

## 2023年北交所个股研究系列报告

佳合科技（872392）——

# 区域性纸和纸板 容器供应商研究

常熟佳合

## 一、公司核心产品为彩印和水印纸质包装与展示产品，2022年营业收入出现下滑

公司主营业务为纸质包装与展示产品的研发、设计、生产和销售。主要产品为彩印、水印和纸板三大类，收入主要来自彩印产品和水印产品，2022年两者合计92%左右。

公司2022年营业收入为30,091.02万元，较2021年出现较为明显的下滑；其中彩印产品收入15,062.21万元，占总收入的50.06%；水印产品收入12,737.05万元，占总收入的42.33%。

## 三、纸和纸板容器行业规模以上企业数量持续增长，行业竞争格局分散，上市企业规模普遍偏小

行业规模以上企业（年营业收入>2000万元）数量持续增长，数量已达到2827家，凸显行业的激烈竞争。

行业内主要上市公司2022年营业收入合计304.19亿元，占整体行业营业收入的9.99%，行业竞争格局较为分散；

同行业上市企业中普遍规模偏小，头部企业与其他企业在市值和营收规模上存在较大差距；

佳合科技在同行业上市公司中规模明显偏小。

## 二、公司各项财务指标均低于同行平均水平，毛利率持续持续下滑，募投项目扩产存疑

佳合科技的营业收入和归母净利润在同行业上市公司中规模相对偏小，2022年和2023年一季度受制于需求不足出现明显下滑。

佳合科技的毛利率低于行业平均水平且毛利率持续下滑；2022年公司归母净利润仅为0.26亿元，毛利率仅为17.04%；2023年一季度继续下滑。

佳合科技2020-2022年6月平均产能利用率为92%、85%和75%，2022年和2023年1季度公司收入出现下滑，其表示为行业需求不足，而募投项目预计将原有产能扩大一倍，产能能否有效利用存疑。

## 四、关税政策调整将加剧国内企业竞争；需求端恢复程度不足给行业带来风险

2023年1月1日起，我国调整了部分商品的进出口关税，其中双胶纸、铜版纸、白纸板、瓦楞纸、箱板纸等成品纸进口关税调整至0。关税的降低使得进口纸制品的价格优势开始显现，尤其是来自东南亚地区的产能，成品纸的价格压力将会随着供应量的增加而增加，进而加剧国内纸制品企业的竞争，最终影响到纸制品企业的开工。

2023年以来，家用电器，食品饮料等重点下游行业的恢复程度仍然不足；消费者信心指数自2022年4月大幅下降后仍处于较低水平；在经济整体向好的趋势下，下游需求将逐步恢复，但恢复速度与程度仍有待观察，这与纸制品企业的产能投产形成一定矛盾。

# 01

## 公司基本情况

- 1.1 主营业务
- 1.2 募投项目
- 1.3 财务情况

- 佳合科技主营业务为纸质包装与展示产品的研发、设计、生产和销售。主要产品为彩印、水印和纸板三大类，彩印包括展示架、展示盒、彩箱、礼品盒、手提袋等；水印包括柔印纸箱。

图表1：公司收入构成

产品种类	2020		2021		2022年	
	收入(万元)	占比 (%)	收入(万元)	占比 (%)	收入(万元)	占比 (%)
彩印产品	20,392.49	53.19	19,695.80	50.49	15,062.21	50.06
水印产品	14,901.87	38.87	16,298.96	41.78	12,737.05	42.33
纸板产品	2,532.62	6.61	2,235.38	5.73	1,634.13	5.43
其他	511.55	1.33	780.02	2.00	657.63	2.19
合计	38,338.53	100	39,010.16	100	30,091.02	100

- 公司收入主要来自彩印产品和水印产品，2020年以来两者合计保持在92%左右；
- 2022年公司彩印产品收入15,062.21万元，占总收入的50.06%；水印产品收入12,737.05万元，占总收入的42.33%。

- 公司前五大客户中涵盖包装设计、家居用品、家用电器等行业，前五大客户占比持续下降，单个客户占比均低于20%，未形成对单一客户的依赖。
- 公司第一大客户与公司第二大供应商永丰余造纸（扬州）有限公司均为永丰余投资控股股份有限公司控股。

