了多项核心技术，并通过自主研发成功开发出“钻石包”和“金属包”等无菌包装，拓宽了产品种类。至此，公司建立了“枕包”、“砖包”、“钻石包”和“金属包”等多元化产品体系。公司与伊利、夏进、欧亚乳业、王老吉等知名液态奶和非碳酸饮料客户合作逐步加深。与此同时，公司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、加多宝等国内知名企业。

因此，我们预计(1)枕包业务 2022~2024 年营业收入分别为 6.99 亿元、8.18 亿元、9.49 亿元，同比增长 10%、17%、16%；(2)砖包业务 2022~2024 年营业收入分别为 7.21 亿元、9.95 亿元、13.64 亿元，同比增长 50%、38%、37%；(3)钻石包业务 2022~2024 年营业收入分别为 1.72 亿元、2.46 亿元、3.51 亿元，同比增长 45%、43%、43%。

表 10: 分产品拆分及预测

百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业总收入</b>	<b>1014</b>	<b>1242</b>	<b>1599</b>	<b>2067</b>	<b>2672</b>
YoY	8.5%	22.4%	28.8%	29.2%	29.3%
毛利率	34.8%	27.3%	25.1%	24.7%	25.1%
<b>枕包</b>					
<b>收入</b>	<b>604</b>	<b>636</b>	<b>699</b>	<b>818</b>	<b>949</b>
YoY	14.8%	5.3%	10%	17%	16%
毛利率	40.4%	34.1%	33%	33%	34%
占比	59.5%	51.2%	43.7%	39.6%	35.5%
<b>砖包</b>					
<b>收入</b>	<b>329</b>	<b>481</b>	<b>721</b>	<b>995</b>	<b>1364</b>
YoY	-3.2%	46.3%	50%	38%	37%
毛利率	25.8%	19.5%	19%	19%	20%
占比	32.4%	38.7%	45.1%	48.2%	51.0%
<b>钻石包</b>					
<b>收入</b>	<b>71</b>	<b>118</b>	<b>172</b>	<b>246</b>	<b>351</b>
YoY	10.8%	65.9%	45%	43%	43%
毛利率	24.5%	19.5%	19%	19%	20%
占比	7.0%	9.5%	10.7%	11.9%	13.1%
<b>其他</b>					

百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入	10	7	7	7	8
YoY	106.7%	-35.9%	5%	5%	5%
毛利率	67.8%	79.8%	60%	60%	60%
占比	1.0%	0.5%	0.4%	0.4%	0.3%

资料来源：公司公告，招商证券

## 2、投资建议

国产替代空间广阔，内资龙头扬帆起航，首次覆盖给予“强烈推荐”投资评级。公司作为无菌包装内资龙头，技术、产品、品质比肩外资龙头，成本优势明显，有望持续实现国产替代，同时客户拓展顺畅，品类充分延伸，我们预计公司2022年~2024年归母净利润分别为1.72亿元、2.15亿元、2.84亿元，同比分别增长9%、25%、32%，对应PE分别为41X、33X、25X，首次覆盖给予“强烈推荐”投资评级。

表 11：可比公司估值

股票代码	股票简称	股价	市值	PE				EPS			
				2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
301062.SZ	上海艾录	9.3	37	25.8	26.3	19.8	15.8	0.4	0.4	0.5	0.6
002752.SZ	昇兴股份	5.3	52	30.3	18.1	14.1	11.5	0.2	0.3	0.4	0.5
600019.SH	宝钢股份	5.9	1314	5.6	9.5	8.2	7.3	1.1	0.6	0.7	0.8
002812.SZ	恩捷股份	143.9	1284	47.3	26.1	18.0	13.4	3.0	5.5	8.0	10.7
	平均值			27.2	20.0	15.0	12.0				
301296.SZ	新巨丰	16.6	70	43.4	39.6	31.7	24.0	0.4	0.4	0.5	0.7

资料来源：Wind，招商证券

## 五、风险提示

**客户依赖的风险：**如果公司主要客户伊利由于极端自身原因或终端消费市场出现极端重大不利变化而导致对公司产品的需求大幅下降，公司经营业绩可能受到一定影响。

**市场竞争的风险：**若未来该等公司为维护其主导地位而采用降低价格、改装或升级灌装机等策略，亦或利用其主导地位影响无菌包装行业下游客户或上游供应商，将会对本公司生产经营产生重大不利影响。

**原材料短缺或价格无法传导的风险：**未来如因价格、外汇、政治、供应商销售策略、技术等导致公司主要原材料短缺，将会对公司生产经营和财务状况产生重大不利影响。公司下游客户议价能力强，未来若原材料价格上升无法传导到下游客户，将会对公司生产经营和财务状况产生不利影响。

