

# 永新股份 (002014.SZ)

## 买入 (首次评级)

### 塑料软包领军企业，高分红凸显长期价值

#### 投资要点:

##### 国内塑料软包龙头企业，多年业绩保持稳增

公司成立于1992年，主要生产真空镀膜、多功能薄膜、彩印复合软包装材料、纸基复合包装材料、新型医药包装材料、塑料制品、精细化工产品等。2023年公司实现营业收入33.79亿元，同比+2%；2017-2023年营业收入CAGR为9.1%。2023年公司实现归母净利润4.08亿元，同比+12%，2017-2023年归母净利润CAGR达12.1%。近年来公司充分重视股东回报，近年分红比例保持在70%-80%，2023年分红比例达82.6%，股息率6.6%。

##### 客户结构优异，盈利能力稳健

公司历年前五大客户销售占比保持在25%以下，2023年前五大客户销售占比为21.8%，客户结构较为分散，涵盖食品饮料类、日化类、医药等多领域。客户及产品矩阵的丰富使公司历年产品价格整体稳定，彩印包装材料毛利率稳中有升，2023年彩印包装毛利率升至27.4%。2019-2023年，公司综合毛利率保持在22.2%~24.7%区间，净利率水平保持在10%~12%区间，盈利能力较为稳健。

##### 产业链一体化纵向延伸，推进海外布局

1) **产品拓展**，2023年公司彩印包装材料、塑料软包薄膜营收占比分别为75.5%、15.5%，薄膜业务贡献逐步增加。自2020年起设立子公司永新新材，布局环保及功能型膜材料，主要产品包括光膜、消光膜、热封膜、珠光膜、金属化膜等创新型产品。2023年薄膜业务营收5.25亿元，同比增长14.5%。此外，公司还积极建设镀铝包材、油墨等产业链配套产品，深化产业链一体化布局，2023年公司镀铝包材、塑料薄膜、油墨的自用比例分别达到76.7%/60.1%/42.5%。产业链一体化纵深发展在保障自身成本优势的同时，部分对外销售产品也在持续贡献营收。2) **区域拓展**，凭借产品质量与性价比优势，公司近年加快布局海外市场，开拓跨国公司客户。2023年海外营收占比11.25%，海外毛利率29.1%，高于国内24.1%的毛利率水平；1H24海外营收占比进一步升至13.16%，我们认为，未来随着海外市场持续拓展，有望为公司再添规模增量的同时也将带动综合毛利提升。

##### 盈利预测与投资建议

我们预计公司2024-2026年收入增速分别为6.3%、6.3%、6.1%，归母净利润增速分别为4%、13%、14%。采用可比公司估值法，2025年可比公司平均PE为14倍，接近公司25年估值水平。我们认为，公司作为塑料软包装行业龙头，积极拓展薄膜业务，下游为必选消费行业需求偏刚性，长期经营风格稳健、高分红彰显投资价值，首次覆盖给予“买入”评级。

##### 风险提示

行业竞争加剧风险、原材料价格波动风险、新项目投资风险。

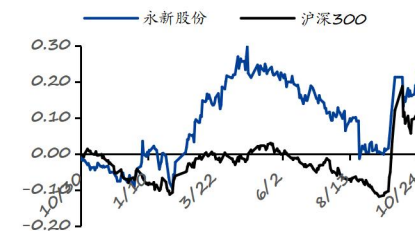
财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,304	3,379	3,593	3,820	4,055
增长率	9%	2%	6%	6%	6%
净利润(百万元)	363	408	424	481	547
增长率	15%	12%	4%	13%	14%
EPS(元/股)	0.59	0.67	0.69	0.78	0.89
市盈率(P/E)	17.2	15.3	14.7	13.0	11.4
市净率(P/B)	2.7	2.5	2.5	2.3	2.2

数据来源：公司公告、华福证券研究所

#### 基本数据

日期	2024-10-28
收盘价:	10.20元
总股本/流通股本(百万股)	612.49/604.34
流通A股市值(百万元)	6,164.23
每股净资产(元)	3.96
资产负债率(%)	38.29
一年内最高/最低价(元)	10.99/7.63

#### 一年内股价相对走势



#### 团队成员

分析师: 李宏鹏(S0210524050017)  
 lhp30568@hfzq.com.cn  
 分析师: 汪浚哲(S0210524050024)  
 wjz30579@hfzq.com.cn

#### 相关报告



## 正文目录

1 永新股份：塑料软包龙头，经营长期稳健	3
2 客户结构优异，产业链一体化纵向延伸	7
2.1 客户结构优异，出海空间广阔	9
2.2 薄膜业务增长可期，产业链一体化纵向延伸	10
3 盈利预测与投资建议	13
3.1 盈利预测	13
3.2 投资建议	14
4 风险提示	15

## 图表目录

图表 1: 公司主要产品介绍	3
图表 2: 历年营收及增速	4
图表 3: 历年归母净利及增速	4
图表 4: 历年各产品营收（百万元）	4
图表 5: 2023 年各产品营收占比	4
图表 6: 历年分区域营收及增速	4
图表 7: 历年分区域营收占比	4
图表 8: 历年毛利率、净利率走势	5
图表 9: 分产品毛利率	5
图表 10: 分区域毛利率	5
图表 11: 公司非油墨类业务成本构成	6
图表 12: 公司期间费用率	6
图表 13: 公司股权结构	6
图表 14: 公司历年股息率、分红比例	7
图表 15: 公司净利润现金含量较高	7
图表 16: 塑料软包装行业分类	7
图表 17: 2022-2027E 全球塑料软包装市场规模	8
图表 18: 2022-2027E 我国塑料软包装市场规模	8
图表 19: 2020 年中国塑料包装行业市场份额	8
图表 20: 2021 年中国塑料包装竞争梯队	8
图表 21: 公司部分主要客户列表	9
图表 22: 2017-2023 前五大客户占比	9
图表 23: 彩印包装材料均价及毛利率	9
图表 24: 2017-24H1 外销营收及增速	10
图表 25: 公司外销营收占比	10
图表 26: 薄膜业务营收及增速	11
图表 27: 薄膜业务营收占比	11
图表 28: 薄膜业务销售量及增速	11
图表 29: 薄膜业务产销率	11
图表 30: 薄膜、镀铝包材、油墨销售量（吨）	12
图表 31: 薄膜、镀铝包材、油墨自用比例	12
图表 32: 历年研发费用率	12
图表 33: 历年研发人员占比	12
图表 34: 公司业绩拆分预测表	13
图表 35: 可比公司估值表	14
图表 36: 财务预测摘要	16

## 1 永新股份：塑料软包龙头，经营长期稳健

公司成立于1992年，主要经营真空镀膜、多功能薄膜、彩印复合软包装材料、纸基复合包装材料、新型医药包装材料、塑料制品、精细化工产品等高新技术产品。公司产品客户覆盖食品、医药、日化、农化等多个领域的众多国内知名企业，并为之形成了较为稳定的长期合作关系。经过30多年的不断发展探索，公司构建了以黄山为产业中心，向全国发展布局，向海外积极扩张，目前，在广东、河北、陕西设立了子公司，在泰国设立了办事处。

