

## 国产替代兴起，整合产业链资源打造民族品牌

2023 年 06 月 11 日

► **液包行业具备百亿规模，当前主要由外资企业占据。**国内市场方面，我们测算 2021 年液包市场超百亿规模，CR4 达到 94%，行业呈现一超多强格局。其中，利乐凭借其对包材创新和自动化设备研发以及对包装设备和造纸原料的掌控市占率高达 61%。国内包装企业新巨丰和纷美凭借逐步成熟的技术和大客户资源快速崛起。2021 全球无菌包装市场规模达 590 亿美元，亚洲市场增速最快。

► **技术进步叠加成本优势，内资公司市占率加速提升。****技术进步：**无菌包装行业技术水平提升两大方向：生产工艺优化和生产设备改进。新巨丰自主掌握在生产工艺、生产设备两大领域涵盖柔版印刷技术、包材复合技术等 28 项核心技术；纷美包装所有的生产设施均已通过 ISO 9001 认证。技术升级叠加利乐专利到期，国产替代契机已成熟。**成本优势：**内资液包供应价格相对更低，主因 1) 液包龙头联手国内优秀纸企共同打造液包产品，原材料价格更低；2) 本土化运营下效率更佳；绑定下游客户实现双赢，如伊利&新巨丰、蒙牛&纷美深度合作。

► **新巨丰作为国内液包新锐，管理团队稳定，基本面表现良好。**公司核心管理团队稳定，合计持股比例达 34.65%。设立员工持股平台进行股权激励，核心员工与公司利益绑定。**产能方面：**产能扩建为承接利乐份额做准备，当前新巨丰拥有产能 180 亿包，2023 年总计扩充 100 亿包产能。短期产能利用率承压，2019~2022 年公司产能利用率分别为 72%/78%/83%/65%。**客户方面：**公司主要客户伊利、新希望订单收入逐年提升。2021 年贡献营收 10.15 亿元，占公司主营收入比重高达 91.4%。伊利为公司第一大客户，2022 年贡献营收 12.01 亿元，占比 74.69%。**收入端：**公司枕包/砖包/钻石包类产品 2021 年收入体量达 6.36/4.81/1.18 亿元，占收入比重分别为 51.2%/38.7%/9.5%，同比增长 5.3%/46.3%/65.9%。**盈利端：**公司 2021 年枕包/砖包/钻石包类产品毛利率分别为 34.12%/19.45%/19.47%，同比下滑 6.27/6.31/5.05pct，主因聚乙烯等原材料采购价格受大宗商品市场波动影响，同时运费计入成本导致毛利率下降。

► **新巨丰在国内占比仅 10%，国产替代大势所趋。**随着新巨丰产能不断扩张，公司在伊利包材供应商中的份额也将持续上升，对伊利来说一方面大幅降低生产成本，另一方面也可摆脱利乐对其供应链的控制。单位成本方面，新巨丰原纸及铝箔材料均为境内采购，携手国内供应链具备较强的供应稳定性，成本更可控。单位价格方面，新巨丰无菌包产品单价在 0.14 元上下浮动，销售价格总体平稳。

► **投资建议：**一方面，公司依托国内供应链，较海外龙头公司具备更高性价比，进口替代可期。另一方面，公司上市后积极扩产，资本助力下打破产能天花板，收入规模再上一层台阶。我们预计 2023-2025 年归母净利润为 2.4/3.0/4.0 亿元，对应 PE 为 29X、23X、17X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

► **风险提示：**行业竞争加剧风险，对核心客户依赖度过高风险。

## 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1,608	2,080	2,592	3,232
增长率 (%)	29.5	29.4	24.6	24.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	170	240	304	400
增长率 (%)	7.8	41.6	26.8	31.4
每股收益 (元)	0.40	0.57	0.72	0.95
PE	41	29	23	17
PB	2.9	2.6	2.4	2.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 06 月 09 日收盘价）

## 推荐

首次评级

当前价格：

16.35 元



分析师 徐皓亮

执业证书：S0100522110001

邮箱：xuhaoliang@mszq.com

# 目录

<b>1 新巨丰：液包新锐，技术突破&amp;核心客户绑定带动业务高增</b>	<b>3</b>
1.1 耕耘液包十余载，从山东走向全球	3
1.2 构建液包全产品体系，绑定伊利实现跨越式发展	4
<b>2 百亿市场规模，外资占主导权</b>	<b>9</b>
2.1 中国液包有百亿元市场规模，增速为大个位数	9
2.2 利乐在国内有优势地位，SIG 紧随其后	11
<b>3 技术进步叠加反垄断制约，新巨丰加速国内外市场破局</b>	<b>18</b>
3.1 国内市场：背靠伊利扩建产能，实现份额增长	18
3.2 生产工艺持续改善，提高企业生产效率	21
3.3 成本优势带来高性价比，增强核心竞争力	23
<b>4 盈利预测与投资建议</b>	<b>27</b>
4.1 盈利预测假设与业务拆分	27
4.2 估值分析	28
4.3 投资建议	28
<b>5 风险提示</b>	<b>30</b>
<b>插图目录</b>	<b>32</b>
<b>表格目录</b>	<b>33</b>

# 1 新巨丰：液包新锐，技术突破&核心客户绑定带动业务高增

## 1.1 耕耘液包十余载，从山东走向全球

新巨丰包装成立于 2007 年，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，是面向全球乳制品及非碳酸软饮料企业提供液体食品无菌包装材料的综合方案提供商。截至 2022 年年底，新巨丰包装在山东拥有两个制造基地，总占地 16 万平方米，总资产超 14 亿人民币，总产能达 180 亿包，在北京、新加坡分别设立营销中心，为客户提供了便捷有效的技术支持与服务保障。

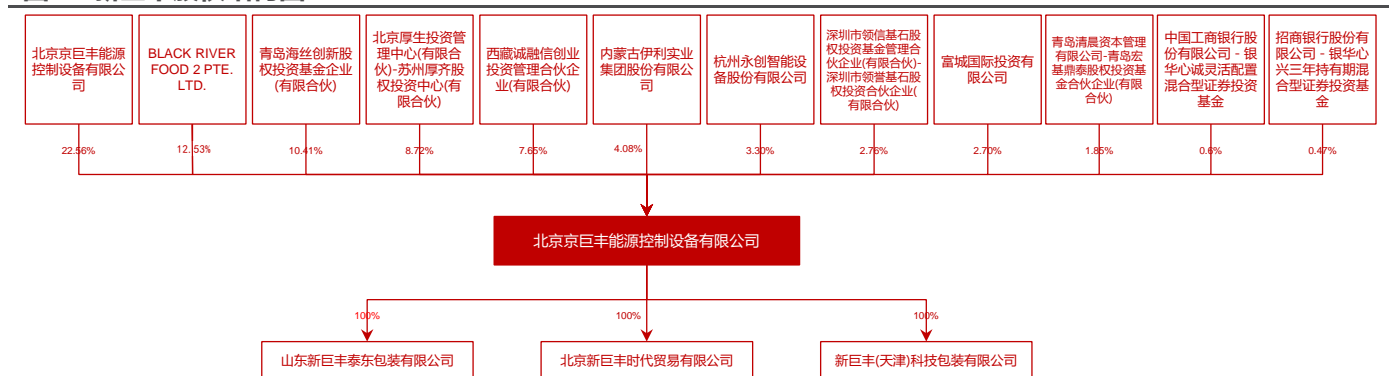
图1：新巨丰发展历程



资料来源：公司官网，民生证券研究院

**公司股权绑定核心客户，实现深度共赢。**公司控股股东为北京京巨丰，持股 22.56%，袁训军、郭小红夫妇通过北京京巨丰控股新巨丰，为公司实际控制人。公司核心股东 BRF、青岛海丝、苏州厚齐分别持有公司 12.53%、10.41%、8.72% 的股权。其中，BRF、苏州厚齐分别有 2.94%、10.26% 股权受让于公司第一大客户伊利股份，转让后伊利股份仍持股 4.08%；公司第二大客户新希望乳业实控人与集团副董事长分别控制苏州厚齐 LP、GP，但对新巨丰不构成控制关系。

图2：新巨丰股权结构图



资料来源：ifind，民生证券研究院（截至 2022 年年底）

**核心管理团队稳定，合计持股比例达 34.65%。设立员工持股平台进行股权激励**

**励，核心员工与公司利益绑定。**2016 年 10 月 27 日，董事会审议并通过公司股权激励方案，设立西藏诚融信为激励对象持股平台，以认购价 1.17 元/股向公司 58 名管理及骨干人员授予激励股权，增资完成后，西藏诚融信持股 10%。合伙人代持形式，2017 年 2 月，成立达孜优宏、达孜吉厚员工持股平台，代持关系解除。

**表1：公司核心管理/技术人员及持股比例**

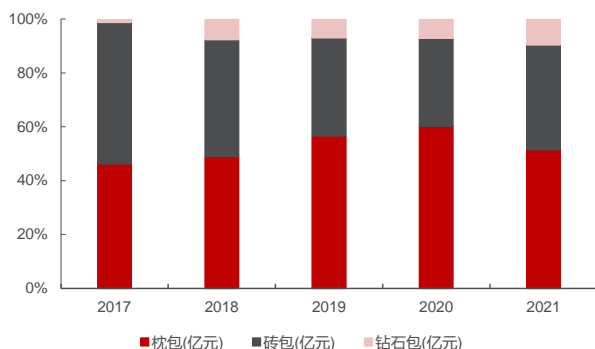
姓名	职务	高管履历	高管任职期限	间接持有公司股份比例
袁训军	董事长	清华大学 EMBA；历任秦皇岛法润、河北凯悦、北京天立、北京博儒律师事务所律师；现任公司董事长、泰安市第十七届人大代表；兼任北京京巨丰能源控制设备有限公司执行董事、总经理。	2007 年 10 月 至今	15.73%
郭晓红	总裁、副董事长	北京光华管理学院 EMBA；历任秦皇岛市司法局对外律师事务所，秦皇岛市凯悦，北京市中孚、民博律师事务所律师；公司创始人、总裁兼副董事长；兼任北京京巨丰能源控制设备有限公司监事。	2007 年 10 月 至今	13.54%
刘宝忠	总经理、董事	中欧国际工商学院 EMBA；历任泉林纸业车间主任、副总经理，纷美包装项目经理、工厂厂长；现任公司总经理兼董事，为核心技术人员。	2012 年 6 月 至今	3.36%
魏功海	副总经理、董事	北京理工大学材料学专业；历任北京鹏鑫包装技术部长、北京富美包装总经理、河北洪源华腾包装技术副总经理；现任公司副总经理兼董事，为核心技术人员。	2007 年 10 月 至今	0.87%
焦波	副总经理、董事	北京大学 EMBA；历任新汶矿务局协庄煤矿行政科副科长，新矿业集团有限责任公司协庄煤矿秘书科科长、档案科科长、办公室主任、副总经济师，现任公司副总经理兼董事。	2007 年 10 月 至今	0.44%
刘炜	副总经理	历任浙江永强集团有限公司财务经理，上海绿新包装材料科技有限公司董事、副总经理、财务总监，万众医疗投资股份有限公司财务总监，征图新视（江苏）科技有限公司财务总监；现任公司副总经理。	2019 年 1 月 至今	-
马仁强	财务总监	北京大学 EMBA；历任苏泊尔财务、审计经理，浙江新农化工财务经理，浙江飞航财务总监；现任公司财务总监。	2012 年 4 月 至今	0.44%
罗博	董秘	伯明翰大学会计与金融硕士；历任北京赛晶电力电子科技有限公司财务总监，北京同城翼龙网络科技有限公司财务总监；现任公司董秘。	2015 年至今	0.27%

