

# 国产替代正当时，内资无菌纸基包装龙头优势凸显

## 核心观点

- 深度绑定下游乳业巨头，公司作为内资无菌纸基包装制造龙头实现稳健增长。**公司为内资无菌纸基包装制造龙头企业，近年来通过深化与下游乳业巨头伊利、新希望等客户的合作供应关系实现稳健增长。公司近三年（2019-2021）营业收入、归母净利润年均复合增速分别为 15%、33%。公司具备枕包、砖包、钻石包等多元包型的规模化供应实力，其中枕包贡献公司主要收入来源，2021 年营收占比 51%。得益于“枕包为主，砖包为辅”的业务模式，公司 2021 年毛利率达 27%，显著领先于行业平均水平（约 20%）。
- 国产替代趋势持续推进，液态奶市场空间扩容助力无菌纸基包装行业规模增长。**目前中国人均液态奶年消费量与发达国家相比仍有显著差距，未来伴随国民人均收入水平的提升以及膳食营养结构的改良，国内液态奶市场空间有望持续扩充，进而带动上游无菌纸基包装行业规模稳健扩张。利乐为代表的外资制造商凭借灌装设备性能优势，通过搭售、忠诚折扣等手段曾一度近乎垄断国内无菌纸基包装市场。2016 年“利乐案”从外部打破外资垄断格局，内资制造商有望凭借更高性价比的包装产品实现国产替代。
- “低定价+高毛利”业务模式持续性较强，公司已培育成熟的客户拓展模式，市占率有望稳步提升。**公司专注枕包赛道，通过对下游客户的更低定价获得更高的毛利率水平，业内独特的“低定价+高毛利”业务模式有望成为客户拓展阶段长期稳定的业绩“安全垫”。公司已建立起成熟的体系化客户拓展方法论，当前与蒙牛的合作项目正处于验厂考察阶段，老客户订单份额提升叠加新客户持续开拓，公司市占率有望稳步提升。公司募投项目重点加码产能扩充，预期 2023 年无菌纸基包装产能达约 205 亿包，相比 2021 年增长 95%，推动长期业绩稳健增长。

## 盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 2022-2024 年归母净利润分别为 1.6 亿元、2.2 亿元、2.4 亿元，同比增速分别达 1.9%、34.9%、11.1%，对应的 EPS 分别为 0.38 元、0.51 元、0.57 元。考虑到公司作为内资控股的最大规模无菌纸基包装制造企业，有望率先受益于行业国产替代化发展趋势，叠加“低定价+高毛利”的行业独特业务模式，公司未来市占率提升空间广阔且确定性较强，我们采取 DCF 绝对估值法对公司进行估值，给予公司 DCF 目标估值 18.02 元，首次给予“增持”评级。

## 风险提示

- 收入结构对大客户依赖度较高的风险；无菌纸基包装行业竞争加剧的风险；巴氏奶消费占比提升带来对上游包装需求的结构性变动风险；原材料价格上涨的风险；假设条件变化影响测算结果的风险

## 公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,014	1,242	1,630	1,863	2,078
同比增长(%)	8.5%	22.4%	31.3%	14.3%	11.6%
营业利润(百万元)	230	211	215	289	322
同比增长(%)	43.9%	-8.3%	1.9%	34.9%	11.1%
归属母公司净利润(百万元)	169	157	160	216	240
同比增长(%)	46.4%	-7.0%	1.9%	34.9%	11.1%
每股收益(元)	0.40	0.37	0.38	0.51	0.57
毛利率(%)	34.8%	27.3%	24.4%	26.3%	26.1%
净利率(%)	16.7%	12.7%	9.8%	11.6%	11.5%
净资产收益率(%)	18.0%	14.8%	12.8%	14.6%	14.1%
市盈率	41.3	44.4	43.6	32.3	29.1
市净率	7.1	6.1	5.1	4.4	3.8

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

## 投资评级 增持（首次）

股价（2023年01月09日）	16.63 元
目标价格	18.02 元
52 周最高价/最低价	22.07/13.96 元
总股本/流通 A 股（万股）	42,000/5,915
A 股市值（百万元）	6,985
国家/地区	中国
行业	造纸轻工
报告发布日期	2023 年 01 月 09 日

## 股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	7.64	1.96	16.87	
相对表现	3.99	1.59	11.4	
沪深 300	3.65	0.37	5.47	-16.78



## 证券分析师

李雪君	021-63325888*6069 lixuejun@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517020001 香港证监会牌照：BSW124
吴瑾	021-63325888*6088 wujin@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520080001 香港证监会牌照：BRW772

## 联系人

黄宗坤	huangzongkun@orientsec.com.cn
谢雨辰	xieyuchen@orientsec.com.cn

## 目录

1 新巨丰：行业领先的无菌纸基包装制造内资龙头 .....	5
1.1 内资无菌纸基包装龙头深度绑定乳业巨头，业绩稳健增长 .....	5
1.2 公司股权结构稳定，股权激励计划彰显中长期发展信心 .....	8
2 下游液态奶销售增长维持包装需求景气度，行业国产替代正当时 .....	9
2.1 下游液态奶市场空间扩容带动无菌纸基包装市场规模增长 .....	10
下游液态奶行业集中度较高，无菌纸基包装性能优越，应用场景有望拓展 .....	10
液态奶人均消费量提升，助推无菌纸基包装行业规模加速增长 .....	12
砖包为行业主要包型，枕包、钻石包、屋顶包等多元包型份额预期提升 .....	12
2.2 利乐对无菌纸基包装的垄断地位被打破，行业国产替代化逻辑持续演绎 .....	13
匹配客户需求的规模化生产能力是行业壁垒，国产制造商份额提升 .....	13
利乐案从外部打破利乐垄断地位，国产包装凭性价比优势推进国产替代 .....	14
3 品类拓展挖潜现有客户需求，新客户订单拓展顺利，公司市占率预期加速提 升 .....	16
3.1 品类拓展挖潜现有客户需求叠加新客户订单开拓，公司市占率有望加速增长 .....	16
“低定价+高毛利”的业务模式构成现有客户品类拓展阶段长期稳定的业绩“安全垫” .....	16
成熟的规模化供给实力+新客户拓展方法论助推新客户开拓，公司市占率有望快速提升 .....	18
3.2 主要原材料价格缺乏上行动力，或将缓解公司盈利下行压力 .....	18
3.3 募投项目加码产能扩容，支撑业绩长期稳健增长 .....	20
盈利预测与投资建议 .....	21
盈利预测 .....	21
投资建议 .....	22
风险提示 .....	22

## 图表目录

图 1: 公司保持与下游乳业巨头密切的业务合作关系, 成长为无菌纸基包装制造龙头.....	5
图 2: 公司供应包括枕包、砖包、钻石包在内的多元包型无菌纸基包装产品.....	5
图 3: 公司收入稳健增长, 近五年 CAGR 约 15% .....	6
图 4: 公司归母净利润稳健增长, 近五年 CAGR 约 33%.....	6
图 5: 枕包、砖包合计贡献整体营收的 90% (2021 年为例) .....	6
图 6: 枕包、砖包合计贡献整体毛利的 92% (2021 年为例) .....	6
图 7: 伊利集团、新希望乳业、辉山乳业、欧亚乳业分别贡献整体营收的约 70%、12%、4%、2% (2021 年为例) .....	6
图 8: 公司近年前五大客户贡献收入的比重稳定在 90%左右 .....	6
图 9: 原材料占整体营业成本的 91% (2021 年为例) .....	7
图 10: 原纸、聚乙烯、铝箔采购额分别占公司整体年度原材料采购额的 42%、33%、19% (2021 年为例) .....	7
图 11: 新巨丰毛利率水平领先同业 .....	7
图 12: 新巨丰枕包业务毛利率显著高于砖包、钻石包业务 .....	7
图 13: 新巨丰近年期间费用投入控制良好 .....	8
图 14: 新巨丰盈利能力受原材料涨价影响承压下行 .....	8
图 15: 公司实际控制人为袁训军、郭晓红夫妇, 引入下游主要液态奶客户持股 (截至 2022 年 9 月底) .....	8
图 16: 无菌纸基包装行业上游为原纸、聚乙烯、铝箔等大宗原材料市场, 下游客户主要为液态奶及非碳酸软饮料厂商.....	9
图 17: 2021 年, 伊利、蒙牛液态奶产量分别约占行业整体产量的 34%、29% .....	10
图 18: 2021 年, 我国主要奶源地集中在北方, 牛奶产量占全国的 68%左右 .....	11
图 19: 根据欧睿国际公布的 2021 年数据, 中国大陆液态奶消费额中常温奶、低温奶占比分别为 50%、20% .....	11
图 20: 中国人均液态奶年消费量与发达国家之间差距悬殊, 有较大的提升空间 .....	12
图 21: 2020 年中国液态奶无菌纸基包装市场中枕包、砖包、钻石包份额占比分别为 22%、61%、11% .....	13
图 22: 低温奶占中国液态奶市场整体销售额的比例逐年提升, 2021 年达 20% .....	13
图 23: 无菌纸基包装由纸板、聚乙烯、铝箔等多层材料复合制成.....	13
图 24: 2019 年, 中国市场利乐无菌纸基包装销售额占比下降至约 54%.....	14
图 25: 与瑞士 SIG 集团相比, 国内无菌纸基包装产品的出厂价显著更低 .....	16
图 26: 新巨丰无菌纸基包装出厂价显著低于国内同业均价 .....	16
图 27: 新巨丰无菌纸基包装业务毛利率显著高于国内同业平均水平 .....	16
图 28: 2020 年, 伊利自新巨丰处采购无菌纸基包装占其整体无菌纸基包装采购额的 20%左右 .....	17