图表 1：公司主要产品介绍

产品类型	产品品类	类别特点	图例
食品包装	休闲食品、糖果、封口盖膜、充气式包装食品、冷饮(冻)食品、耐蒸煮食品、耐水煮食品、调味品等包装	具有高阻隔性能，可提高食品贮存期和保鲜期；能适应各种包装机械且抗污染，可用于液体包装、粉末包装、颗粒包装；高强度，可用于重包装；耐低温，可用于果冻膜包装和冷冻食品包装	
医药包装	医药粉末、片剂、颗粒、胶囊等包装	通过认证的GMP生产环境，10万级洁净车间，生产出药品包装膜图案清晰、套色精准、防伪效果好、设备适应性强	
奶粉包装	奶粉、乳制品、酸奶盖膜等包装	具有高阻隔性能，可提高食品贮存期和保鲜期；能适应各种包装机械且抗污染，可用于液体包装、粉末包装、颗粒包装；高强度，可用于重包装；耐低温，可用于酸奶膜包装	
日化包装	液体洗涤剂、妇婴卫生用品、洗衣粉、皂类、洗发剂、化妆品、牙膏等包装	抗穿刺、抗冲击、抗污染	
建材包装	建材、工业品等包装	形状多样、强度高、密封性能好、不渗透、不泄露、阻湿阻氧性能好	
电子包装	电子等包装	形状多样、强度高、密封性能好、不渗透、不泄露、阻湿阻氧性能好	
多功能薄膜	高透明PE薄膜、乳白PE薄膜、耐水煮PE薄膜、印刷级PE薄膜、镀铝级PE薄膜；复合级CPP薄膜、镀铝级CPP薄膜、印刷级CPP薄膜、蒸煮级CPP薄膜；镀铝PET薄膜、镀铝CPP薄膜、镀铝BOPP薄膜、镀铝PE薄膜、镀铝PA薄膜	PE薄膜各层厚度及总厚度控制均匀、平整性好，CPP薄膜表面电晕处理效果好、平整性好、复合印刷适应性好，镀铝膜附着牢度好、针孔少、铝层厚度均匀	
注塑产品	奶粉勺、吸嘴、手提扣等注塑产品	用于果汁、保健饮料、乳制品、果冻类食品级液洗产品等，具有安全、卫生、轻质、便携、可重复开启、易于储存等特点	
油墨产品	凹版油墨 柔版油墨 PVC油墨	适用于BOPP、PET、NY薄膜等凹版印刷，BOPP薄膜、PET薄膜等柔版印刷，木纹膜、墙纸壁纸等PVC印刷	

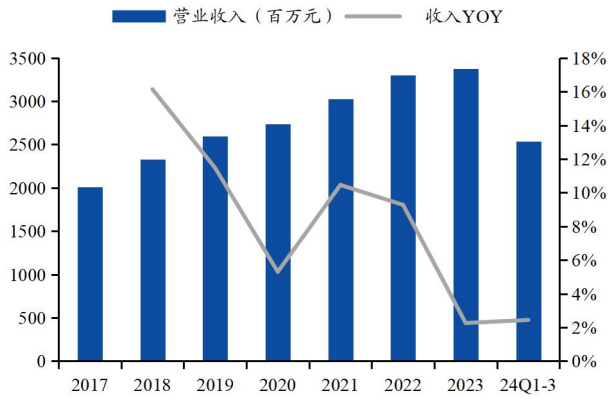
数据来源：公司官网，华福证券研究所

彩印复合软包装材料是营业收入的主要来源，其轻便、可塑性强，具有高阻隔、耐蒸煮、耐冷冻、保鲜性等特性，且成本较金属、玻璃等包装物相对低廉，广泛应用于食品、日化、医药等领域，对产品具有很强的保护性，能够延长产品的寿命期，减少浪费；多功能膜材料为绿色环保新材料，应用于食品、日用品、医疗防护、纺织品、电子产品等产品的包装及保护。



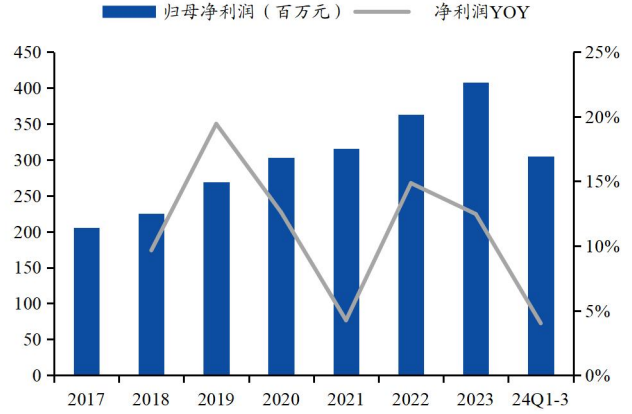
经营业绩长期保持稳健增长。公司 2017-2023 年营业收入 CAGR 为 9.1%，2023 年实现营业收入 33.79 亿元，同比+2%；24Q1-3 实现营收 25.39 亿元，同比+2.44%。2023 年实现归母净利润 4.08 亿元，同比+12%，2017-2023 年归母净利润 CAGR 达 12.1%，24Q1-3 归母净利润为 3.05 亿元，同比+4%。

图表 2: 历年营收及增速



数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

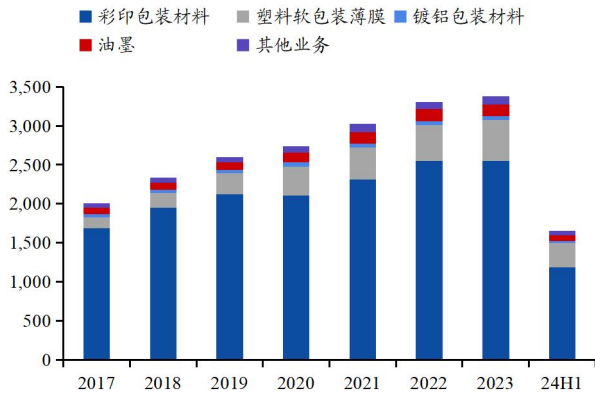
图表 3: 历年归母净利及增速



数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

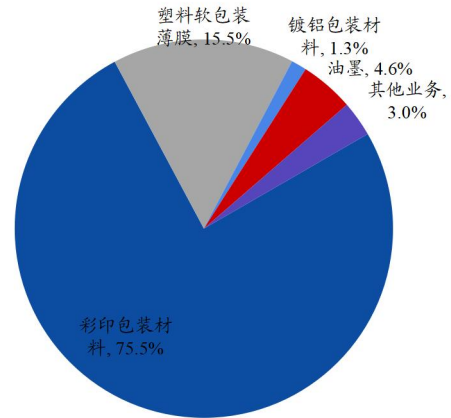
分产品看, 主要营收来源为彩印包装材料, 2023 年实现营收 25.52 亿元, 占比为 75.5%。此外, 2023 年公司塑料软包装薄膜、镀铝包装材料、油墨营收分别为 5.25/0.44/1.55 亿元, 占比分别为 15.5%、1.3%、4.6%。

图表 4: 历年各产品营收 (百万元)



