

柏星龙 (833075.BJ)
创意包装讲品牌故事，挖掘文创、内包领域新机遇

2024年01月05日

——北交所首次覆盖报告
投资评级：增持（首次）
诸海滨（分析师）

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

日期	2024/1/4
当前股价(元)	15.99
一年最高最低(元)	19.70/7.38
总市值(亿元)	10.36
流通市值(亿元)	3.94
总股本(亿股)	0.65
流通股本(亿股)	0.25
近3个月换手率(%)	729.66

北交所研究团队
● 创意设计+策略规划+技术研发+产品交付四位一体，2023年成长性改善中

柏星龙专注于为酒类、化妆品、茶叶、食品等领域客户提供四位一体形象工程整体解决方案，以优秀创意设计能力为抓手，优质工艺技术和广东惠州、贵州毕节等生产基地保证高效交付能力。2021年营收增长51.15%，2023年H1酒类承压营收小幅下滑，后续逐季度改善中。随着募投项目顺利推进，柏星龙有望拓展多地域多领域客户。加之酒类、化妆品类等消费下游回温，公司有望发挥专业优势，充分挖掘客户需求，提高市占率和盈利能力，推动业绩增长。我们预计公司2023年-2025年的归母净利润为0.46/0.59/0.77亿元，EPS为0.71/0.92/1.18元/股，对应当前股价的PE分别为22.5/17.5/13.6倍，首次覆盖给予“增持”评级。

● 创意包装行业逐步升级，创意个性化与生产绿色化成为未来趋势

改革开放后，中国包装工业迅速起飞，企业数量稳定增长。2011年至今，包装行业逐渐进入平稳发展阶段，创意包装是在实现传统包装功能的基础上的一个立体化、多元化、提升包装对象市场价值的综合性创意工程。近年来，我国文化创意产业不断发展，在GDP中比重也逐年增高，间接推进了创意包装行业的发展。如今，包装行业具有行业集中度低，行业分散的特点。中国人均包装消费量明显低于全球水平，未来仍有较大提升空间，恰逢研制经济与定制版、联名款等消费理念推动，包装行业趋于差异化、个性化、绿色化、品牌化发展。

● 重视新产品设计创新、新技术研发，191项专利，开拓内包装、文创产品领域

柏星龙重视新产品设计创新与新技术的研发，累积获得107项国际大奖，研发投入金额逐年增加，在新材料、新工艺、新防伪、新结构、生产自动化、产品智能化等维度进行了较大投入。截至2023年H1，柏星龙共获得专利共191项。随着柏星龙进一步扩大内包装市场开发力，持续挖掘文创领域产品，将中国传统文化与产品之间价值融合，契合当代消费者精神需求，继续发挥创意设计引领作用，不断开发包装文创领域新可能。

● 风险提示：对主要客户依赖风险、市场竞争加剧风险、宏观经济波动风险。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	426	487	542	608	738
YOY(%)	51.1	14.3	11.2	12.2	21.3
归母净利润(百万元)	42	39	46	59	77
YOY(%)	88.6	-7.5	18.3	28.6	28.8
毛利率(%)	35.2	33.8	34.6	35.9	36.5
净利率(%)	9.9	8.0	8.5	9.8	10.4
ROE(%)	19.6	9.9	11.4	13.0	14.5
EPS(摊薄/元)	0.65	0.60	0.71	0.92	1.18
P/E(倍)	24.6	26.6	22.5	17.5	13.6
P/B(倍)	4.8	2.7	2.6	2.3	2.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 公司发展：融合品牌形象与文化创意，挖掘文创领域.....	4
1.1、 业务梳理：品牌策略规划+创意设计为核心，四位一体形象工程方案.....	4
1.2、 发展历程：专注创意设计与创意包装生产，子公司扩大辐射半径.....	10
1.3、 商业模式：创意设计+产品销售+设计产品销售分成多渠道直销模式.....	12
1.4、 财务状况：2023 年营收情况逐季度改善，2023H1 境外收入同比+68%.....	13
2、 行业环境：创意包装升级，差异化与绿色化成为未来趋势.....	16
2.1、 概念解析：2023Q1-Q3 规模以上创意设计服务营收同比+10.85%.....	16
2.2、 行业现状：包装行业企业数量稳步增长，行业集中度低.....	18
2.3、 市场空间：颜值经济与定制版理念推动创意包装市场拓展.....	20
2.4、 发展趋势：创意化、个性化、绿色化、品牌化成为发展趋势.....	22
2.5、 行业壁垒：创意设计能力、印刷+防伪工艺技术、品牌效应凸显.....	24
2.6、 竞争格局：柏星龙毛利率优势明显，研发费用率连续位列第一.....	24
3、 亮点探寻：创意包装中的“专精特新”，获 107 项设计大奖.....	28
3.1、 设计与技术优势：107 项设计大奖，191 项专利+271 项作品著作权.....	28
3.2、 客户优势：合作多个国内外大牌，大客户依赖度逐步下降.....	30
3.3、 募投项目：惠州柏星龙智能制造，创意设计与技术研发中心建设.....	31
3.4、 估值对比：可比公司 PE TTM 均值为 54X.....	32
4、 风险提示.....	32
附：财务预测摘要.....	33

图表目录

图 1： 柏星龙策略规划、创意设计、技术研发、产品交付四位一体.....	4
图 2： 具体业务分为创意包装产品生产、创意设计服务.....	4
图 3： 创意设计服务主要分成四个部分进行.....	5
图 4： 设计业务营收规模波动上升.....	5
图 5： 2023 年 H1 设计业务毛利率 59.89%.....	5
图 6： 创意包装产品生产主要分为酒类、化妆品和精品、茶叶和食品模块.....	6
图 7： 2023 年 H1 创意包装产品营收规模 2.17 亿元.....	6
图 8： 2023 年 H1 创意包装产品毛利率 32.98%.....	6
图 9： 2023 年 H1 公司精品创意包装营收占比提升至 40%.....	7
图 10： 柏星龙在酒类客户包装设计中赋予独特的文化内涵.....	7
图 11： 以纸代塑，洋河股份与柏星龙共同携手打造生产新品洋河微分子.....	8
图 12： 化妆品、珠宝类客户通过前期的市场开发培育、客户的积累及合作深度的不断加强.....	8
图 13： 柏星龙进一步扩大了内包装的市场开发力度.....	9
图 14： 柏星龙公司持续挖掘文创领域产品.....	9
图 15： 柏星龙茶叶、食品市场持续培育与扩大.....	9
图 16： 2022 年 H1 公司酒类创意包装毛利率为 30.36%.....	10
图 17： 柏星龙专业从事创意包装产品生产和创意设计服务，2022 年北交所上市.....	10
图 18： 赵国义是控股股东、实际控制人.....	11
图 19： 2022 年 H1 外购产品占采购金额 29.51%、外协加工占比 35.55%.....	12
图 20： 为多家上市企业成功打造核心战略产品.....	13
图 21： 2023 年前三季度整体营收同比提升 2.98%.....	13

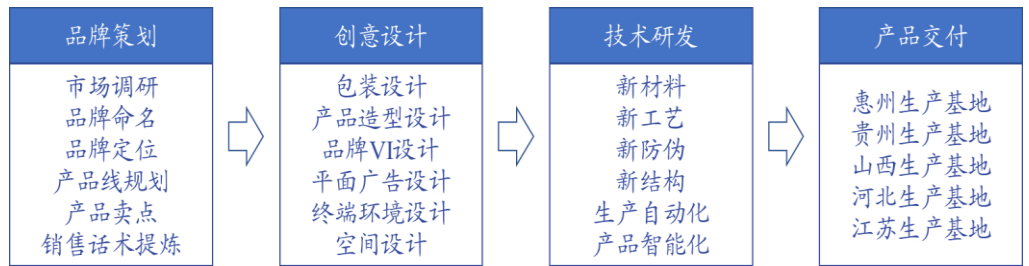
图 22: 2022 年 Q2、Q4 营收占比相对较高.....	14
图 23: 2023 年来看营收情况正在改善.....	14
图 24: 2023 年 H1 境外营收增长 67.87%.....	14
图 25: 2023 年 H1 境外收入占比增长至 36.17%.....	14
图 26: 2022 年归母净利润规模 0.39 亿元.....	15
图 27: 近年来净利率在 9%附近小幅度波动.....	15
图 28: 外销以化妆品、精品创意包装产品为主, 毛利率相对内销较高.....	15
图 29: 2020 年以来期间费用率呈现下降趋势.....	16
图 30: 2020 年以来期间费用率呈现下降趋势.....	16
图 31: 中国的包装行业起步于 20 世纪 80 年代.....	17
图 32: 2015-2020 年, 我国文化相关产业 GDP 比重增长.....	18
图 33: 2022 年规模以上文化相关企业营收 12 万亿.....	18
图 34: 2023 年 Q1-Q3 创意设计服务业营业收入增长率 10.85%.....	18
图 35: 我国包装行业规模以上企业数量呈稳步上升的趋势, 2022 年同比增长 11.65%.....	19
图 36: 前五大企业的营业收入占全国包装行业规模以上企业实现销售收入的比例仅 5.79%.....	19
图 37: 纸和纸板容器制造占比 24.77% (亿元).....	20
图 38: 中国的人均包装消费量远低于美国等发达国家.....	20
图 39: 酒类包装是酒类产品的关键组成部分, 占酒类产品销售比例较大.....	21
图 40: 全球化妆品市场规模蓬勃发展.....	21
图 41: 预计中国茶叶礼盒市场规模增长率保持在 10%以上.....	22
图 42: 随着市场竞争的加剧, 创意包装企业更加注重个性、创意产品的研究开发.....	23
图 43: 选取裕同科技、元隆雅图、上海艾录、中荣股份作为行业可比公司.....	25
图 44: 柏星龙 2017-2022 年营收 CAGR 13.92%.....	25
图 45: 柏星龙归母净利润规模相对较小 (亿元).....	26
图 46: 柏星龙 2017-2022 年归母净利润 CAGR 增长第二.....	26
图 47: 柏星龙毛利率高于可比公司.....	26
图 48: 2020 年以来柏星龙净利率略高于可比公司均值.....	26
图 49: 柏星龙期间费用率高于可比公司均值, 2020 以来有下降趋势.....	27
图 50: 柏星龙管理费用高于可比公司均值.....	27
图 51: 柏星龙研发费用率基本与可比公司均值持平.....	27
图 52: 柏星龙研发人员数量占比达到 20.71% (单位: %).....	28
图 53: 销售费用率高于上市可比公司平均值.....	28
图 54: 柏星龙财务费用率与可比公司均值基本持平.....	28
图 55: 2023 年 H1 公司累计获得国际设计大奖 107 项.....	29
图 56: 2023 年 H1 公司授权专利 191 项.....	29
图 57: 柏星龙研发人员数量增长速度较快.....	29
图 58: 前五大客户销售占营业收入比例逐年下降 (万元).....	31
图 59: 创意包装智能制造生产建设项目已完成厂房主体结构的封顶.....	31
表 1: 高管在营销、财会、运营等领域经验丰富.....	11
表 2: 近年来多个政策对包装绿色化提出要求.....	23
表 3: 2019 年至 2022 年, 柏星龙共有 34 项研发项目.....	29
表 4: 募集资金用于惠州柏星龙智能制造, 创意设计与技术研发中心建设.....	31
表 5: 可比公司 PE TTM 中值为 37X.....	32

1、公司发展：融合品牌形象与文化创意，挖掘文创领域

1.1、业务梳理：品牌策略规划+创意设计为核心，四位一体形象工程方案

柏星龙以**品牌策略规划**和**创意设计**为核心，将品牌形象与文化创意相融合，专注于为酒类、化妆品、茶叶、食品等消费品领域客户提供品牌策略规划、创意设计、技术研发、产品交付四位一体的产品形象工程整体解决方案。

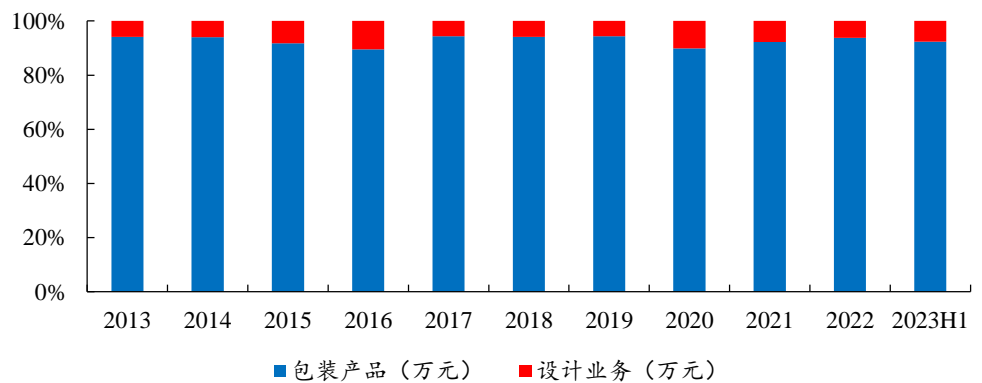
图1：柏星龙策略规划、创意设计、技术研发、产品交付四位一体



资料来源：公司官网、开源证券研究所

具体业务分为**创意包装产品生产**、**创意设计服务**两个部分。其中设计业务收入占比在8%上下波动，柏星龙通过创意包装设计、生产工艺为创意包装产品业务导入业务机会。创意设计为包装产品提供概念，优秀的制造工艺和技术则为创意设计顺利转化为产品提供保障。柏星龙基于对创意设计的深刻理解和丰富的创意包装生产经验，在为客户提供创意设计服务的同时，还提供技术研发和产品生产服务。