图 29：2020 年，新希望自新巨丰处采购无菌纸基包装占其整体无菌纸基包装采购额的 40%左右 .....	17
图 30：新巨丰枕包产品的毛利率显著高于砖包与钻石包 .....	18
图 31：公司已培育较成熟的新客户拓展体系，蒙牛正处于对公司的验厂考察阶段 .....	18
图 32：国内白卡纸价格 2022 年处于同比下行区间 .....	19
图 33：预期白卡纸行业供给端压力较大 .....	19
图 34：2022 年下半年，线型低密度聚乙烯 LLDPE:CFR 中国价格进入同比下行区间 .....	19
图 35：2022 年下半年，长江有色市场铝 A00 市场价进入同比下行区间 .....	19
图 36：2023 年公司年产能预期将达到约 205 亿包，相比 2021 年增长 95% .....	20
表 1：公司发布股权激励计划，2023-2025 年营业收入增长率（2021 年为基数）目标依次为 40%、55%、80% .....	9
表 2：无菌纸基包装方便存储运输、密闭性强、可回收再利用、储存牛奶的期限更长，整体性能优势显著 .....	11
表 3：预期 2031 年国内无菌纸基包装市场规模将达 260 亿元左右 .....	12
表 4：利乐业务布局涵盖无菌纸基包装产品制造及下游液体饮料灌装设备制造 .....	14
表 5：利乐灌装设备性能领先优势显著 .....	15
表 6：公司募投项目加码产能扩容及研发中心建设 .....	20
表 7：我们给予公司 DCF 目标估值 18.02 元 .....	22

# 1 新巨丰：行业领先的无菌纸基包装制造内资龙头

## 1.1 内资无菌纸基包装龙头深度绑定乳业巨头，业绩稳健增长

新巨丰绑定下游乳业巨头，近年成长为规模领先的无菌纸基包装国产龙头。新巨丰是国内领先的无菌纸质包装制造企业，公司 2007 年于山东成立，2022 年于创业板上市。公司主营业务为向下游液态奶及非碳酸软饮料企业供应无菌纸基包装，包型囊括枕包、砖包、钻石包等多元类型，成立至今与伊利、新希望、辉山等下游乳业巨头建立稳定的合作供应关系。2010 年公司进入伊利液态奶包装供应链，2015 年伊利持有公司 20% 股权，进一步深化双方业务合作关系，2019 年伊利持股比重降低至不足 5%，不再属于公司关联方，双方通过签署《战略合作框架协议》持续巩固长期合作关系。2021 年公司实现营业收入 12.42 亿元，是行业内规模领先的无菌纸基包装龙头。

图 1：公司保持与下游乳业巨头密切的业务合作关系，成长为无菌纸基包装制造龙头



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 2：公司供应包括枕包、砖包、钻石包在内的多元包型无菌纸基包装产品



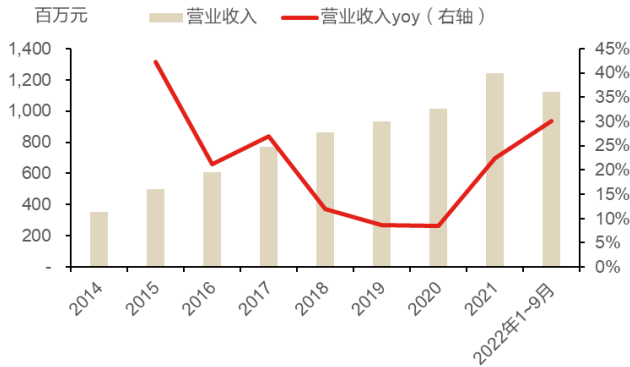
数据来源：公司官网，东方证券研究所

公司近年收入、利润实现稳健增长，枕包、砖包产品贡献收入和毛利主体。新巨丰近年收入、利润均实现稳健增长，营业收入、归母净利润近五年 CAGR 分别为 15%、33%。2021 年公司实现

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

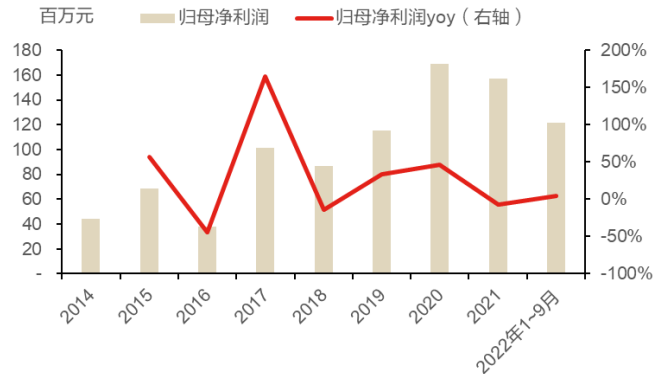
收入和归母净利润 12.42 亿元、1.57 亿元，同比增长 22.4%、-7%；2022 年 1~9 月，公司实现营业收入和归母净利润 11.22 亿元、1.22 亿元，同比增长 30%、4%。公司专注无菌纸基包装制造与供应，枕包、砖包、钻石包产品分别贡献 2021 年整体营业收入的 51%、39%、10%，其他产品营收占比不足 1%；三类产品分别贡献 2021 年整体毛利 64%、28%、7%。

图 3：公司收入稳健增长，近五年 CAGR 约 15%



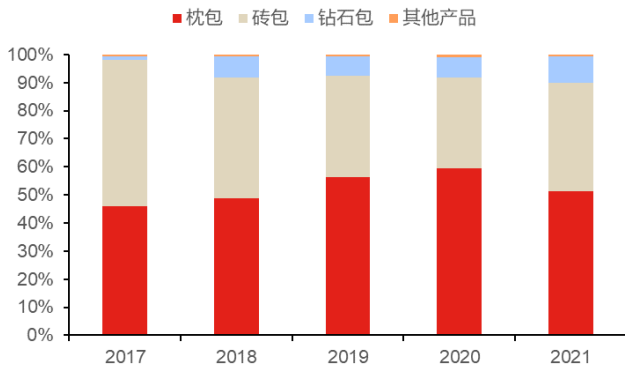
数据来源：公司官网，东方证券研究所

图 4：公司归母净利润稳健增长，近五年 CAGR 约 33%



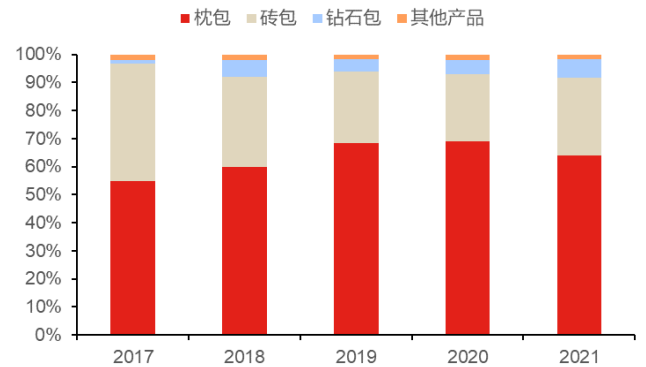
数据来源：公司官网，东方证券研究所

图 5：枕包、砖包合计贡献整体营收的 90%（2021 年为例）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 6：枕包、砖包合计贡献整体毛利的 92%（2021 年为例）

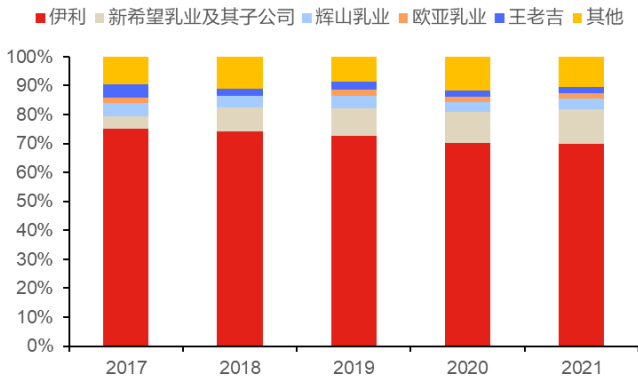


数据来源：公司公告，东方证券研究所

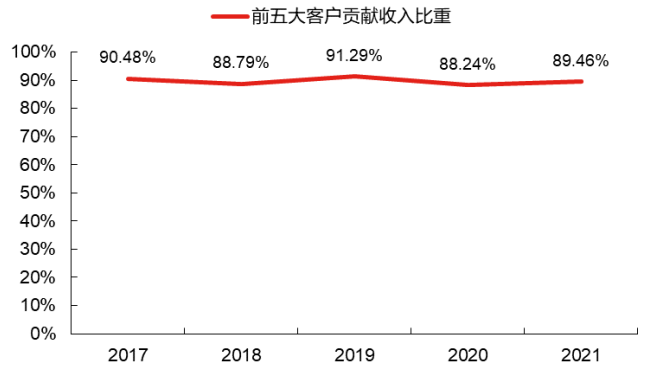
公司 2021 年营收 70% 来自伊利，业绩对头部客户订单依赖性较强。公司无菌纸基包装的主要下游客户为国内液态奶巨头，以 2021 年为例，伊利集团、新希望乳业、辉山乳业、欧亚乳业分别贡献整体营收的约 70%、12%、4%、2%。非碳酸软饮料方面，王老吉贡献公司 2021 年整体营收的约 2%。受下游液态奶行业集中度较高、新客户拓展周期长且难度大等因素影响，公司近年前五大客户贡献收入的比重稳定在 90% 左右，业绩对以伊利为代表的头部客户订单依赖性较强。