数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 5: 2023 年各产品营收占比

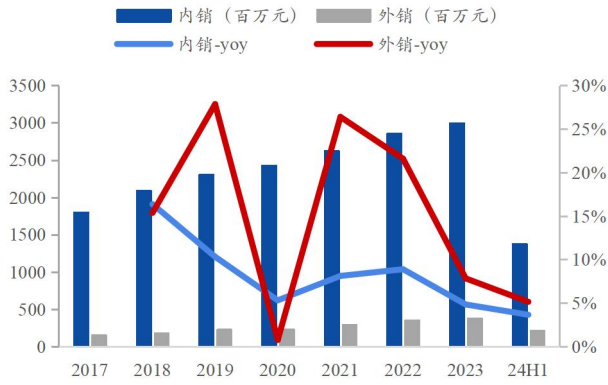


数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

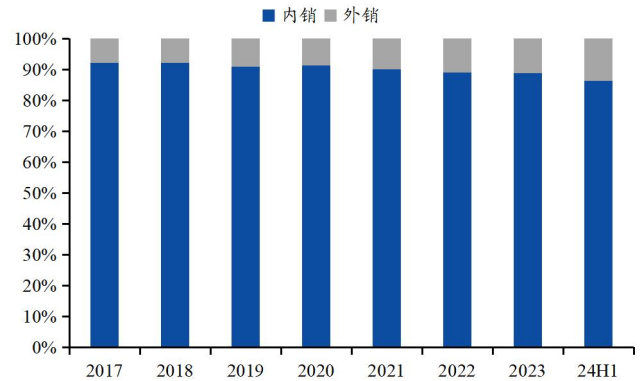
分区域来看, 公司近年来海外销售占比逐渐提升。2023 年公司外销实现营收 3.8 亿元, 同比增长 7.8%, 内销实现收入 29.99 亿元, 同比+4.8%。2023 年外销营收占比为 11.3%, 相比 2017 年的 7.9%提升 3.3pct。24H1 公司内销/外销营收分别为 13.78/2.17 亿元, 同比+3.6%/+5.1%, 营收占比分别为 86.4%/13.6%。

图表 6: 历年分区域营收及增速

图表 7: 历年分区域营收占比



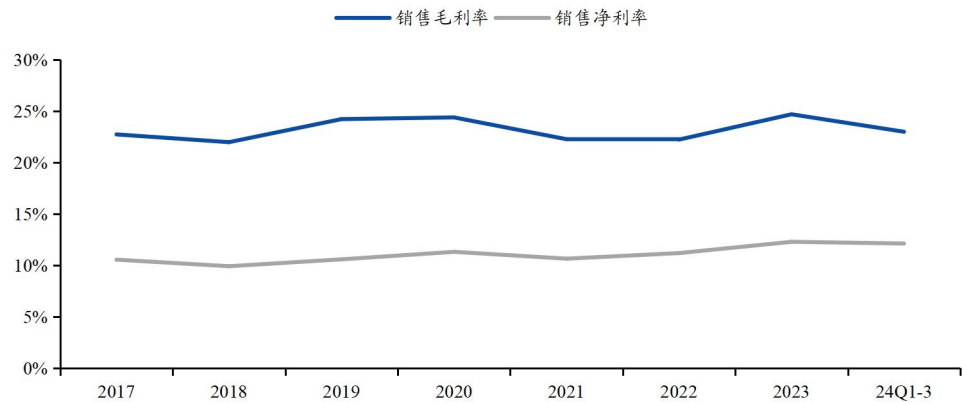
数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所



数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

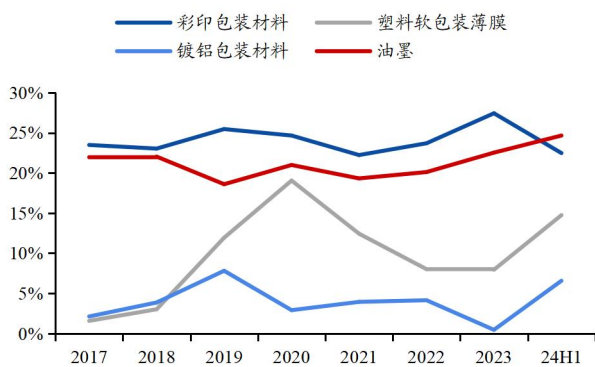
盈利能力方面, 公司历年来毛利率、净利率基本保持稳定。2023 年公司实现毛利率/净利率分别为 24.7%/12.3%, 同比分别+2.5/+1.1pct。分产品来看, 公司彩印包装材料及油墨业务毛利率较高, 2023 年彩印包装材料/油墨毛利率分别为 27.4%、22.5%, 塑料软包装薄膜、镀铝包装材料毛利率为 7.9%/0.5%。分区域来看, 公司海外业务毛利率略高于国内, 2023 年公司外销/内销毛利率分别为 29.1%/24.1%。

图表 8: 历年毛利率、净利率走势



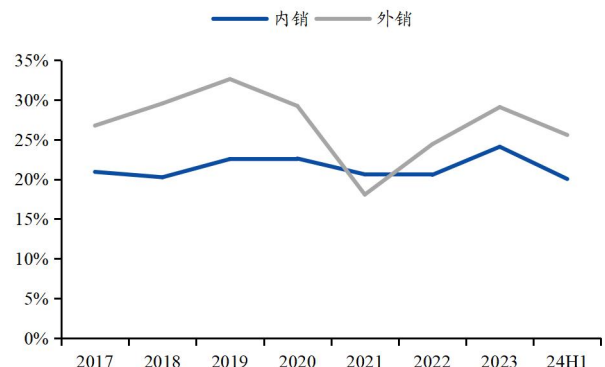
数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 9: 分产品毛利率



数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 10: 分区域毛利率



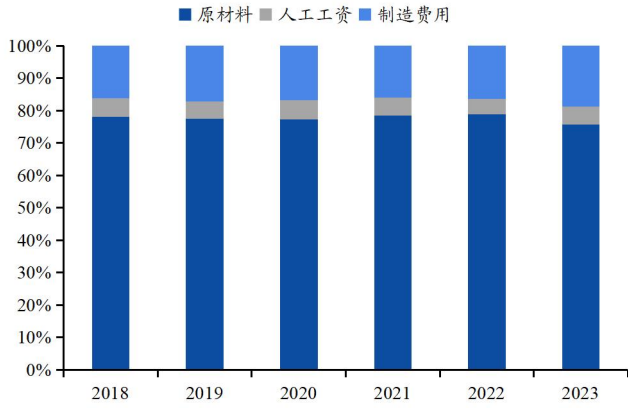
数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所



成本构成方面，公司非油墨类业务（彩印包材、塑料软包薄膜、镀铝包材）营  
 收占比较高，从成本构成来看，原材料历年占比在 75%以上，其次为制造费用，占  
 比约为 16%-20%，人工成本约 4%-6%。

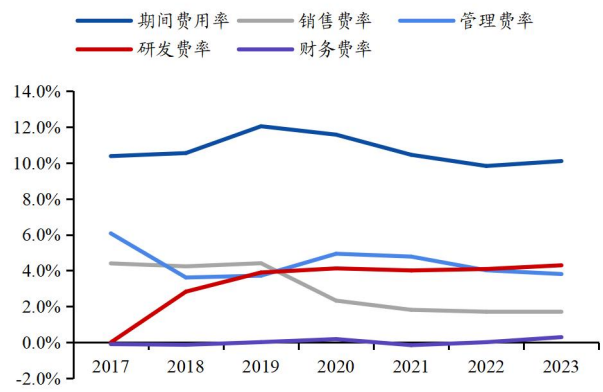
期间费用方面，公司近年来期间费用率基本保持稳定，费用控制能力较好。2023  
 年公司期间费用率为 10.1%，其中销售费率/管理费率/研发费率/财务费率分别为  
 1.7%/3.8%/4.3%/0.3%。

