

重大资产购买已实施完成，期待协同效应逐步释放

核心观点

- 事件：**公司公告重大资产购买已实施完成，截至 2025 年 2 月 28 日，公司全资子公司景丰控股及其一致行动人合计持有纷美包装股份为 13.76 亿股，占纷美包装已发行股份的 97.76%。
- 重大资产购买实施完成，期待协同效应逐步释放。**公司在成为纷美包装第一大股东后，进一步完成要约收购，目前已持有纷美包装约 98% 的发行股份。展望后续，伴随公司对于纷美包装控制力的提升，公司有望逐步开展两家公司之间技术、业务、市场等优质资源的全面整合，释放协同效应，提升公司在全球液态奶行业内的综合竞争力。
- 液态奶行业持续扩容，原材料价格低位震荡，期待公司稳健成长。**公司核心下游液态奶行业持续扩容，根据华经产业研究院的统计数据，2018-2023 年中国液态常温奶消费量年均复合增速达 2.3%，下游应用场景扩容亦带动了无菌包装需求的增长。此外在原材料端，核心原材料液体包装纸在行业新增产能大幅投产的背景下始终处于历史低位震荡，因此公司成本端压力相对较小。在行业需求不断扩容、核心原材料成本相对较低的背景下，期待公司业绩实现稳健增长。

盈利预测与投资建议

- 适当调整毛利率与费用率假设，我们预测 2024-2026 年公司归母净利润分别为 1.89/2.06/2.18 亿元（此前预测 2024-2025 年归母净利润 2.38/2.76 亿元），对应 EPS 为 0.45/0.49/0.52 元。我们采取 DCF 绝对估值法对公司进行估值，给予公司 DCF 目标估值 9.80 元，维持“增持”评级

风险提示

- 收入结构对大客户依赖度较高；无菌纸基包装行业竞争加剧；巴氏奶消费占比提升带来对上游包装需求的结构性变动；原材料价格上涨。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,608	1,737	1,829	1,964	2,079
同比增长(%)	29.5%	8.0%	5.3%	7.4%	5.9%
营业利润(百万元)	226	238	264	288	305
同比增长(%)	7.5%	5.1%	11.0%	9.1%	5.9%
归属母公司净利润(百万元)	170	170	189	206	218
同比增长(%)	7.8%	0.4%	10.9%	9.1%	5.9%
每股收益(元)	0.40	0.41	0.45	0.49	0.52
毛利率(%)	17.2%	21.7%	24.6%	24.6%	24.6%
净利率(%)	10.5%	9.8%	10.3%	10.5%	10.5%
净资产收益率(%)	9.6%	7.4%	7.6%	7.2%	7.2%
市盈率	20.3	20.3	18.3	16.7	15.8
市净率	1.5	1.5	1.2	1.2	1.1

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级

增持（维持）

股价（2025年04月07日）	8.21 元
目标价格	9.80 元
52 周最高价/最低价	12/6.51 元
总股本/流通 A 股（万股）	42,000/27,168
A 股市值（百万元）	3,448
国家/地区	中国
行业	造纸轻工
报告发布日期	2025 年 04 月 08 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-15.62	-15.62	-12.1	-6.59
相对表现%	-7.96	-6.63	-6.66	-7.2
沪深 300%	-7.66	-8.99	-5.44	0.61



证券分析师

李雪君	021-63325888*6069 lixuejun@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517020001 香港证监会牌照：BSW124
谢雨辰	xieyuchen@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524090001

相关报告

营收增速短期承压，纷美收购落地打开成长空间 2024-01-09

投资建议

适当调整毛利率与费用率假设，我们预测 2024-2026 年公司归母净利润分别为 1.89/2.06/2.18 亿元（此前预测 2024-2025 年归母净利润 2.38/2.76 亿元），对应 EPS 为 0.45/0.49/0.52 元。考虑到公司作为内资控股的最大规模无菌纸基包装制造企业，有望率先受益于行业国产替代化发展趋势，叠加“低定价+高毛利”的行业独特业务模式，公司未来市占率提升空间广阔且确定性较强，我们采取 DCF 绝对估值法对公司进行估值，给予公司 DCF 目标估值 9.80 维持“增持”评级。

表 1：我们给予公司 DCF 目标估值 9.80

目标价敏感性分析							估值假设	
WACC (%)	永续增长率Gn(%)						所得税税率T	25.00%
	9.80	1.0%	2.0%	3.0%	4.0%	5.0%	永续增长率Gn(%)	3.00%
	6.66%	10.49	11.41	12.83	15.32	20.80	无风险利率Rf	1.88%
	7.16%	9.97	10.71	11.80	13.58	17.01	无杠杆影响的β系数	0.9660
	7.66%	9.53	10.13	10.99	12.32	14.64	考虑杠杆因素的β系数	0.9751
	8.16%	9.15	9.65	10.33	11.36	13.02	市场收益率Rm	8.91%
	8.66%	8.82	9.23	9.80	10.60	11.84	公司特有风险	0.00%
	9.16%	8.53	8.88	9.34	9.99	10.94	股权投资成本 (Ke)	8.73%
	9.66%	8.27	8.57	8.96	9.49	10.24	债务比率D/(D+E)	1.24%
	10.16%	8.04	8.30	8.63	9.06	9.67	债务利率rd	3.60%
	10.66%	7.84	8.06	8.34	8.70	9.20	WACC	8.66%