图 7：伊利集团、新希望乳业、辉山乳业、欧亚乳业分别贡献整体营收的约 70%、12%、4%、2%（2021 年为例）

图 8：公司近年前五大客户贡献收入的比重稳定在 90% 左右



数据来源：公司公告，东方证券研究所

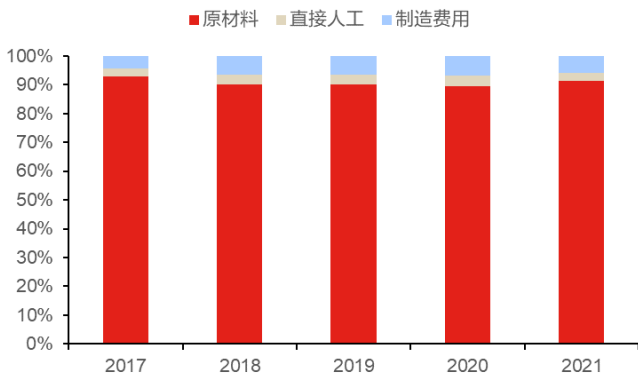


数据来源：公司公告，东方证券研究所

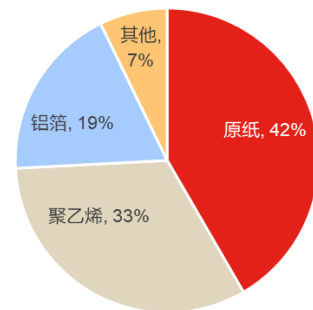
**原纸、聚乙烯、铝箔构成关键原材料，2021 年采购额占公司成本比重达 90%以上。**作为无菌纸基包装制造企业，公司 2021 年约 91% 的营业成本来自原材料（2021 年为例）。按照类目拆分公司 2021 年原材料采购额，原纸、聚乙烯、铝箔分别占整体采购额的 42%、33%、19%，其中，公司采购用于砖包生产的原纸主要为本色浆和白底原纸（来自太阳控股）、用于枕包生产的原纸主要为特种纸（来自仙鹤股份）。

图 9：原材料占整体营业成本的 91%（2021 年为例）

图 10：原纸、聚乙烯、铝箔采购额分别占公司整体年度原材料采购额的 42%、33%、19%（2021 年为例）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

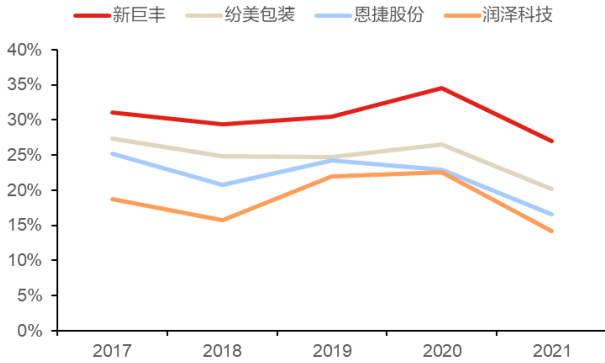


数据来源：公司公告，东方证券研究所

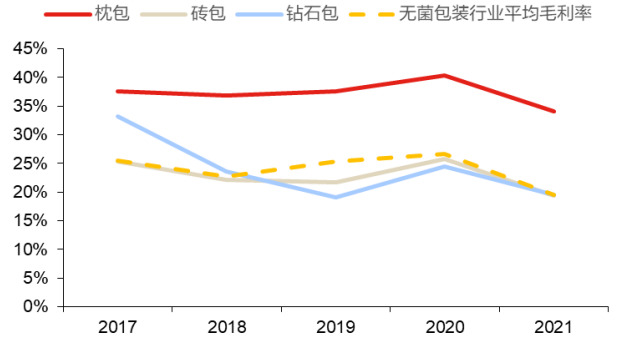
**得益于“枕包为主、砖包为辅”的业务战略，公司毛利率水平领先同业。**与同业公司的相关业务毛利率相比，新巨丰无菌纸基包装业务毛利率更高。以 2021 年为例，新巨丰、纷美包装、恩捷股份、润泽科技无菌包装业务的毛利率分别约为 27%、20%、17%、14%。与同业多以砖包作为主要产品的战略不同，公司通过“枕包为主、砖包为辅”的差异化战略进入市场，与砖包相比，枕包的出厂价较低，但由于其对原纸等原材料的单位产品需求量更低，且仅供液态奶用户，生产流程转换成本较低，因此单位生产成本更低，使得枕包整体毛利率高于砖包与钻石包。新巨丰 2021 年销售枕包、砖包、钻石包产品的毛利率分别约为 34%、19%、19%。

图 11：新巨丰毛利率水平领先同业

图 12：新巨丰枕包业务毛利率显著高于砖包、钻石包业务



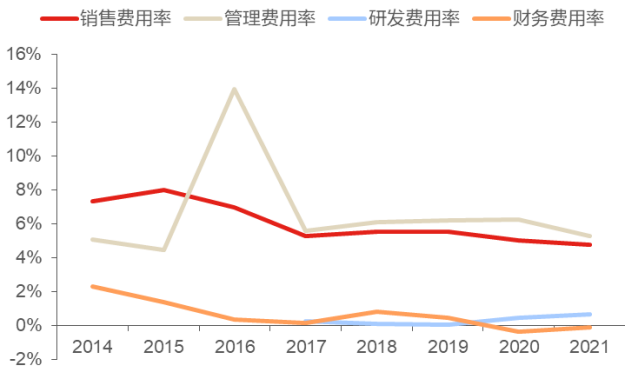
注：仅对比各公司无菌包装业务毛利率水平。  
数据来源：公司公告，东方证券研究所



注：无菌包装行业平均毛利率取值新巨丰、纷美包装、恩捷股份、润泽科技无菌包装业务各年度毛利率均值。  
数据来源：公司公告，东方证券研究所

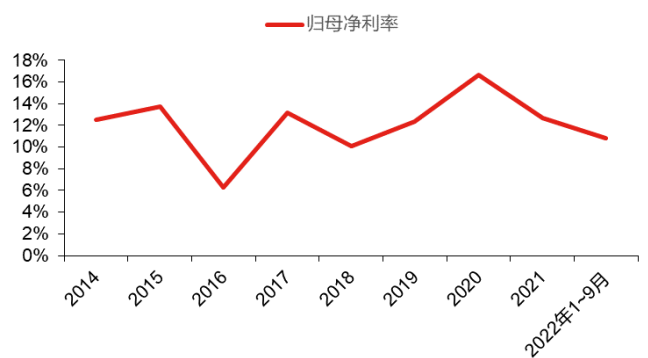
期间费用控制良好，盈利能力受原材料涨价影响承压下行。伴随经营规模扩大，公司主营产品生产标准化程度提升，稳定性、良品率和流畅性持续改善，叠加订单放量带来规模效应的彰显，公司近年期间费用率持续走低，2021 年约 10.7%。受上游原纸、聚乙烯、铝等大宗商品涨价影响，公司盈利能力近年承压下行，2021 年归母净利率约 12.7%，同比下降 4pct。

图 13: 新巨丰近年期间费用投入控制良好



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 14: 新巨丰盈利能力受原材料涨价影响承压下行

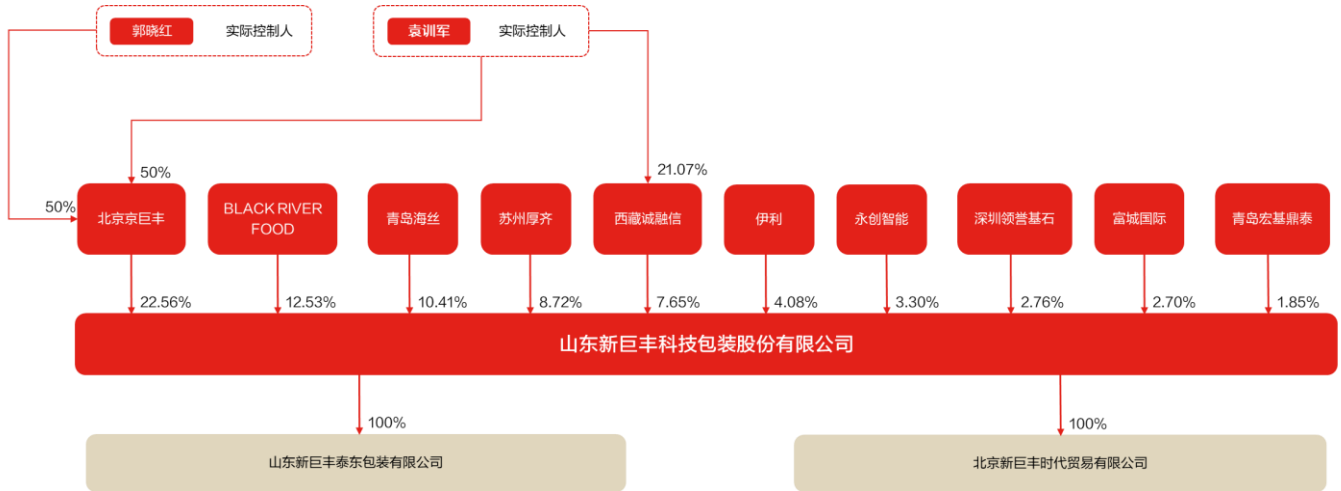


数据来源：公司公告，东方证券研究所

## 1.2 公司股权结构稳定，股权激励计划彰显中长期发展信心

公司实际控制人为袁训军、郭晓红夫妇，引入下游主要液态奶客户持股。截至 2022 年三季度末，公司第一大股东袁训军通过北京京巨丰、西藏诚融信间接持有公司约 12.9% 股权，郭晓红通过北京京巨丰间接持有公司 11.3% 股权。袁训军、郭晓红夫妇共同持有公司约 24.2% 股权，为公司实际控制人。伊利集团作为公司第一大客户，持有约 4.1% 股权；苏州厚齐持有公司约 8.7% 股权，新希望副董事长王航通过控制苏州厚齐的普通合伙人北京厚生实际控制苏州厚齐，新希望董事长刘畅、董事刘永好通过控制北京厚生的合伙企业持有苏州厚齐股份，进而间接持有公司股权。公司股权结构较为稳定清晰，引入下游主要乳业客户持股深化双方合作关系。

图 15: 公司实际控制人为袁训军、郭晓红夫妇，引入下游主要液态奶客户持股（截至 2022 年 9 月底）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

股权激励计划面向公司中高层及业务骨干，彰显中长期发展信心。公司近期发布限制性股票与股票期权激励计划，考核范围囊括公司董事、高级管理人员、中高层管理人员及技术骨干等。本次激励计划业绩考核要求为以2021年营业收入为基数，2023-2025年营业收入分别达到40%、55%、80%增长率，彰显公司对实现业务中长期稳健增长的信心。