图表 11: 公司非油墨类业务成本构成



数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

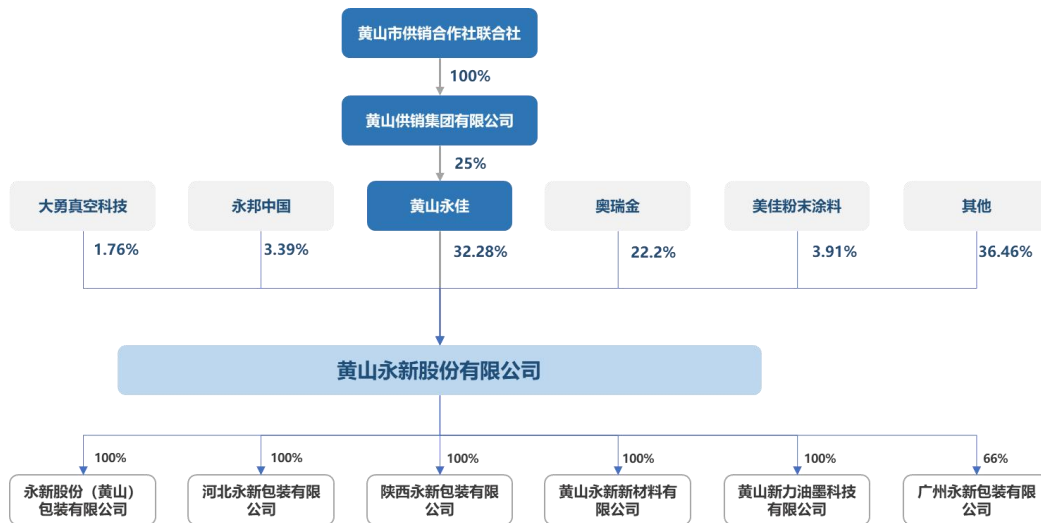
图表 12: 公司期间费用率



数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

公司股权结构稳定。实际控制人为黄山供销集团有限公司，截至 2024 年 9 月 2  
 日，公司控股股东黄山永佳投资持有公司 32.28% 股权，第二大股东为金属包装龙头  
 公司奥瑞金，直接持股 22.2%。另外，关联方美佳粉末涂料、永邦中国分别持股比例  
 为 3.91%、3.39%。

图表 13: 公司股权结构



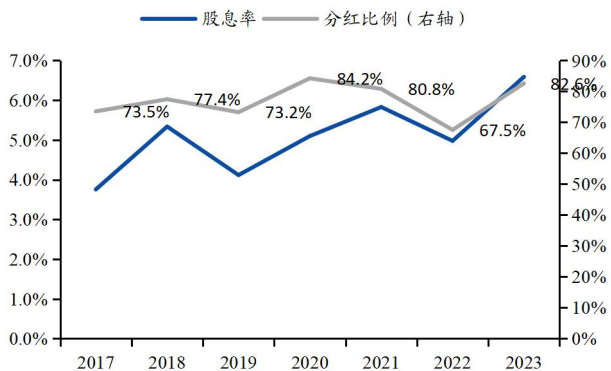
数据来源: wind, 华福证券研究所

公司长期保持较高的现金分红比例，积极回馈股东，彰显公司发展信心。近年



来公司每年现金分红比例基本保持在 70%~80%，2023 年公司分红比例达 82.6%，股息率 6.6%。此外，公司经营稳健，现金流充裕，历年净利润现金含量较高，2023 年公司净利润现金含量为 126%，进一步支撑公司高分红比例。

图表 14: 公司历年股息率、分红比例



数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 15: 公司净利润现金含量较高

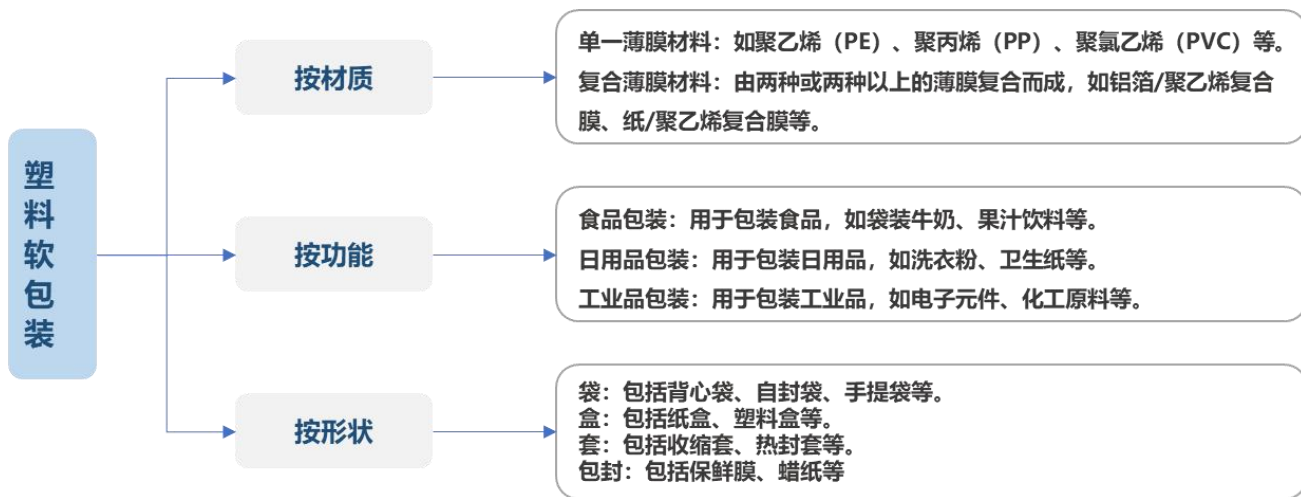


数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

## 2 客户结构优异，产业链一体化纵向延伸

塑料软包装是指在充填或取出内容物后，容器形状可发生变化的包装。它主要用纸、铝箔、纤维、塑料薄膜以及它们的复合物制成的各种袋、盒、套、包封等作为包装材料。塑料包装材料和其他包装材料相比具有性能优越、适用性广、成本较低等优势。塑料软包装能满足商品多样化保护的需求，降低包装和运输成本。塑料软包装按材质可分为单一薄膜材料及复合型薄膜材料，按功能可分为食品、日用品、工业品包装。

图表 16: 塑料软包装行业分类

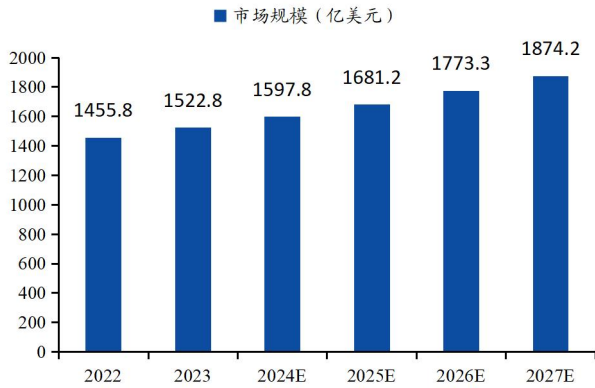


数据来源: 华经产业研究院, 华福证券研究所



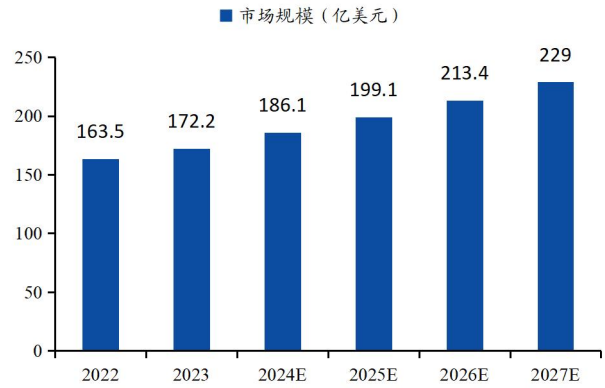
全球塑料软包装市场整体呈现稳步增长态势，根据中商产业研究院，2023 年全球塑料软包装市场规模为 1522.8 亿美元。预计 2024 年全球塑料软包装市场规模将达到 1597.8 亿美元，2024-2027 年期间将以 5.46% 的复合年增长率增长，在 2027 年市场规模达到 1874.2 亿美元。其中 2023 年中国塑料软包装市场规模为 172.2 亿美元。预计 2024 年中国塑料软包装市场规模将达到 186.1 亿美元，2024-2027 年期间将以 7.16% 的复合年增长率增长，在 2027 年市场规模达到 229 亿美元。

