

# 南王科技 (301355)

证券研究报告  
2025年01月17日

## 公司规模及客户优势逐步显现

### 聚焦纸包装主业，丰富产品品类

公司主营业务为纸制品包装的研发、生产和销售，主要产品为环保纸袋&食品包装。公司定位为集研发、生产、销售于一体的包装综合服务商，致力于为客户提供创意设计、方案策划、新技术应用、色彩管理及其他个性化需求一站式解决方案。公司结合下游消费领域对纸制品包装多样化功能的需求，通过持续研发努力，开发出具备良好防水、防油、抑菌等功能的产品，获得市场认可。公司营收从2020年上市前8.5亿增长至2023年年底11.5亿，CAGR10.6%。2024Q1-Q3归母净利润0.4亿，同减32.3%。

### 公司规模及客户资源优势逐步显现

公司通过多年的积累和发展，在纸制品包装市场中收入规模占据优势，特别是在环保纸袋细分领域，公司产品市场规模处于领先地位。公司目前拥有生产主要设备近400台，其中包括引进具有国际先进水平的德国卫星式柔印机、日本的自动化制袋流水线；国内行业先进的自动化印刷设备、自动纸杯机、吸管机、制袋设备，拥有检验和试验设备近100台（套）。

公司立足于服务下游各行业头部客户的业务战略，凭借优异的产品质量和服务能力，赢得了众多知名品牌客户的信赖，并与其建立了长期稳定的合作关系。目前，公司主要客户均为国内外知名消费及餐饮品牌，包括肯德基、麦当劳、星巴克、美团、华莱士、海底捞、蜜雪冰城、耐克、阿迪达斯、安踏、特步等。

### 纸包装行业需求有望逐步增长，集中度日益提升

近年来随着全球包装产业逐步向以中国为代表的发展中国家和地区转移，我国纸制品包装行业在全球纸包装产业中的地位日益突出，已成为全球重要的纸制品包装供应国家，出口规模不断扩大。

纸制品包装行业呈现稳健发展态势。最近几年，我国纸制品包装行业保持稳健发展态势，规模以上企业数量队伍不断壮大，行业收入规模和利润水平保持稳健。据中国包装联合会的统计数据显示，2022年，我国纸制品包装行业规模以上企业实现行业主营业务收入3045.47亿元，2014年至2022年的年均复合增长率约4.01%。

### 首次覆盖，给予“增持”评级

随着公司海外产能的不断扩张以及新产品开发业务的发展，我们看好公司未来的发展潜力，盈利能力有望逐步修复，预计公司24-26年归母净利润分别为0.51/0.78/0.9亿，EPS分别为0.26/0.40/0.46元人民币/股，给予2025年目标市值28-31亿。

**风险提示：**社会消费需求波动风险；原材料价格波动风险；产品毛利率波动风险；市场竞争风险；汇率波动风险。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,053.60	1,149.90	1,330.34	1,542.06	1,790.90
增长率(%)	(11.86)	9.14	15.69	15.92	16.14
EBITDA(百万元)	158.70	160.60	73.74	110.77	130.28
归属母公司净利润(百万元)	75.51	71.98	50.73	77.81	90.06
增长率(%)	(10.12)	(4.68)	(29.52)	53.36	15.75
EPS(元/股)	0.39	0.37	0.26	0.40	0.46
市盈率(P/E)	30.54	32.04	45.45	29.64	25.61
市净率(P/B)	3.18	1.52	1.49	1.45	1.41
市销率(P/S)	2.19	2.01	1.73	1.50	1.29
EV/EBITDA	0.00	14.04	20.88	14.42	12.35

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	轻工制造/包装印刷
6个月评级	增持（首次评级）
当前价格	11.82元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	195.10
流通A股股本(百万股)	100.26
A股总市值(百万元)	2,306.06
流通A股市值(百万元)	1,185.02
每股净资产(元)	7.87
资产负债率(%)	34.17
一年内最高/最低(元)	14.94/9.10

### 作者

孙海洋 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518070004  
sunhaiyang@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

## 内容目录

1. 聚焦包装核心主业，公司营收增长稳健.....	4
1.1. 聚焦包装核心主业，公司管理层经验丰富.....	4
1.2. 营收增长相对稳健，品类不断丰富.....	6
2. 公司规模及客户资源优势逐步显现.....	9
2.1. 纸包装市场中收入规模占据优势，客户资源带动公司成长.....	9
2.2. 注重技术研发和产品创新，构建严格质量管控体系.....	9
2.3. 生产设备领先优势可提高生产效率.....	10
2.4. 战略布局优势降低未来风险.....	10
3. 纸包装行业需求有望逐步增长，集中度日益提升.....	11
3.1. 纸包装是包装行业重要支柱，具备较多优点.....	11
3.2. 需求稳定增长，市场集中度逐步提升.....	13
4. 盈利预测与估值.....	14
5. 风险提示.....	15

## 图表目录

图 1：公司股权架构（2025 年 1 月 17 日）.....	6
图 2：公司营收 3 年平均复合增速达 10.6%.....	6
图 3：2020-2023 年公司归母净利润有所下滑.....	6
图 4：公司毛利率和归母净利率有所下滑.....	7
图 5：公司总费用率和管理费用率略有增长.....	7
图 6：环保纸袋&食品包装收入占比高，公司主营业务突出（亿元）.....	7
图 7：环保纸袋毛利率整体高于食品包装（%）.....	7
图 8：环保纸袋为公司传统优势产品.....	8
图 9：环保纸袋销售单价高于食品包装.....	8
图 10：公司内销份额不断扩大.....	8
图 11：2022 年内销占比最高的为华东和华南地区.....	8
图 12：公司产品销售以直销方式为主.....	9
图 13：经销模式毛利率高于直销.....	9
图 14：纸质品包装分类.....	11
图 15：2018 年至 2022 年，国内包装行业各细分领域占比变化趋势情况.....	12
图 16：2014-2022 年中国纸制品包装行业进出口规模及出口规模变化趋势.....	12
图 17：2014-2022 年中国纸包装行业收入规模增长趋势（单位：亿元）.....	13
表 1：公司主要产品环保纸袋.....	4
表 2：公司主要产品食品包装.....	5

表 3：收入及毛利拆分 .....	14
表 4：可比公司 PE 情况（均采用 wind 一致预期，截至 2025/1/17 收盘价） .....	15

## 1. 聚焦包装核心主业，公司营收增长稳健

### 1.1. 聚焦包装核心主业，公司管理层经验丰富

公司主营业务为纸制品包装的研发、生产和销售，主要产品为环保纸袋&食品包装。公司定位为集研发、生产、销售于一体的包装综合服务商，致力于为客户提供创意设计、方案策划、新技术应用、色彩管理及其他个性化需求一站式解决方案。公司经过多年的发展，目前形成了以纸制品包装业务为核心，可循环包装业务、各类型标签及热敏收银小票纸业务为辅的产业布局。包装业务作为公司的核心业务，主要产品包括纸制品环保纸袋、纸制品食品包装、无纺布背心袋、一次成型（覆膜）无纺布袋，保温无纺布袋及各类型标签、热敏收银小票纸、不干胶等产品。