图2：具体业务分为创意包装产品生产、创意设计服务



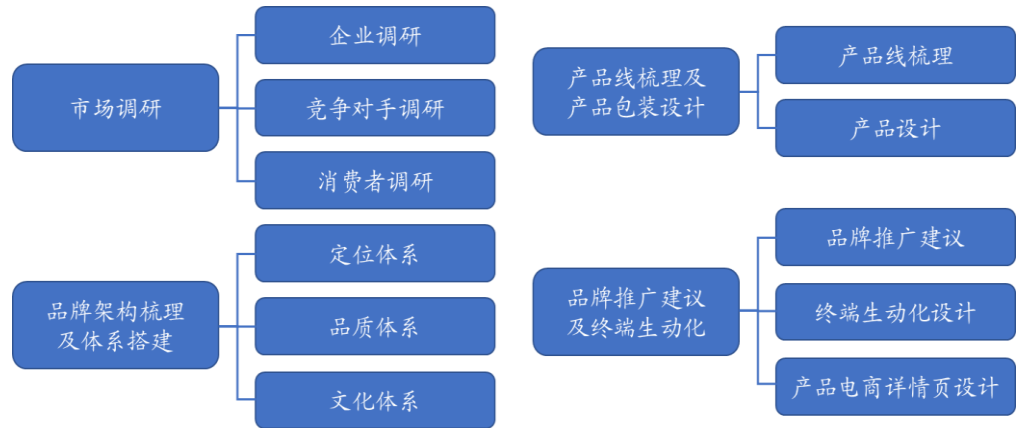
数据来源：Wind、开源证券研究所

创意设计服务是将品牌文化、产品文化、地域文化、消费者需求等要素融入产品包装，并运用印刷及表面加工等制造工艺形成展现消费品文化内涵、体现产品市场形象的服务。

创意包装产品主要包括纸板盒、卡盒、箱、手袋及其他创意包装产品。创意包装产品除了提供基本的产品说明、产品保护、外观美化等功能外，还能通过具有市场竞争力的品牌策略规划、创意设计服务，向消费者传递品牌文化故事及产品文化

内涵，激发消费者购买欲望，提升产品附加值。

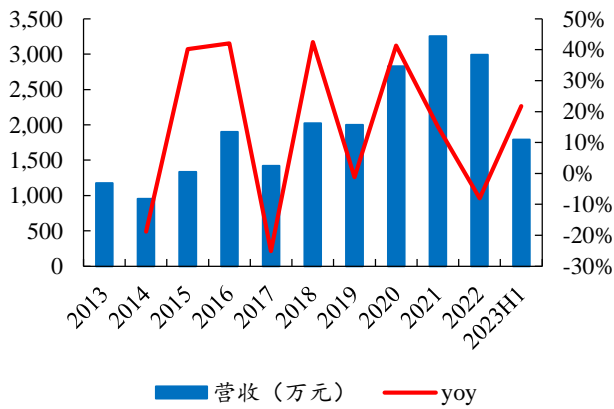
图3：创意设计服务主要分成四个部分进行



资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

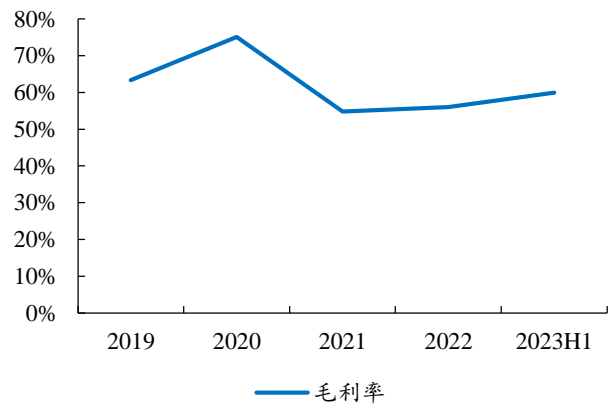
从营收端来看，柏星龙创意设计服务营收规模呈现波动上升趋势。2023 年上半年，公司面对新的市场竞争环境，客户新产品设计开发需求有所增加，2023 年 H1 营收规模 1792.25 万元，同比增长 21.77%。毛利率 2021-2023 年 H1 有缓慢上升，2023 年 H1 达到 59.89%。

图4：设计业务营收规模波动上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2023 年 H1 设计业务毛利率 59.89%



数据来源：Wind、开源证券研究所

创意包装产品生产主要分为酒类、化妆品和精品、茶叶和食品创意包装生产。2022 年，公司进一步明确了未来多级增长的业务发展方向，继续深耕酒类、国际化妆品包装，拓展国内化妆品、茶叶类、食品类、土特产产品、洋酒、奢侈品包装，

同时积极发展关联产品设计，包括内包装设计（酒瓶、茶具及化妆品内包装等）、文创产品设计、礼盒设计（含包装盒+配套产品）。

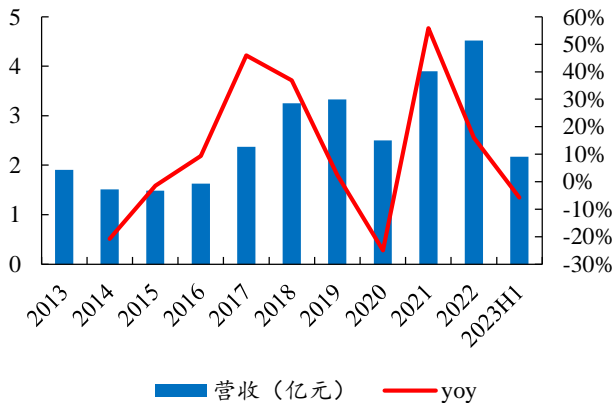
图6：创意包装产品生产主要分为酒类、化妆品和精品、茶叶和食品模块



资料来源：公司官网、开源证券研究所

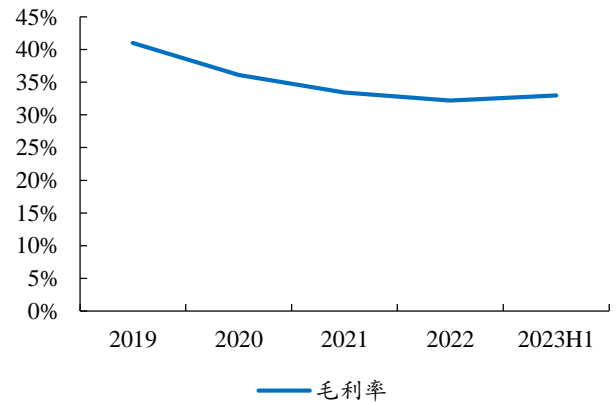
柏星龙的创意包装产品，生产营收规模自 2015 年以来呈现波动上升趋势，2020 年公司受到疫情影响，下游消费疲软，营收单年度下滑 24.96%，2023 年上半年，公司下游白酒消费市场仍处于复苏阶段，酒类包装需求减少，从而使得产品包装收入下降，创意包装产品生产 2023 年 H1 营收 2.17 亿元，同比下滑 5.72%。

图7：2023 年 H1 创意包装产品营收规模 2.17 亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

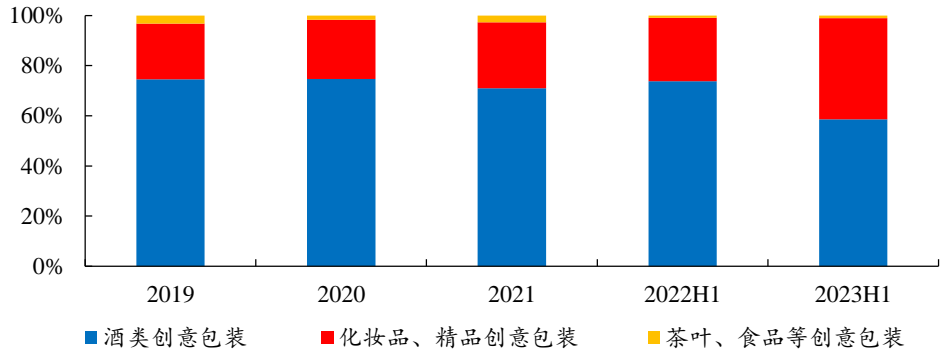
图8：2023 年 H1 创意包装产品毛利率 32.98%



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司创意包装产品生产收入中酒类创意包装的占比最大，2022 年 H1 营收占比中酒类创意包装占比 74%，其次为化妆品、精品创意包装的 25%，茶叶、食品等创意包装目前占比相对较小。2023 年，柏星龙下游客户酒类消费市场低迷、各大厂商库存堆积，导致酒类包装产品需求短期内出现相应的减少，酒类包装营收占比下滑至 59%。

图9：2023 年 H1 公司精品创意包装营收占比提升至 40%



数据来源：公司招股说明书、公司 2023 半年报、开源证券研究所

公司在酒类包装设计中，结合产品品种、定位特色，在包装中展现传递产品文化内涵。2023 年 12 月 12 日与 2023 年 12 月 13 日，公司与中国贵州茅台酒厂（集团）文化旅游有限责任公司签订了关于生产“2024 年传统中国节·新春纳福季文创产品套装”、“惠群贵礼套盒配品苗绣团扇产品”的合同，预计会为公司营收分别带来 2,443.36、743.36 万元影响。

图10：柏星龙在酒类客户包装设计中赋予独特的文化内涵



资料来源：公司公众号

此外，公司还与洋河股份合作推出微分子包装。2023年4月9日，洋河微分子新品上市发布会正式召开，以创新的颠覆性产品，重新定义“轻酒局”。洋河股份加快推动以纸代塑，与柏星龙共同携手打造生产了新品-洋河微分子。公司从产品文化及可持续发展理念出发，打破传统白酒包装认知，将创意与工艺技术结合，引领行业创新升级。

图11：以纸代塑，洋河股份与柏星龙共同携手打造生产新品洋河微分子



资料来源：公司公众号

公司健康、多板块同步发展的业务布局初见成效，化妆品、珠宝类客户通过前期的市场开发培育、客户的积累及合作深度的不断加强，化妆品、珠宝包装产品需求迎来大幅增长,2023年H1实现8,753.40万元收入,与2022年H1同比上升50.20%，相应的化妆品、精品创意包装营收占比提升至40%。

图12：化妆品、珠宝类客户通过前期的市场开发培育、客户的积累及合作深度的不断加强



资料来源：公司公众号

此外，柏星龙进一步扩大了内包装的市场开发力度，内包装产品包括酒瓶、盖子以及化妆品、香水、香薰的内包装和各类文创产品、礼品的综合服务。2023年H1内包装实现营业收入1,500.21万元，与2022年同期同比上升2011.46%，使公司形成了新的收入增长点。基于内包装产品均为一比一、一比多地与外包装产品配套使用，业务市场仍具有更大的发展潜力和空间。

图13: 柏星龙进一步扩大了内包装的市场开发力度



资料来源: 公司公众号、公司官网、包联网公众号

公司持续挖掘文创领域产品, 打造出茅台玉兔呈祥工艺盘、茅台玉兔呈祥马克杯、珍酒端午系列产品、美獭搅蛋专用扑克牌等文创产品, 中国传统文化与产品之间的价值融合, 契合当代消费者的精神需求, 各地不断涌现出节气、节庆主题产品, 公司将继续发挥创意设计引领作用, 不断开发文创领域新可能。

图14: 柏星龙公司持续挖掘文创领域产品



资料来源: 公司公众号

茶叶、食品市场持续培育与扩大, 成功开发了海王星辰、鹿得医疗、华盛水产、武夷山骏德茶叶等客户, 2023年H1实现营业收入224.67万元, 与2022年同期同比上升7.49%。

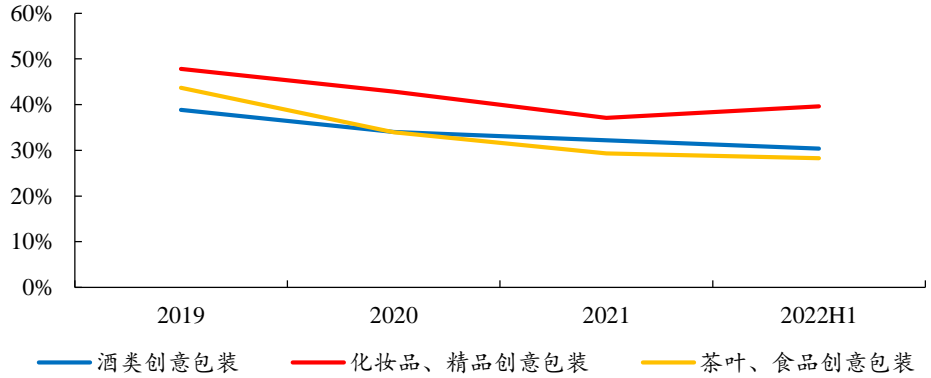
图15: 柏星龙茶叶、食品市场持续培育与扩大



资料来源: 公司公众号

细分内容物来看，化妆品、精品创意包装的毛利率相对较高，2020-2022 年 H1 基本在 40%上下浮动；茶叶、食品创意包装盒酒类创意包装毛利率较为接近，2022 年 H1 分别为 28.27%、30.36%。