图表 17: 2022-2027E 全球塑料软包装市场规模



数据来源: Arizton, 中商产业研究院, 华福证券研究所

图表 18: 2022-2027E 我国塑料软包装市场规模

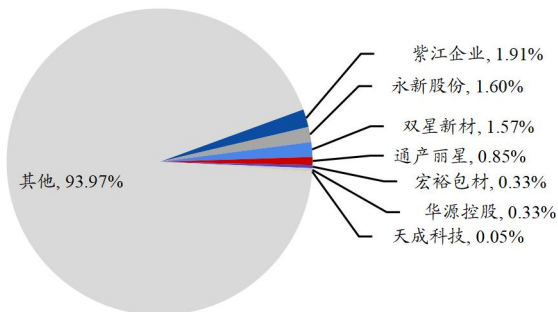


数据来源: Arizton, 中商产业研究院, 华福证券研究所

我国塑料包装行业的市场集中度较低，大体可以分为四个梯队，第一梯队为龙头企业，主要有永新股份、双星新材、紫江企业等；第二梯队为行业内主要竞争者，主要有华源控股、王子新材、珠海中富等；第三梯队主要为南方包装、普拉斯包装、宏裕包材、海顺新材等大中型企业，此梯队企业数量最多；第四梯队为中小企业，产品偏向中低端，企业规模较小，竞争力较弱。

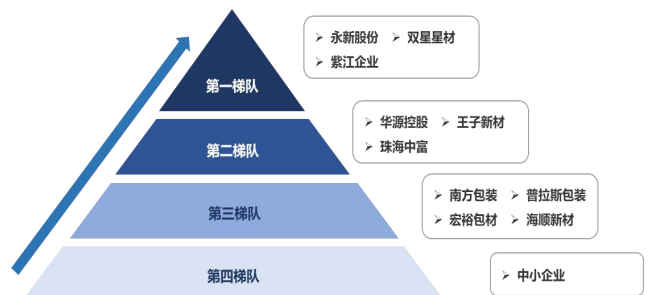
根据前瞻产业研究院，2020 年全国塑料包装箱及容器制造行业规模以上企业累计完成营业收入 1584.62 亿元。根据 2020 年上市企业塑料包装业务收入占比情况来看，紫江企业塑料包装业务收入规模最大，市场份额为 1.91%，其次为永新股份，市场份额为 1.6%。

图表 19: 2020 年中国塑料包装行业市场份额



数据来源: 前瞻产业研究院, 华福证券研究所

图表 20: 2021 年中国塑料包装竞争梯队



数据来源: 前瞻产业研究院, 华福证券研究所





## 2.1 客户结构优异，出海空间广阔

公司的主要产品为塑料包装，主要应用于快消品行业和工业品生产转移的在途包装，应用领域广泛。目前，公司的客户以国际和国内一线品牌为主，与其直接建立合作关系。公司始终着力新市场、新业务的拓展，为客户提供更多的个性化、差异化产品和增值服务，不断提高客户满意度。跨国品牌业务稳定增长，海外市场取得突破，市场和产品结构不断优化。

公司卓越的供应保障能力、领先的创新能力和完整的包装解决方案提供能力等，获得了市场和客户的肯定和认可，先后获得伊利集团颁发的“质量引领标杆 供应商”、亿滋国际颁发的“2023 亿滋质量与食品安全文化奖”，获评重庆市涪陵榨菜集团股份有限公司“十大优秀供应商”、卫龙美味全球控股有限公司“供应商创新卓越奖”、东莞徐记食品有限公司“突破创新奖”等荣誉。

图表 21: 公司部分主要客户列表

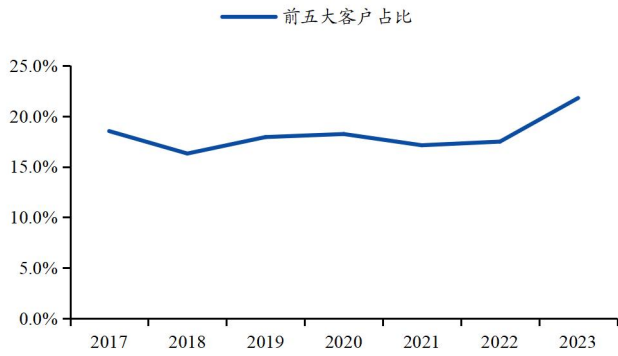


数据来源：公司官网，华福证券研究所

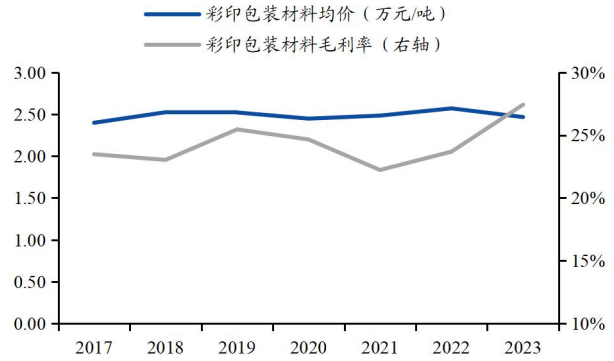
多元化、优质的客户矩阵使得公司产品价格、盈利能力保持稳健。公司历年前五大客户销售占比保持在 25% 以下，2023 年公司前五大客户销售占比为 21.8%，客户结构较为分散，涵盖食品饮料类、日用日化类、医药等多领域。客户及产品矩阵的丰富使得公司历年产品价格保持在稳定区间，公司彩印包装材料毛利率近年来也稳中有升，2023 年彩印包装毛利率提升至 27.4%。

图表 22: 2017-2023 前五大客户占比

图表 23: 彩印包装材料均价及毛利率



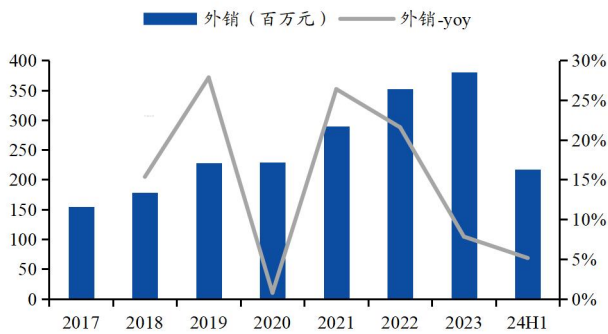
数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所