表 1：公司发布股权激励计划，2023-2025 年营业收入增长率（2021 年为基数）目标依次为 40%、55%、80%

考核指标	2021FY	业绩考核目标		
		2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1242	1739	1925	2236
营业收入增长率 (基于 2021FY)	-	40%	55%	80%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

## 2 下游液态奶销售增长维持包装需求景气度，行业国产替代正当时

上游大宗原材料价格影响生产成本，液态奶、无菌碳酸饮料制造企业为下游主要客户。无菌纸基包装是由原纸、聚乙烯、铝箔多层材料复合制成，因此行业上游主要由相关原材料供应商构成，成品纸、聚乙烯、铝锭等大宗商品的价格是影响行业内公司成本端的最主要因素。无菌纸基包装行业本身处于中游制造环节，制造流程包括印刷、压痕/打孔、复合、检测、分切等环节。无菌纸基包装凭借其隔离性优、便于储存运输等优势大规模应用在下游液态奶、非碳酸软饮料（例如豆奶、能量饮料等）包装领域，按照包型的不同可以分为枕包、砖包、钻石包等不同类别。

图 16：无菌纸基包装行业上游为原纸、聚乙烯、铝箔等大宗原材料市场，下游客户主要为液态奶及非碳酸软饮料厂商



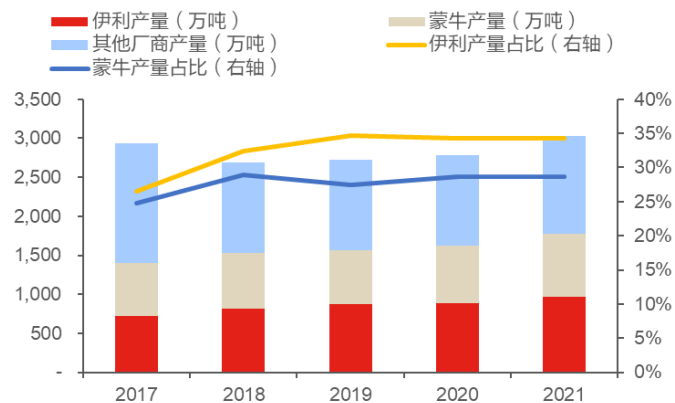
数据来源：公司公告，东方证券研究所

## 2.1 下游液态奶市场空间扩容带动无菌纸基包装市场规模增长

下游液态奶行业集中度较高，无菌纸基包装性能优越，应用场景有望拓展

**下游液态奶行业高集中度特征显著。**液态奶是无菌纸基包装在下游的主要应用场景，中国液态奶龙头企业在产品、品牌、渠道等方面综合优势显著，行业集中度较高。根据国家统计局公布的数据，2021 年国内乳制品产量约 3032 万吨，假设其中液态奶占比与 2020 年一致（约 93%），据此推测 2021 年液态奶产量约 2819 万吨。根据各公司公布的年度产量数据，伊利、蒙牛 2021 年液态奶产量分别为 968 万吨、807 万吨，合计占液态奶整体产量的比例约为 63%。

图 17：2021 年，伊利、蒙牛液态奶产量分别约占行业整体产量的 34%、29%

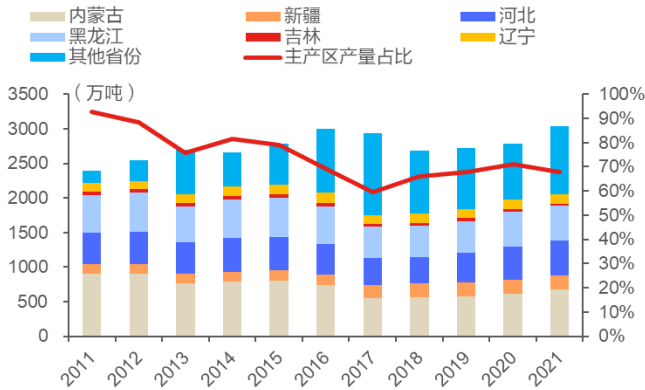


数据来源：国家统计局，伊利，蒙牛，东方证券研究所

**常温奶保质期更长、储存运输更方便，是国内目前主流的牛奶产品。**液态奶生产过程中的杀菌方式主要有两种：巴氏低温杀菌和超高温杀菌（UHT）。（1）巴氏低温杀菌方式能够相对全面地保留牛乳中的营养物质，但是保质期较短，且需要冷藏储存和运输；（2）UHT 杀菌温度高，高温导致成品奶中损失少部分维生素和可溶性乳蛋白，但是保质期更长，且适合常温储存运输。我

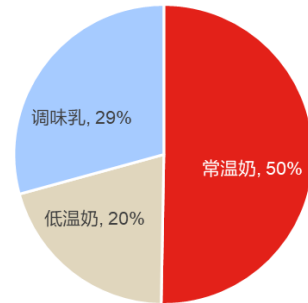
国液态奶奶源地比较集中，以2021年为例，根据国家统计局公布的数据，内蒙古、新疆、河北、黑龙江、吉林、辽宁作为主要奶源地，牛奶产量占全国产量的68%左右。由于主要奶源地集中在北方，叠加巴氏高温杀菌的牛奶保质期较短且对冷链配送体系的要求较高，2021年低温奶仅贡献国内液态奶销售额的20%左右，采用UHT方式杀菌的常温奶是国内市场目前主要的液态奶产品。

图 18：2021 年，我国主要奶源地集中在北方，牛奶产量占全国的 68% 左右



数据来源：国家统计局，东方证券研究所

图 19：根据欧睿国际公布的 2021 年数据，中国大陆液态奶消费额中常温奶、低温奶占比分别为 50%、20%



数据来源：Euromonitor，东方证券研究所

**无菌纸基包装整体性能优势显著，下游应用场景有望拓展。**与玻璃瓶、塑料袋、百利包等常见牛奶包装方式相比，无菌纸基包装方便存储运输，避光、隔绝性较强且不易破损，可回收再利用，整体包装性能优势显著。无菌纸基包装目前在液态奶行业普遍应用于市场份额更大的常温奶产品，未来有望凭借其优越的包装性能拓展应用至豆乳、凉茶、果汁等非碳酸软饮料产品，叠加液体饮料多赛道稳健成长，或将带动无菌纸基包装行业规模的增长。

表 2：无菌纸基包装方便存储运输、密闭性强、可回收再利用、储存牛奶的期限更长，整体性能优势显著

包装类型	包装性能	牛奶杀菌及保存	牛奶储存时长	图例
玻璃瓶	易碎，不便运输和携带； 避光性差，维生素、核黄素等营养成分易因光照而降解； 可回收再利用。	巴氏杀菌，低温冷藏（4℃左右）	2~7 天	
塑料袋	方便储存和运输； 避光性弱，密闭性较差； 部分不可降解，一般不可回收再利用。	巴氏杀菌，低温冷藏（4℃左右）	21 天左右	
百利包	较易破损； 方便储存和运输； 避光性、密闭性强； 一般不可回收再利用。	UHT 杀菌，常温保存	3 个月左右	
无菌纸基包装	方便储存和运输； 避光性、密闭性强； 可回收再利用。	UHT 杀菌，常温保存	3~6 个月	

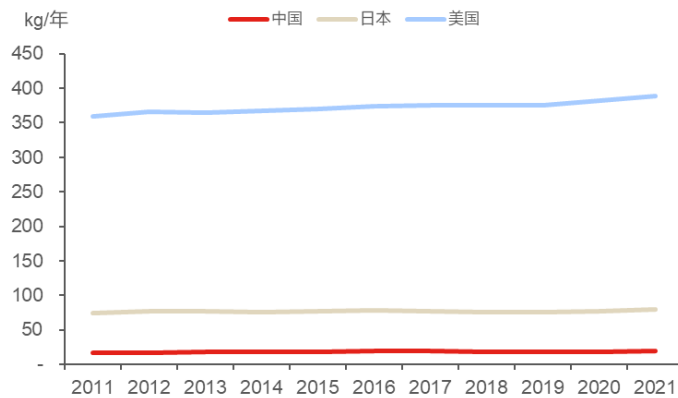
数据来源：蒙牛，伊利，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

## 液态奶人均消费量提升，助推无菌纸基包装行业规模加速增长

国内人均液态奶年消费量显著低于发达国家，下游液态奶市场扩容有望推动无菌纸基包装行业规模稳健增长。根据国家统计局公布的数据测算，中国 2021 年人均液态奶消费量约 20kg，同期日本和美国分别约为 60kg、300kg，与发达国家相比，国内液态奶人均消费量水平仍有较大提升空间。未来伴随国民人均收入水平的提升以及膳食营养结构的改良，预期中国液态奶人均年消费量将持续提升。参考过往十年国人对液态奶的消费量增长趋势、无菌纸基包装液态奶销售占比及单价水平，经测算，未来十年中国无菌纸基包装市场有望保持 2%左右的年均复合增速，自 2021 年的 182 亿元稳步增长至 260 亿元左右（2031 年）。

图 20：中国人均液态奶年消费量与发达国家之间差距悬殊，有较大的提升空间



数据来源：国家统计局，美国农业部，东方证券研究所

表 3：预期 2031 年国内无菌纸基包装市场规模将达 260 亿元左右

未来十年国内无菌纸基包装市场规模测算	2021	2031E		
		保守情形	中性情形	乐观情形
中国液态奶人均年消费量 (kg/人/年)	20	22.5	25	30
液态奶市场规模 CAGR10	4%	1%	2%	4%
无菌纸基包装年销量 (亿包)	1100	1408	1564	1877
无菌纸基包装出厂均价 (元/包)	0.17	0.17	0.17	0.17
无菌纸基包装市场规模	182	234	260	312