图16：2022 年 H1 公司酒类创意包装毛利率为 30.36%

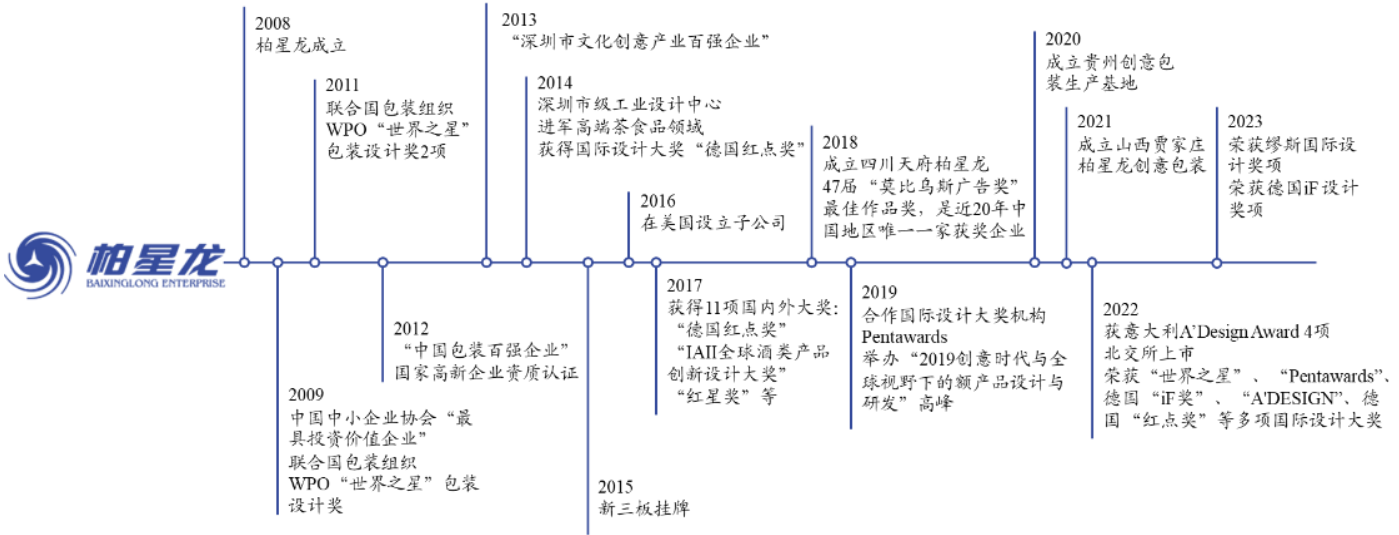


数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

1.2、发展历程：专注创意设计与创意包装生产，子公司扩大辐射半径

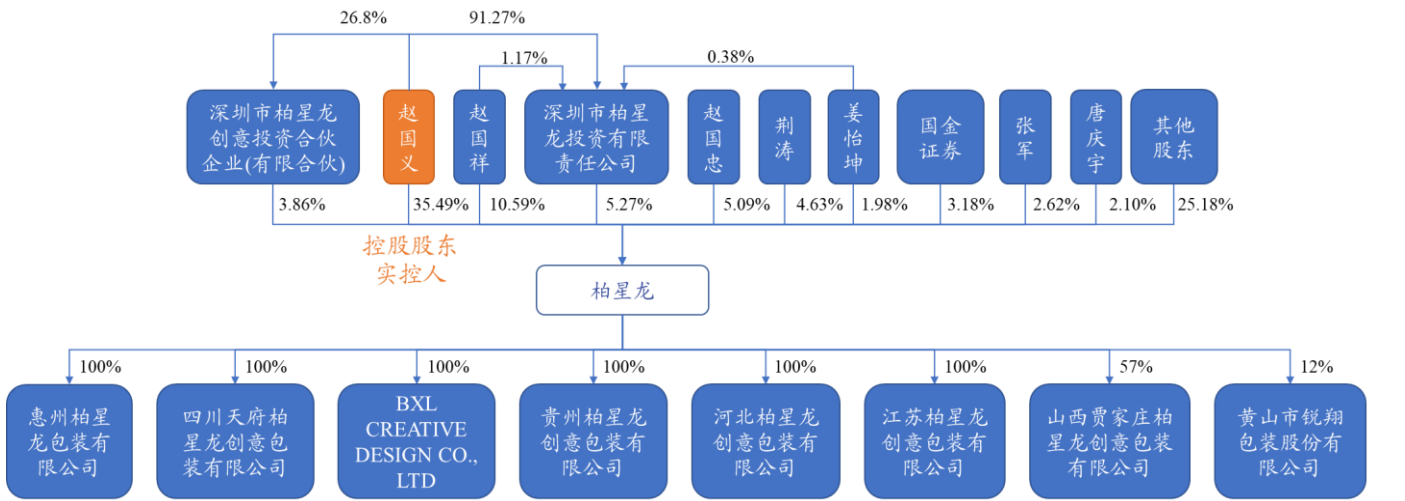
柏星龙成立于 2008 年，2015 年在新三板正式挂牌，2022 年在北交所上市，是一家专业从事创意包装产品生产和创意设计服务的公司，多次获得 WPO“世界之星”、“德国红点奖”、“德国 iF 奖”等多种设计领域国际奖项。

图17：柏星龙专业从事创意包装产品生产和创意设计服务，2022 年北交所上市



资料来源：公司官网、开源证券研究所

柏星龙拥有 7 家控股子公司和 1 家参股公司，未设立分公司。截至 2023Q3，公司控股股东、实际控制人是赵国义，直接持股比例为 35.49%，并通过深圳市柏星龙投资有限责任公司、深圳市柏星龙创意投资合伙企业（有限合伙）间接持股。

图18: 赵国义是控股股东、实际控制人


数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: 数据截至 2023Q3)

其他持有公司 5%以上股份的股东包括总经理赵国祥、深圳市柏星龙投资有限责任公司、赵国忠。

表1: 高管在营销、财会、运营等领域经验丰富

职位	姓名	履历
总经理	赵国祥	男, 1974 年 5 月出生, 本科学历。 1996 年 10 月至 1997 年 5 月, 任深圳市珠江经济广播电台编辑职务; 1997 年 6 月至 1998 年 12 月, 任哈尔滨足神药业有限公司销售员; 1999 年 7 月至 2009 年 12 月, 任深圳市柏星龙包装设计有限公司营销经理、营销总监; 2002 年 11 月至 2009 年 12 月、2010 年 4 月至 2013 年 6 月, 任深圳市柏星龙先锋印刷有限公司法定代表人、执行董事; 2009 年 12 月至今, 历任柏星龙有限及公司营销总监、董事、副总经理、副董事长、总经理, 现任公司副董事长、总经理
副总裁	苏凤英	女, 1975 年 9 月出生, 研究生学历。 1997 年 12 月至 1998 年 8 月, 任深圳市秋娜美容美发器材有限公司会计; 1998 年 9 月至 1999 年 7 月, 深圳市鸿丰宝电子有限公司主管会计; 1999 年 7 月至 2009 年 12 月, 历任深圳市柏星龙包装设计有限公司财务经理、财务总监; 2009 年 12 月至今, 历任柏星龙有限及公司财务总监、董事会秘书、董事。现任公司董事、财务总监。
财务负责人	黄木辉	男, 1982 年 1 月出生, 本科学历。 2000 年 7 月至 2004 年 8 月, 任厦门广懋国际有限公司会计; 2004 年 9 月至 2007 年 5 月, 任深圳市思诺兰德服装发展有限公司财务主管; 2007 年 6 月至 2011 年 3 月, 任深圳市喜德年实业有限公司财务经理; 2011 年 4 月至 2016 年 8 月, 任深圳市欧润皮具有限公司财务经理; 2016 年 9 月至 2023 年 5 月, 历任深圳市柏星龙创意包装股份有限公司财务经理, 财务副总监。
董事会秘书	黄海英	女, 1982 年 2 月出生, 大专学历。 2005 年 7 月至 2009 年 12 月, 任深圳市柏星龙包装设计有限公司运营专员、总经理助理; 2008 年 2 月至 2010 年 12 月, 任柏星龙有限及公司监

职位	姓名	履历
		事、董事长助理；2011年1月至2016年3月，任公司董事长助理、证券事务代表；2016年4月至今任公司董事会秘书。

资料来源：Wind、开源证券研究所

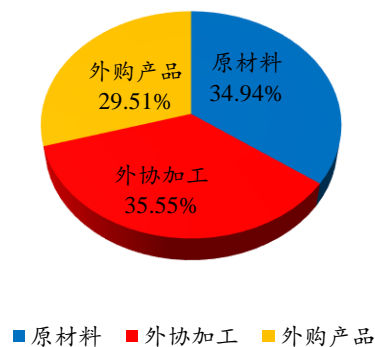
1.3、商业模式：创意设计+产品销售+设计产品销售分成多渠道直销模式

盈利模式：柏星龙主要有三种盈利方式。通过市场与产品调研、挖掘品牌亮点和制定产品规划、提供创意包装设计和品牌推广建议，助力客户新产品开发与老产品的迭代升级，以满足终端消费者不断变化的需求，从而获得**创意设计业务收入**；通过多年经营积累的创意设计素材库、方法论，凭借优秀的创意设计能力和突出的产品制造实力，进一步获得客户的包装产品生产订单，取得**产品销售收入**；与客户签署协议，在提供创意设计服务后，通过参与客户产品**销售分成**的方式获得收入。

研发模式：主要结合市场调研、内部研讨及行业趋势分析，进行年度主题提炼，围绕**新风格、新盒型、新造型、新功能**等领域，持续开展**自主研发设计**。除此之外，柏星龙对核心技术和工艺也进行不断地开发升级，以应用研究为主，积极进行**新技术、新工艺、新材料、新防伪**等方面的研发，加大基础研究工作，以求实现核心技术对公司产品和业务开展的支撑。

采购模式：柏星龙采购的原材料主要包括纸张、内托、油墨等，在采购金额中占比34.94%，主要采取统分结合的采购模式：母公司资源管控中心与供应商协商价格及执行部分特种纸、配件类采购，各子公司采购部门自行负责零星原、辅材料的采购。

图19：2022年H1外购产品占采购金额29.51%、外协加工占比35.55%



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

生产模式：采用“以销定产”的生产模式，包含自产和外协加工两种。外协加工和外购产品分别在公司采购金额中占比35.55%、29.51%。

销售模式：采取**直销**的销售模式，客户包括**直接客户**和**贸易商客户**。贸易商客户收入主要来源于国际知名品牌的包装物供应商 Balance。

图20：为多家上市企业成功打造核心战略产品



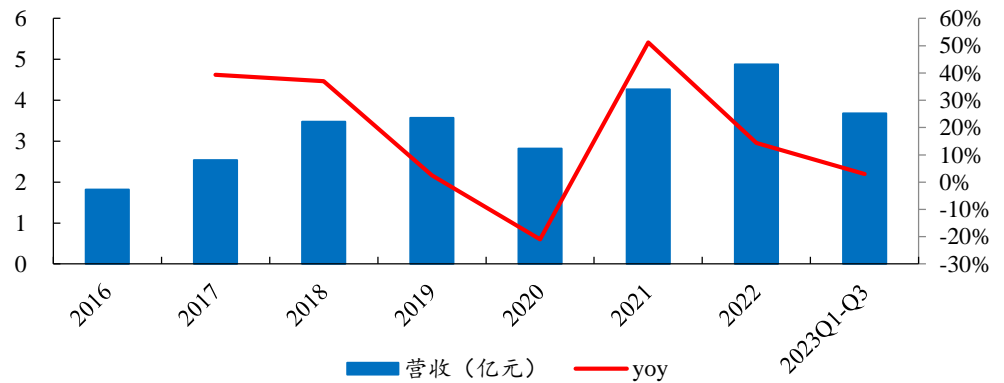
资料来源：公司招股说明书、公司官网

1.4、财务状况:2023年营收情况逐季度改善,2023H1 境外收入同比+68%

运营能力：柏星龙的主营业务突出，收入占比近三年来保持在 98%以上。受到疫情影响，2020 年的酒类、化妆品等产品的终端消费规模萎缩，间接导致了柏星龙 2020 年营收下滑，但随着疫情逐步受控，消费端逐步回暖，柏星龙 2021 年以来营收都呈现增长趋势。

2023 年，柏星龙受到酒类消费市场低迷影响，2023 年 H1 酒类包装营收有所下滑；同时，公司挖掘内包装、化妆品、珠宝、文创、茶叶、食品等领域业务潜力，2023 年前三季度整体营收同比提升 2.98%。

图21：2023年前三季度整体营收同比提升 2.98%



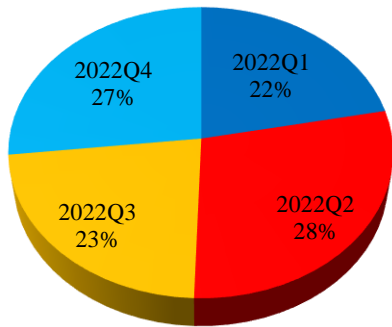
数据来源：Wind、开源证券研究所

从时间分布上来看，第二季度、第四季度营收占比相对较高，2022 年 Q2、Q4 营收占比分别为 28%、27%。2019 年至 2021 年第四季度销售占比分别为 34.26%、40.06%和 33.32%，营收的季节分布差异主要由于酒产品是公司创意包装产品服务的主要对象。受国内传统文化的影响，酒类产品是与春节密切相关的消费品，酒类产品品牌为满足消费需求，通常需在第三季度开始备货，并在第四季度大量出货。一

一般而言，相关创意包装产品的出货高峰集中于第四季度，并根据下一年春节的具体时间，其出货高峰可延续至当年年末至下年年初。

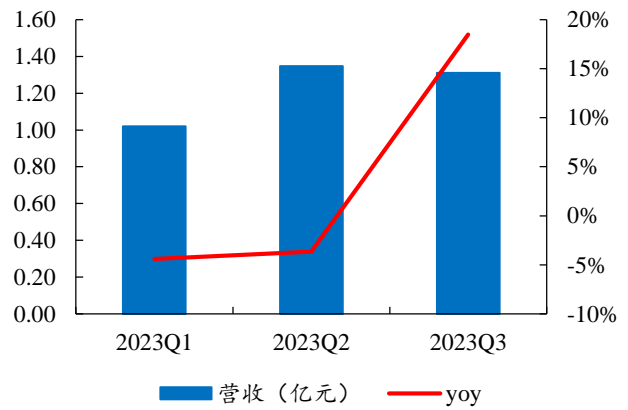
2023 年的季度情况来看，公司的营收情况正在逐渐改善，从第一季度的同比下滑 4.41% 改善至第三季度营收同比增长 18.47%，前三季度整体营收 3.68 亿元，同比增长 2.98%。根据公司 2023 年半年报披露，截至 2023 年 H1，公司在手订单 1.6 亿元，设计及生产有一定的周期，将完成后陆续交付；根据公司所处行业惯例，下半年为行业旺季，如中秋、国庆、圣诞、元旦、春节等重大节假日均会带动消费，进而增加创意包装需求。

图22：2022 年 Q2、Q4 营收占比相对较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

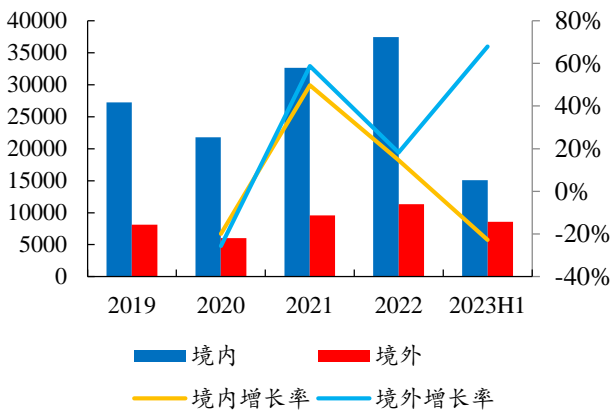
图23：2023 年来看营收情况正在改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