数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

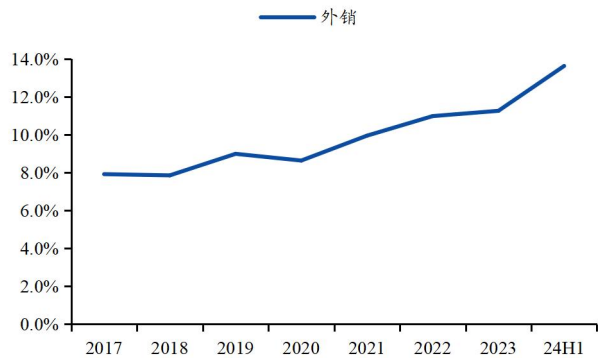
此外, 公司还积极拓展海外市场, 凭借产品质量与性价比优势持续开拓跨国公司客户。2023 年公司海外业务 3.8 亿营收, 营收占比提升至 11.3%。同时, 公司在 2024 年 5 月 29 日发布公告称, 为进一步加深与海外客户的战略合作关系, 加快响应海外市场及客户需求, 深度开发东南亚市场业务, 公司将于泰国设立办事处, 以拓展海外市场业务发展, 提升海外市场品牌知名度及影响力。

图表 24: 2017-24H1 外销营收及增速



数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 25: 公司外销营收占比

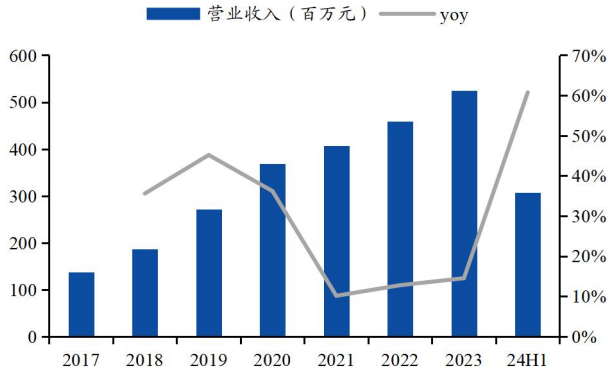


数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

## 2.2 薄膜业务增长可期, 产业链一体化纵向延伸

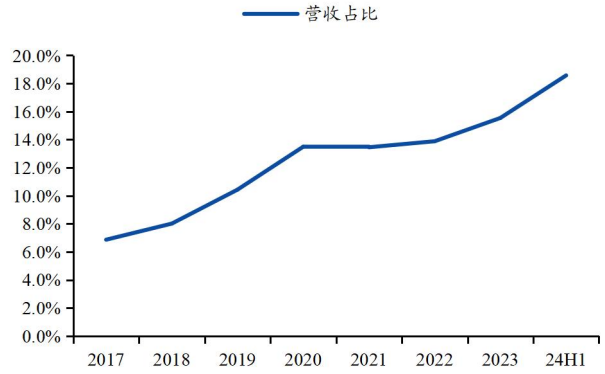
为顺应环保及产业创新升级, 公司持续加大薄膜产品研发及生产应用。公司自 2020 年起设立子公司永新新材, 布局环保及功能型膜材料, 主要产品包括光膜、消光膜、热封膜、珠光膜、金属化膜等创新型产品。公司薄膜业务主要自用, 近年来随产能规模不断提升, 薄膜外售业务占比也在增长。2023 年公司薄膜业务营收实现 5.25 亿元, 同比增长 14.5%, 业务营收占比达 15.5%。24H1 公司薄膜业务营收 3.07 亿元, 同比增长 60.8%, 营收占比进一步提升至 18.6%。销量方面, 公司薄膜业务 2023 年销售量达 4.1 万吨, 同比+44.9%, 产销率近年来也持续增长, 2023 年薄膜业务产销率达 39.9%。

图表 26: 薄膜业务营收及增速



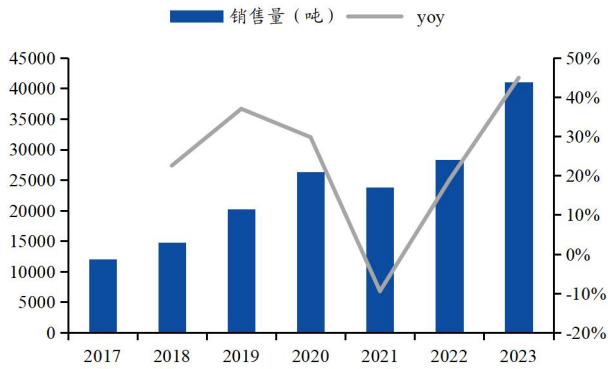
数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 27: 薄膜业务营收占比



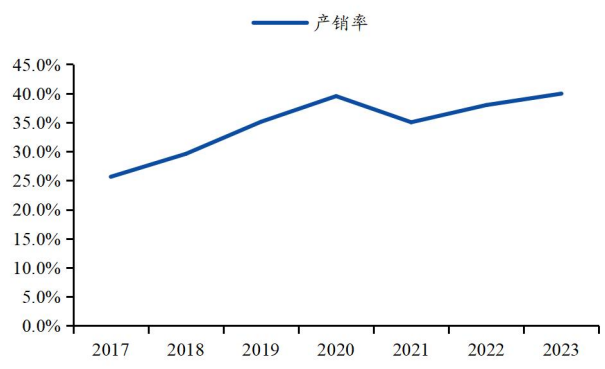
数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 28: 薄膜业务销售量及增速



数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

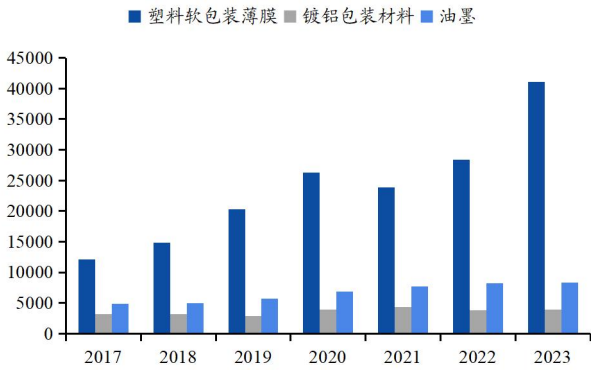
图表 29: 薄膜业务产销率



数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

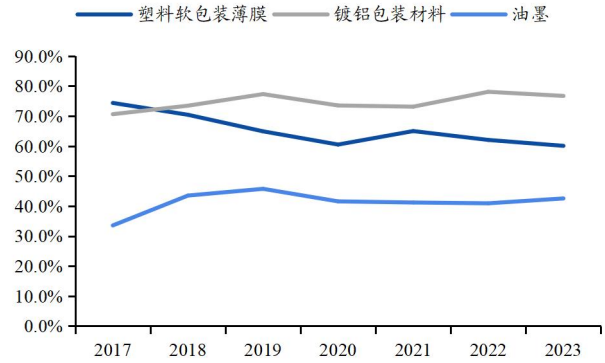
除薄膜业务外, 公司还积极建设镀铝包材、油墨等产业链配套产品, 持续深化产业链一体化布局, 2023 年公司镀铝包材、塑料薄膜、油墨的自用比例分别达到 76.7%/60.1%/42.5%。产业链一体化纵深发展在保障自身成本优势的同时, 部分对外销售产品也在持续贡献营收。

图表 30: 薄膜、镀铝包材、油墨销售量 (吨)