环保纸袋主要应用于日用消费品和快速消费品的外带包装，包括服装、鞋帽、休闲食品、餐饮、商超及百货、药店等社会消费领域，主要终端用户包括特步、以纯、鸿星尔克、安踏、奥康、优衣库、耐克、阿迪达斯、无印良品、COACH（蔻驰）、UberEats（优步外卖）、美团、喜茶、美心、来伊份、海底捞、书亦烧仙草等国内外知名消费品牌。

表 1：公司主要产品环保纸袋

型号	外观	产品特点
方柄齿口袋		<ol style="list-style-type: none"> <li>1、袋口外观为锯齿形，使用折叠后的牛皮纸作为方柄；</li> <li>2、纸袋通过震动测试，最多可承重 15KG；</li> <li>3、根据客户要求配置手柄颜色，新颖美观；</li> <li>4、纸袋表面可根据客户需求增加一定防水、防油等功能。</li> </ol>
圆柄齿口袋		<ol style="list-style-type: none"> <li>1、袋口外观为锯齿形，使用扭结后的圆型纸绳作为手柄，不易勒手；</li> <li>2、纸袋通过震动测试，最多可承重 15KG；</li> <li>3、根据客户要求配置手柄颜色，新颖美观；</li> <li>4、纸袋表面可根据客户需求增加一定防水、防油等功能。</li> </ol>
内折 U 型袋		<ol style="list-style-type: none"> <li>1、袋口内折，外观平滑优美，袋面挺直无腰线，并可预防使用时割手的情况；</li> <li>2、纸袋通过震动测试，最多可承重 15KG；</li> <li>3、根据客户要求配置手柄，新颖美观；</li> <li>4、纸袋表面可根据客户需求增加一定防水、防油等功能。</li> </ol>
内折小 U 袋		<ol style="list-style-type: none"> <li>1、在袋口内折 10-20mm 的纸边，避免撕裂、割手，同时袋口平滑美观；</li> <li>2、缩小折口尺寸从而降低原纸消耗，优化生产成本。</li> <li>3、可选择有/无腰线及防水、防油等功能。</li> </ol>
精品袋		<ol style="list-style-type: none"> <li>1、主要用于高档、精品包装；</li> <li>2、根据客户需求定制，可选不同纸材（原浆、再生、涂布、挂面、单铜纸、双铜纸等）、不同手柄（PP 绳、绸缎、斜纹等）、不同尺寸，通过供烫金、UV、压纹、击凸等多种特色工艺以体现高档感。</li> </ol>

资料来源：招股书，天风证券研究所

食品包装主要为餐饮行业提供符合食品直接接触标准的纸质内包装，包括 QSR 餐厅、咖啡茶饮、烘焙、休闲食品、会议场所等，主要终端客户包括肯德基、麦当劳、星巴克、华莱士、蜜雪冰城、九阳豆业、巴比食品、头号粥铺、永和大王等国内外知名餐饮品牌。

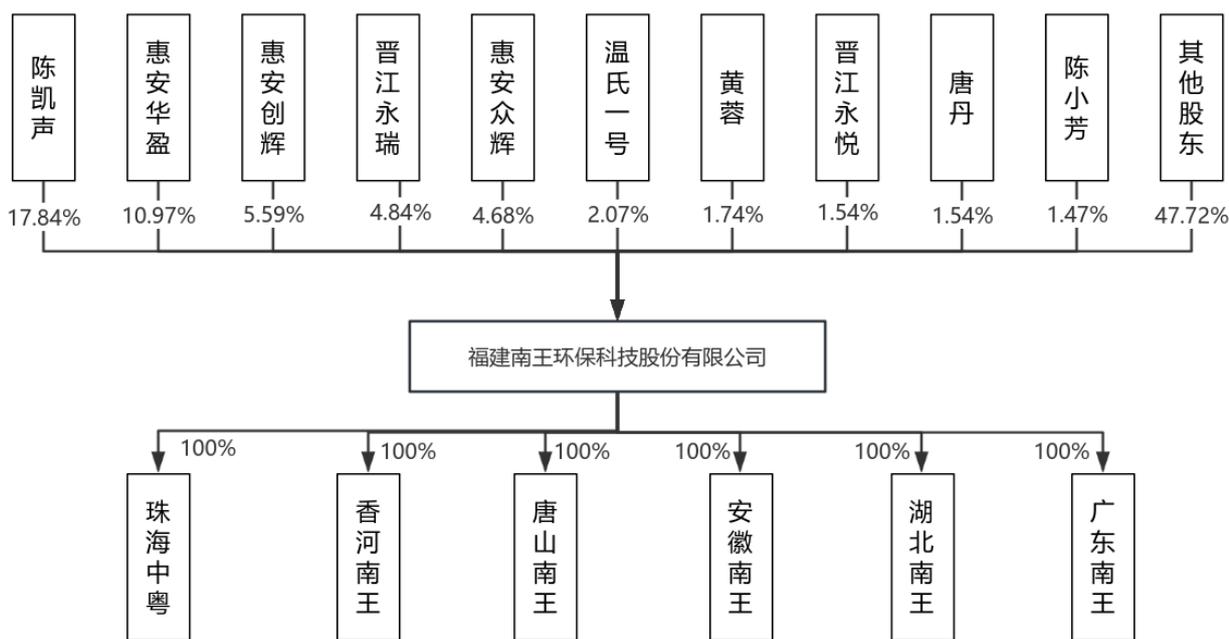
表 2：公司主要产品食品包装

型号	外观	产品特点
尖底袋		<ol style="list-style-type: none"> <li>1、梯形开口设计，与塑料包装相比更方便打开包装，手感更佳，环保、卫生；</li> <li>2、可选防油纸张，一定程度上防止油脂渗透，可用于盛放温热的油炸食物；</li> <li>3、袋身可开窗，表层使用高清透明膜，方便直观展示产品。可封口。</li> </ol>
方底袋		<ol style="list-style-type: none"> <li>1、方形袋底，容积大；</li> <li>2、可站立或直放；</li> <li>3、可选防油纸张，一定程度上防止油脂渗透；</li> <li>4、袋身可开窗，表层使用高清透明膜，方便直观展示产品。</li> </ol>
餐盘纸/包纸		<ol style="list-style-type: none"> <li>1、餐盘纸可防止食物污染、便于餐后清洁，并具备一定的广告效应；</li> <li>2、包纸用于包裹食物，可以采用涂蜡或者淋膜 PE 达到防油要求。</li> </ol>
纸盒		<ol style="list-style-type: none"> <li>1、款式多样，包括汉堡盒、薯条盒、蛋挞盒、鸡米花盒、鸡块盒等，满足不同食品包装需求；</li> <li>2、外形精简美观，使用方便、卫生；</li> <li>3、耐高温，可具备良好的防水、防油性能。</li> </ol>
纸桶		<ol style="list-style-type: none"> <li>1、耐高温，具有良好的防水、防油性能；</li> <li>2、可内置隔档，分类置放食物。</li> </ol>
纸杯		<ol style="list-style-type: none"> <li>1、款式、尺寸多样化，有单层冷杯、单层热杯、双层中空杯、瓦楞杯、压纹杯等；</li> <li>2、使用 PE 淋膜纸，耐高温，有效防止液体渗透；</li> <li>3、具备一定的隔热功能，防烫、防冷性能良好。</li> </ol>
纸碗		<ol style="list-style-type: none"> <li>1、耐高温，具有良好的防水、防油性能；</li> <li>2、可盛放高温液体食物。</li> </ol>
纸吸管		<ol style="list-style-type: none"> <li>1、替代传统塑料吸管，绿色环保，可回收，易降解；</li> <li>2、可平口、斜口。</li> </ol>