资料来源：招股说明书，民生证券研究院（截至 2022 年 8 月）

## 1.2 构建液包全产品体系，绑定伊利实现跨越式发展

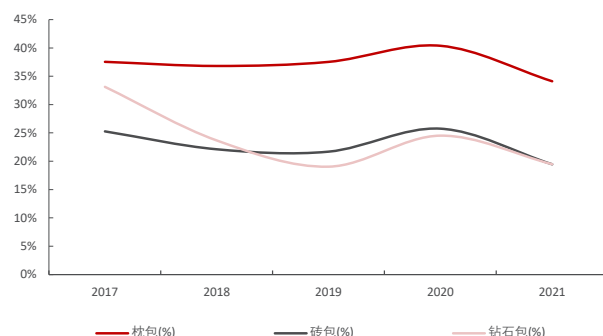
**新巨丰枕包收入占比较高，砖包和钻石包占比逐步提升。**公司枕包/砖包/钻石包类产品 2021 年收入体量达 6.36/4.81/1.18 亿元，占收入比重分别为 51.2%/38.7%/9.5%，同比增长 5.3%/46.3%/65.9%。盈利能力方面，公司 2021 年枕包/砖包/钻石包类产品毛利率分别为 34.12%/19.45%/19.47%，分别同比下滑 6.27/6.31/5.05pct。盈利能力下滑主因聚乙烯等原材料采购价格受大宗商品市场波动影响，采购单价上升，使得单位成本上升，毛利率下降。

图3：分产品营业收入（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：不同产品形态毛利率水平

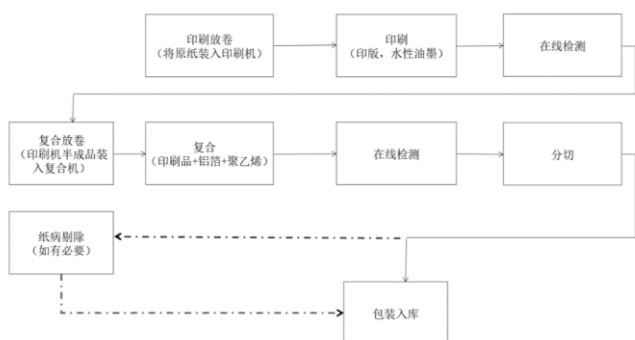


资料来源：wind，民生证券研究院

**枕包：**单位成本原纸及铝箔用量少（单位枕包耗用原纸 2-3 克，单位砖包/钻石包耗用原纸 7-8 克），加工工序少且单位成本低；仅向液奶客户供应，客户更集中，生产流程切换少，叠加市场竞争不激烈，毛利率要高于其他几个品类，不过枕包存在单位产品中原纸用量及铝箔厚度减少而导致的保质期短，运送寄存过程中坏包概率更高等问题。

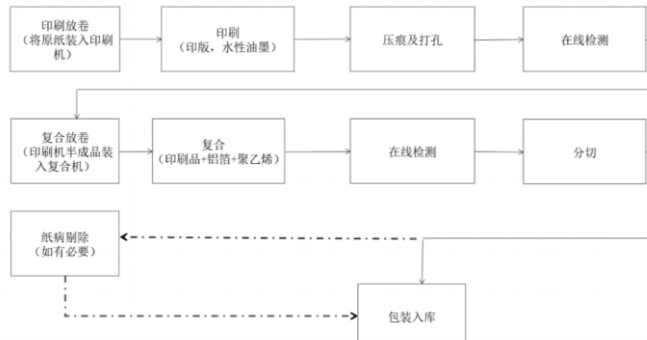
**砖包：**作为液包市场目前最主流产品，主要供应液态奶和非碳酸软饮料客户。2020 年占国内液奶市场份额约 61%，具有保质时间长，易于存储的优点。

图5：枕包工艺流程



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

图6：砖包工艺流程

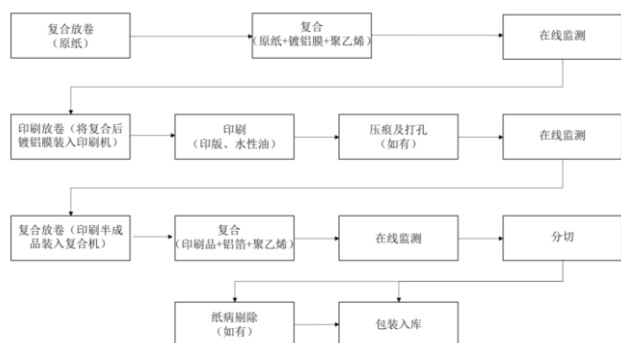


资料来源：招股说明书，民生证券研究院

**钻石包：**砖包及钻石包储存时间可达 180 天+（枕包仅 45-60 天）；生产工艺相对枕包更为简单，但市场竞争激烈。此外，钻石包相较于砖包外形更新颖，八面体形状最大限度贴合手型，多用于高端液奶。

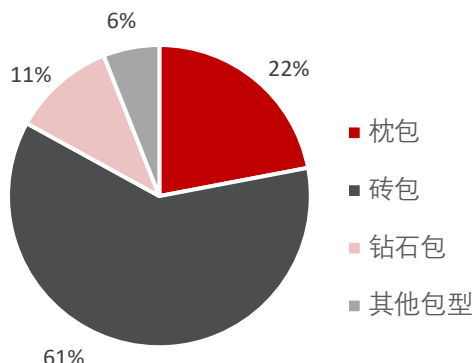


图7：钻石包工艺流程



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

图8：2020 年国内液奶市场中不同包型产品所占份额

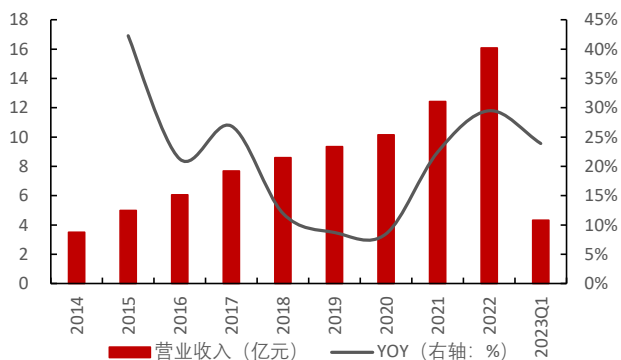


资料来源：招股说明书，民生证券研究院

**收入端：**2022 年公司营收规模达 16.08 亿元，同比增长 29.48%，2023Q1 营收规模 4.33 亿元，同比增长 23.9%；2019-2022 年分别营收 9.35/10.14/12.42/16.08 亿元，近 4 年 CAGR 为 19.8%。

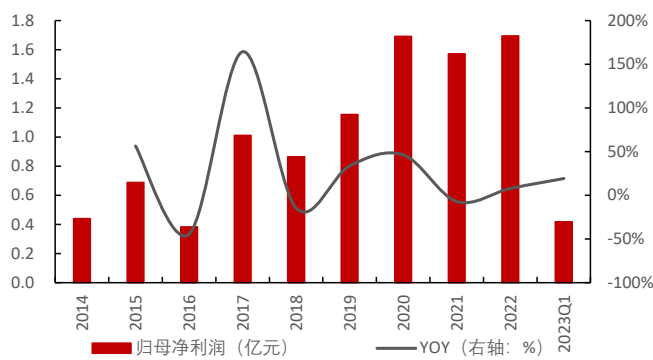
**利润端：**2023 年 Q1 公司毛利率为 18.97%，同比下滑 1.22pct；2019-2022 年毛利率分别为 30.85%/38.41%/27.29%/17.23%，近 4 年毛利率下滑 13.62pct，主要系产品单价下降及原材料采购成本上升所致。

图9：2014-23Q1 年公司营收（亿元）及同比增速



资料来源：wind，民生证券研究院

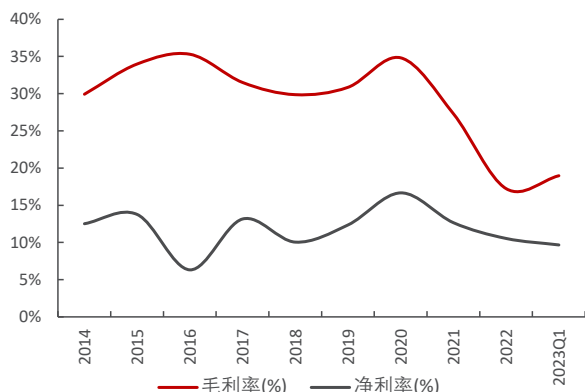
图10：2014-23Q1 年归母净利润（亿元）及同比增速



资料来源：wind，民生证券研究院

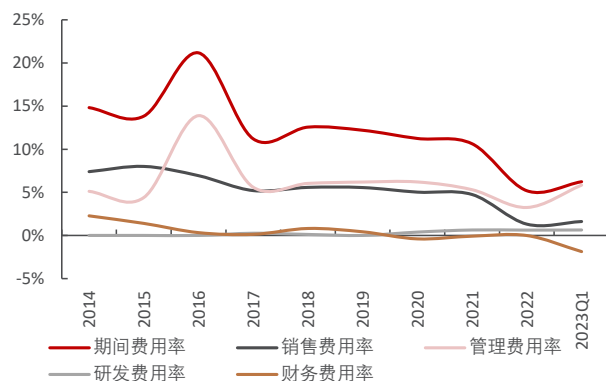
**费用端：**2017 年以来，期间费用率基本稳定；2022 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别同比变化-3.4/-2.1/-0.02/-0.1pct 至 1.3%/3.3%/0.6%/-0.01%，其中销售费用率下降主因运费费用计入主营业务成本，管理费用下降主因高管薪酬减少所致。2023Q1 公司销售/管理/研发/财务费用率分别同比变化-2.4/2.6/-0.04/-2.0pct 至 1.6%/5.8%/0.6%/-1.9%，管理费用率增加主要受计提限制性股票和股票期权所致。

图11：2014-23Q1 年公司毛利率及净利率水平



资料来源：wind，民生证券研究院

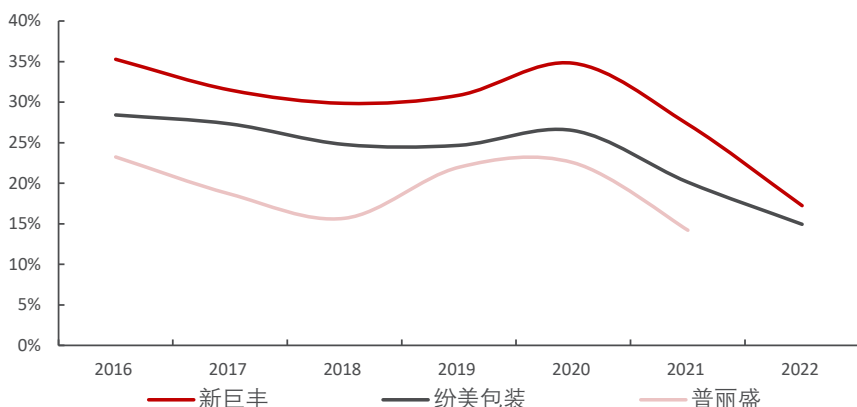
图12：2014-23Q1 年公司期间费用率



资料来源：wind，民生证券研究院

**新巨丰毛利率表现远高于行业平均。**2021 年新巨丰/纷美包装/普丽盛毛利率分别为 27.29%/20.14%/14.22%，分别同比下滑 7.51/6.37/8.31pct，主因聚乙烯等原材料成本上涨所致。

图13：公司及同业毛利率水平对比



资料来源：wind，民生证券研究院

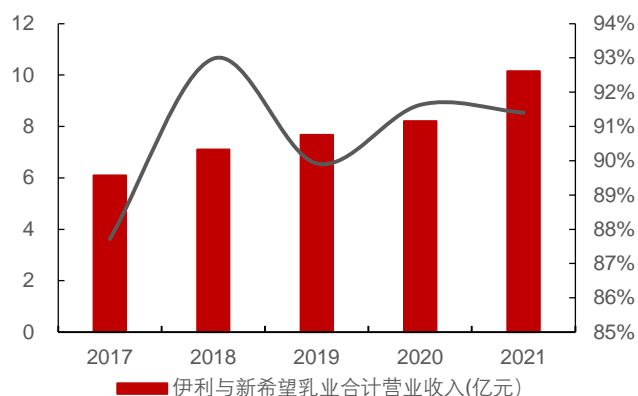
**产品规格及种类丰富度较外资厂商仍有较大差距，**后续伴随产能和研发的持续推进，预计产品矩阵有望逐步丰富。根据新巨丰招股说明书，公司产品砖包/钻石包/枕包分别拥有 3/2/3 种。对比龙头公司利乐分别有 13/7/10 种，纷美包装分别有 4/2/4 种，新巨丰产品数量仍有差距。同时，利乐公司和纷美包装还拥有“冠包”等其他包型，SIG 拥有胚式包产品，新巨丰的产品品类也有拓展空间。

**表2：包装公司产品种类及辊式**

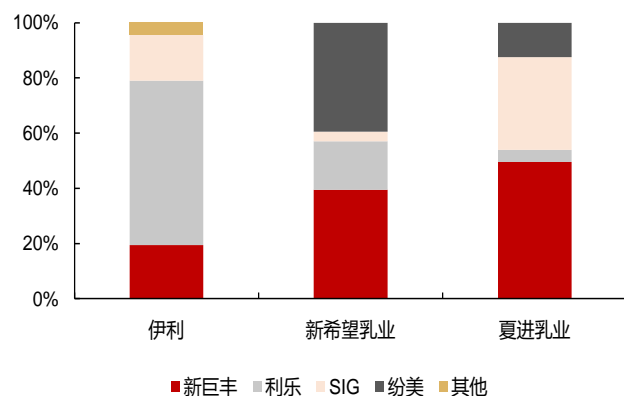
种类	辊式				胚式
公司名称	砖包	钻石包	枕包	其他包型	胚式包
利乐公司	80ml、100ml、125ml、160ml、 180ml、200ml、250ml、300ml、 330ml、500ml、1000ml、 1500ml、2000ml	125ml、200ml、 250ml、330ml、 500ml、750ml、 1000ml	70ml、100ml、125ml、 150ml、200ml、220ml、 250ml、500ml、900ml、 1000ml	"冠包"、"晶包"等	无
SIG	无	无	无	无	200ml、 250ml、1000ml
纷美包装	125ml、200ml、250ml、1000ml	200ml、250ml	200ml、250ml、500ml、 1000ml	"冠包"	200ml、250ml
新巨丰	200ml、250ml、1000ml	200ml、250ml	200ml、250ml、500ml	无	无

资料来源：招股说明书，民生证券研究院；

**公司主要客户伊利股份、新希望乳业及其子公司订单收入逐年提升。**2021 年贡献营收 10.15 亿元，占公司主营收入比重高达 91.4%。伊利为公司第一大客户，保持长期稳定合作，2022 年伊利贡献营收 12.01 亿元，占比 74.69%。2020 年，伊利/新希望乳业/夏进乳业主要客户供应商结构中新巨丰站占比分别为 17-22%/38-43%/47-52%。新巨丰是新希望乳业和夏进乳业主要供应商，在伊利供应商中仅次于利乐。

**图14：主要客户伊利与新希望乳业及其子公司营收（亿元）及同比增速**


资料来源：新巨丰招股说明书，民生证券研究院

**图15：2020 年伊利、新希望乳业、夏进乳业主要客户供应商结构**


资料来源：新巨丰招股说明书，民生证券研究院



## 2 百亿市场规模，外资占主导权

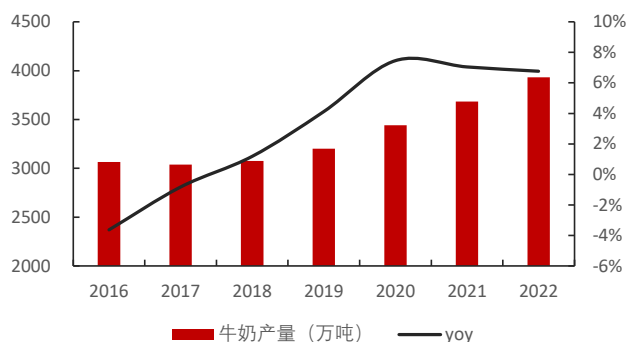
### 2.1 中国液包有百亿元市场规模，增速为大个位数

国内市场看，我们预计 2022 年液包市场约百亿规模，利乐是行业龙头。

根据新巨丰市占率推算，2022 年国内液包行业规模为 168 亿元。根据新巨丰招股说明书，2020 年利乐/SIG/纷美/新巨丰市占率分别为 61.1%/11.3%/12.0%/9.6%；假设新巨丰市占率在 2022 年仍为 9.6%，可推算 2022 年液包行业规模约为 167.5 亿元。

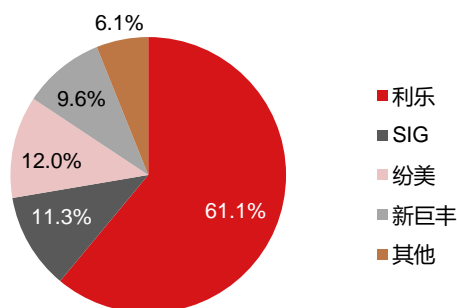
**液包市场呈现一超多强格局。**根据新巨丰招股说明书，中国市场 2020 年液包行业 CR4 达到 94%，其中利乐市占率高达 61.1%，纷美/SIG/新巨丰市占率分别为 11.3%/12.0%/9.6%。利乐市占率较第二名纷美高出 49.8pct，龙头地位凸显。

图16：国内上游液体奶产量（万吨）及增速



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图17：2020 年国内液态奶无菌包装市场格局

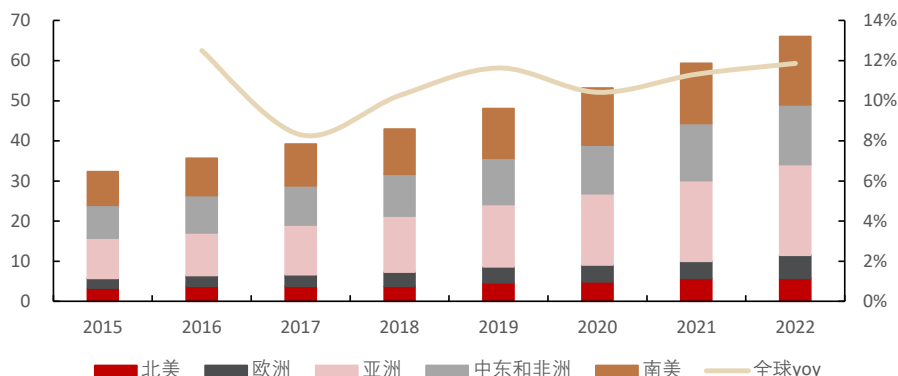


资料来源：招股说明书，民生证券研究院

**2021 年全球无菌包装市场规模接近 600 亿美元，其中亚洲市场增速最快。**

根据 MarketsandMarkets 数据，2021 年全球市场规模为 590 亿美元（包括液态奶以及非碳酸性饮料），2016-2021 年 CAGR 为 10.7%。其中，亚洲/南美/中东和非洲/北美/欧洲市场规模分别为 200/150/140/60/40 亿美元，2016-2021 年 CAGR 分别为 13.6%/10.1%/8.8%/8.9%/9.6%。亚洲市场是规模最大且增速最快的细分市场。

图18：全球无菌包装市场规模（十亿美元）

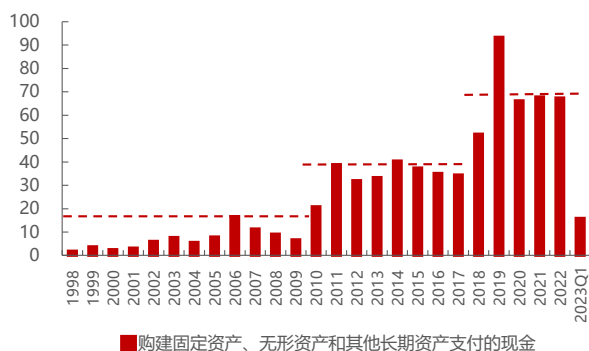


资料来源：MarketstandMarket，民生证券研究院

中国人均乳制品较发达国家仍有较大差距，乳制品需求增长空间大。2020 年中国/日本/美国人均乳制品消费量分别为 20/42/126kg，人均乳制品消费额分别为 43/180/225 美元。考虑国内和海外人均消费量差距，我们判断液态奶行业有望保持增长。

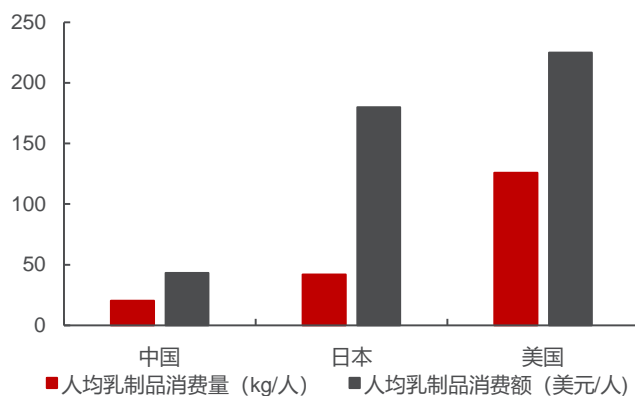
龙头乳企加速整合，伊利产值将超过 2000 亿元。头部乳企凭借产业链一体化优势和品牌力，正加速整合。例如，伊利股份布局智慧健康谷项目，根据公司预计，该项目建成后伊利产值将达到 2000 亿元，可实现“再造一个伊利”目标。根据 wind，伊利股份用于构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金自成立以来规模量级不断提升，尤其是 2018 年以来资金投入均超过 50 亿元，2023 年第一季度现金投入也达到 14.92 亿元，扩产意愿明显。

图19：伊利股份新产能扩建情况（单位：亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图20：2020 年中美日人均乳制品消费量及金额



资料来源：未来智库，民生证券研究院

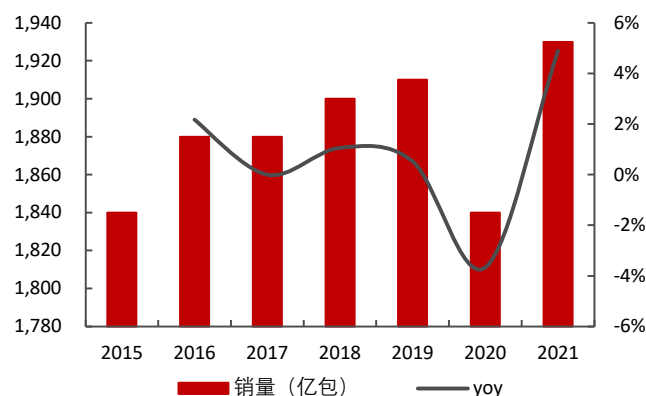
## 2.2 利乐在国内有优势地位，SIG 紧随其后

### 2.2.1 利乐：材料&技术&设备服务全掌控，行业第一大公司

利乐成立于瑞典，凭借包材创新和自动化设备研发成为全球液包市场龙头。公司在中国主要从事液态食品无菌包装材料、灌装机销售、零配件供应及技术服务等经营业务。根据 2021 年年报，利乐包装销量达 1930 亿包并实现收入 138 亿欧元，分别同比增长 4.9%和 5.1%。

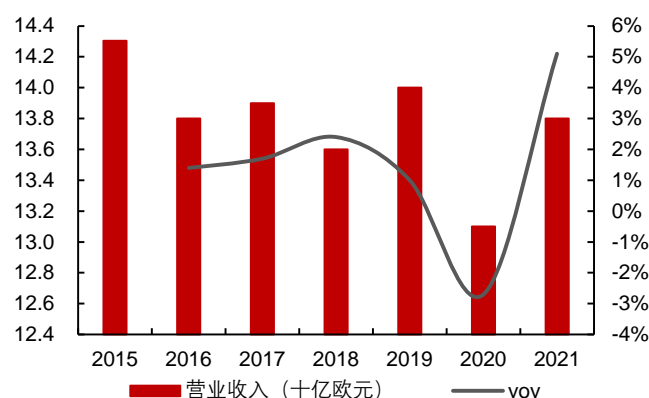
利乐凭借对包装设备和造纸原料的掌控，实现市场强掌控力。无菌包装材料以食品专用纸板为基料，由原纸、铝箔、聚乙烯复合而成的纸质包装；其中，纸板决定稳定性、强度及印刷面的平滑度；聚乙烯阻挡外部湿气，重要粘性介质；铝箔阻挡氧气和光线，常温下可长期保证包装内食品营养价值和味道。设备端：如利乐采用自研设备，前期在国内以低价或者免费把生产线设备送给乳企，同时提供免费的技术培训和维修，但是要求对方使用利乐的包装材料及耗材，最后通过耗材来实现盈利。

图21：利乐包装销量近年来维持在 1900 亿包水平



资料来源：利乐包装公司公告，民生证券研究院

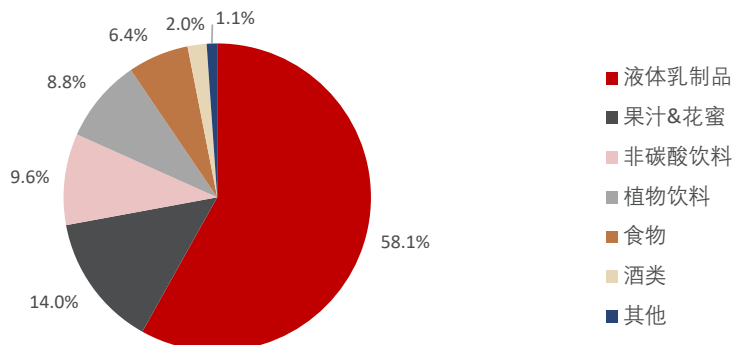
图22：利乐包装营收及增速



资料来源：利乐包装公司公告，民生证券研究院

利乐包装主要应用于乳制品。根据利乐 2021 年年报数据，利乐包装下游产品主要包括液体乳制品/果汁&花蜜/非碳酸饮料/植物饮料/食物/酒类，占比分别为 58.1%/14.0%/9.6%/8.8%/6.4%/2.0%，其中液体乳制品占比超过 50%，为利乐包装最主要的应用产品。

图23：2021 年利乐包装主要应用于乳制品

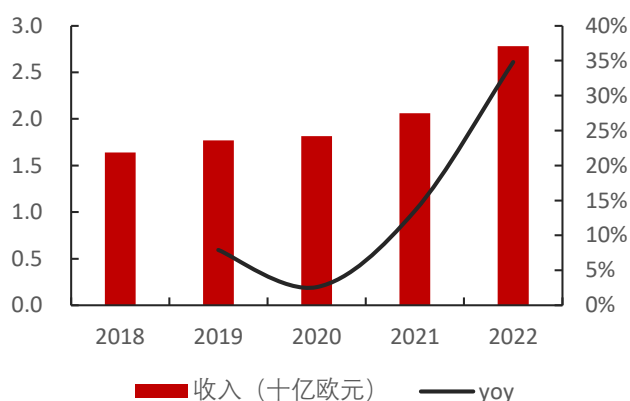


资料来源：利乐包装公司公告，民生证券研究院

## 2.2.2 SIG：研发胚型包装实现，和利乐差异化竞争

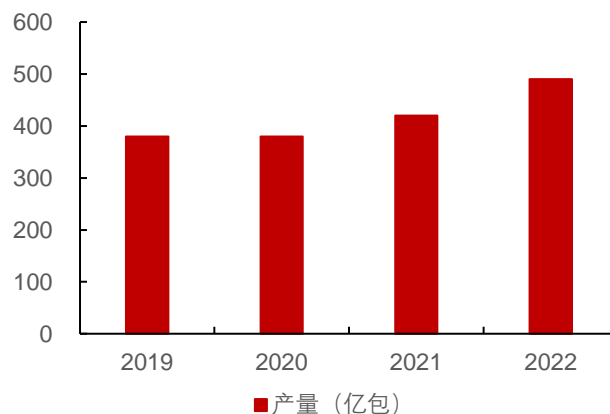
SIG 历经百年发展，逐步成为包装行业第二大公司。1920 年，SIG 成立于德国，第一代液体纸包装系统因其便利性而大获成功并以此成立了 PKL 公司。1976 年康美包的无菌纸包装投入使用后，PKL 获得国际性成功，并随即于 1985 年开发成功了含颗粒成分的无菌汤料灌装系统，1993 年又开发了在纸包装领域内具有里程碑意义的康美盖。根据 SIG 集团年报，2022 年公司实现营收 27.8 亿欧元，同比增长 35%，包装销量 490 亿包，约为利乐包装（1930 亿包）的 1/4。

图24：SIG 包装主营业收入（十亿欧元）及同比增速



资料来源：SIG 公司公告，民生证券研究院

图25：SIG 包装销量仅利乐 1/4



资料来源：SIG 公司公告，民生证券研究院

**产品差异化，开发颗粒性液体包装技术。**SIG 产品组合矩阵包括无菌包装、盒中袋和带盖软包装，以及低温纸盒包装。同时，凭借 SIG 康美包颗粒灌装技术套件，客户可以使用 SIG 的标准灌装机对块状物含量高达 10%的非碳酸饮料（NCSD）和液态乳制品进行灌装。通过像康美包颗粒灌装技术解决方案，客户可以在饮料中添加真正的食物颗粒。

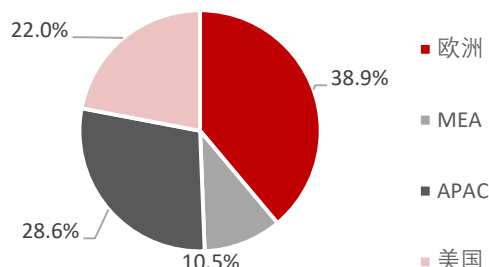
**SIG 销售区域主要集中在欧洲区域。**根据公司 2022 年年报，公司在欧洲/亚太/北美/中东&非洲地区的销售占比分别为 38.9%/28.6%/22.0%/10.5%。

图26: SIG 康美包



资料来源: SIG 公司官网, 民生证券研究院

图27: 2022 年 SIG 包装销售区域主要集中在欧洲区域

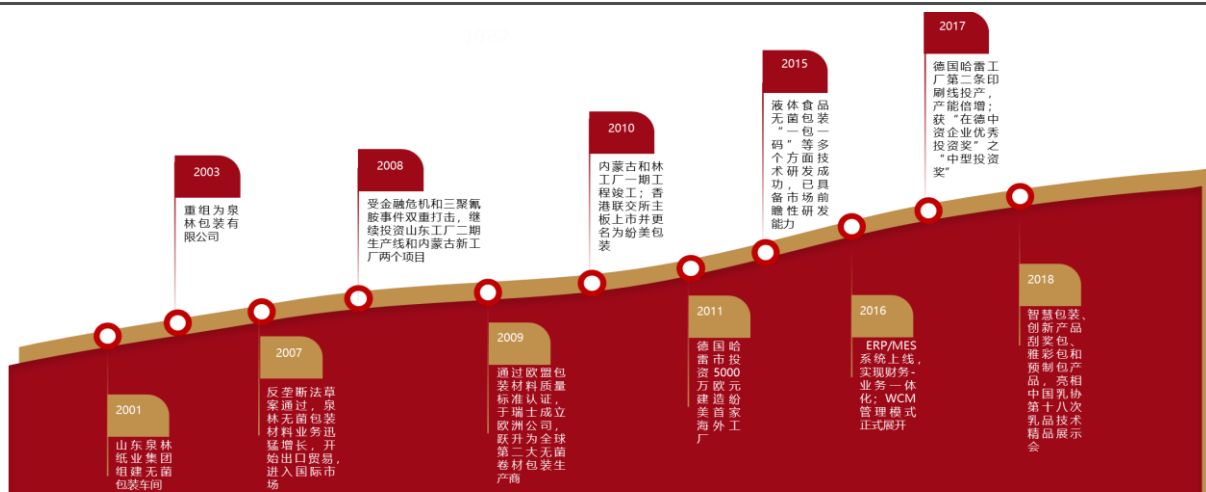


资料来源: SIG 公司公告, 民生证券研究院

## 2.2.3 纷美包装: 深度绑定蒙牛, 目前已经在香港上市

**全球第二大卷材无菌包装材料供应商, 全球化策略扩充产能。**纷美包装成立于 2001 年, 为液体食品行业提供综合包装解决方案, 其中包括无菌包装材料、灌装机、配件、技术服务、数位行销及产品可追溯性解决方案, 成为全球第二大卷材无菌包装材料供应商。经历十年发展, 于 2010 年在香港联交所主板上市并更名为纷美包装。2011 年在德国哈雷市投资 5000 万欧元建设工厂, 并于 2017 年投产第二条印刷线, 扩充产能。

图28: 纷美包装公司发展历程

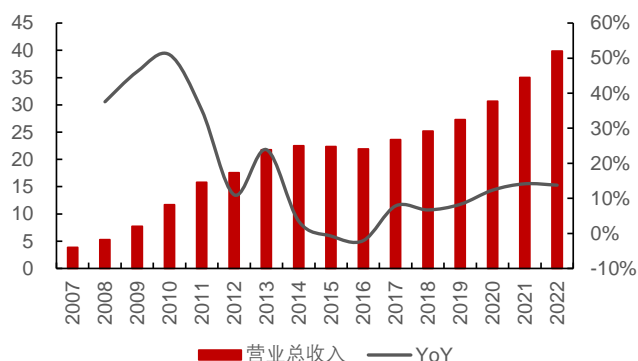


资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

**纷美包装营收稳健增长, 单品毛利下滑, 净利润承压。**2022 年营收/归母净利润分别为 39.85/1.82 亿元, 分别同比变化+13.8%/-36.0%。2022 年产品单位售价/单位成本分别为 0.16/0.14 元, 同比变化-0.6%/+6.9%, 单价下行和成本上行

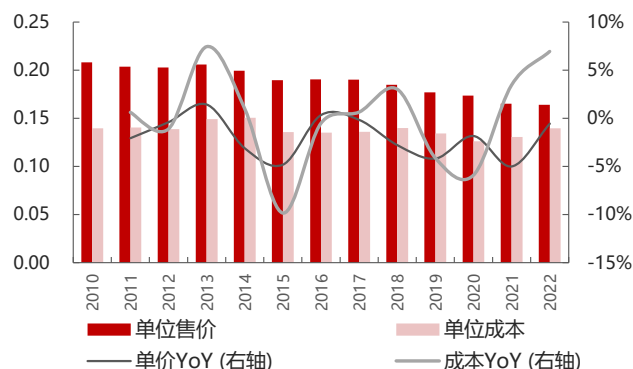
同时挤压公司毛利率创历史新低。2022 年毛利率/净利率分别为 14.9%/4.6%，同比下滑 5.2/3.6pct，主因 2022 年受疫情影响材料、运输成本上升导致利润水平承压。

图29：纷美包装营收情况（亿元）及同比增速



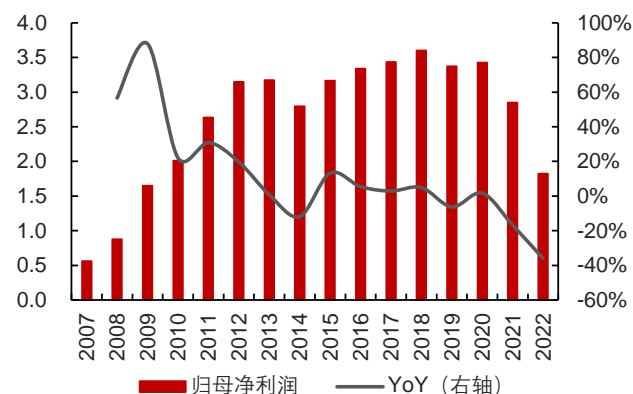
资料来源：wind，民生证券研究院

图30：产品单位售价/成本（元/包）及同比增速



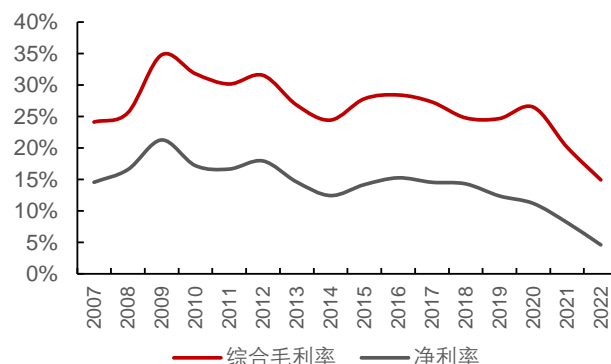
资料来源：wind，民生证券研究院

图31：纷美包装归母净利润（亿元）及同比增速



资料来源：wind，民生证券研究院

图32：纷美包装综合毛利率及净利率水平



资料来源：wind，民生证券研究院

**纷美具备前端设备生产及销售能力。**纷美包装除了枕包以外，砖包、钻石包、金属包的产品规格和类型更为丰富。同时，纷美还从事灌装机、配件、技术服务等包装及灌装解决方案业务。



图33：纷美灌装机

## ABM 125N 无菌砖灌装机

### 包装类型

250mL标准型, 250mL苗条型, 200mL标准型, 200mL苗条型  
200mL中间型, 200mL马叶型, 125mL苗条型

### 生产能力

7,500 包 / 小时

### 电力

输入电压: 400 V  
频率: 50/60 Hz  
总保险建议电流安培: 100 A  
最大总功率: 30 kW

### 压缩空气

工作压力: 6-7 bar  
耗用量: 1000±50 NL/min

### 冷却水

供应压力: 3-4.5 bar  
最高入口温度: 20 °C  
消耗量: 18 L/min

### 蒸汽

供应压力: 1.7±0.3 bar  
温度: 130±5 °C  
耗量: 2.4 kg/h

### 设备尺寸

5950mm(L)×2950mm(W)×3850mm(H)