数据来源：国家统计局，Euromonitor，公司公告，东方证券研究所

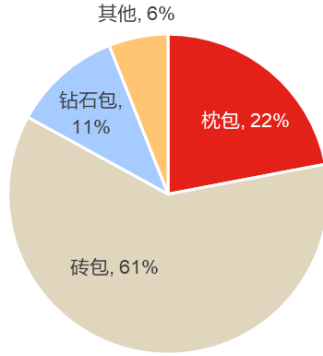
## 砖包为行业主要包型，枕包、钻石包、屋顶包等多元包型份额预期提升

砖包为液态奶行业主要包型，枕包、钻石包、屋顶包等市场份额有望提升。根据公司招股书披露的数据，2020 年中国液态奶无菌纸基包装市场中枕包、砖包、钻石包份额占比分别为 22%、61%、11%，砖包为当前市场在售产品的主要包型。展望未来市场的包型份额结构，枕包由于隔绝性能更优、更不易破损，有望持续替代百利包等较低端的包型；砖包性能稳定、性价比较高，预期将继续占据市场主体份额；乳蛋白含量更高的常温奶、低温酸奶等高端液态奶品牌快速发展，得益于下游液态奶行业的高端化发展趋势，预期部分砖包市场份额将让渡至高端包型，进而驱动钻石包市场份额提升；根据欧睿国际披露的数据，中国大陆市场低温奶占整体液态奶销售额的比重逐

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

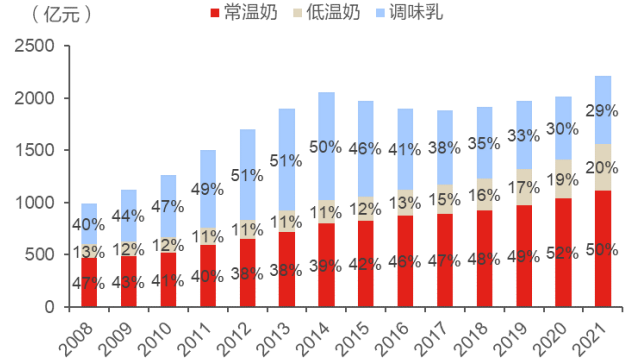
年提升，2021年占比20%，低温奶主要使用无菌纸基包装中的“屋顶包”包型，因此低温奶市场规模的快速扩容将带动上游屋顶包产品的份额提升。

图 21：2020 年中国液态奶无菌纸基包装市场中枕包、砖包、钻石包份额占比分别为 22%、61%、11%



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 22：低温奶占中国液态奶市场整体销售额的比例逐年提升，2021 年达 20%



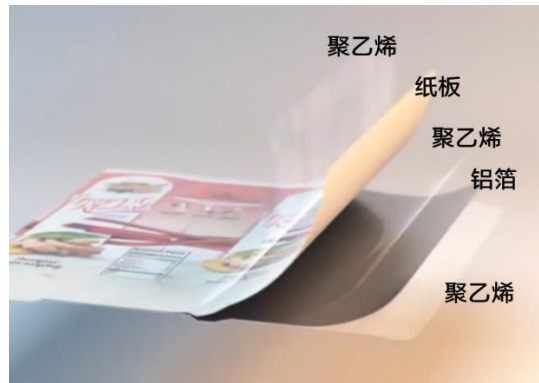
数据来源：Euromonitor，东方证券研究所

## 2.2 利乐对无菌纸基包装的垄断地位被打破，行业国产替代化逻辑持续演绎

### 匹配客户需求的规模化生产能力是行业壁垒，国产制造商份额提升

无菌纸基包装核心制造工艺涉及复合、涂层加工等技术，适配下游液态奶厂商的大规模生产能力构成主要行业壁垒。无菌纸基包装产品多由聚乙烯、纸板、铝箔等多层材料复合制成，其中聚乙烯主要作用为防止内容物外渗、防止包装受潮以及黏合纸板层与铝箔层；纸板的主要作用为保持包装稳固挺立；铝箔的主要作用为隔绝光线和氧气。具体包装制造流程中的核心工艺包括多层材料复合、高精度涂层加工等环节。下游液态奶行业集中度较高，头部厂商对包装供应商稳定高效的大规模无菌纸基包装供应实力要求较高，一旦确定包装供应商鲜少更换，此亦构成无菌纸基包装行业的主要进入壁垒。

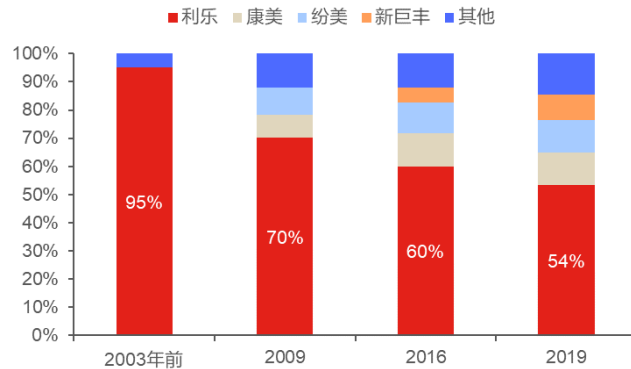
图 23：无菌纸基包装由纸板、聚乙烯、铝箔等多层材料复合制成



数据来源：Tetra Pak，东方证券研究所

利乐占国内无菌纸基包装市场份额逐年降低，2019 年约为 54%。近年来利乐在国内无菌纸基包装市场的领先地位持续受到国产品牌的冲击。根据造纸协会和益普索公布的数据，2019 年利乐占中国无菌纸基包装市场整体销售额的 54%，较历史高点（95%左右）显著回落。其他生产厂商方面，2019 年 SIG 康美（瑞士）、纷美包装、新巨丰分别贡献整体销售额的 11.5%、11.3%、9.2%，其中两国产制造商纷美包装和新巨丰市占率较 2016 年分别提升 0.3pct、4.2pct。

图 24：2019 年，中国市场利乐无菌纸基包装销售额占比下降至约 54%



数据来源：中国造纸学会特种纸专业委员会，益普索，东方证券研究所

### 利乐案从外部打破利乐垄断地位，国产包装凭性价比优势推进国产替代

利乐向下游液体饮料客户提供覆盖包装材料到液体饮料灌装设备的高水平包装一体化解决方案。瑞典利乐（Tetra Pak）自成立以来专注液体饮料包装机械和包装材料的研发与生产，至今已培育起全球领先的无菌纸基包装一体化解决方案。利乐主营业务覆盖下游包装材料制造，以及下游厂商灌装液体饮料所需的各类设备。包装材料方面，利乐先后研发利乐砖、利乐枕、利乐钻等多元包型产品，并积极拓展利乐皇、利乐冠等适用低温奶等冷藏液体饮料的包型，满足不同液体饮料客户的包装需求；包装设备方面，利乐通过持续的研发投入推出灌装机、缓存塔、加盖机、装箱机、薄膜包装机、贴管机等覆盖液体饮料灌装全流程需求的机械设备，并提供设备后续维护与耗材更换服务。

表 4：利乐业务布局涵盖无菌纸基包装产品制造及下游液体饮料灌装设备制造

业务布局领域	提供的主要产品类型		
	利乐枕	利乐砖	利乐钻
包装			
下游设备	缓存塔	加盖机	灌装机 贴管机



数据来源：Tetra Pak，东方证券研究所

**利乐灌装机能领先优势显著，供应全球液体饮料制造商龙头。**大型液体饮料生产商由于规模化生产的需要，往往倾向于采购高速灌装设备，但液体无菌包装高速灌装设备制造商数量有限，而利乐灌装机能领先优势显著。以市场份额较高的砖包灌装机为例，利乐早在 2014 年即推出了可灌装 125~1000ml 不同容量砖包的 A3/高速灌装机，灌装速度达 15000 包/小时，2021 年利乐推出最高灌装速度可达 40000 包/小时的利乐®E3/高速灌装机，对比之下，SIG、纷美包装、润泽科技当前砖包灌装机的最高灌装速度分别为 18000 包/小时、7500 包/小时、20000 包/小时。凭借更高的灌装速度和丰富的设备机型，全球多数液体饮料龙头制造商均配置利乐高速灌装设备。

**表 5：利乐灌装设备性能领先优势显著**

公司	利乐	SIG	纷美包装	润泽科技
灌装机型号	利乐®E3/高速灌装机	SIG NEO	纷美 ABM 125N 型灌装机	PBA16000 无菌砖包灌装机
推出时间	2021 年	2021 年	2013 年	2015 年
适用包型	1000ml 砖包	500ml、750ml、1000ml 砖包	125ml、200ml、250ml 砖包	125-1000ml 之间多种规格的砖包
灌装速度	最高可达 40000 包/小时	12000-18000 包/小时	最高可达 7500 包/小时	6000-20000 包/小时

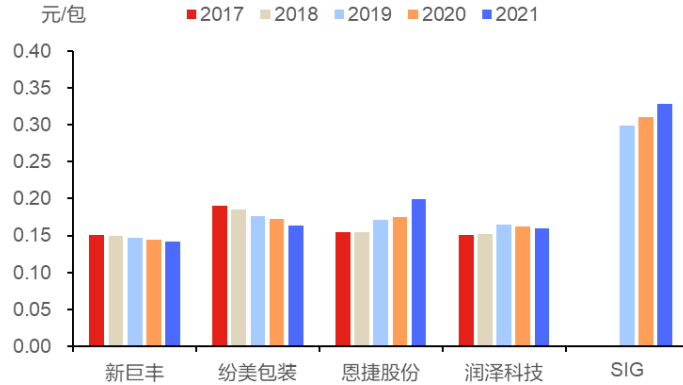
数据来源：各公司官网，东方证券研究所

**利乐 2016 年因滥用市场支配地位遭国家行政管理总局处罚，垄断地位被打破。**国内乳业巨头为实现规模化生产而采购利乐高速灌装机，并因此使用利乐生产的无菌纸基包装产品，同时扩张利乐包材采购量以降低灌装设备的固定服务费率及包材批量采购价格，进而降低整体生产成本。以此为背景，利乐一度垄断国内无菌纸基包装市场，2003 年之前市占率达 95%左右。2016 年，国家工商行政管理总局发布针对利乐的行政处罚书，认为利乐利用其在中国大陆液体食品纸基无菌包装设备市场、纸基无菌包装设备技术服务市场和纸基无菌包装材料市场的支配地位，实施的没有正当理由的搭售、限定交易，以及排除、限制竞争的忠诚折扣行为属于《反垄断法》所规定的滥用市场支配地位行为，责令其停止搭售包材等相关违法行为并处以罚款。利乐的市场垄断地位从外部被打破。