数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

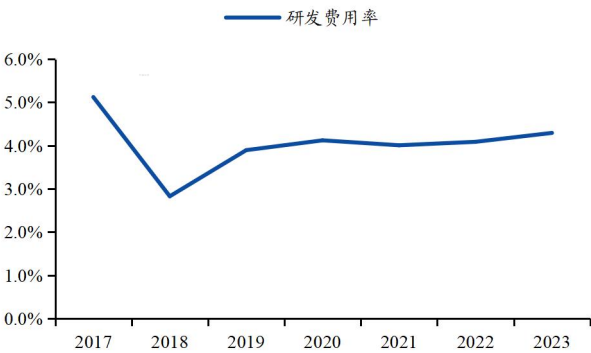
图表 31: 薄膜、镀铝包材、油墨自用比例



数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

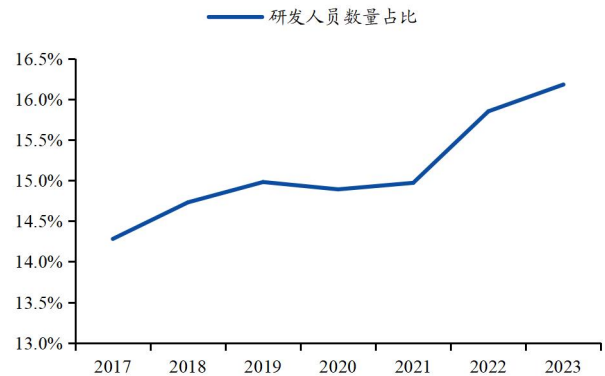
公司注重研发投入, 不断完善现有技术研发体系建设; 目前公司在包装产品易回收及重复利用的研发上取得突破, 成功研发具有自主知识产权的单一材质产品, 并获得相关专利和认证。2023 年公司研发费用率 4.3%, 研发人员占比逐年提升, 2023 年公司研发人员数量占比高达 16.2%。

图表 32: 历年研发费用率



数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 33: 历年研发人员占比



数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所





### 3 盈利预测与投资建议

#### 3.1 盈利预测

我们对 2024-2026 年业绩做出以下假设：

(1) 彩印包装材料，2024 年由于下游需求修复不及预期、行业集中度较低，我们判断彩印包装行业竞争将加剧，产品均价将小幅下滑，未来两年将随终端需求增长，公司新客户、新产品的持续拓展，均价将保持小幅上涨的态势，我们假设 2024-2026 年均价涨幅分别为-5%、0.5%、1%。成本方面，公司持续推进产品创新，提升环保、功能性膜类原材料使用，预计 2024 年成本小幅增长，25-26 年随技术成熟规模生产，单位成本有望持续优化。

销量方面，由于公司产品力、客户矩阵具备优势，产品价格下滑或提升公司销量，我们假设 2024 年彩印包装材料销量增长 8%，25-26 年预计销量仍保持小幅增长。

(2) 塑料软包薄膜，公司注重研发，薄膜类研发实力领先，预计享受一定溢价，并且销量逐年提升，成本端仍将随产量释放得到优化。假设 24-25 年均价分别增长 9%/3.5%/2.5%；销量分别增长 15%/10%/8%。

(3) 镀铝包材及油墨业务，主要为公司自身生产做配套供应。其中镀铝包材可根据不同基膜生产出不同种类的功能性镀铝复合膜，未来需求空间较广。假设未来公司镀铝包材随下游需求快速增长，销量有望持续提升，24-26 年均价小幅增长；油墨业务假设 24-26 年销量小幅增长，均价基本保持稳定，成本方面，假设油墨业务随规模效益成本端持续优化。镀铝包材单位成本未来三年随铝价小幅波动。

综上，我们预计公司 2024-2026 年收入增速分别为 6.34%、6.3%、6.16%，归母净利润增速分别为 4%、13%、14%，对应 EPS 分别为 0.69 元、0.78 元、0.89 元。

图表 34：公司业绩拆分预测表

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入（百万元）</b>	<b>2,599.72</b>	<b>2,737.50</b>	<b>3,023.69</b>	<b>3,304.13</b>	<b>3,378.79</b>	<b>3,593.17</b>	<b>3,819.53</b>	<b>4,054.80</b>
收入 YOY	11.47%	5.30%	10.45%	9.27%	2.26%	6.34%	6.30%	6.16%
<b>营业成本（百万元）</b>	<b>1,970.73</b>	<b>2,070.65</b>	<b>2,351.27</b>	<b>2,570.60</b>	<b>2,545.50</b>	<b>2,792.82</b>	<b>2,930.51</b>	<b>3,065.12</b>
成本 YOY	8.26%	5.07%	13.55%	9.33%	-0.98%	9.72%	4.93%	4.59%
毛利率	24.19%	24.36%	22.24%	22.20%	24.66%	22.27%	23.28%	24.41%
<b>彩印包装材料</b>								
<b>营业收入（百万元）</b>	<b>2,122.01</b>	<b>2,103.77</b>	<b>2,311.54</b>	<b>2,553.01</b>	<b>2,551.77</b>	<b>2,618.12</b>	<b>2,736.45</b>	<b>2,874.37</b>
收入 YOY	8.74%	-0.86%	9.88%	10.45%	-0.05%	2.60%	4.52%	5.04%
占比	81.62%	76.85%	76.45%	77.27%	75.52%	72.86%	71.64%	70.89%
<b>营业成本（百万元）</b>	<b>1,581.86</b>	<b>1,585.19</b>	<b>1,797.92</b>	<b>1,948.35</b>	<b>1,852.04</b>	<b>2,016.20</b>	<b>2,090.56</b>	<b>2,167.66</b>
成本 YOY	5.31%	0.21%	13.42%	8.37%	-4.94%	8.86%	3.69%	3.69%
毛利率	25.45%	24.65%	22.22%	23.68%	27.42%	22.99%	23.60%	24.59%
<b>塑料软包装薄膜</b>								



营业收入 (百万元)	271.21	369.33	406.73	458.62	525.12	658.24	749.40	829.59
收入 YOY	45.17%	36.18%	10.13%	12.76%	14.50%	25.35%	13.85%	10.70%
占比	10.43%	13.49%	13.45%	13.88%	15.54%	18.32%	19.62%	20.46%
营业成本 (百万元)	238.88	299.01	356.18	421.90	483.44	561.52	613.96	659.76
成本 YOY	31.84%	25.17%	19.12%	18.45%	14.59%	16.15%	9.34%	7.46%
毛利率	11.92%	19.04%	12.43%	8.01%	7.94%	14.69%	18.07%	20.47%
<b>镀铝包装材料</b>								
营业收入 (百万元)	38.94	62.76	56.20	49.06	44.38	52.72	59.50	66.19
收入 YOY	-7.88%	61.17%	-10.45%	-12.70%	-9.54%	18.80%	12.86%	11.24%
营业成本 (百万元)	35.90	60.94	53.99	47.03	44.18	49.57	55.14	61.34
成本 YOY	-11.66%	69.75%	-11.40%	-12.89%	-6.06%	12.20%	11.24%	11.24%
毛利率	7.81%	2.90%	3.93%	4.14%	0.45%	5.98%	7.33%	7.33%
<b>油墨</b>								
营业收入 (百万元)	103.74	124.11	143.03	152.54	155.23	156.69	161.39	166.23
收入 YOY	15.05%	19.64%	15.24%	6.65%	1.76%	0.94%	3.00%	3.00%
营业成本 (百万元)	84.46	98.07	115.41	121.88	120.27	117.68	120.61	123.61
成本 YOY	20.13%	16.11%	17.68%	5.61%	-1.32%	-2.15%	2.49%	2.49%
毛利率	18.58%	20.98%	19.31%	20.10%	22.52%	24.89%	25.27%	25.64%
<b>其他业务</b>								
营业收入 (百万元)	63.82	77.53	106.19	90.90	102.29	107.40	112.77	118.41
收入 YOY	3.59%	21.48%	36.97%	-14.40%	12.53%	5.00%	5.00%	5.00%
营业成本 (百万元)	29.63	27.44	27.77	31.44	45.57	47.85	50.24	52.75
成本 YOY	13.74%	-7.39%	1.20%	13.22%	44.94%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	53.57%	64.61%	73.85%	65.41%	55.45%	55.00%	55.00%	55.00%