资料来源：公司官网，民生证券研究院

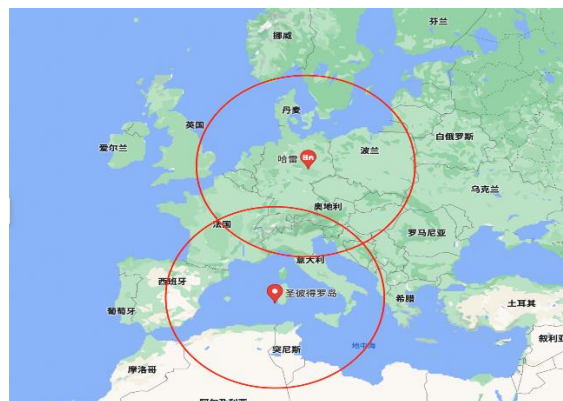
**纷美海外收购工厂启发国内企业出海规划。**纷美分别在 2013 年/2022 年收购德国/意大利工厂，工厂地理位置优越，靠近交通枢纽主干线，可有效降低物流成本。另外在 2018 年纷美在与利乐的海外专利战中取得胜利，扫清了国内液包企业在海外生产的障碍。

图34：纷美包装德国工厂



资料来源：纷美包装公司官网，民生证券研究院

图35：纷美德国、意大利工厂覆盖西欧



资料来源：纷美包装公司公告，民生证券研究院

## 2.2.4 碧海包装：近年来快速扩张，目前被新莱应材收购

碧海包装成立 1985 年，专注于乳品、饮料等液态食品灌装设备的研发与制造。主要生产无菌纸盒灌装机及配套设备、纸铝型复合液体食品无菌包装纸，为客户提供整体方案。公司起家于莒南县无线电厂，经历 23 年发展转型，于 2008 年成立山东碧海包装材料有限公司，并于 2018 年被昆山新莱应材公司并购上市。2021 年入选中国轻工业装备制造行业五十强企业（排名 14）、中国液态食品机械行业十强企业（排名 4）。

图36：碧海包装公司发展历程

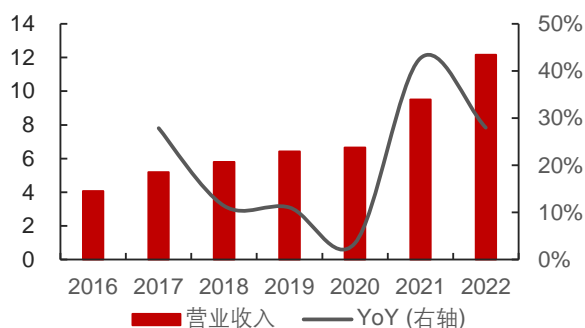


资料来源：公司官网，民生证券研究院

**碧海包装主营业务稳健增长，净利润增速回升。**2022 年实现营收 12.16 亿元，同比增长 28.0%；净利润 0.64 亿元，同比增长 75.8%。

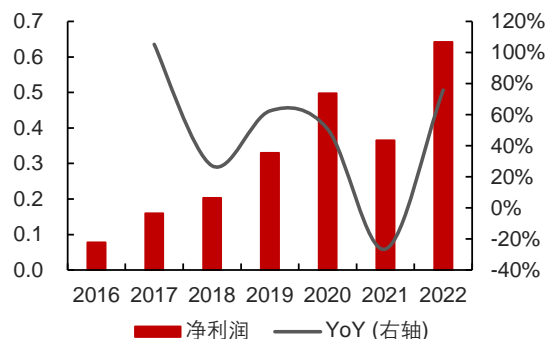
**碧海包装净利率有所提升，2022 年净利率 5.3%。**根据公司招股说明书，碧海包装 2017 年售价 0.17 元/包，成本 0.13 元/包，单包毛利率为 28.0%，综合毛利率 27.4%。2022 年净利率为 5.3%，较 2016 年提升 3.4pct。

图37：碧海包装营收情况（亿元）及同比增速



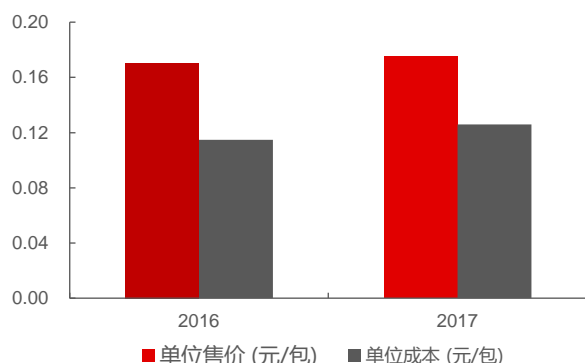
资料来源：wind，民生证券研究院

图38：碧海包装净利润（亿元）及同比增速



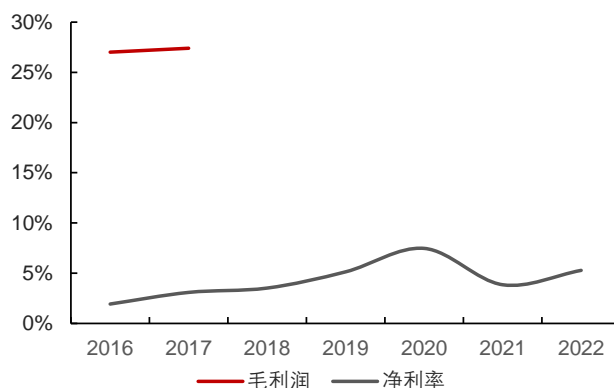
资料来源：wind，民生证券研究院

图39: 产品单位售价及单位成本 (元/包)



资料来源：wind，民生证券研究院

图40: 碧海包装毛利率及净利率水平



资料来源:wind, 新莱应材公司公告, 民生证券研究院 (注: 自 18 年碧海包装被收购后毛利润未披露)

**碧海包装下游客户资源丰富，主要涉及乳品饮料等龙头企业。**下游客户包括乳制品龙头企业（伊利、蒙牛和三元等）、饮料行业龙头企业（可口可乐和百事可乐等）。碧海包装凭借优质的服务能力和研发能力获得客户认可，截至 2022 年底，累计销售无菌纸盒灌装机 780 余台、纸铝塑复合液体食品无菌包装纸 290 多亿个。出口至印度、韩国、巴基斯坦、泰国、伊朗、埃及、刚果、墨西哥、俄罗斯等 40 多个国家。

图41：碧海包装下游客户



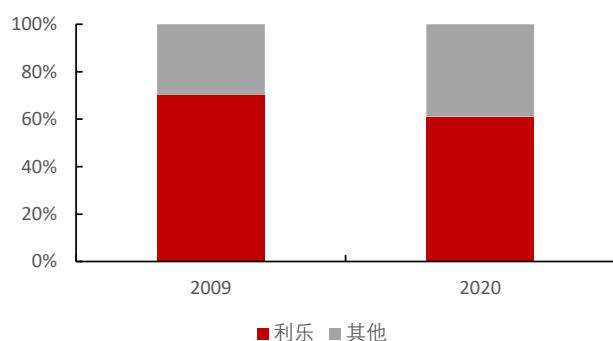
资料来源：碧海包装官网，民生证券研究院

## 3 技术进步叠加反垄断制约，新巨丰加速国内外市场破局

### 3.1 国内市场：背靠伊利扩建产能，实现份额增长

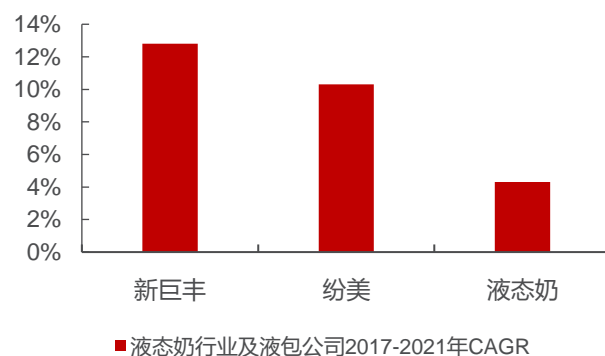
**打破利乐垄断格局，国内企业逐步崛起。**2009 年利乐市占率 70.2%，是液包行业龙头。到 2020 年，利乐市占率降为 61.1%，较 2009 年下滑 9.1pct，国内企业逐步崛起。近年来，国内包装企业新巨丰和纷美凭借逐步成熟的技术和大客户资源快速崛起。新巨丰背靠伊利，纷美绑定蒙牛，2017-2021 年营收 CAGR 分别达 8.8%/9.3%，明显快于 4.3% 的行业增速。

图42：2009-2020 年利乐市占率下降 9.1%



资料来源：新巨丰招股说明书，民生证券研究院

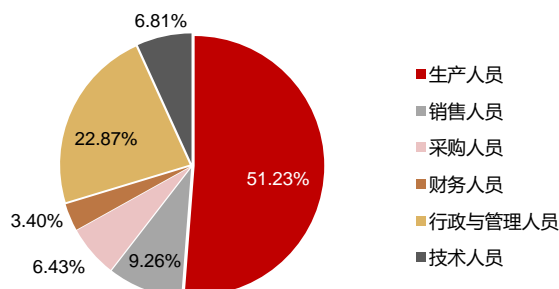
图43：新巨丰、纷美、液态奶行业营收复合增速



资料来源：wind，中商情报网，民生证券研究院

**利乐遭反垄断调查，国内包装行业获得发展机遇。**2013 年，国家反垄断调查局开始对利乐进行调查。这起跨国反垄断案于 2016 年 11 月终裁，认定利乐在 2009 年至 2013 年期间滥用市场支配地位，妨碍包装材料市场公平竞争，罚款 6.68 亿元。反垄断案后，一方面，利乐包和利乐枕的专利保护时间相继到期，利乐仍可收取“专利费”的产品，只剩下利乐钻石；另一方面，利乐的捆绑销售模式难以为继，新巨丰等国内厂商所生产包装材料可以顺利进入利乐灌装设备进行生产。

**新巨丰掌握生产核心技术。**截至 2021 年底，公司拥有核心技术人员 4 名，2022 年公司生产与技术人员 307 人，合计占比 58%。自主掌握在生产工艺、生产设备两大领域涵盖柔版印刷技术、包材复合技术等 28 项核心技术；无菌包装相关研发中取得 2 项发明专利和 16 项实用新型专利，技术上的积累保证了公司所生产材料可以匹配利乐灌装设备，为发展客户打下基础。

**图44：2022 年新巨丰员工人数及占比**


资料来源：新巨丰公司公告，民生证券研究院

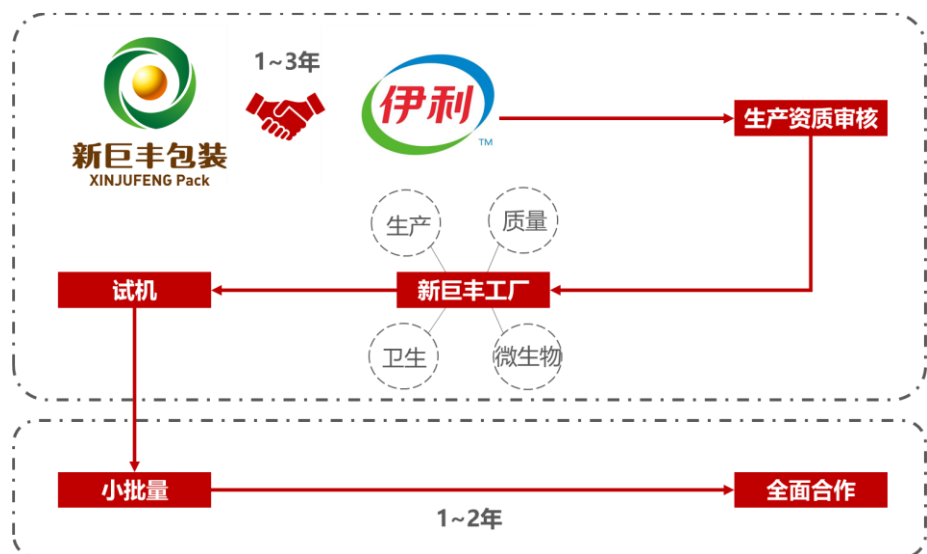
**表3：新巨丰核心技术人员**

姓名	专长领域	对公司发展的具体贡献	重要工作成果
刘宝忠	无菌包装生产、管理和研发	指导公司中长期发展战略规划，制定公司产业发展路线。	1. 领导公司无菌包装产品谱系的扩展； 2. 领导公司开展研发工作； 3. 主持公司生产线搭建及升级改造； 4. 获得实用新型专利七项。
魏功海	无菌包装研发和销售	为公司从事无菌包装生产提供专利技术支持。目前主要服务公司主要客户，提供技术支持。	1. 领导无菌包装产品总用的技术问题解决； 2. 领导公司市场开拓； 3. 获得发明专利一项。
刘忠明	无菌包装生产、工艺优化	长期致力于无菌包装生产、研发,在无菌包装生产工艺技术改进和新产品研发方面取得优异成果。	1. 攻克多项生产工艺造题； 2. 组织建设自动化无菌包装生产线； 3. 获得实用新型专利五项。
许兆军	无菌包装生产、工艺优化	长期致力于无菌包装生产、研发,在无菌包装技术改进和新产品研发方面取得优异成果。	1. 攻克多项生产工艺难题； 2. 组织建设自动化无菌包装生产线； 3. 获得发明专利一项和实用新型专利五项。

资料来源：新巨丰招股说明书，民生证券研究院

**新巨丰进入伊利供应商体系，未来份额或逐渐升高。**包装企业想要进入伊利、蒙牛等大客户需要漫长的认证过程，以新巨丰为例，需要在前期与客户进行商业洽谈申请进入供应商名单，此后客户会针对公司生产资质进行审查，然后再对公司工厂的生产能力、质量控制、卫生环保、微生物等方面进行全方位验厂，通过之后安排进行具体的试机，该周期可能需要 3 年以上。进入合格供应商体系之后到全面合作周期也需要 1-2 年，因此包材厂商一旦进入供应商体系就不会轻易更换，而且对于新供应商来说份额可能会越来越高。

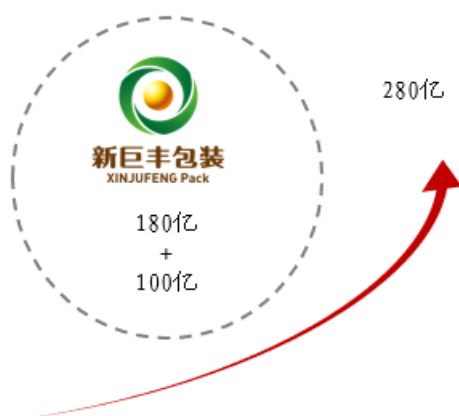
图45：包装企业导入牛奶企业流程



资料来源：新巨丰招股说明书，民生证券研究院

**新巨丰产能扩建，满足客户需求。**对于伊利、蒙牛这样千亿级别的企业，他们对包材企业最关心的有两点：产能以及良率。因为成本以及对自身供应链安全的考虑，伊利以及蒙牛需要找到第二个利乐为其提供包材，要求包材企业在旺季有足够多的产能完成派发任务。公司采用以销定产的订单生产模式，根据客户订单进行生产安排。当前新巨丰拥有产能 180 亿包，2023 年新巨丰将在年中新投产 50 亿包，年底投产 50 亿包，总计将扩充 100 亿包产能。我们判断 2023 年底新巨丰将有望拥有超过 280 亿包产能，充足产能契合客户需求。

图46：新巨丰包装产能规模



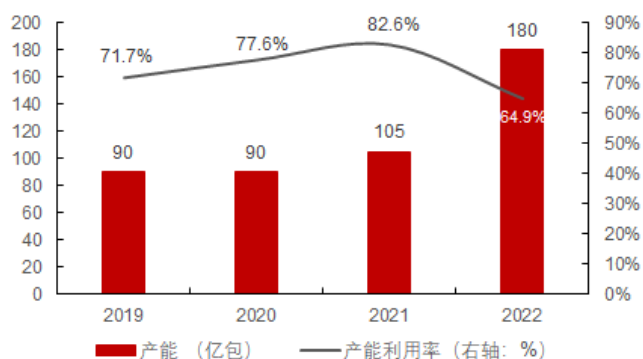
资料来源：新巨丰招股说明书，新巨丰公司公告，民生证券研究院

**产能扩建为承接利乐份额做准备，短期产能利用率承压。**2019~2022 年公司产能利用率分别为 72%/78%/83%/65%，从当前来看公司技术、良品率已逼近利



乐, 同时目前已经切入伊利等大客户当中, 未来依靠价格优势 (利乐为全球定价短期内无法单独降低国内价格) 有望不断提高大客户份额, 从而提升自身产能利用率。

**图47: 新巨丰 2019-2022 产能及产能利用率**

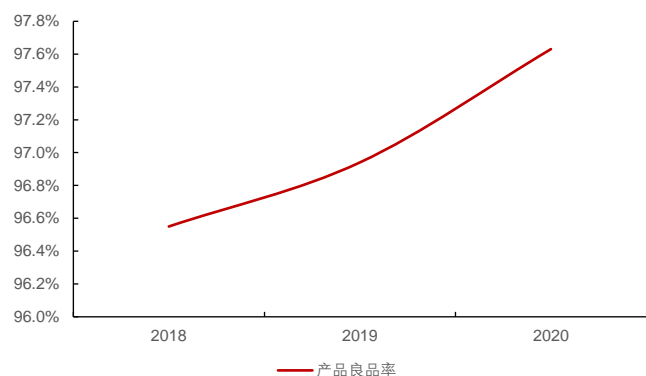


资料来源: 新巨丰招股说明书, 公司公告, 民生证券研究院

## 3.2 生产工艺持续改善, 提高企业生产效率

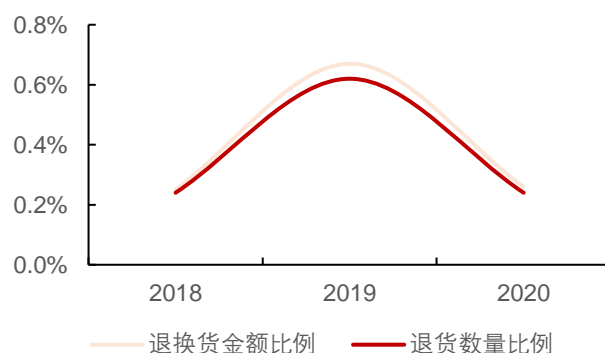
**产品良率持续提升, 受大客户认可。**2021 年中国无菌包装消耗量大约为 1100 亿包, 意味着包材企业良率每提升 1% 就能节省 11 亿包。根据伊利对供应商产品服务的评测, 公司产品在众多供应商中投诉率最低, 具有较强的质量优势, 符合伊利维护采购安全的质量要求。2020 年新巨丰产品良率为 97.63%, 较 2018 年上升 1.08pct, 2019 年公司退换货比例暂时上升, 到 2020 年回归正常水平, 主要受原纸质量影响, 退换货比例的降低一方面不仅为公司节省成本 (2020 年退换货总金额为 420.73 万元), 更重要的是侧面说明公司在客户当中的信任程度或正在上升。

**图48: 新巨丰产品良率持续改善**



资料来源: 新巨丰招股说明书, 民生证券研究院

**图49: 新巨丰退货比例**

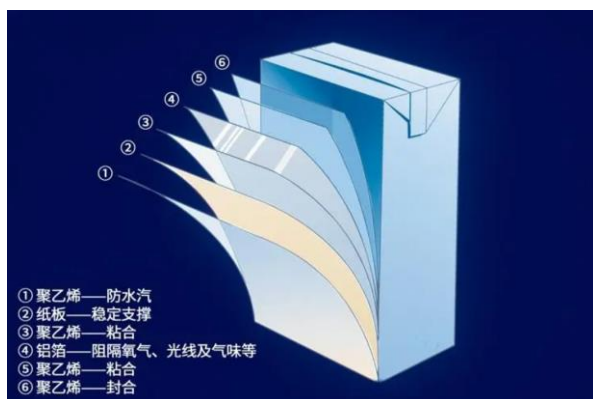


资料来源: 新巨丰招股说明书, 民生证券研究院

**产品生产原理相同, 产品质量考验厂商生产工艺能力。**在讨论如何提升公司产品良率前, 我们需要了解牛奶包装材料是如何构成的: 外层是低密度聚乙烯, 保护

印刷面,并起到表面对接封合的作用;原纸层采用高韧性木浆纸或金银卡,起骨架、支撑的作用;复合层为低密度聚乙烯,起粘结纸张和铝箔的作用;铝箔 AL 层,起阻光阻氧作用,另外可以保持包装内容物的风味;Tie 层为低密度聚乙烯,其作用是粘接铝箔和内层,起热封过渡层的作用;内层 PE 层为 M-LLDPE 茂金属催化线性聚乙烯层,起低温热封,抗污染作用。当前各家包装产品工作原理基本一致,产品良率以及性能产生不同主要是受到生产工艺的影响。

**图50：牛奶包装解构**



资料来源：中国经济网，民生证券研究院

目前新巨丰已解决压痕技术、复合技术以及印刷等技术,当前更为重要的是生产工艺的改善和设备调试的生产经验:

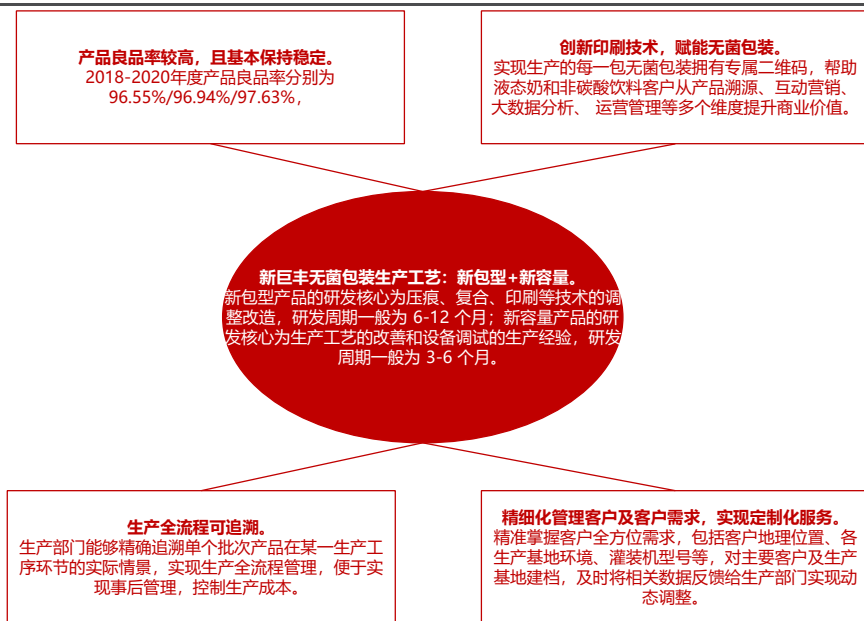
**1、精细化管理生产:**针对不同客户产品特点及印刷需求,将同一规格产品安排同一批次生产,提高生产效率。

**2、生产全流程可追溯:**生产部门能够精确追溯到单个批次产品在某一生产工序环节的实际情景,使公司能在生产全流程及时掌控及事后管理,及时发现问题,调整设备、操作人员的工作状态,在有效控制生产成本的同时,保证产品的高良品率。

**3、定制化服务:**精准掌握客户全方位需求,包括客户所在地理位置、各生产基地环境、灌装机型号等等。由于客户所在地不同,大型客户的生产基地遍布全国各地,无菌包装材料在灌装生产时所处的海拔、气压、温度、湿度等大环境不同,对无菌包装的原材料需求也有所不同。公司对主要客户及生产基地进行建档,相关反馈数据及时给生产部门进行调整。

**4、包装赋予二维码,大数据追踪及时发现问题:**无菌包装每一包装盒拥有专属二维码,帮助液态奶和非碳酸饮料客户从产品溯源、互动营销、大数据分析、运营管理等多个维度提升商业价值。

图51：新巨丰生产工艺

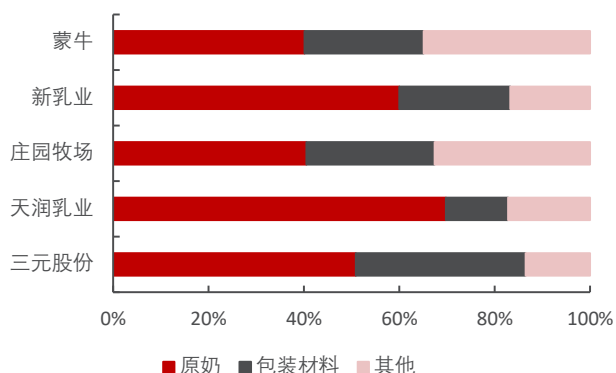


资料来源：中国经济网，新巨丰招股说明书，民生证券研究院

### 3.3 成本优势带来高性价比，增强核心竞争力

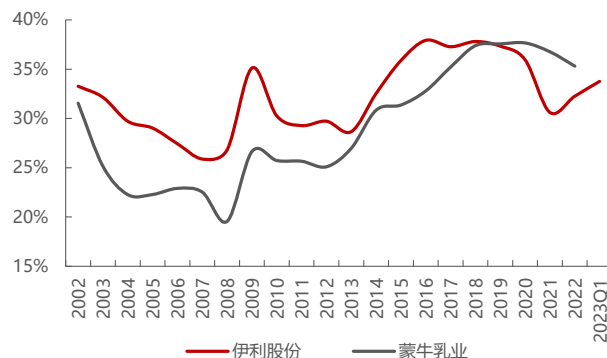
行业竞争加剧背景下，包装为下游企业整合带来成本优势。液包占成本比重较大，通常能达到 20%以上。蒙牛/新乳业/庄园牧场/天润乳业/三元股份包装材料占成本的比重分别为 25%/23%/27%/13%/36%。考虑国内外液包价格差距明显，伴随下游整合逐步加剧，头部企业正加速和国内企业的合作以降低成本，如伊利和新巨丰深度合作，蒙牛逐步将订单转交给纷美。截至 2022 年，伊利股份和蒙牛乳业毛利率分别为 32.26%和 35.3%，较 2002 年分别变动-1.02/+3.76pct。

图52：下游液态乳企业成本构成



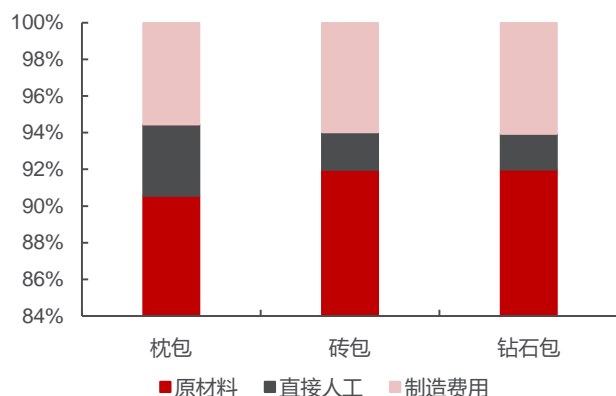
资料来源：各公司公告，民生证券研究院；注：成本结构分别为蒙牛乳业、新乳业、庄园牧场、三元股份、天润乳业 2003 年/2018H1/2016 年/2013 年时成本构成；其中三元股份表示超高温灭菌奶类产品成本构成。

图53：伊利、蒙牛毛利率变化（单位：%）

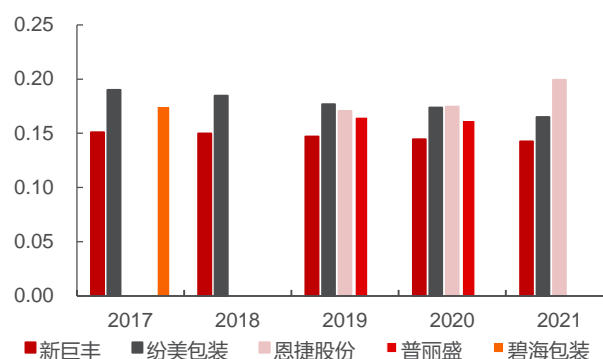


资料来源：wind，民生证券研究院

**生产工艺相当情况下，下游乳企更看重产品性价比。**根据新巨丰招股说明书披露，液包生产成本中原材料占比均超过 90%（枕包/砖包/钻石包原材料占成本比重分别为 91%/92%/92%）。单位成本方面，新巨丰原纸及铝箔材料均为境内采购，携手国内供应链具备较强的供应稳定性，成本更可控。单位价格方面，目前国内液包企业近年来单价普遍在 0.15-0.2 元水平，新巨丰无菌包产品单价在 0.14 元上下浮动，在外资供应商价格基础上与客户进行商业洽谈，销售价格总体平稳。相比而言利乐包单价或在 0.2 元以上，广东奶业协会顾问王丁棉表示，利乐包装的售价约为 0.25/包，且根据利乐包装年报数据，2016-2021 年每年单价降幅不足 2%，国内企业具有明显性价比。

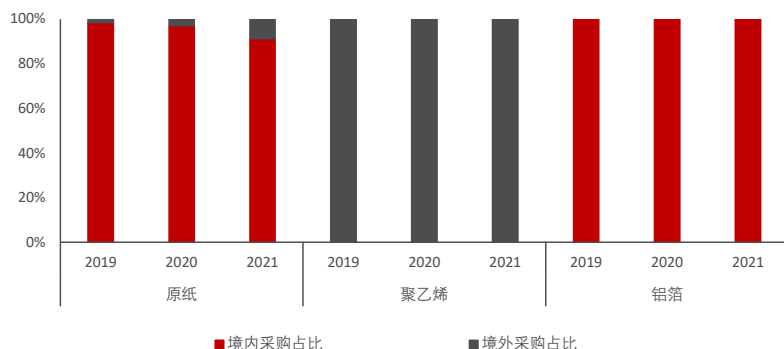
**图54：新巨丰液包原材料占成本比重达 90%**


资料来源：新巨丰招股说明书，民生证券研究院

**图55：国内液包企业价格对比（元/包）**


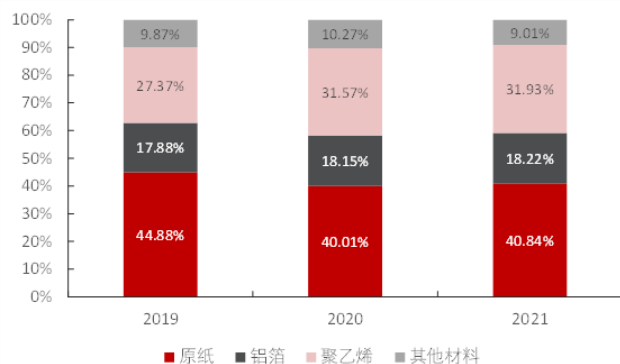
资料来源：各公司公告，民生证券研究院

**基于高性价比国产供应链，带来更强成本优势。**新巨丰砖包/枕包原材料分别采购自太阳纸业以及仙鹤股份，相比而言，利乐和 SIG 原纸主要采购自海外，成本相对较高，尤其在欧洲能源危机背景下，欧洲造纸成本大幅提升，带来国内成本优势进一步凸显。虽然生产原理相同，但是具体到产品时，不同原材料厂商提供的材质与生产工艺需要相互配合才能达到最佳要求，前文中也介绍了新巨丰 2019 年因原纸材料问题导致退货比例升高，深刻反应原材料与生产工艺结合需要多年改进才能达到预期目标。

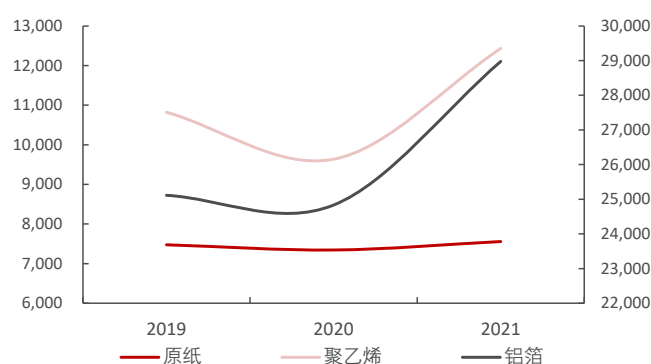
**图56：新巨丰原纸和铝箔基本采购于国内**


资料来源：新巨丰招股说明书，民生证券研究院

**原纸成本占比最高，价格波动幅度较小。**公司采购原材料中，原纸占比最高（40%），但价格波动幅度较小，我们判断主因该原纸为特种纸（食品卡），价格与供应商采取长协价格，故波动较小；聚乙烯和铝箔分别占比 30%和 18%，价格波动较大。其中铝箔采取长协的方式，聚乙烯根据市价按月与供应商签订采购合同。

**图57：新巨丰原材料成本拆分情况**


资料来源：新巨丰招股说明书，民生证券研究院

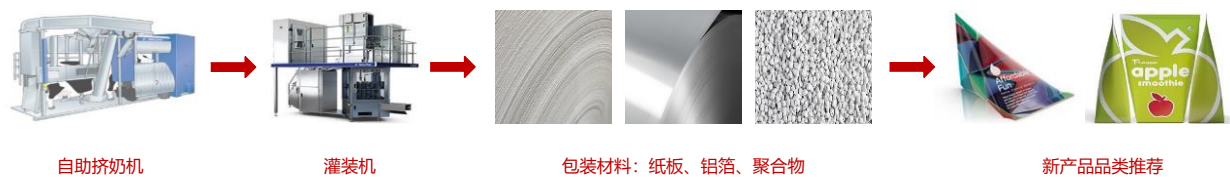
**图58：新巨丰原材料平均采购单价（元/吨）**


资料来源：新巨丰招股说明书，民生证券研究院

**新巨丰在与利乐竞争中具有长期优势。**新巨丰通过采购国内原材料降低营业成本，灵活调整与供应商签约的年度框架和单笔订单，提升其毛利率水平，并在生产、仓储管理领域提升自动化和智能化水平，提高生产效率，降低人工成本。在与公司主要下游客户——国内液态奶行业龙头伊利的稳健合作关系加持下，国内液态奶企业希望进一步摆脱外资包装依赖的意愿驱动下，可以预见新巨丰未来有望进一步提升国内包装市场份额，在与利乐的竞争中获得长期优势。

**中小型客户更看中利乐所提供的一站式赋能体验。**中小乳企在前期仅有奶源以及销售渠道，缺乏全产业链生产工具以及运营方法，利乐从上游挤奶机、储奶机，到中游灌装机、包装材料到下游产品宣发都有一整套解决方案，因此在伊利、蒙牛初创期需要像利乐这样的全产业链供应商为其服务。

图59：利乐全产业链服务



资料来源：利乐官网，民生证券研究院



## 4 盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测假设与业务拆分

**液态奶无菌包装：**1) **收入：**公司未来几年有序扩产，同时凭借价格优势进一步增加大客户份额。综合考虑，假设 2023-2025 年收入增速分别为 30%、25%、25%。2) **毛利率：**公司终端较为强势，毛利率高于其他几个品类。我们预计未来两年公司原材料价格保持稳定的情况下会通过降价保持竞争优势。综合考虑，假设 2023-2025 年毛利率分别为 18%、18.5%、19.5%。