资料来源：招股书，天风证券研究所

**公司股权集中，管理层经验丰富。**截至 2025 年 1 月 17 日，陈凯声直接持股比例为 17.84%，并作为惠安众辉和晋江永瑞的执行事务合伙人，间接控制公司股份，为公司控股股东、实际控制人。除控股股东、实际控制人陈凯声外，其他持有公司 5%以上股份的股东包括惠安华盈、惠安创辉，三大股东合计持有公司 34%的股权。管理层具备过硬的专业技术和管理经验，公司董事具有化工、食品以及印刷包装等多个行业的工作经验，公司董事长曾分别就职于成都元祖食品有限公司、上海紫丹印务有限公司、德百（上海）包装贸易有限公司等多家知名企业，具备丰富的销售管理经验。

图 1：公司股权架构（2025 年 1 月 17 日）



资料来源：wind，天风证券研究所

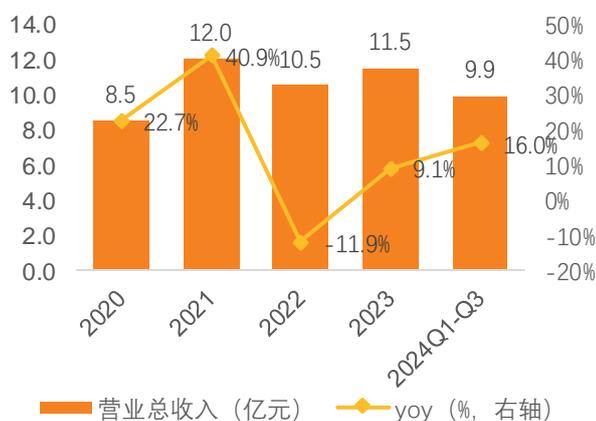
## 1.2. 营收增长相对稳健，品类不断丰富

公司正处于发展扩张周期，营收增长稳健。公司结合下游消费领域对纸制品包装多样化功能的需求，通过持续研发努力，开发出具备良好防水、防油、抑菌等功能的产品，获得市场认可。

公司营收从 2020 年上市前的 8.5 亿增长至 2023 年年底 11.5 亿，三年平均复合增速达 10.6%；其中 2021 年营收增长 40.9%，主要是由于下游市场消费需求回暖，以及公司持续大力开拓市场，产品质量和服务能力获得客户高度认可，市场份额不断扩大。2022 年营收较 2021 年有所减少，主要是 2022 年受下游消费需求波动影响，导致销售收入有所减少。

2023 年以来公司营收重回中高速增长轨道，2024 年前三季度公司营收 9.9 亿元，同比增长 16%。归母净利润方面，2020-2023 年公司归母净利润有所下滑，2024 年 Q1-Q3 归母净利润 0.4 亿，同减 32.3%。

图 2：公司营收 3 年平均复合增速达 10.6%



资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：2020-2023 年公司归母净利润有所下滑



资料来源：wind，天风证券研究所

**不断丰富包装业务品类, 毛利率和净利率稳中有降。**2020年起公司将“运输装卸费用”调整至主营业务成本, 2020-2023年公司毛利率从20.8%减少至17.8%, 2024年前三季度进一步减少至15.5%。2020年受下游消费需求波动以及客户价格变动等因素影响, 公司主营业务毛利率有所减少。2021年公司主营业务毛利率较2020年减少主要是由于2021年原纸价格上涨以及人工成本增加。

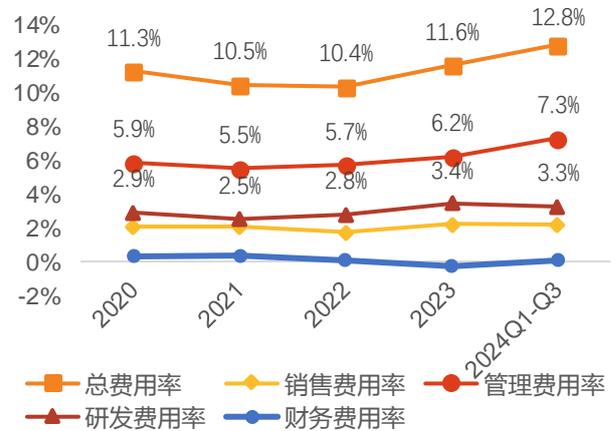
2022年公司主营业务毛利率减少主要系受到2022年原纸价格上涨以及下游消费需求波动影响。2023年公司扩大包装业务布局, 除环保纸袋&食品包装等主营业务外的其他产品毛利率为负, 拉低整体毛利率水平。费用率看, 公司费用率整体保持平稳, 2024年以来略有增长, 主要系管理费用增长所致, 2024年新增控股子公司管理费用以及母公司折旧与摊销、咨询服务费、职工薪酬增加。受毛利率减少以及费用率短期增长影响, 公司归母净利率有所减少, 从2020年7.8%减少至2023年的6.3%。

图 4: 公司毛利率和归母净利率有所下滑



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 5: 公司总费用率和管理费用率略有增长



资料来源: wind, 天风证券研究所

**分产品看, 公司主营业务收入占当期营收的比重均在 97%以上, 公司主营业务突出。**公司主营业务包括环保纸袋、食品包装以及其他产品, 公司其他业务收入主要为边角废料的销售收入, 占公司营收的比重较低, 对公司经营成果的影响较小。

**毛利率看, 环保纸袋毛利率整体高于食品包装。**环保纸袋下游客户集中程度相对较低, 公司为国内环保纸袋领域处于领先地位的生产企业, 在环保纸袋市场具备较强的竞争力, 具备较高的品牌知名度, 与其他生产厂商相比竞争优势明显, 公司议价能力相对较高。

图 6: 环保纸袋&食品包装收入占比高, 公司主营业务突出 (亿元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 7: 环保纸袋毛利率整体高于食品包装 (%)



资料来源: wind, 天风证券研究所

**纸袋包装产品销量不断增加, 环保纸袋的销售单价较食品包装销售单价更高。**2022年受下游消费需求波动影响, 导致环保纸袋和食品包装销售收入有所减少。2023年景气度恢复, 公司纸制品包装销售量达743074.40万个, 同增18.86%, 产能逐步释放, 生产量同增20.52%。