数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

- 收入结构对大客户依赖度较高的风险。
- 无菌纸基包装行业竞争加剧的风险。
- 巴氏奶消费占比提升带来对上游包装需求的结构性变动风险。
- 原材料价格上涨的风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,418	793	1,952	2,100	2,207
应收票据、账款及款项融资	518	613	646	694	734
预付账款	8	8	8	9	9
存货	262	304	308	331	351
其他	85	87	87	87	88
流动资产合计	2,291	1,805	3,002	3,221	3,388
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	458	484	479	477	530
在建工程	56	33	33	33	33
无形资产	37	36	35	34	34
其他	34	775	137	137	136
非流动资产合计	584	1,328	685	681	734
资产总计	2,875	3,133	3,687	3,902	4,122
短期借款	6	155	155	155	155
应付票据及应付账款	390	452	457	491	520
其他	50	235	235	235	235
流动负债合计	445	841	847	881	910
长期借款	31	27	27	27	27
应付债券	0	0	0	0	0
其他	28	39	40	40	40
非流动负债合计	59	65	67	67	67
负债合计	504	907	914	948	977
少数股东权益	0	0	0	0	0
实收资本（或股本）	420	420	483	483	483
资本公积	1,243	1,263	1,263	1,263	1,263
留存收益	706	860	1,027	1,208	1,399
其他	1	(317)	0	0	0
股东权益合计	2,370	2,226	2,773	2,954	3,145
负债和股东权益总计	2,875	3,133	3,687	3,902	4,122

现金流量表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	170	170	189	206	218
折旧摊销	44	45	66	74	18
财务费用	(0)	(10)	1	(6)	(7)
投资损失	(9)	0	(3)	(2)	(2)
营运资金变动	(284)	(60)	(32)	(39)	(33)
其它	49	68	951	(2)	(2)
经营活动现金流	(31)	212	1,172	230	190
资本支出	(23)	(47)	(60)	(70)	(70)
长期投资	0	(10)	0	0	0
其他	89	(1,023)	7	6	6
投资活动现金流	66	(1,080)	(53)	(64)	(64)
债权融资	(5)	149	0	0	0
股权融资	1,056	20	63	0	0
其他	41	149	(22)	(19)	(20)
筹资活动现金流	1,092	317	41	(19)	(20)
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0
现金净增加额	1,127	(551)	1,160	148	107

利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,608	1,737	1,829	1,964	2,079
营业成本	1,331	1,361	1,378	1,481	1,568
营业税金及附加	8	11	11	12	13
销售费用	21	40	42	45	48
管理费用及研发费用	63	104	145	155	164
财务费用	(0)	(10)	1	(6)	(7)
资产、信用减值损失	(19)	(1)	0	0	0
公允价值变动收益	8	(0)	4	4	4
投资净收益	9	(0)	3	2	2
其他	6	5	5	5	5
营业利润	226	238	264	288	305
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	227	238	264	288	305
所得税	57	68	75	82	87
净利润	170	170	189	206	218
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	170	170	189	206	218
每股收益（元）	0.40	0.41	0.45	0.49	0.52

主要财务比率					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	29.5%	8.0%	5.3%	7.4%	5.9%
营业利润	7.5%	5.1%	11.0%	9.1%	5.9%
归属于母公司净利润	7.8%	0.4%	10.9%	9.1%	5.9%
获利能力					
毛利率	17.2%	21.7%	24.6%	24.6%	24.6%
净利率	10.5%	9.8%	10.3%	10.5%	10.5%
ROE	9.6%	7.4%	7.6%	7.2%	7.2%
ROIC	9.4%	6.5%	6.7%	6.3%	6.3%
偿债能力					
资产负债率	17.5%	28.9%	24.8%	24.3%	23.7%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	5.15	2.15	3.54	3.66	3.72
速动比率	4.56	1.78	3.18	3.28	3.34
营运能力					
应收账款周转率	4.1	4.0	4.1	4.2	4.1
存货周转率	5.9	4.8	4.5	4.6	4.6
总资产周转率	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5
每股指标（元）					
每股收益	0.40	0.41	0.45	0.49	0.52
每股经营现金流	-0.07	0.51	2.43	0.48	0.39
每股净资产	5.64	5.30	6.60	7.03	7.49
估值比率					
市盈率	20.3	20.3	18.3	16.7	15.8
市净率	1.5	1.5	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	6.7	6.6	5.5	5.1	5.7
EV/EBIT	8.0	7.9	6.8	6.4	6.1

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级——由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级——根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。