**国产无菌纸基包装产品价格优势显著，行业国产替代化趋势持续演绎。**以 2021 年数据为例，瑞典 SIG 集团无菌纸基包装出厂价约 0.32 元/包；结合公司的收入总额、包装销量规模及包装业务收入占比，推算利乐无菌纸基包装出厂单价约为 0.35~0.4 元/包。国内公司方面，新巨丰、纷美包装、恩捷股份、润泽科技无菌纸基包装产品的出厂价分别为 0.14 元/包、0.16 元/包、0.20 元/包、0.16 元/包。考虑新巨丰主营枕包产品，因此对比主营砖包的内资厂商（纷美、恩捷、润泽）及外资厂商（利乐、SIG），内资厂商的无菌纸基包装产品出厂价显著低于外资厂商。国内无菌纸基

包装制造商性价比优势显著，迎合下游客户降低包装环节系统成本的需求，无菌纸基包装行业国产替代化趋势持续演绎，国产厂商市占率提升空间广阔。

图 25：与瑞士 SIG 集团相比，国内无菌纸基包装产品的出厂价显著更低



注：新巨丰主营枕包产品，纷美包装、恩捷股份、润泽科技、SIG 无菌纸基包装产品主营砖包。  
数据来源：各公司公告，东方证券研究所

### 3 品类拓展挖潜现有客户需求，新客户订单拓展顺利，公司市占率预期加速提升

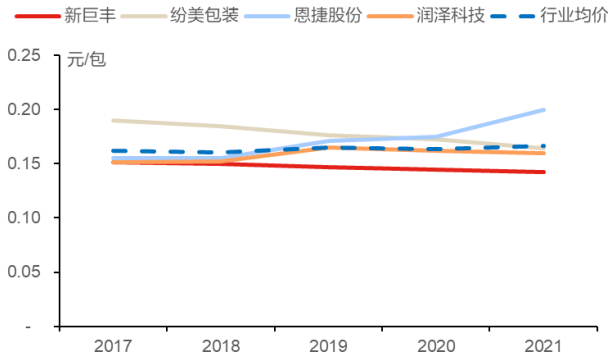
#### 3.1 品类拓展挖潜现有客户需求叠加新客户订单开拓，公司市占率有望加速增长

“低定价+高毛利”的业务模式构成现有客户品类拓展阶段长期稳定的业绩“安全垫”

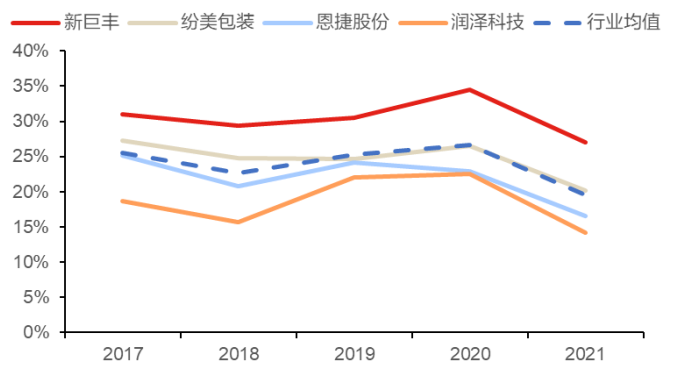
公司无菌纸基包装产品出厂均价低于国内行业平均水平，毛利率高于行业平均水平。近年国内无菌纸基包装产品出厂价保持在 0.17 元/包左右，且呈小幅上行趋势；新巨丰对下游客户供货均价稳定在 0.16 元/包以下，且有小幅下行。2021 年新巨丰无菌纸基包装产品出厂价约 0.14 元/包，相比行业平均水平（0.17 元/包）低约 18%。与国内同业相比，新巨丰的无菌纸基包装产品的价格优势显著。盈利水平方面，以 2021 年为例，行业平均毛利率与新巨丰无菌纸基包装业务毛利率分别为 19%、27%，新巨丰盈利能力领先同业的优势显著。

图 26：新巨丰无菌纸基包装出厂价显著低于国内同业均价

图 27：新巨丰无菌纸基包装业务毛利率显著高于国内同业平均水平



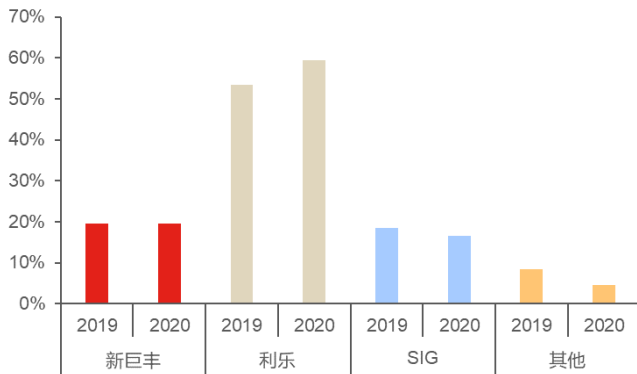
注：行业均价取四家公司各年度出厂均价之均值。  
数据来源：公司公告，东方证券研究所



注：行业均值取四家公司各年度无菌包装业务毛利率均值。  
数据来源：公司公告，东方证券研究所

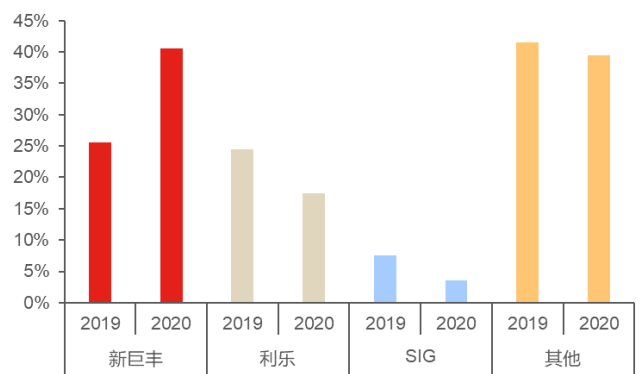
**公司生产无菌纸基包装品类拓展，占下游大客户订单份额仍有提升空间。**以 2020 年为例，伊利、新希望从新巨丰采购的无菌纸基包装分别占其整体采购额的 20%、40%左右，公司向头部客户供给的产品以枕包为主。近年公司积极拓展无菌纸基包装多元品类，2022 年 7 月以来获取了包括定州伊利、广东伊利、宁夏伊利一期三期、晋中伊利、黄冈伊利在内的十几个之前尚未建立合作品项规格的砖包和钻石包业务。新巨丰当前已与伊利为代表的头部客户建立了长期稳定的供应关系，展望未来，伴随公司供应的无菌纸基包装产品的品类由枕包向砖包、钻石包等多元包型拓展，公司占头部客户采购订单的份额仍有较广阔提升空间。

图 28：2020 年，伊利自新巨丰处采购无菌纸基包装占其整体无菌纸基包装采购额的 20%左右



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 29：2020 年，新希望自新巨丰处采购无菌纸基包装占其整体无菌纸基包装采购额的 40%左右



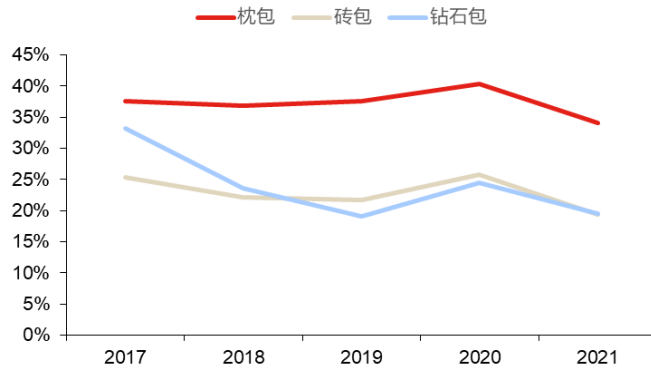
数据来源：公司公告，东方证券研究所

**“低定价+高毛利”业务模式有望增厚新品类性价比优势，成为公司品类拓展阶段业绩“安全垫”。**新巨丰通过对下游客户更低的定价获得更高的毛利空间，主要原因得益于公司“枕包为主”的业务发展模式，2021 年公司来自枕包的营业收入占比达 51%。与砖包和钻石包产品相比，枕包的出厂价格较低，但是单位枕包产品对原纸等原材料的需求量更少，并且由于仅供液态奶客户，生产流程切换成本更低，因此单位生产成本更低，整体毛利率水平高于砖包与钻石包，2021 年新巨丰枕包产品的毛利率达 34%，显著高于砖包（19%）和钻石包（19%）。枕包产品更薄，对涂层工艺的精度要求更高，技术难度更大，因此纷美、恩捷等国内主要无菌包装供应商均将砖包作为业务重心，新巨丰发挥枕包制造领域的技术优势，定位枕包为主、砖包为辅的业务发展战略，**主推定价更低的枕包产品并实现更广的盈利空间。**考虑到公司向砖包、钻石包等品类拓展可能面