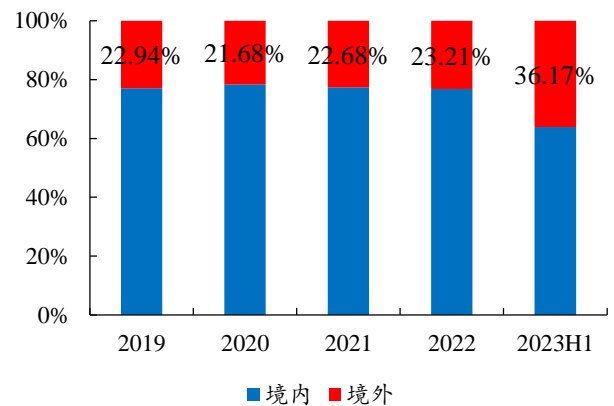
地域分布上，2019-2022 年地域占比相对较稳定，2023 年 H1 境外营收增长较快，对比 2022 年 H1 同比增长 67.87%，占比提升至 36.17%。

图24：2023 年 H1 境外营收增长 67.87%



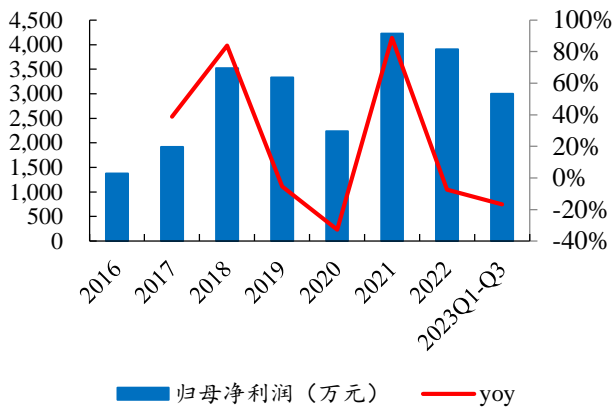
数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：2023 年 H1 境外收入占比增长至 36.17%

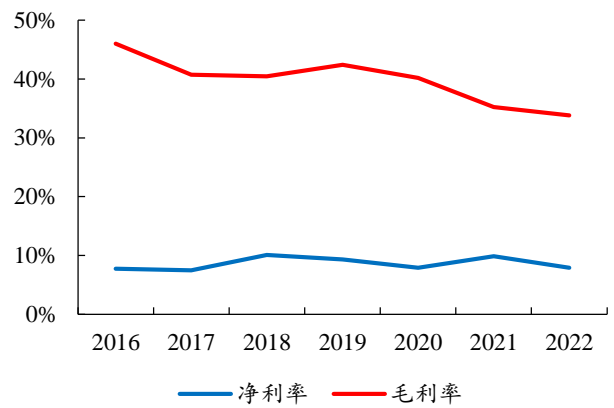


数据来源：Wind、开源证券研究所

盈利能力：2019 年以来净利率在 9% 附近浮动。2019 年-2022 年公司主营业务毛利率有所下降，主要来源于酒类创意包装产品及创意设计服务的毛利率变化。

图26：2022年归母净利润规模0.39亿元


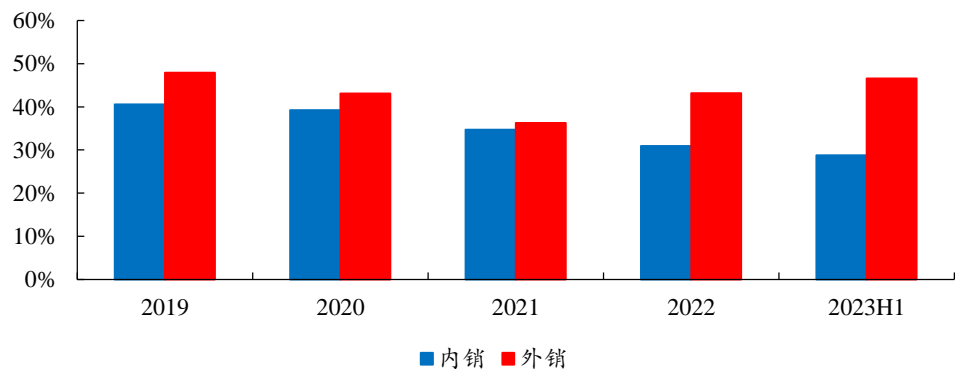
数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：近年来净利率在9%附近小幅度波动


数据来源：Wind、开源证券研究所

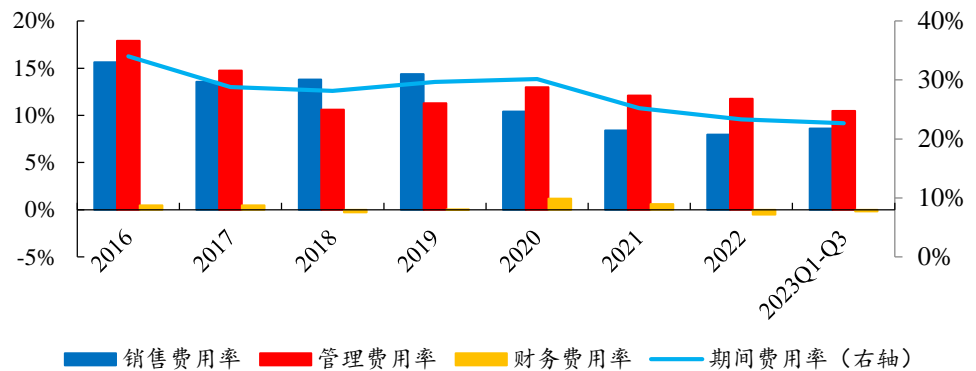
柏星龙外销业务主要是向境外客户提供化妆品、精品创意包装产品的生产。化妆品、精品种类、规格繁多，包装物的个性化程度较高，因此导致化妆品、精品创意包装的销售单价较高。同时，由于化妆品的体积大多较小，化妆品包装物生产过程中需要耗用的原材料较少，单价与单位耗用原材料的比重较高。

此外，外销客户大多为处于欧美等大洲的发达国家，对单价承受度较高，报价弹性较大，因此以化妆品、精品创意包装产品为主的外销业务的毛利率较高。内销业务主要为酒类创意包装产品，与化妆品、精品领域相比，酒类产品对于包装物的价格敏感度相对较高，因此，公司内销业务毛利率相对较低。

图28：外销以化妆品、精品创意包装产品为主，毛利率相对内销较高


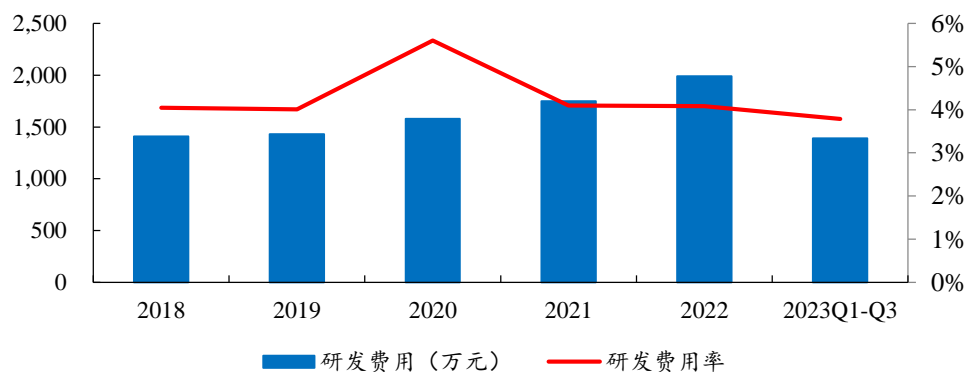
数据来源：Wind、开源证券研究所

期间费用：2020年以来，柏星龙期间费用率呈现下降趋势，2023年H1期间费用率为22.68%。

图29：2020年以来期间费用率呈现下降趋势


数据来源：Wind、开源证券研究所

研发费用：近年来，柏星龙的研发费用逐年提高，研发费用率稍有下降，基本保持在4%上下。

图30：2020年以来期间费用率呈现下降趋势


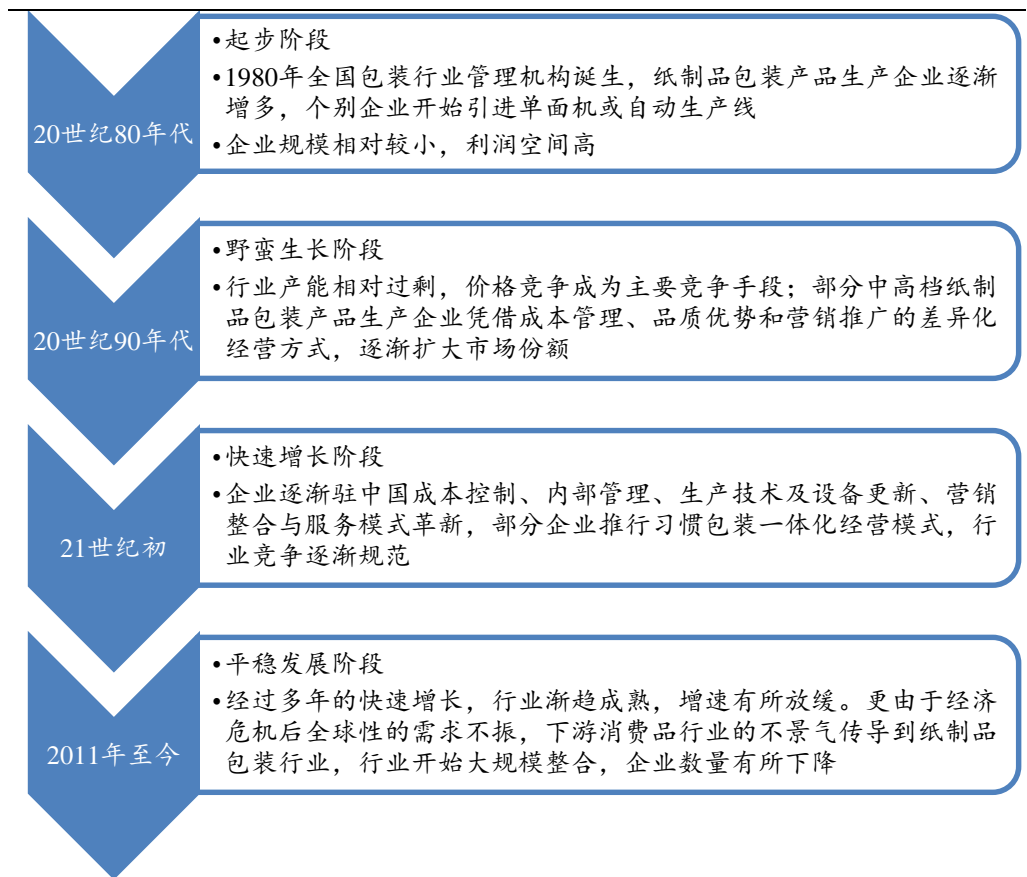
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、行业环境：创意包装升级，差异化与绿色化成为未来趋势

2.1、概念解析：2023Q1-Q3 规模以上创意设计服务营收同比+10.85%

包装是指在流通过程中保护产品，方便储运，促进销售，按一定的技术方法所用的容器、材料和辅助物等的总体名称。

中国包装行业起步于20世纪80年代，改革开放后，中国包装工业迅速起飞，随着改革开放的深入发展，行业始终处于爬坡阶段。在一大批港资包装印刷企业的带动下，珠三角、长三角的民营企业迅速发展壮大，并成为中国包装工业的中流砥柱。

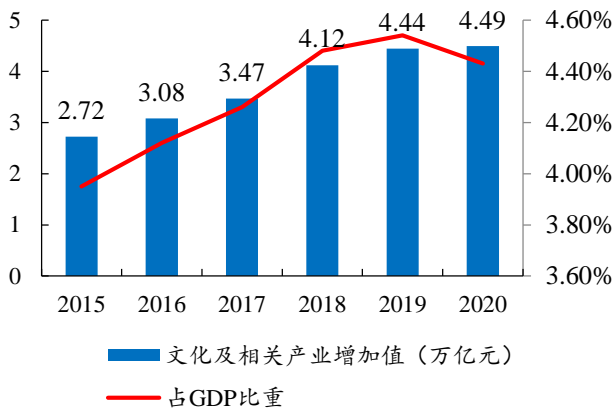
图31：中国的包装行业起步于 20 世纪 80 年代


资料来源：观研天下、上海市包装技术协会、开源证券研究所

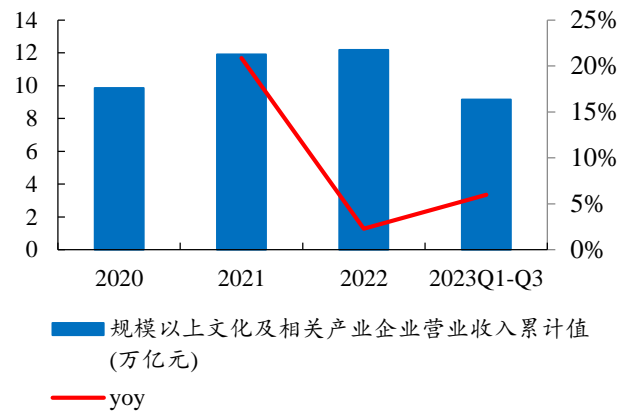
创意包装是在实现传统包装功能基础上的一个立体化、多元化、提升包装对象市场价值的综合性创意工程。创意包装蕴含文化和创意要素，对文化知识和智力创意具有较强依赖性。同时，创意包装亦能增强文化软实力，满足消费者精神文化需求。

文化创意产业是指依靠创意者的智慧、技能和天赋，对文化资源进行重塑与提升，通过知识产权的开发和运用，生产出高附加值产品的产业。文化创意产业是文化与创意的结合，凭借创意手法，将优质文化与现阶段消费者需求相联系，开拓文化传播途径的同时，创造文化的经济价值，提升文化的生命力。

近年来，随着科技的发展，文创理念的深入，文化创意产业迅速发展，产业规模不断扩大。2015-2020年，我国文化及相关产业增加值年均复合增长率达到10.54%，占GDP比重由2015年的3.95%增长至2020年的4.43%。2022年全国规模以上文化及相关产业企业营业收入12.18万亿元，同比增长2.30%。我国文化及相关产业呈现整体上升的态势。

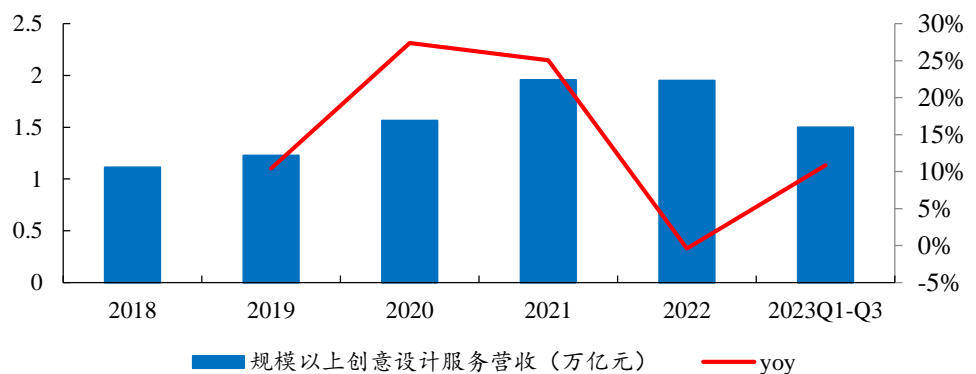
图32：2015-2020年，我国文化相关产业 GDP 比重增长


数据来源：国家统计局、公司招股说明书、开源证券研究所

图33：2022年规模以上文化相关企业营收12万亿


数据来源：国家统计局、开源证券研究所

文化创意与设计服务业作为文化产业的重要组成部分，保持了较快的增长速度。我国规模以上创意设计服务营业收入2020年、2021年增长率保持在25%以上，2023年Q1-Q3规模以上创意设计服务营收1.50万亿，同比提升10.85%。

图34：2023年Q1-Q3创意设计服务业营业收入增长率10.85%


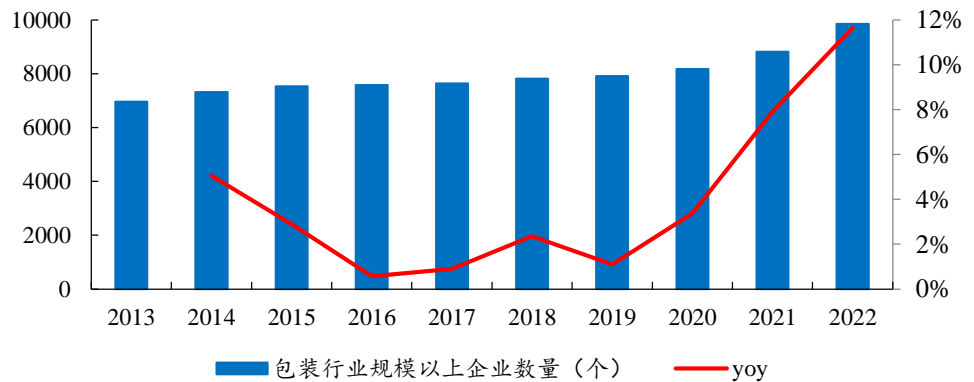
数据来源：国家统计局、开源证券研究所

文化创意产业的不断发展对包装的升级发展起到了重要的促进作用，现代包装的设计观念发生变化，从一个功能简单的装载物演变成成为文化创意的载体，能传递的信息不再仅仅是商品基本信息和属性，还包含了深厚的文化底蕴，是视觉和精神的双重审美享受。在文化创意发展的背景下，创意包装有着更为长远和广阔的发展前景。

2.2、行业现状：包装行业企业数量稳步增长，行业集中度低

我国包装行业企业数量逐步增加，企业规模愈渐增大，但是和欧美发达国家相比，我国包装行业整体呈现企业数量稳定增长、行业分散、集中度低的特点。

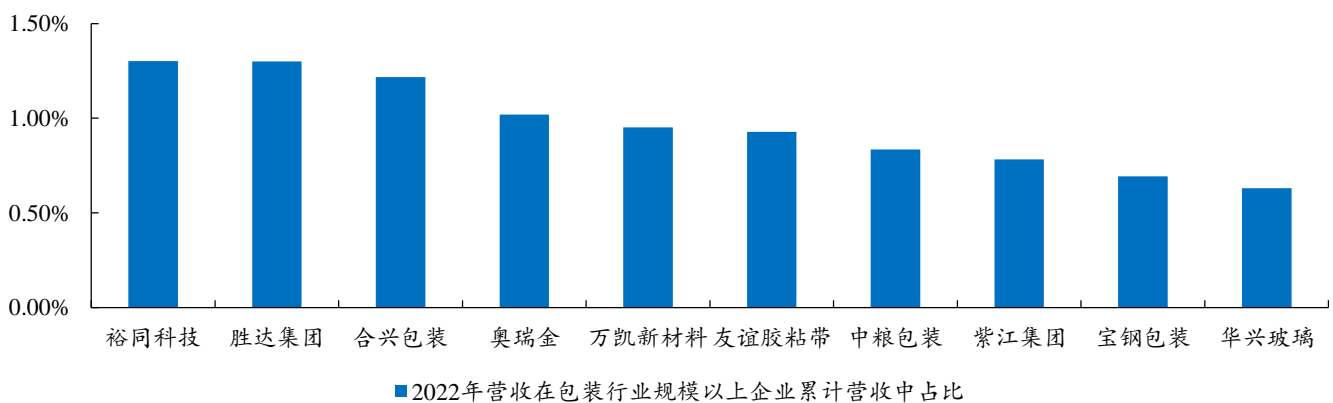
随着世界加工制造业中心的转移以及国家对包装行业的大力扶持，我国中小型包装企业快速崛起。我国包装行业年主营业务收入2,000万元及以上规模的企业数量从2013年的6,974家增长至2022年的9,860家，累计增长2,886家。近年来，我国包装行业规模以上企业数量呈稳步上升的趋势。

图35：我国包装行业规模以上企业数量呈稳步上升的趋势，2022年同比增长11.65%


数据来源：公司招股说明书、中国包装联合会、开源证券研究所

根据中国包装联合会公布的《中国包装行业年度运行报告》，2020年包装行业规模以上企业累计完成营收10,064.58亿元，完成利润总额610.38亿元；2021年包装行业规模以上企业累计完成营收12,041.81亿元，完成利润总额710.56亿元；2022年包装行业规模以上企业累计完成营收12,293.34亿元，同比增长2.09%。

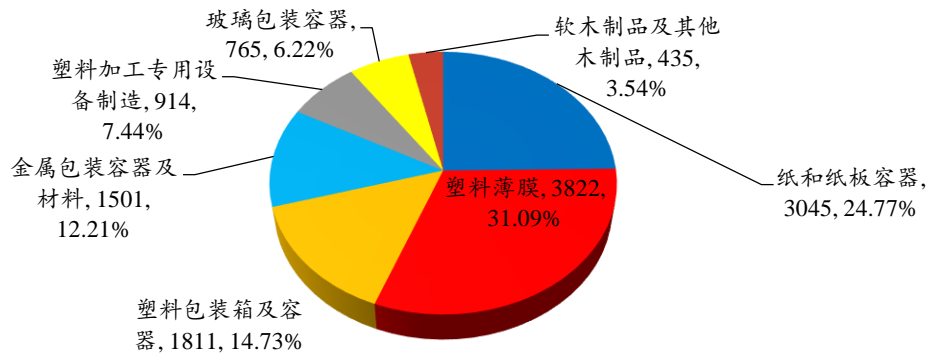
中国包装联合会公布的《2022年度中国包装百强企业排名名单》中，包装市场占有率前五分别是深圳市裕同包装科技股份有限公司、胜达集团有限公司、厦门合兴包装印刷股份有限公司、奥瑞金科技股份有限公司、万凯新材料股份有限公司，前五大企业2022年营业收入合计占全国包装行业规模以上企业实现销售收入的比例仅有5.79%。

图36：前五大企业的营业收入占全国包装行业规模以上企业实现销售收入的比例仅5.79%


数据来源：中国包装联合会、开源证券研究所

从细分行业来看，我国包装印刷行业包含纸和纸板容器制造、塑料薄膜制造、塑料包装箱及容器制造、金属包装容器及材料制造、包装加工专用设备制造、玻璃包装容器制造和软木制品及其他木制品制造。其中，**纸包装市场在包装印刷行业占据重要地位**。2022年全国包装行业规模以上企业营业收入12293.34亿元，较2021年增长251.53亿元。从细分行业来看，塑料薄膜包装和纸和纸板容器占比较大，分别占比31.09%、24.77%；塑料包装箱及容器占14.73%；金属包装容器及材料占12.21%；塑料加工专用设备占7.44%；玻璃包装容器占6.22%；软木制品及其他木制品占3.54%。

图37：纸和纸板容器制造占比 24.77%（亿元）



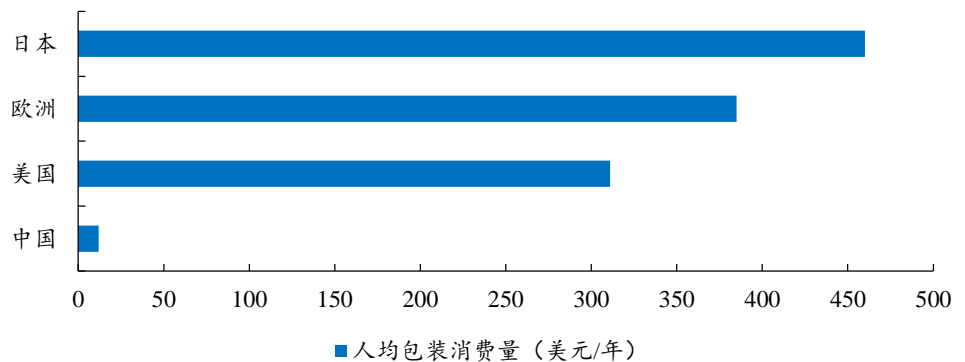
数据来源：中国包装联合会、开源证券研究所

2.3、市场空间：颜值经济与定制版理念推动创意包装市场拓展

近年来，全球包装印刷行业已经进入发展成熟期，2022年，全球包装印刷市场规模达到 26,038.66 亿元，中国包装印刷市场规模达 7,603.29 亿元，2028 年全球包装印刷市场规模有望达到 34,192.63 亿元。

经济的持续较快增长和不断扩容的下游需求，驱动中国包装印刷行业市场规模的增速高于全球行业平均水平。包装产业作为一种传统配套服务型制造业，在我国得到全面性和创造性的发展。中国人均包装消费量明显低于全球水平，未来仍有较大提升空间。我国包装行业 2019 年人均消费量只有 12 美元/年，远远落后于发达国家。综合来看，我国人均消费需求增长潜力较大，创意包装市场空间广阔。

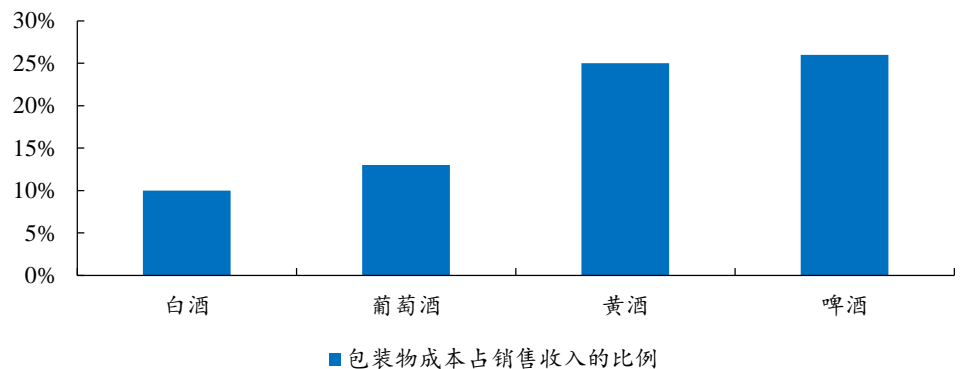
图38：中国的人均包装消费量远低于美国等发达国家



数据来源：公司招股说明书、智研咨询、开源证券研究所

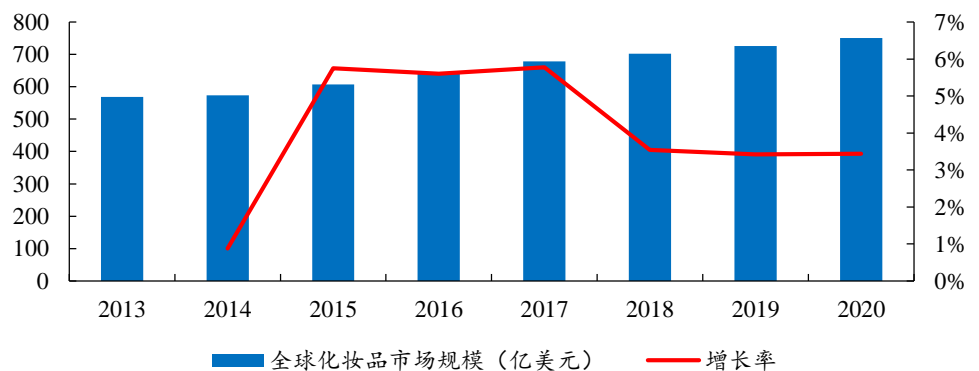
柏星龙主要涉及的创意包装市场包括酒类创意包装、化妆品创意包装、茶叶创意包装、食品创意包装等。

酒类创意包装通过富有创意的包装设计和复杂的印刷工艺，有效地融合了产品文化、企业文化、地域文化、消费者观念等要素，以展现酒类产品的文化内涵和树立产品的市场形象，为酒类企业赢得市场份额奠定基础。2020 年我国酒类包装市场规模达 1,011.26 亿元，预计到 2025 年，整个酒类包装市场规模将达到 1,722.82 亿元。

图39：酒类包装是酒类产品的关键组成部分，占酒类产品售价比例较大


数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

化妆品创意包装市场：近年来，全球化妆品市场蓬勃发展。据 iiMediaResearch 数据显示，2012 年至 2020 年全球化妆品市场规模从 550 亿美元增长至 751 亿美元，年复合增长率 3.97%，预计到 2025 年，全球化妆品市场规模将达到 1,696.7 亿美元。