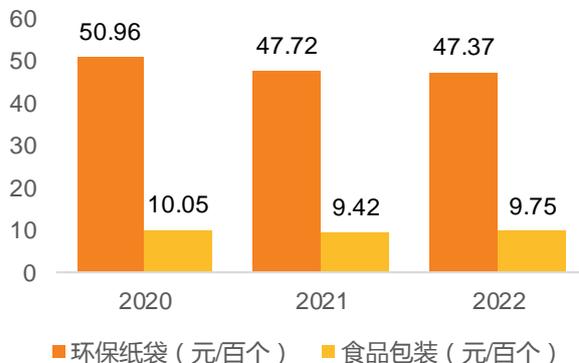
环保纸袋和食品包装的销售单价均有所降低，主要是与产品结构相关，规格较小、单价较低的产品销售占比增多。其中环保纸袋的销售单价较食品包装销售单价更高，环保纸袋作为公司的传统优势产品，凭借良好的质量优势、产品良率和交货周期，获得客户的高度认可。

图 8：环保纸袋为公司传统优势产品



资料来源：招股书，天风证券研究所

图 9：环保纸袋销售单价高于食品包装



资料来源：招股书，天风证券研究所

分地区看，公司产品以内销为主，公司主营业务收入主要来源于华东和华南地区。公司产品以内销为主，公司主营业务收入主要来源于国内市场，销售区域以华东地区和华南地区为主。

2020-2024 年 H1 公司内销合计销售收入占比不断增长，2023 年超过 80%。2022 年内销占比最高的为华东和华南地区，主要原因是华东地区和华南地区经济发展程度较高，消费需求旺盛，公司主要客户均集中在华东地区和华南地区。

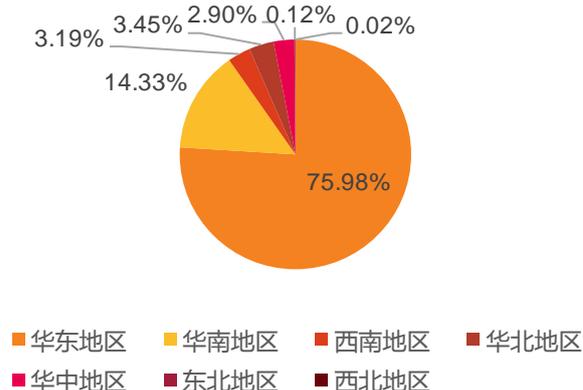
公司立足于跟随主要客户全国布局的营销策略，并同时积极开拓需求快速增长区域市场，进一步完善在全国重点消费区域的战略布局。

图 10：公司内销份额不断扩大



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 11：2022 年内销占比最高的为华东和华南地区



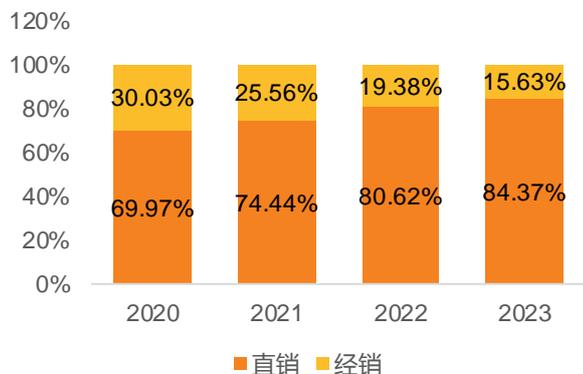
资料来源：公司公告，天风证券研究所

分销售模式看，公司产品销售以直销方式为主。产品销售采取以直销方式为主，经销方式为辅的模式，对于国内销售，公司主要采取直销模式，而对于境外销售，公司主要采取经销模式，可充分利用境外经销商的销售网络和配送体系，扩大产品销售。毛利率看，经销模式的毛利率高于直销模式的毛利率，主要原因是：

(1) 经销模式以外销为主，外销产品的毛利率较高。外销的毛利率高于内销的毛利率，主要是由于公司产品在境外市场具备成本优势，同时，国内能够参与境外市场竞争的厂商较少，公司凭借突出的产品质量进入境外市场，获取了相对较高的毛利率。

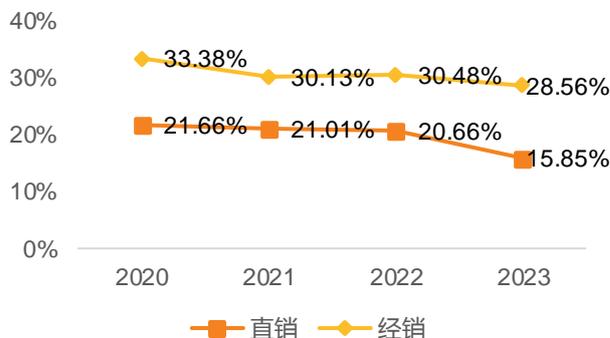
(2) 直销模式下食品包装占比较高, 根据招股书披露, 公司 2020-2022 年直销模式中食品包装占比分别为 61.34%、59.33%以及 58.24%, 经销模式中食品包装占比分别为 3.20%、3.22%以及 8.09%, 食品包装相对于环保纸袋毛利率较低, 导致直销模式毛利率较低。

图 12: 公司产品销售以直销方式为主



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 13: 经销模式毛利率高于直销



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

## 2. 公司规模及客户资源优势逐步显现

### 2.1. 纸包装市场中收入规模占据优势, 客户资源带动公司成长

公司通过多年的积累和发展, 在纸制品包装市场中收入规模占据优势, 特别是在环保纸袋细分领域, 公司产品市场规模处于领先地位。公司目前拥有生产主要设备近 400 台, 其中包括引进具有国际先进水平的德国卫星式柔印机、日本的自动化制袋流水线; 国内行业先进的自动化印刷设备、自动纸杯机、吸管机、制袋设备, 拥有检验和试验设备近 100 台(套)。

公司具备的规模优势一方面可以提高生产效率降低生产成本, 另一方面在面对客户及供应商时具备一定的议价能力。规模优势除加深上下游供应商及客户对公司的业务合作粘度外, 还可以在合作研发等其他方面开展相应交流。不断增加的规模优势还可以吸引市场潜在客户及合作方, 从而进一步巩固公司的规模优势。

公司立足于服务下游各行业头部客户的业务战略, 凭借优异的产品质量和服务能力, 赢得了众多知名品牌客户的信赖, 并与其建立了长期稳定的合作关系。目前, 公司主要客户均为国内外知名消费及餐饮品牌, 包括肯德基、麦当劳、星巴克、美团、华莱士、海底捞、蜜雪冰城、耐克、阿迪达斯、安踏、特步等。公司优质的产品和服务赢得客户高度评价, 荣获肯德基“2019 年度百胜中国质量奖”、“百胜中国 2024 年度质量先锋奖”、麦当劳“2020 年度 AA 供应商质量奖”、“HAVI 保障供应奖”、“HAVI 卓越质量奖”、“HAVI 开发创新公司奖”、“2022 年麦当劳单 A 质量大奖”、喜茶“HEYTEA2020 年度优秀供应商”、“HEYTEA2023 年度核心供应商”、美团“优秀供应商卓越伙伴关系奖”、来伊份“2020 年优秀辅料供应商奖”、UR“2022 年度优秀供应商”、鸿星尔克“2023 年优秀供应商奖”以及海底捞“2021 年度最佳诚信供应商”、“2022 年度最佳产品供应商”。

优质客户一方面在很大程度上带动公司业务快速发展, 另一方面公司能借助优质客户的影响拓展业务规模, 吸引潜在客户, 逐步扩大和强化公司的品牌影响力。

### 2.2. 注重技术研发和产品创新, 构建严格质量管控体系

公司设立了研发中心, 建立了较完善的研发体系, 采用自主研发和合作研发结合的研发模式, 与陕西科技大学、北京印刷学院、袋王机械(上海)有限公司等院校和设备供应商建立合作研发关系, 与北京米格实验室建立合作交流关系, 并成立米格实验室企业服务站, 提升和加强产品检测方面的资源和能力。

以市场需求为导向，积极跟踪国内外纸制品包装领域的最新技术发展状况，开展新技术、新工艺的前瞻性预研，研发符合市场需求和公司发展战略的新领域产品及新技术，保障公司在行业中的技术优势。

由于食品包装直接接触食品，客户对食品包装的质量管控要求非常高，尤其是食品安全，客户更是极为重视，因此对供应商的软硬件方面提出了更高的要求，例如，麦当劳和星巴克对其供应商额外提出了通过 BRC 认证的要求。在环保纸袋领域，下游优质客户同样重视产品质量，例如，终端客户优衣库对产品“零缺陷”的质量要求更是对其供应商提出了最严格的质量管控要求。

公司非常重视质量管理，构建了严格的质量管控体系，在各重要的生产工序均配备先进的检测设备及技术人员，并在行业技术标准的基础上建立了更加严格的技术标准以及质量管理体系和流程，对产品质量进行全程控制。

目前公司的实验室检测能力在行业中处于领先地位。公司还建立了产品质量追溯系统，通过对每一批次产品赋予唯一的追溯号码，可以对每一批次产品的供应商、原材料、生产、仓储、销售及市场反馈等环节进行数据采集跟踪，并且在 2 小时内可完成产品追溯，快速响应客户所反馈的问题，确保产品品质达到客户需求。

此外，公司构建了完善、有效的质量管理体系，其质量控制体系贯穿产品研发、供应链管理、原材料检验、生产管理、客户销售以及产品售后服务等整个生产经营过程，为产品的质量提供了强有力的保证，确保交到客户手上的每一件产品都是高质量、高标准。公司在质量管理方面积累的软硬件优势，构筑了潜在竞争者竞争优质客户的壁垒。

### 2.3. 生产设备领先优势可提高生产效率

**(1) 生产设备领先优势。**公司在设备选型上更加注重高精度、高稳定性、高效率以及高自动化的原则，通过引进足够数量的先进生产设备，保证了产品的高精度、高质量、高合格率以及低成本。先进的生产设备提高服务头部客户的门槛，减少竞争者。

**(2) 产品种类齐全优势。**在环保纸袋领域，公司可生产多种规格、不同手柄以及形状的环保纸袋产品；在食品包装领域，公司产品涵盖了餐厅用食品级纸包装的绝大多数种类，成为“一站式”供应商。

**(3) 产品标准化优势。**鉴于印刷产品生产成本与生产批量、标准化（规格、材料等）程度高度相关的特点，公司积极引导客户接受公司的产品标准，凭借生产方面的标准化和规模化优势，有效降低了生产成本，即使以略低于竞争对手的价格获得订单，也能够保证公司的合理利润，巩固了公司的市场竞争优势。

### 2.4. 战略布局优势降低未来风险

国内区域，公司在重点消费区域进行战略布局，贴近终端优质客户设置子公司，在降低了运输成本的同时，提高了对客户需求的响应速度进而提升服务客户的品质。公司在国内多点布局布置产能降低了核心客户所关注的供应链风险。

国外区域，公司在马来西亚、加拿大和印度尼西亚均设立了子公司，方便直接开展境外业务，同时可规避贸易壁垒。

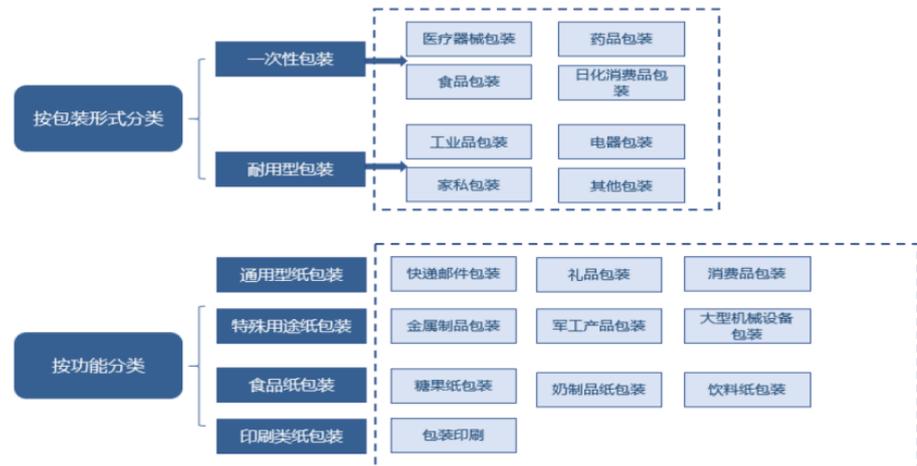
公司目前在海外设立 3 家控股子公司，其中一家控股子公司位于加拿大，两家控股子公司位于印度尼西亚，经营范围均为生产、销售环保纸袋等，计划 2025 年投产。对外投资设立海外子公司符合公司发展战略，有利于公司未来拓展国际业务，提高综合竞争能力，促进公司长期持续发展。

### 3. 纸包装行业需求有望逐步增长，集中度日益提升

#### 3.1. 纸包装是包装行业重要支柱，具备较多优点

纸制品包装按包装形式主要分为一次性包装和耐用型包装，按照功能分类主要分为通用型纸包装、特殊用途纸包装、食品纸包装以及印刷类纸包装。

图 14：纸质品包装分类



资料来源：招股书，天风证券研究所

纸制品包装具有绿色环保、易于造型和装饰及功能性特征增多等优势。

①**绿色环保**。纸作为环境友好型材料具备良好的可再生性和可降解性，国家“限塑令”政策下，塑料包装应用将受到限制，纸制品包装由于其绿色环保特性成为塑料包装的重要替代，发展空间十分广阔。

②**易于造型和装饰**。纸质材料可根据不同的商品，设计出各式各样的箱型、盒型、袋型等，同时，纸质材料有良好的印刷性能，印刷品字迹清晰，图案鲜明、牢固、精美，可很好地发挥包装的展示和促销功能。

③**轻量化趋势**。受益于造纸技术的进步，原纸的力学、机械性能不断优化，能够以更少的用纸量实现相同或者更优的产品功能。

④**功能性特征逐渐增多**。原纸易与其他材料（淋膜、涂层）结合，可提升纸制品包装的防渗、防水、防油等功能。原纸易于加工，通过进行合理的结构设计，可以提升纸制品包装的力学性能，如承重、抗拉等，从而扩大纸包装的使用范围。

纸制品包装是国内包装行业重要支柱。

2022 年纸制品包装行业（即纸和纸板容器行业）规模以上企业主营业务收入 3045.47 亿，占包装行业规模以上企业总收 24.77%。2021 年，纸制品包装行业（即纸和纸板容器行业）规模以上企业主营业务收入 3192.03 亿，占包装行业规模以上企业总收入 26.51%。2020 年纸制品包装行业（即纸和纸板容器行业）规模以上企业营收 2884.74 亿，占包装行业规模以上企业总收入 28.66%。

图 15：2018 年至 2022 年，国内包装行业各细分领域占比变化趋势情况

细分领域	2022 年	2021 年	2020 年	2019 年	2018 年
纸和纸板容器	24.77%	26.51%	28.66%	28.88%	30.08%
塑料薄膜制造	31.09%	29.19%	27.37%	26.96%	25.02%
塑料包装箱及容器制造	14.73%	15.43%	15.74%	15.87%	16.19%
金属包装容器制造	12.21%	11.50%	10.76%	11.64%	11.48%
玻璃包装容器制造	6.22%	5.90%	8.05%	6.49%	6.64%
软木制品及其他木制品制造	3.54%	3.59%	5.73%	6.08%	5.81%
塑料加工专用设备制造	7.44%	7.89%	3.68%	4.08%	4.78%

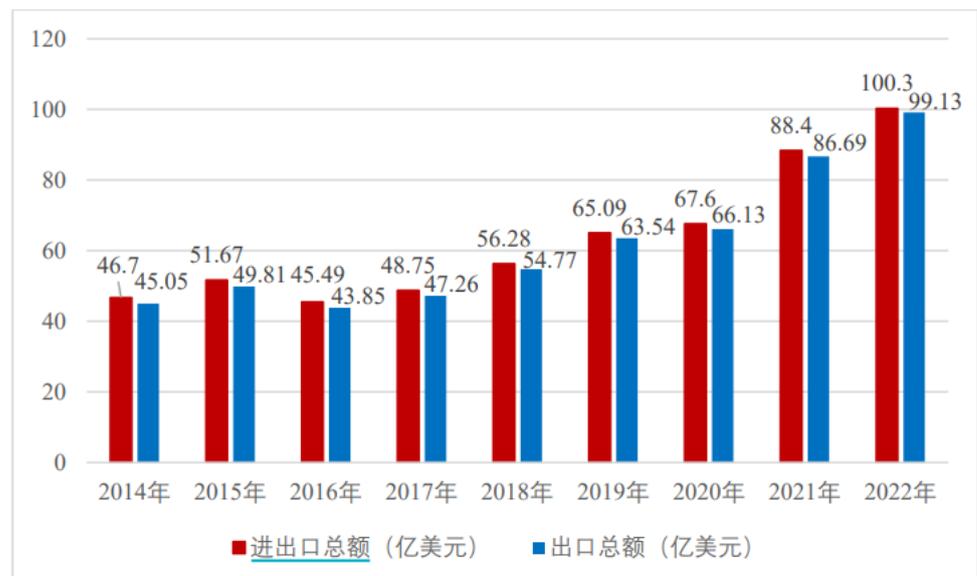
资料来源：中国包装联合会，招股书，天风证券研究所

### 我国纸制品包装行业国际地位突出。

近年来随着全球包装产业逐步向以中国为代表的发展中国家和地区转移，我国纸制品包装行业在全球纸包装产业中的地位日益突出，已成为全球重要的纸制品包装供应国家，出口规模不断扩大。

根据中国包装联合会的统计数据，2018 年我国纸制品包装行业进出口总额为 56.28 亿美元，同比增长 15.45%，其中出口额 54.77 亿美元，同比增长 15.89%；2019 年我国纸制品包装行业进出口总额为 65.09 亿美元，其中出口额 63.54 亿美元，同比增长 16.01%。2020 年我国纸制品包装行业进出口总额 67.60 亿美元，其中出口额 66.13 亿美元，同比增长 4.08%。2021 年我国纸制品包装行业进出口总额为 88.4 亿美元，其中出口额为 86.69 亿美元，同比增长 31.09%。2022 年我国纸制品包装行业进出口总额 100.3 亿美元，其中出口额 99.13 亿美元，同比增长 14.35%。

图 16：2014-2022 年中国纸制品包装行业进出口规模及出口规模变化趋势



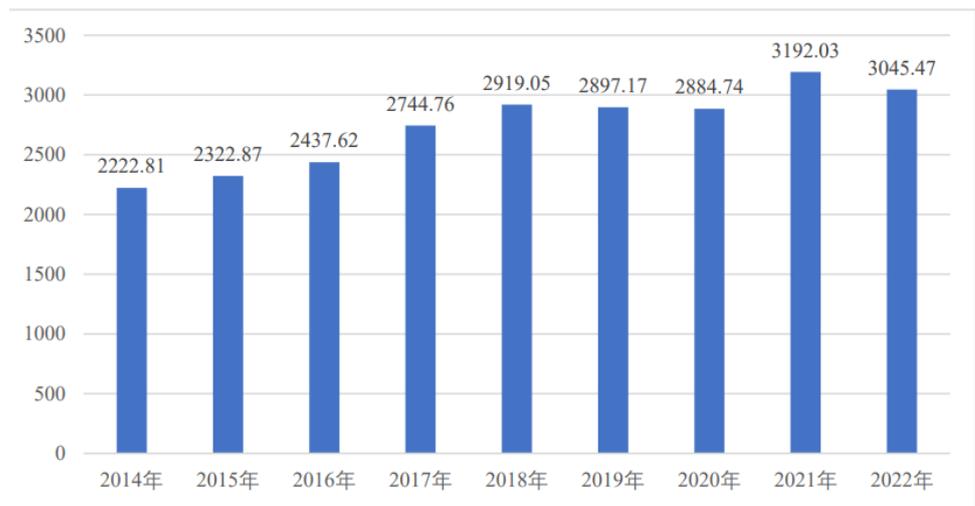
资料来源：中国包装联合会，招股书，天风证券研究所

### 3.2. 需求稳定增长，市场集中度逐步提升

**纸制品包装行业呈现稳健发展态势。**最近几年，我国纸制品包装行业保持稳健发展态势，规模以上企业数量队伍不断壮大，行业收入规模和利润水平保持稳健。据中国包装联合会的统计数据显示，2022年，我国纸制品包装行业规模以上企业实现行业主营业务收入3,045.47亿元，同比减少4.81%；2014年至2022年的年均复合增长率约4.01%。

近年来，随着全球包装产业逐步向以中国为代表的发展中国家和地区转移，我国纸制品包装行业在全球纸包装产业中的地位日益突出，已成为全球重要的纸制品包装供应国家。据中国包装联合会的统计数据统计，2023年我国纸制品包装行业进出口总额为85.94亿美元，其中出口额为84.70亿美元。随着人民消费水平的提高，人们对生活质量的要求也会相应的提升，包装纸行业及下游纸制品消费行业的市场规模有望进一步扩大。

图 17：2014-2022 年中国纸包装行业收入规模增长趋势（单位：亿元）



资料来源：招股书，天风证券研究所

#### “替塑”大背景下，环保纸袋需求保持稳定增长。

环保纸袋已成为现代生活中必不可少的产品，具有绿色环保、外观精美、档次高端等特点，近年来环保纸袋的市场需求稳步增长，越来越多的商场、超市、零售店、药店等消费领域开始广泛使用纸袋。据市场研调机构 Zion Market Research 发布的报告显示，2018年全球纸袋市场价值为47亿美元，预计到2025年将达到63.5亿美元，2019年至2025年的复合年增长率4.4%。

国家发展改革委、生态环境部2020年1月19日发布《关于进一步加强塑料污染治理的意见》明确提出“推广应用替代产品。在商场、超市、药店、书店等场所，推广使用环保布袋、纸袋等非塑制品和可降解购物袋，鼓励设置自助式、智慧化投放装置，方便群众生活。推广使用生鲜产品可降解包装膜（袋）。”随着国内环保政策的深入执行和社会环保意识的增强，将会加快“替塑”进程。未来几年国内环保纸袋行业市场规模有望稳步发展。

#### 纸制品包装行业发展趋势明确。

##### （1）绿色环保化、替塑化

绿色环保包装是一种高新技术形态的包装，从原料到包装的设计、生产，再到包装的使用、回收，每一个环节都要求节源、高效、环保、无害。绿色环保包装得到国际社会广泛关注，其研究要从开发、设计、生产、使用、回收、废弃等全过程考虑，同时随着国家环保政策及“限塑”、“替塑”政策的日趋严格，积极研发绿色环保型包装和替塑包装正成为行业的重要发展趋势。未来纸制品包装行业整体向着减量化、再利用、可回收、可降解、去塑化和替塑化的方向发展。

## (2) 生产自动化、智能化

技术水平的进步使得印刷包装生产的自动化、智能化应用逐步成为现实。数字化印刷、一体化包装印刷技术、自动化检验技术等先进技术正逐步应用于行业产品生产和质量管理的各环节中，进一步提高了生产效率，缩短了生产周期，节约了人力成本。性能差、效益低、能耗高的传统设备将逐步被替代，而自动化与智能化技术、一体化包装印刷技术以及数字印刷的应用将会成为印刷包装行业技术的未来发展方向。

## (3) 多功能包装兴起

随着新材料、新工艺科学的持续突破，纸制品包装已经具备防水、防油、透气等多种功能。下游消费领域对于纸制品包装多样化功能要求的不断提高带动了纸制品包装在耐油、耐水、保温、杀菌等功能方面将持续突破。行业内领先的企业在上述功能方面开展研发应用才能适应行业发展趋势，进一步强化领先地位。

## (4) 市场集中度提升

2020年，我国纸制品包装行业内前五大生产商销售收入合计占行业规模以上企业收入总额比例为13.01%，相比2016年前五大生产商的相应比例5.40%，市场集中度进一步提升。受下游消费行业品牌化及集中度提升影响，具备客户资源优势的纸制品包装生产商能够抓住本行业市场集中度提升带来的业务增长机遇。

## 4. 盈利预测与估值

我们预计公司24-26收入分别为13.3亿以及15.4亿和17.9亿，其中环保纸袋收入分别为7.5亿、9亿以及11亿元，食品包装收入分别5.6亿、6.1亿以及6.7亿元。

我们预计公司24-26年毛利率分别为15%、17%、17%。其中环保纸袋毛利率分别为15%、18%、18%，食品包装毛利率分别为16%、16%、16%。

随着公司海外产能的不断扩张以及新产品开发业务的发展，我们看好公司未来的发展潜力，盈利能力有望逐步修复，预计公司24-26年归母净利润分别为0.51/0.78/0.9亿，EPS分别为0.26/0.40/0.46元人民币/股。

表 3：收入及毛利拆分

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业总收入(亿元)</b>	10.54	11.50	13.30	15.42	17.91
yoy		9.11%	15.69%	15.92%	16.14%
毛利率(%)	18.11%	17.80%	15.36%	17.25%	16.91%
<b>环保纸袋(亿元)</b>	5.31	6.23	7.48	8.97	10.77
yoy		17.33%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率(%)	19.30%	19.80%	15.15%	18.08%	17.68%
<b>食品包装(亿元)</b>	5.00	5.06	5.57	6.12	6.73
yoy		1.20%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率(%)	17.60%	15.80%	15.75%	16.38%	15.98%
<b>其他(亿元)</b>	0.23	0.21	0.26	0.33	0.41
毛利率(%)		8.80%	12.90%	10.85%	11.88%

资料来源：wind，天风证券研究所

我们选取包装行业可比公司上海艾录以及宝钢包装进行相对估值，根据wind一致预期，并考虑到目前公司市值较小及业绩体量较小，公司基本流动性价值等因素，我们给予公司36-40倍PE，对应2025年目标市值28-31亿元，首次覆盖给予“增持”评级。

表 4：可比公司 PE 情况（均采用 wind 一致预期，截至 2025/1/17 收盘价）

	2024E	2025E	2026E
上海艾录	48.77	36.14	25.54
宝钢包装	31.52	26.62	22.27
平均值	40.15	31.38	23.91

资料来源：wind，天风证券研究所

## 5. 风险提示

**社会消费需求波动风险。**公司主要产品环保纸袋和食品包装主要应用于服装、餐饮、商超百货、休闲食品等社会消费领域，社会消费需求的波动对公司产品需求具有重要影响。2020 年以来，社会消费需求发生波动，导致公司下游市场需求存在一定不确定性，进而可能会对公司经营业绩造成不利影响。

**原材料价格波动风险。**本公司生产所用主要原材料为原纸，占生产成本的比例较高。如果原纸价格出现重大不利变化，会对本公司经营业绩产生一定影响。

**产品毛利率波动风险。**在原材料价格波动等情况下，公司毛利率水平或将随之波动。如果原材料价格大幅上涨，而公司未能及时向下游客户传导，亦或公司所处行业市场竞争更加激烈、下游市场需求等外部环境发生重大不利变化，而公司未能保持较好的研发创新能力、客户服务能力等，公司将面临毛利率减少的风险。

**市场竞争风险。**纸制品包装行业经过多年的发展，已经形成了以优势企业为主导的市场竞争格局，市场竞争较为激烈。若公司竞争对手采取较为激进的价格竞争策略，或通过加强产品研发、改进生产技术等提升产品质量和综合服务能力，而公司未能同步跟进或相应提高产品质量和服务能力满足客户需求，或者下游客户出于优化供应链需要，增加新供应商或者对现有供应商的份额进行调整，公司将面临市场份额和盈利能力减少的风险。

**汇率波动风险。**公司有部分产品出口销售，主要以美元进行结算。如果汇率发生较大波动，将会对公司经营业绩产生一定影响。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	87.78	399.61	1,611.14	1,350.52	1,163.87	营业收入	1,053.60	1,149.90	1,330.34	1,542.06	1,790.90
应收票据及应收账款	166.80	170.65	187.32	165.39	244.23	营业成本	862.75	944.83	1,126.04	1,275.99	1,488.13
预付账款	16.81	9.61	27.16	13.71	32.25	营业税金及附加	4.30	4.71	5.32	6.17	7.16
存货	207.20	229.93	253.58	323.45	322.34	销售费用	18.31	25.65	30.60	35.47	41.19
其他	7.15	119.34	46.67	59.24	77.34	管理费用	60.27	71.69	86.47	84.81	89.54
<b>流动资产合计</b>	<b>485.74</b>	<b>929.15</b>	<b>2,125.87</b>	<b>1,912.31</b>	<b>1,840.03</b>	研发费用	29.44	39.48	39.91	61.68	71.64
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	1.01	(3.28)	0.63	(0.54)	(1.06)
固定资产	306.04	365.20	439.60	503.79	548.87	资产/信用减值损失	(6.53)	(5.03)	(3.00)	(2.00)	(1.00)
在建工程	136.56	176.04	141.63	132.98	109.79	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	46.39	71.07	69.40	67.73	66.06	投资净收益	0.00	7.06	7.06	4.71	6.27
其他	124.41	645.37	297.02	348.83	424.32	其他	5.86	(11.43)	(14.12)	(9.41)	(12.55)
<b>非流动资产合计</b>	<b>613.39</b>	<b>1,257.68</b>	<b>947.64</b>	<b>1,053.33</b>	<b>1,149.04</b>	<b>营业利润</b>	<b>78.18</b>	<b>76.21</b>	<b>51.42</b>	<b>85.19</b>	<b>101.56</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,099.13</b>	<b>2,186.83</b>	<b>3,073.51</b>	<b>2,965.64</b>	<b>2,989.07</b>	营业外收入	0.21	4.09	6.00	7.00	5.00
短期借款	68.04	303.72	450.00	400.00	400.00	营业外支出	0.72	0.52	1.05	0.76	0.78
应付票据及应付账款	165.90	210.74	260.59	275.44	338.31	<b>利润总额</b>	<b>77.67</b>	<b>79.79</b>	<b>56.37</b>	<b>91.43</b>	<b>105.79</b>
其他	58.00	68.95	78.07	68.77	84.28	所得税	2.16	8.06	5.64	13.71	15.87
<b>流动负债合计</b>	<b>291.94</b>	<b>583.40</b>	<b>788.66</b>	<b>744.21</b>	<b>822.59</b>	<b>净利润</b>	<b>75.51</b>	<b>71.73</b>	<b>50.73</b>	<b>77.72</b>	<b>89.92</b>
长期借款	0.00	0.00	650.00	550.00	450.00	少数股东损益	0.00	(0.25)	0.00	(0.09)	(0.14)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>75.51</b>	<b>71.98</b>	<b>50.73</b>	<b>77.81</b>	<b>90.06</b>
其他	82.59	81.29	85.29	83.05	83.21	每股收益(元)	0.39	0.37	0.26	0.40	0.46
<b>非流动负债合计</b>	<b>82.59</b>	<b>81.29</b>	<b>735.29</b>	<b>633.05</b>	<b>533.21</b>						
<b>负债合计</b>	<b>374.53</b>	<b>664.69</b>	<b>1,523.95</b>	<b>1,377.26</b>	<b>1,355.80</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
少数股东权益	0.00	1.25	1.25	1.16	1.02	<b>成长能力</b>					
股本	146.32	195.10	195.10	195.10	195.10	营业收入	-11.86%	9.14%	15.69%	15.92%	16.14%
资本公积	233.19	958.22	958.22	958.22	958.22	营业利润	-17.53%	-2.51%	-32.53%	65.68%	19.22%
留存收益	579.01	1,327.85	1,353.21	1,392.12	1,437.15	归属于母公司净利润	-10.12%	-4.68%	-29.52%	53.36%	15.75%
其他	(233.91)	(960.28)	(958.22)	(958.22)	(958.22)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>724.60</b>	<b>1,522.13</b>	<b>1,549.56</b>	<b>1,588.38</b>	<b>1,633.27</b>	毛利率	18.11%	17.83%	15.36%	17.25%	16.91%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,099.13</b>	<b>2,186.83</b>	<b>3,073.51</b>	<b>2,965.64</b>	<b>2,989.07</b>	净利率	7.17%	6.26%	3.81%	5.05%	5.03%
						ROE	10.42%	4.73%	3.28%	4.90%	5.52%
						ROIC	16.88%	10.59%	5.71%	9.20%	9.72%
						<b>偿债能力</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	资产负债率	34.08%	30.40%	49.58%	46.44%	45.36%
净利润	75.51	71.73	50.73	77.81	90.06	净负债率	-1.15%	-5.52%	-32.13%	-24.45%	-18.45%
折旧摊销	47.68	49.55	21.69	26.12	29.78	流动比率	1.66	1.59	2.70	2.57	2.24
财务费用	2.49	3.49	0.63	(0.54)	(1.06)	速动比率	0.95	1.20	2.37	2.13	1.85
投资损失	0.00	(7.06)	(7.06)	(4.71)	(6.27)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(62.37)	(543.44)	424.71	(94.45)	(111.59)	应收账款周转率	6.89	6.82	7.43	8.74	8.74
其它	33.69	642.31	0.00	(0.09)	(0.14)	存货周转率	5.26	5.26	5.50	5.34	5.55
<b>经营活动现金流</b>	<b>97.01</b>	<b>216.57</b>	<b>490.71</b>	<b>4.14</b>	<b>0.78</b>	总资产周转率	0.97	0.70	0.51	0.51	0.60
资本支出	100.68	170.12	56.00	82.23	49.84	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.39	0.37	0.26	0.40	0.46
其他	(219.61)	(961.29)	(108.95)	(157.53)	(93.57)	每股经营现金流	0.50	1.11	2.52	0.02	0.00
<b>投资活动现金流</b>	<b>(118.93)</b>	<b>(791.17)</b>	<b>(52.94)</b>	<b>(75.29)</b>	<b>(43.73)</b>	每股净资产	3.71	7.80	7.94	8.14	8.37
债权融资	79.45	315.61	1,113.31	962.20	862.47	<b>估值比率</b>					
股权融资	(0.86)	775.74	1.43	0.54	1.06	市盈率	30.54	32.04	45.45	29.64	25.61
其他	(62.32)	(144.47)	(340.98)	(1,152.21)	(1,007.23)	市净率	3.18	1.52	1.49	1.45	1.41
<b>筹资活动现金流</b>	<b>16.27</b>	<b>946.89</b>	<b>773.76</b>	<b>(189.46)</b>	<b>(143.70)</b>	EV/EBITDA	0.00	14.04	20.88	14.42	12.35
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	0.00	19.59	29.58	18.87	16.01
<b>现金净增加额</b>	<b>(5.66)</b>	<b>372.29</b>	<b>1,211.52</b>	<b>(260.62)</b>	<b>(186.65)</b>						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com