**非碳酸软饮料无菌包装：**1) **收入：**公司目前主要客户与发展重心均在液态奶无菌包装细分赛道中。综合考虑，假设 2023-2025 年收入保持稳定。2) **毛利率：**非碳酸软饮料无菌包装参考液态奶毛利率水平，假设 2023-2025 年毛利率分别为 18%、18%、18%。

表4：公司业绩拆分及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总收入 (亿元)	12.42	16.08	20.80	25.92	32.32
YOY		29.5%	29.4%	24.6%	24.7%
毛利率 (%)	27.29%	17.23%	18.24%	18.68%	19.64%
液态奶无菌包装					
收入 (亿元)	12.03	15.75	20.47	25.59	31.99
YOY		30.86%	30.00%	25.00%	25.00%
毛利率 (%)	27.12%	16.92%	18.00%	18.50%	19.50%
非碳酸软饮料无菌包装					
收入 (亿元)	0.32	0.27	0.27	0.27	0.27
YOY		-14.85%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率 (%)	22.44%	16.98%	18.00%	18.00%	18.00%
其他					
收入 (亿元)	0.07	0.06	0.06	0.06	0.06
YOY		-8.01%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率 (%)	80.69%	98.48%	98.48%	98.48%	98.48%

资料来源：wind，民生证券研究院预测

我们预测，公司与第一大客户伊利合作关系稳定，未来将进一步扩大品牌影响力，稳步发展和培育新客户，完善各区域销售布局，持续优化管理水平，公司目前研究项目已基本完结，研发投入以持续发展为主，提高产品研发水准实现进口替代，升级技术工艺提高产品竞争力，各费用率稳中有降。

**表5：费用预测表**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	4.75%	1.31%	1.01%	1.00%	0.99%
管理费用率	5.31%	3.23%	2.98%	3.01%	3.00%
研发费用率	0.64%	0.62%	0.48%	0.50%	0.50%

资料来源：wind，民生证券研究院预测

## 4.2 估值分析

公司从事纸包装行业，由于 A 股市场可比公司较少，我们选取业务接近的 3C 包装公司裕同科技，金属包装企业宝钢包装、奥瑞金、异兴股份作为可比公司。裕同科技在专注消费类电子产品纸质包装的同时，积极拓展高档烟酒、化妆品及高端奢侈品等行业包装业务。宝钢包装是国内专业从事生产饮料、食品等快速消费品金属包装的龙头企业，产品包括金属二片罐及配套易拉盖和印铁产品。奥瑞金长期致力于食品饮料金属包装产品的研发、设计、生产和销售，主要提供各类食品、饮料、罐头、啤酒、乳制品、调味品等产品的包装制品。异兴股份是易拉罐等金属包装容器专业生产厂商，公司主要业务为食品饮料金属包装产品的研发、设计、生产和销售，主要产品为饮料罐和食品罐。

相关可比公司 2023/2024 年平均 PE 为 16/13X，新巨丰为 29/23X，高于平均值，主因公司从事液包行业，同时为客户提供液包综合方案，叠加深度绑定大客户，未来将乘着下游行业的发展而快速崛起。2023 年可比公司平均 PEG 为 0.80，新巨丰不断扩产，与现有大客户合作关系稳定，同时积极拓展新客户，营收有望快速增长，同时依托国内供应链实现国产替代可期，我们预计新巨丰 PEG 为 0.68，看好公司中长期业绩增长。

**表6：可比公司 PEG 数据对比**

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS			PE			2022- 2024CAGR	PEG2023E
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E		
601968.SH	裕同科技	23.75	1.60	1.83	2.15	15	13	11	17.32%	0.92
002831.SZ	宝钢包装	7.09	0.24	0.27	0.32	28	25	20	13.49%	1.75
002701.SZ	奥瑞金	4.53	0.22	0.32	0.4	23	14	11	12.32%	0.32
002752.SZ	异兴股份	4.73	0.21	0.35	0.44	24	14	11	20.07%	0.22
平均值						23	16	13		0.80
301296.SZ	新巨丰	16.35	0.40	0.57	0.72	41	29	23	26.97%	0.68

资料来源：wind，民生证券研究院；（注：可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2023 年 06 月 09 日）

## 4.3 投资建议

一方面，公司依托国内供应链，产品成本低于行业平均，相比海外龙头公司具

备更高性价比，进口替代空间可期。另一方面，公司上市后不断筹备扩产扩建，资本助力下打破产能天花板，收入规模将再上一个台阶。因此，我们预计 2023-2025 年归母净利润为 2.4/3.0/4.0 亿元，对应 PE 为 29X、23X、17X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

## 5 风险提示

**1) 行业竞争加剧的风险。**液包行业竞争格局一超多强，新巨丰在国内液包市场中市占率排名第四，产品规格及品类数量尚不及龙头公司。行业竞争加剧可能会削弱公司盈利能力，甚至导致市占率下滑。

**2) 对核心客户依赖度过高风险。**新巨丰主要客户为伊利股份、新希望乳业及其子公司，2021 年合计贡献收入的 91.4%。核心客户的经营情况将影响公司的收入利润。

**公司财务报表数据预测汇总**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,608	2,080	2,592	3,232
营业成本	1,331	1,701	2,108	2,597
营业税金及附加	8	8	10	13
销售费用	21	21	26	32
管理费用	52	62	78	97
研发费用	10	10	13	16
EBIT	209	294	378	502
财务费用	0	-15	-15	-15
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	9	10	13	16
营业利润	226	320	405	533
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	227	320	406	533
所得税	57	80	101	133
净利润	170	240	304	400
归属于母公司净利润	170	240	304	400
EBITDA	254	340	426	557

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,418	1,367	1,380	1,606
应收账款及票据	442	584	727	907
预付款项	8	10	13	16
存货	262	336	416	512
其他流动资产	161	186	210	241
流动资产合计	2,291	2,482	2,746	3,281
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	458	485	509	649
无形资产	37	37	37	36
非流动资产合计	584	733	877	870
资产合计	2,875	3,215	3,623	4,152
短期借款	6	6	6	6
应付账款及票据	390	499	618	761
其他流动负债	50	60	68	83
流动负债合计	445	565	692	850
长期借款	31	30	30	30
其他长期负债	28	26	27	27
非流动负债合计	59	56	57	57
负债合计	504	621	749	908
股本	420	420	420	420
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2,370	2,594	2,875	3,244
负债和股东权益合计	2,875	3,215	3,623	4,152

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	29.48	29.38	24.60	24.68
EBIT 增长率	2.16	40.38	28.54	32.84
净利润增长率	7.84	41.57	26.81	31.38
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	17.23	18.24	18.68	19.64
净利润率	10.54	11.54	11.74	12.37
总资产收益率 ROA	5.90	7.46	8.40	9.63
净资产收益率 ROE	7.15	9.25	10.59	12.33
<b>偿债能力</b>				
流动比率	5.15	4.39	3.97	3.86
速动比率	4.43	3.69	3.28	3.18
现金比率	3.19	2.42	2.00	1.89
资产负债率 (%)	17.54	19.31	20.66	21.86
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	99.14	100.00	100.00	100.00
存货周转天数	71.86	72.00	72.00	72.00
总资产周转率	0.70	0.68	0.76	0.83
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.40	0.57	0.72	0.95
每股净资产	5.64	6.18	6.84	7.72
每股经营现金流	-0.07	0.36	0.53	0.69
每股股利	0.04	0.06	0.07	0.10
<b>估值分析</b>				
PE	41	29	23	17
PB	2.9	2.6	2.4	2.1
EV/EBITDA	21.61	16.30	12.96	9.51
股息收益率 (%)	0.23	0.35	0.44	0.58

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	170	240	304	400
折旧和摊销	45	46	49	55
营运资金变动	-218	-115	-109	-138
经营活动现金流	-31	152	222	290
资本开支	-53	-191	-192	-48
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	66	-184	-179	-32
股权募资	1,073	0	0	0
债务募资	21	-1	-4	0
筹资活动现金流	1,092	-19	-29	-32
现金净流量	1,127	-51	13	225

## 插图目录

图 1: 新巨丰发展历程.....	3
图 2: 新巨丰股权结构图.....	3
图 3: 分产品营业收入 (亿元) .....	5
图 4: 不同产品形态毛利率水平 .....	5
图 5: 枕包工艺流程.....	5
图 6: 砖包工艺流程.....	5
图 7: 钻石包工艺流程.....	6
图 8: 2020 年国内液奶市场中不同包型产品所占份额 .....	6
图 9: 2014-23Q1 年公司营收 (亿元) 及同比增速 .....	6
图 10: 2014-23Q1 年归母净利润 (亿元) 及同比增速 .....	6
图 11: 2014-23Q1 年公司毛利率及净利率水平 .....	7
图 12: 2014-23Q1 年公司期间费用率 .....	7
图 13: 公司及同业毛利率水平对比 .....	7
图 14: 主要客户伊利与新希望乳业及其子公司营收 (亿元) 及同比增速 .....	8
图 15: 2020 年伊利、新希望乳业、夏进乳业主要客户供应商结构 .....	8
图 16: 国内上游液体奶产量 (万吨) 及增速 .....	9
图 17: 2020 年国内液态奶无菌包装市场格局 .....	9
图 18: 全球无菌包装市场规模 (十亿美元) .....	10
图 19: 伊利股份新产能扩建情况 (单位: 亿元) .....	10
图 20: 2020 年中美日人均乳制品消费量及金额 .....	10
图 21: 利乐包装销量近年来维持在 1900 亿包水平 .....	11
图 22: 利乐包装营收及增速 .....	11
图 23: 2021 年利乐包装主要应用于乳制品 .....	12
图 24: SIG 包装主营收入 (十亿欧元) 及同比增速 .....	12
图 25: SIG 包装销量仅利乐 1/4 .....	12
图 26: SIG 康美包 .....	13
图 27: 2022 年 SIG 包装销售区域主要集中在欧洲区域 .....	13
图 28: 纷美包装公司发展历程 .....	13
图 29: 纷美包装营收情况 (亿元) 及同比增速 .....	14
图 30: 产品单位售价/成本 (元/包) 及同比增速 .....	14
图 31: 纷美包装归母净利润 (亿元) 及同比增速 .....	14
图 32: 纷美包装综合毛利率及净利率水平 .....	14
图 33: 纷美灌装机 .....	15
图 34: 纷美包装德国工厂 .....	15
图 35: 纷美德国、意大利工厂覆盖西欧 .....	15
图 36: 碧海包装公司发展历程 .....	16
图 37: 碧海包装营收情况 (亿元) 及同比增速 .....	16
图 38: 碧海包装净利润 (亿元) 及同比增速 .....	16
图 39: 产品单位售价及单位成本 (元/包) .....	17
图 40: 碧海包装毛利率及净利率水平 .....	17
图 41: 碧海包装下游客户 .....	17
图 42: 2009-2020 年利乐市占率下降 9.1% .....	18
图 43: 新巨丰、纷美、液态奶行业营收复合增速 .....	18
图 44: 2022 年新巨丰员工人数及占比 .....	19
图 45: 包装企业导入牛奶企业流程 .....	20
图 46: 新巨丰包装产能规模 .....	20
图 47: 新巨丰 2019-2022 产能及产能利用率 .....	21
图 48: 新巨丰产品良率持续改善 .....	21
图 49: 新巨丰退货比例 .....	21
图 50: 牛奶包装解构 .....	22
图 51: 新巨丰生产工艺 .....	23
图 52: 下游液态乳企业成本构成 .....	23
图 53: 伊利、蒙牛毛利率变化 (单位: %) .....	23
图 54: 新巨丰液包原材料占成本比重达 90% .....	24



图 55: 国内液包企业价格对比 (元/包) .....	24
图 56: 新巨丰原纸和铝箔基本采购于国内 .....	25
图 57: 新巨丰原材料成本拆分情况 .....	25
图 58: 新巨丰原材料平均采购单价 (元/吨) .....	25
图 59: 利乐全产业链服务 .....	26

## 表格目录

盈利预测与财务指标 .....	1
表 1: 公司核心管理/技术人员及持股比例 .....	4
表 2: 包装公司产品种类及辊式 .....	8
表 3: 新巨丰核心技术人员 .....	19
表 4: 公司业绩拆分及预测 .....	27
表 5: 费用预测表 .....	28
表 6: 可比公司 PEG 数据对比 .....	28
公司财务报表数据预测汇总 .....	31

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026