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

临来自其他国内厂商的份额竞争，当前“低定价+高毛利”的业务模式有望增厚公司新品类的性价比优势，成为品类拓展阶段长期稳定的业绩“安全垫”。

图 30：新巨丰枕包产品的毛利率显著高于砖包与钻石包

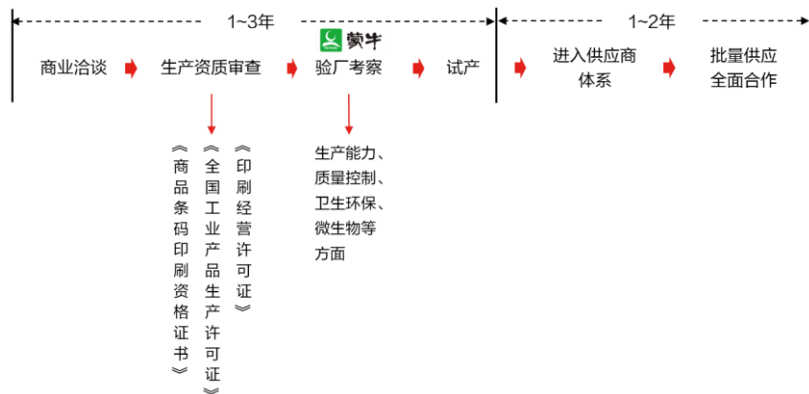


数据来源：公司公告，东方证券研究所

### 成熟的规模化供给实力+新客户拓展方法论助推新客户开拓，公司市占率有望快速提升

成熟的规模化供给实力与新客户拓展体系助力公司新客户开拓。无菌纸基包装制造商进入客户的供应链体系难度较大，下游客户为保证包装数量和质量的稳定性，一旦与包装企业建立合作关系便不会轻易更换供应商。新巨丰多年深耕无菌纸基包装制造行业，与伊利、新希望等乳业巨头建立稳定合作供应关系的同时，培育成熟的规模化包装制造、供给实力，以及体系化的大客户拓展模式。目前公司已建立起从商业洽谈、生产资质审查到小规模试产、全面合作的体系化客户拓展方法论，根据公司招股书披露，国内乳业巨头蒙牛集团正处于验厂考察阶段，近年有望与公司达成全面合作供应关系，新客户拓展助力公司提升行业整体市占率。

图 31：公司已培育较成熟的新客户拓展体系，蒙牛正处于对公司的验厂考察阶段



数据来源：公司公告，东方证券研究所

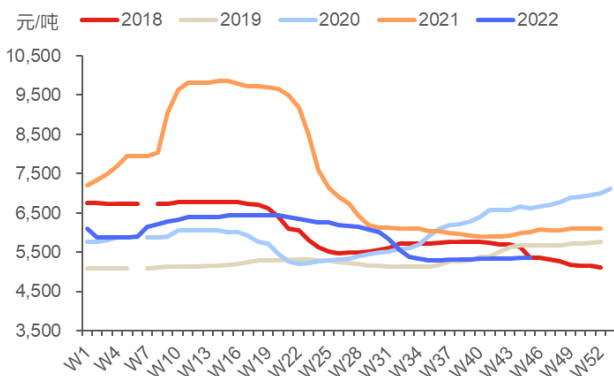
## 3.2 主要原材料价格缺乏上行动力，或将缓解公司盈利下行压力

**预期上游主要原材料价格缺乏上行动力，无菌纸基包装出厂价格上调落地，公司盈利能力或有改善。**根据公司招股书披露信息，公司与主要客户一般通过签订 1 年内有效的年度框架销售协议达成交易，年框协议约定产品规格及定价等信息，定价参考外资制造商价格根据成本加成法制定，因此单财务年度内影响公司盈利能力的主要因素即成本端原材料价格的波动。

- (1) 原纸方面，无菌纸基包装生产所需原纸类型多为白卡纸或特种纸，以白卡纸为例，2022 年起纸价进入同比下行区间。限塑令推行背景下，包装行业以纸代塑趋势带动白卡纸需求增长，吸引上游纸厂通过新建或转产新增白卡纸产能，预期未来白卡纸产能增速将明显高于需求增速，纸价缺乏上行动力。
- (2) 聚乙烯方面，下游需求低迷叠加美元走强，线型低密度聚乙烯价格 2022 年下半年进入同比下行区间，展望未来，考虑到原油价格近来持续下行，叠加 2022 年上半年聚乙烯价格处于历史高位，预期短期内其价格较难以回到同比正增长区间。
- (3) 铝箔方面，铝生产方多为高耗能企业，国内受 2022 年夏季高温干旱影响，广西、云南等电解铝主产区工业用电受显著影响，铝供给端受限；需求侧方面受疫情反复影响，包装用铝箔下游需求低迷；供需双紧格局下，2022 年下半年铝价进入同比下行区间。

因此，预期公司主要原材料价格缺乏同比上行动力。考虑到 2021 年上游白卡纸、聚乙烯、铝等主要原材料价格处于历史中高位水平，短期价格较难回到同比正增长区间，叠加公司无菌纸基包装出厂价上调即将落地，公司前期盈利能力承压的局面或有改善。

图 32：国内白卡纸价格 2022 年处于同比下行区间



数据来源：卓创资讯，东方证券研究所

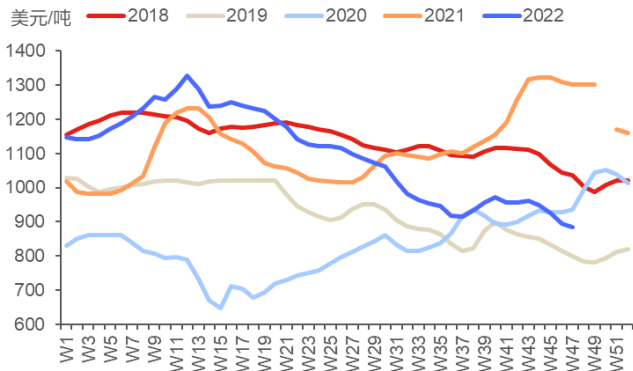
图 33：预期白卡纸行业供给端压力较大

时间	2022E	2023E	2024E	投产时间待 定
新增产能（万吨）	90	300	520	1215
行业总产能（万吨）	1157	1457	1977	3132
新增产能占比	8%	21%	26%	39%
行业需求增速预期	约 5%~10%			

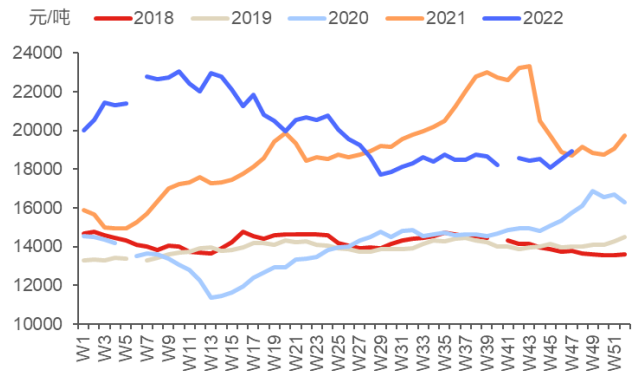
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 34：2022 年下半年，线型低密度聚乙烯 LLDPE:CFR 中国价格进入同比下行区间

图 35：2022 年下半年，长江有色市场铝 A00 市场价进入同比下行区间



数据来源：Wind，东方证券研究所



数据来源：Wind，东方证券研究所

### 3.3 募投项目加码产能扩容，支撑业绩长期稳健增长

预期 2023 年公司产能将达约 205 亿包，相比 2021 年增长约 95%，支撑业绩长期稳健增长。公司将上市募集的超 5 亿元资金主要用于产能扩容，其中位于山东省新泰市的 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 2023 年投产后将带来年产能 100 亿包的增量，研发中心（2 期）建设项目则聚焦设备添置、技术改进及高端人才聘用。伴随产能扩容落地，公司规模供应实力将进一步强化，推动长期业绩稳健增长。

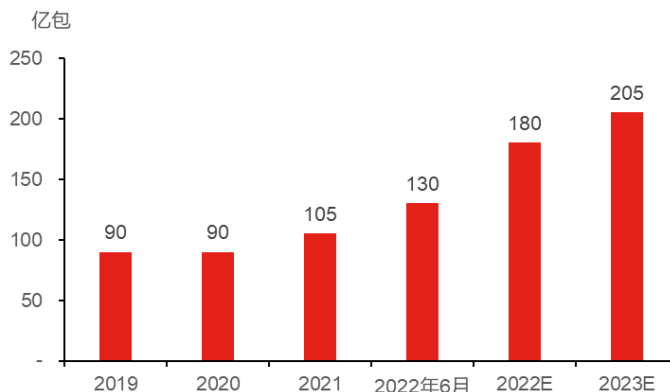
表 6：公司募投项目加码产能扩容及研发中心建设

募投项目	总投资额（万元）	规划产能	投产时间	地址
50 亿包无菌包装材料扩产项目	7000	50 亿包	2022 年	山东省新泰市
50 亿包新型无菌包装片材材料生产项目	20000	50 亿包	2023 年	
研发中心（2 期）建设项目	7000	-	2023 年	

注：截至 2022 年三季度，50 亿包无菌包装材料扩产项目一期已建设完毕，产能约 25 亿包。

数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 36：2023 年公司年产能预期将达到约 205 亿包，相比 2021 年增长 95%



数据来源：公司公告，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测

我们对公司 2022-2024 年盈利预测做如下假设：

- 1) 国民人均液态奶消费量增长驱动上游无菌纸基包装行业规模扩张，测算 2022-2024 年国内无菌纸基包装销售量同比增速分别为 3.4%、3.9%、3.8%。对公司而言，①枕包产品得益于公司多年积累的技术领先优势，与下游乳业巨头建立稳定的供应关系，未来三年营业收入增速预期分别达 16.5%、13.9%、8.8%；②砖包产品在公司现有稳定客户资源基础上，预期在下游客户订单中的份额占比将稳步提升，未来三年营业收入增速预期分别为 48.3%、10.1%、9.4%；③钻石包作为公司近年推出的高端包型产品，有望承接下游客户的高端液态奶品牌订单需求，未来三年营业收入增速预期分别为 42.9%、34.3%、29.7%。
- 2) 考虑上游主要原材料价格在 2021 年均有较为显著的上涨，结合对原材料供需关系的分析，预期未来三年公司上游主要原材料价格缺乏显著提升的动力，预期公司 2022-2024 年毛利率分别为 24.4%、26.3%、26.1%。
- 3) 预期公司未来三年期间费用率水平稳定在 10.6%左右，其中 2022-2024 年销售费用率分别为 4.68%、4.67%、4.64%，小幅下降主要考虑到公司营收规模增长带来的规模效应。
- 4) 公司 2022-2024 年的所得税率维持 25.4%，与 2021 年保持一致。

