



## 产品形象工程整体解决方案提供商，创意为擎驱动产业经济深度发展

### 投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 核心创意设计能力驱动,“四位一体”高壁垒经营模式历久弥新,公司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,助力头部消费类品牌客户持续打造市场畅销产品,业务版图遍布全球十几个国家,海外市场放量增长将助推营收规模扩张; 2) 根据 QYResearch、艾媒咨询数据,全球包装材料行业、我国礼品行业均为万亿元市场,大市场空间下,公司挖掘空间广阔; 3) 募投建设惠州工厂多基地联动布局,以创意设计和技术研发为核心,通过自产与外协外购经营模式紧抓微笑曲线两端。
- 十五年深耕创意设计行业,服务覆盖十余个国家及高质量客户群体。**核心创意设计能力驱动,公司深耕创意设计行业十五载,以“四位一体”综合服务模式,助力客户优化产品设计、挖掘品牌内涵,打造市场畅销产品,增加产品附加值,业务版图遍布全球十几个国家,服务超 200 家消费类头部品牌,揽获 203 项专利及 117 项国际设计大奖,引领行业潮流。
- 全球万亿元广阔市场,文创、礼品可挖掘空间充足。**根据 QYResearch 数据,2023 年全球包装材料市场销售额达 5.5 万亿元,预计 2024-2030 年 CAGR 为 2.2%。据艾媒咨询,2018-2022 年,我国礼品行业规模从 8686.7 亿元增至 1.2 万亿元,预计 2024 年行业规模将突破 1.3 万亿元。大市场空间下,凭借出色的自主创新能力和高品质客户群体,公司有望受益于行业增长和自身规模扩张。
- 国内国际品牌联袂,品牌增值能力持续加码。**公司以其战略深度整合品牌策划、设计、技术及产品交付,联袂宝格丽、洋河等超 200 品牌,拓展五大消费品市场,打造自有 IP“柏叔聊品牌”扩张业务边界,品牌增值服务能力持续突破。加之多基地协同生产模式优势加码,深化惠州智能制造基地核心,净募资 1.3 亿,凝聚高学历创意设计与技术研发团队,以系统化管理与人才优势强化市场地位。
- 盈利预测与投资建议。**预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 55.9/70.9/93.4 百万元,CAGR 为 26.6%,对应 PE 为 12/10/7 倍。公司募投扩建智能制造基地,海外市场放量,增长可期,同时“四位一体”商业模式有别于可比公司。2024 年可比公司平均估值 26 倍,考虑不同市场间的流动性差异,我们给予公司 2024 年 18 倍 PE,对应目标价为 15.48 元,首次覆盖,给予“买入”评级。
- 风险提示:** 宏观经济波动及下游行业周期性风险、市场竞争加剧风险、募集资金投资项目风险。

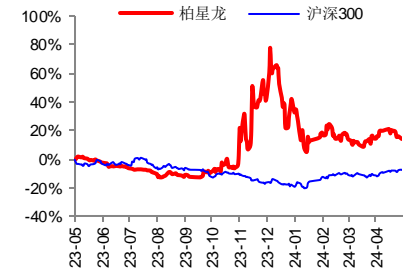
指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	537.55	632.80	775.67	982.35
增长率	10.28%	17.72%	22.58%	26.65%
归属母公司净利润(百万元)	46.08	55.94	70.89	93.40
增长率	18.02%	21.40%	26.72%	31.76%
每股收益 EPS(元)	0.71	0.86	1.09	1.44
净资产收益率 ROE	11.23%	12.73%	14.76%	17.43%
PE	15	12	10	7
PB	1.68	1.56	1.43	1.28

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 刘言  
执业证号: S1250515070002  
电话: 023-67791663  
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: ifind

### 基础数据

总股本(万股)	6481.50
流通 A 股(万股)	2462.38
52 周内股价区间(元)	7.43-17.58
总市值(亿元)	6.79
总资产(亿元)	6.17
每股净资产(元)	6.34

### 相关研究

## 目 录

<b>1 创意设计为核心，国内领先的产品形象工程整体解决方案提供商</b> .....	<b>1</b>
1.1 股权结构稳定，回购股份彰显长期发展信心.....	1
1.2 产品形象工程整体解决方案提供商，创意设计缔造品牌溢价.....	2
1.3 疫后业绩迅速恢复，海外业务放量盈利高增长.....	3
<b>2 国内外包装行业规模大集中度低，可提升空间广阔</b> .....	<b>6</b>
2.1 文化产业呈整体上升态势，国内外包装行业提升空间广阔.....	6
2.2 下游应用领域众多，包装市场需求持续提升.....	8
2.3 包装行业规模大但集中度低，柏星龙有较大空间提升市占率.....	10
<b>3“四位一体”高壁垒模式历久弥新，产能扩张与技术革新并举转化创意价值</b> .....	<b>11</b>
3.1“产品形象工程整体解决方案”提供商，赋予品牌高溢价.....	11
3.2 致力成为中国创意包装第一品牌、国际创意包装知名品牌，创意设计多领域成绩斐然.....	16
<b>4 盈利预测与估值</b> .....	<b>20</b>
4.1 盈利预测.....	20
4.2 相对估值.....	21
<b>5 风险提示</b> .....	<b>22</b>

## 图 目 录

图 1: 公司历史沿革.....	1
图 2: 公司股权结构 (截至 2024 年 4 月 26 日) .....	2
图 3: 公司为客户提供一站式产品形象工程整体解决方案.....	2
图 4: 公司部分产品服务案例.....	3
图 5: 公司部分产品服务案例.....	3
图 6: 营业总收入及增速.....	4
图 7: 归母净利润及增速.....	4
图 8: 公司主营业务收入按主要产品分类情况.....	4
图 9: 公司主营业务收入按详细产品分类情况.....	4
图 10: 公司主营业务收入按销售地区分类情况.....	5
图 11: 公司海外业务收入及增速.....	5
图 12: 公司毛利率及净利率情况.....	5
图 13: 公司期间费用率情况.....	5
图 14: 公司产业链情况.....	6
图 15: 2019-2024 年我国包装行业规模以上企业营收及预测.....	7
图 16: 2023 年包装细分行业占比情况.....	7
图 17: 2018-2022 年文化及相关产业增加值及占 GDP 比重.....	8
图 18: 2018-2023 年我国创意设计服务营收及增长情况.....	8
图 19: 我国礼品行业市场规模及预测.....	8
图 20: 全国酿酒行业规模以上企业酿酒总产量及预测.....	9
图 21: 全国酿酒行业规模以上企业销售收入与利润及预测.....	9
图 22: 2018-2025 年中国化妆品行业市场规模及预测.....	9
图 23: 2020-2030 年全球软包装市场规模及预测.....	9
图 24: 2019-2023 年我国茶叶内销总量.....	10
图 25: 2018-2024 年我国茶叶内销总额.....	10
图 26: 2018-2023 我国包装行业规模以上企业数量.....	10
图 27: 2022 年度中国包装百强企业前五名市场占有率.....	10
图 28: 公司品牌策略规划相关业务.....	12
图 29: 柏叔聊品牌.....	12
图 30: 公司获莫比乌斯一等奖及最佳作品提名奖.....	13
图 31: 公司酒类文创作品《茅台-新年礼盒》获缪斯奖.....	13
图 32: 公司保持高毛利率, 剔除创意设计服务部分后依然高于同行平均.....	13
图 33: 2019-2023 年公司研发投入情况.....	14
图 34: 2019-2023 年研发费用占比.....	14
图 35: 公司生产基地全国性布局.....	15
图 36: 公司客户涵盖超 200 家国内外知名品牌企业.....	16
图 37: 酒类创意包装收入及营收占比.....	17
图 38: 公司为贵州贵酒设计酒包装.....	17
图 39: 公司为牛栏山设计酒包装.....	17

图 40: 公司与可复美&可丽金合作化妆品 .....	18
图 41: 公司与宝格丽合作精品礼盒 .....	18
图 42: 公司为八马茶叶设计六福临门 .....	18
图 43: 公司为燕之屋设计包装 .....	18
图 44: 茅台文旅龙年文创礼盒 .....	19
图 45: 公司 FRED 龙年新春礼盒 .....	19
图 46: 近年设计业务&产品包装收入 (亿元) 及增速 .....	19
图 47: 近年设计业务&产品包装毛利率 .....	19
图 48: 近年海内外业务收入 (亿元) 及增速 .....	20
图 49: 近年海内外毛利率 .....	20

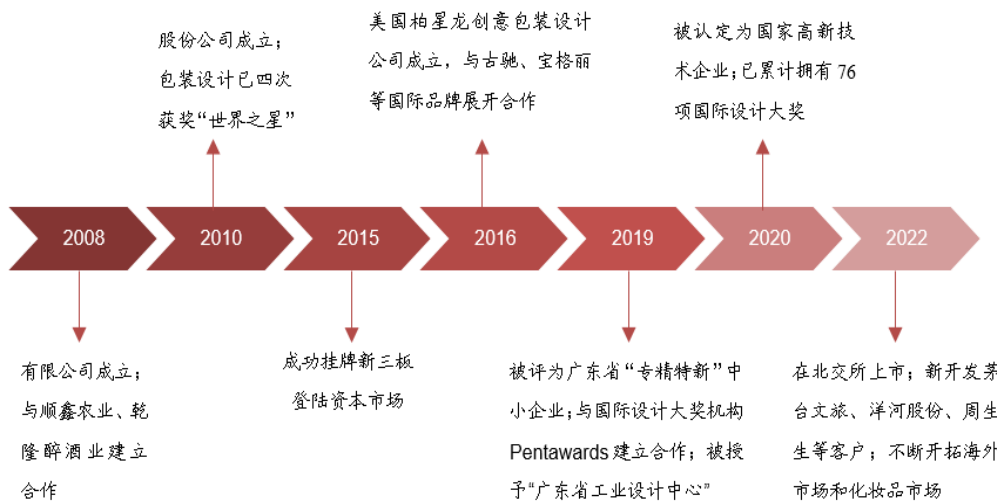
## 表 目 录

表 1: 近期行业的相关政策情况 .....	7
表 2: 主要竞争对手的对比 (2023 年度) .....	11
表 3: 公司采用更高要求的全流程综合服务为主的经营模式 .....	11
表 4: 公司下游客户质量对创意要求更高, 愿意支付高溢价 .....	14
表 5: 分业务收入及毛利率 .....	20
表 6: 可比公司估值表 .....	21
附表: 财务预测与估值 .....	23

# 1 创意设计为核心，国内领先的产品形象工程整体解决方案提供商

十五年行业沉淀，业务覆盖白酒、化妆品、食品等多领域。公司成立于 2008 年，是一家国内综合实力领先的产品形象工程整体解决方案提供商，目前主要为酒类、化妆品、茶叶、食品、珠宝、奢侈品等中高端消费品客户提供“品牌策略规划、创意设计、技术研发、产品交付”四位一体综合服务，助力为客户开发市场畅销产品，提升产品的整体形象，增加产品附加值，创建强势品牌。公司业务覆盖全国主要省份，并出口美国、法国、意大利、德国等十多个国家及地区，与贵州茅台集团、古驰、宝格丽、八马茶业、燕之屋等超 200 多家国内外知名品牌客户开展合作。截至 2023 年底，公司已获授权专利 203 项，其中发明专利 13 项，斩获国际设计大奖 117 项，为多家国内外知名品牌企业服务，并打造了一套独特的流程化创意管理模式。先后荣获广东省“专精特新”中小企业、国家高新技术企业、广东省工程研究中心、广东省工业设计中心等一系列荣誉资质，于 2022 年 12 月在北交所上市。