**应收账款收回的风险：**因业务快速增长，公司应收账款余额增长较快且占总资产比例较高。其中，公司2019年末、2020年末和2021年末的应收账款余额分别为26,304.48万元、26,398.07万元和39,302.98万元，2019年末、2020年末和2021年末占总资产比例分别为19.52%、18.16%和22.75%。如果公司催收不及时，或应收款客户经营状况、财务情况发生不利变化，存在应收账款部分或全部无法收回的风险，进而对公司资金周转情况或经营业绩造成不利影响。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	841	1128	1425	1752	2177
现金	252	347	490	587	718
交易性投资	161	154	154	154	154
应收票据	5	8	10	13	16
应收款项	220	351	428	553	715
其它应收款	1	1	2	2	3
存货	132	186	236	307	394
其他	69	82	106	137	176
<b>非流动资产</b>	613	600	605	610	614
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	475	486	495	504	512
无形资产商誉	38	38	34	30	27
其他	99	77	76	75	75
<b>资产总计</b>	<b>1453</b>	<b>1728</b>	<b>2030</b>	<b>2362</b>	<b>2791</b>
<b>流动负债</b>	395	513	643	811	1021
短期借款	4	4	0	0	0
应付账款	273	416	552	717	922
预收账款	4	5	7	9	12
其他	114	87	83	85	87
<b>长期负债</b>	72	71	71	71	71
长期借款	40	36	36	36	36
其他	32	36	36	36	36
<b>负债合计</b>	<b>467</b>	<b>584</b>	<b>714</b>	<b>883</b>	<b>1093</b>
股本	357	357	357	357	357
资本公积金	251	251	251	251	251
留存收益	379	536	708	872	1091
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	987	1144	1316	1479	1699
<b>负债及权益合计</b>	<b>1453</b>	<b>1728</b>	<b>2030</b>	<b>2362</b>	<b>2791</b>

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	245	80	195	190	236
净利润	169	157	172	215	284
折旧摊销	38	43	47	47	48
财务费用	3	3	(1)	(2)	(3)
投资收益	(2)	(2)	(9)	(9)	(9)
营运资金变动	35	(130)	(21)	(71)	(97)
其它	2	9	7	10	13
<b>投资活动现金流</b>	(79)	(21)	(43)	(43)	(43)
资本支出	(177)	(34)	(53)	(53)	(53)
其他投资	98	14	9	9	9
<b>筹资活动现金流</b>	(102)	14	(8)	(49)	(61)
借款变动	(108)	15	(9)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	0	(52)	(64)
其他	5	(1)	1	2	3
<b>现金净增加额</b>	<b>64</b>	<b>74</b>	<b>143</b>	<b>97</b>	<b>131</b>

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业总收入</b>	1014	1242	1599	2067	2672
营业成本	661	903	1198	1556	2001
营业税金及附加	8	7	9	12	15
营业费用	51	59	76	99	127
管理费用	63	66	85	110	142
研发费用	4	8	11	14	18
财务费用	(4)	(1)	(1)	(2)	(3)
资产减值损失	(10)	2	0	0	0
公允价值变动收益	2	4	4	4	4
其他收益	8	5	5	5	5
投资收益	(0)	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	230	211	231	288	381
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	2	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	228	211	231	288	381
所得税	59	54	59	73	97
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	169	157	172	215	284

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	8%	22%	29%	29%	29%
营业利润	44%	-8%	9%	25%	32%
归母净利润	46%	-7%	9%	25%	32%
<b>获利能力</b>					
毛利率	34.8%	27.3%	25.1%	24.7%	25.1%
净利率	16.7%	12.7%	10.8%	10.4%	10.6%
ROE	18.0%	14.8%	14.0%	15.4%	17.9%
ROIC	16.9%	14.0%	13.5%	14.9%	17.3%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	32.1%	33.8%	35.2%	37.4%	39.1%
净负债比率	3.3%	2.6%	1.8%	1.5%	1.3%
流动比率	2.1	2.2	2.2	2.2	2.1
速动比率	1.8	1.8	1.9	1.8	1.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.8	0.9	0.9	1.0
存货周转率	4.7	5.7	5.7	5.7	5.7
应收账款周转率	4.6	4.3	4.0	4.1	4.1
应付账款周转率	2.4	2.6	2.5	2.5	2.4
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.40	0.37	0.41	0.51	0.68
每股经营净现金	0.58	0.19	0.46	0.45	0.56
每股净资产	2.35	2.72	3.13	3.52	4.04
每股股利	0.00	0.00	0.12	0.15	0.20
<b>估值比率</b>					
PE	41.3	44.4	40.5	32.5	24.6
PB	7.1	6.1	5.3	4.7	4.1
EV/EBITDA	23.4	24.5	22.2	18.5	14.5

资料来源：公司数据，招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**赵中平：**香港中文大学硕士，对外经济贸易大学学士，2014-2016年分别就职于安信证券，银河证券，2016-2021年就职于广发证券轻工行业首席分析师，2020年新财富，水晶球，新浪金麒麟均获得第三名，2021年加入招商证券，任轻工时尚首席分析师。

**刘丽：**对外经济贸易大学会计学硕士，2011-2015年就职于国美控股集团投资部，2015-2017.7太平洋证券服饰纺织行业分析师，2017年8月加入招商证券，2021年起任美妆时尚联席首席。

**宋盈盈：**CFA，清华大学环境工程本硕，北京大学国发院经济学双学士。2018-2020年，任招商证券环保公用事业行业分析师。2020年起任美妆时尚分析师。

**毕先磊：**山东大学金融硕士，吉林大学工学学士，曾就职于德邦证券研究所轻工组，2021年加入招商证券，研究方向为轻工制造。

**王鹏：**华威商学院金融学硕士，中山大学金融学学士，2020-2021年就职于万联证券，2021年加入招商证券，任研究助理，研究方向为轻工新消费。

**王梓旭：**中央财经大学硕士，2022年加入招商证券，任研究助理，研究方向为纺织服装。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

**强烈推荐：**预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

**增持：**预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

**中性：**预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

**减持：**预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 行业评级

**推荐：**行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

**中性：**行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

**回避：**行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。