#### 盈利预测核心假设

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>枕包</b>					
销售收入（百万元）	604.0	635.9	740.9	843.8	917.7
增长率	14.8%	5.3%	16.5%	13.9%	8.8%
毛利率	40.4%	34.1%	32.1%	34.1%	34.1%
<b>砖包</b>					
销售收入（百万元）	328.6	480.8	713.2	785.1	858.8
增长率	-3.2%	46.3%	48.3%	10.1%	9.4%
毛利率	25.8%	19.4%	17.4%	19.4%	19.4%
<b>钻石包</b>					
销售收入（百万元）	71.4	118.4	169.2	227.2	294.8
增长率	10.8%	65.9%	42.9%	34.3%	29.7%
毛利率	24.5%	19.5%	17.5%	19.5%	19.5%
<b>其他产品</b>					
销售收入（百万元）	10.5	6.7	6.7	6.7	6.7
增长率	106.4%	-35.9%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	67.0%	80.7%	80.7%	80.7%	80.7%
<b>合计</b>					
销售收入	1,014.4	1,241.8	1,630.0	1,862.7	2,078.0
增长率	8.5%	22.4%	31.3%	14.3%	11.6%
综合毛利率	34.8%	27.3%	24.4%	26.3%	26.1%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

## 投资建议

我们预测公司2022-2024年收入分别为16.3亿元、18.6亿元、20.8亿元，同比增速分别达31.3%、14.3%、11.6%；归母净利润分别为1.6亿元、2.2亿元、2.4亿元，同比增速分别达1.9%、34.9%、11.1%，对应的EPS分别为0.38元、0.51元、0.57元。考虑到公司作为内资控股的最大规模无菌纸基包装制造企业，有望率先受益于行业国产替代化发展趋势，叠加“低定价+高毛利”的行业独特业务模式，公司未来市占率提升空间广阔且确定性较强，我们采取DCF绝对估值法对公司进行估值，给予公司DCF目标估值18.02元，首次给予“增持”评级。

表7：我们给予公司DCF目标估值18.02元

目标价敏感性分析							估值假设	
		永续增长率Gn(%)						
		10%	2.0%	3.0%	4.0%	5.0%		
WACC (%)	18.02	19.84	24.10	33.28	67.63	-152.19	所得税税率T	25.00%
	4.73%	18.03	21.09	26.90	42.16	190.27	永续增长率Gn(%)	3.00%
	5.23%	16.60	18.89	22.86	31.41	63.41	无风险利率Rf	2.83%
	5.73%	15.45	17.21	20.07	25.48	39.70	无杠杆影响的β系数	0.5418
	6.23%	14.49	15.88	18.02	21.71	29.68	考虑杠杆因素的β系数	0.5853
	6.73%	13.69	14.81	16.45	19.11	24.16	市场收益率Rm	9.53%
	7.23%	13.01	13.92	15.21	17.20	20.65	公司特有风险	0.00%
	7.73%	12.42	13.17	14.21	15.74	18.23	股权投资成本(Ke)	6.75%
	8.23%	11.90	12.53	13.38	14.59	16.45	债务比率D/(D+E)	0.61%
	8.73%						债务利率rd	4.30%
						WACC	6.73%	

数据来源：Wind，东方证券研究所

## 风险提示

- 收入结构对大客户依赖度较高的风险：**2017-2021年，公司前五大客户贡献整体收入的比重分别为90.5%、88.8%、91.3%、88.2%、89.5%，其中最大客户伊利贡献收入的比重依次为75.2%、74.0%、72.7%、70.0%、69.9%。公司已与伊利建立长达12年的稳定合作供应关系，未来伊利的液态奶产品若在终端销售出现重大不利变化，公司或将面临无菌纸基包装产品需求大幅降低，进而显著影响公司业绩的风险。
- 无菌纸基包装行业竞争加剧的风险：**目前国内无菌纸基包装行业参与者众多，利乐等外资供应商占据行业主体份额，且下游乳业巨头多使用利乐的无菌灌装设备。未来若外资包装制造商为应对市场份额下滑采取降低包装出厂价、调整灌装设备等手段，叠加内资制造商持续推进客户开发与产品升级，行业内竞争将越发激烈，可能对公司业绩产生不利影响。
- 巴氏奶消费占比提升带来对上游包装需求的结构性变动风险：**目前公司主营产品是适用于常温奶的枕包、砖包、钻石包等产品，而巴氏杀菌的低温奶更多使用屋顶包。国内巴氏奶占整体液态奶销售额的比例近年持续上升，可能带动下游乳制品行业包装需求的结构性变动，进而对公司业绩产生不利影响。
- 原材料价格上涨的风险：**公司主要原材料包括原纸、聚乙烯、铝箔，若未来原材料价格超出预期上涨，可能显著影响公司盈利能力，进而导致公司整体业绩不达预期。

- **假设条件变化影响测算结果的风险：**文中测算基于设定的前提假设基础之上，存在假设条件发生变化导致结果产生偏差的风险。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	252	347	712	779	1,283	营业收入	1,014	1,242	1,630	1,863	2,078
应收票据、账款及款项融资	252	410	539	616	687	营业成本	661	903	1,233	1,373	1,535
预付账款	7	9	12	14	16	营业税金及附加	8	7	9	11	12
存货	132	186	253	282	316	销售费用	51	59	76	87	97
其他	197	176	176	177	177	管理费用及研发费用	68	74	97	111	124
<b>流动资产合计</b>	<b>841</b>	<b>1,128</b>	<b>1,693</b>	<b>1,867</b>	<b>2,478</b>	财务费用	(4)	(1)	(3)	(5)	(8)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	10	(2)	14	8	8
固定资产	475	486	294	442	142	公允价值变动收益	2	4	4	4	4
在建工程	70	46	40	0	5	投资净收益	(0)	0	2	2	1
无形资产	38	38	37	36	36	其他	8	5	5	5	5
其他	29	31	6	6	6	<b>营业利润</b>	<b>230</b>	<b>211</b>	<b>215</b>	<b>289</b>	<b>322</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>613</b>	<b>600</b>	<b>376</b>	<b>484</b>	<b>189</b>	营业外收入	0	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>1,453</b>	<b>1,728</b>	<b>2,069</b>	<b>2,351</b>	<b>2,666</b>	营业外支出	2	0	0	0	0
短期借款	4	4	4	4	4	<b>利润总额</b>	<b>228</b>	<b>211</b>	<b>215</b>	<b>289</b>	<b>322</b>
应付票据及应付账款	273	416	568	632	707	所得税	59	54	55	74	82
其他	118	93	94	95	96	<b>净利润</b>	<b>169</b>	<b>157</b>	<b>160</b>	<b>216</b>	<b>240</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>395</b>	<b>513</b>	<b>666</b>	<b>732</b>	<b>807</b>	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	40	36	36	36	36	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>169</b>	<b>157</b>	<b>160</b>	<b>216</b>	<b>240</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.40	0.37	0.38	0.51	0.57
其他	32	36	1	1	1						
<b>非流动负债合计</b>	<b>72</b>	<b>71</b>	<b>36</b>	<b>36</b>	<b>36</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>467</b>	<b>584</b>	<b>702</b>	<b>768</b>	<b>844</b>		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	0	0	0	0	0	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	357	357	420	420	420	营业收入	8.5%	22.4%	31.3%	14.3%	11.6%
资本公积	251	251	251	251	251	营业利润	43.9%	-8.3%	1.9%	34.9%	11.1%
留存收益	379	536	696	912	1,152	归属于母公司净利润	46.4%	-7.0%	1.9%	34.9%	11.1%
其他	0	0	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>987</b>	<b>1,144</b>	<b>1,367</b>	<b>1,583</b>	<b>1,823</b>	毛利率	34.8%	27.3%	24.4%	26.3%	26.1%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,453</b>	<b>1,728</b>	<b>2,069</b>	<b>2,351</b>	<b>2,666</b>	净利率	16.7%	12.7%	9.8%	11.6%	11.5%
						ROE	18.0%	14.8%	12.8%	14.6%	14.1%
						ROIC	16.9%	14.1%	12.1%	13.9%	13.4%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	169	157	160	216	240	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	1	202	261	419	300	流动比率	2.13	2.20	2.54	2.55	3.07
财务费用	(4)	(1)	(3)	(5)	(8)	速动比率	1.77	1.84	2.16	2.16	2.67
投资损失	0	(0)	(2)	(2)	(1)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	44	(72)	(60)	(51)	(38)	应收账款周转率	3.8	3.8	3.6	3.4	3.3
其它	34	(205)	(1)	4	3	存货周转率	4.3	5.5	5.6	5.1	5.1
<b>经营活动现金流</b>	<b>245</b>	<b>80</b>	<b>355</b>	<b>582</b>	<b>496</b>	总资产周转率	0.7	0.8	0.9	0.8	0.8
资本支出	(57)	(665)	(62)	(527)	(5)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	0.40	0.37	0.38	0.51	0.57
其他	(21)	644	6	6	6	每股经营现金流	0.69	0.22	0.85	1.38	1.18
<b>投资活动现金流</b>	<b>(79)</b>	<b>(21)</b>	<b>(56)</b>	<b>(521)</b>	<b>1</b>	每股净资产	2.35	2.72	3.25	3.77	4.34
债权融资	(6)	(4)	0	0	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	0	0	63	0	0	市盈率	41.3	44.4	43.6	32.3	29.1
其他	(96)	18	3	5	8	市净率	7.1	6.1	5.1	4.4	3.8
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(102)</b>	<b>14</b>	<b>66</b>	<b>5</b>	<b>8</b>	EV/EBITDA	23.5	13.0	11.3	7.6	8.7
汇率变动影响	(1)	(0)	-0	-0	-0	EV/EBIT	23.6	25.5	25.3	18.8	17.0
<b>现金净增加额</b>	<b>63</b>	<b>73</b>	<b>366</b>	<b>66</b>	<b>504</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级——由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级——根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。