图40：全球化妆品市场规模蓬勃发展


数据来源：公司招股说明书、iiMediaResearch、开源证券研究所

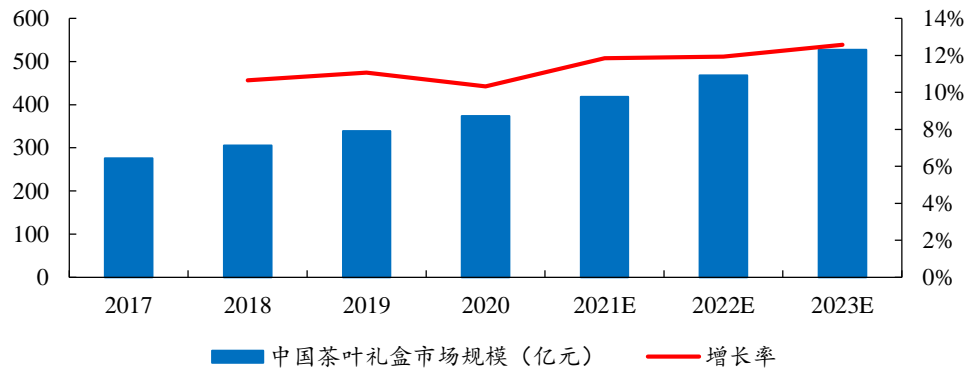
从地区来看，中国化妆品消费市场是仅次于美国的全球第二大市场，以中国为首的亚太区是全球主要化妆品品牌的重要增长引擎。随着居民收入水平和消费水平的提升、化妆品消费理念的增强以及居民对自身外形重视程度的加深，我国的化妆品行业蓬勃发展。

随着化妆品市场需求不断增加，化妆品包装市场也随之增长。根据 MarketsandMarkets2020 年发布的报告，全球化妆品包装市场规模预计将从 2020 年的 494 亿美元增长到 2025 年的 609 亿美元，年复合增长率 4.03%。未来，随着人均收入增长和现代消费观念升级的推动，中国有可能超过美国成为全球最大的化妆品包装市场。

茶叶创意包装市场：茶叶包装是指根据茶叶的特性和消费者的需求，对茶叶进行包裹、保护、装饰美化以促进茶叶产品的销售的过程。据 iiMediaResearch 数据显示，我国茶叶礼盒市场规模从 2017 年的 275.9 亿元增长至 2021 年的 418.4 亿元，年均保持超过 10% 的增长率。随着居民人均可支配收入和支出的增加，居民消费升级，国人的茶叶消费及礼物消费均保持增长态势，预计 2023 年中国茶叶礼盒市场规模将

达到 527.2 亿元。

图41：预计中国茶叶礼盒市场规模增长率保持在 10%以上



数据来源：公司招股说明书、iiMediaResearch、开源证券研究所

食品创意包装市场：食品创意包装是指根据产品特点、节日习俗和品牌定位，通过创意包装设计和复杂的印刷工艺，展现美好寓意与品牌形象的包装。

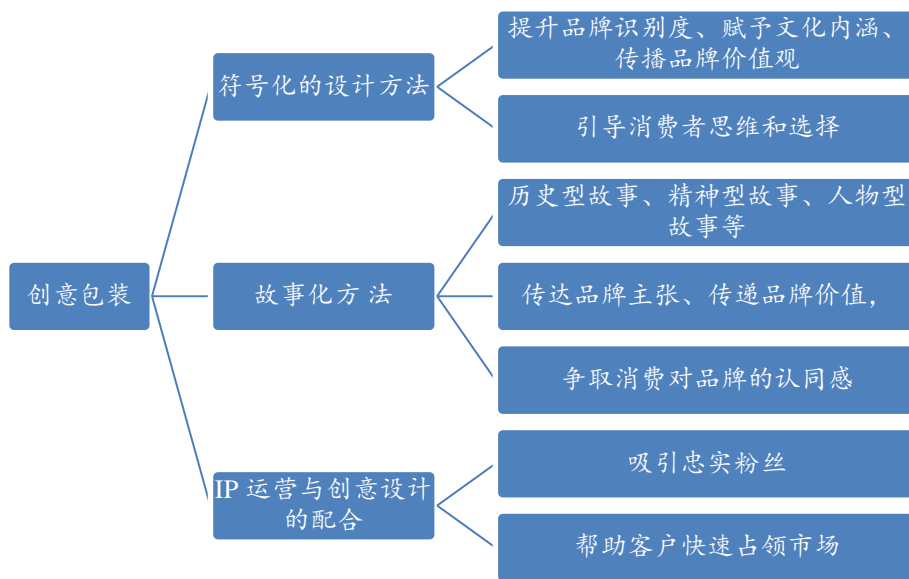
近年来，随着国民经济水平持续提高，网红经济、颜值经济等消费观念的兴起，定制版、联名版包装成为了众多食品创新的重要选择，食品创意包装市场顺势兴起。据中国包装联合会数据显示，2020 年包装行业企业销售规模为 10,064.58 亿元，食品包装行业销售规模约为 6,039 亿元。随着疫情常态化和基本消费恢复常态，结合行业近年来市场规模的增长速度和社会食品消费量的增速，预计 2022-2026 年行业将以 1.23% 的增速增长，到 2026 年市场规模有望达到 6,500 亿元左右。

2.4、发展趋势：创意化、个性化、绿色化、品牌化成为发展趋势

与发达国家的包装工业相比，我国创意包装行业在包装技术研发、生产工艺、包装机械性能、生产自动化程度等方面具有一定差距。

外观趋势上，包装产品趋于创意化、个性化。包装行业作为配套产业，产品主要服务于下游企业。受区域文化、品牌特点等因素的影响，下游消费品在产品 and 市场定位上呈现多样化、差异化、个性化趋势。因此，为更好地迎合下游市场发展趋势，创意化、个性化包装产品是未来包装产品的主流方向。包装产品除了提供基本的产品说明、产品保护、外观美化等功能外，还会通过符合化的设计方法、故事化设计方法和结合 IP 运营的创意设计等方法，向消费者传递品牌文化故事及产品文化内涵，激发消费者购买欲望，提升产品附加值。

图42：随着市场竞争的加剧，创意包装企业更加注重个性、创意产品的研究开发



资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

生产方式的智能化逐步加深。国内劳动力成本和原材料价格上涨引发创意包装生产成本逐步攀升。为了降低生产成本，具备一定实力的创意包装企业陆续引入了先进的自动化、智能化生产设备，通过现代信息技术与制造技术融合创新实现设计、供应、生产与销售等业务的协同，从而优化整体流程并降低生产成本。

生产过程更加重视绿色化。随着消费者、包装生产企业环保意识的增强和各项产业政策的落地实施，绿色化创意包装产品的市场需求将快速增长，国内具备技术实力的创意包装企业开始着手就环保新材料和新工艺进行研发，创意包装企业也将更加注重生产线的绿色化，最终实现研发、设计、生产与经营管理的绿色集成创新。

表2：近年来多个政策对包装绿色化提出要求

时间	政策	相关内容
2022年9月8日	《关于进一步加强商品过度包装治理的通知》	加强包装领域技术创新。推动包装企业提供设计合理、用材节约、回收便利、经济适用的包装整体解决方案，自主研发低克重、高强度、功能化包装材料及其生产设备，创新研发商品和快递一体化包装产品。
2022年7月8日	《上海市碳达峰实施方案》	深入推进塑料污染治理，强化一次性塑料制品源头减量，推广应用替代产品和模式，规范塑料废弃物的回收利用。加快推动快递包装绿色转型，减少二次包装，推广可循环、易回收的包装物。
2021年7月7日	《“十四五”循环经济发展规划》	推行重点产品绿色设计，推动包装和包装印刷减量化。构建废旧物资循环利用体系，建设资源循环型社会。
2016	《关于加快我国包装产业转型升级发展的指导意见》	以互联网和物联网技术为核心，建立设计、制造、技术与标准的开放共享机制，推动生产方式向柔性、智能、精细转变，大力推广集协同制造、虚拟制造及网络化制造等为一体的先进制造模式，构造智能

时间	政策	相关内容
		包装生态链。
		推行简约化、减量化、复用化及精细化包装设计技术，扶持包装企业开展生态（绿色）设计，积极应用生产质量品质高、资源能源消耗低、对人体健康和环境影响小、便于回收利用的绿色包装材料。

资料来源：商务部官网、发改委官网、中国政府网、开源证券研究所

发展模式趋于品牌化、一体化。包装产业三十多年来以量增长为主的模式已趋于结束，粗放式的发展模式导致了严重的产品同质化和激烈的市场竞争。在产业结构调整与升级的转折时期，越来越多的包装企业开始转变发展模式，注重自身品牌的发展以及创意设计的建设。随着下游行业商业模式转变和价值链分工的持续深化，客户对包装一体化解决方案的需求将越来越大，品牌知名度高、创意设计能力强、设计生产营销一体化的企业，才具有可持续发展的能力。

2.5、行业壁垒：创意设计能力、印刷+防伪工艺技术、品牌效应凸显

创意设计能力是创意包装行业的重要壁垒。创意包装是以文化为基础、以创意设计为核心，是人的知识、智慧和灵感物化表现的产业，创意设计能力是该产业的核心竞争力。行业内企业需要根据客户诉求，在统一的艺术构思中运用丰富的艺术表现手法，依据特定环境进行创意设计，大多难以确定标准化的设计方案，需要创意设计团队在深刻理解客户需求、项目背景、地域文化历史等之后进行量身定制，对创意设计团队的创意设计能力和艺术灵感提出了很高的要求。除此之外，项目经验的积累也是重要的一环，能帮助设计团队加深对客户需求及创意的理解，并逐步形成具有较强艺术表现力和感染力的创意设计能力。

创意包装对外观设计、原材料选择、印刷工艺均有较高的要求。在印刷工艺上，品牌客户对包装产品的平整度、光泽度、爽滑度、耐磨性、耐温性、模切精度等诸项指标都有极高的要求；在防伪要求上，包装印刷企业需采用特种油墨、复杂印刷工艺、微纳材料等技术以增加印刷难度，提高防伪特性；在确保产品的稳定性上，包装印刷对承印材料的印刷适应性、油墨的特性、印刷设备的速度、印刷压力和张力的控制、操作人员的水平以及生产环境的温湿度都有较高的要求，这些共同构成了创意包装行业的**工艺技术壁垒**。

创意包装企业的**品牌效应**日益凸显。随着包装产业的不断发展，下游中高端消费品企业对于创意设计能力、工艺转化研发能力及交付的及时性的需求逐渐提高，企业品牌成为下游中高端消费品企业选择创意包装企业时重点考虑的因素，中高端消费品企业更愿意与品牌知名度高的企业合作。较高的品牌知名度、良好的口碑有利于赢取客户的信任，提升市场占有率，树立品牌是企业获取商业利益的有效途径，品牌逐渐成为企业综合实力的载体。

2.6、竞争格局：柏星龙毛利率优势明显，研发费用率连续位列第一

根据柏星龙的主营业务与主要产品选取裕同科技、元隆雅图、上海艾录、中荣股份作为行业可比公司。

图43：选取裕同科技、元隆雅图、上海艾录、中荣股份作为行业可比公司

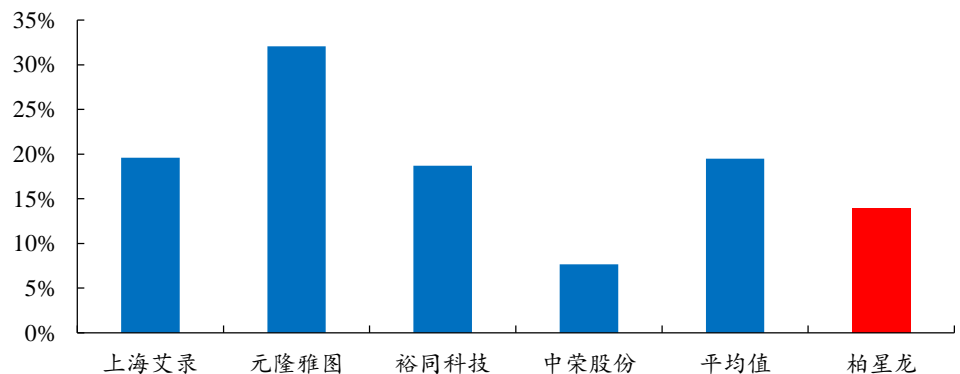


资料来源：各公司官网、公司招股说明书、开源证券研究所

与同行业公司相比，柏星龙的产品及服务主要以创意设计为业务驱动，在创意设计团队建设、创意设计业务体系建设等方面进行了较大投入，凭借优秀的创意设计能力，已能取得持续稳定的设计业务收入，并获得多项国际设计大赛奖项，创意设计能力获得市场较认可；相较于同行业可比公司，柏星龙业务更聚焦于酒类、化妆品等产品附加值较高的行业。

营收方面，柏星龙规模相对较小，但是增长速度较快，2017-2022 年营收年复合增长速率为 13.92%，与可比公司增长速度均值较为接近，可比公司中上海艾录与主营营销设计的元隆雅图营收增长较快。

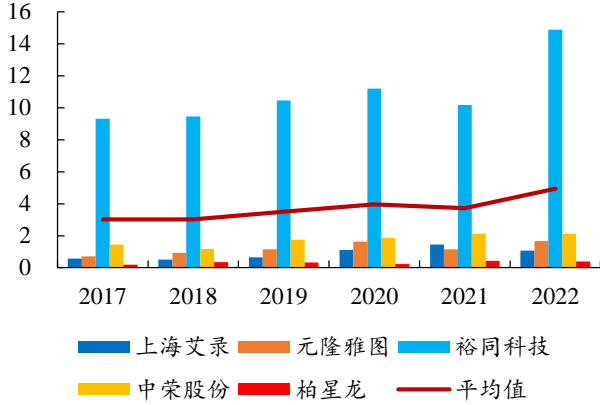
图44：柏星龙 2017-2022 年营收 CAGR 13.92%



数据来源：Wind、开源证券研究所

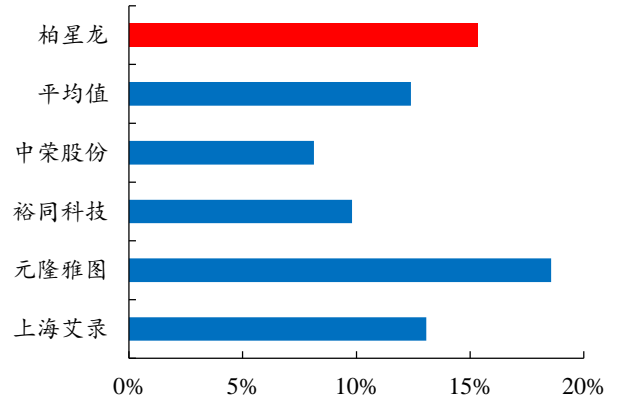
从归母净利润方面看，柏星龙规模尚且弱于裕同科技等行业大型包装企业，但是近五年的增长速度上，柏星龙在可比公司中位列第二，达到 15.32%，仅次于元隆雅图。