图 1：公司历史沿革

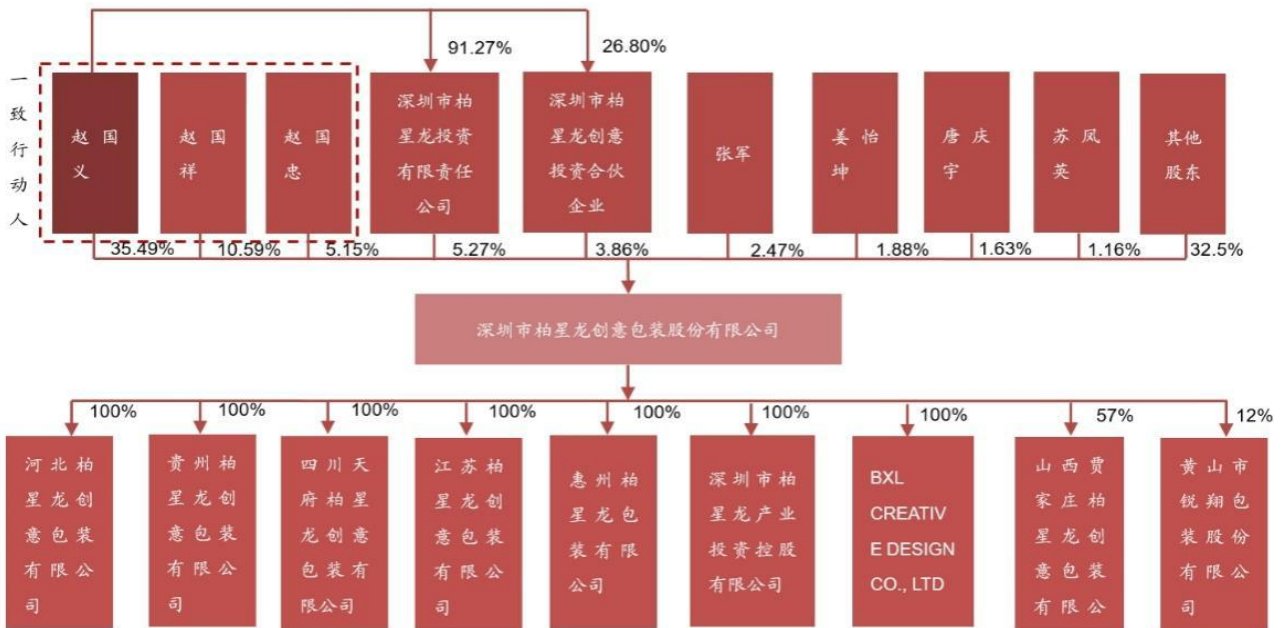


数据来源：公司官网，公司招股说明书，柏星龙创意包装公众号，新京报，西南证券整理

## 1.1 股权结构稳定，回购股份彰显长期发展信心

股权结构稳定，回购股份拟用于实施股权激励或员工持股计划。截至 2024 年 4 月 26 日，赵国义先生直接持股 35.5%，通过员工持股平台深圳市柏星龙创意投资合伙企业（有限合伙）、深圳市柏星龙投资有限责任公司间接持股 5.8%，合计持股 41.3%，为公司控股股东、实控人。公司其余持股 5% 以上的股东包括赵国祥（10.6%）、深圳市柏星龙投资有限责任公司（5.3%）、赵国忠（5.2%）。此外，根据公司公告，公司拟以自有资金回购公司股份，并在未来适宜时机将回购股份用于实施股权激励或员工持股计划。

图 2：公司股权结构（截至 2024 年 4 月 26 日）

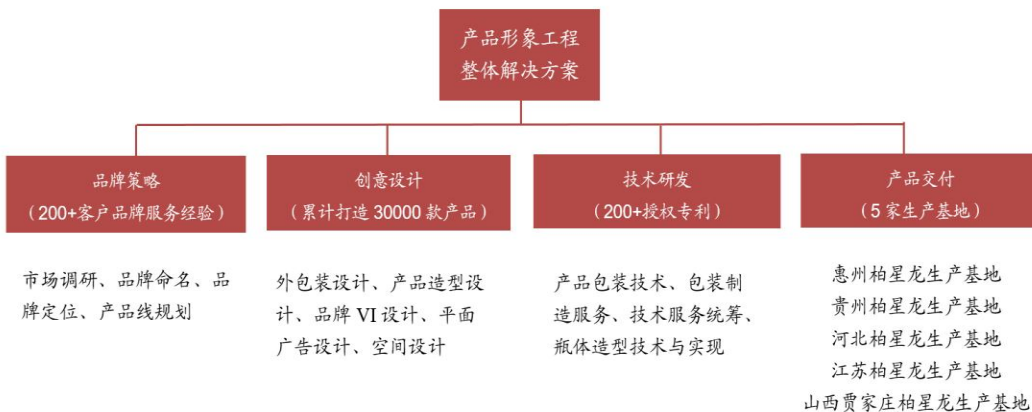


数据来源：Wind, 西南证券整理

## 1.2 产品形象工程整体解决方案提供商，创意设计缔造品牌溢价

创意设计业务驱动，提供市场调研、品牌架构梳理等多元化服务。公司不局限于单一服务，而是以市场为导向，为客户提供一站式产品形象工程整体解决方案。以品牌策划为起点，以创意设计服务为核心驱动，技术研发赋予产品新奇特，末端通过包装产品交付从而价值实现。品牌策划提供市场调研、品牌架构梳理、市场研讨会等多项服务。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：公司为客户提供一站式产品形象工程整体解决方案



数据来源：公司官网, 西南证券整理

下游领域涵盖广泛，客户均为行业头部大客户。根据下游应用领域不同，创意包装设计可细分为酒类、化妆品类、茶叶类、食品类、珠宝类、奢侈品类创意包装，合作客户包括贵州茅台集团、可复美、八马茶业、燕之屋、周生生、宝格丽等，同时积极发展关联产品设计，推出“茅台玉兔呈祥工艺盘/马克杯”、“美獭擀蛋专用扑克牌礼盒”等一系列文创产品。创意包装设计为品牌的推广营销添砖加瓦，能够在视觉和触觉上吸引、打动客户，并凸显出产品的卖点。

图 4：公司部分产品服务案例



数据来源：公司公告，西南证券整理

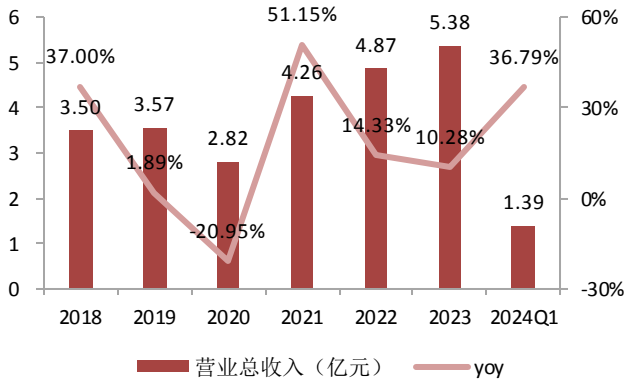
图 5：公司部分产品服务案例



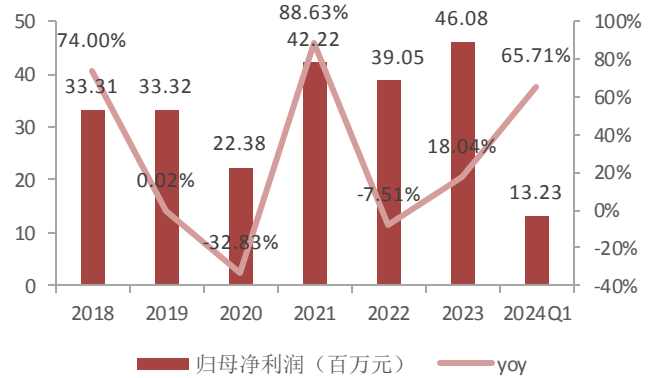
数据来源：公司公告，西南证券整理

### 1.3 疫后业绩迅速恢复，海外业务放量盈利高增长

业绩逆势增长，近 2 个季度业绩亮眼。2020 年，受新冠疫情影响，公司部分客户终端市场产品需求下降，同时公司销售人员无法出境，海外市场拓展受限，致使当年业绩下滑。随着疫情逐步受控，终端市场消费水平逐步恢复，公司以创意设计为核心业务驱动，持续挖掘和主动创造市场需求，2020 年-2023 年，公司营业收入由 2.8 亿元增长至 5.4 亿元，年化复合增长率达 10.8%；归母净利润由 22.4 百万元增长至 46.1 百万元，年化复合增长率为 8.4%；2023Q4、2024Q1 维持快速增长，得益于下游酒类客户消费复苏，规模效应叠加毛利较高的外销类订单占比同比增加，订单的结构优化使得公司盈利能力进一步增强，两季度分别实现营收 1.7/1.4 亿元，同比分别+30.2%/+36.8%，归母净利润 1612.0/1323.0 万元，同比+430.1%/+65.7%。

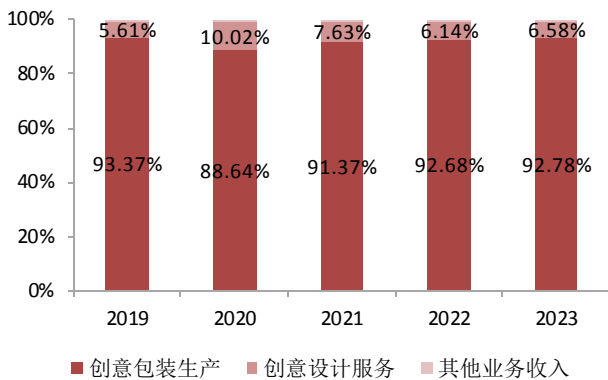
**图 6：营业总收入及增速**


数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

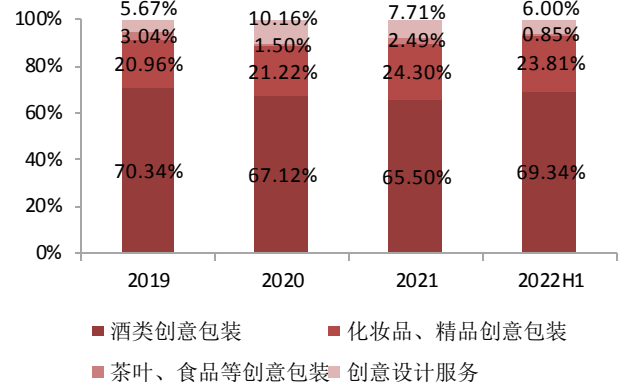
**图 7：归母净利润及增速**


数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

创意包装体现创意设计价值，下游主要应用于酒类、化妆品、精品（珠宝、轻奢消费品、奢侈品、礼品等）领域。创意包装生产是公司主要的收入来源，2021-2023 年占总收入比例均超过 90%；2023 年，创意设计服务业务占比达到 6.6%。分下游应用领域来看，截至 2022 年上半年，酒类创意包装占创意包装生产收入的比重最大，约 70%；化妆品、精品创意包装产品是第二大业务板块，占比超过 20%，保持稳中有升的趋势。

**图 8：公司主营业务收入按主要产品分类情况**


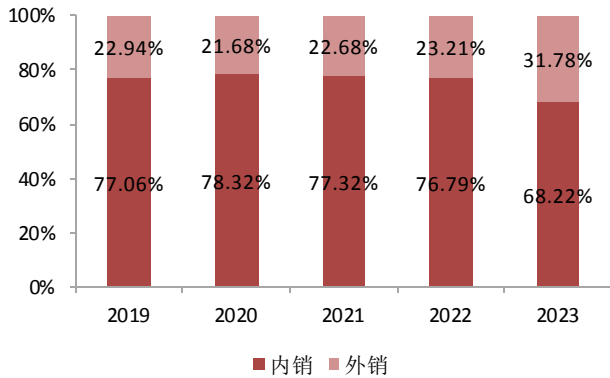
数据来源：iFinD，西南证券整理

**图 9：公司主营业务收入按详细产品分类情况**


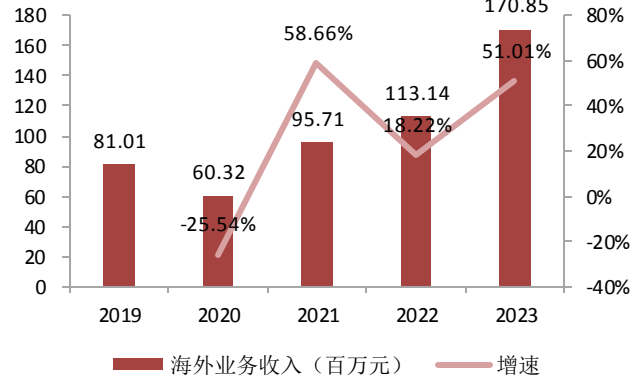
数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

内销为主要收入来源，外销业务增长势头强劲。分区域来看，公司以内销为主，2023 年内销占总收入比重为 68.22%；随着近年来公司化妆品业务的开发以及海外市场的不断拓展，公司外销占比由 2019 年的 22.9% 提升至 2023 年的 31.8%。2023 年海外业务收入 170.9 百万元，同比增长 51.0%，扩张势头强劲。从销售模式来看，公司采取直销的销售模式，客户包括直接客户和贸易商客户，其中贸易商客户占比较小。



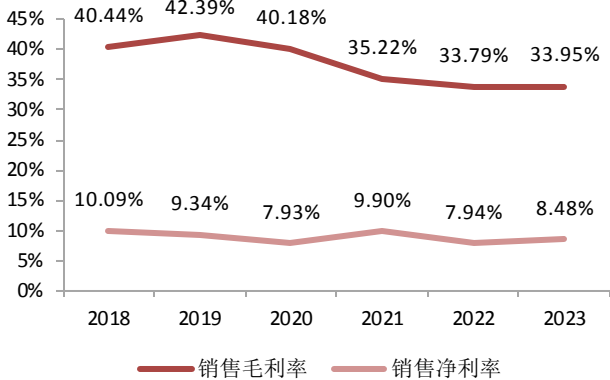
**图 10：公司主营业务收入按销售地区分类情况**


数据来源：公司招股说明书，公司公告，西南证券整理

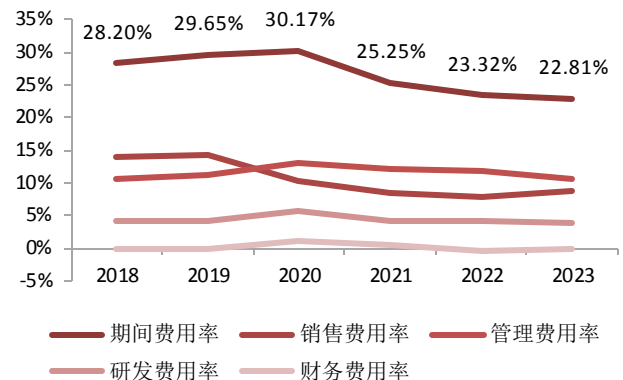
**图 11：公司海外业务收入及增速**


数据来源：iFinD，西南证券整理

**盈利能力改善，期间费用显著下降。**2018-2023年，在包装产品结构变化及原材料价格波动的情况下，公司销售净利率略有波动，但整体保持稳定；自2020年起，公司执行新收入准则，与商品销售相关的运费根据具体履约义务约定及履行、交付情况分类至销售成本，导致公司毛利率和期间费用率较执行新收入准则前有所下降。2022年内公司享受了研发费用加计扣除的税收优惠，2023年期间费用率下降至22.8%。

**图 12：公司毛利率及净利率情况**


数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

**图 13：公司期间费用率情况**


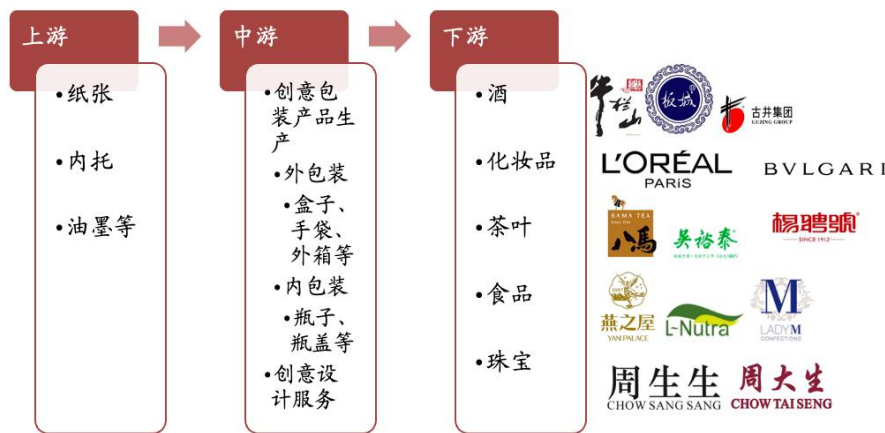
数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

## 2 国内外包装行业规模大集中度低，可提升空间广阔

### 2.1 文化产业呈整体上升态势，国内外包装行业提升空间广阔

下游应用领域集中于酒类和化妆品类，已拓展至茶叶、食品、珠宝、奢侈品、文创产品、礼品等领域。公司属于创意包装行业，创意包装是指通过创意设计将产品文化、品牌文化及行业特性融入产品包装中，并结合生产技术、材料等，增强产品生命力和附加值的创意产品，是一个立体化、多元化、提升包装对象市场价值的综合性创意工程。公司上游采购的原材料主要包括纸张、内托、油墨等，中游负责创意包装产品生产和创意设计服务，下游服务于酒类、化妆品、茶叶、食品、珠宝、奢侈品等消费品领域客户，这些行业对创意包装有着强烈的需求和依赖，因此公司的生产经营状况与宏观消费经济以及下游行业发展情况紧密相关。

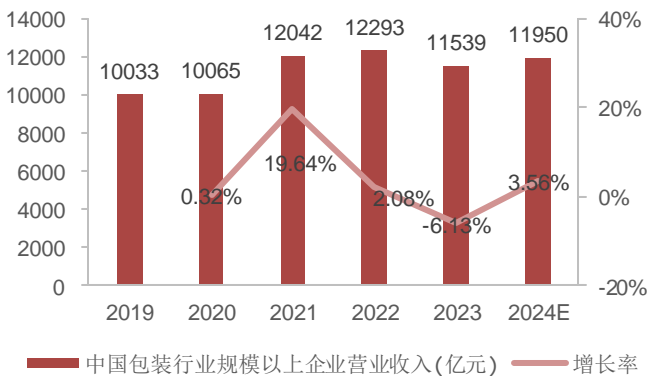
图 14：公司产业链情况



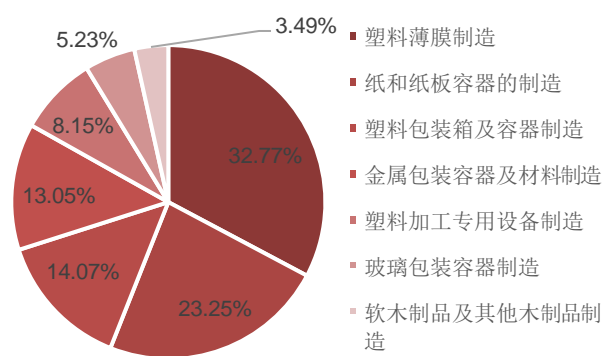
数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

**全球包装材料市场规模超 5 万亿元，公司将海外开拓作为重要战略。**根据 QYResearch 数据，2023 年全球包装材料市场销售额达到了 54885 亿元，预计 2030 年将达到 64112 亿元，2024-2030 年年复合增长率为 2.2%。2023 年公司海外收入的大幅增长，主要得益于其突出的创意设计、工艺规划、技术转换到产品落地交付能力，以及通过多年来的国际市场开发积累的专业服务经验，形成了良好的市场口碑及影响力，已培育了一批优质稳定的国际知名品牌客户群体且市场渗透度稳步提升。公司已经将海外市场开拓作为战略发展的重要组成部分，并计划通过加深与国际客户的合作、拓展新的地区市场以及持续创新产品和服务来进一步增强公司在全球市场的竞争力。

**国内包装及创意包装产业发展迅速，纸包装市场占据重要地位。**我国包装产业的发展总体上呈现快速增长趋势，在国家政策的扶持鼓励下，中国逐渐成为包装大国。2019 年至 2023 年我国包装行业规模均超过万亿。近年来，随着居民消费理念的升级，消费者对产品的品牌文化、外观形象等都越来越关注，创意包装作为产品向消费者传递信息的重要媒介物，市场需求正在稳定增大；根据中商产业研究院数据，2023 年全国包装行业规模以上企业累计完成营业收入 11539 亿元，其中纸和纸板容器制造完成累计主营业务收入 2682.6 亿元，占比达 23.3%，纸包装市场在包装印刷行业占据重要地位。

**图 15：2019-2024 年我国包装行业规模以上企业营收及预测**


数据来源：中商产业研究院，西南证券整理

**图 16：2023 年包装细分行业占比情况**


数据来源：中商产业研究院，西南证券整理

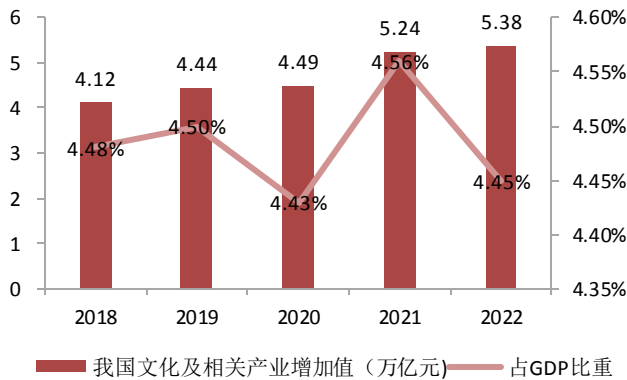
我国创意包装产业起步较晚，政策倾斜支撑产业后发追赶。我国创意包装行业起步较晚，在下游行业发展和产品应用需求的带动下，创意包装行业在未来相当长的时间仍处于成长期。近年来，国家有关主管部门出台多项促进包装绿色环保、鼓励发展和规范创意包装行业的政策，为企业尤其是行业内综合实力领先的规模化企业提供了有力支持，如《“十四五”文化产业发展规划》要求促进创意设计与现代生产生活和消费需求对接，发挥创意设计对国民经济相关产业的赋能作用。在上述产业政策的规范指引下，下游客户对创意包装产品迭代升级的需求会不断释放，创意包装有着更为长远和广阔的发展前景。

**表 1：近期行业的相关政策情况**

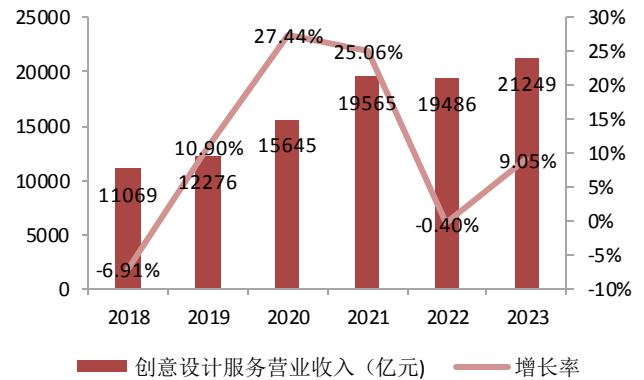
政策文件	发布时间	发布部门	相关内容
《关于进一步加强商品过度包装治理的通知》	2022.9.8	国务院	加强包装领域技术创新。推动包装企业提供设计合理、用材节约、回收便利、经济适用的包装整体解决方案，自主研发低克重、高强度、功能化包装材料及其生产设备，创新研发商品和快递一体化包装产品。
《“十四五”循环经济发展规划》	2021.7.7	国家发改委	推行重点产品绿色设计，推动包装和包装印刷减量化。构建废旧物资循环利用体系，建设资源循环型社会。
《“十四五”文化产业发展规划》	2021.5.6	文化和旅游部	促进创意设计与现代生产生活和消费需求对接，发挥创意设计对国民经济相关产业的赋能作用。植根中华文化沃土，将中华美学精神融入创意设计。培育一批专业化、特色化、品牌化创意设计企业。加强青年设计师培养扶持。
《“十四五”文化和旅游发展规划》	2021.4.29	文化和旅游部	加快发展新型文化企业、文化业态、文化消费模式，不断健全结构合理、门类齐全、科技含量高、富有创意、竞争力强的现代文化产业体系。提高创意设计发展水平，促进创意设计与实体经济、现代生产生活、消费需求对接。
《文化及相关产业分类(2018)》	2018.4.2	国家统计局	包装装潢及其他印刷：指根据一定的商品属性、形态，采用一定的包装材料，经过对商品包装的造型结构艺术和图案文字的设计与安排来装饰美化商品的印刷，以及其他印刷活动。

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

文化产业规模不断扩大，创意设计服务发展活力凸显。据国家统计局数据显示，2018-2022 年，我国文化及相关产业增加值由 4.1 万亿元增长至 5.4 万亿元，CAGR 为 9.2%，占 GDP 的比重为 4.5% 左右。据国家统计局数据显示，2023 年全国规模以上文化及相关产业企业营业收入 13.0 万亿元，同比增长 6.3%。我国文化及相关产业呈现整体上升的态势。其中，文化创意与设计服务业保持较快的增长速度，2018-2023 年规模以上以创意设计服务企业营业收入从 11069 亿元增长至 21249 亿元，CAGR 为 10.2%。

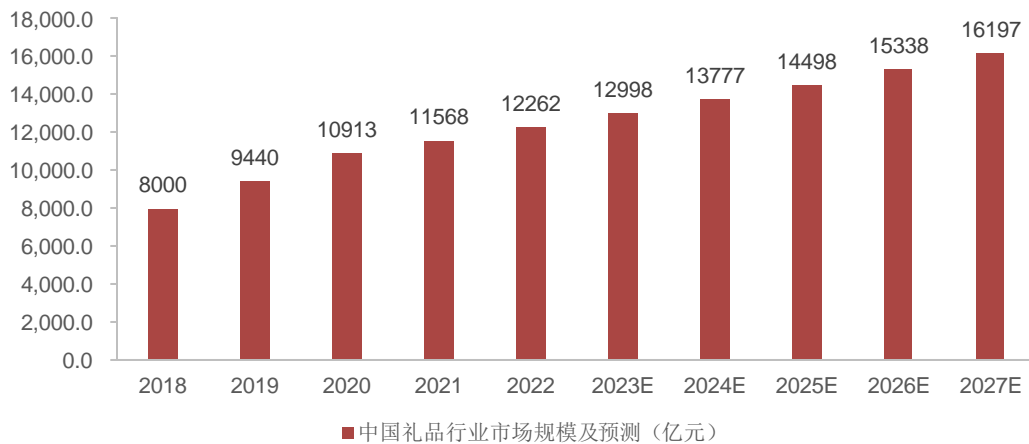
**图 17：2018-2022 年文化及相关产业增加值及占 GDP 比重**


数据来源：国家统计局，Wind，西南证券整理

**图 18：2018-2023 年我国创意设计服务营收及增长情况**


数据来源：国家统计局，Wind，西南证券整理

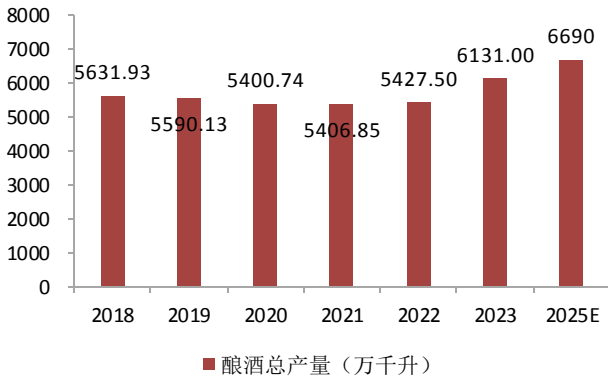
礼品行业规模持续增长，公司成熟经营模式和创新设计有望改善行业现状。据艾媒咨询，2018-2022 年，我国礼品行业市场规模从 8000 亿元增长至 12262 亿元，预计 2024 年行业规模将突破 13000 亿元，至 2027 年将增长到 16197 亿元。随着数实融合、多元消费结构、精神消费诉求以及传统文化认同感的增强，互联网平台的赋能作用日益凸显，推动着定制礼品行业的发展。公司注重文化内涵和原创、创新的设计，经营模式管理机制成熟，有望改善传统礼品服务商供应链整合能力弱、需求侧预算少、人力不足、定制时间紧、经验少等现状。

**图 19：我国礼品行业市场规模及预测**


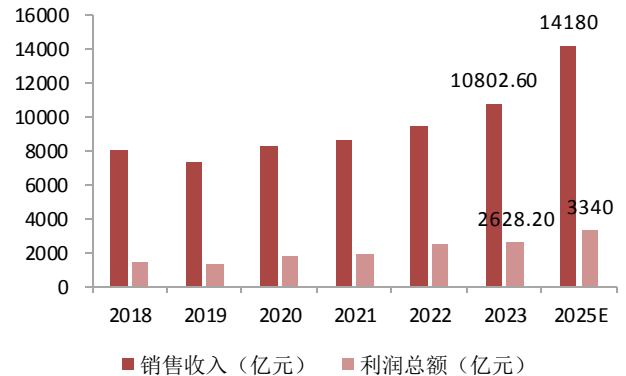
数据来源：艾媒咨询《2023 年中国文创与礼物经济行业发展研究报告》，西南证券整理

## 2.2 下游应用领域众多，包装市场需求持续提升

酒类产业规模逐渐扩大，包装市场需求递增。酒类包装作为酒类产品的关键组成部分，对酒类产品的销售起着重要作用，酒类包装产品的价值占酒类产品售价的比例也较大。根据各公司公告，包装物成本占酒类上市公司销售收入比例约为 10-26%。根据《中国酒业“十四五”发展规划》，预计到 2025 年，中国酒类产业将实现酿酒总产量 6690 万千升，2022-2025 年 CAGR 为 5.5%；销售收入达到 14180 亿元，2022-2025 年 CAGR 为 13.0%；实现利润 3340 亿元，2022-2025 年 CAGR 为 14.4%，随酒类产业规模的扩大，包装市场需求也逐渐增大。

**图 20：全国酿酒行业规模以上企业酿酒总产量及预测**


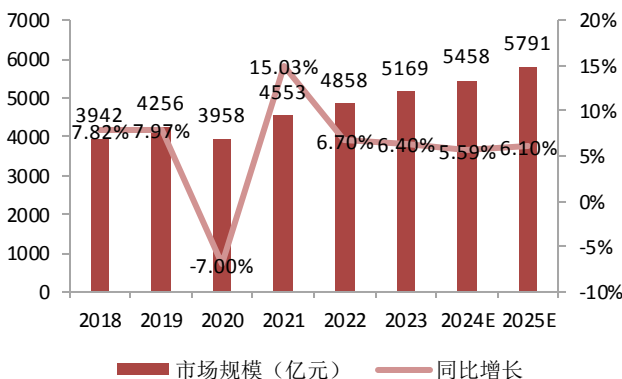
数据来源：国家统计局，中国酒业协会，公司招股说明书，西南证券整理

**图 21：全国酿酒行业规模以上企业销售收入与利润及预测**


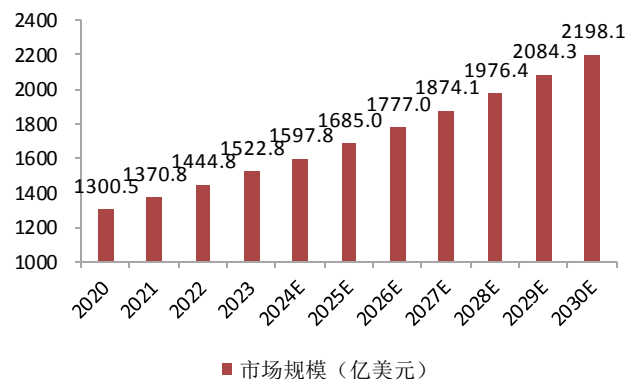
数据来源：国家统计局，中国酒业协会，公司招股说明书，西南证券整理

**全球化妆品消费增长潜力强劲，国内市场规模逐步扩大。**化妆品包装作为化妆品产品的重要组成部分，已经与化妆品融为一体，是化妆品企业给消费者传递信息的媒介物，其象征性的符号构建了化妆品的文化属性，也体现了国家和民族的文化特征。随着美颜经济的兴起，化妆品日益成为了消费者的刚性需求，消费增长潜力强劲。全球化妆品市场正在蓬勃发展，根据艾媒咨询数据显示，预计到 2025 年，全球化妆品包装将达 1696.7 亿美元。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，2018-2023 年，中国化妆品行业市场规模由 3942 亿元增长至 5169 亿元，CAGR 为 5.9%，预计 2024 年和 2025 年分别达到 5458 亿元和 5791 亿元，同比分别增长 5.6%和 6.1%。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。

**消费向包装食品转移，食品创意包装市场兴盛。**食品行业涉及领域广，随着新一代消费群体逐渐成为消费主体，其对产品功能、外观等的诉求较强，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。外卖平台普及化和家庭规模小型化趋势日益明显，冷链食材、预食品需求激增；未来老龄化趋势还将进一步加速，将带动大健康市场规模持续提升。根据中研普华数据，2023 年全球软包装市场规模约为 1522.8 亿美元，预计于 2030 年将增长至 2198.1 亿美元，2024-2030 年 CAGR 为 5.4%。

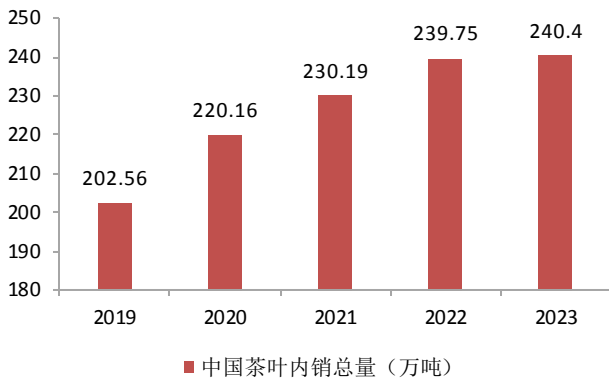
**图 22：2018-2025 年中国化妆品行业市场规模及预测**


数据来源：艾媒咨询，西南证券整理

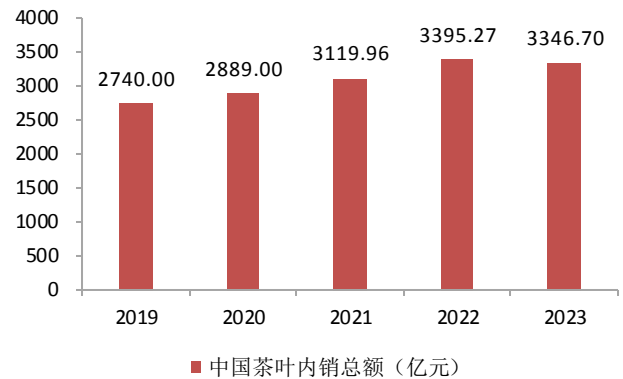
**图 23：2020-2030 年全球软包装市场规模及预测**


数据来源：中研普华，西南证券整理

消费偏好品牌茶叶，茶叶创意包装市场潜力较大。因易受潮，易挥发香气等特质，茶叶需要包装来实现长期存储，运输销售。茶叶的包装是茶叶销售的重要环节，优秀的茶叶包装不仅可以表达出深厚的文化内涵，还可以带来可观的经济价值。随着人们生活水平的提高、对健康的日益重视和“茶”文化不断发展，茶叶消费水平逐渐提高，根据中商产业研究院数据显示，预计2024年我国茶叶市场规模将达3797亿元，2022-2024年CAGR为7.6%。2023年我国茶叶内销总量达240.4万吨，内销总额3346.7亿元。目前茶叶消费正由非品牌茶叶逐步转向品牌茶叶，茶叶包装在茶叶销售中所起到的作用愈发明显，茶叶创意包装具有较大的市场空间潜力。

**图 24：2019-2023 年我国茶叶内销总量**


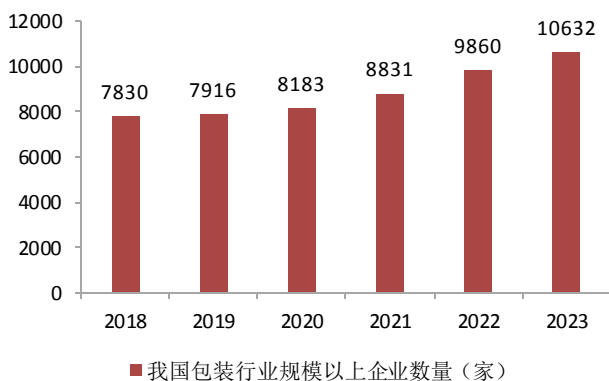
数据来源：中商产业研究院，西南证券整理

**图 25：2018-2024 年我国茶叶内销总额**


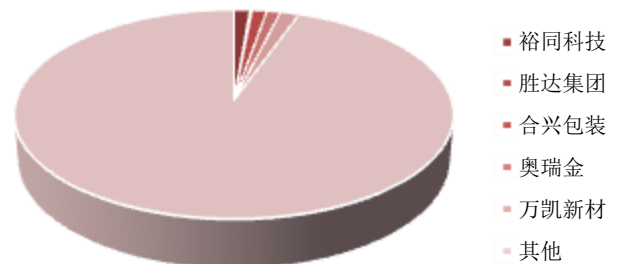
数据来源：中商产业研究院，西南证券整理

## 2.3 包装行业规模大但集中度低，柏星龙有较大空间提升市占率

包装行业集中度低，公司市占率提升潜力较大。相对于欧美国家，我国包装行业起步较晚，呈现出行业规模较大但集中度较低的特点，正处在包装大国向包装强国的转型发展期，亟需具有自主创新能力公司。行业内企业数量增长稳定，规模愈渐增大，规模以上企业数量2023年达到10632家，但行业集中度偏低、根据中国包装联合会《2022年度中国包装百强企业排名名单》，行业CR5仅5.5%。柏星龙营收相对行业规模较小，仍有相当大的提升空间，凭借出色的自主创新能力和高品质客户群体，有望从行业增长和自身规模扩张重持续受益。

**图 26：2018-2023 我国包装行业规模以上企业数量**


数据来源：中国包装联合会，西南证券整理

**图 27：2022 年度中国包装百强企业前五名市场占有率**


数据来源：中国包装联合会，西南证券整理

柏星龙是创意包装公司，主营业务包含产品形象设计服务和创意包装产品的研发、生产及销售。国内专注于创意包装形象设计服务的公司相对较少，尚未形成规模较大的公司。公司在创意包装产品的研发、生产及销售业务中的主要竞争对手如下：

**表 2：主要竞争对手的对比（2023 年度）**

企业名称	营业收入	归母净利润	毛利率	加权平均净资产收益率	主要产品	主要客户类型
裕同科技 002831.SZ	152.23 亿元	14.38 亿元	26.23%	13.51%	纸包装制品等	华为、联想、三星、索尼、雀巢等，并为仁宝、富士康等知名代工厂商
上海艾录 301062.SZ	10.67 亿元	0.75 亿元	23.57%	6.67%	工业用纸包装、塑料包装及智能包装系统	埃克森、陶氏、巴斯夫、沈阳化工、圣戈班、立邦、雀巢、妙可蓝多等
美盈森 002303.SZ	35.13 亿元	1.96 亿元	25.23%	3.95%	纸包装制品等	覆盖电子通讯、智能终端、食品饮料、保健品、家具家居、快递速运、新能源汽车产业链、家用电器、机械制造等多个行业
中荣股份 301223.SZ	25.93 亿元	2.04 亿元	20.88%	7.36%	纸包装制品	以快速消费品、消费电子市场为主要领域
元隆雅图 002878.SZ	26.92 亿元	0.24 亿元	15.46%	2.45%	覆盖“新营销”和“IP运营”两大业务板块	以世界五百强企业及国内知名企业为主
柏星龙 833075.BJ	5.38 亿元	0.46 亿元	33.95%	11.75%	纸包装制品及创意设计服务	茅台、洋河、牛栏山、欧莱雅、古驰、宝格丽、周生生、八马茶业等

数据来源：各公司公告，iFinD，西南证券整理

### 3 “四位一体”高壁垒模式历久弥新，产能扩张与技术革新并举转化创意价值

#### 3.1 “产品形象工程整体解决方案”提供商，赋予品牌高溢价

专注“四位一体”方案历久弥新，打造高壁垒经营模式。公司专注于提供品牌策略规划、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，与“以创意设计为主”和“以生产制造为主”的单一服务模式相比，公司凭借长期积累的创意设计素材库和设计方法论，在客户产品规划、开发和销售过程，为客户提供高附加值的创意设计服务和优质的创意包装产品，有助于提高客户粘性，避免低价竞争。该模式也体现出公司在创意设计能力、技术创新能力和资源整合能力方面具有较强壁垒。

**表 3：公司采用更高要求的全流程综合服务为主的经营模式**

经营模式	内涵	特点
创意设计为主的经营模式	根据客户诉求，充分发挥自己的创意优势，专注于为客户提供专业的、定制化的创意设计服务，满足客户的个性化需求。	该类企业创意设计能力较强，有利于集中优势进行差异化竞争，但服务较为单一、产业链较短，并且无法保证创意设计后期呈现效果。
生产制造为主的经营模式	主要根据客户订单，按照客户需求采购指定品牌、指定类型的纸张、油墨等原材料并组织生产，产品制成后运输至客户指定交货点。	该种经营式下产业附加值较低，可替代性较强，企业需要根据创意设计的需求不断进行设备与应用技术的更新和升级。

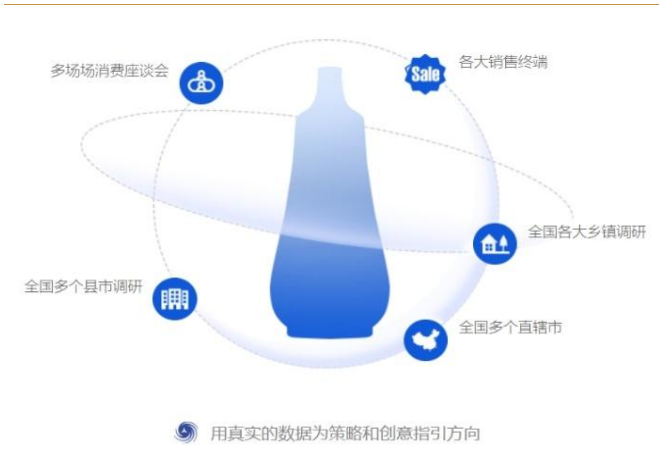
经营模式	内涵	特点
“品牌策略+创意设计+技术研发+产品交付”全流程综合服务为主的经营模式	随着项目经验的积累和自身实力的增强,逐步进行业务链条的延伸,通过提供品牌策略规划、创意设计、技术研发、产品交付等服务,形成了全流程综合服务的能力。该种经营模式要求企业具有较强的创意设计能力、技术创新能力和资源整合能力。	有助于帮助客户实现降低经营成本、缩短产品上市周期、提升产品宣传推广效果等目标。随着下游行业商业模式转变和价值链分工的持续深化,客户对全流程综合服务的需求将越来越大,全流程综合服务的经营模式将更能贴合下游客户的需求。

数据来源:公司招股说明书,西南证券整理

### 3.1.1 品牌策划:以市场为导向为客户打造独特品牌形象,自有 IP 输出观点增强行业影响力

从品牌策划出发,自有品牌 IP 柏叔聊品牌输出独家品牌观点。通过对产品市场与消费者需求的深入调研,挖掘消费品领域品牌定位和产品卖点,进行前瞻性的创意设计与研发,在此过程中逐渐积累丰富的创意设计素材库和设计方法论。在品牌策划方面,以市场为导向,助力企业突围,打造独特的品牌形象,开拓新的市场天地,累计为 300+ 客户品牌策划服务,通过深入 30+ 省及直辖市市场、走访 2700+ 销售终端、开展 1200+ 座谈会,助力客户品牌建设全流程运作。同时也利用自有品牌 IP 总结柏星龙沉淀多年的品牌打造方法,凭借丰富的经验和敏锐的洞察,不断输出柏星龙独家品牌观点,增强行业影响力。

图 28: 公司品牌策略规划相关业务



数据来源:公司官网,西南证券整理

图 29: 柏叔聊品牌



数据来源:柏叔聊品牌视频号,西南证券整理

### 3.1.2 创意设计:以创意为核心驱动客户品牌价值,创意设计产品溢价高客户黏性强

以创意包装设计、生产工艺开发为核心竞争力,为创意包装产品业务导入业务机会。公司以“原创”为指导思想,以“新奇特”为创意理念,专注于从终端消费市场角度,为客户提供新产品研发的全方位支持,涵盖产品内容、命名、受众、价格、视觉效果和文化内涵的规划,在客户眼中成为其不可或缺的新产品研发合作伙伴。公司作为产品形象工程整体解决方案提供商,旨在为客户打造真正的畅销产品,这也成为公司与国内外知名品牌合作的独特基石。

15 年沉淀设计经验丰富,117 项国际设计大奖成绩斐然。公司建立按酒、化妆品、茶叶、食品等类别划分的市场需求库,凭借独特的文化创意元素与高效的“超级视觉符号”融合,有



效驱动客户品牌的差异化竞争与品牌溢价提升，服务成效显著。设计资历丰富、成绩斐然，拥有 3 大工作室，10 个创意星组，15 年行业沉淀，30000 款产品打造经验，203 项授权专利。截至 2024 年 4 月 31 日，公司累计获得了包括德国红点奖、联合国 WPO 世界之星、IF 奖等 117 项国际设计大奖。上述奖项中，公司于 2018 年获得的第 47 届莫比乌斯最佳作品奖，创中国地区二十年来最佳纪录；于 2023 年获双料缪斯奖——设计奖与创意奖。

图 30：公司获莫比乌斯一等奖及最佳作品提名奖



数据来源：柏星龙创意公众号，西南证券整理

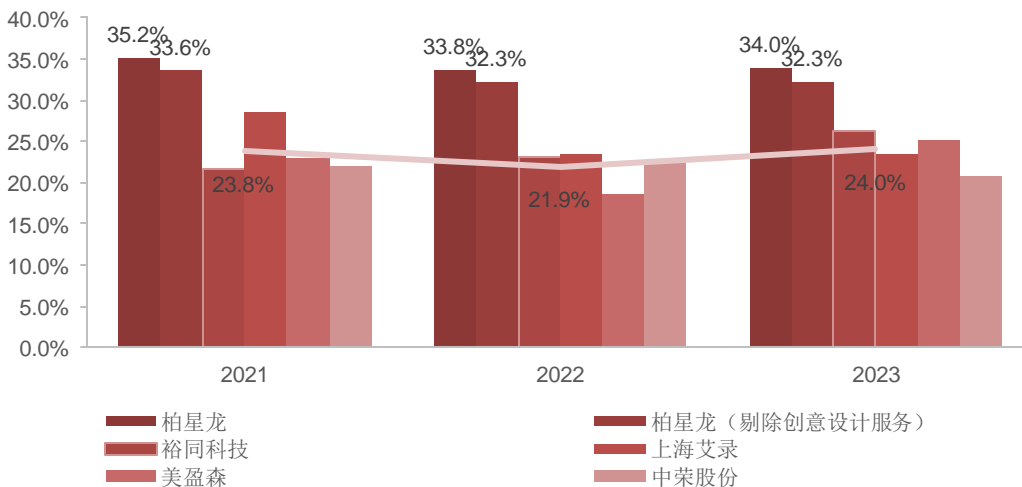
图 31：公司酒类文创作品《茅台-新年礼盒》获缪斯奖



数据来源：柏星龙创意公众号，西南证券整理

**创新设计提升附加价值，体系服务强化客户黏性。**2021-2023，公司毛利率维持在 33% 以上，远高于同行 21%-24% 的平均水平，公司高毛利源于品牌策略规划、创意设计、技术研发、生产交付的四位一体服务模式。公司下游客户依赖公司的设计、开发能力，支撑、推动其产品更新迭代，客户愿意为此支付较高产品溢价。同时，公司拥有较为复杂的产品工艺，通过诸如特种纸张触感、精雕金属牌工艺、立体纹理压纹等，提升产品感官体验和视觉辨识度。另外，下游客户自身产品毛利率水平较高，愿意为提升其产品档次、内涵的包装物支付较高溢价。在防伪技术和环保材料的应用上，体现出品牌对于产品生命周期管理和知识产权保护的高度重视。公司对客户的品牌文化及内涵、终端消费市场情况及生产工艺掌握程度较高，当已有客户有新产品开发或老产品迭代升级的需求时，客户会优先选择最熟悉自身的柏星龙，因此公司持续服务客户的情况较为普遍，保障营收和高毛利率可持续。

图 32：公司保持高毛利率，剔除创意设计服务部分后依然高于同行平均



数据来源：iFinD，西南证券整理

**表 4：公司下游客户质量对创意要求更高，愿意支付高溢价**

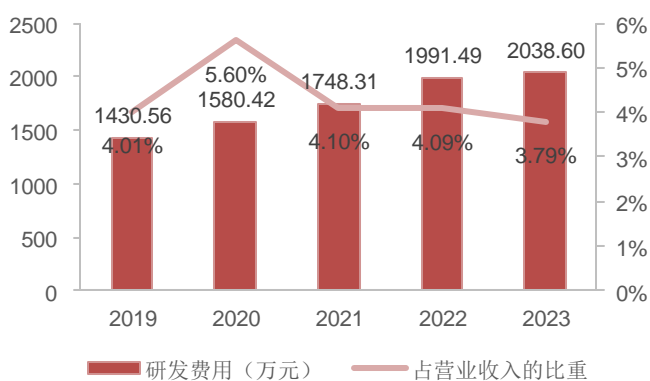
公司名称	毛利率(2023)	Roe(2023)	下游客户质量以及行业分布的对比
裕同科技	26.2%	13.5%	服务的客户广泛分布于消费电子、智能硬件、烟酒、大健康、化妆品、文创、高端食品和奢侈品等多个行业。
上海艾录	23.6%	6.7%	产品主要应用于工业与消费领域，主要客户包括为埃克森、陶氏、巴斯夫、沈阳化工、圣戈班、东方雨虹、立邦、雀巢、菲仕兰、嘉吉、妙可蓝多等。
美盈森	25.2%	4.0%	主要客户覆盖电子通讯、智能终端、白酒、家具家居、家用电器、汽车及新能源汽车产业链、医疗用品、食品饮料、电商物流、快递速运等多个行业。
中荣股份	20.88%	7.4%	产品以快速消费品、消费电子市场为主要应用领域，主要客户包括宝洁、好丽友、高露洁、玛氏、亿滋等。
柏星龙	32.2%	13.0%	产品主要应用于酒、化妆品、精品、茶叶、食品等对包装物的文化创意创新属性要求较高的领域，主要客户包括牛栏山、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、Sunday Riley、八马茶叶、燕之屋、Lady M 等国内外知名品牌。

数据来源：公司问询函回复，iFinD，西南证券整理

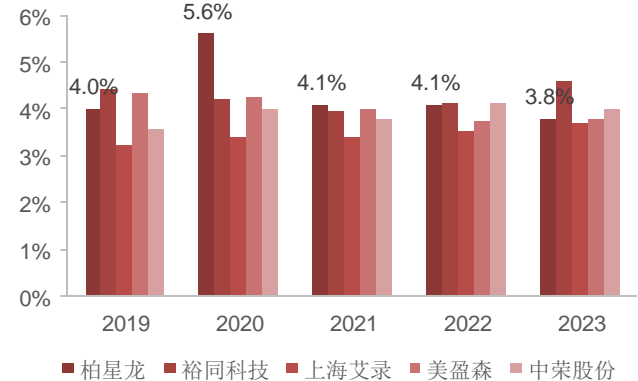
### 3.1.3 技术研发：核心技术积累打造新奇特产品，探索 AI 赋能创意创新

重视核心技术研发，保障创意设计顺利转化。柏星龙持续在新材料、新工艺、新防伪、新结构、生产自动化、产品智能化等维度进行技术创新，自主研发了高光泽立体烫金、3D 悬浮微纳防伪技术、纹理烫金技术等核心技术，解决行业内的防伪技术、低碳环保等相关技术难题。通过包装技术的创新与应用，打造产品落地的新奇特，赋予产品更好的形象与更高的价值。截至 2023 年底，公司获得授权专利 203 项，其中发明专利 13 项，并先后荣获“国家高新技术企业”“中国包装百强”“中国专利优秀奖”等一系列荣誉资质，持续增强公司在行业内的竞争实力与影响力。丰富的生产工艺核心技术积累，是公司业务规模保持持续增长的重要因素。

公司研发投入较大，在研项目为公司增加技术壁垒。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，完成新产品设计、评选、修改、打样等工作，研发投入占比总体较为稳定。2020 年受疫情影响公司营业收入，致使公司研发费用占比上升。截至 2023 年期末，公司研发人员总计 115 人，占员工总量的比重为 12.6%，公司正在从事的研发项目包括替塑环保光油材料的研发、生物基珠状发泡材料工艺技术的研发、光致聚合物显像防伪技术的研发等。

**图 33：2019-2023 年公司研发投入情况**


数据来源：iFinD，西南证券整理

**图 34：2019-2023 年研发费用占比**


数据来源：iFinD，西南证券整理

**充分探索 AI 道路，提升新质生产力。**公司紧盯内部新质生产力的提升，加大在技术研发和创新方面的投入，全力拥抱 AI 智能等先进生产工具，通过自研创意行业多模态大模型让科技赋能创意和创新，融合科学管理理念，形成柏星龙特有的创意生态链。目前公司的创意设计团队已有开始使用的人工智能软件，将继续挖掘其对创意设计工作的助力方式，利用人工智能提高设计的效率和质量，减少基础设计工作，提升公司经营效益。

### 3.1.4 产品交付：生产端多基地协同智造，人才积淀共筑技术革新

**打造柏星龙智慧工厂，供应链管理能力强。**公司多方面打造柏星龙智慧工厂，全面增强核心竞争力。拥有 5 大生产基地，分别为中心工厂惠州柏星龙、贴近客户服务的贵州柏星龙、山西贾家庄柏星龙、河北柏星龙、江苏柏星龙，通过优质的工艺技术和生产能力，确保了产品的质量和交货效率，满足客户的创意包装生产落地需求。同时还拥有强大的供应链管理能力和及时的响应能力，为获取订单起重要支撑，全国性生产布局完善的供应链管理体系保证了公司高效的产品交付能力。公司用完善的质量预防保障体系，以确保“产品落地”的高品质，用强大的交付体系，保障“产品落地”的高效率。

**多基地联动布局优化生产链，惠州智能制造引领创意包装产业升级。**公司生产基地布局多地，以惠州柏星龙作为公司中心工厂，汇集公司高端生产设备及人才完成核心工艺工序，后道加工环节交由贵州、山西、河北及江苏生产基地及外部供应链体系贴近客户完成，保障交付效率的同时实现物流运输成本可控。公司募投项目之一惠州柏星龙创意包装智能制造生产建设项目 1.7 亿元，截至 2023 年底，已完成厂房主体结构的封顶。2023 年设立江苏、河北柏星龙生产基地并已实现投产；江苏贾家庄柏星龙已装修设备调试完毕，也即可投产。前述生产基地的设立与相继投产，将完善创意包装生产基地区域布局，进一步提升整体交付水平、扩大综合交付规模。

图 35：公司生产基地全国性布局



数据来源：公司官网，西南证券整理

募投项目推进与市场需求协同共振，预期产能扩容将带动规模效应显著。公司着力布局中高端产品线的研发与市场培育工作，凭借不断提升的市场影响力和日渐壮大的客户群体，对于产能扩充的需求正呈现同步增长态势。2020 年公司购进海德堡印刷设备并扩大产能、设立贵州子公司并规划生产性投入。2022 年由于疫后消费缓慢复苏，公司积极购进设备，固定资产账面价值同比增加 12.1%，适应需求逐步反弹。目前，公司江苏、河北柏星龙生产基地均已实现投产，惠州二期智能制造生产建设项目厂房已于 2023 年 10 月完成封顶，目前正在进入装修阶段，下一步将考察引入机器设备。随着未来项目建成，将开始产能爬坡释放产值，届时将显著提升公司的整体生产、创新和营运能力，创意设计价值进一步放大。

### 3.2 致力成为中国创意包装第一品牌、国际创意包装知名品牌，创意设计多领域成绩斐然

柏星龙在“酒类、化妆品及精品、茶叶、食品”等消费品领域均有杰出建树。在酒类市场，公司已与众多知名酒企如牛栏山酒厂、安徽古井、茅台、泸州老窖等达成合作；化妆品及精品领域，成功服务了国际大牌如路易威登、古驰、欧莱雅、格拉夫、葆蝶家等，以创新包装策略赋能品牌形象升级；茶叶行业，携手八马、吴裕泰、天之红及八步茶等，专注蕴含茶文化的包装，助其在市场上树立各自鲜明的品牌形象；在食品领域也成果斐然，为好丽友、麦加乐及燕之屋等企业提供专业包装解决方案，有效提升产品附加价值。公司以跨领域的广泛合作，持续验证其在创意包装设计与实施方面的市场认可的中高端地位，充分保障有价值创意的落实。

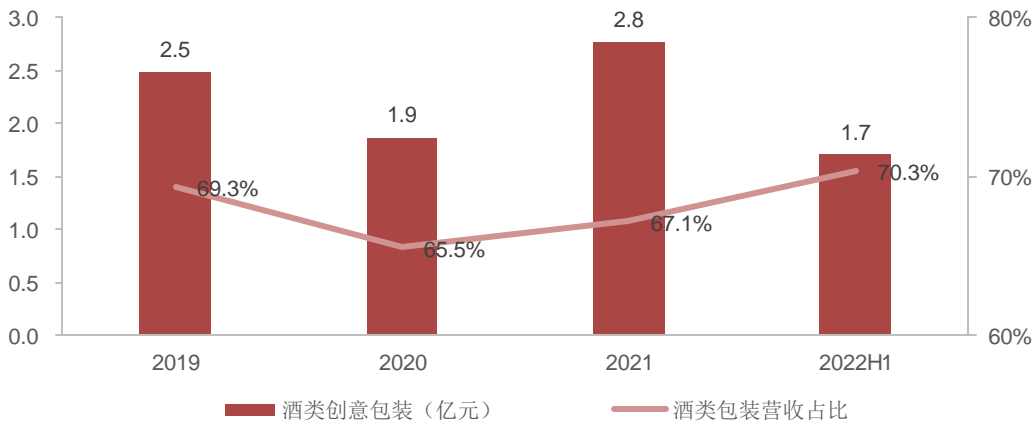
图 36：公司客户涵盖超 200 家国内外知名品牌企业



数据来源：公司公告，西南证券整理

酒类客户积累深厚，不断深耕国内酒类存量市场。公司凭借优秀的创意设计能力、优质的工艺技术以及高效的交付能力，通过老客户口碑推介等方式，累计覆盖茅台集团、洋河股份、顺鑫农业、五粮液、郎酒、习酒等头部企业客群，成为洋河股份海之蓝系列及国台国标系列产品的核心供应商之一。白酒领域是过去公司业务的基本盘，截至 2022H1 占比 70.3%，23 年虽未公告具体占比数据，但仍是重要的收入来源之一。酒类存量市场仍将有待挖掘，下游酒类客户产品的持续推陈出新，也进一步推动公司经营规模扩大。

图 37：酒类创意包装收入及营收占比



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

**白酒场景消费复苏有望增长，预期酒类包装产品乘势回暖。**随着宴席、聚饮等消费场景逐步恢复，白酒市场短期承压状态已见回暖。根据公司 2023 年报，2023 年度酿酒行业的销售收入已超过 9000 亿元，包材市场占比约为 5%-10%。商务消费复苏滞后导致次高端消费略有承压，但高端白酒因消费场景刚性而韧性十足，白酒市场份额向头部名优白酒品牌集中。白酒企业为了应对高端化、品质化竞争，正积极进行新产品开发和老产品的迭代升级。白酒企业对品质和差异化特色的追求，为公司在进行国内知名品牌发展战略、品牌策略规划以及创意设计服务方面提供了新的契机。考虑到白酒行业在我国的重要地位和其强烈的社交属性，以及消费市场未来的复苏预期，公司将能通过创意设计专业优势，为客户开发出更多能带动消费的产品，从而在酒类业务板块实现更大的发展。

图 38：公司为贵州贵酒设计酒包装



数据来源：柏星龙创意公众号，西南证券整理

图 39：公司为牛栏山设计酒包装



数据来源：柏星龙创意公众号，西南证券整理

**联动国际市场，化妆品及精品双线持续发力。**国际化妆品于中国市场迎来强势复苏，多品牌多品类集团式发展成为国际大牌的首要战略，高品质、高附加值化妆品势头强劲。化妆品业务成为增长支柱，公司将进一步深挖国际化妆品领域，培育国内化妆品品牌。根据公司 2023 年报，中国化妆品市场国货市占率接近 50%，国潮风的助推以及不断强大的研发实力将进一步助力国货快速成长，扩大市场份额。公司持续巩固和维系化妆品及精品行业客户关系，进一步打开国际市场，紧扣纯净环保、中国元素等四大美妆潮流，实现业务前沿化拓展，并直接或间接取得与路易威登、古驰等国际一线奢侈品品牌的合作业务。

**图 40：公司与可复美&可丽金合作化妆品**


数据来源：柏星龙创意公众号，西南证券整理

**图 41：公司与宝格丽合作精品礼盒**


数据来源：柏星龙创意公众号，西南证券整理

**深挖品牌文化底蕴，创意包装联手茶食名企。**作为领先的创意包装服务商，公司在茶叶、食品领域实现与八马、燕之屋品牌深度合作，设计提炼符号化的图形和文字，打造了体现品牌文化和产品特色的高端包装方案。茶叶市场呈现集中度较低，生产商较多、品牌商较少的行业态势，茶叶消费正由非品牌茶叶逐步转向品牌茶叶，茶叶包装在茶叶销售中所起到的作用愈发明显。2023 年，公司团队前往武夷山、黄山等茶叶核心产区考察接洽，深度挖掘地方特色的茶叶文化内涵，充分发挥品牌策略规划、创意设计服务的核心实力，对接茶叶品牌商、培育发展茶叶领域客户。为了更加针对性、为客户提供更专业化的服务，公司设立了独立的食物事业部，将持续挖掘食品领域的广阔市场空间。

**图 42：公司为八马茶叶设计六福临门**


数据来源：柏星龙创意公众号，西南证券整理

**图 43：公司为燕之屋设计包装**


数据来源：柏星龙创意公众号，西南证券整理

**以创意设计挖掘文创机遇，谋划布局文创和礼品领域新道路。**公司发挥创意设计引领作用，不断开发文创创新可能，培育新的增长领域。与已有高端品牌客户合作，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、美獭攒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，提高创意设计认可度。2023 年公司主动帮助茅台文旅、珍酒、今世缘、燕之屋、吴裕泰等客户打造多款市场热销的文创产品、礼品，为客户和公司都形成了新的利润增长点。未来，公司将：1) 深耕现有 B 端客户群体，重点放在商务礼赠、员工福利和企业文化礼品等方面；2) 聚焦 C 端消费群体，满足颜值、实用性、新颖性以及文化内涵的四大核心诉求，结合热

门 IP 推出具有创新性的爆款产品；3) 与地方文旅平台合作，公司将开发一系列具有当地文化特色的纪念品和礼品，打造深受当地市场欢迎的文创 IP，同时也促进地方文旅市场的发展。

图 44：茅台文旅龙年文创礼盒



数据来源：柏星龙创意公众号，西南证券整理

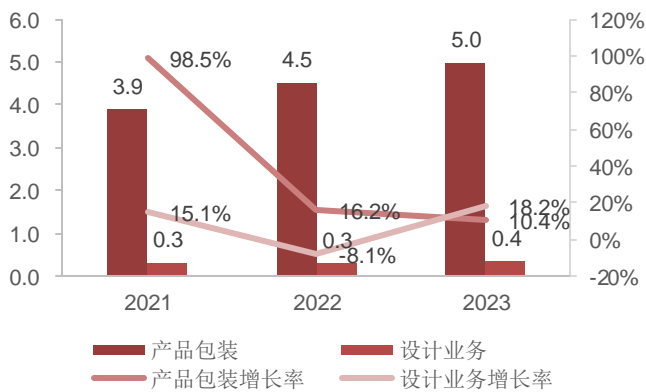
图 45：公司 fred 龙年新春礼盒



数据来源：柏星龙创意公众号，西南证券整理

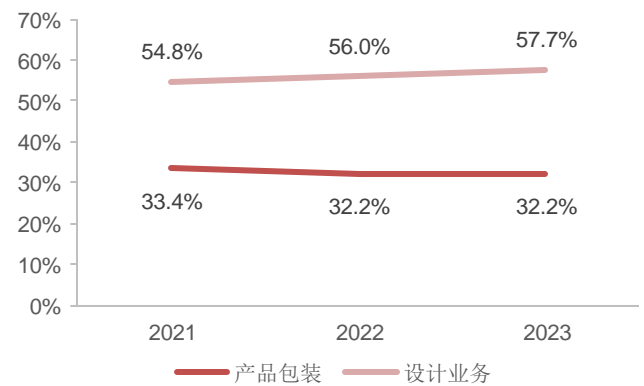
客户新产品开发需求旺盛，在手订单充足业绩增长无虞。面对新的经济形势与新的市场竞争环境，下游品牌商对品牌护城河的需求随着市场竞争加剧，客户对新产品开发需求增加。公司以突出的品牌策略及创意设计服务能力与优势，与同类公司相比更懂得如何打造畅销产品，让客户在新产品开发领域产生依赖。创意设计服务通常是与客户建立联系“敲门砖”，当客户产品市场推广成效斐然时，为创意包装产品导入业务机会。2023 年实现设计服务收入 3534.7 万元，较上年同期增长 18.2%，也为公司未来产品转换落地增加生产订单的储备。截至 2023 年末，公司在手订单 1.6 亿元。

图 46：近年设计业务&产品包装收入（亿元）及增速



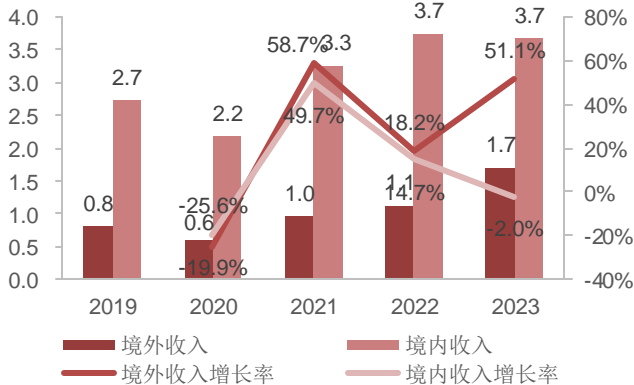
数据来源：iFinD，西南证券整理

图 47：近年设计业务&产品包装毛利率

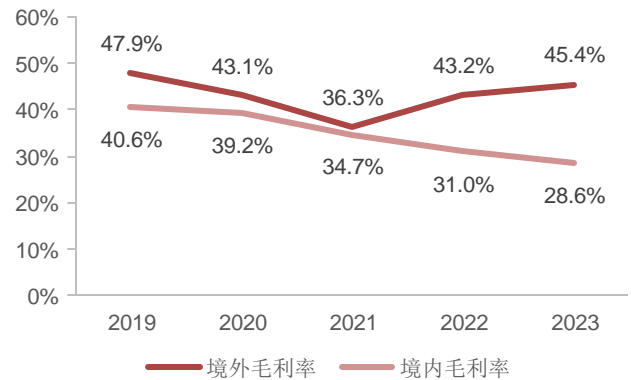


数据来源：iFinD，公司问询函回复，西南证券整理

与国际头部品牌建立良好合作关系，优化业务结构境外营收增长可期。目前与头部品牌合作建立起良好的合作关系，与公司合作的头部品牌包括 LVMH 集团、古驰 (GUCCI)、宝格丽 (Bvlgari)、格拉夫 (GRAFF)、葆蝶家 (BOTTEGA VENETA)，同时也有两位境外客户进入公司 2023 年度前五大客户。国际业务的大幅增长保障了公司营收保持增长趋势，2023 年公司境外化妆品、珠宝、奢侈品等领域实现大幅增长，实现外销收入 1.7 亿元，占公司营业收入已达到 31.8%，较上年同期增长 51.0%。公司服务客户已遍布包括北美、欧洲、中东等十余个国家或地区，形成了全球化、多板块同步发展的更加健康的业务结构。

**图 48：近年海内外业务收入（亿元）及增速**


数据来源：iFinD，西南证券整理

**图 49：近年海内外毛利率**


数据来源：iFinD，西南证券整理

## 4 盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

#### 关键假设：

假设 1：通过前几年的市场开发，公司已经积累了一批丰富和优质的国际客户资源，与客户的合作深度不断加强。未来，伴随着公司加大境外市场的投入，进一步促进现有存量客户及境外新增客户的业绩释放，公司包装产品收入有望持续增长。我们预计 2024-2026 年，公司包装产品收入增速约为 18%/23%/27%，毛利率保持稳定。

假设 2：通过创新的设计服务，公司为客户的新产品研发提供从创意设计到落地的全方位支持。未来，伴随着公司与客户的合作持续深化，公司设计业务收入有望持续增长。我们预计 2024-2026 年，公司设计业务收入增速约为 15%/18%/23%，毛利率保持稳定。

假设 3：伴随着公司的发展，我们预计 2024-2026 年，公司其他业务收入增速约为 5%/5%/5%，毛利率保持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入及成本如下表：

**表 5：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
包装产品	收入	498.8	588.5	723.9	919.4
	增速	10.4%	18.0%	23.0%	27.0%
	成本	338.4	399.0	490.8	623.3
	毛利率	32.2%	32.2%	32.2%	32.2%
设计业务收入	收入	35.35	40.7	48.0	59.0
	增速	18.2%	15.0%	18.0%	23.0%
	成本	15.0	17.2	20.3	25.0
	毛利率	57.7%	57.7%	57.7%	57.7%
其他	收入	3.4	3.6	3.8	4.0



单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
	增速	-40.5%	5.0%	5.0%	5.0%
	成本	1.7	1.8	1.9	2.0
	毛利率	50.2%	50.0%	50.0%	50.0%
合计	收入	537.6	632.8	775.7	982.3
	增速	10.3%	17.7%	22.6%	26.6%
	成本	355.0	401.0	492.9	625.5
	毛利率	34.0%	36.6%	36.5%	36.3%

数据来源：Wind, 西南证券

## 4.2 相对估值

我们选取了与公司主营业务和产品存在一定相似性的裕同科技、上海艾录作为可比公司。裕同科技是行业领先、国际知名的品质包装方案商，为客户提供创新的一站式包装解决方案以及可持续智造服务。上海艾录是一家工业与消费包装产品兼备的软体包装一体化解决方案提供商。从 PE 的角度看，24-26 年，两家公司平均估值为 26/20/14 倍。

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 6.3/7.8/9.8 亿元，归母净利润分别为 55.9/70.9/93.4 百万元，CAGR 为 26.6%，对应 PE 为 12/10/7 倍。随着募投扩建智能制造基地，提升创意包装产能，优化产业结构，强化国际市场布局，瞄准复苏较快的高端白酒、化妆品等行业，以创新技术和规模化生产巩固行业领导地位。公司“四位一体”的商业模式有别于两家可比公司，为公司产品贡献高附加值，鉴于 2024 年可比公司平均估值为 26 倍，同时考虑到不同市场间的流动性差异，我们给予公司 2024 年 18 倍 PE，对应目标价为 15.48 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 6：可比公司估值表

证券代码	可比公司	总市值	股价	EPS (元)				PE (倍)			
		(亿元)	(元)	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
002831.SZ	裕同科技	250.40	26.91	1.55	1.86	2.15	2.46	17.8	14.47	12.52	10.93
301062.SZ	上海艾录	44.04	11.00	0.19	0.3	0.41	0.61	57.55	36.78	27.02	18.03
平均值								37.68	25.63	19.77	14.48
833075.BJ	柏星龙	6.79	10.48	0.71	0.86	1.09	1.44	15	12	10	7

数据来源：wind, 西南证券整理 (数据截止日期 2024.5.20)

## 5 风险提示

**宏观经济波动及下游行业周期性风险。**国内外宏观经济的波动以及大消费品行业周期性变化，叠加疫情对终端需求的抑制尚未恢复，将使需求总量和消费场景受到抑制，进而面临主营业务收入显著波动的风险。

**市场竞争加剧风险。**我国包装行业整体呈现行业分散、集中度低的特点。高水平、高层次的行业竞争，对参与企业的能力要求进一步提高，如果未来公司不能持续保持有市场竞争力的创意设计能力并有效整合资源，公司持续盈利能力将受到影响。

**对主要客户依赖的风险。**公司对主要客户依赖度较高（如酒类），一旦客户关系发生变化，采购需求骤降，可能导致业绩滑坡。

**应收账款规模较大的风险。**公司应收账款账龄主要在一年以内，应收账款整体质量较好，但较大规模的应收账款增加了公司的管理压力，加大了坏账损失的风险；且应收账款规模的增加将减少公司可用的流动资金，流动资金的不足可能对公司业务的拓展造成不利影响。

**知识产权保护的风险。**由于市场竞争日趋激烈，不排除存在创意设计被他人盗用或核心技术失密的风险，若侵犯公司知识产权的行为不能得到及时制止，则可能对公司的竞争优势带来损害，对公司业务发展造成不利影响。

**募集资金投资项目风险。**募投项目建成后，市场需求变化、产品价格波动，折旧及摊销费用的增加，都可能导致利润下滑。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	537.55	632.80	775.67	982.35	净利润	45.61	55.57	70.36	92.67
营业成本	355.05	400.99	492.89	625.55	折旧与摊销	16.20	21.89	34.56	36.93
营业税金及附加	2.55	3.80	4.35	5.43	财务费用	-0.41	1.63	1.64	0.25
销售费用	46.50	63.28	74.46	92.34	资产减值损失	-4.41	-4.50	-4.50	-4.50
管理费用	56.17	104.41	126.43	157.18	经营营运资本变动	45.70	-51.85	-5.92	-9.59
财务费用	-0.41	1.63	1.64	0.25	其他	-19.87	0.10	0.10	3.46
资产减值损失	-4.41	-4.50	-4.50	-4.50	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>82.82</b>	<b>22.85</b>	<b>96.24</b>	<b>119.23</b>
投资收益	1.13	1.10	1.10	1.10	资本支出	-151.90	-101.50	-101.50	-5.00
公允价值变动损益	1.47	1.40	1.40	1.40	其他	108.24	-26.41	12.14	-0.71
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-43.66</b>	<b>-127.91</b>	<b>-89.36</b>	<b>-5.71</b>
<b>营业利润</b>	<b>52.89</b>	<b>65.70</b>	<b>82.89</b>	<b>108.59</b>	短期借款	-10.03	15.77	39.17	-54.83
其他非经营损益	-0.18	-1.56	-1.64	-1.61	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>52.71</b>	<b>64.13</b>	<b>81.24</b>	<b>106.98</b>	股权融资	0.98	0.00	0.00	0.00
所得税	7.10	8.56	10.88	14.31	支付股利	-30.00	-25.16	-30.11	-37.77
净利润	45.61	55.57	70.36	92.67	其他	-8.31	-5.76	-1.64	-0.25
少数股东损益	-0.47	-0.37	-0.53	-0.74	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-47.36</b>	<b>-15.15</b>	<b>7.41</b>	<b>-92.85</b>
归属母公司股东净利润	46.08	55.94	70.89	93.40	<b>现金流量净额</b>	<b>-6.75</b>	<b>-120.21</b>	<b>14.29</b>	<b>20.67</b>
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	183.49	63.28	77.57	98.23	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	149.22	177.82	217.47	274.76	销售收入增长率	10.28%	17.72%	22.58%	26.65%
存货	64.92	59.55	77.29	98.45	营业利润增长率	6.64%	24.22%	26.17%	31.02%
其他流动资产	17.27	30.93	21.87	25.73	净利润增长率	17.79%	21.84%	26.62%	31.70%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	12.46%	29.91%	33.48%	22.41%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	224.66	303.61	369.92	338.85	毛利率	33.95%	36.63%	36.46%	36.32%
无形资产和开发支出	14.23	15.26	16.27	15.78	三费率	19.02%	26.76%	26.11%	25.43%
其他非流动资产	33.84	33.46	33.08	32.71	净利率	8.48%	8.78%	9.07%	9.43%
<b>资产总计</b>	<b>687.62</b>	<b>683.91</b>	<b>813.46</b>	<b>884.51</b>	ROE	11.23%	12.73%	14.76%	17.43%
短期借款	20.01	35.78	74.95	20.12	ROA	6.63%	8.13%	8.65%	10.48%
应付和预收款项	191.78	184.92	232.41	300.01	ROIC	21.11%	17.06%	15.97%	18.80%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	12.78%	14.10%	15.35%	14.84%
其他负债	69.72	26.80	29.44	32.82	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>281.51</b>	<b>247.50</b>	<b>336.80</b>	<b>352.96</b>	总资产周转率	0.84	0.92	1.04	1.16
股本	64.82	64.82	64.82	64.82	固定资产周转率	8.17	3.43	2.45	3.15
资本公积	137.78	137.78	137.78	137.78	应收账款周转率	4.30	4.51	4.55	4.63
留存收益	200.82	231.60	272.38	328.01	存货周转率	6.28	5.98	6.90	6.91
归属母公司股东权益	403.52	434.19	474.97	530.60	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.80%	—	—	—
少数股东权益	2.59	2.22	1.69	0.96	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>406.11</b>	<b>436.41</b>	<b>476.66</b>	<b>531.56</b>	资产负债率	40.94%	36.19%	41.40%	39.90%
负债和股东权益合计	687.62	683.91	813.46	884.51	带息债务/总负债	7.11%	14.46%	22.25%	5.70%
					流动比率	1.57	1.44	1.23	1.48
					速动比率	1.32	1.18	0.99	1.19
					股利支付率	65.10%	44.98%	42.48%	40.44%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.71	0.86	1.09	1.44
					每股净资产	6.23	6.70	7.33	8.19
					每股经营现金	1.28	0.35	1.48	1.84
					每股股利	0.46	0.39	0.46	0.58
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	68.67	89.22	119.09	145.78					
PE	14.74	12.14	9.58	7.27					
PB	1.68	1.56	1.43	1.28					
PS	1.26	1.07	0.88	0.69					
EV/EBITDA	7.13	6.64	5.27	3.76					
股息率	4.42%	3.70%	4.43%	5.56%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
上海	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

---

	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn

---