图表2：公司前五大客户情况

序号	2020年			2021年			2022年		
	客户	金额(万元)	占比 (%)	客户	金额(万元)	占比 (%)	客户	金额(万元)	占比 (%)
1	昆山永丰余捷比达环保包装设计有限公司	6,666.61	17.39	昆山永丰余捷比达环保包装设计有限公司	4,174.95	10.70	昆山永丰余捷比达环保包装设计有限公司	2,889.57	9.60
2	南通荣威娱乐用品有限公司	1,755.35	4.58	南通荣威娱乐用品有限公司	3,180.87	8.15	南通荣威娱乐用品有限公司	1,710.91	5.69
3	奇兴家居（太仓）有限公司	1,306.08	3.41	杭州利嘉城电气有限公司	1,525.10	3.91	宁波智鼎电器有限公司	1,189.96	3.95
4	杭州利嘉城电气有限公司	1,152.27	3.01	毕瑞科纳国际贸易（深圳）有限公司	1,354.79	3.47	山东英科环保再生资源股份有限公司	981.56	3.26
5	深圳康佳电子科技有限公司	931.16	2.43	宁波智鼎电器有限公司	1,318.48	3.38	毕瑞科纳国际贸易（深圳）有限公司	910.10	3.02
	合计	11,811.47	30.82	合计	11,554.18	29.61	合计	7682.10	25.52

数据来源：佳合科技招股说明书



- 公司募投项目包括扩产原有产品产线和新设新产品产线。
- 从具体情况来看，扩产项目将最终使得公司原有产品产量翻倍；项目由子公司广德佳联负责，建设在安徽省广德市经济开发区。

图表3：公司募投项目信息

序号	项目名称	预计投资总额(万元)	调整前募投投入额(万元)	调整后募投投入额(万元)	实际募投净额(万元)
1	广德佳联包装科技有限公司纸制品胶印、柔印项目	30,000	12,000	10,000	10,000
2	补充流动资金	-	3,000	1,656	653.16
募投项目投资合计		30,000	15,000	11,656	10,653.16

图表4：公司募投具体增设产线情况

项目	彩印	水印	瓦楞纸板	纸塑
昆山佳合	2条产线	2条产线	-	-
常熟佳合	-	3条产线	1条复瓦产线	-
现有产线合计	2条产线	5条产线	1条复瓦产线	-
募投新增产线	3条产线	5条产线	2条复瓦产线 2条单瓦产线	6,000吨精品包装纸塑 12,000吨工装纸塑

- 公司原有的昆山和常熟以及新增的广德产线区域集中度高，受限于行业存在的销售半径(300公里)，公司新增产能仍将主要销售给江浙沪地区客户，而同行企业中的裕同科技、中荣股份、美盈森、大胜达等企业的产能分布更广，销售半径影响程度更低；
- 2020-2022年6月公司平均产能利用率为92%、85%和75%，2022年和2023年1季度公司收入出现下滑，其表示为行业需求不足，而募投项目预计将原有产能扩大一倍，产能能否有效利用存疑；

数据来源：佳合科技公开报告

- 佳合科技营业收入和归母净利润在同行业上市公司中规模相对偏小，2022年和2023年一季度受制于需求不足出现明显下滑。
- 佳合科技毛利率低于行业平均水平且毛利率持续下滑；2022年公司归母净利润仅为0.26亿元，毛利率仅为17.04%；2023年一季度继续下滑。
- 佳合科技应收账款周转率整体保持稳定，但低于同行平均水平。

图表5：公司营业收入及同行企业情况

营业收入（万元）	2020	2021	2022	2023Q1
永新股份	27.37	30.24	33.04	7.85
美盈森	33.65	36.05	41.30	7.88
裕同科技	117.89	148.50	163.62	29.12
翔港科技	4.84	6.48	6.63	1.54
大胜达	13.51	16.64	20.58	4.47
龙利得	7.14	7.56	6.41	1.44
中荣股份	21.77	25.44	24.73	5.67
柏星龙	2.82	4.26	4.87	1.02
同行均值	28.62	34.40	37.65	7.37
佳合科技	3.83	3.90	3.01	0.55
佳合科技同比增长	26.08%	1.75%	-22.86%	-29.60%

图表6：公司归母净利润及同行企业情况

净利润（万元）	2020	2021	2022	2023Q1
永新股份	3.03	3.16	3.63	0.78
美盈森	1.94	0.99	1.35	0.38
裕同科技	11.20	10.17	14.88	1.81
翔港科技	0.08	-0.18	0.14	0.04
大胜达	2.79	0.98	1.05	0.20
龙利得	0.65	0.51	0.31	0.05
中荣股份	1.86	2.12	2.14	0.51
柏星龙	0.22	0.42	0.39	0.08
同行均值	2.72	2.27	2.98	0.48
佳合科技	0.42	0.35	0.26	0.02
佳合科技同比增长	38.18%	-14.94%	-26.08%	-70.36%

图表7：公司毛利率及同行企业情况

毛利率（%）	2020	2021	2022	2023Q1
永新股份	24.36	22.24	22.20	24.42
美盈森	23.73	22.89	18.71	23.11
裕同科技	26.83	21.54	23.75	23.72
翔港科技	16.99	13.97	16.77	20.69
大胜达	11.68	12.23	15.95	15.81
龙利得	21.30	19.66	18.81	17.32
中荣股份	23.20	22.10	22.41	22.50
柏星龙	40.18	35.22	33.79	33.27
同行均值	23.53	21.23	21.55	22.61
佳合科技	21.72	18.12	17.04	13.14

图表8：公司应收账款周转率及同行企业情况

应收账款周转率（%）	2020	2021	2022	2023Q1
永新股份	5.76	5.84	6.10	1.47
美盈森	3.04	3.14	3.52	0.72
裕同科技	2.54	2.75	2.81	0.55
翔港科技	3.01	3.03	2.77	0.69
大胜达	4.09	4.09	4.07	0.88
龙利得	4.99	4.83	4.17	0.97
中荣股份	5.85	6.34	5.21	1.19
柏星龙	4.01	5.24	4.35	0.89
同行均值	4.16	4.41	4.13	0.92
佳合科技	3.66	3.26	3.27	0.79