图45：柏星龙归母净利润规模相对较小（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

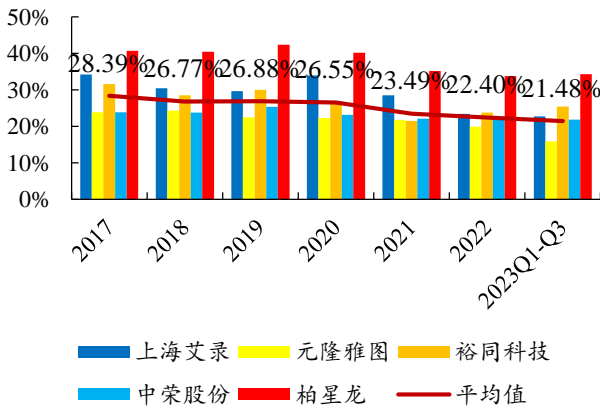
图46：柏星龙 2017-2022 年归母净利润 CAGR 增长第二



数据来源：Wind、开源证券研究所

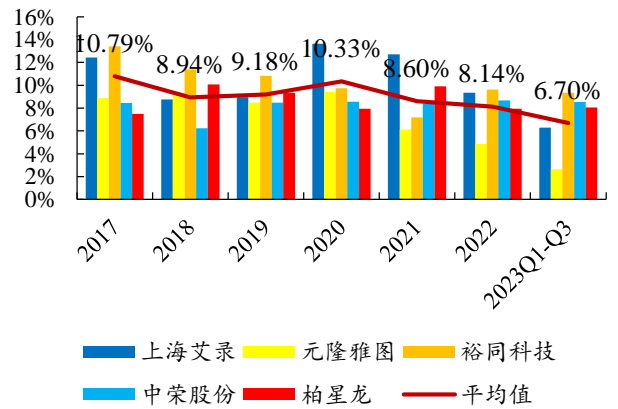
柏星龙业务更加注重创意设计、工艺较为复杂，产品定价包含了创意设计等的溢价，因此毛利率明显高于同行业公司。

图47：柏星龙毛利率高于可比公司



数据来源：Wind、开源证券研究所

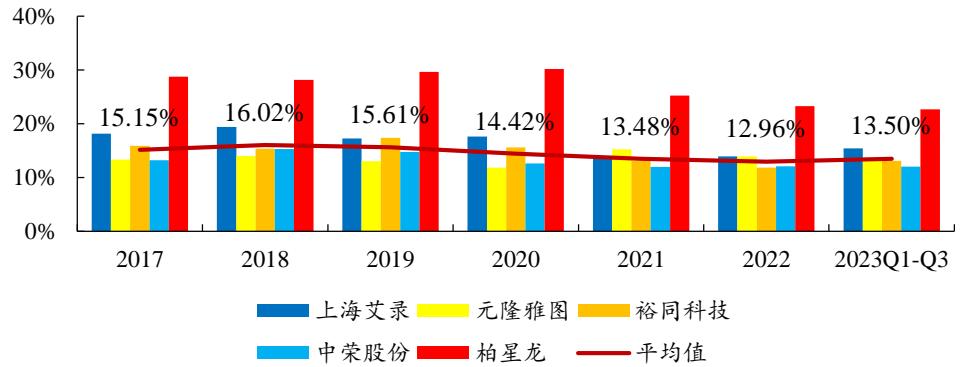
图48：2020 年以来柏星龙净利率略高于可比公司均值



数据来源：Wind、开源证券研究所

期间费用率方面，柏星龙期间费用率高于可比公司水平，主要由于管理费用率销售费用率高于可比公司。

图49：柏星龙期间费用率高于可比公司均值，2020 以来有下降趋势

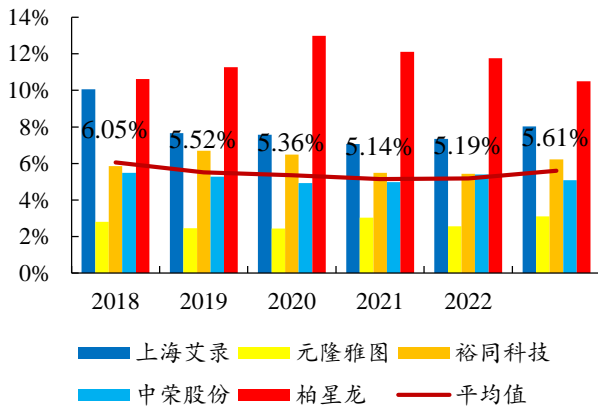


数据来源：Wind、开源证券研究所

职工薪酬是柏星龙管理费用的主要构成，公司管理费用项下职工薪酬金额较大。随着公司经营规模扩大，同时为筹建山西子公司及应对惠州二期扩产项目，公司增强对管理人员和技术人员储备，故管理人员人数较多，管理费用率高于同行业可比公司水平。

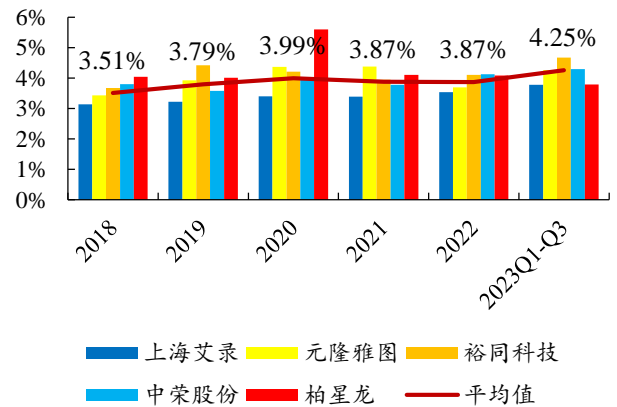
研发上，柏星龙研发费用率在 4% 上下，基本与可比公司均值持平。

图50：柏星龙管理费用高于可比公司均值



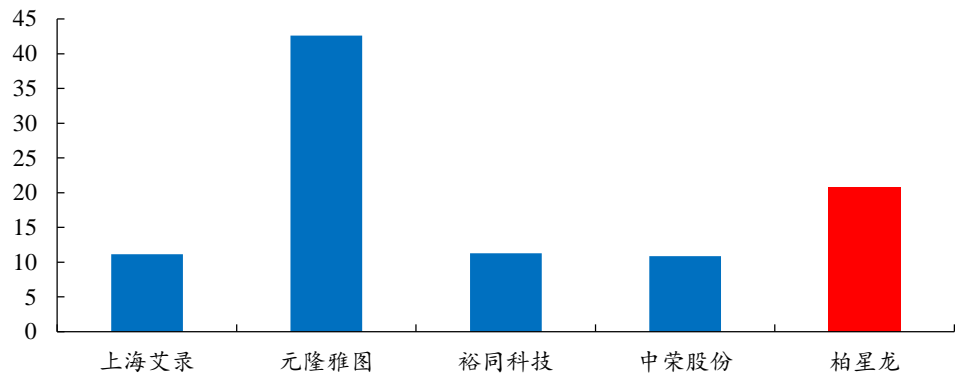
数据来源：Wind、开源证券研究所

图51：柏星龙研发费用率基本与可比公司均值持平



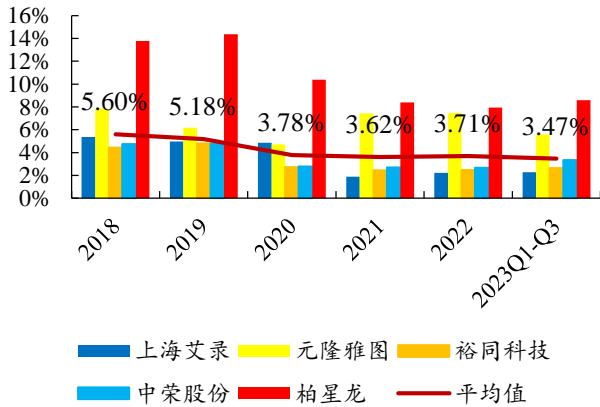
数据来源：Wind、开源证券研究所

柏星龙研发人员数量增长速度较快，2022 年同比增长 39.67%，数量占总员工数量比例提高到 20.71%，仅次元隆雅图。

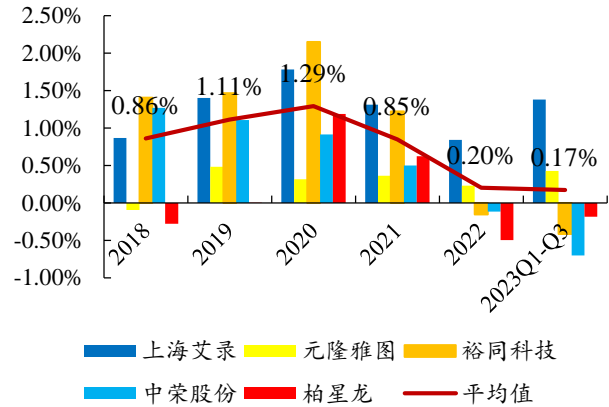
图52：柏星龙研发人员数量占比达到 20.71%（单位：%）


数据来源：Wind、开源证券研究所

柏星龙销售费用率整体高于同行业平均水平，主要是由公司业务开展模式与同行业差异所导致的。与同行业公司相对稳定的客户群体及产品风格不同，公司销售收入的形成与增长，主要依靠下游客户产品升级迭代驱动。在具体销售活动中，公司需通过基于下游客户产品应用场景的新风格、新工艺的持续开发，向下游客户持续推介新的包装风格及产品设计方案，进而驱动客户下单并形成公司销售收入，上述持续的客户需求开发及挖掘，需要公司投入大量的人力及资源，进而导致公司销售费用率较高。

图53：销售费用率高于上市可比公司平均值


数据来源：Wind、开源证券研究所

图54：柏星龙财务费用率与可比公司均值基本持平


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、亮点探寻：创意包装中的“专精特新”，获 107 项设计大奖

3.1、设计与技术优势：107 项设计大奖，191 项专利+271 项作品著作权

截止 2023 年半年报，柏星龙在发展历程中共获得 107 项国际设计大奖，拥有授权专利 191 项，在业内树立了良好的用户口碑与品牌影响力。这些奖项中包括了世界设计三大奖中的德国红点奖 15 项、德国 IF 国际设计大奖 21 项、包装设计行业主要奖项中的 Pentawards 大奖 7 项、世界之星 34 项、莫比乌斯广告奖 9 项、意大利 A'设计大奖 15 项、IAI 设计奖 1 项及 Ctypeawards 奖 1 项。其中，2018 年获得的第

47 届莫比乌斯最佳作品奖，创中国地区 20 年来最佳纪录；设计作品“吃个啥”获得了 2021 年 Pentawards 国际创意大奖食品类金奖。公司凭借优秀的创意设计能力，在业内树立了良好的用户口碑与品牌影响力。

图55：2023 年 H1 公司累计获得国际设计大奖 107 项

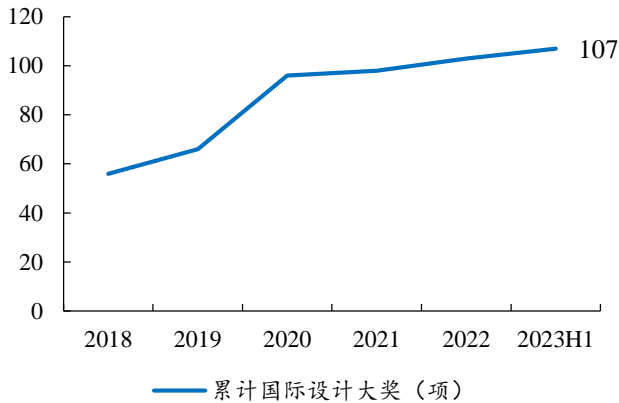
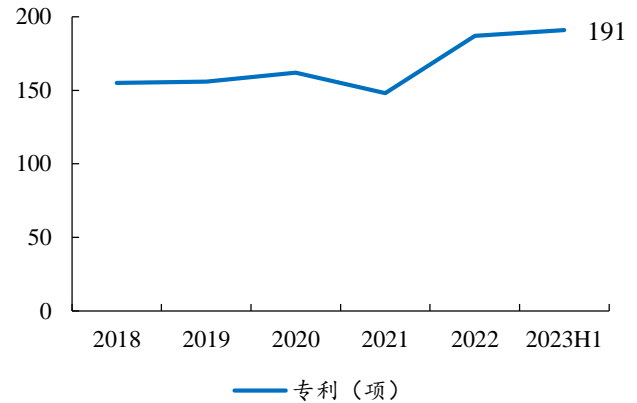


图56：2023 年 H1 公司授权专利 191 项

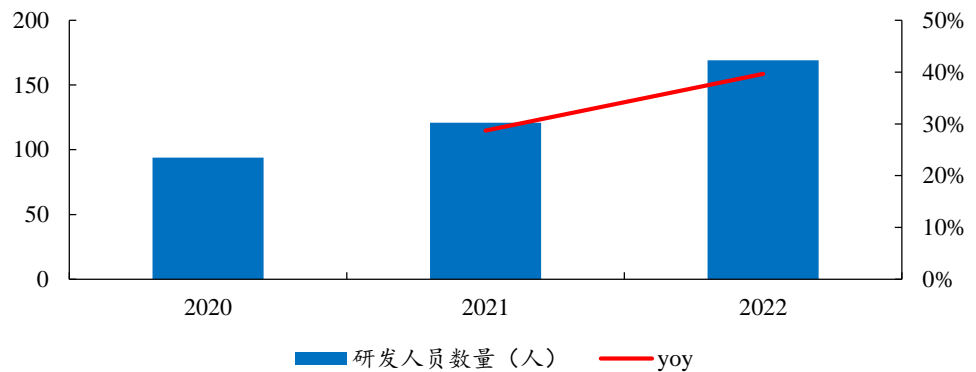


数据来源：公司各年年报、开源证券研究所

数据来源：公司各年年报、开源证券研究所

在技术研发方面，截至 2022 年 12 月 31 日，柏星龙共有研发人员 169 人，柏星龙研发人员数量增长速度较快，2021 年、2022 年公司的研发人员分别同比增长 28.72%、39.67%。

图57：柏星龙研发人员数量增长速度较快



数据来源：Wind、开源证券研究所

柏星龙主要在新材料、新工艺、新防伪、新结构、生产自动化、产品智能化等维度进行了较大投入，自主研发了高光泽立体烫金、3D 悬浮微纳防伪技术、纹理烫金技术、UV 数码浮雕立体肌理技术、防伪卡扣等核心技术；并致力于新技术的持续开发，解决行业内的防伪技术、低碳环保等相关技术难题。

表3：2019 年至 2022 年，柏星龙共有 34 项研发项目

2019 研发项目	2020 研发项目	2021 研发项目	2022 研发项目
异形酒盒型结构设计与自动生产线设备改造技术研发	微纳光学与旋转破坏式瓶盖防伪技术研发	透亮金属风专属色彩油墨印刷工艺研发	民族风纸塑包装设计与表面处理工艺应用
光变磁化珠光油墨防伪	轻奢现代风 3D 动态烫	多段变色感温油墨材料	千禧风折光变色 UV 丝

2019 研发项目	2020 研发项目	2021 研发项目	2022 研发项目
工艺研发	印材料研发	研发	印油墨印刷工艺的研发
动态旋转包装结构设计 与生产工艺研发	青花瓷智能动态墨水屏 技术研发	可用于喷墨打印的弱溶 剂油墨研发	基于海德堡 6+2 印刷设 备联机水性逆向油材料 的研发
基于波点傅里叶变换的 光栅加密防伪技术研发	替塑环保油墨材料技术 研发	复古仿皮革纹理包装设 计与工艺应用	生态风纳米仿金属烫印 材料的研发
立体包装结构设计与动 态展示技术研发	新中式复古青铜纹多波 段感光防伪花纸材料研 发	悬浮视觉微纳光学技术 研发	替塑环保光油材料的研 发
民国风冷光材料包装设 计与工艺应用	古典国风高浮雕肌理数 码增效工艺技术研发	科技风立体铝牌光刻技 术研发	环保风 PLA 基材触感哑 膜膜材的研发
生态风包装设计与立体 微纳胶印技术研发	防伪复合膜材料研发	新式隐形印刷防伪技术 研发	仿刺绣纹理包装设计 与击烫工艺研发
现代科技风 NFC 感应光 源智能包装技术研发	多层双色定位全息烫印 膜材料研发	环保型可降解覆膜材料 的研发	顶部开启式包装设计 及防伪技术研发
韵味风包装设计与星光 膜技术研发		国潮风包装设计与多维 哑膜工艺研发	

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

设计与技术创新有效丰富了柏星龙的产品种类，目前拥有纸板盒、卡盒、箱、手袋及其他中高端创意包装产品等不同系列、规格的产品，能有效满足国内外不同客户的需求，提升市场竞争力。

3.2、客户优势：合作多个国内外大牌，大客户依赖度逐步下降

凭借优秀的创意能力、优质的工艺技术、高效的交付能力和多年的积累，柏星龙与多个国内、外知名品牌建立了良好的合作关系，具备客户优势，与品牌客户建立稳定合作关系，不仅能形成良好产品形象，还有助于开拓新的优质客户。

柏星龙的主要客户在国内外市场具有一定的影响力，与牛栏山、衡水老白干、古井贡酒、糊涂酒业、天佑德、酒鬼酒、汾酒、欧莱雅、宝格丽、SundayRiley、八马茶叶、燕之屋、LadyM 等国内外知名品牌建立了良好的合作关系。

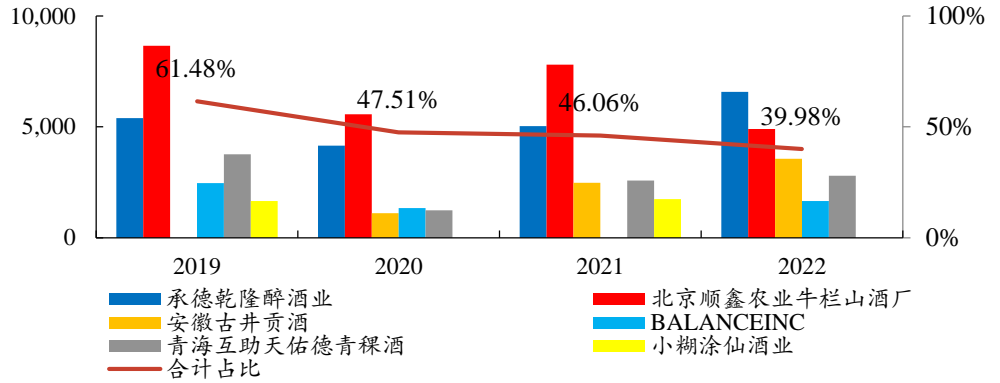
其技术与服务的需求往往反映国内外包装行业未来的发展趋势，与这些客户的合作一方面有力推动了柏星龙技术水平的不断提高和服务手段的不断改进，另一方面也促进了柏星龙管理水平提升。

柏星龙前五名客户构成相对稳定。根据公司一轮问询的回复，2019 年-2022 年 H1，酒类包装产品收入中，前五名客户收入占酒类包装产品收入比例分别为 81.88%、69.05%、70.73%和 57.26%；化妆品、精品类包装产品收入中，前五名客户收入占化妆品、精品类包装产品收入比例分别为 52.33%、49.25%、40.40%和 51.32%；茶叶、食品类包装产品收入中，前五名客户收入金额占茶叶、食品类包装产品收入比例分别为 93.79%、93.99%、91.97%和 86.22%，占比较高；创意设计服务收入中，前五名客户收入金额占创意设计服务收入比例分别为 20.06%、15.36%、11.77%和 24.73%，占比相对较低，客户相对较为分散。

总体上，前五名客户的销售占营业收入比例呈现下降趋势，从 2019 年的 61.48%

逐年下滑至 2022 年的 39.98%，主要是柏星龙在服务、维护好现有大客户的同时，大力拓展及扩大其他现有客户和新客户的销售规模，导致前五名客户销售占比下降，对其依赖性下降。

图58：前五大客户销售占营业收入比例逐年下降（万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3、募投项目：惠州柏星龙智能制造，创意设计与技术研发中心建设

柏星龙北交所上市募集资金扣除发行费用后的净额 1.32 亿元，用以建设惠州柏星龙包装有限公司创意包装智能制造生产建设项目、创意设计与技术研发中心建设项目。

表4：募集资金用于惠州柏星龙智能制造，创意设计与技术研发中心建设

项目名称	投资总额 (万元)	募集资金投入金额 (万元)	截至 2023 年 H1 投入进度	预计达到可使用状态 时间
惠州柏星龙包装有限公司创意包装智能制造生产 建设项目	34,125.32	11,181.99	41.61%	2025 年 12 月 13 日
创意设计与技术研发中心建设项目	5,861.59	2000.00	0.25%	2025 年 4 月 30 日
合计	39,986.91	13,181.99		

资料来源：公司公告、开源证券研究所

创意包装智能制造生产建设项目的实施主体为子公司惠州柏星龙包装有限公司，项目建设周期为 36 个月，总投资 3.41 亿元。截至 2023 年 10 月 16 日，该项目已完成厂房主体结构的封顶。

图59：创意包装智能制造生产建设项目已完成厂房主体结构的封顶



资料来源：公司公告

该募投项目建成达产后，年新增营业收入 7.20 亿元，年均新增净利润 9,063.70 万元，项目税后内部收益率为 19.66%，税后静态投资回收期为 6.53 年(包含建设期)。

创意设计与技术研发中心建设项目的实施主体为柏星龙，项目建设周期为 24 个月，总投资 5,861.59 万元，主要通过购置先进的设备和软件、引进和培养一批高质量设计和研发人才，提高公司的创意设计和技术研发实力，增强公司的核心竞争力，不断提升公司行业地位。

2021 年柏星龙产能利用率 92.29%，产销率 102.55%，募投项目将进一步扩大产能，提升产品生产过程智能化、提升产品形象设计业务能力，提高创意设计核心竞争力，支撑未来业务扩张

3.4、估值对比：可比公司 PE TTM 均值为 54X

柏星龙以优秀的创意设计能力为抓手，以优质的工艺技术和广东惠州、贵州毕节等地生产基地保证高效的交付能力，与传统包装制造企业有差异，107 项国际设计大奖也展现了公司的设计创新能力。此外，随着公司募投项目顺利推进，柏星龙的创意设计和技术研发实力有望得到更多提升，在全国范围内拓展更多领域的客户。加之酒类、化妆品类等消费下游回温，公司有望发挥专业优势，充分挖掘客户需求，提高市占率和盈利能力。

我们预计公司 2023 年-2025 年的归母净利润为 0.46/0.59/0.77 亿元，EPS 为 0.71/0.92/1.18 元/股，对应当前股价的 PE 分别为 22.5/17.5/13.6 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

表5：可比公司 PE TTM 中值为 37X

公司名称	股票代码	收盘价	市值 (亿元)	PE TTM	EPS				PE			
					2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
裕同科技	002831.SZ	26.66	248.07	17.1	1.60	1.63	1.92	2.25	20.7	16.9	14.3	12.2
上海艾录	301062.SZ	10.70	42.84	57.5	0.27	0.24	0.33	0.46	29.4	44.3	32.4	23.5
元隆雅图	002878.SZ	17.75	39.61	127.0	0.75	0.49	0.95	1.37	20.7	38.0	19.6	13.6
中荣股份	301223.SZ	17.92	34.61	16.1	1.11				17.0			
均值				54.4	0.93	0.79	1.07	1.36	21.9	33.1	22.1	16.5
中值				37.3	0.93	0.49	0.95	1.37	20.7	38.0	19.6	13.6
柏星龙	833075.BJ	15.57	10.09	30.4	0.60	0.71	0.92	1.18	26.6	22.5	17.5	13.6

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：收盘价截至 2023 年 12 月 28 日，可比公司估值来自 Wind 一致预测）

4、风险提示

对主要客户依赖的风险、市场竞争加剧的风险、宏观经济波动及下游行业周期性风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	316	468	503	546	646
现金	55	194	211	272	309
应收票据及应收账款	111	132	142	127	164
其他应收款	3	3	5	4	7
预付账款	6	5	7	6	10
存货	39	39	47	47	65
其他流动资产	102	95	90	91	91
非流动资产	99	122	122	121	127
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	59	66	69	72	83
无形资产	12	12	11	10	9
其他非流动资产	28	44	41	39	35
资产总计	415	590	624	668	774
流动负债	196	183	202	193	232
短期借款	40	30	30	31	35
应付票据及应付账款	95	98	119	110	143
其他流动负债	61	55	52	52	54
非流动负债	4	17	17	17	17
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	4	17	17	17	17
负债合计	200	200	219	211	250
少数股东权益	1	3	3	3	3
股本	52	65	65	65	65
资本公积	17	137	137	137	137
留存收益	146	185	222	267	320
归属母公司股东权益	215	386	403	455	522
负债和股东权益	415	590	624	668	774

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	54	29	59	75	59
净利润	42	39	46	59	76
折旧摊销	11	14	10	12	13
财务费用	3	-2	-1	-1	-1
投资损失	-2	-0	-1	-1	-1
营运资金变动	-5	-36	3	5	-30
其他经营现金流	5	16	2	2	2
投资活动现金流	-65	-22	-8	-10	-18
资本支出	22	34	10	11	19
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-43	12	2	2	2
筹资活动现金流	-36	130	-33	-5	-4
短期借款	-4	-10	-0	1	4
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	13	0	0	0
资本公积增加	0	120	0	0	0
其他筹资现金流	-32	7	-33	-7	-8
现金净增加额	-47	138	17	61	37

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	426	487	542	608	738
营业成本	276	323	354	390	468
营业税金及附加	2	3	3	4	4
营业费用	36	39	45	52	61
管理费用	52	57	64	72	86
研发费用	17	20	24	26	33
财务费用	3	-2	-1	-1	-1
资产减值损失	-2	-4	0	0	0
其他收益	5	6	5	5	5
公允价值变动收益	1	0	0	1	1
投资净收益	2	0	1	1	1
资产处置收益	-0	0	-0	-0	-0
营业利润	50	50	56	71	91
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	5	2	2	3
利润总额	48	45	54	69	88
所得税	6	6	8	10	12
净利润	42	39	46	59	76
少数股东损益	-0	-0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	42	39	46	59	77
EBITDA	60	54	60	76	96
EPS(元)	0.65	0.60	0.71	0.92	1.18

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	51.1	14.3	11.2	12.2	21.3
营业利润(%)	86.5	-0.1	12.3	27.5	28.0
归属于母公司净利润(%)	88.6	-7.5	18.3	28.6	28.8
获利能力					
毛利率(%)	35.2	33.8	34.6	35.9	36.5
净利率(%)	9.9	8.0	8.5	9.8	10.4
ROE(%)	19.6	9.9	11.4	13.0	14.5
ROIC(%)	16.3	8.4	9.9	11.3	12.7
偿债能力					
资产负债率(%)	48.1	34.0	35.0	31.5	32.3
净负债比率(%)	-3.3	-40.8	-44.4	-52.4	-52.1
流动比率	1.6	2.6	2.5	2.8	2.8
速动比率	1.4	2.3	2.2	2.5	2.5
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.0	0.9	0.9	1.0
应收账款周转率	5.2	4.3	4.3	4.8	5.6
应付账款周转率	5.0	5.0	4.5	4.8	5.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.65	0.60	0.71	0.92	1.18
每股经营现金流(最新摊薄)	0.84	0.45	0.91	1.16	0.91
每股净资产(最新摊薄)	3.31	5.96	6.21	7.01	8.05
估值比率					
P/E	24.6	26.6	22.5	17.5	13.6
P/B	4.8	2.7	2.6	2.3	2.0
EV/EBITDA	15.5	14.7	12.9	9.5	7.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn