

柏星龙 (833075)

深度挖掘创意包装市场需求，用创意设计发展文创产品新赛道

买入 (首次)

2024年07月23日

证券分析师 朱洁羽
执业证书: S0600520090004
zhujiayu@dwzq.com.cn
证券分析师 易申申
执业证书: S0600522100003
yishsh@dwzq.com.cn
研究助理 钱尧天
执业证书: S0600122120031
qianyt@dwzq.com.cn
研究助理 余慧勇
执业证书: S0600122080038
yuhy@dwzq.com.cn
研究助理 薛路熹
执业证书: S0600123070027
xuelx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	487.46	537.55	608.79	735.02	848.32
同比	14.33	10.28	13.25	20.73	15.41
归母净利润 (百万元)	39.04	46.08	55.89	72.39	89.47
同比	(7.53)	18.04	21.28	29.51	23.60
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.60	0.71	0.86	1.12	1.38
P/E (现价&最新摊薄)	19.57	16.58	13.67	10.56	8.54

投资要点

■ **策略规划+创意设计+技术研发+产品交付四位一体，深耕创意包装行业：**（1）公司以创意设计为核心业务驱动，为酒类、化妆品、茶叶、食品、珠宝、奢侈品等领域客户提供一站式《产品形象工程整体解决方案》服务。公司通过为客户产品进行迭代升级、开发更多多元化产品及深度合作来提升综合毛利水平，多板块业务协同发展。（2）公司经营稳健，下游高质量客户稳定，业绩持续增长。2023年，下游客户新产品开发需求旺盛，公司营收、利润双创新高，营收5.38亿元，同比增长10.28%，归母净利润0.46亿元，同比增长18.04%。

■ **专注于为客户打造产品形象工程，下游市场空间广阔，文化创意驱动新经济：**（1）我国包装行业规模以上企业数量呈稳步上升的趋势，行业不断扩张。根据中国包装联合会统计，我国包装行业规模以上企业数量从2013年的6,974家增长至2023年的10,632家，累计增长3,658家。（2）和欧美发达国家相比，我国包装行业整体呈现行业分散、集中度低的特点，公司在行业内仍有较大提升空间。根据《2022年度中国包装百强企业排名名单》，包装市场占有率前十的企业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有11.79%，而美国国内前两大包装企业的市场占有率就已达到了47%。（3）品牌文化消费观念兴起，礼盒、文创需求不断释放。据iiMedia Research数据，2018-2022年中国礼物经济产业市场规模从8000亿元增至12262亿元，呈逐年递增趋势；预计2027年中国礼物经济市场规模将达16197亿元。

■ **设计能力与交付能力双轮驱动是公司发展的原生动力：**（1）公司重视新产品设计创新与新技术的研发，构建公司核心竞争力。公司累计获得132项国际大奖，研发投入金额逐年增加，拥有授权专利203项，其中发明专利13项，构建了产品核心竞争力和技术壁垒。（2）募投项目和产能交付进展顺利，业绩释放未来可期。公司募投项目预计明年初陆续投产，未来三年产能将逐步释放，预计产生7亿元的经济效益，募投项目将进一步支撑未来业务扩张，有望打开业绩发展新空间。（3）公司构建创意生态链，深耕挖掘不同品类的创意包装。公司扩大、做强国内外的酒类、化妆品包装业务，深化茶叶、食品包装。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2024-2026年的归母净利润分别为0.56/0.72/0.89亿元，对应EPS分别为0.86/1.12/1.38元/股，对应当前股价的PE分别为14/11/9倍；我们选择业务类似的公司上海艾录、裕同科技作为可比公司，公司业务均涉及包装材料的生产 and 供应。2024年可比公司平均PE为24倍，基于公司产能规划带来的成长性以及下游稳定增长的业务需求，业绩有望稳步发展，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**（1）汇率波动风险；（2）宏观经济波动的风险；（3）市场竞争加剧的风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	11.79
一年最低/最高价	7.38/19.70
市净率(倍)	1.86
流通A股市值(百万元)	290.84
总市值(百万元)	764.17

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.34
资产负债率(%,LF)	32.97
总股本(百万股)	64.81
流通A股(百万股)	24.67

相关研究

内容目录

1. 创意包装结合品牌文化，发掘文创领域新可能	4
1.1. 四位一体专业化综合服务，创意包装领域“专精特新”	4
1.2. 子公司扩展业务布局，管理层经验丰富	5
1.3. 公司财务结构健康，境外业务拉动新增长	6
1.4. 设计服务+产品生产相辅相成，产业链成熟	8
2. 创意包装行业升级，下游应用领域众多空间大	8
2.1. 我国包装行业企业数量稳步增长但行业集中度低，发展前景广阔	8
2.2. 创意化、个性化、绿色化、品牌化成为发展趋势，公司核心业务收益	9
2.3. 中国各类消费需求增长潜力较大，酒类、化妆品类、茶食创意包装市场空间广阔	10
3. 设计能力与交付能力双轮驱动成为公司发展的内生动力	12
3.1. 五大基地的交付体系，持续保障产品高质量落地	12
3.2. 募投项目将带动公司业绩提升，产品交付能力逐步提升	13
3.3. 创新设计能力持续提升，开拓创新成为内生动力	13
4. 盈利预测	15
4.1. 盈利预测拆分	15
4.2. 投资建议及估值	16
5. 风险提示	16

图表目录

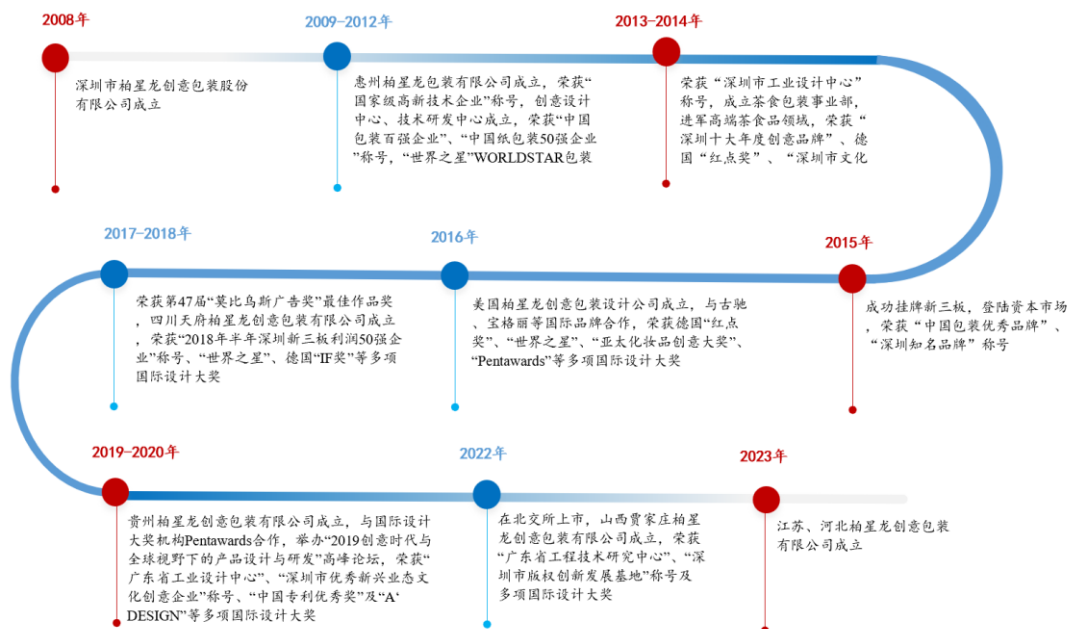
图 1:	公司发展历程.....	4
图 2:	“四位一体”概念图.....	4
图 3:	股权结构（截至 2024 年 4 月 26 日）.....	5
图 4:	公司高管介绍.....	5
图 5:	公司营收和归母净利润变化.....	6
图 6:	毛利率及净利润率变化.....	7
图 7:	分产品毛利率变化.....	7
图 8:	境内外营收变化.....	8
图 9:	境内外营收占比变化.....	8
图 10:	产品包装业务与设计业务营收比例变化（单位：%）.....	8
图 11:	我国包装行业规模以上企业数量（单位：个）.....	9
图 12:	我国包装行业规模以上企业营收变化.....	9
图 13:	创意化、个性化包装产品示意图.....	9
图 14:	包装绿色化相关政策要求.....	10
图 15:	酒类包装物成本占销售收入比例（单位：%）.....	11
图 16:	白酒产业销售收入变化.....	11
图 17:	全球美妆护肤市场规模变化.....	11
图 18:	中国化妆品市场规模变化.....	11
图 19:	中国茶叶内销总额变化.....	12
图 20:	中国茶叶礼盒市场规模变化.....	12
图 21:	江苏、河北基地已投产，山西基地即将投产.....	13
图 22:	惠州智能制造项目已封顶.....	13
图 23:	公司募投项目——惠州柏星龙智能制造、创意设计与技术研发中心建设情况.....	13
图 24:	研发项目及未来影响.....	14
图 25:	研发费用及费率变化.....	15
图 26:	研发人员数量变化.....	15
图 27:	分业务盈利预测.....	16
图 28:	可比公司估值（截至 2024 年 7 月 22 日）.....	16

1. 创意包装结合品牌文化，发掘文创领域新可能

1.1. 四位一体专业化综合服务，创意包装领域“专精特新”

公司以其突出的创意设计能力为客户提供一站式“产品形象工程整体解决方案”服务。（1）公司致力于为客户提供“品牌策略规划、创意设计、技术研发、产品交付”四位一体专业化综合服务。公司以创意设计为核心业务驱动，为酒类、化妆品、茶叶、食品、珠宝、奢侈品等领域客户提供市场调研、品牌架构梳理及体系搭建、产品线梳理及产品包装设计、品牌推广建议及终端生动化等品牌策略规划与创意设计专业化服务。其主要产品是以酒类，化妆品，茶叶为代表的各类中高端创意包装印刷制品和相应的形象设计服务。（2）公司技术研发及创意设计能力突出，荣获“国家级高新技术企业”称号及超百项国际设计大奖。公司成立早期便设立了技术研发中心、创意设计中心，截至2023年末，公司先后荣获“国家高新技术企业”、“中国包装百强”、“中国专利优秀奖”、“广东省工程研究中心”、“广东省工业设计中心”、“深圳市工业设计中心”、“2019年广东省高成长企业(专精特新)”等一系列荣誉资质。随着公司不断发展，其国际影响力也日渐强大，累计获得了包括德国红点奖、世界之星、IF奖、莫比乌斯广告奖、Pentawards包装设计奖、缪斯设计奖等132项国际设计大奖。（3）公司于2015年登陆新三板，2023年在北交所上市，开启资本市场新征程。

图1：公司发展历程



数据来源：iFind，东吴证券研究所

图2：“四位一体”概念图

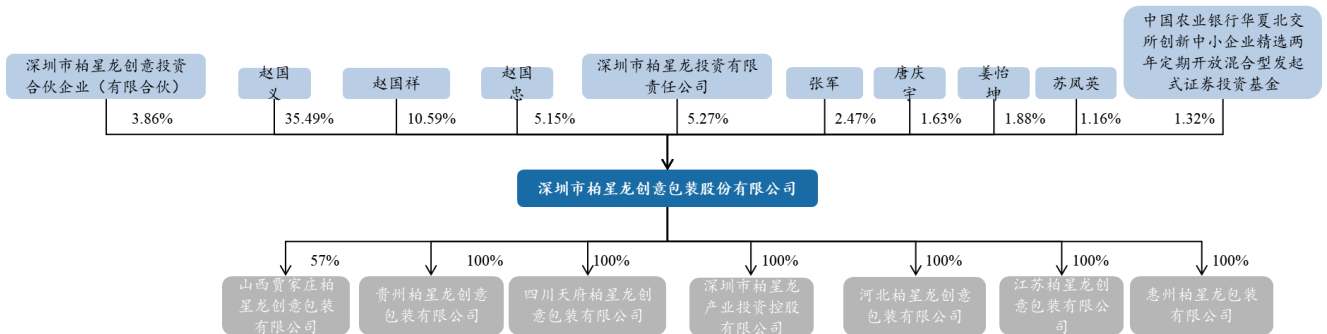
品牌策略规划	创意设计	技术研发	产品交付
<ul style="list-style-type: none"> ★ 市场调研 ★ 品牌命名 ★ 品牌定位 ★ 产品线规划 ★ 产品卖点及销售话术提炼 	<ul style="list-style-type: none"> ★ 包装设计 ★ 产品造型设计 ★ 品牌VI设计 ★ 平面广告设计 ★ 终端环境设计 ★ 空间设计 	<ul style="list-style-type: none"> ★ 新材料 ★ 新工艺 ★ 新防伪 ★ 新结构 ★ 生产自动化 ★ 产品智能化 	<ul style="list-style-type: none"> ★ 惠州生产基地 ★ 贵州生产基地 ★ 山西生产基地 ★ 河北生产基地 ★ 江苏生产基地

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1.2. 子公司扩展业务布局，管理层经验丰富

子公司扩大公司覆盖地域，股权结构稳定，有利于公司管理的一致性。柏星龙拥有9家控股子公司，3家参股公司。截至2024年Q1，赵国义为公司控股股东和实际控制人，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。股权较为集中，有利于公司管理的一致性，公司经营效率相对较高。

图3：股权结构（截至2024年4月26日）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

柏星龙高级管理人员共4人，赵国祥任副董事长及总裁，苏凤英任副总裁，黄海英任董事会秘书，黄木辉任财务负责人。高管们各司其职，在营销、财会、运营等领域均有较为丰富的相关经历和经验。

图4：公司高管介绍

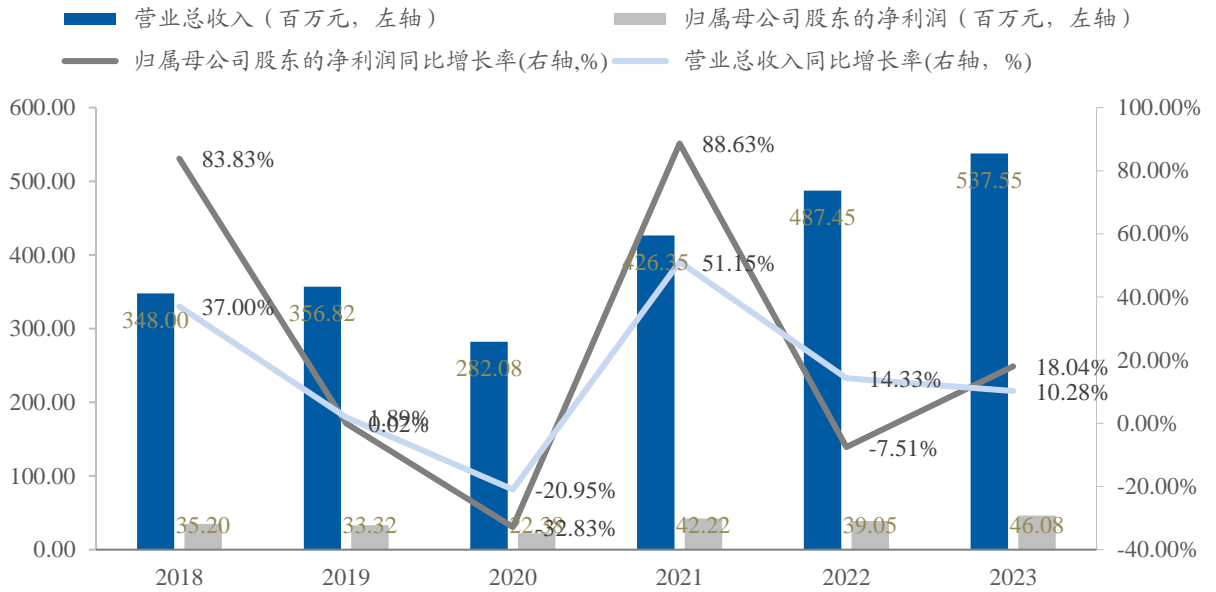
姓名	职务	履历
赵国义	董事长	男，2009年至今在厦门大学EMBA就读。1996年6月至2012年12月，担任深圳市柏星龙包装设计有限公司法定代表人，总经理；2002年11月至2012年4月，担任深圳市柏星龙先锋印刷有限公司监事；2008年2月至2009年12月，担任公司法定代表人，总经理；2008年6月至2012年8月，担任黄山市锐翔包装股份有限公司副董事长；2009年12月至今担任董事长、总经理；2012年1月至今担任深圳市罗湖区委第四届政协委员；2013年7月至今任中国包装联合会防伪包装委员会副主任委员；2015年3月至今，担任深圳市柏星龙投资有限责任公司法定代表人。
赵国祥	副董事长、总经理	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，现任深圳市柏星龙创意包装股份有限公司副董事长、总经理。
苏凤英	副总裁	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，任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。现任深圳市柏星龙创意包装股份有限公司董事、财务总监。
黄木辉	财务负责人	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。
黄海英	董事会秘书	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事、董事长助理；2011年1月至2016年3月，任深圳市柏星龙创意包装股份有限公司董事长助理、证券事务代表；2016年4月至今任深圳市柏星龙创意包装股份有限公司董事会秘书。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3. 公司财务结构健康，境外业务拉动新增长

(1) 2021-2023 年营收增长较快，下游化妆品、奢侈品客户产品销售增加。2021-2023 年，公司营业收入同比增长分别达到 51.15%、14.33%、10.28%，经营情况有所改善。(2) 2023 年，公司营收和利润均创新高。营收 5.38 亿元，同比增长 10.28%，归母净利润 0.46 亿元，同比增长 18.04%。主要系客户新产品开发需求旺盛，公司全年设计服务收入同比+18.16%，创意包装产品收入同比+10.40%；其中境外业务高速增长长达 51.01%，公司境外化妆品、珠宝、奢侈品等领域实现大幅增长，主要系公司境外业务合作由贸易中间商转为直接品牌方，国际服务能力逐步提升，合作深度进一步提升。

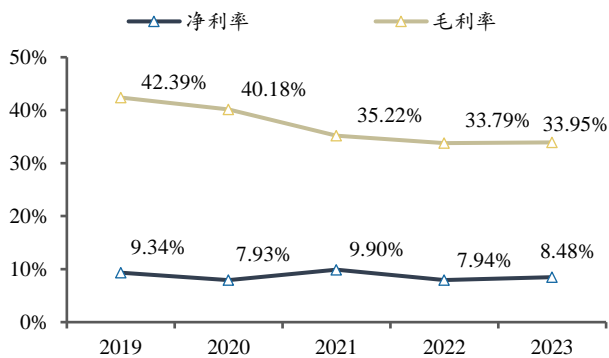
图5：公司营收和归母净利润变化



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

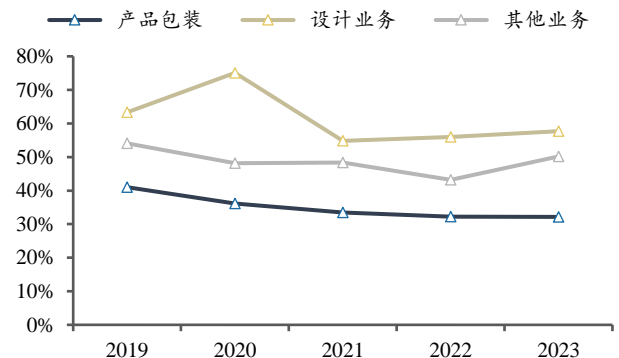
盈利能力方面: (1) 2021-2023年柏星龙的整体毛利率呈现下降后企稳的态势。毛利率从2019年42.39%下降至2023年33.95%; 净利率在2022年有所下滑, 2023年略有回升, 分别为7.94%、8.48%。(2) 毛利率降低主要系2022-2023年公司持续投入资源、人才, 为募投项目、江苏柏星龙、河北柏星龙等项目进行战略储备, 相关费率增加。(3) 公司毛利率水平将稳步提升。公司以创意设计为核心业务充分发挥技术优势, 而不是以价格战争夺市场空间。目标客户群体对于依靠创意包装进行品牌形象打造具有强依赖需求, 我们预计未来市场仍有较高的利润空间, 且随着公司国际业务和优质客户迅速增长, 对毛利有较大保障。此外, 公司将通过为客户产品进行迭代升级、开发更多多元化产品及深度合作来提高综合毛利水平。

图6: 毛利率及净利润率变化



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图7: 分产品毛利率变化

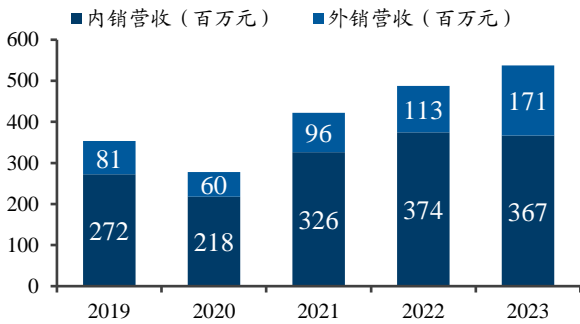


数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

境外业务带动公司业务增长。2023年公司境外化妆品、珠宝、奢侈品等精品领域实现大幅增长, 2023年度公司实现外销收入1.71亿元, 占公司营业收入已达到31.78%,

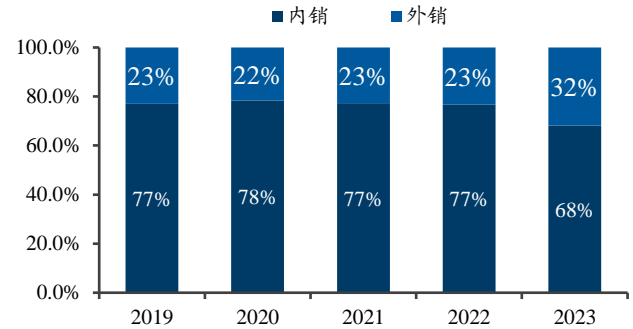
与上年同期增长 51.01%，服务客户已遍布包括北美、欧洲、中东等十余个国家或地区，形成了公司全球化、多板块同步发展的更加健康的业务结构。我们预计海外业务将成为公司业绩的新增长点。

图8: 境内外营收变化



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图9: 境内外营收占比变化

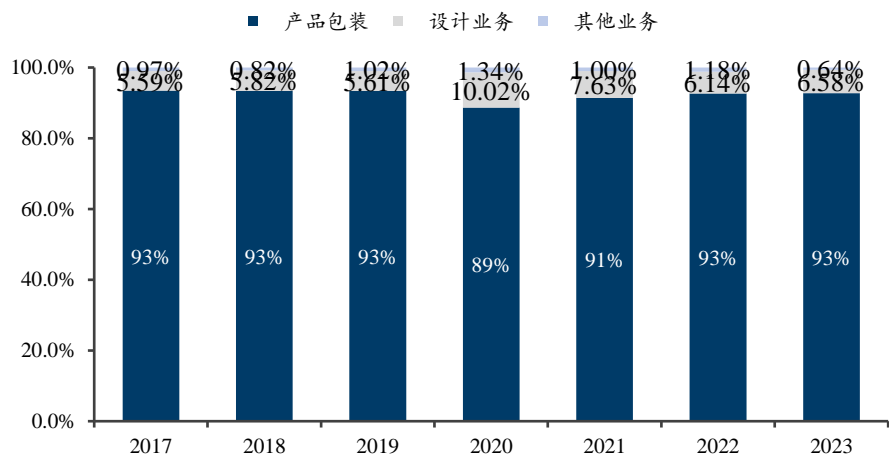


数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

1.4. 设计服务+产品生产相辅相成，产业链成熟

公司两线并进，设计服务与产品生产相辅相成。公司坚持“四位一体”产品形象工程方案，以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。2021-2023年，公司主营业务中产品包装业务营收占比稳定在90%左右。各年产品包装与设计业务的比例均较为稳定。

图10: 产品包装业务与设计业务营收比例变化 (单位: %)



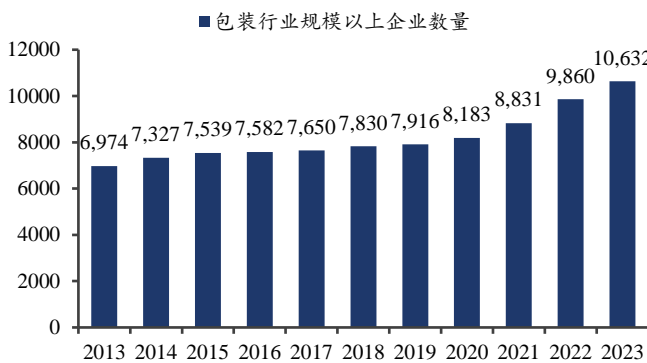
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 创意包装行业升级，下游应用领域众多空间大

2.1. 我国包装行业企业数量稳步增长但行业集中度低，发展前景广阔

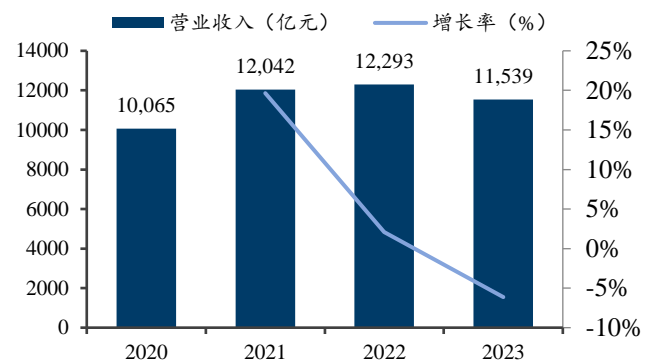
近年来，我国包装行业规模以上企业数量呈稳步上升的趋势，行业不断扩张。根据中国包装联合会统计数据显示，我国包装行业规模以上企业数量（年主营业务收入 2,000 万元及以上全部工业法人企业）从 2013 年的 6,974 家增长至 2023 年的 10,632 家，累计增长 3,658 家。包装企业数量的增加推动行业规模不断扩大。据包装联合会数据显示，除 2018 年受上游原纸、合成树脂等原材料价格上涨因素的影响而出现一定的波动外，2013 年至 2023 年我国包装行业规模均超过万亿，近两年增长率有所放缓，但总体而言保持增长的趋势。

图 11：我国包装行业规模以上企业数量（单位：个）



数据来源：中国包装联合会，东吴证券研究所

图 12：我国包装行业规模以上企业营收变化



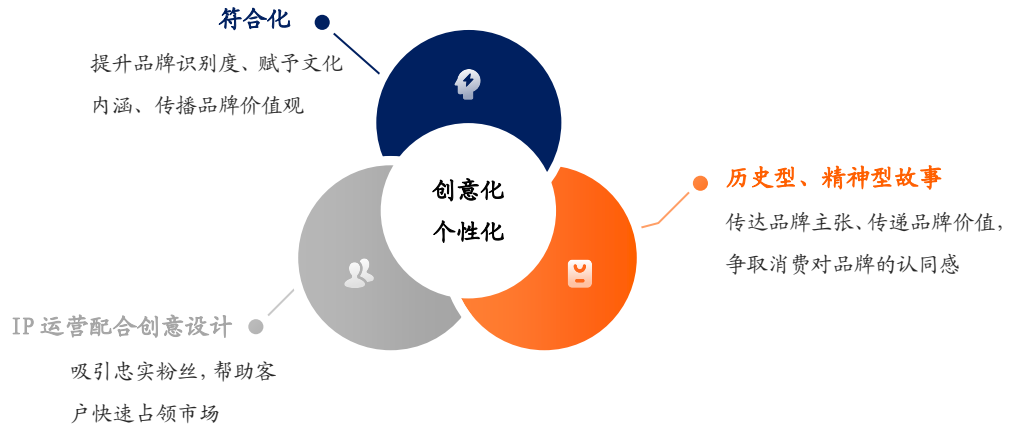
数据来源：中国包装联合会，东吴证券研究所

和欧美发达国家相比，我国包装行业整体呈现行业分散、集中度低的特点，柏星龙在行业内仍有较大提升空间。根据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》显示，包装市场占有率前十的企业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有 11.8%，行业 CR5 仅 5.5%。相比之下，早在 2020 年，美国国内前两大包装企业的市场占有率就已达到了 47%，澳大利亚更是高达 90%，日本、意大利等其余发达国家的包装行业的集中化程度和大型企业市场占有率也普遍比中国高。我国包装行业集中度将有所提高，柏星龙营收规模相对较小，凭借其创新能力和后续产能扩张，未来仍有较大提升空间。

2.2. 创意化、个性化、绿色化、品牌化成为发展趋势，公司核心业务收益

品牌文化等消费观念兴起，创意包装需求不断释放，公司的个性化包装迎合下游企业需求，柏星龙的创意包装核心业务受益。新一代消费主力对产品创意包装、文化传递的需求增强，叠加颜值经济、定制版、联名款等消费观念的兴起，产品包装逐步向差异化、个性化、品牌化发展，以激发消费者购买欲望，增强产品生命力和附加值。柏星龙科技赋能创意：运用 AI 智能工具赋能创意；打造行业现象级核心战略产品；打造创意生态链：建立国内外品牌设计人才资源平台；创意价值链延伸（茶叶、食品、工业造型设计、空间设计、文创礼品设计）；进攻国际设计大奖。这些赋能将使柏星龙更好地迎合下游市场发展趋势。

图 13：创意化、个性化包装产品示意图



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

智能化生产降本增效，绿色化生产重视环保。近年来，国内劳动力成本和原材料价格上涨，创意包装生产成本逐步攀升，部分中小包装生产受限且生产成本较高的企业将被龙头企业兼并、收购，行业集中度将有所提高，柏星龙有望借此扩大市场规模。同时，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，柏星龙持续环保设计及绿色化生产，企业加强环保新材料和新工艺的研发，公司核心业务将受益。

图14：包装绿色化相关政策要求

出台时间	政策	相关内容
2022/9/8	《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。
2022/7/8	《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。
2021/7/7	《“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年	《关于加快我国包装产业转型发展的指导意见》	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。

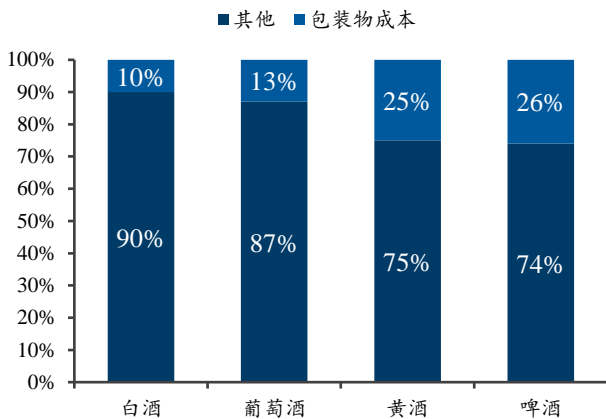
数据来源：商务部官网，发改委官网，中国政府网，东吴证券研究所

2.3. 中国各类消费需求增长潜力较大，酒类、化妆品类、茶食创意包装市场空间广阔

(1) 酒类包装对酒类产品的销售起着重要作用，且包装成本占据收入较大比例。随着经济和消费水平的不断提升，市场对创意包装产品需求逐渐旺盛，酒类包装产品逐渐由“传统包装”向“创意包装”转变。目前，酒类创意包装可分为白酒创意包装、葡萄酒创意包装、黄酒创意包装及其他酒类创意包装，各类酒类包装物成本均占酒类产品销售收入较大比例。**(2) 白酒产业长周期时间产业的价值属性和螺旋式上升趋势的产业将带动酒类创意包装稳定发展。**我国白酒厂商最近几年保持了较为稳定的发展。根据中国酒业协会数据，国内白酒行业年收入从 2018 年的 5364 亿元不断增长至 2023 年的

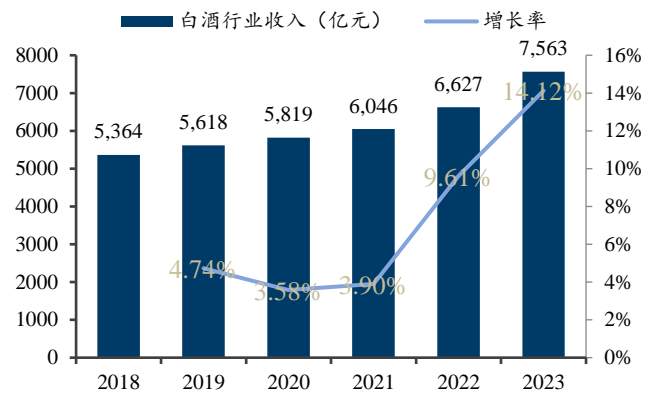
7563 亿元，年复合增长率 7.11%，我们预计公司将在白酒产业的发展中持续受益。**(3) 高品质客户支付溢价更高，推动创意包装行业持续扩容。**下游白酒、化妆品等行业自身产品毛利率水平较高，尤其是拥有高端品牌的头部酒企更愿意为提升其产品档次的创意包装支付溢价，创意包装企业凭借高品质客户群体有望持续扩容。

图15: 酒类包装物成本占销售收入比例 (单位: %)



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

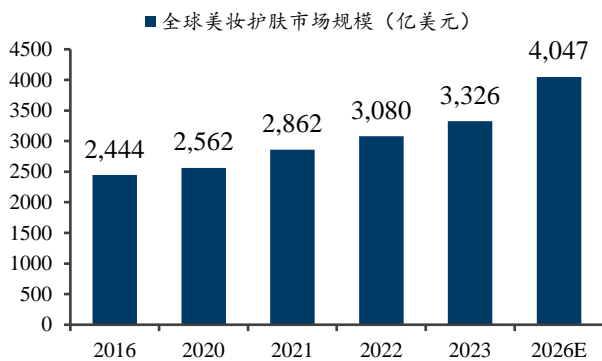
图16: 白酒产业销售收入变化



数据来源: 中国酒业协会, 东吴证券研究所

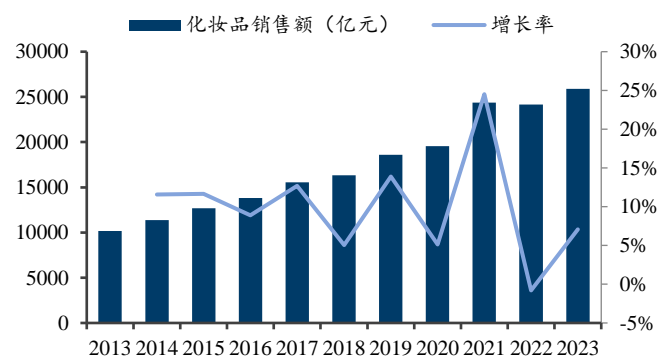
国内外化妆品包装市场需求将进一步提升。**(1) 全球化妆品市场蓬勃发展，化妆品创意包装市场需求潜力较大，柏星龙的化妆品包装业务近三年保持高增速发展。**化妆品包装构建了化妆品的文化属性，已经与化妆品融为一体，是化妆品企业给消费者传递信息的媒介物。据 Euromonitor 数据显示，2016 年至 2023 年全球美妆护肤市场规模从 2444 亿美元增长至 3326 亿美元，年复合增长率 4.50%，预计到 2026 年，全球化妆品市场规模将达到 4047 亿美元。**(2) 中国化妆品消费市场是仅次于美国的全球第二大市场。**以中国为首的亚太区是全球主要化妆品品牌的重要增长引擎，我国的化妆品行业正蓬勃发展。据 iFind 数据显示，2013 年-2023 年期间，除 2022 年外，我国化妆品零售总额不断增长，从 2013 年的 1.02 万亿元增加到 2021 年的 2.59 万亿元，年复合增长率 9.78%。

图17: 全球美妆护肤市场规模变化



数据来源: Euromonitor, 东吴证券研究所

图18: 中国化妆品市场规模变化

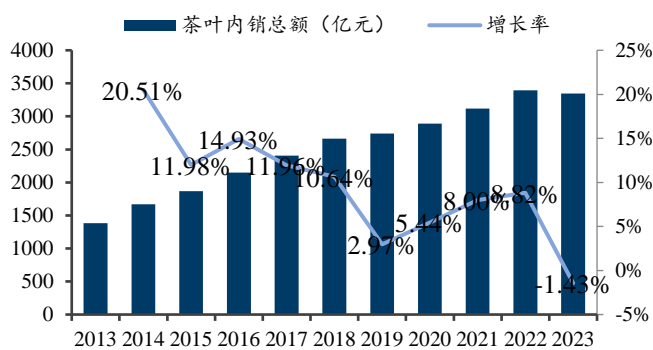


数据来源: iFind, 东吴证券研究所

我国茶叶市场规模持续逐年攀升。我国是茶叶消费大国，随着经济社会的发展和人民生活水平的提高，茶叶内销总额从2013年的1,385亿元增长至2023年的3,347亿元，复合年增长率为9.22%。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，茶叶包装设计是提高茶叶销量的有效突破点。

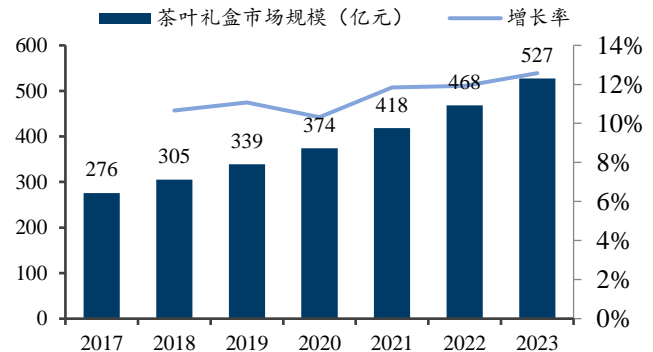
中国茶叶礼盒市场规模增长为茶叶包装产品提供广阔市场。茶叶包装主要分小包装和礼盒包装，其中礼盒包装是茶叶包装的主要方式。据iiMediaResearch数据显示，我国茶叶礼盒市场规模从2017年的276亿元增长至2023年的527亿元，年均保持超过10%的增长率。随着居民人均可支配收入和支出的增加，居民消费升级，我们预计国人的茶叶消费及礼物消费将保持增长态势。

图19：中国茶叶内销总额变化



数据来源：中国茶叶流通协会，东吴证券研究所

图20：中国茶叶礼盒市场规模变化



数据来源：艾媒咨询，东吴证券研究所

新消费观念促进食品创意包装市场的兴起。随着网红经济、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年包装行业规模以上企业销售规模为10064.58亿元，食品包装行业销售规模在6,039亿元左右。随着消费需求的温和复苏，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，预计到2026年市场规模有望达到6,500亿元左右。

3. 设计能力与交付能力双轮驱动成为公司发展的内生动力

3.1. 五大基地的交付体系，持续保障产品高质量落地

公司自建五大生产基地，持续提升创意包装的整体交付水平。公司拥有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，全国性生产布局保证了公司高效的产品交付能力。2023年公司完成江苏、河北柏星龙生产基地的建设，且均已实现投产；山西贾家庄柏星龙已装修设备调试完毕，也即可投产。这些生产基地的相继投产，进一步提升公司创意包装的整体交付水平，扩大综合交付规模。同时，基于公司创意产品形态、材料繁多，包含外包装、

内包装、文创产品及周边产品等等，已建设了强大的供应链管理团队，保障公司设计作品转换为产品生产，支撑公司业务快速发展需求。

图21: 江苏、河北基地已投产, 山西基地即将投产



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图22: 惠州智能制造项目已封顶



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

3.2. 募投项目将带动公司业绩提升, 产品交付能力逐步提升

募投项目有序开展, 扩大规模使生产端变得更加自主可控, 进一步提升公司产品交付能力。惠州柏星龙创意包装智能生产建设项目正在有序进行。柏星龙北交所上市募集资金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。截至 2023 年 10 月 16 日, 该项目已经完成厂房的封顶。该项目引进先进的机器设备, 秉持“全面自动化、局部智能化”的建厂标准, 将惠州柏星龙打造成为柏星龙智慧工厂, 进一步提高核心技术的管控能力与产品交付能力。该项目预计明年初陆续投产, 未来三年产能将逐步释放, 预期产生 7 亿元的经济效益。

图23: 公司募投项目——惠州柏星龙智能制造、创意设计与技术研发中心建设情况

项目名称	募集资金投入金额(万元)	截至2023年12月31日投入进度	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	11,181.99	87.18%	2025/12/13
创意设计与技术研发中心建设项目	2000	2.67%	2025/4/30
合计	13,181.99		

数据来源: 中国包装联合会, 东吴证券研究所

公司坚持人才领先战略, 确保企业创新发展。通过持续教育和专业培训, 构建具备专业技能和创新精神的人才梯队, 确保企业创新力。同时引进高质量人才, 鼓励跨界合作, 充分发挥创新型人才创新潜力, 促进企业创新发展。

3.3. 创新设计能力持续提升, 开拓创新成为内生动力

公司持续提升创新设计能力, 持续扩展延伸创意价值链, 释放多极增长点。(1) 科技赋能创意。公司以创意设计为驱动, 正在研发 AI 领域, 公司通过人工智能 AI 和大数据, 辅助公司分析消费者行为和市场趋势, 优化设计流程, 提高设计师工作效率, 提

高垂直领域的设计质量与效率。(2)公司构建创意生态链,深耕挖掘不同品类的创意包装。公司扩大、做强国内外的酒类、化妆品包装业务,深化茶叶、食品(休闲食品、大健康、药食同源、绿色食品、土特产等)包装。(3)柏星龙开拓文创产品、内包、文创礼品等领域产品,积极发展第二增长曲线。根据 iiMedia Research 数据显示 2018-2022 年中国礼物经济产业市场规模从 8000 亿元增至 12262 亿元,呈逐年递增趋势;预计 2027 年中国礼物经济市场规模将达 16197 亿元。

图24: 研发项目及未来影响

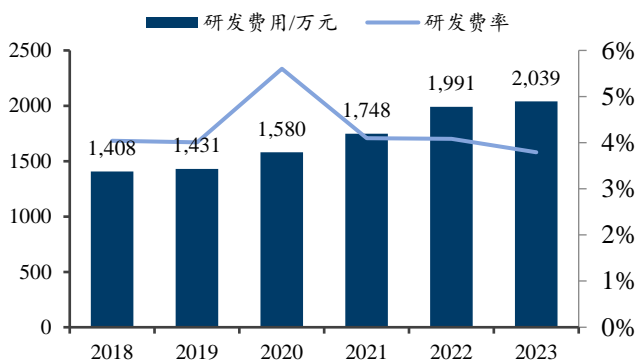
研发项目	预计对公司未来发展的影响
替塑环保光油材料	符合行业趋势,环保,可应用于公司主营业务产品中,规划光亮表面效果的产品工艺,符合环保要求,可适应印后工艺。
生物基珠状发泡材料工艺技术	聚乳酸是一种可生物降解的聚酯材料,其产品性能与石油基发泡材料相当的物料,机械性能;该产品的二氧化碳排放量非常低,绝缘性能更好,成型收缩率优秀,且未来应用广泛,同时可以保护自然环境,提升企业的社会责任感。
光致聚合物显像防伪技术	1.光致聚合物显像防伪技术是一种新型的防伪技术,可以增厚公司在防伪方面的技术壁垒。2.该技术是一种新型的防伪技术,防伪效果明显,成品无法被复制,技术应用广泛,符合公司发展策略!
仿真水滴效果印刷工艺	项目结合公司的原创设计优势,从印刷设备和印刷工艺方向上结合进行技术研发,应用于新品设计打样中,在印刷效果上与常规油墨形成差异,为竞争对手设置翻版难度,从而为公司设计产品提供技术壁垒,绑定客户订单。
立体珠光印刷工艺	目前像国内酒包装生产和开发能力比较强的同行企业,一般都没有类似技术。本项目开发的3D立体珠光效果的材料主要由特制快干油墨、3D珠光UV油、特定树脂版构成,3D立体珠光效果具有酒包业内领先的技术性能,为公司产品增加技术壁垒,复制难度。
八边形酒盒自动组装围条装置	降低产品生产人力成本,提升八边形酒盒类产品手工装盖板围条生产效率及良率,提升产品的制造利润,达到企业降本增效的目的。
基于光学干涉的防伪印刷工艺	丰富公司产品加工工艺,设计效果,增强工艺产品表现力,以差异化解决方案增加公司产品的竞争力。
3D幻彩印刷工艺	“幻彩”工艺通过其炫目的光影效果,帮助设计师在包装上发挥更多创意。根据使用场景、目标客户群的不同,有针对性地设计不同图案和信息,引导用户去探索,增强企业与用户之间的互动,增进品牌忠诚度,可以为企业的市场开发和商业活动提供广阔的创意空间。
酒用木盒防伪结构创新设计与研发	改变目前木盒包装没有破坏性防伪扣使用的局面,极大的增强了公司产品力,为订单增添更大的获取力。
具有闪粉植绒效果的印刷工艺研发	丰富公司产品加工工艺,设计效果,增强工艺产品表现力,增加公司产品的竞争力。
生态风酒糟酒包纸塑工艺	符合行业环保趋势,可应用于公司主营业务产品中,规划具有新风格效果的产品工艺,符合环保要求,增强公司的社会形象。
顶部开启式酒盒自动组装贴铁片装置	降低产品生产人力成本,提升异形盒类产品生产效率及良率。
桶状纸塑包装设计 & 工艺研发	符合行业环保趋势,可应用于公司主营业务产品中,规划具有新风格效果的产品工艺,符合环保要求,增强公司的社会形象。
异形抽屉盒辅助智能拼板平台	降低产品生产人力成本,提升拼版效率,节省材料成本,从源头上增加产品制造的利润。
制盒机在线快速调节干燥装置	降低产品生产人力成本,提升公司生产效率及良率,以匹配公司在生产端降本增效的战略目标。

数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

柏星龙技术研发与创意设计能力领先。(1)公司所获奖项众多。截至 2023 年,柏星龙共获得 132 国际设计大奖,拥有授权专利 203 项,其中发明专利 13 项。奖项包括德国红点奖、世界之星、IF 奖、莫比乌斯广告奖、Pentawards 包装设计奖、缪斯设计奖等。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。公司未来将坚持创意领先战略和技术领先战略,运用 AI 智能工具赋能创意,打造核心技术壁垒和技术护城河,增加客户黏性。(2)公司通过研发自主知识产权的核心技术,构建

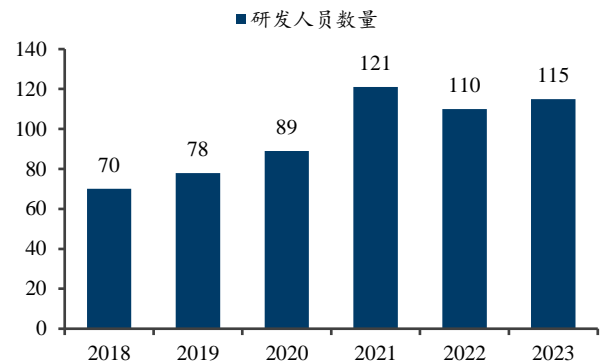
技术壁垒，保护公司市场地位。公司聚焦新材料、新工艺、新防伪、新结构、生产自动化、产品智能化六大研发方向，自主研发的核心创新技术包括高光泽立体烫金、3D 悬浮微纳防伪技术、纹理烫金技术、UV 数码浮雕立体肌理技术、防伪卡扣等。同时，公司持续研究开发新技术，致力于解决防伪、环保等相关问题。柏星龙坚持技术领先战略，维护市场地位，确保产品高质量交付。**(3) 公司研发费率基本稳定，研发人员数量波动上涨。**柏星龙研发费用逐年上涨，研发费率基本在 4% 上下，波动幅度较小。从研发人员来看，2023 年公司研发人员达 115 人，同比增长 4.55%，研发人员占总员工比例达 12.58%。

图25：研发费用及费率变化



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图26：研发人员数量变化



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

4. 盈利预测

4.1. 盈利预测拆分

公司在包装行业深耕多年，正在逐步横向拓展更多领域。募投项目进展顺利，下游储备客户众多且粘性高，有望推动业绩放量，打开发展天花板。(1) 公司拥有超 200 家品牌客户以及许多储备，对老客户进行持续深度服务，份额逐步提高，同时新客户继续拓展，我们预计是公司增长的主要来源。(2) 下游客户需求广阔，公司募投项目预计明年初陆续投产，未来三年产能将逐步释放，预期有 7 亿左右的经济效益，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) 除创意包装之外，公司持续发展关联产品，如内包装、外包装、文创产品、关联产品等，以创意设计为主要业务发展方向。同时公司积极搭建 AI 创意设计平台降本增效。

毛利率假设：

包装产品：我们预计随着下游需求蓬勃发展，产能落地增加带来毛利率的边际改善，预计 2024/2025/2026 年毛利率为 32.10%/32.30%/32.40%。

设计业务：我们设计业务持续保持高毛利，预计 2024/2025/2026 年毛利率为 57%/58%/58%

其他业务：我们预计 2024/2025/2026 年毛利率为 45%/47%/47%。

图27：分业务盈利预测

分业务盈利预测						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
包装产品						
收入(百万元)	389.55	451.78	498.77	561.12	678.95	780.79
增长率(%)	55.81%	15.97%	10.40%	12.50%	21.00%	15.00%
毛利率(%)	33.44%	32.20%	32.16%	32.10%	32.30%	32.40%
设计业务						
收入(百万元)	32.54	29.91	35.35	43.56	51.54	62.55
增长率(%)	15.07%	-8.06%	18.16%	23.22%	18.33%	21.35%
毛利率(%)	54.81%	55.99%	57.66%	57.00%	58.00%	58.00%
其他业务						
收入(百万元)	4.26	5.76	3.43	4.12	4.53	4.98
增长率(%)	12.62%	35.19%	-40.46%	20.00%	10.00%	10.00%
毛利率(%)	48.38%	43.20%	50.16%	45.00%	47.00%	47.00%
总计(百万元)	426.35	487.45	537.55	608.79	735.02	848.32
总增速(%)	51.15%	14.33%	10.28%	13.25%	20.73%	15.41%
整体毛利率(%)	35.22%	33.79%	33.95%	33.97%	34.19%	34.37%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

4.2. 投资建议及估值

我们预计公司 2024-2026 年的归母净利润分别为 0.56/0.72/0.89 亿元，对应 EPS 分别为 0.86/1.12/1.38 元/股，对应当前股价的 PE 分别为 14/11/9 倍；我们选择业务类似的公司上海艾录、裕同科技作为可比公司，公司业务均涉及包装材料的生产 and 供应。2024 年可比公司平均 PE 为 24 倍，基于柏星龙产能规划带来的未来成长性以及下游应用场景稳定增长的业务需求，业绩有望稳步发展，首次覆盖，给予“买入”评级。

图28：可比公司估值（截至 2024 年 7 月 22 日）

股票代码	公司名称	总市值(亿元)	股价(元/股)	归母净利润(亿元)			PE		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
002831.SZ	裕同科技	222.11	23.87	17.23	19.96	22.88	13	11	10
301062.SZ	上海艾录	42.20	10.54	1.20	1.63	2.44	35	26	17
平均							24	19	14
833075.BJ	柏星龙	7.64	11.79	0.56	0.72	0.89	14	11	9

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：除柏星龙外其他盈利预测为 Wind 一致预期

5. 风险提示

1、汇率波动风险：随着公司外销业务规模的逐步扩大，人民币对美元若出现持续升值，将会对公司盈利能力带来不利影响，公司存在因汇率变动而导致经营业绩波动的风险。

2、市场竞争加剧的风险：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。

3、宏观经济波动的风险：近年来，随着居民消费能力的不断提高，为酒、化妆品等包装领域的发展提供了有利的外部环境。但如果未来国内外的宏观经济增速放缓或消费市场持续低迷，导致酒、化妆品等需求总量减少，进而影响酒和化妆品等包装物的需求，将对公司的经营业绩造成不利影响。

柏星龙三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	415	370	462	593	营业总收入	538	609	735	848
货币资金及交易性金融资产	183	130	174	261	营业成本(含金融类)	355	402	484	557
经营性应收款项	158	171	206	238	税金及附加	3	3	3	4
存货	65	61	74	85	销售费用	47	53	64	68
合同资产	0	0	0	0	管理费用	56	64	74	81
其他流动资产	8	7	8	9	研发费用	20	24	29	32
非流动资产	273	292	287	253	财务费用	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	3	4	5	0
固定资产及使用权资产	83	89	97	106	投资净收益	1	0	0	0
在建工程	7	9	20	5	公允价值变动	1	0	0	0
无形资产	14	14	14	14	减值损失	(10)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	4	4	4	4	营业利润	53	68	87	107
其他非流动资产	165	176	153	125	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	688	662	750	847	利润总额	53	68	87	107
流动负债	265	129	150	169	减:所得税	7	9	11	14
短期借款及一年内到期的非流动负债	24	24	24	24	净利润	46	59	76	93
经营性应付款项	166	84	101	116	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	41	6	7	8	归属母公司净利润	46	56	72	89
其他流动负债	34	15	18	20	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.71	0.86	1.12	1.38
非流动负债	17	103	103	103	EBIT	50	68	87	107
长期借款	0	100	100	100	EBITDA	71	75	92	111
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	33.95	33.97	34.19	34.37
租赁负债	14	0	0	0	归母净利率(%)	8.57	9.18	9.85	10.55
其他非流动负债	3	3	3	3	收入增长率(%)	10.28	13.25	20.73	15.41
负债合计	282	231	253	272	归母净利润增长率(%)	18.04	21.28	29.51	23.60
归属母公司股东权益	404	424	488	562					
少数股东权益	3	6	10	13					
所有者权益合计	406	430	497	575					
负债和股东权益	688	662	750	847					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	83	(73)	54	73	每股净资产(元)	6.23	6.55	7.52	8.67
投资活动现金流	(44)	(63)	(10)	16	最新发行在外股份(百万股)	65	65	65	65
筹资活动现金流	(47)	83	(1)	(1)	ROIC(%)	9.78	11.91	12.92	14.09
现金净增加额	(7)	(53)	44	88	ROE-摊薄(%)	11.42	13.17	14.85	15.92
折旧和摊销	21	7	5	4	资产负债率(%)	40.94	34.97	33.70	32.09
资本开支	(133)	(53)	(33)	(13)	P/E(现价&最新股本摊薄)	16.58	13.67	10.56	8.54
营运资本变动	10	(140)	(27)	(24)	P/B(现价)	1.89	1.80	1.57	1.36

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>