数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

### 3.2 投资建议

采用可比公司估值法,我们选取涉足塑料包装领域的紫江企业、与 BOPET 膜龙头双星新材作可比公司,2025 年可比公司平均 PE 为 14 倍,与公司 2025 年 PE 较为接近。我们认为,公司作为塑料软包装行业龙头,积极拓展薄膜业务,下游为必选消费行业需求偏刚性,长期经营风格稳健、高分红彰显投资价值,首次覆盖给予“买入”评级。

图表 35: 可比公司估值表

证券代码	公司名称	股价 (元)		EPS (元)			PE (倍)			
		2024/10/28	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
600210.SH	紫江企业	5.92	0.37	0.47	0.54	0.59	16.04	12.60	10.96	10.03
002585.SZ	双星新材	5.77	-0.15	0.12	0.36	0.63	39.52	48.08	16.03	9.16
	<b>平均值</b>						<b>27.78</b>	<b>30.34</b>	<b>13.50</b>	<b>9.16</b>
002014.SZ	永新股份	10.20	0.67	0.69	0.78	0.89	15.22	14.73	13.00	11.41

数据来源: wind, 华福证券研究所, 注: 可比公司 EPS 为 wind 一致预期



#### 4 风险提示

1、行业竞争加剧风险。塑料包装制品应用领域广泛，市场广阔，但是软包装企业众多，虽然公司产品定位于中高端市场，且在行业内处于优势地位，但是随着快消品市场的下沉，消费需求增速的下滑，市场竞争将加剧，继而影响公司业绩表现。

2、原材料价格波动的风险。公司生产所需的原材料主要来自于石油的深加工产品，国际原油价格涨跌受到多方面因素干扰，原料市场一旦出现剧烈价格波动，虽然公司具有一定的价格转嫁能力，仍将对公司的成本控制和经营业绩造成一定的不利影响。

3、新项目投资风险。公司新建投资项目是建立在充分的市场调查论证基础上的。但在项目实施及后续经营过程中，由于市场情况变化较快，不能完全排除因市场需求、原材料价格、产品价格出现较大变动，及其他不可预见的因素，导致项目建设未能实现预期收益的风险。



图表 36: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,178	1,078	1,128	1,233	营业收入	3,379	3,593	3,820	4,055
应收票据及账款	583	596	604	629	营业成本	2,546	2,793	2,931	3,065
预付账款	15	17	18	18	税金及附加	30	22	23	24
存货	303	338	354	378	销售费用	58	65	65	65
合同资产	0	0	0	0	管理费用	129	129	138	146
其他流动资产	429	453	463	473	研发费用	145	155	164	174
流动资产合计	2,508	2,481	2,566	2,731	财务费用	10	0	-2	1
长期股权投资	0	0	0	0	信用减值损失	-3	0	0	0
固定资产	1,127	1,195	1,194	1,194	资产减值损失	-32	0	0	0
在建工程	36	56	76	86	公允价值变动收益	2	2	1	2
无形资产	82	75	70	64	投资收益	14	15	13	14
商誉	0	0	0	0	其他收益	17	17	17	15
其他非流动资产	150	150	150	150	<b>营业利润</b>	<b>460</b>	<b>478</b>	<b>542</b>	<b>617</b>
非流动资产合计	1,395	1,476	1,490	1,494	营业外收入	3	4	4	3
<b>资产合计</b>	<b>3,903</b>	<b>3,958</b>	<b>4,057</b>	<b>4,224</b>	营业外支出	2	3	2	2
短期借款	528	368	243	172	<b>利润总额</b>	<b>461</b>	<b>479</b>	<b>543</b>	<b>619</b>
应付票据及账款	433	523	537	555	所得税	47	49	55	63
预收款项	0	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>414</b>	<b>430</b>	<b>488</b>	<b>556</b>
合同负债	23	14	14	17	少数股东损益	6	6	7	8
其他应付款	55	55	55	55	<b>归属母公司净利润</b>	<b>408</b>	<b>424</b>	<b>481</b>	<b>547</b>
其他流动负债	206	207	214	222	EPS (按最新股本摊薄)	0.67	0.69	0.78	0.89
流动负债合计	1,244	1,167	1,063	1,020					
长期借款	115	153	204	257					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	39	39	39	39					
非流动负债合计	154	193	244	297					
<b>负债合计</b>	<b>1,399</b>	<b>1,359</b>	<b>1,307</b>	<b>1,317</b>					
归属母公司所有者权益	2,458	2,545	2,689	2,838					
少数股东权益	47	54	61	69					
<b>所有者权益合计</b>	<b>2,505</b>	<b>2,598</b>	<b>2,749</b>	<b>2,907</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>3,903</b>	<b>3,958</b>	<b>4,057</b>	<b>4,224</b>					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>515</b>	<b>592</b>	<b>636</b>	<b>687</b>
现金收益	572	599	664	734
存货影响	41	-35	-17	-24
经营性应收影响	-15	-14	-9	-26
经营性应付影响	-71	90	14	18
其他影响	-12	-48	-17	-16
<b>投资活动现金流</b>	<b>103</b>	<b>-234</b>	<b>-178</b>	<b>-165</b>
资本支出	-105	-250	-192	-181
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	208	16	15	16
<b>融资活动现金流</b>	<b>-75</b>	<b>-458</b>	<b>-408</b>	<b>-417</b>
借款增加	196	-122	-74	-18
股利及利息支付	-262	-368	-427	-489
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-9	31	93	90

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	2.3%	6.3%	6.3%	6.2%
EBIT 增长率	15.4%	1.7%	13.0%	14.5%
归母公司净利润增长率	12.5%	3.9%	13.4%	13.9%
<b>获利能力</b>				
毛利率	24.7%	22.3%	23.3%	24.4%
净利率	12.3%	12.0%	12.8%	13.7%
ROE	16.3%	16.3%	17.5%	18.8%
ROIC	16.8%	17.3%	19.0%	20.7%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	35.8%	34.3%	32.2%	31.2%
流动比率	2.0	2.1	2.4	2.7
速动比率	1.8	1.8	2.1	2.3
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	1.0
应收账款周转天数	60	59	57	55
存货周转天数	46	41	43	43
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.67	0.69	0.78	0.89
每股经营现金流	0.84	0.97	1.04	1.12
每股净资产	4.01	4.15	4.39	4.63
<b>估值比率</b>				
P/E	15	15	13	11
P/B	3	2	2	2
EV/EBITDA	80	76	69	62

数据来源: 公司报告、华福证券研究所





## 分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

## 联系方式

### 华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn