

证券研究报告

2023年04月08日

行业报告 | 行业专题研究

包装印刷

供需两旺高景气，国产替代战歌起

作者：

分析师 孙海洋 SAC执业证书编号：S1110518070004

分析师 尉鹏洁 SAC执业证书编号：S1110521070001



行业评级：强于大市（首次评级）
上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

摘要

2021年中国无菌包装消费量1100亿包，17-21CAGR达8.2%，当前无菌包装主要应用于乳品和非碳酸饮料中，近年来我国乳制品行业市场规模持续增长，根据中商情报网，预计2022年国内乳制品行业市场规模将接近5000亿元。从2019年人均乳制品消费量来看，对标文化、习惯上与中国更为接近的日本，中国人均乳制品消费量仅41千克，仍有接近70%的提升空间，伴随下游乳制品行业发展，以及非碳酸饮料市场稳健增长，无菌包装行业有望扩容。

第一大供应商利乐占比超50%，国内企业突破技术垄断，凭借价格优势逐步切入核心客户供应链，国产品牌市场份额有望逐步提升。外资凭借技术壁垒、先发优势占据市场支配地位，胚式无菌包装，外资SIG仍有绝对优势；辊式无菌包装，外资利乐为绝对龙头。2020年我国无菌包装市场中利乐占53%。随着国内无菌包装企业研制出更具性价比、且与利乐公司灌装机完全兼容的无菌包装产品，国内液态奶企业逐渐将国内无菌包装引入供应链，减少对外资供应商依赖，降低采购成本，保证供应链安全；国内企业分别以各自大客户为核心（纷美主要供应蒙牛、新巨丰主要供应伊利）逐渐扩大市场份额，实施进口替代。

新巨丰为内资控股第一大无菌包装供应商，国产替代趋势下有望快速成长。公司主要产品为辊型纸基复合无菌包装材料，产品矩阵丰富，覆盖枕包、砖包、钻石包不同包型、多种容量，22Q1-3收入11.2亿，同增30.1%，归母净利1.2亿，同增4%。**渠道端：**伊利为公司第一大客户，对伊利销售额占比约70%，此外公司已与国内外超过140家知名液态奶、非碳酸饮料行业公司建立了合作。**产品端：**质量稳定，良品率稳步提升、退换货维持较低水平，产品价格较伊利第一大供应商低10%，性价比优势突出。**外延增长：**公司拟收购纷美包装（22年主营收入、归母净利分别39.4、1.8亿）28%股权，成为其第一大股东，收购完成+募投项目逐步投产后，新巨丰产能或将达到580亿包以上，较22年末180亿包产能有望实现跨越式发展，同时有望利用纷美既有客户资源加速拓展销售渠道，借助纷美灌装机等前端设备生产能力，向上游延伸产品矩阵。头部企业联合后，有望持续发挥协同效应、共同推动国产品牌加速替代。我们看好公司凭借质量稳定、具备性价比的产品，深度绑定优质大客户，如暂不考虑收购，我们预计新巨丰23-24年归母净利分别为2.2/2.9亿，4月7日收盘价对应PE分别31x/24x。

风险提示：收购存在被终止或取消的风险；客户集中度较高的风险；原材料价格波动风险；行业竞争加剧风险等。

重点标的推荐

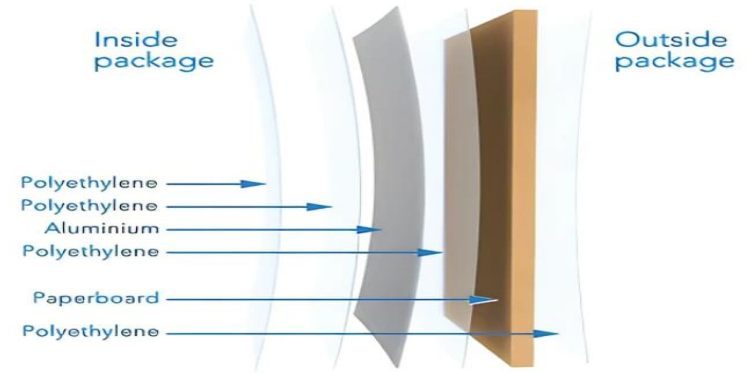
股票	股票	收盘价	投资	EPS(元)				P/E			
代码	名称	2023-04-07	评级	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
301296.SZ	新巨丰	16.04	增持	0.37	0.39	0.52	0.68	43.35	41.13	30.85	23.59

1 无菌包装行业扩容，国产打破进口品牌垄断

无菌包装具备存储时间长、便于运输等优势，根据罐装设备不同分为辊型和胚型

无菌包装具备存储时间长、无需添加防腐剂、有效阻隔光和微生物侵入等优势。无菌包装以原纸为基体，与聚乙烯和铝箔等原材料经过多道生产工序后复合而成，供液体产品在无菌环境下进行充填和封合。无菌包装作为液体包装产品中技术含量较高的一种材料，可以有效保存液体的营养成分，且因无需冷藏、保质期长、遮光、隔热、无菌、成本低、便于运输等特点被广泛应用于液态奶和非碳酸软饮料等食品的包装容器中。无菌包装根据下游客户送料灌装设备的样式不同，分为辊型和胚型。

图：无菌包装的材料结构



表：无菌包装分类

种类	图示	特点	规格	代表公司
辊型无菌包装		即“卷式无菌包装”，生产过程是将卷式包装材料在灌装机上成型热封成圆筒，待灌装液体内容物后，对无菌包材四周进行封合，封装时会对内容物的温度有一定影响。辊式无菌包装市场容量远高于胚式无菌包装的市场容量。	辊式无菌包装外形和容量种类丰富，包材形状种类多样，包括砖包、枕包、钻石包等，容量包括125ml、200ml、250ml、500ml、1000ml等。	辊型无菌包装的生产商包括利乐、纷美包装、新巨丰等，其中利乐为行业主导公司
胚型无菌包装		即“片式无菌包装”，行业主导公司为SIG。胚式无菌包装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。胚式无菌包装由于侧面不需要热封，对于有颗粒物的液体内容物封装时不会损坏风味和果粒，较常应用于有颗粒物的液态奶和非碳酸饮料中。	胚式无菌包装种类相较于辊式无菌包装的包型和包容量种类较少。此外，胚式无菌包装使用的灌装机与辊式无菌包装不同。	胚型无菌包装的生产商包括SIG和纷美包装等，其中SIG为行业主导公司

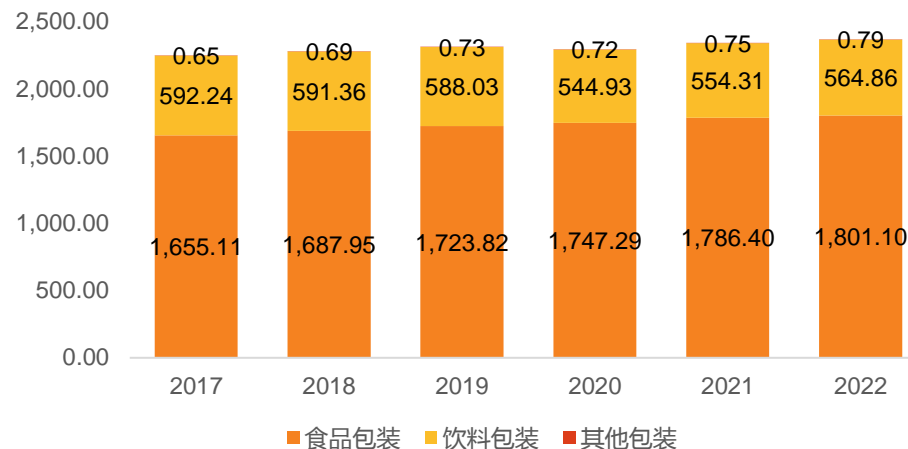
全球无菌包装市场规模稳中有增，下游主要面向食品饮料行业，22年砖包占比约68%

2022年全球无菌包装市场规模接近2400亿包。全球无菌包装市场保持稳步扩容，由17年2248亿包逐步提升至22年2367亿包。分包型看，砖型无菌包装占2022年全球总销量68%。分行业看，2022年全球无菌包装市场中，食品包装占76.1%，饮料包装占23.9%。

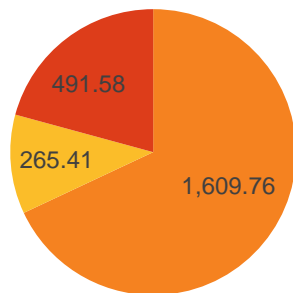
包装在消费决策中起重要作用，品牌商、无菌包装供应商有意愿通过差异化包装赢得消费者，进一步推动包装行业整体发展。据利乐公司研究报告，85%的千禧一代消费者认为包装是产品及品牌体验的一部分，80%的千禧一代消费者认为包装在购买决策中起到重要作用。

我们认为，由于无菌包装价格在单件产品的成本占比较低，且包装一定程度上具有影响消费决策的作用，除基本储存食物的功能，更兼具产品&品牌推广的功效，品牌商有意愿通过个性化、功能性更优的包装吸引消费者购买，从而促使包装供应商提供差异化产品，共同推动行业发展。

图：2017-2022全球无菌包装市场规模（单位：亿包）

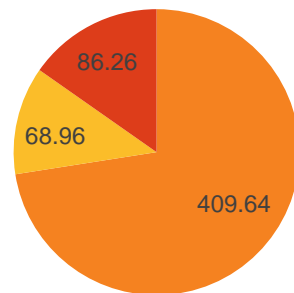


图：2022年全球无菌包装各包型销量（单位：亿包）



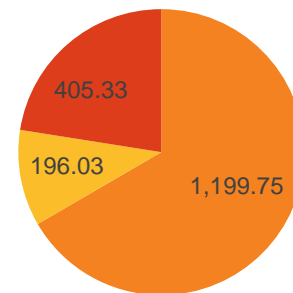
■ 砖型无菌包装 ■ 屋顶型无菌包装 ■ 异形无菌包装

图：2022年全球饮料无菌包装各包型销量（单位：亿包）



■ 砖型无菌包装 ■ 屋顶型无菌包装 ■ 异形无菌包装

图：2022年全球食品无菌包装各包型销量（单位：亿包）



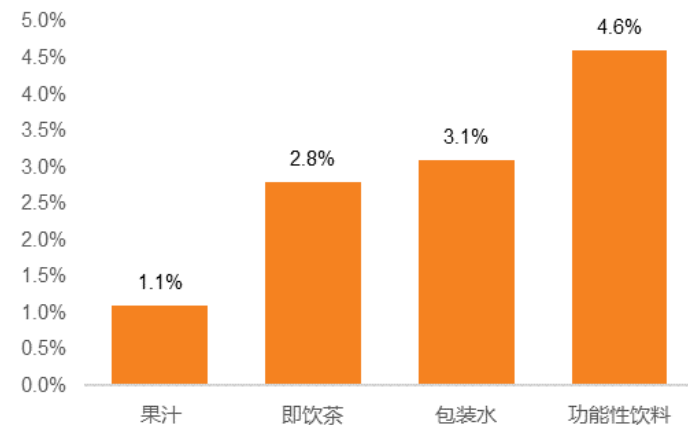
■ 砖型无菌包装 ■ 屋顶型无菌包装 ■ 异形无菌包装

21年中国无菌包装消费量达1100亿包，伴随乳制品行业发展以及应用领域拓展，市场有望稳步扩容

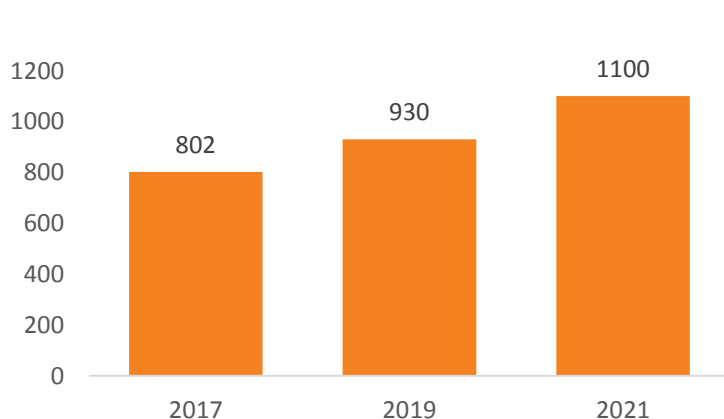
21年中国无菌包装消费量1100亿包，伴随下游乳制品行业发展行业有望扩容。2021年我国无菌包装消费量达1100亿包，17-21CAGR达8.2%，当前，无菌包装主要应用于乳品和非碳酸饮料中，近年来，我国乳制品行业市场规模持续增长，根据中商情报网，预计2022年国内乳制品行业市场规模将接近5000亿元。从2019年人均乳制品消费量来看，对标文化、习惯上与中国更为接近的日本，19年中国人均乳制品消费量仅41千克，仍有接近70%的提升空间。

非碳酸软饮料市场稳健增长，成为无菌包装行业另一增长点。随着技术不断成熟，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、食品汤汁等领域，下游应用领域拓展有望推动行业稳步扩容。随着非碳酸软饮料行业市场规模逐步扩大，根据观研天下整理及预测，2021-2025年我国果汁、即饮茶、包装水、功能性饮料CAGR预计分别约为1.1%、2.8%、3.1%、4.6%。

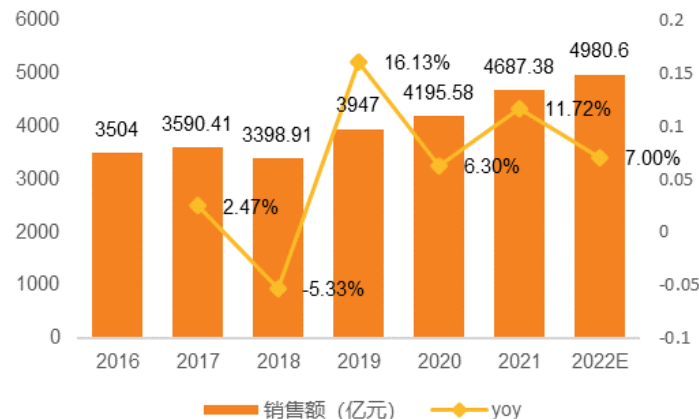
图：2021-2025年我国非碳酸软饮料CAGR预测



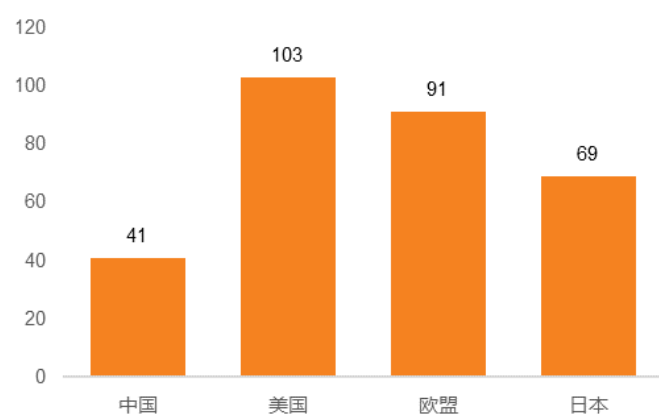
图：2017-2021年中国无菌包装消费量（亿包）



图：2016-2022E中国乳制品行业市场规模



图：2019年各国/地区人均乳制品消费量（单位：千克）

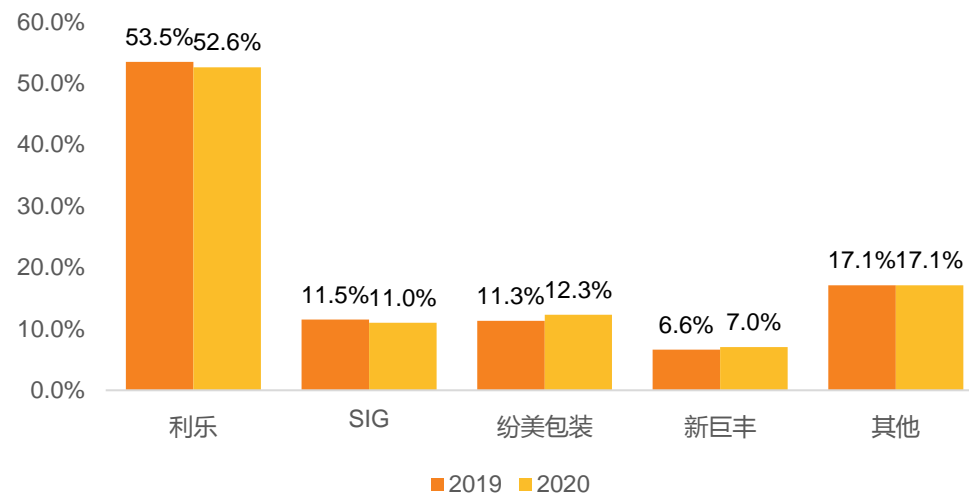


本土无菌包装逐步打破进口品牌垄断，国产替代有望加速

外资凭借技术壁垒、先发优势，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都高度依赖外资供应商。2016年11月，因滥用市场支配地位，利乐相关6家公司被原国家工商总局认定为违反《中华人民共和国反垄断法》，被处罚款约6.68亿元。

但国内企业突破技术垄断、凭借价格优势，逐步切入核心客户供应链，国产品牌市场份额有望逐步提升。随着国内无菌包装企业研制出更具性价比、且与利乐公司灌装机完全兼容的无菌包装产品，国内液态奶企业逐渐用国内无菌包装厂商替代外资厂商，从而减少对外资供应商的依赖，降低采购成本，保证自身的供应链安全。当前，国内厂商已经能够在枕包领域形成技术优势，毛利率有所提高，国产替代效果明显。

图：2019、2020国内无菌包装市场销售金额占比



表：国内无菌包装市场主要参与者

项目	利乐	SIG集团	纷美包装	新巨丰
无菌包装类型	辊式无菌包装	胚式无菌包装	辊式无菌包装、胚式无菌包装	辊式无菌包装、募投项目包含胚式无菌包装
主要客户销售情况	为全球纸质无菌包装龙头，液态奶市场伊利、蒙牛、光明等的主供应商	2019年为全球纸质无菌包装第2名，2020年为第3名，国内胚式无菌包装独家供应商	对蒙牛销售占比较高，为蒙牛战略支持伙伴	2019年伊利销售占比为73.12%；2020年为70.77%
公司规模	2019年，利乐公司在全球范围内销售包装超过1910亿个，2019-2020年净销售收入为115亿欧元、108亿欧元。	2019年SIG集团各类包装全球产量超过380亿，营业收入达到17.80亿欧元。	纷美2019-2021年在全球的无菌包装销量分别为153亿包、175亿包和210亿包，营业收入分别为27.07亿元、30.68亿元和35.03亿元，净利润分别为3.37亿元、3.43亿元和2.85亿元。	新巨丰2019-2021年无菌包装销量分别为63.24亿包、69.50亿包、86.74亿包，营业收入分别为9.35亿元、10.14亿元和12.42亿元，净利润分别为1.16亿元、1.69亿元和1.57亿元。

下游客户高度重视食品安全，无菌包装供应商进入门槛较高，且合作相对稳定、不轻易更换

无菌包装市场竞争格局基本稳定，国产品牌劲头十足。2020年我国无菌包装市场中，按销售金额口径，利乐作为第一大供应商占比52.6%（同比-0.9pct），SIG占比11.0%（同比-0.5pct），而国产品牌纷美包装、新巨丰市占率分别为12.3%（同比+1.0pct）、7.0%（同比+0.4pct），市场份额逐步提高。从包型上看，砖包、钻石包由于市场需求旺盛且加工较为容易，成为如今无菌包装生产商的主要竞争领域。胚式无菌包装，外资SIG集团仍有绝对优势；辊式无菌包装，外资利乐为绝对龙头，国内企业分别以各自大客户为核心（纷美包装主要供应蒙牛、新巨丰主要供应伊利）逐渐扩大市场份额，实施进口替代。

下游客户对无菌包装供应商的选择较为谨慎，合作相对稳定。下游乳制品和饮料客户生产规模大，对产品质量要求较高，为避免因食品包装产生的食品安全风险，无菌包装供应商市场门槛较高。客户倾向于选择头部供应商，且双方建立供求关系后便不会轻易更换，并倾向于逐步扩大采购订单数量。

表：部分头部乳制品企业采购情况

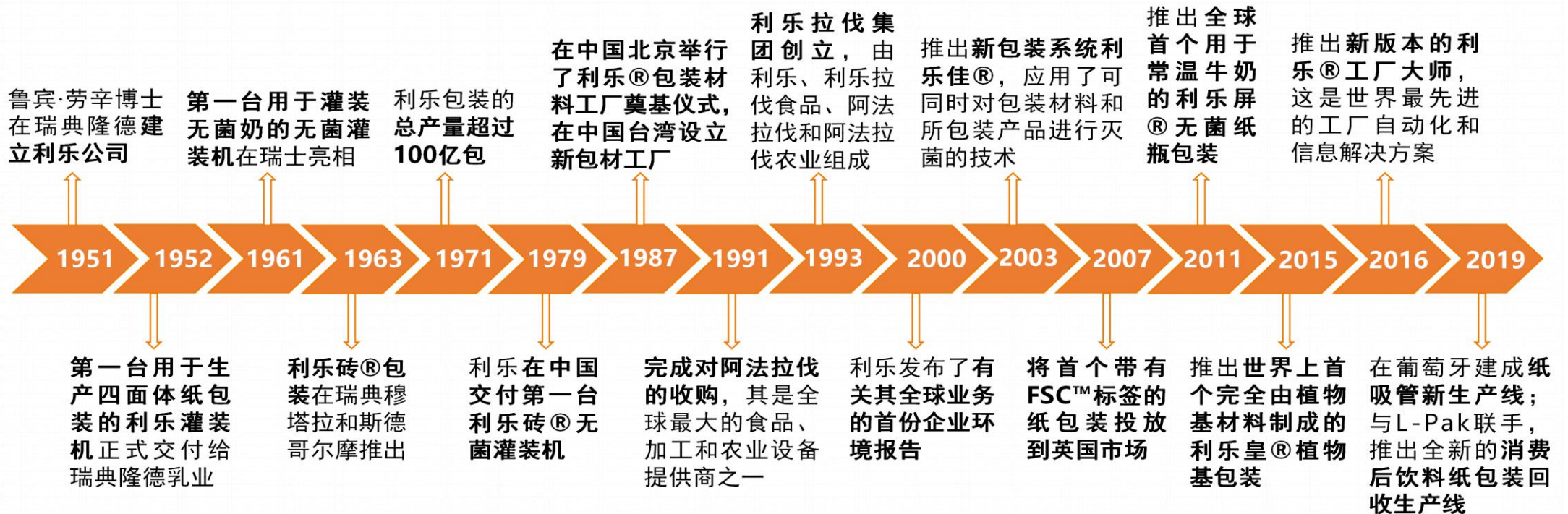
客户名称	供应商	2018年采购占比	2019年采购占比	2020年采购占比
伊利	新巨丰	约17%-22%	约17%-22%	约17%-22%
	利乐	约49%-54%	约51%-56%	约57%-62%
	SIG	约18%-23%	约16%-21%	约14%-19%
	其他	约6%-11%	约6%-11%	约2%-7%
新希望乳业	新巨丰	约15%-20%	约23%-28%	约38%-43%
	利乐	约25%-30%	约22%-27%	约15%-20%
	SIG	约5%-10%	约5%-10%	约1%-6%
	纷美	约44%-49%	约39%-44%	约37%-42%
夏进乳业	新巨丰	约43%-48%	约44%-49%	约47%-52%
	利乐	约3%-8%	约3%-8%	约2%-7%
	SIG	约16%-21%	约16%-21%	约31%-36%
	纷美	约28%-33%	约28%-33%	约10%-15%

2 他山之石：利乐产品优势显著，实现全产业链覆盖；康美深耕胚式包装，推出差异化产品

利乐：七十余年深耕食品加工与包装，龙头地位稳固

利乐是全球无菌包装行业的龙头，为食品和饮料产品的加工、包装和分销设计和开发完整的解决方案。18-19年，利乐净销售额均在百亿欧元以上，业务遍布全球160多个国家和地区。根据益普索出具的研究报告，2020年，利乐公司的无菌包装销售量占全球无菌包装市场销售量的比例约为62%，利乐在中国市场的无菌包装销售金额占中国无菌包装市场销售金额的比例约为53.5%，销售数量占比约为50.6%。

图：利乐发展历程



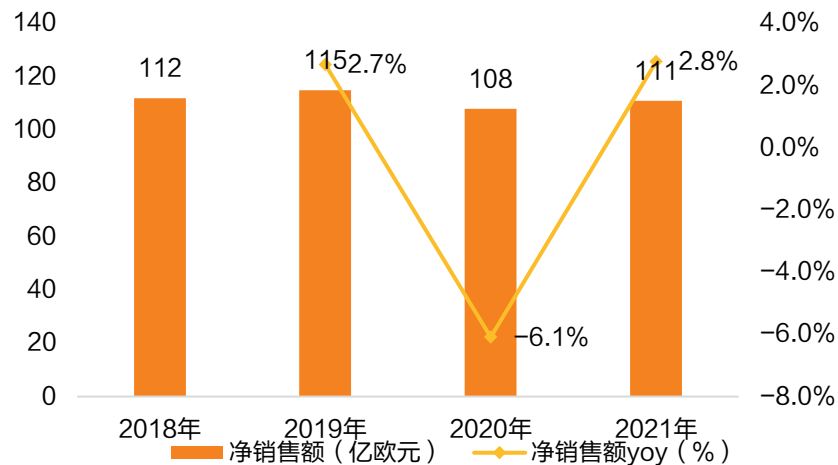
利乐：18-21年净销售额超110亿欧元，规模总体稳健，位居全球无菌包装行业前列

利乐公司营收总体稳健，18-21年的年净销售额超110亿欧元。金额来看，18-21年，利乐净销售额分别为112/115/108/111亿欧元，基本保持稳健。销量方面，18-21年利乐销售量分别为1890/1900/1830/1920亿个。

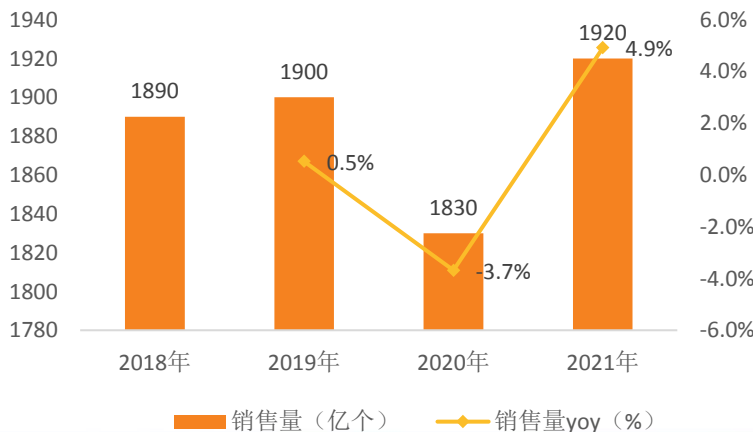
分地区来看，19-20年亚太地区净销售额分别为40.3/37.8亿欧元，占总收入比稳定在35%，为公司主要市场；欧洲与中亚净销售额分别为32.2/32.4亿欧元，占比分别为28%/30%，营收贡献有所提升；美洲市场19-20年分别贡献营收29.9、27.0亿欧元，略有下滑。

分客户类型来看，液体乳制品无菌包装为公司核心产品，19-20年液体乳制品包装销售额分别为66.6/70.2亿欧元，占比分别为57.9%/65.0%，同比+7.1pct。

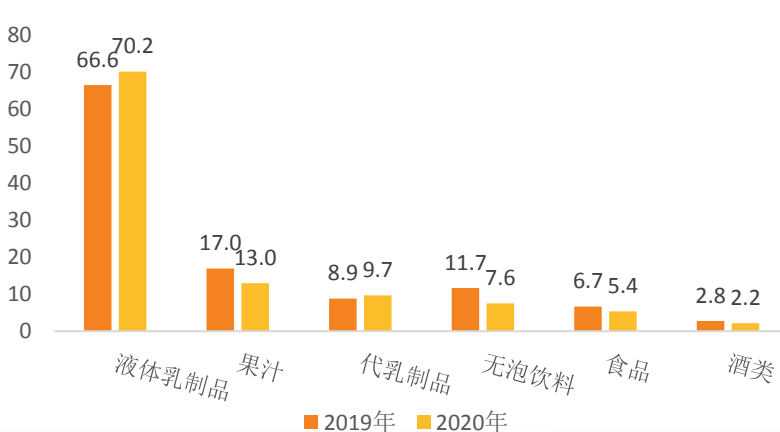
图：18-21年利乐公司净销售额和yoy



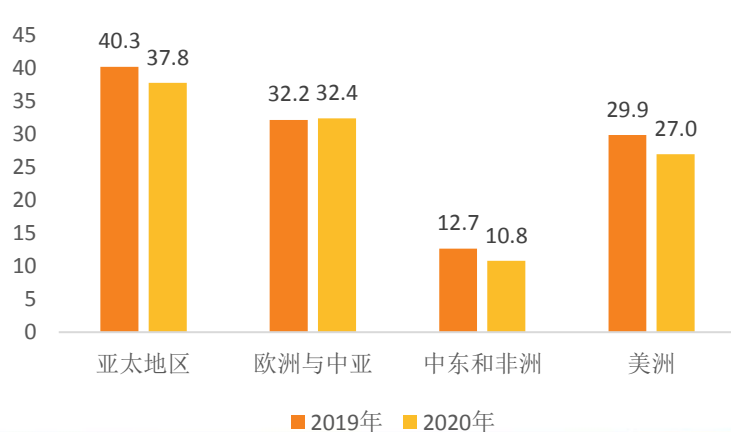
图：18-21年利乐销售量和yoy



图：19、20年销售额按客户类型划分 (亿欧元)



图：19、20年销售额按地区划分 (亿欧元)



利乐：以丰富的产品矩阵为基础，利用“包材+设备”组合销售策略快速获取市场份额

公司产品矩阵丰富，可提供设备、技术服务以及包材，大大提高客户粘性。利乐产品矩阵丰富，包含包装、食品加工设备、灌装设备等，并以此为依托，在进入中国市场之初采取“包材+设备”组合销售策略迅速切入市场。

利乐公司的设备均为成套销售，而且价格较高，一套利乐枕式液态奶生产线需一次性投入约几百万元，对于乳品企业投资较大，因此先期发展较慢，后针对这一情况，利乐公司提出“利乐枕”设备投资新方案：客户只需要付20%的款项就可安装成套设备投产，以后4年中，客户只需每年采购一定量的包材，剩余80%设备款可免于支付。下游厂商一旦选择购置利乐纸基无菌包装设备，同时也选择了与之配套的设备技术服务、包材，以及相应的原料采购、产品销售途径，一般不会轻易转换，否则将付出很大的转换成本，面临技术障碍和市场风险。这帮助利乐公司维持了较强的市场控制力，以我国为例，利乐一度占据我国无菌包装市场 90%以上市场份额，至今我国液态奶头部公司伊利、新希望等仍对利乐有较强的依赖性。

表：利乐提供的产品及服务

食品加工设备	按技术领域划分		均质、混合、碳酸化、分离、缓冲、原位清洗、添加、蒸发、萃取、热交换器、喷雾干燥、巴氏杀菌等
	按加工设备划分	奶酪设备	块状成型、液态灌装奶酪、乳清处理、凝块制作、沥水、冲洗和搅拌、热煮拉伸、盐渍和冷却等
		冰淇淋设备	传送、模制、包装、凝冻、硬化、二次包装、冰淇淋自动化、灌装、浆料准备、液体泵送和浸挂糖衣等
		粉处理设备	倾倒与卸料、筛选和筛分、输送和转运、过滤和分离、定量添加与称重、搅拌和混合、包装和处理等
包装	砖包		80ml、100ml、125ml、160ml、200ml、250ml、300ml、330ml、500ml、1000ml、1500ml、2000ml等
	钻石包		125ml、200ml、250ml、330ml、500ml、750ml、1000ml
	枕包		70ml、100ml、125ml、150ml、200ml、220ml、250ml、500ml、900ml、1000ml
	其他包型		“冠包”、“晶包”等
灌装机	利乐A1灌装机、利乐A3/高速灌装机、利乐TT/3常温分销灌装机、利乐TR/28等		
下游设备	缓存塔、加盖机、装箱机、传送链、薄膜包装机、贴管机		

利乐：产品技术壁垒深厚，不断迭代创新

利乐产品研发经验丰富，专利积累深厚，构筑“包材+设备”全方位技术壁垒。包装和加工方面，1963年，利乐公司成功研发“利乐砖”产品，至今已有59年的历史；1997年，利乐公司相继推出“利乐钻”、“利乐枕”等产品，至今积累了逾25年的经验。截至22年1月，利乐已经在液态及半液态食品的包装和加工领域取得**5000**多项技术专利。灌装机方面，自1951年起，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，其最新推出的利乐®E3/超高速灌装机**将灌装速度从每小时2.4万包提升到最高达4万包**，同时能够降低三分之一的生产能耗并减少食物浪费，为客户节省更多运营成本并显著提升环保表现。

表：利乐、SIG、纷美灌装机对比

	灌装机型号	创新技术	灌装速度	客户价值
利乐	利乐®E3灌装机	使用电子束技术替代传统的双氧水进行包材灭菌	每小时40000包	为生产商节省多达20%的运营成本；同时提升环境绩效，更加节水，且能源消耗更低，废弃物更少
SIG	SIG NEO	采用全新开放式套管360°灭菌技术	每小时18000包	节省高达30%的运营成本；用水量降低60%，同时每个包装的温室气体排放量减少25%
纷美	ABM 125N	/	每小时7500包	新增加200mL中间型的可灌装规格

图：利乐®E3/超高速灌装机



利乐：全产业链覆盖，提供从战略决策到运营各环节的一体化解决方案

提供从战略决策到运营等全方位支持，提高客户粘性。利乐采取定制化方式，为客户提供涵盖原材料采购、产品创新、生产、销售等方面的服务，帮助客户解决整个食品价值链中的挑战，提高各环节效率并充分释放潜能：

- **食品原料**：得益于全球业务和行业合作，公司在运营中不断积累全球食品源、原材料方面的知识和经验，并以此为依托帮助客户优化产品加工方案；与食品生产企业、供应商、学术界等合作并建立伙伴关系，为客户对接相关资源，尝试新原料或食品源。
- **产品创新**：全球设有6家客户创新中心、12家产品研发中心，帮助客户开发差异化产品，针对新市场调整产品配方、寻找更智能的加工方案、更好地利用原材料，满足消费者对新口味的体验需求。
- **智能生产**：针对客户需求设计工厂解决方案，提升自动化、互联化，改善工厂绩效。
- **包装和分销**：深入追踪供应链数据，实现从食品加工和包装到分销至目的地过程中的全透明；倡导食品安全，同时致力于增加包装中可再生和可回收材料的使用。
- **消费者与社会**：洞察市场趋势和挖掘消费趋势；监测食品和饮料相关的要求和立法变化；明确回收领域的前进方向，确保符合当地和全球的可持续发展要求。

图：利乐全价值链的解决方案



加工

乳制品、奶酪、冰淇淋、饮料和预制食品的加工解决方案和设备。



包装

一个纸包装的完整意义，涵盖了确保产品新鲜、为用户提供安全的产品、便捷的体验和最优货架期等方方面面。



技术服务

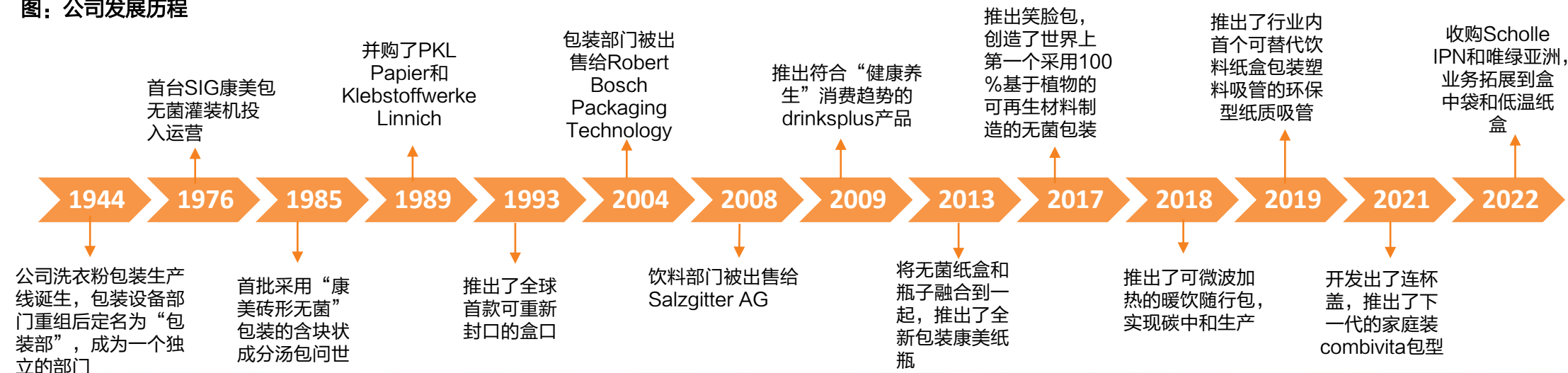
在整个运营生命周期中的每一环节，利乐®技术服务可以协助您提升绩效、优化成本并确保食品安全。

康美SIG：历经数十年深耕无菌包装，多产品多市场广泛布局

康美SIG最初成立于1853年，总部位于瑞士诺伊豪森，是全球领先的无菌纸盒及灌装系统解决方案供应商，为客户提供差异化产品、智能工厂及互联包装三大领域的解决方案。

- **20世纪70年代至2008年，踏入包装领域，逐渐摸索产品矩阵。**20世纪70年代，SIG康美包凭借“康美砖形无菌”（combibloc aseptic）包装在国际上取得了突破，1976年首台SIG康美包无菌灌装机投入运营，1993年，SIG康美包推出了全球首款可重新封口的盒口。
- **2009-2018年，顺应全球趋势，打造特色产品链。**2009年推出符合“健康养生”消费趋势的drinksplus产品，2013年将无菌纸盒和瓶子融合到一起，推出了全新包装康美纸瓶。2017年推出了主打便利性和差异化的康美笑脸包，同年创造了世界上第一个采用100%基于植物的可再生材料制造的无菌包装。
- **2018至今，深耕可持续发展包装，扩展特色包装产品矩阵。**在这期间，康美依次推出了可微波加热的暖饮随行包、行业内首个环保型纸质吸管、具有高功能性的家庭装combivita包，2022年通过合作与收购，将业务拓展到盒中袋、有嘴包装袋以及低温纸盒领域，并加强了在亚太地区的业务拓展。

图：公司发展历程

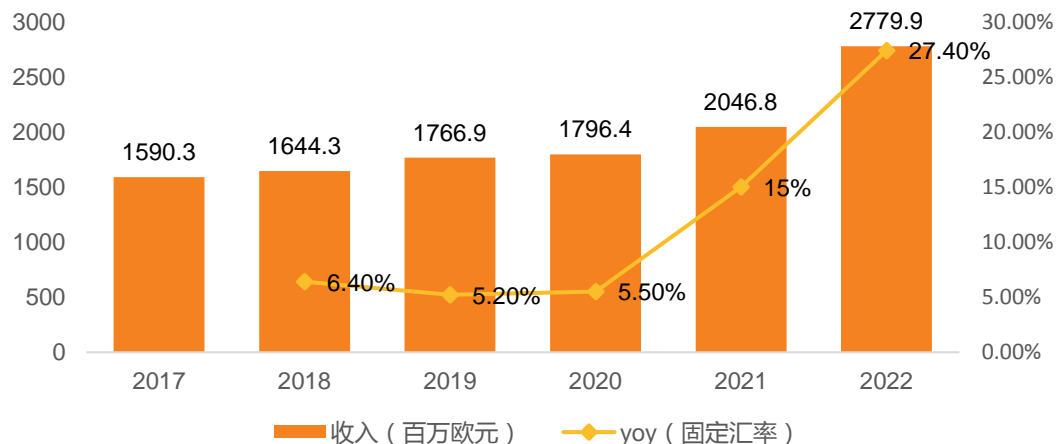


康美SIG：核心收入稳定增长，主要收入来源为包装产品

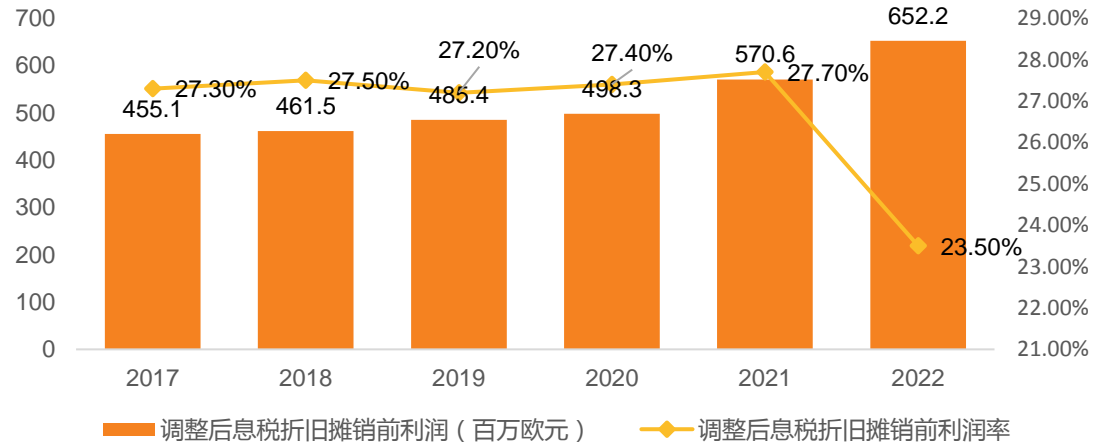
核心收入稳定增长，22年利润受收购影响略有承压。17-22年核心收入为15.90/16.44/17.67/17.96/20.47/27.80亿欧元，CAGR为11.82%，同比增长逐年增加，22年核心收入同比27.40%。17-22年调整后息税折旧摊销前利润为4.55/4.62/4.85/4.98/5.71/6.52亿欧元，17-21年调整后息税折旧摊销前利润率稳定在27%，22年由于公司收购和成本通货膨胀稍有下滑。

公司主要收入来源为包装产品的销售收入。20-22年公司无菌包装产品收入分别为14.99/17.59/24.15亿欧元，占总收入比重超过80%。

图：17-22年核心收入与同比（固定汇率口径）



图：17-22年调整后息税折旧摊销前利润与利润率

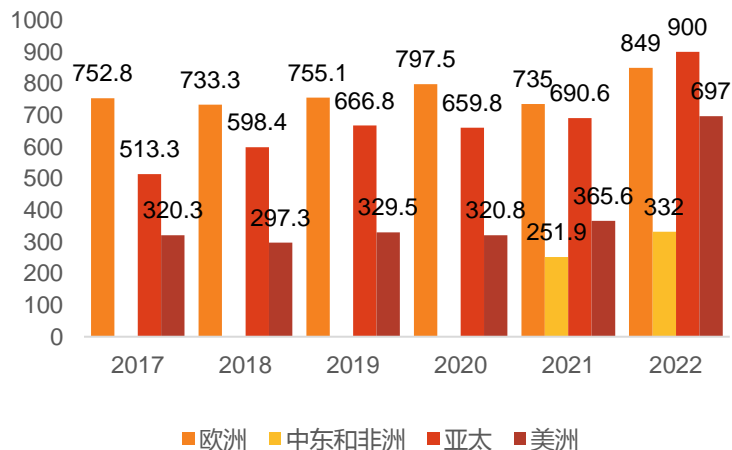


康美SIG：亚太市场贡献约30%收入，利润率先领先

收入方面，欧洲稳健增长，亚太后来居上，美洲增长迅猛。欧洲地区的收入由17年的7.53亿欧元提升至22年的8.49亿欧元，CAGR为2.43%，22年欧洲地区收入增速达15.90%。亚太地区收入由17年的5.13亿欧元提升至22年的9.00亿欧元，CAGR为11.89%，美洲地区由17年的3.20亿欧元提升至22年的6.97亿欧元，CAGR为16.82%，22年收入增速达66.40%，其中内生增长11.5%，主要得益于墨西哥和巴西乳制品市场份额持续增长、美国餐饮业对盒中袋产品的需求强劲，以及美加市场对无菌包装汤汁产品需求旺盛。

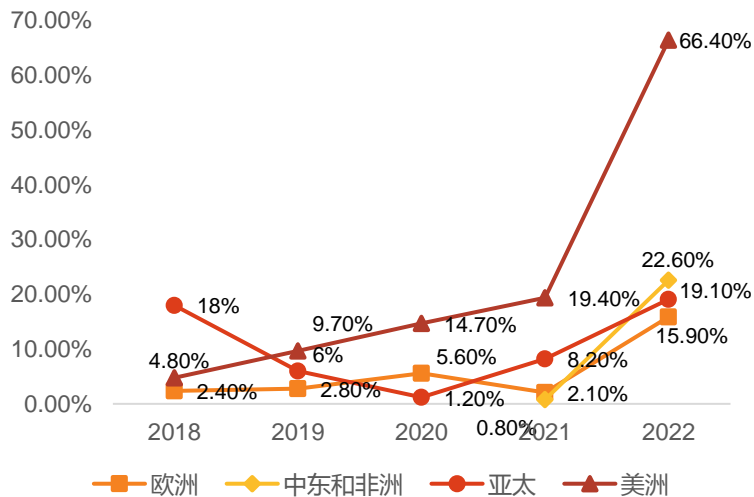
利润方面，欧洲和亚太地区领跑。欧洲地区17-22年调整后息税折旧摊销前利润率为32%/33%/32%/34%/33%/24%，21年利润率下降，受公司调整报表口径、运费及能源成本影响，22年利润率下降由于收购IPN所致。亚太地区17-22年调整后息税折旧摊销前利润率维持在30%-33%区间。相比之下，美洲利润率略低于欧洲和亚太地区，17-22年利润率为29%/27%/26%/23%/27%/20%，22年利润率下降系运费成本上升和收购IPN稀释所致。

图：17-22年各地区核心收入（单位：百万欧元）

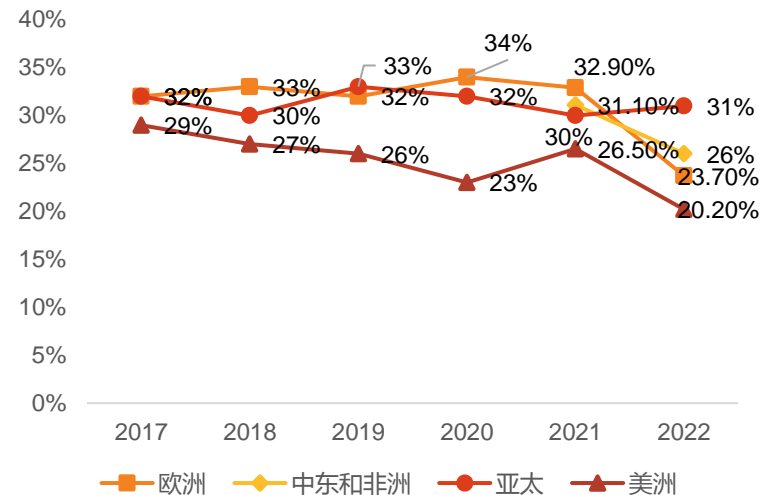


注：21年3月公司对地区重新划分，将原来的EMEA地区划分为欧洲区与中东、非洲区，17-20年欧洲地区数据实际为欧洲、中东、非洲地区的数据，21年欧洲地区和中东、非洲地区数据为21年3月至12月数据。

图：17-22年各地区收入同比增速



图：17-22年各地区调整后息税折旧摊销前利润率



康美SIG：持续推出创新化差异化产品，内生+外延拓展业务范围

创新化产品丰富矩阵，差异化产品突显竞争优势。公司主要产品为片式无菌包装（胚式），同时提供无菌灌装、封口、贴管等多项服务，产品矩阵丰富，公司不断开发新的产品和包装，打造具有创新化和差异化的产品，创新性的推出主打功能性的笑脸包、可加热的暖饮随行包及纸瓶等多款产品，目前拥有各种规格饮料包装产品19款，食品包装产品10款。

通过并购逐渐丰富产品链，拓展业务范围。22年公司先后并购了Scholle IPN和唯绿亚洲，产品矩阵进一步扩大，产品组合不仅包括无菌包装，还包括IPN的盒中袋、带嘴袋业务和唯绿亚洲的低温业务，低温业务方面推出了新鲜屋纸盒系列产品。

表：公司产品矩阵

产品	产品特点
COMBIVITA	便于取放倾倒，有多种尺寸，并配有量身定制的连杯盖，是一款满足所有人所有需求的产品。
康美笑脸包	采用曲线和现代的造型设计，易于抓握，方便在途使用，且设计显眼，提供了苗条型和标准型两种盒型，配备了可重新封口的一步开启瓶盖。
康美潮流包	一种形状独特的饮料纸盒包装，帮助客户产品脱颖而出，为消费者提供更高的便利性。
康美砖形包	公司经典的无菌饮料灌装纸包装，可提供80ml-2000ml等多种规格的饮料包装和食品包装，允迎合各种消费者、价位和场合。
康美砖形超级苗条包	提供80-200ml不等的多样化的尺寸小包装。
康美多角包	拥有独特的斜顶和方便的旋盖，保证茶、果汁、乳制品、优质植物性饮料等饮品的鲜度，同时可用于食品包装。
康美可微波无菌包	使用高阻隔性的铝替代品，可以在微波炉中安全加热至60° C，同时能防止过热时发生破裂。
康美低温纸盒	广泛应用于低温乳制品、果汁、茶、植物蛋白饮料、奶油及蛋挞液等，根据不同产品和保质期要求，提供各种纸盒结构及具有不同阻隔性能的纸板和特别设计、可重复闭合的密封盒盖。
康美纸瓶	结合纸板和瓶状设计的优点，有利于环境、便于物流运输，易于倾倒，外观优雅别致。

图：康美笑脸包



图：康美带盖软包



图：康美Combivita包装



图：康美纸瓶



图：康美低温纸盒包装



康美SIG：全球市场客户不断拓展，配套落地灌装线提升竞争优势

客户方面，康美与全球多家不同品类饮品公司合作，致力于在区域市场打造特色产品。以亚太市场为例，功能性饮料发展迅速，如维生素饮料、免疫系统增强剂和营养饮料等，包括荷兰磨坊泰国公司推出的功能饮料Prolac、Nestlé推出的麦乳精系列、澳大利亚Massel的植物性烹饪高汤等。在中国市场，公司与Yeo's、山花、一鸣和草原新牧民牧业等企业合作，逐步增加市场份额，扩大了代加工商的业务。康美笑脸包产品在中国推出四年，21年销量同比增长26%。

高效灌装系统打造设备服务优势，在客户所在地设立灌装线，加深合作深度。公司可提供高性能灌装服务，在高灵活性灌装的同时，保证速度和效率不下降。公司SIG NEO灌装线速度达每小时18,000包，是目前市场上生产中型纸盒包装速度最快的设备，在相似占地面积下产量提高50%，与现有机器相比节省30%的运营成本，用水量降低60%。公司还拥有全自动纸盒仓送料系统和灌装线操作系统，整体提高灌装效率和用户体验。公司于客户所在地布局灌装线，公司灌装机在亚太地区的越南、韩国、印度、日本均有落地，2021年，公司在蒙牛新部署了12条生产线，在伊利新部署了2台康美笑脸包灌装机，22年公司在中国地区生产了创纪录的106亿个无菌纸盒。

表：康美亚太市场客户

客户	合作内容
Nestlé（越南）	activ品牌下的含有纤维、蛋白质的饮用酸奶，以及Milo麦乳精系列，灌装机服务
Yeo's（中国）	乳制品包装
山花（中国）	乳制品包装
一鸣（中国）	乳制品包装
草原新牧民牧业（中国）	乳制品包装
Daesang（韩国）	灌装机服务
Amul（印度）	灌装机服务
DNP（日本）	与co-packer Cosmo Foods签署了combismile灌装机合同
泰国奶业促进组织	为牛奶新品提供快速组合式薄型纸盒包装
Yeo's（马来西亚）	适配家庭装规格包装的灌装机
PTUJ（印度尼西亚）	适配家庭装规格包装的灌装机
Diamond（印度尼西亚）	适配家庭装规格包装的灌装机
TH（越南）	采用SIG的drinsplus技术，创新研发含有牛奶、燕麦和坚果的健康饮料
伊利（中国）	为伊利高端产品金典(Satine)系列提供无菌无铝包装
蒙牛（中国）	乳制品包装和灌装机服务
Massel（澳大利亚）	烹饪产品包装

图：康美SIG NEO灌装机系统






3 新巨丰：内资控股第一大无菌包装供应商

新巨丰：内资控股第一大无菌包装供应商，乘国产替代东风步入快速发展通道

新巨丰已成为中国内资控股第一大无菌包装材料供应商，产品从卷材拓展至片材，产能逐步扩张。公司核心技术来源为纸塑包装专利技术，成功自主研发“枕包”与“砖包”，目前产品为辊型纸基复合无菌包装材料，容量覆盖250ml-1000ml，规格多样，并不断丰富扩张。公司在卷式无菌包材行业深耕十余年，已形成一定技术壁垒和核心竞争力，在国内无菌包装的市场份额逐年提升。募投项目中规划投入2亿建设50亿包无菌包装片材项目，将切入片式无菌包装领域，为下游客户提供更加多元化的无菌包装产品。截至21年，公司产能为105亿包，22年产能持续提升，预计22年底达成约180亿包产能，较21年末产能增加超70%。

深度绑定伊利，下游优质客户逐步拓展。2010年起，公司先后与伊利、完达山乳业、夏进乳业签订供货合同，截至21年末，公司已与国内外超过140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。

表：新巨丰产品矩阵

类型	主要规格型号（ml）	产品用途	成型品实例
砖包	200S、250S、200B、250B、1000B、200M	用于包装和保存液态奶及非碳酸软饮料	
枕包	200、250、500	用于包装和保存液态奶及非碳酸软饮料	
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	

表：上市募投项目

项目主要内容	项目投资（万元）
50亿包无菌包装材料扩产项目	7,000.00
50亿包新型无菌包装片材材料生产项目	20,000.00
研发中心（2期）建设项目	7,000.00
补充流动资金	20,000.00
合计	54,000.00

新巨丰：收入稳步提升，砖包、钻石包放量推动增长，超97%收入来自液态奶客户

收入端：21年起公司收入增长提速，22Q1-3同比高增30.13%。2017-2021年公司营业总收入由7.68提升至12.42亿，CAGR 12.8%，2022Q1-3营业总收入11.22亿元，同比+30.13%，收入同比增速自21年起显著提升。

分产品形态看，枕包贡献约50%收入，钻石包占比逐步提升。2017-2021枕包收入由3.52提升至6.36亿元，CAGR 15.9%，枕包作为公司的优势产品，具有较强的市场竞争力，公司核心液态奶客户（19-21年平均收入贡献超97%）需求上升，带动枕包收入规模持续提升，21年占收入比为51.48%；2017-2021钻石包收入由0.10快速提升至1.18亿元，CAGR高达86.5%，砖包收入体量相对稳定，21年公司加大对砖包、钻石包产品的销售力度，21年两种产品收入同比分别+46.31%、+65.87%，21年占比分别为38.93%、9.59%，砖包、枕包放量增长推动21年整体收入实现高增。

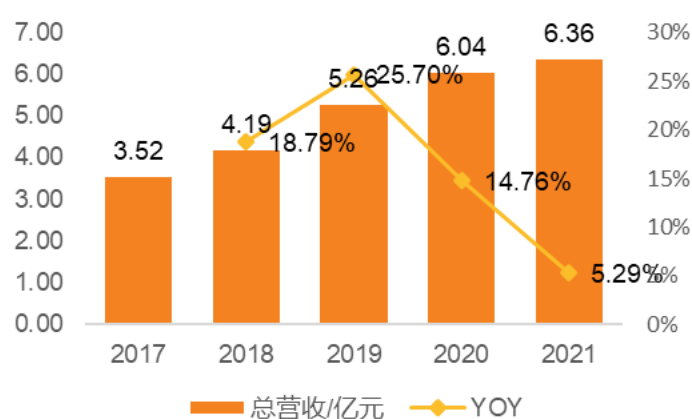
图：2017-2021公司各产品类型主营业务收入占比



图：2017-2022前三季度公司营业收入及同比



图：2017-2021公司枕包业务营业收入及同比



图：2017-2021公司砖包业务营业收入及同比

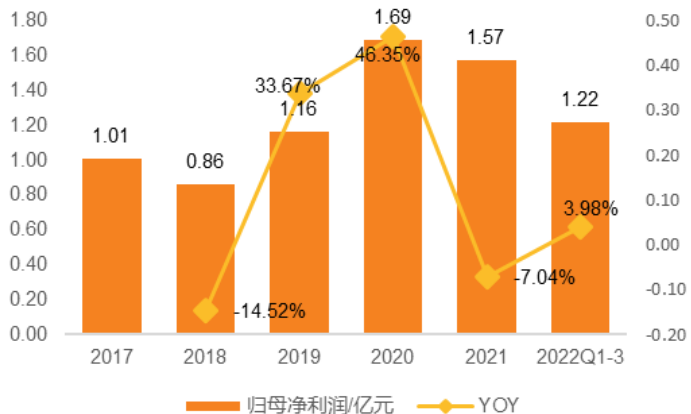


新巨丰：枕包毛利率更优，盈利水平受原材料影响短期承压

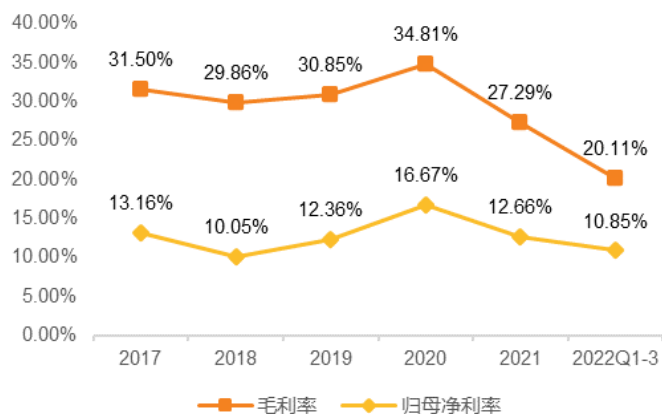
利润端：原材料价格波动，盈利水平短期承压。2017-2021年，公司归母净利润分别为1.01/0.86/1.16/1.69/1.57亿元，CAGR为11.66%，22Q1-3实现归母净利润1.22亿元，同比+3.98%。公司盈利能力短期承压，主要原因为聚乙烯等原材料受大宗商品市场影响，采购价格上升，使得单位成本同比上升，毛利率有所下降。未来伴随原材料价格稳步回落、生产端效率提升，公司毛利率有望逐步回升。

分产品来看，枕包产品毛利率更高。竞争格局角度，虽然枕包价格较砖包、钻石包低，但其厚度较薄，加工精度要求更高，较高的技术难度导致枕包市场竞争格局相对更优。公司凭借技术优势，枕包产品质量稳定且受到客户认可，享有较高的毛利率。**原材料角度，枕包和砖包、钻石包所使用的原纸类型不同，单位枕包耗用原纸平均约2-3克，而单位砖包、钻石包耗用的原纸平均约为7-8克，各类产品存在成本差异。**客户结构来看，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，枕包客户更为集中，生产流程切换较少，规模效应更为显著。

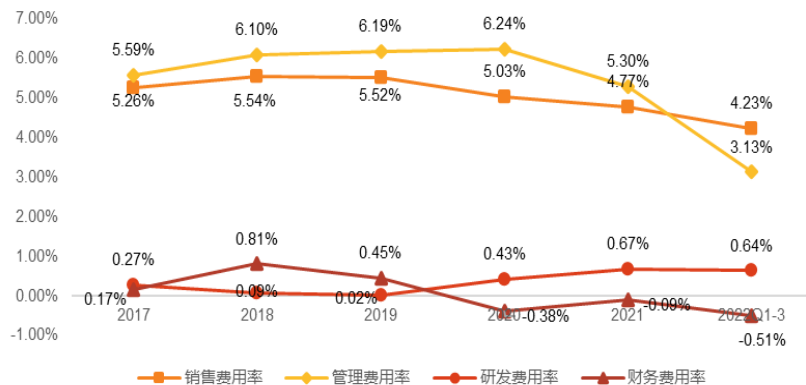
图：2017-2022前三季度公司归母净利润及同比



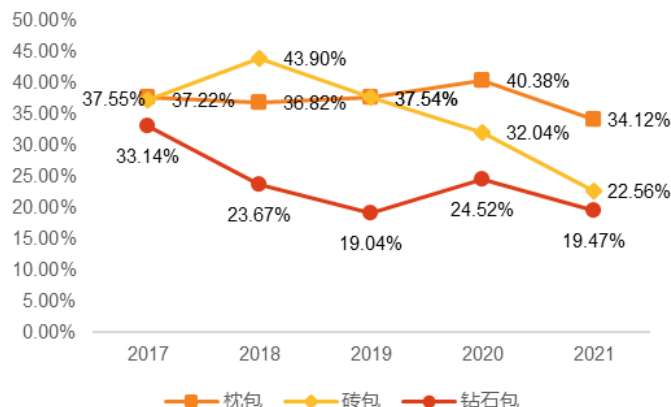
图：2017-2022前三季度公司毛利率、归母净利率



图：2017-2022前三季度公司各项费用率



图：2017-2021年公司各产品毛利率



新巨丰：渠道端深度合作大客户，前五大客户占比约90%，其中伊利占比约70%

公司客户资源优质，前五大客户占比约90%。公司液态奶无菌包装客户主要为伊利、新希望、夏进乳业、欧亚乳业等国内知名液奶生产商；非碳酸软饮料无菌包装客户包含王老吉、东鹏饮料等知名非碳酸饮料生产商。2017-2021年公司前五大客户销售额分别为7.01/7.64/8.54/8.95/11.11亿元，占营收比约90%。

伊利为公司第一大客户，收入占比70%以上，签署战略协议为长期稳定合作提供保障。公司自2009年起与伊利合作至今，2021年公司对伊利销售额为8.68亿元，2010-2021期间CAGR为63.1%，21年占公司主营业务收入比为70.29%；2021年伊利向公司采购的无菌包装量为62.54亿包，2010-2021期间CAGR为65.8%，21年伊利采购量占总销量的比例为72.10%。公司与伊利于2017年签署有效期为10年的战略合作框架协议，伊利所需的液态类乳品及液体饮料无菌包材在同等条件下优先考虑从新巨丰采购，利于维护双方长期稳定合作关系。

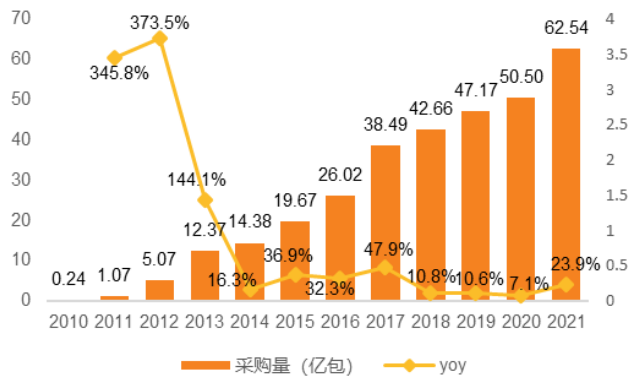
表：2017-2021年前五大客户销售情况

年份	客户名称	销售额（万元）	占主营业务收入比
2021	1 伊利	86,823.54	70.29%
	2 新希望乳业及其子公司	14,724.86	11.92%
	3 辉山乳业	4,639.09	3.76%
	4 欧亚乳业	2,461.44	1.99%
	5 王老吉	2,452.05	1.99%
	合计	111,100.98	89.95%
2020	1 伊利	71,051.84	70.77%
	2 新希望乳业及其子公司	10,968.27	10.92%
	3 辉山乳业	3,591.50	3.58%
	4 王老吉	2,126.39	2.12%
	5 欧亚乳业	1,774.76	1.77%
	合计	89,512.77	89.16%
2019	1 伊利	68,020.46	73.13%
	2 新希望乳业及其子公司	8,738.29	9.40%
	3 辉山乳业	4,026.71	4.33%
	4 王老吉	2,527.26	2.72%
	5 欧亚乳业	2,052.05	2.21%
	合计	85,364.78	91.78%
2018	1 伊利	63,652.17	74.44%
	2 夏进	4,493.37	5.26%
	3 辉山乳业	3,321.11	3.88%
	4 新希望	2,872.36	3.36%
	5 广州医出	2,041.92	2.39%
	合计	76,380.93	89.33%
2017	1 伊利	57,751.32	75.67%
	2 新希望	3,815.90	5.00%
	3 广州医出	3,591.59	4.71%
	4 辉山	3,434.20	4.50%
	5 欧亚乳业	1,511.54	1.98%
	合计	70,104.55	91.85%

图：2017-2021年新巨丰前五大客户销售额及同比



图：2010-2021年伊利向公司的采购量



新巨丰：优先服务大客户，单包均价稳中有降，规模效应释放维持盈利稳健

表：各包型销量（单位：亿包）及单价（元/包）

	2017	2018	2019	2020	2021
销量	50.58	57.09	63.24	69.50	86.74
均价	0.1509	0.1498	0.1471	0.1445	0.1424
其中：枕包销量	25.13	30.17	38.72	45.24	48.69
均价	0.1403	0.1388	0.1359	0.1335	0.1306
砖包销量	24.92	23.42	20.95	20.21	31.04
均价	0.1609	0.1584	0.1620	0.1626	0.1549
钻石包销量	0.53	3.50	3.57	4.05	7.01
均价	0.1842	0.1868	0.1803	0.1762	0.1689

表：枕包收入按客户拆分（单位：百万元）

	2017	2018	2019	2020	2021
枕包收入	352.47	418.70	526.29	603.96	635.89
占总收入比%	45.9%	48.7%	56.3%	59.5%	51.2%
yoy		19%	26%	15%	5%
其中：伊利	262.34	302.73	400.19	449.72	455.78
占枕包收入比%	74.4%	72.3%	76.0%	74.5%	71.7%
yoy		15.4%	32.2%	12.4%	1.3%
新希望及子公司	29.73	46.58	55.51	66.60	78.67
占枕包收入比%	8.4%	11.1%	10.5%	11.0%	12.4%
yoy		56.7%	19.2%	20.0%	18.1%
辉山	28.18	29.38	32.88	26.43	25.46
占枕包收入比%	8.0%	7.0%	6.2%	4.4%	4.0%
yoy		4.3%	11.9%	-19.6%	-3.7%
欧亚乳业	12.13	13.59	12.46	12.86	19.39
占枕包收入比%	3.4%	3.2%	2.4%	2.1%	3.0%
yoy		12.0%	-8.3%	3.2%	50.8%
其他	20.08	26.41	25.24	48.35	56.60
占枕包收入比%	5.7%	6.3%	4.8%	8.0%	8.9%
yoy		31.5%	-4.4%	91.5%	17.1%

表：钻石包收入按客户拆分（单位：百万元）

	2017	2018	2019	2020	2021
钻石包收入	9.78	65.42	64.44	71.40	118.43
占总收入比%	1.3%	7.6%	6.9%	7.0%	9.5%
yoy		569%	-2%	11%	66%
其中：伊利	9.38	63.92	62.05	68.91	110.66
占钻石包收入比%	95.9%	97.7%	96.3%	96.5%	93.4%
yoy		581.3%	-2.9%	11.1%	60.6%

表：砖包收入按客户拆分（单位：百万元）

	2017	2018	2019	2020	2021
砖包收入	400.97	370.94	339.35	328.63	480.81
占总收入比%	52.2%	43.1%	36.3%	32.4%	38.7%
yoy		-7%	-9%	-3%	46%
其中：伊利	305.79	269.87	217.97	191.89	301.79
占砖包收入比%	76.3%	72.8%	64.2%	58.4%	62.8%
yoy		-11.7%	-19.2%	-12.0%	57.3%
新希望及子公司	8.08	25.64	29.78	41.35	65.37
占砖包收入比%	2.0%	6.9%	8.8%	12.6%	13.6%
yoy		217.1%	16.2%	38.8%	58.1%
辉山	6.16	3.83	7.38	9.48	20.93
占砖包收入比%	1.5%	1.0%	2.2%	2.9%	4.4%
yoy		-37.9%	93.0%	28.4%	120.8%
欧亚乳业	2.98	3.15	8.06	4.89	5.23
占砖包收入比%	0.7%	0.8%	2.4%	1.5%	1.1%
yoy		5.7%	155.6%	-39.3%	6.9%
王老吉	35.92	20.42	25.27	21.26	24.52
占砖包收入比%	9.0%	5.5%	7.4%	6.5%	5.1%
yoy		-43.1%	23.8%	-15.9%	15.3%
其他	42.03	48.03	50.89	59.76	62.97
占砖包收入比%	10.5%	12.9%	15.0%	18.2%	13.1%
yoy		14.3%	5.9%	17.4%	5.4%