数据来源：各上市企业公开财报，东方财富choice，亿渡数据整理

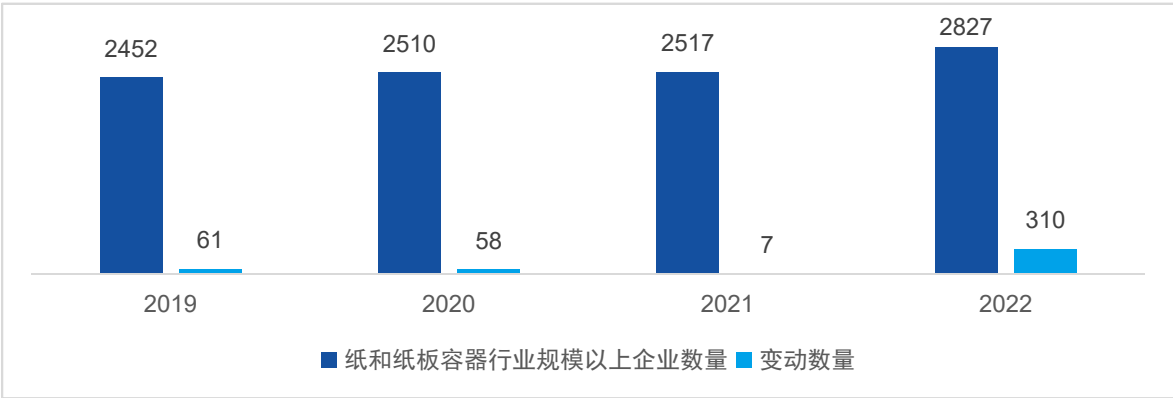
# 02

## 行业分析

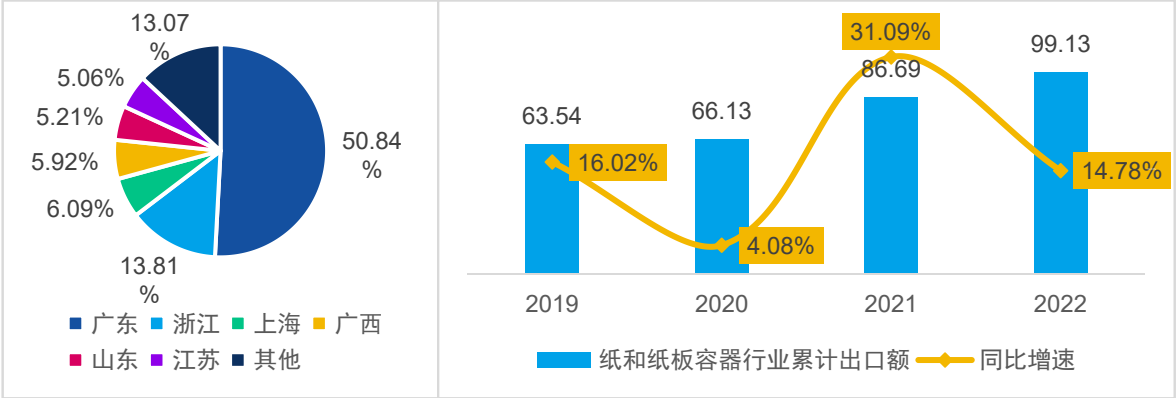
- 2.1 纸和纸板容器行业
- 2.2 行业风险
- 2.3 竞争格局

- 行业规模以上企业(年营业收入>2000万元)数量持续增长，2022年增长至2827家，新增达310家。
- 我国纸和纸板容器行业营业收入仅在2021年实现了明显增长，其余年份均出现下滑。2022年收入为3,045.47亿元，同比下滑5.01%。
- 我国纸和纸板容器行业利润总额持续下滑，2022年大幅下滑15.61%，仅为113.77亿元。
- 2019-2022年出口规模逐步扩大，2022年出口额达到99.13亿美元；行业出口交货地主要为广东，占比达到50.84%，江苏地区仅占5.06%。

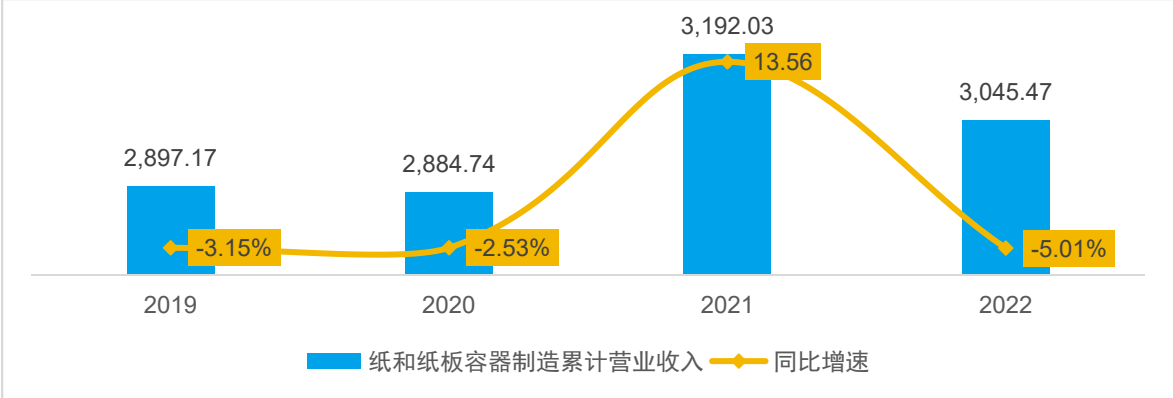
图表9：中国纸和纸板容器规模以上企业数量（家）



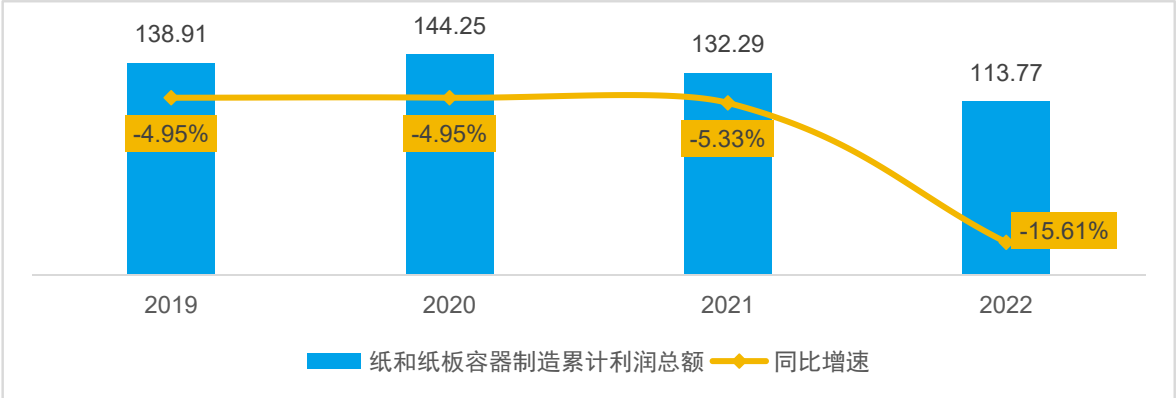
图表12：累计出口交货值地区占比/累计出口额(亿美元)



图表10：中国纸和纸板容器行业营业收入情况（亿元）



图表11：中国纸和纸板容器行业利润总额情况（亿元）



数据来源：中国包装联合会，亿渡数据整理



## 成品纸关税政策调整带来的风险：

- 2023年1月1日起，我国调整了部分商品的进出口关税，其中双胶纸、铜版纸、白纸板、瓦楞纸、箱板纸等成品纸进口关税调整至0（之前为5-6%）。
- 关税的降低使得进口纸制品的价格优势开始显现，尤其是来自东南亚地区的产能，成品纸的价格压力将会随着供应量的增加而增加，进而加剧国内纸制品企业的竞争，最终影响到纸制品企业的开工；
- 在海外拥有产能的纸制品企业可以将更低成本的原纸进口到国内，国内规模小、竞争处于弱势的企业将逐步被淘汰出市场。

## 需求不振风险：

- 当前市场消费复苏不及预期，这与纸制品企业的产能投产形成矛盾；
- 2023年以来，家用电器，食品饮料等重点下游行业的恢复程度仍然不足；
- 消费者信心指数自2022年4月大幅下降后仍处于较低水平；
- 在经济整体向好的趋势下，下游需求将逐步恢复，但恢复速度与程度仍有待观察。

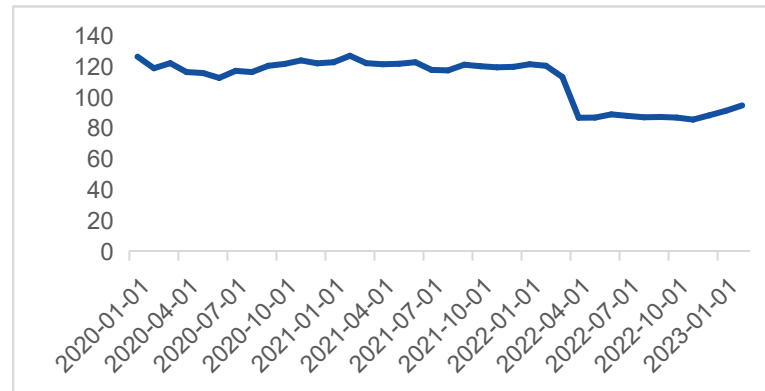
图表13：家用电器申万一级指数走势



图表14：食品饮料申万一级指数走势



图表15：消费者信心指数走势



- 行业竞争格局分散，2022年规模以上企业(年营业收入>2000万元)数量已达到2827家，同时每年还有新企业参与竞争；行业内主要上市公司2022年营业收入合计304.19亿元，占整体行业营业收入的9.99%；
- 同行业上市企业中普遍规模偏小，头部企业与其他企业在市值和营收规模上存在较大差距；
- 佳合科技在同行业上市公司中规模明显偏小。

图表11：行业内主要上市公司情况

企业	成立时间	上市时间	市值(亿)	市盈率	简介	2022年营业收入（亿元）
永新股份	1992	2004 中小板	51.02	13.58	生产经营真空镀膜、多功能薄膜、彩印复合软包装材料、纸基复合包装材料、新型医药包装材料、塑料制品、精细化工产品等高新技术产品	33.04
美盈森	2000	2009 中小板	50.69	38.38	纸质包装产品的研发、生产与销售，并为客户提供包装产品创意设计、结构设计、包装方案优化、包装材料第三方采购与包装产品物流配送、供应商库存管理以及现场辅助包装作业等包装一体化深度服务	41.30
裕同科技	2002	2016 创业板	233.5	15.44	纸质印刷包装产品的研发、设计、生产和销售	163.62
翔港科技	2006	2017 上交所	18.37	114.06	主要从事彩盒、标签等相关包装印刷产品的研发、生产和销售	6.63
大胜达	2004	2019 上交所	36.24	35.99	研发、生产、印刷和销售瓦楞纸箱、纸板	20.58
龙利得	2010	2020 创业板	21.24	83.34	从事印刷科技、各类纸包装容器设计、研发、现代精细化综合服务	6.41
中荣股份	1990	2022 创业板	36.62	17.44	从事以快速消费品、消费电子市场为主要领域，集研发、设计、生产、销售于一体的纸制印刷包装解决方案	24.73
柏星龙	2008	2022 北交所	5.7	15.93	酒、化妆品、茶叶、食品等消费品包装的研发、生产与销售，并提供创意设计服务	4.87
佳合科技	2001	2022 北交所	3.65	16.70	纸质包装与展示产品的研发、设计、生产和销售	3.01

数据来源：东方财富，公司公告，亿渡数据整理，市值及市盈率数据时间为2023.06.08



本报告由深圳市亿渡数据科技有限公司制作，本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但深圳市亿渡数据科技有限公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本次报告仅供参考价值，无任何投资建议。

- 本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险，投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，深圳市亿渡数据科技有限公司及/或其关联人员均不承担任何责任。
- 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，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，深圳市亿渡数据科技有限公司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。
- 深圳市亿渡数据科技有限公司的销售人员、研究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，通过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，深圳市亿渡数据科技有限公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据均代表过往表现，过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。