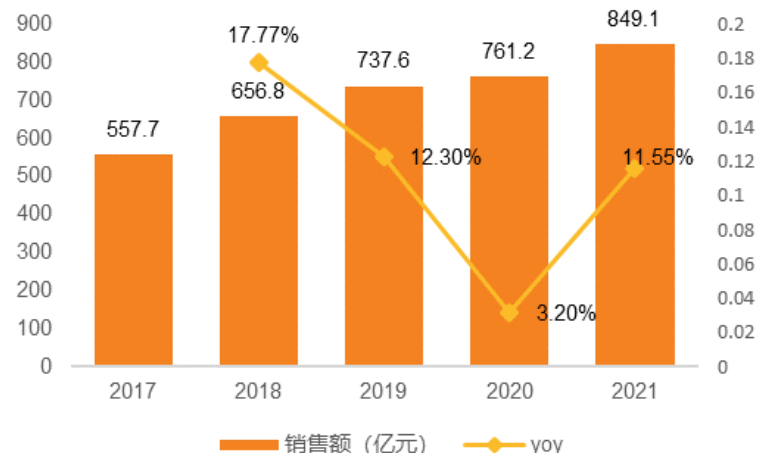
新巨丰：既有客户市场份额稳步提升，新客户逐步放量

液态奶行业格局较为集中，伊利市场份额稳中有升。中国液态奶市场呈现出集中度较高的行业特征，2017-2020年伊利市占率排名连续第一，20年约33%，业务规模及市场份额稳中有升。无菌包装液态奶定位更为高端，品牌效应更加明显，龙头更加具备优势，20年伊利在无菌包装液态奶细分市场中销售额550亿元，市占率为36.1%，17年以来呈现稳步提升态势。

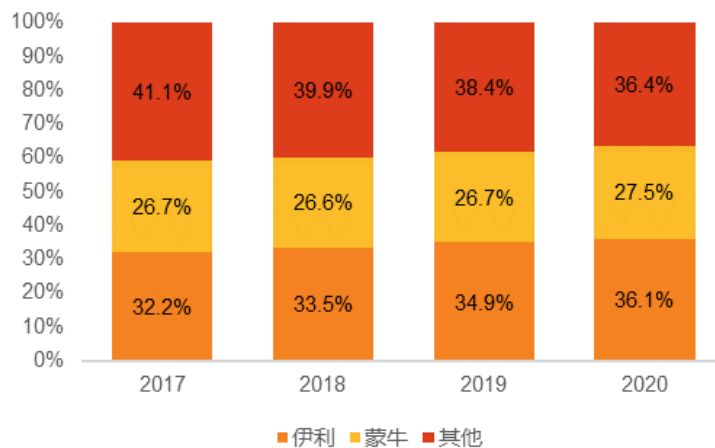
既有客户粘性强，业务范围持续拓展。在与伊利保持既有的合作规模基础上，2022年7月以来，公司陆续获取了包括定州伊利、广东伊利、宁夏伊利一期三期，晋中伊利，黄冈伊利在内的十几个之前尚未建立合作品项规格的砖包和钻包业务以及新增伊利工厂的订单，业绩同比增长明显。

加大力度拓展新用户，布局客户多元化。2019-2021年公司不断开拓新用户，包括椰树、加多宝、甘肃三元乳业、天津海河乳业等知名企业。公司已于2020年7月进入蒙牛合格供应商名录，未来将进一步开拓包括光明、统一、康师傅、雀巢、可口可乐在内的其他客户，实现销售渠道多元化。**新客户贡献收入不断增加**，2019-2021年公司每年均有新增客户，新客户合计收入从2018年158.67万元增长到2021年5062.87万元，CAGR达217.2%。

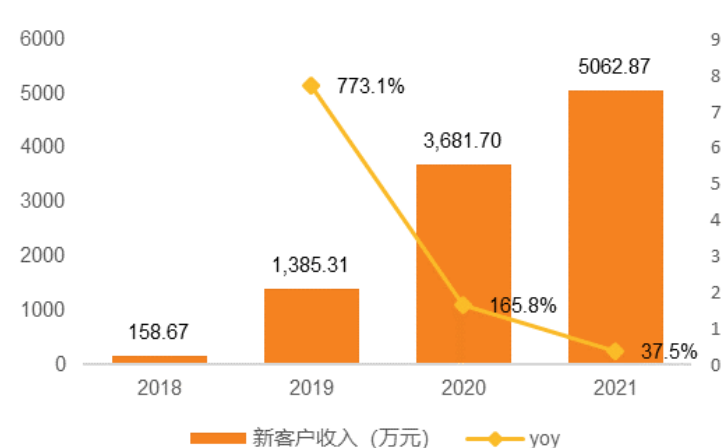
图：2017-2021液态奶市场伊利销售金额与同比增长



图：2017-2020无菌包装液态奶市场份额



图：2018-2021新增客户产生收入及同比



新巨丰：产品质量稳定、性价比高，叠加需求端进口替代诉求明确，销量有望持续攀升

深耕无菌包装生产工艺，良品率稳步提升、退换货比例维持较低水平。生产工艺方面，工艺优化覆盖无菌包装生产全过程，包括印刷、复合、分切等，还包括新包型“钻石包”、“金属包”和新容量产品的开发，丰富产品矩阵；生产设备方面，从单项生产设备研发拓展至整条生产线联动改进。核心技术主要聚焦于解决无菌包装生产和工艺的关键问题，提高无菌包装生产效率和产品稳定性，公司18年至21年良品率维持在96%+水平，21年提升至97.9%，产品品质稳定，退换货比例维持较低水平。

产品定价较伊利第一大供应商低10%左右。鉴于国内无菌包装目前仍以外资为主导，包括伊利在内的主要客户通常首先与外资供应商确定次年合同价格后，以此为基础，客户方与公司等国内供应商确定采购价。公司价格较伊利第一大供应商包材价格低约10%左右，具有性价比优势。

总体来看，无菌包装国产替代趋势较为明确，按细分品类或客户拆分来看，公司在单个客户的单个品类采购量中的占比呈现一定差异化，我们推测原因或为产能瓶颈限制下，公司对产品、客户阶段性有不同侧重。

表：2010年以来新巨丰定价较伊利第一大供应商低10%左右

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
第一大供应商整体包材价格较新巨丰偏高幅度	12%-13%	11%-12%	10%-11%	9%-10%	8%-9%	9%-10%	9%-10%	8%-9%	9%-10%	8%-9%	8%-9%	8%-9%

表：各类产品占公司主要客户采购总量的份额

产品类别	客户名称	供应商	19年采购占比	20年采购占比
枕包	伊利	新巨丰	约78%-83%	约79%-84%
		利乐	约17%-22%	约16%-21%
	新希望乳业	新巨丰	约69%-74%	约74%-79%
		利乐	约24%-29%	约15%-20%
	夏进乳业	新巨丰	约91%-96%	约95%-100%
辉山乳业	利乐	约4%-9%	约0%-5%	
砖包	伊利	新巨丰	约9%-14%	约8%-13%
		利乐	约71%-76%	约79%-84%
	新希望乳业	SIG集团	约8%-13%	-
		新巨丰	约18%-23%	约30%-35%
	夏进乳业	利乐	约22%-27%	约12%-17%
辉山乳业	SIG集团	约30%-35%	-	
钻石包	伊利	新巨丰	约10%-15%	约6%-11%
		利乐	约4%-9%	约6%-11%
	新希望乳业	SIG集团	约6%-11%	-
		新巨丰	约29%-34%	约22%-27%
	夏进乳业	利乐	约24%-29%	约33%-38%
辉山乳业	SIG集团	约22%-27%	-	
枕包	伊利	新巨丰	约10%-15%	约6%-11%
		利乐	-	-
	新希望乳业	SIG集团	约6%-11%	-
		新巨丰	约6%-11%	约6%-11%
夏进乳业	新巨丰	约6%-11%	约6%-11%	
	利乐	约81%-86%	约87%-92%	
砖包	新希望乳业	新巨丰	约39%-44%	约40%-45%
		利乐	约23%-28%	约45%-50%
钻石包	夏进乳业	新巨丰	约68%-73%	约56%-61%
		利乐	约18%-23%	约31%-36%
枕包	辉山乳业	新巨丰	-	-
		利乐	约95%-100%	约95%-100%

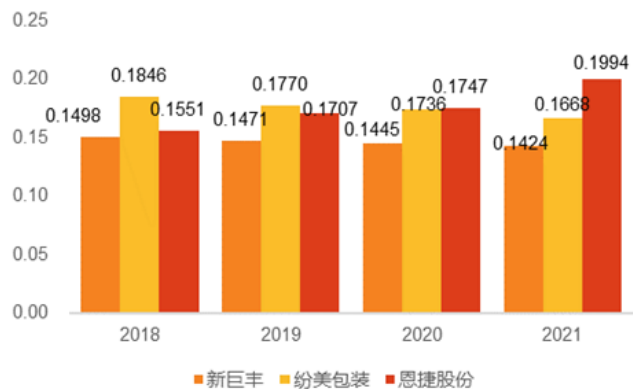
注：上述新希望采购金额未包含夏进乳业采购金额。

新巨丰：产品均价较同业更低、同时享有更高毛利率，伴随原材料价格回落+工艺改进，毛利率有望企稳回升

定价更具性价比，毛利率水平保持行业领先。定价较低的枕包产品对涂层加工的精度要求更高，技术难度更大，公司在枕包领域凭借生产瑕疵率低、产品质量稳定受到客户认可，因此18-21年期间获得较高的毛利率。21年由于大宗原材料价格上涨，公司毛利率短期承压。此外，22Q3以来，公司采取多项工艺措施，力求在生产中实现降本增效，包括改进PE配方实现较大程度的成本降低。

伴随原材料价格回落，公司毛利率有望逐步企稳回升。原纸、聚乙烯、铝箔占采购比分别约为40%、18%、32%，假设产品销售价格不变，以21年收入、成本为基准，经我们测算，假设原纸、聚乙烯、铝箔价格分别下行5%，可对毛利率分别产生正向贡献1.4pct、1.1pct、0.6pct。

图：新巨丰与同业产品平均单价（单位：元/包）



图：2018-2021年新巨丰与同业毛利率



表：原纸、聚乙烯、铝箔价格波动的影响（单位：万元）

原纸采购价格波动	-10%	-5%	5%	10%
原纸采购额	30850.97	32564.91	35992.79	37706.74
原纸采购额波动	-3427.89	-1713.94	1713.94	3427.89
毛利率	30.57%	29.19%	26.43%	25.05%
毛利率波动	2.8pct	1.4pct	-1.4pct	-2.8pct
变动后利润	24502.25	22788.30	19360.42	17646.48
利润变动幅度	16.3%	8.1%	-8.1%	-16.3%

聚乙烯采购价格波动	-10%	-5%	5%	10%
聚乙烯采购额	24121.43	25461.51	28141.67	29481.75
聚乙烯采购额波动	-2680.16	-1340.08	1340.08	2680.16
毛利率	29.97%	28.89%	26.73%	25.65%
毛利率波动	2.2pct	1.1pct	-1.1pct	-2.2pct
变动后利润	23754.52	22414.44	19734.28	18394.20
利润变动幅度	12.7%	6.4%	-6.4%	-12.7%

铝箔采购价格波动	-10%	-5%	5%	10%
铝箔采购额	13766.59	14531.40	16061.02	16825.83
铝箔采购额波动	-1529.62	-764.81	764.81	1529.62
毛利率	29.04%	28.43%	27.20%	26.58%
毛利率波动	1.pct%	0.6pct	-0.6pct	-1.2pct
变动后利润	22603.98	21839.17	20309.55	19544.74
利润变动幅度	7.3%	3.6%	-3.6%	-7.3%

注：假设产品销售价格不变、其他因素不变情况下，就公司原材料价格变化对公司各项采购利润的影响。

注1：为保证可比性，毛利率统计口径为可比公司液态饮料包装产品业务的毛利率，部分可比公司并非主营业务综合毛利率；注2：为保证可比性，纷美包装毛利率为其境内业务毛利率。

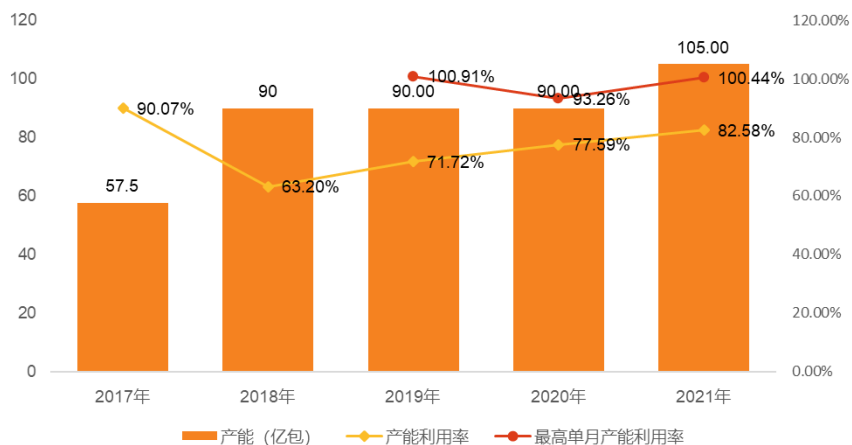
新巨丰：产能利用率维持高位，收购纷美后协同效应释放，国产替代有望加速

产能利用率维持高位，伴随募投项目逐步推进，收入规模有望稳步提升。2017-2021公司全品类产能利用率分别为90.07%/63.20%/71.72%/77.59%/82.58%；2019-2021最高单月产能利用率分别为100.91%/93.26%/100.44%，产销率基本接近100%。伴随募投项目推进、产能逐步释放，收入规模有望稳步提升。

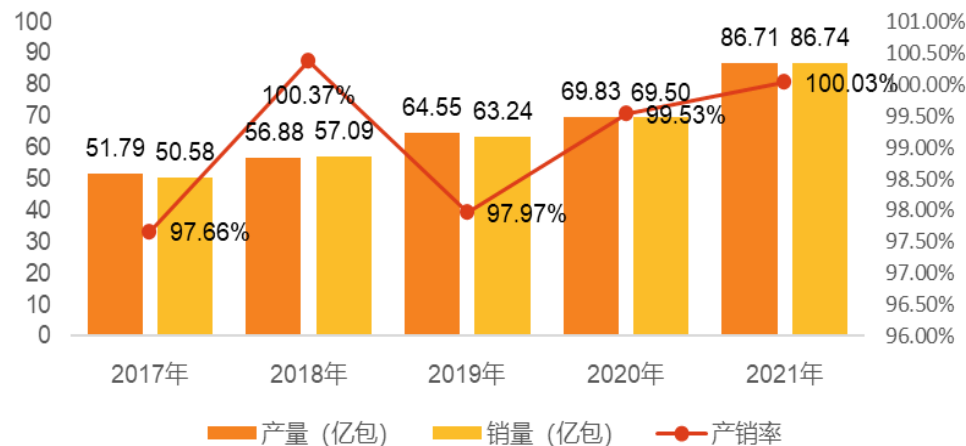
拟收购28%纷美包装股权，战略入股优质资产，加速推动无菌包装国产替代。公司于23年1月公告，拟以8.64亿收购纷美包装28.22%股权，交易完成后，新巨丰将成为标的公司第一大股东，此次强强联合有望助力新巨丰完善产品、客户卡位及市场布局，提升国产品牌整体竞争力，具体来看：①产能有望迅速扩张，或将实现跨越式发展，新巨丰预计22年底可拥有约180亿包产能，募投产能100亿包逐步推进，若交易落地，未来新巨丰总产能或将至少达到580亿包以上。②客户方面，纷美为蒙牛重要供应商，我们认为，新巨丰有望借助纷美既有资源，销售渠道或将加速拓展。③市场方面，纷美约30%收入来自海外，我们认为新巨丰亦有望借此进入国际市场。④产品方面，借助纷美灌装机等前端设备生产能力，新巨丰有望切入灌装机、配件等业务，完善产品及服务种类。

我们看好公司凭借质量稳定、具备性价比的产品，深度绑定优质大客户，如暂不考虑收购，我们预计新巨丰23-24年归母净利分别为2.2/2.9亿，4月7日收盘价对应PE分别31x/24x。

图：2017-2021新巨丰产能、产能利用率及最高单月产能利用率



图：2017-2021新巨丰销量/产量/产销率



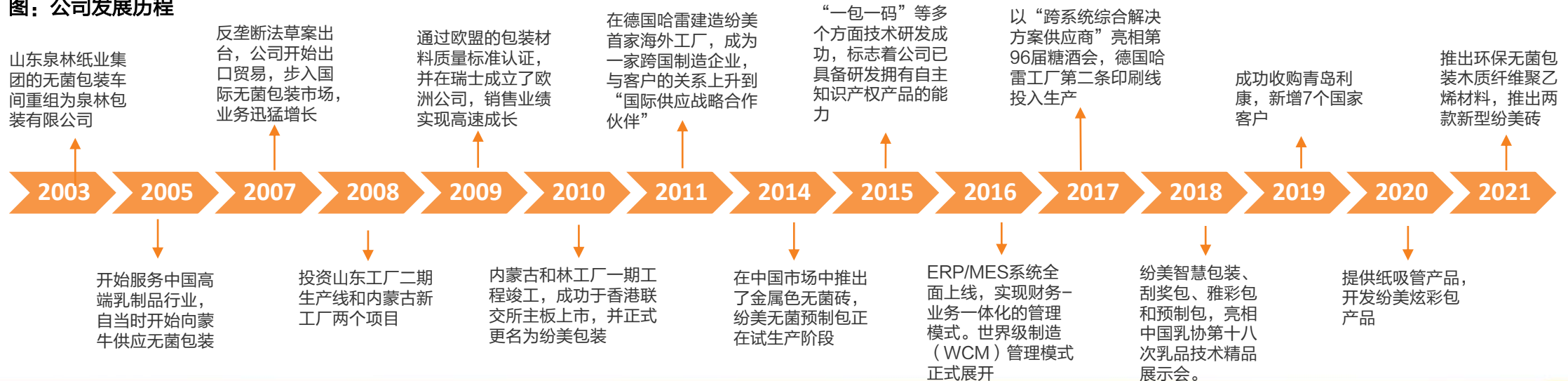
4 纷美包装：先后打破卷材和片材包装供应格局，
形成海内外产能布局

纷美包装：打破卷材和片材包装供应格局，海内外产能布局

纷美包装成立于2003年，是液体食品跨系统无菌包装综合解决方案供应商，致力于向液体乳制品及非碳酸软饮料生产商提供高性价比的无菌包装材料和灌装机、零配件方面的综合解决方案和服务。公司先后打破卷材和片材包装的供应格局，21年销量超200亿包，是全球液体食品行业第三大无菌包装材料供应商：

- **2003-2007年：起步阶段，受益反垄断政策打开市场。**公司前身为山东泉林纸业集团于2001年组建的无菌包装车间；2003年，重组为泉林包装有限公司；2007年反垄断法草案出台，公司包材业务步入实质性增长阶段，同时开始出口贸易，步入国际无菌包装市场。
- **2008-2014年：快速发展阶段，产品矩阵扩展，产能布局升级。**2008年，公司建造投资山东工厂二期和内蒙古工厂；2010年，内蒙古和林工厂一期竣工，同年于港股上市，正式更名纷美包装；2011年，在德国建造首家海外工厂，成为跨国制造企业。
- **2015年至今：积极发展智慧包装，拓展更符合消费趋势的创新产品。**2015年，公司成功研发“一包一码”技术，开拓智慧服务领域。近几年，公司工艺升级，推出刮奖包、雅彩包、预制包等产品，完善产品矩阵，提升产品附加值。

图：公司发展历程

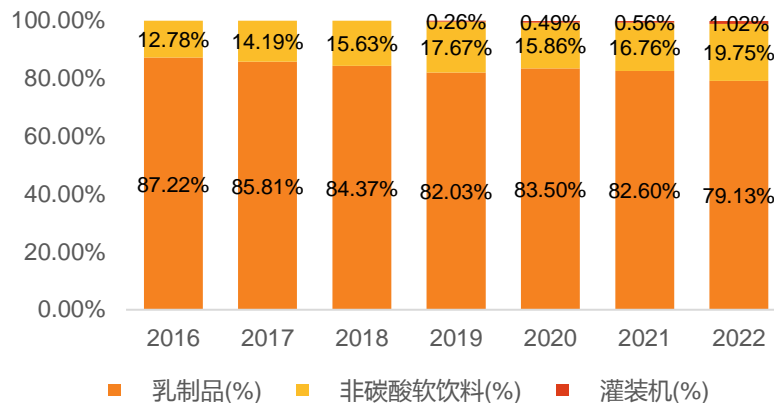


纷美包装：收入稳健增长，乳制品客户贡献收入超80%，利润受原材料涨价影响短期承压

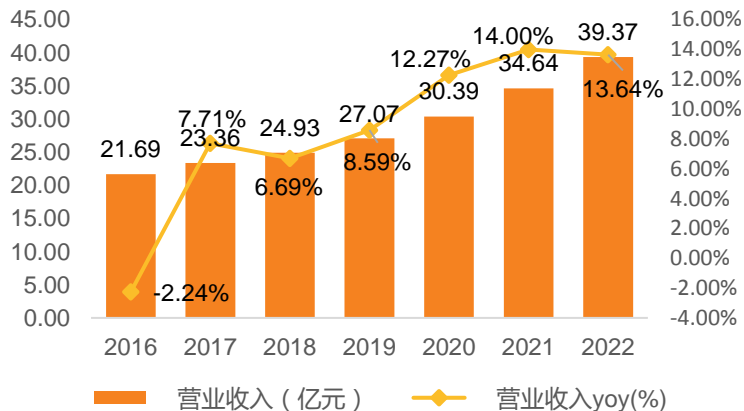
公司收入增速稳健，16-22年CAGR为10.45%。2016-2022年总营收由21.69提升至39.37亿，CAGR为10.45%，22年营收39.37亿，同增13.64%。分客户类型看，乳制品客户收入占比超80%。16-22年，乳制品客户收入由18.92提升至31.15亿元，CAGR为8.67%，贡献收入比保持80%以上；同期，非碳酸饮料收入由2.77提升至7.77亿元，CAGR为18.75%，公司不断丰富自身产品组合，提供更多规格和容量的产品，以适应不同类型客户的需求。此外，公司逐步布局灌装机业务，21、22年分别实现收入0.19亿、0.41亿，同比分别+30.71%、+108.07%。

利润总体较为稳定，21-22H1受原材料涨价影响短期承压。公司归母净利润总体相对稳定，其中21年净利润有所下滑，系售价下降、原材料供应紧张且价格大幅上涨、货运成本增加等所致，22年实现净利润1.82亿，同比下滑主要为原材料涨价影响。17、18年毛利率略有波动主要系售价调整，21年毛利率下滑主要系售价下降、原料成本上升及销售组合变动所致，22年进一步受到原料成本上升影响。

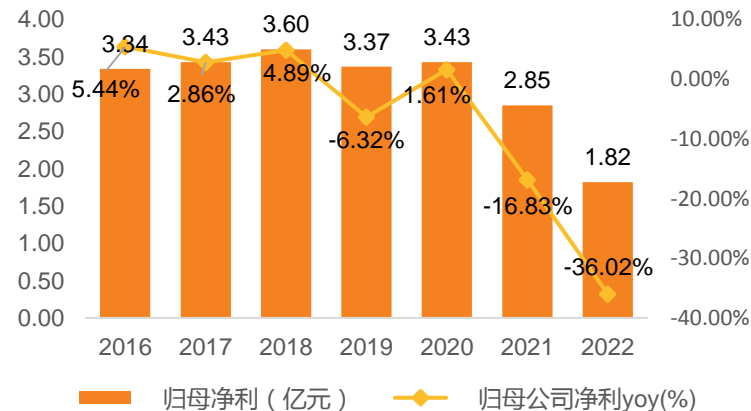
图：16-22年营收按客户类型拆分



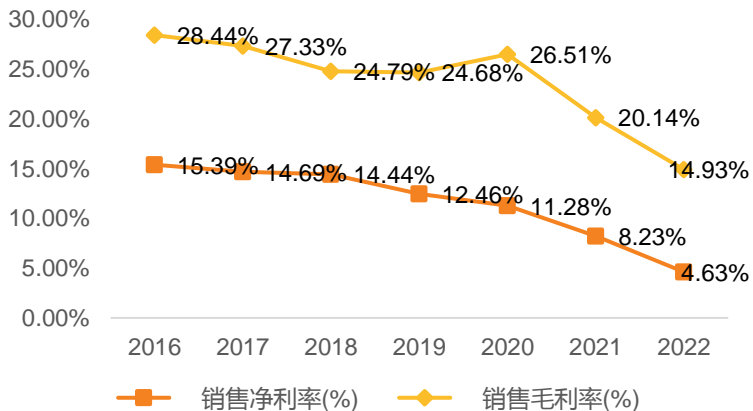
图：16-22年营业收入及同比



图：16-22年归母净利润及同比



图：16-22年净利率与毛利率



纷美包装：产品包含包材及灌装设备，环保材料开启行业新趋势

公司产品丰富，工艺不断优化。公司以卷材产品为主，并不断研发新品，推出多元化包装产品类型和尺寸，满足无菌包装日益增长且多样化的市场需求，产品规格已覆盖125-1000ml，包括“纷美砖”、“纷美钻”、“纷美枕”、“纷美冠”多种产品。公司开发片材产品“纷美预制砖包”作为卷材产品的补充，目前已有2种包型，5种规格，预制包改变了无菌片材包装独家供应的现状，并于19年获得第一个海外订单，受到国际市场认可。19年公司收购利康后，利康世纪包产品纳入产品矩阵，增加了中低端市场的竞争力。环保材料与创新纸艺打造产品差异化。2021年公司推出木质纤维聚乙烯材料Greatview Planet，降低了对石油基聚乙烯的使用，推动包装行业向更可持续的材料过度；纷美加减包使用易拉贴取代了传统的塑料瓶盖，比同等容量塑料瓶减少86%的塑料使用量。

灌装机设备可与无菌包材高度匹配，运行安全稳定。公司拥有灌装机、贴管机等设备，无菌灌装设备可与高品质无菌包装材料高度匹配，在客户现场平稳高效的运行，公司研发的稳定高频系统及高精度的图案多功能控制卡已应用于无菌灌装机，保障设备安全稳定的运行。目前，无菌灌装设备的最大稳定运行速度，已经达到7500包/小时。

表：公司产品矩阵

产品类型	规格与型号	用途
纷美砖	125ml苗条型、180ml苗条型、200ml标准型、200ml苗条型、250ml标准型、250ml苗条型、1000ml标准型、1000ml苗条型、1000ml方型	用于果汁、饮料、牛奶等液体产品
纷美钻	200ml、250ml	易于手握，用于各种乳制品及果汁饮料
纷美枕	200ml、250ml、500ml、1000ml	用于各种乳品和饮料，便于常温保存
纷美冠	250ml、500ml	用于低温乳品和浓稠饮品包装
预制砖包	200ml迷你型、200ml灵巧型、250ml迷你型、250ml灵巧型	用于包装带颗粒的液体食品

表：公司前端设备

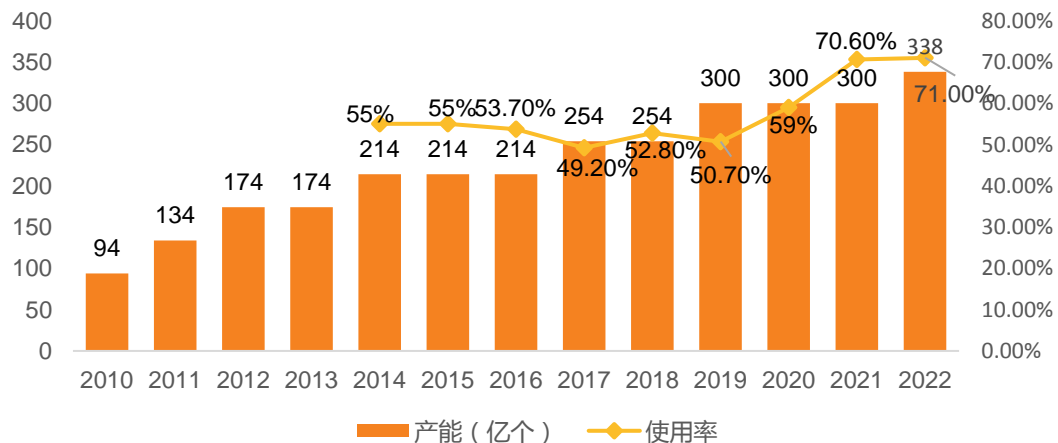
设备	适用规格	生产能力
AOM100N无菌钻灌装机	200ml方型、250ml方型，330方型	6000包/小时
ABM125N无菌砖灌装机	125ml苗条型、200ml标准型、200ml苗条型、200ml中间型、200ml柳叶型、250ml标准型、250ml苗条型	7500包/小时
低速贴管机		最大9000包/小时
抱纸车	125ml苗条型、200ml苗条型、200ml中间型、250ml标准型、250ml苗条型，200ml、250ml、330ml钻包	最大提升重量325kg，最大提升高度1800mm
上纸车	125ml苗条型、200ml苗条型、200ml中间型、250ml标准型、250ml苗条型，200ml、250ml、330ml钻包	最大提升重量210kg，最大提升高度950mm

纷美包装：海内外产能布局不断扩张，销量稳步提升

三大工厂布局保障全球产品供应，22年产能使用率达71.00%。公司在德国哈雷、中国内蒙、山东三地有生产工厂，其中德国工厂用于满足海外市场的需求，内蒙工厂靠近国内两大乳品企业，具备快速交货能力，山东工厂可提供全系列多规格的无菌包装材料。22年公司产能已达338亿包，16-22年产能利用率由53.70%提升至71.00%，22年公司与Alternapak签订协议，收购其位于意大利威尼托圣彼得罗的生产车间与设备，产能进一步提升。

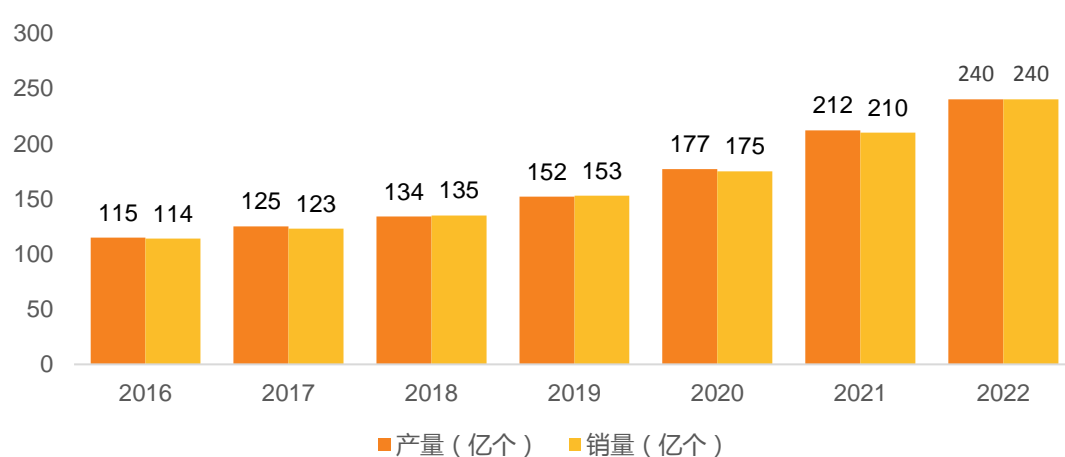
国际、国内产品销量均稳步提升。16-22年产量为115/125/134/152/177/212/240亿个，CAGR为13.05%，销量为114/123/135/153/175/210/240亿个，CAGR为13.21%。公司与供应商建立战略合作、签订长期合同、增加库存，努力控制成本保持价格基本稳定，确保生产和供应的稳定持续。21、22年国际销量增速22.20/33.50%，国内销量增速19.40/6.90%。

图：10-22年产能变动与使用率情况



注：2011年和林格尔厂房第二条生产线投产；2012年欧洲厂房投产；2014年高唐工厂第三条生产线投产；2017年德国哈雷欧洲工厂第二条生产线投产；2019年成功收购利康；2022年收购Alternapak的意大利工厂。

图：16-22年产量与销量



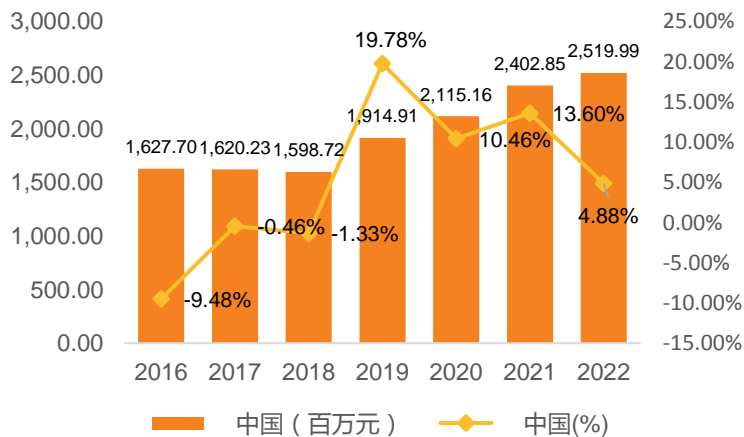
纷美包装：国内市场与优质大客户深度合作，并不断扩大国内市场份额

国内市场规模稳健，16-22年，国内市场收入为16.28/16.20/15.99/19.15/21.15/24.03/25.20亿元，收入占比约70%。16-22年，国内市场毛利率为31.38%/30.60%/29.54%/27.86%/29.55%/22.07%/16.04%/15.56%，18年毛利率下降系原材料价格上升及国内产品售价下调所致，19年毛利下降系当年国内销量上涨导致收入涨幅高于利润涨幅，21-22年毛利下降系原材料价格上升。

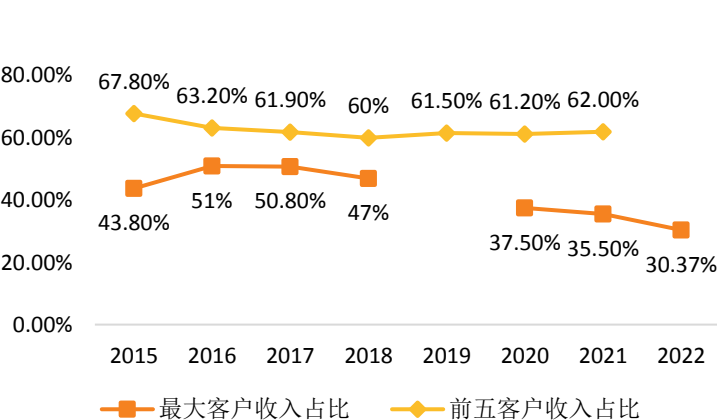
客户结构集中，前五客户收入占比超过60%。15-21年，前五大客户收入占比稳定在60%左右，15-18年最大客户收入占比在40-50%左右，20、21年最大客户收入占比降至40%以下，客户结构逐步优化，对单一客户的依赖程度有所降低。公司与蒙牛有多年的良好合作，从为蒙牛提供多项产品、服务及创新项目逐步发展为深层战略合作伙伴，18年成为新希望的战略供应商。

不断提升客户渗透率，扩大国内市场份额。国内市场是公司最大的单一市场，公司积极拓宽服务领域，降本增效，提升客户对产品品质和性价比的满意度，以应对乳制品行业客户两级分化及中低端乳制品客户盈利能力降低的趋势，2021年根据客户生产和需求，推出供应商库存管理服务，大大缩短客户的收货周期和生产管理成本。

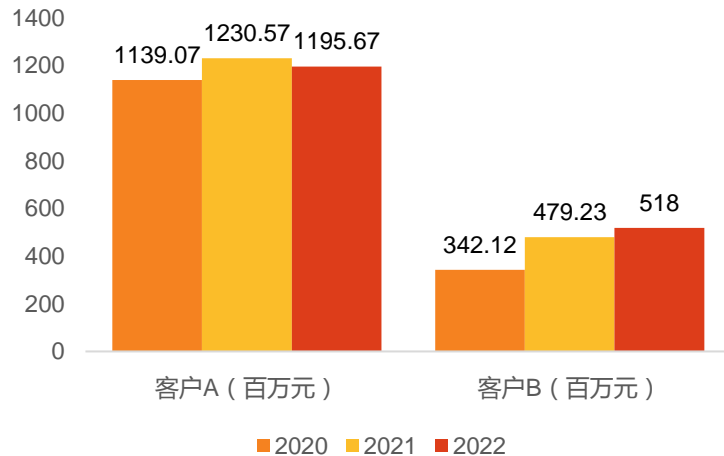
图：16-22年国内营业收入与同比



图：15-22年最大客户与前五客户收入占比



图：20-22年前两大客户收入



注：2019年公司年报中未披露最大客户收入占比；2022年报众未披露前五大客户收入占比

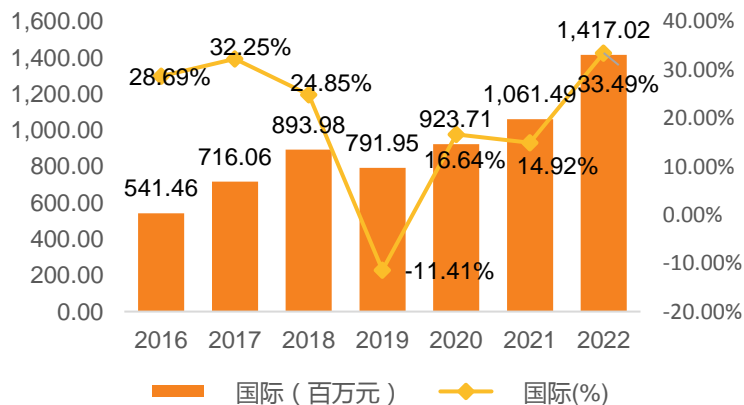
纷美包装：海外市场不断增长，客户网络遍及全球

公司积极拓展全球市场，22年国际市场收入同比增长33.49%。公司的国际收入逐渐增长，16-22年收入为5.41/7.16/8.94/7.92/9.24/10.61/14.17亿元，2019年由于公司进行了国际客户层面的业务整合战略，收入有所下滑。16-22国际业务毛利率为19.59%/19.93%/16.29%/17.01%/19.55%/15.77%/12.11%/13.82%，毛利率下滑主要由于原材料价格上涨所致。

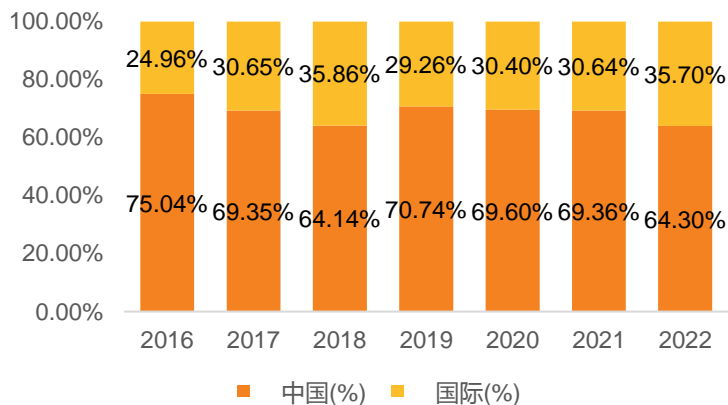
积极开拓国际市场，客户网络遍及全球。在中国、瑞士和德国设有工厂、研发中心和运营机构，员工超过1600人。截至21年已向亚洲、欧洲、非洲、南北美洲等国际市场提供无菌包装服务，客户遍及50多个国家和地区。21年公司在法国设子公司，可为欧洲地区客户提供更快捷、更优质、高附加值的服务。2019年，公司梳理国际客户组合，培养长期业务伙伴关系，增加了前十大国际客户和关键客户的份额，并为长期客户提供更优的价格和服务，客户结构调整后更利于公司发挥规模优势。

纷美包装、新巨丰均为国内无菌包装领军企业，若新巨丰收购完成，强强联合有望在客户渠道、海外市场布局、灌装设备研发等方面深入合作，对于携手打造无菌包装民族品牌，提升国家食品安全具备一定积极意义。

图：16-22年国际营业收入与同比



图：16-22年国内、国际营业收入占比



图：纷美全球客户网络



收购存在被终止或取消的风险：新巨丰收购纷美股权的交易仍需审批，若交易不成，双方在渠道、产能、研发等方面的合作将不达预期。

客户集中度较高的风险：行业客户集中度高，对客户存在业务依赖，若主要客户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产品的需求大幅下降，公司经营业绩可能受到一定影响。

原材料价格波动风险：无菌包装生产原材料主要包括原纸、聚乙烯和铝箔，原材料的采购在总采购金额中占比较高，若主要原材料价格上行，公司的盈利能力将短期承压。

行业竞争加剧风险：若未来其他无菌包装生产企业不断提升竞争力，金属包装、塑料包装、玻璃包装等潜在进入者不断进入，消费者偏好或技术工艺发生变化导致其他包装形式替代无菌包装，将会对公司生产经营和业绩产生不利影响。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS