

佳合科技（872392.BJ）

2025 年 05 月 21 日

投资评级：增持（首次）

绿色包装一体化龙头，ESG+越南双轮驱动赋能国际品牌一站式解决方案

——北交所首次覆盖报告

诸海滨（分析师）

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

日期	2025/5/21
当前股价(元)	33.65
一年最高最低(元)	41.87/7.52
总市值(亿元)	19.75
流通市值(亿元)	9.45
总股本(亿股)	0.59
流通股本(亿股)	0.28
近 3 个月换手率(%)	454.62

北交所研究团队

● 专注纸质包装，为全球知名品牌提供一体化解决方案

佳合科技的主营业务为纸质包装与展示产品的研发、设计、生产和销售，公司为客户提供全方位的包装与展示解决方案，可根据客户的需求量身定制、设计综合包装方案，提供精细化服务。公司的核心产品之一是纸质展示架，为产品起到了展示、宣传、促销的作用，是传统塑料、木质货架、铁架较好的替代品，相对低碳、环保。公司通过持续结构创新，一方面使得产品满足客户需求，另一方面降低材料成本。公司拥有权威的色彩管理软件（GMG）和色彩测试设备与系统，结构性能测试实验室现为 ISTA 测试机构成员之一。我们预计公司 2025-2027 年的归母净利润分别为 0.39/0.51/0.65 亿元，对应 EPS 分别为 0.67/0.87/1.10 元/股，对应 PE 为 40.8/31.6/24.8X。考虑到公司子公司越南立盛所处市场发展迅速，子公司广德佳联发展良好，首次覆盖给予“增持”评级。

● 收购越南立盛，打造第二条增长曲线

2024 年 4 月，公司成功完成了对越南立盛 26%股权的收购，越南立盛正式成为公司的控股子公司。2024 年度营业收入达到 6.49 亿元，同比增长达到 124.34%；净利润达到 5,150.02 万元，归母净利润达到 3,383.40 万元。同比上升分别达到 163.41%、64.07%。越南包装行业发展迅速，据越南包装协会称，2023 年起包装行业预计将以每年 12.3%的速度增长。

● 积极践行 ESG 理念，与下游商超合作良好

公司已与沃尔玛、家得宝、劳氏、塔吉特、百思买等国内外知名品牌建立了稳定的业务合作关系，得到了客户的广泛认可。家得宝将佳合科技认定为战略性包装供应商，佳合科技连续四年获得家得宝颁发的 PARTNER OF THE YEAR。公司始终将 ESG 理念深度融入经营战略，通过系统性布局 and 前瞻性投入，在环境保护和可持续发展领域取得显著成效。2025 年初公司成功获得苏州市 3A 级绿色工厂认证。得益于在 ESG 领域的持续深耕，公司 Wind ESG 评级达到 A 级，ESG 综合评分在同行业内处于较高位置。

● 风险提示：原材料价格波动风险、市场竞争加剧风险、销售区域集中风险。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	289	649	735	837	961
YOY(%)	-3.9	124.3	13.3	13.9	14.8
归母净利润(百万元)	21	34	39	51	65
YOY(%)	-21.3	64.1	16.4	29.1	27.4
毛利率(%)	14.9	14.4	14.7	15.1	15.8
净利率(%)	7.1	5.2	5.4	6.1	6.7
ROE(%)	6.0	11.3	8.6	10.3	11.9
EPS(摊薄/元)	0.35	0.58	0.67	0.87	1.10
P/E(倍)	77.9	47.5	40.8	31.6	24.8
P/B(倍)	5.3	4.8	4.3	3.9	3.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 公司发展：佳合科技国内外布局，2024 年收购越南立盛.....5

1.1、 业务梳理：产品多样，提供一站式解决方案.....5

1.2、 发展历程：公司深耕纸包装行业多年.....11

1.3、 财务状况：2024 年营业收入同比增长 124.34%12

2、 行业环境：越南市场飞速发展20

2.1、 概念解析：绿色政策促进纸包装行业发展.....20

2.1.1、 瓦楞纸箱行业存在较大增量空间.....22

2.1.2、 行业集中度将进一步提高.....23

2.1.3、 提高附加值，提供一体化服务.....23

2.1.4、 跨区域多点布局生产基地.....23

2.2、 行业壁垒26

2.2.1、 资金规模壁垒26

2.2.2、 客户认证壁垒26

2.2.3、 技术与工艺壁垒27

2.3、 竞争格局27

3、 亮点探寻30

3.1、 设计与技术优势30

3.1.1、 结构设计技术的持续创新.....31

3.1.2、 色彩管理技术的持续创新.....31

3.1.3、 结构性能测试技术的持续创新.....31

3.1.4、 积极开展产学研合作32

3.2、 客户优势33

3.3、 可持续发展 A 级34

4、 盈利预测与投资建议36

5、 风险提示37

附：财务预测摘要38

图表目录

图 1： 公司可提供一站式解决方案（一）5

图 2： 公司可提供一站式解决方案（二）6

图 3： 纸质展示架是一种以纸为主要材料制作而成的展示工具.....7

图 4： 展示盒绿色环保、方便运输、组装迅速.....7

图 5： 彩印纸盒结合了彩印技术与纸盒结构.....8

图 6： 礼品盒外观高档、精美8

图 7： 手提袋制作简单、实用便捷、流通性强，环保节能.....9

图 8： 彩印纸卡是利用彩印技术在纸张基材上印制出丰富色彩和图案的卡片9

图 9： 柔性版印刷适用于印刷瓦楞纸箱10

图 10： 瓦楞纸板是一种多层的纸质板材10

图 11： 公司的主营产品主要包括彩印产品和水印产品（百万元）11

图 12： 彩印产品展现出了较高的毛利率水平.....11

图 13： 公司成立于 2001 年 3 月12

图 14： 公司目前共有三家子公司12

图 15:	2024 年营业收入达到 6.49 亿元, 同比增长达到 124.34%	12
图 16:	2024 年净利润为 5,150.02 万元	13
图 17:	2024 年归母净利润为 3,383.40 万元	13
图 18:	公司 2024 年毛利率、净利率分别为 14.42%、7.94%	13
图 19:	公司 2022 年、2023 年期间费用率上升	14
图 20:	管理费用率在 2023 年大幅上涨达到 5.82%	14
图 21:	2023 年公司研发费用率为 2.40%	14
图 22:	公司存货周转天数和应收账款周转天数均呈现波动下降的趋势	15
图 23:	越南立盛 2023 年 1-9 月营业收入为 22,667.65 万元 (万元)	16
图 24:	越南立盛 2023 年 1-9 月净利润为 3,624.68 万元 (万元)	16
图 25:	预计营业收入 2028 年达到 36,883.33 万元 (万元)	16
图 26:	预测 2028 年净利润达到 3,867.39 万元 (万元)	17
图 27:	越南立盛毛利率逐年上升	17
图 28:	水印产品销售单价整体呈上升趋势 (元/平方米)	18
图 29:	原材料采购单价 2021 年度波动上升, 后波动下行	18
图 30:	2023 年度规模以上企业完成营业收入 2,682.57 亿元	22
图 31:	2024 年快递业务量完成 1750.8 亿件, 同比增长达到 21.5%	22
图 32:	2023 年我国纸和纸板容器行业规模以上企业为 2,991 家 (家)	23
图 33:	2024 年佳合科技成功完成对越南立盛的收购	24
图 34:	2022 年越南包装协会预计越南包装行业将以每年 12.3% 的速度增长	25
图 35:	越南出口呈增长态势 (单位: 百万美元)	26
图 36:	公司毛利率低于行业平均水平区间	28
图 37:	公司净利率相较于可比公司处于较高水平	28
图 38:	公司期间费用率显著低于同行业可比公司	29
图 39:	公司财务费用率处于平均水平	29
图 40:	公司销售费用率处于平均水平	29
图 41:	公司管理费用率对比可比公司平均水平较低	30
图 42:	公司研发资源的投入规模上与可比公司存在一定的差距	30
图 43:	公司的产品包括设计成形态各异的产品展示架	31
图 44:	国内可以完成 ISTA 测试的机构约有 151 家	32
图 45:	公司通过 ISTA 实验室认证	32
图 46:	公司与常州工学院就“一种防水阻燃瓦楞纸盒的研发”项目进行合作	33
图 47:	佳合科技与下游商超合作良好	33
图 48:	公司作为供应商获得合作伙伴充分认可	33
图 49:	公司 2025 年初获得苏州市 3A 级绿色工厂认证	34
图 50:	公司及控股子公司均已通过 ISO 14001 环境管理体系认证	34
图 51:	公司 Wind ESG 评级达到 A 级	35
表 1:	公司在客户结构方面呈现出良好的分散性	15
表 2:	越南立盛销售费用率和管理费用率较低	18
表 3:	越南立盛的主要客户相对稳定 (单位: 万元)	19
表 4:	彩印、水印产品产销率均在 90% 以上 (单位: 万平方米)	20
表 5:	我国已经制定并实施了较为完善的包装印刷行业相关法律法规	20
表 6:	有关部门颁布了鼓励行业发展的一系列政策	21
表 7:	选取美盈森、大胜达、艺虹股份、龙利得作为可比公司	27

表 8： 公司 Wind ESG 评级在同行业内处于较高位置	35
表 9： 募投项目形成年产 15,100 万平方米纸制品、18,000 吨纸塑的生产能力（万元）	36
表 10： 总投资预计 30,000 万元(万元).....	36
表 11： 可比公司 PE TTM 均值为 53.99X.....	37

1、公司发展：佳合科技国内外布局，2024 年收购越南立盛

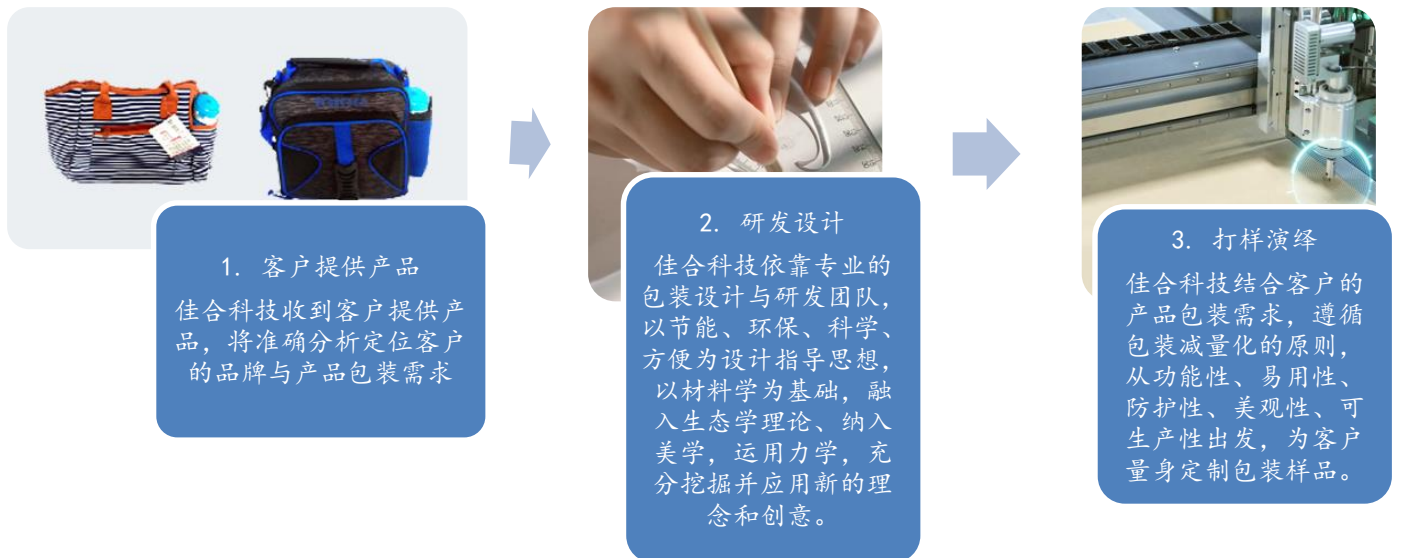
公司的主营业务为纸质包装与展示产品的研发、设计、生产和销售，公司为客户提供全方位的包装与展示解决方案，可根据客户的需求量身定制、设计综合包装方案，提供精细化服务。公司业务链涵盖包装设计、新产品研发、包装方案优化、包装工艺设定、包装印刷生产、供应链优化、产品配送、客户端包装方案的解决等各个环节，公司已与沃尔玛、家得宝、劳氏、塔吉特、百思买等国内外知名品牌建立了稳定的业务合作关系，得到了客户的广泛认可。

公司是江苏省高新技术企业，属于区域性竞争力较强的印刷包装企业，2016 年获得“昆山市科技研发机构”称号，2018 年被认定为昆山市企业技术中心，2020 年被认定为苏州市企业技术中心，2022 年被认定为昆山市创新型中小企业，已经通过 GMI 认证、G7 认证、ISTA 实验室认证、FSC 认证、ISO9001、ISO14001、ISO45001 管理体系认证。公司已有 30 项实用新型专利，4 项计算机软件著作权。公司致力于印刷包装产品应用领域不断研发和创新，以满足客户对瓦楞包装产品的外观及功能性要求。

1.1、业务梳理：产品多样，提供一站式解决方案

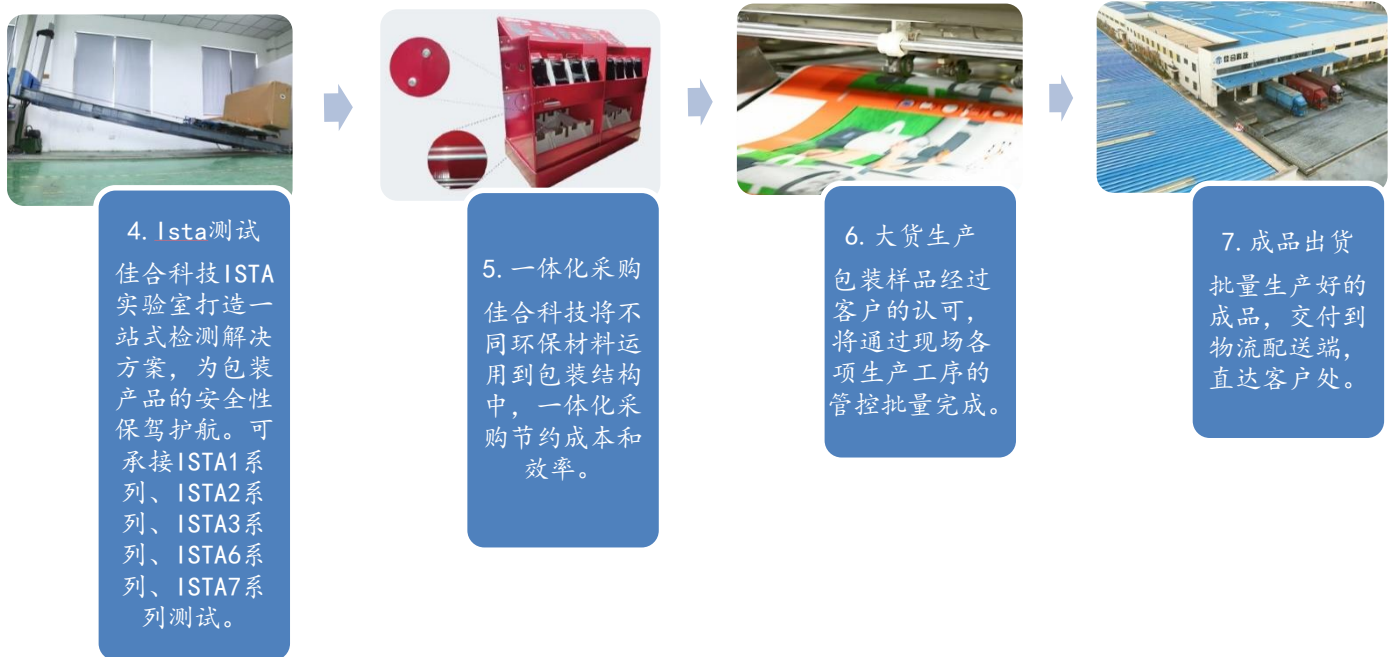
佳合科技依靠专业的包装设计与研发团队，准确分析定位客户的品牌与产品包装需求，从设计环节开始，为客户提供高品质、高强度、轻量化的绿色环保包装印刷产品方案，并在客户认可的基础上提供后续的定制、生产、测试、配送、售后等一系列的服务。实现客户“一站式采购”，提供“服务一体化”、“产品一体化”的一站式解决方案。

图1：公司可提供一站式解决方案（一）



资料来源：公司官网、开源证券研究所

图2：公司可提供一站式解决方案（二）



资料来源：公司官网、开源证券研究所

公司的主要产品包括彩印类产品、水印类产品及纸板三大类，以彩印类、水印类产品为主。

彩印类产品包括展示架、展示盒、彩箱、礼品盒、手提袋等。

纸质展示架是一种以纸为主要材料制作而成的展示工具。通常采用瓦楞纸板、卡纸等纸质材料。这些材料具有重量轻、便于运输和组装的优势。同时，纸质材料可以进行印刷和装饰，能够根据不同的产品和品牌需求进行个性化设计。纸质展示架广泛应用于商场、超市、专卖店、展会等场所，用于展示各类商品，如食品、化妆品、电子产品、书籍等。它可以有效地提升产品的陈列效果，促进销售。

图3：纸质展示架是一种以纸为主要材料制作而成的展示工具



资料来源：公司官网

展示盒应用于各大商场、超市，适用于小型商品的促销、堆放、展示，绿色环保、方便运输、组装迅速。

图4：展示盒绿色环保、方便运输、组装迅速



资料来源：公司招股书

彩印纸盒是由卡纸和瓦楞纸板这两种材料制成的折叠纸盒和彩色瓦楞箱。它结合了彩印技术与纸盒结构，通过多色印刷和精密加工，实现美观与实用的统一。

图5：彩印纸盒结合了彩印技术与纸盒结构



资料来源：公司官网

礼品盒外观高档、精美，广泛应用于商场、超市的促销活动及各种礼品的包装。

图6：礼品盒外观高档、精美



资料来源：公司招股书

手提袋制作简单、实用便捷、流通性强，环保节能，替代PVC袋子等，应用广泛。

图7：手提袋制作简单、实用便捷、流通性强，环保节能



资料来源：公司招股书

彩印纸卡是利用彩印技术，在纸张基材上印制出丰富色彩和图案的卡片。它结合了纸张的柔韧性和印刷技术的多样性，创造出具有视觉吸引力和信息传递功能的卡片产品。

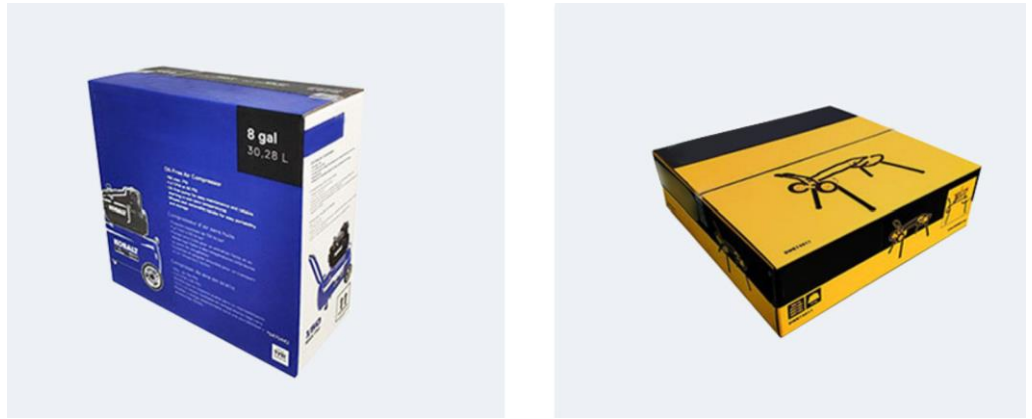
图8：彩印纸卡是利用彩印技术在纸张基材上印制出丰富色彩和图案的卡片



资料来源：公司官网

水印类产品主要为柔印纸盒。柔印纸盒是指采用柔性版印刷技术（Flexographic Printing）制作的纸盒。柔性版印刷是一种使用柔性印版，通过网纹传墨辊传递油墨至印版上，再将油墨转印到承印物表面的印刷方式。柔性版印刷适用于印刷瓦楞纸箱，能够在粗糙的瓦楞纸板表面实现清晰的印刷效果。

图9：柔性版印刷适用于印刷瓦楞纸箱



资料来源：公司官网

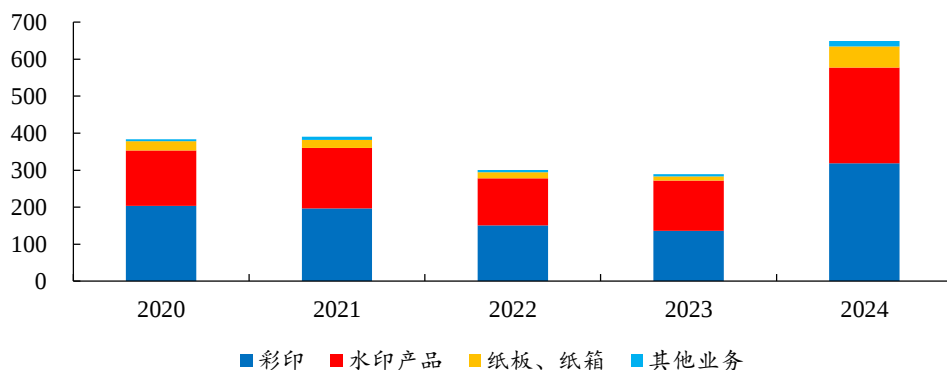
纸板指瓦楞纸板。瓦楞纸板是一种多层的纸质板材，由至少一层瓦楞纸夹层和一层或多层平面纸组成。瓦楞纸夹层呈波浪状，形似瓦楞，这种结构赋予了瓦楞纸板较高的强度和缓冲性能。平面纸则分别贴合在瓦楞纸夹层的上下两面，起到保护和增加平整度的作用。同时瓦楞纸板符合环保要求，使用后可回收再利用。

图10：瓦楞纸板是一种多层的纸质板材



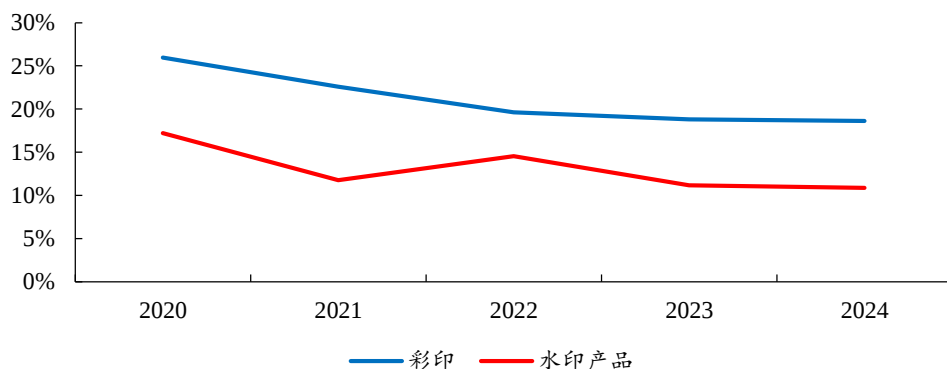
资料来源：公司官网

公司的主营产品主要包括彩印产品和水印产品。其中，彩印产品在主营业务收入结构中占比较高，长期以来一直稳定维持在 50% 左右的水平。在 2024 年，公司彩印产品的收入占比上升，占比为 49.07%；水印产品的收入占比有所下滑，占比为 39.94%。

图11：公司的主营产品主要包括彩印产品和水印产品（百万元）


数据来源：Wind、开源证券研究所

在公司的主营业务构成中，彩印产品展现出了较高的毛利率水平。2024 年，彩印产品的毛利率达到了 18.62%。相较之下，水印产品的毛利率则略逊一筹，2024 年为 10.86%。

图12：彩印产品展现出了较高的毛利率水平


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、发展历程：公司深耕纸包装行业多年

昆山佳合纸制品科技股份有限公司成立于 2001 年 3 月，位于江苏省昆山开发区蓬朗镇环娄路 228 号，投资总额 3 亿元人民币。主要生产纸箱、彩盒、产品展示架及展示盒等。公司先后通过美国 G7、Lowe's、TARGET、BB&B、BBY、Walmart 等国际公司认证。先进的技术，严格的管理，高品质的产品，使公司在市场上树立了良好的口碑，赢得广大客户的认可和信赖，产品遍布世界各地。

图13：公司成立于 2001 年 3 月



资料来源：公司官网、公司 2024 年年度报告、开源证券研究所

公司共有三家子公司。分别为常熟市佳合纸制品科技有限公司，广德佳联包装科技有限公司和越南立盛包装有限公司。

图14：公司目前共有三家子公司

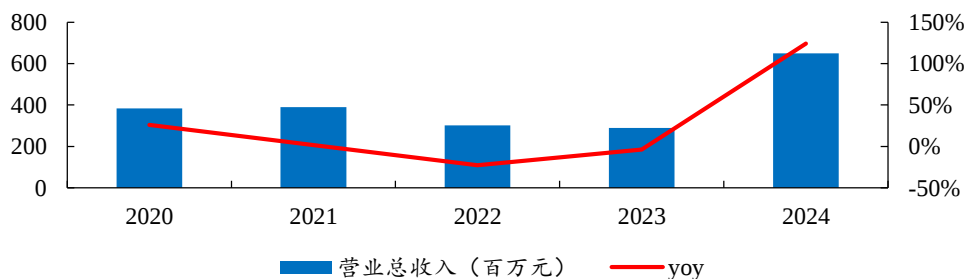


资料来源：公司官网

1.3、财务状况：2024 年营业收入同比增长 124.34%

公司 2021 年-2023 年营业收入受疫情影响略有下滑，2024 年营业收入回暖。公司 2024 年度营业收入达到 6.49 亿元，同比增长达到 124.34%。

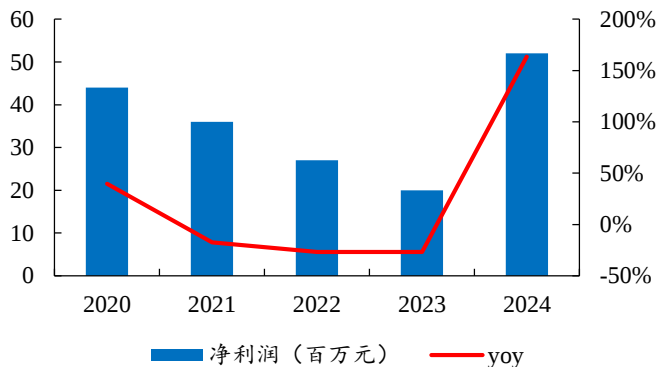
图15：2024 年营业收入达到 6.49 亿元，同比增长达到 124.34%



数据来源：Wind、开源证券研究所

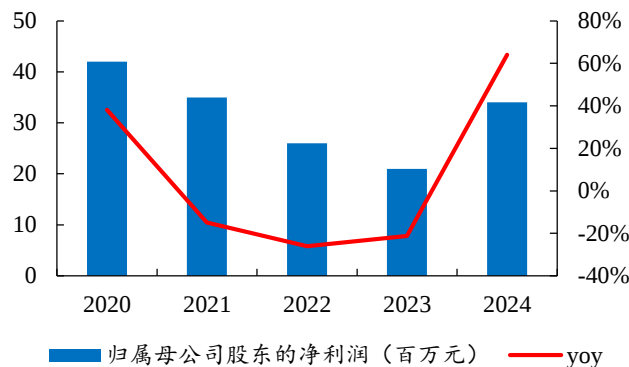
公司净利润和归母净利润也有明显的回升，2024 年净利润达到 5,150.02 万元，归母净利润达到 3,383.40 万元。同比上升分别达到 163.41%、64.07%。

图16：2024 年净利润为 5,150.02 万元



数据来源：Wind、开源证券研究所

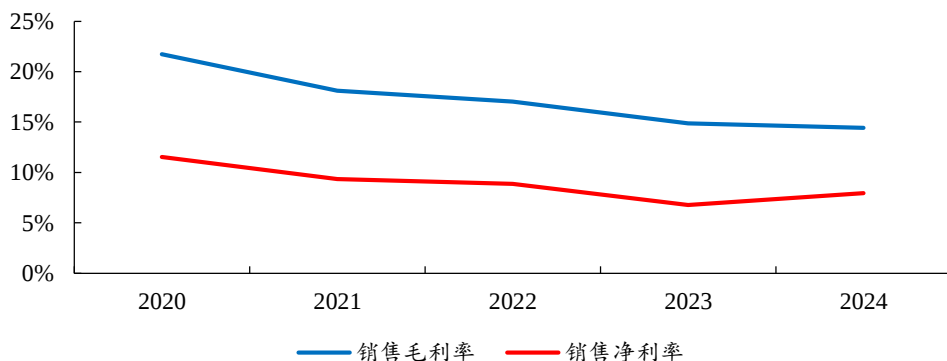
图17：2024 年归母净利润为 3,383.40 万元



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司的净利率和毛利率在 2020 年-2024 年期间整体略有下滑。2024 年度，公司的净利率与毛利率分别为 14.42%、7.94%。

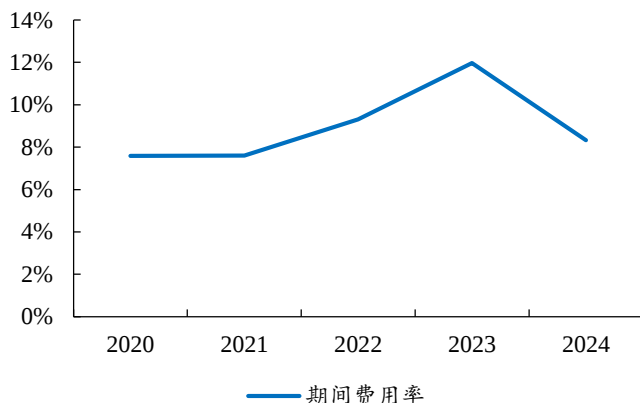
图18：公司 2024 年毛利率、净利率分别为 14.42%、7.94%



数据来源：Wind、开源证券研究所

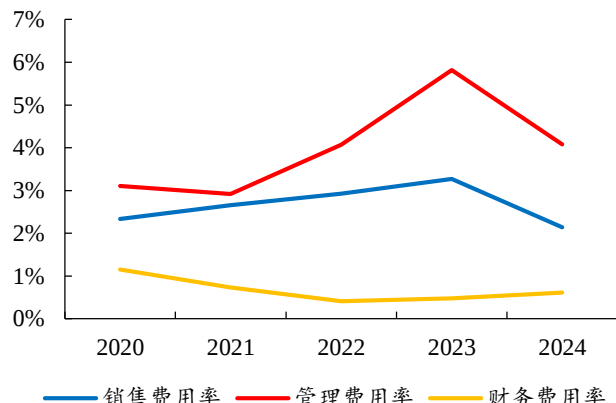
在 2022 年至 2023 年期间，公司的期间费用率呈现上升态势，主要驱动因素为管理费用率和销售费用率的变动。从管理费用率来看，2023 年出现了显著的大幅增长，占比达到 5.82%。2024 年度，管理费用率出现了回落，显示出公司在费用管控方面取得了一定成效。

图19：公司 2022 年、2023 年期间费用率上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

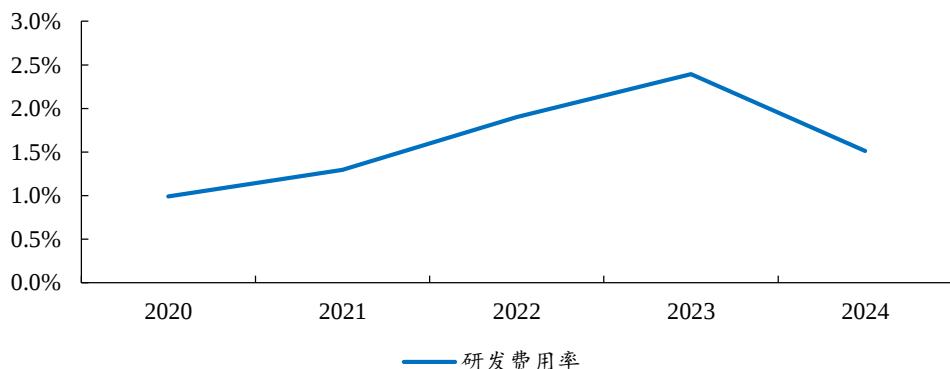
图20：管理费用率在 2023 年大幅上涨达到 5.82%



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司的研发投入相对较低，但在 2020 年至 2023 年期间，呈现出逐年稳步攀升的态势。到 2023 年，公司研发费用率达到了 2.40%。

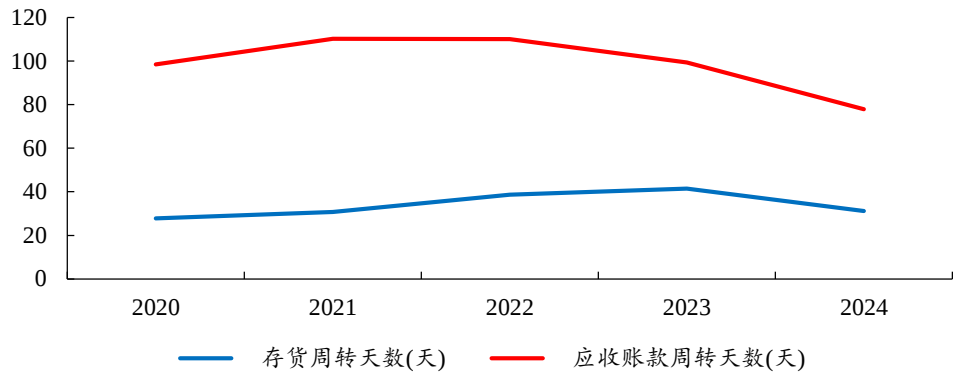
图21：2023 年公司研发费用率为 2.40%



数据来源：Wind、开源证券研究所

近年来公司在运营效率方面呈现出积极的变化，存货周转天数和应收账款周转天数均呈现出波动下降的良好趋势。2024 度，公司的存货周转天数为 31.24 天，应收账款周转天数则降至 77.87 天。与 2023 年的水平相比，这两项关键指标均实现了显著下降，充分反映出公司在库存管理与应收账款回收等方面的能力不断提升，经营质量和运营效益持续向好。

图22：公司存货周转天数和应收账款周转天数均呈现波动下降的趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司在2021年至2024年期间,排名前五的客户销售金额合计占比分别为29.61%、25.52%、24.02%、29.29%。公司在客户结构方面呈现出良好的分散性,有效避免了对单一客户的过度依赖。

表1：公司在客户结构方面呈现出良好的分散性

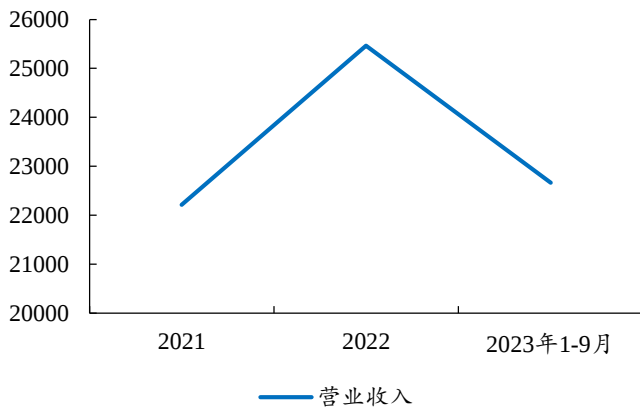
时间	客户名称	销售金额（元）	占主营业务收入比例（%）
2024 年	客户 1	75,487,259.36	11.63
	客户 2	38,854,913.59	5.99
	客户 3	32,080,284.84	4.94
	客户 4	25,117,549.96	3.87
	客户 5	18,530,491.08	2.86
	合计	190,070,498.83	29.29%
2023 年	客户 1	17,329,252.68	5.99
	客户 2	14,783,634.55	5.11
	客户 3	14,734,729.34	5.09
	客户 4	12,936,997.30	4.47
	客户 5	9,727,145.61	3.36
	合计	69,511,759.48	24.02
2022 年	昆山永丰余捷比达环保包装设计有限公司	28,895,677.90	9.60
	南通荣威娱乐用品有限公司	17,109,110.45	5.69
	宁波智鼎电器有限公司	11,899,619.25	3.95
	山东英科环保再生资源股份有限公司	9,815,567.66	3.26
	毕瑞科纳国际贸易(深圳)有限公司	9,100,985.54	3.02
	合计	76,820,960.80	25.52
2021 年	昆山永丰余捷比达环保包装设计有限公司	41,749,456.75	10.70
	南通荣威娱乐用品有限公司	31,808,659.98	8.15
	杭州利嘉城电气有限公司	15,250,968.79	3.91
	毕瑞科纳国际贸易(深圳)有限公司	13,547,883.47	3.47

时间	客户名称	销售金额（元）	占主营业务收入比例（%）
	司		
	宁波智鼎电器有限公司	13,184,809.41	3.38
	合计	115,541,778.40	29.61

数据来源：Wind、公司 2024 年年度报告、开源证券研究所

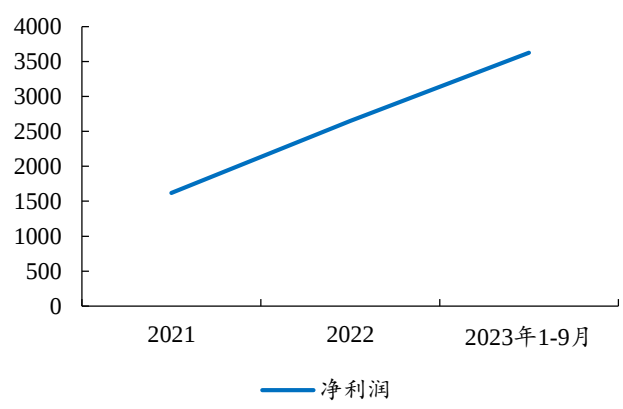
越南立盛 2021 年、2022 年、2023 年 1-9 月 实际营业收入分别为 22,211.59 万元、25,461.07 万元、22,667.65 万元，实际净利润分别为 1,620.95 万元、2,650.03 万元、3,624.68 万元。

图23：越南立盛 2023 年 1-9 月营业收入为 22,667.65 万元（万元）



数据来源：公司重大资产购买报告书、开源证券研究所

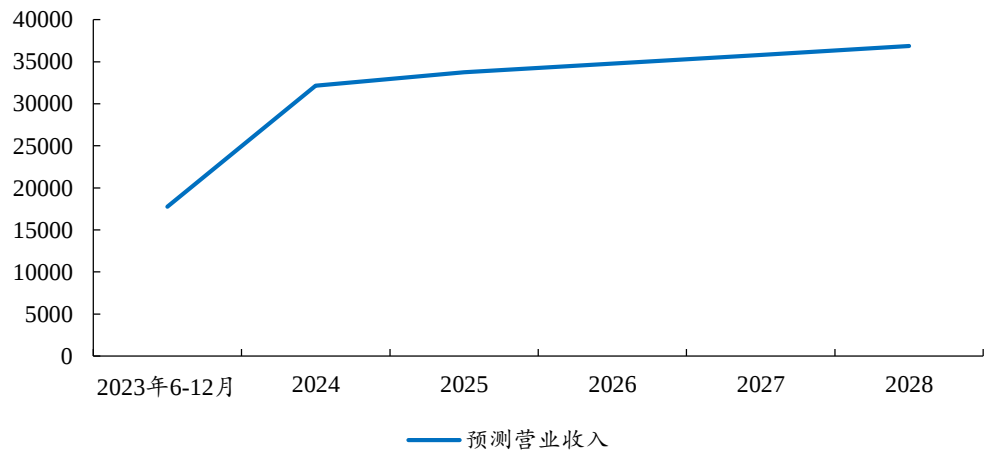
图24：越南立盛 2023 年 1-9 月净利润为 3,624.68 万元（万元）



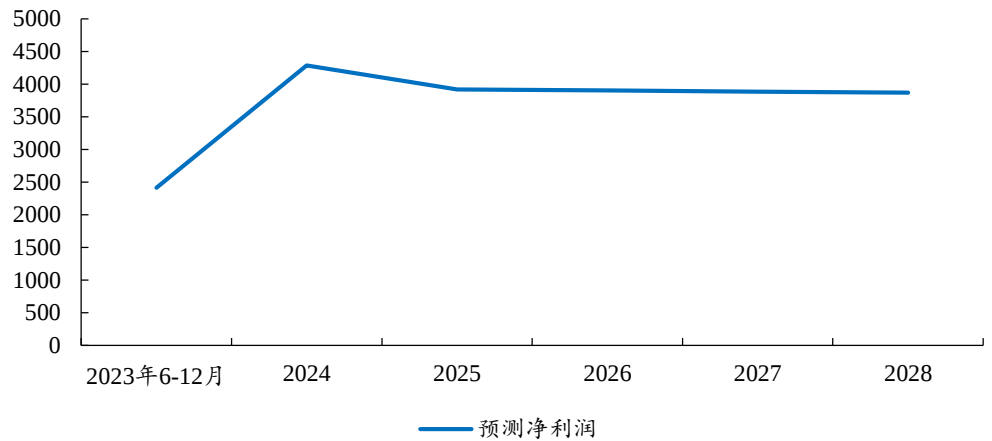
数据来源：公司重大资产购买报告书、开源证券研究所

根据重组问询披露，越南立盛的往期收入和在手订单，预计 2023 年 6-12 月至 2028 年预测营业收入分别为 17,757.32 万元、32,146.16 万元、33,753.48 万元、34,766.07 万元、35,809.05 万元、36,883.33 万元。预测净利润分别为 2,414.58 万元、4,286.61 万元、3,916.99 万元、3,902.29 万元、3,885.11 万元、3,867.39 万元。

图25：预计营业收入 2028 年达到 36,883.33 万元（万元）

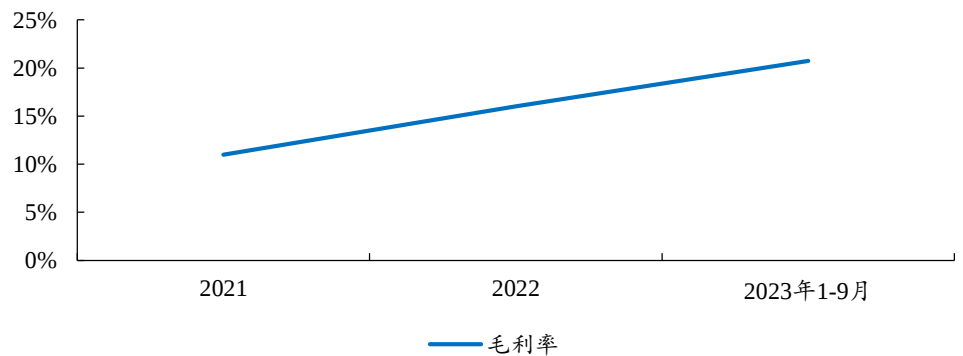


数据来源：公司重组问询回复、开源证券研究所

图26：预测 2028 年净利润达到 3,867.39 万元（万元）


数据来源：公司重组问询回复、开源证券研究所

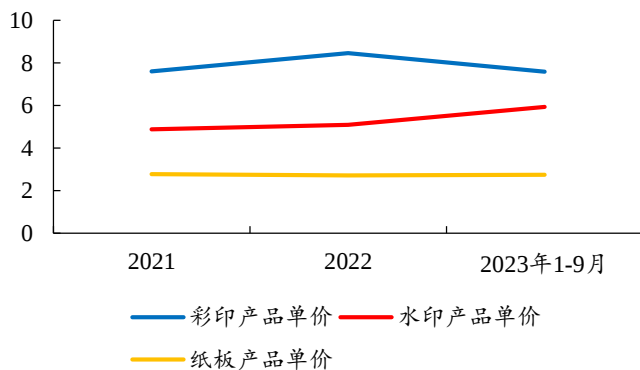
越南立盛 2021 年、2022 年、2023 年 1-9 月主营业务毛利率分别为 10.98%、16.01%和 20.75%，总体呈逐年增长趋势，主要原因为：随着越南立盛收入增加，越南立盛整体生产管理效率存在一定提升；越南立盛收入结构中较高毛利率的彩印产品占比增加。

图27：越南立盛毛利率逐年上升


数据来源：公司重大资产购买报告书、开源证券研究所

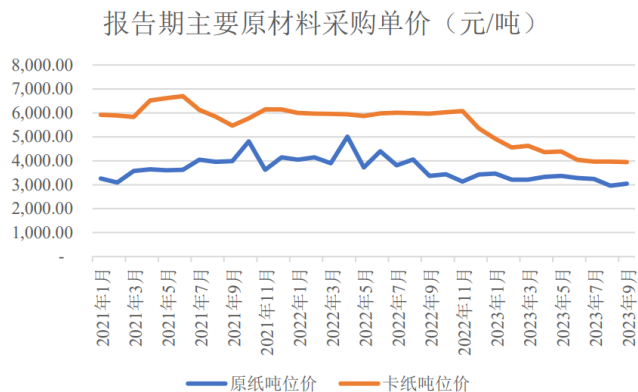
越南立盛水印产品的销售单价有提升，越南市场瓦楞包装产品市场整体良好。主要原材料采购单价整体呈现 2021 年度波动上升，后波动下行的趋势，与市场价格匹配程度较高。

图28：水印产品销售单价整体呈上升趋势（元/平方米）



数据来源：公司重大资产购买报告书、开源证券研究所

图29：原材料采购单价 2021 年度波动上升，后波动下行



资料来源：公司重大资产购买报告书

越南立盛 2021 年、2022 年的销售费用率和管理费用率较低，主要原因包括：（1）越南当地工资水平低于国内同行业可比公司薪资水平；（2）越南立盛尚处于起步快速发展阶段，主要客户如 TCL 智能电器（越南）有限公司、越南荣威体育娱乐用品有限公司、越南 TTI 制造有限公司、伸兴工业有限公司等分别为股东昆山佳合、昆山苏裕、安琪国际固有客户资源或品牌效应吸引，销售人员、管理人员相对精简。

表2：越南立盛销售费用率和管理费用率较低

	2021 年	2022 年
销售费用率	0.52%	0.61%
管理费用率	1.96%	1.53%

数据来源：公司重组问询回复、开源证券研究所

越南立盛产品的相关物理技术指标符合 TCL、永艺家具、荣威娱乐用品等国内电器、家居产品厂商及国际知名商超的要求，公司的产品在结构强度、可靠性、耐久性、实用性、安全性（保护内容物）方面可以充分满足下游客户的需求。

设计效果方面，越南立盛产品在实现容装性、保护性与便利性等基本功能的同时，兼顾显示性和陈列性，达到合理、适用、美观的效果。另外，根据国内外去塑环保要求，越南立盛亦可以从环保的角度设计出可操作的结构方案，满足客户多样化需求。绿色化方面，纸包装的回收利用率较高，且越南立盛生产的部分产品具有 FSC 认证，属于绿色环保产品。2023 年 12 月 15 日越南立盛获得越南平阳工业管理局颁发的“80/GPMT-BQL”号环境执照。

越南立盛已取得 G7、GMI 等色彩管理、印刷过程控制方面的国际认证以及国际安全运输协会（ISTA）认证，通过该实验室出具的测试报告具有国际通用性，取得了国际知名客户的广泛认可。

越南立盛 2021 年-2023 年 1-9 月的前五大客户销售情况如下。通过 2021 年-2023 年 1-9 月的销售情况可以看出，越南立盛的主要客户相对稳定，没有发生重大变化。

表3：越南立盛的主要客户相对稳定（单位：万元）

时间	客户名称	销售金额	占主营业务收入比例	是否存在关联关系
2023 年 1-9 月	TCL 智能电器(越南)有限公司	9,958.03	44.61%	否
	越南荣威体育娱乐用品有限公司	1,342.70	6.02%	否
	越南 TTI 制造有限公司	1,327.44	5.95%	否
	越南富力制造股份公司	1,244.66	5.58%	否
	越南敬洋有限公司	831.76	3.73%	否
	合计	14,704.59	65.88%	-
2022 年	TCL 智能电器(越南)有限公司	7,615.94	30.49%	否
	越南敬洋有限公司	2,143.21	8.58%	否
	越南富力制造股份公司	1,493.05	5.98%	否
	越南荣威体育娱乐用品有限公司	1,014.66	4.06%	否
	越南永艺家具有限公司	896.21	3.59%	否
	合计	13,163.07	52.69%	-
2023 年	TCL 智能电器(越南)有限公司	3,771.20	17.47%	否
	越南富力制造股份公司	2,658.22	12.31%	否
	越南荣威体育娱乐用品有限公司	1,818.11	8.42%	否
	越南 TTI 制造有限公司	1,264.58	5.86%	否
	越南敬洋有限公司	1,205.86	5.59%	否
	合计	10,717.97	49.64%	-

数据来源：公司重大资产购买报告书、开源证券研究所

越南立盛采用直销模式，无经销商、代理商。越南立盛的销售部门业务员主要采用主动走访、参加行业展会、网络推广、老客户推荐等方式与越南周边或国际客户建立联系，与客户主要通过签订框架性协议的方式确定合作关系。

越南立盛在产品上有自身特有的核心竞争力，取得了国际知名客户的广泛认可；并且通过多种途径去维系以及开拓客户关系；同时结合越南当地纸制品行业市场环境，包装行业市场需求不断扩大，纸和纸制品行业不断发展，将为越南立盛和客户之间的稳定合作提供了坚实的基础。

2021 年至 2023 年 9 月，越南立盛主要以彩印、水印产品为主，二者合计占公司主营业务收入比例分别为 94.03%、94.15%及 97.80%。越南立盛主要产品的产量和销量情况如下：

表4：彩印、水印产品产销率均在 90% 以上（单位：万平方米）

年份	产品分类	产能	产量	产能利用率	销量	产销率
2023 年 1-9 月	彩印	2,081.13	1,638.95	78.75%	1,482.23	90.44%
	水印	1,975.61	1,458.28	73.81%	1,444.95	99.09%
	纸板	3,900.00	2,855.12	73.21%	178.52	6.25%
2022 年度	彩印	2,577.50	1,451.92	56.33%	1,449.74	99.85%
	水印	2,634.14	1,828.68	69.42%	1,852.19	101.29%
	纸板	5,200.00	3,252.08	62.54%	536.70	16.50%
2021 年度	彩印	2,577.50	1,473.02	57.15%	1,336.93	90.76%
	水印	2,634.14	2,032.49	77.16%	2,040.30	100.38%
	纸板	5,200.00	3,326.16	63.96%	466.57	14.03%

数据来源：公司重大资产购买报告书、开源证券研究所

2、行业环境：越南市场飞速发展

公司主营业务为纸质包装与展示产品的研发、设计、生产和销售，根据国家统计局《国民经济行业分类》(GB/T4754-2017)，公司属于“C22 造纸和纸制品业”分类“C223 纸制品制造”中的“C2231 纸和纸板容器制造”。

2.1、概念解析：绿色政策促进纸包装行业发展

截至目前，我国已经制定并实施了较为完善的包装印刷行业相关法律法规，并发布了诸多支持行业发展的政策，为我国包装印刷行业的发展创造了良好的政策环境。目前我国纸包装行业主要的法律法规如下表所示：

表5：我国已经制定并实施了较为完善的包装印刷行业相关法律法规

序号	文件名称	发布机构	施行时间	主要内容
1	《印刷业管理条例》	国务院	2001 年 8 月施行、于 2016 年 2 月、2017 年 3 月、2020 年 11 月修订	该条例是监管及管理出版物、包装装潢印刷品和其他印刷品的印刷经营活动。国家实行印刷经营许可证制度，未依照此条例规定取得印刷经营许可证的任何单位和个人均不得从事包装印刷经营活动。
2	《印刷业经营者资格条件暂行规定》	国家新闻出版广电总局	2001 年 11 月施行、于 2015 年 8 月、2017 年 12 月修订	该条例规范了印刷业经营者设立和审批事项的管理规定，修订本适应深化改革、放管服并重要求。
3	《印刷品承印管理规定》	国家新闻出版广电总局、公安部	2003 年 9 月施行	该条例从承印验证、承印登记、印刷品保管、交付、印刷活动残次品销毁等方面规范印刷业经营者的印刷经营行为。
4	《中华人民共和国清洁生产促进法》	全国人大	2003 年 1 月施行，于 2012 年 2 月修正	该法对商品包装有详尽的规定：产品和包装物的设计，应当考虑其在生命周期中对人类健康和环境的影响，优先选择无毒、无害、易于降解或者便于回收利用的方案。
5	《商品条码管理暂行办法》	国家质量监督检验检疫总局	2005 年 10 月施行	该条例规范了商品条码的管理，印刷企业接受商品条码印刷业务需遵守该条例的规定。
6	《中华人民共和国循环经济促进法》	全国人大	2009 年 1 月施行，于 2018 年 10 月修正	包装物设计应优先选择采用易回收、易拆解、易降解、无毒无害或者低毒低害的材料和设计方案，并应当符合有关国家标准的强制性要求。设计产

序号	文件名称	发布机构	施行时间	主要内容
	促进法》			品包装物应当执行产品包装标准，防止过度包装造成资源浪费和环境污染。

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

国务院及有关部门颁布了鼓励行业发展的一系列政策，为行业发展建立了良好的政策环境，将在较长时段内对佳合科技的经营发展带来促进作用，也对公司未来的经营发展以及绿色包装、安全包装及智能包装的转型起到促进作用。近年来纸包装行业主要产业政策如下表所示。

表6：有关部门颁布了鼓励行业发展的一系列政策

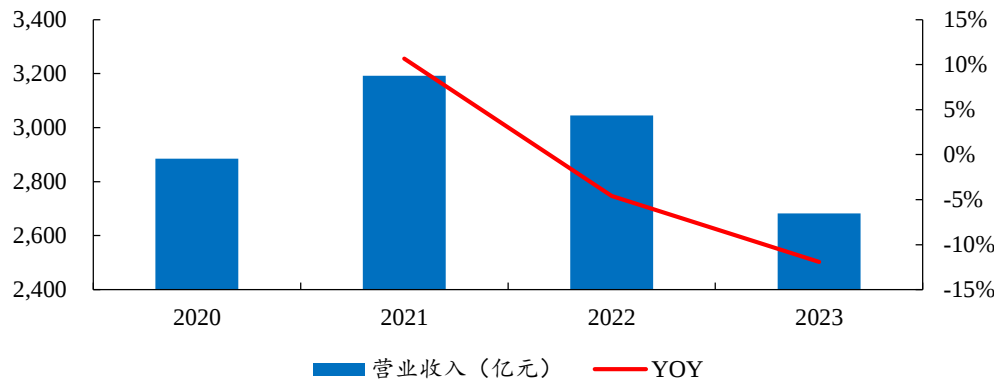
序号	文件名称	发布机构	施行时间	主要内容
1	《出版业“十四五”时期发展规划》	国家新闻出版署	2021 年	《规划》从做强做优主题出版、打造新时代出版精品、壮大数字出版产业、促进印刷产业提质增效、加强出版公共服务体系建设、健全现代出版市场体系、推动出版业高水平走出去、提高出版业治理能力与管理水平、完善出版业高质量发展保障措施等 9 个方面，提出 39 项重点任务，列出 46 项重大工程，并对推动规划落地实施提出工作要求。
2	《“十四五”循环经济发展规划》	国家发改委	2021 年	《规划》明确了快递包装绿色转型推进行动。强化快递包装绿色治理，推动电商与生产商合作，实现重点类的快件原装直发。鼓励包装生产、电商、快递等上下游企业建立产业联盟，支持建立快递包装产品合格供应商制高，推动生产企业自觉开展包装减量化。
3	《关于加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系的指导意见》	国务院	2021 年	加快实施钢铁、石化、化工、有色、建材、纺织、造纸皮革等行业绿色化改造，推行产品绿色设计，建设绿色制造体系。
4	《关于推动轻工业高质量发展的指导意见》	工业和信息化部等五部门	2022 年	提出提升纸包装产品附加值，发展绿色设计、可降解和可回收纸包装技术。
5	《关于加快推动制造业绿色化发展的指导意见》	工业和信息化部	2024 年	支持纸包装行业低碳工艺改造，推广生物基、再生纤维等环保材料应用。
6	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	国务院	2024 年	推动大规模设备更新和消费品以旧换新，统筹扩大内需和深化供给侧结构性改革，实施设备更新、消费品以旧换新、回收循环利用、标准提升四大行动，大力促进先进设备生产应用，推动先进产能比重持续提升，推动高质量耐用消费品更多进入居民生活，畅通资源循环利用链条，大幅提高国民经济循环质量和水平。

资料来源：公司 2024 年年报、开源证券研究所

包装行业主要分为纸包装、塑料包装、金属包装、玻璃包装、木制品包装等子行业。我国现代包装业起步于 20 世纪 80 年代，根据《2023 年全国包装行业运行概况》，经过 40 余年的发展，2023 年，我国包装行业规模以上企业(年营业收入 2000 万元及以上全部工业法人企业)10,632 家，企业数比 2022 年增加 772 家。全国包装行业规模以上企业累计完成营业收入 11,539.06 亿元，同比增长-0.22%，增速比 2022 年同期提高了 0.48 个百分点。

在包装行业的几大子行业中，纸包装是最大的细分子行业之一，2023 年度规模以上企业完成营业收入 2,682.57 亿元，占比 23.25%。中国是全球最大的瓦楞纸生产及消费国。预计在未来几年内，以瓦楞纸箱为代表的纸及纸板容器行业仍然有稳健的增长空间。

图30：2023 年度规模以上企业完成营业收入 2,682.57 亿元

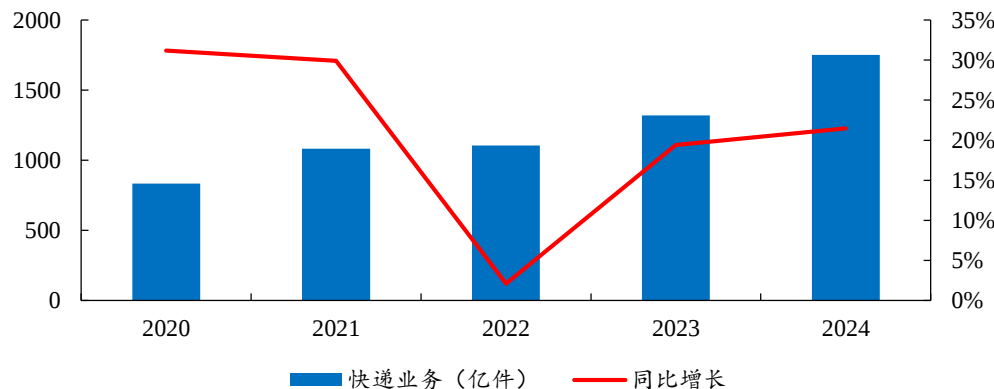


数据来源：中国包装联合会、开源证券研究所

2.1.1、瓦楞纸箱行业存在较大增量空间

行业未来增量空间主要来自纸包装消费升级、快递包装需求以及纸包装对其他材质包装的替代效应。一方面，随着城市化生活及经济的发展，需求端消费升级驱动纸包装朝精品化、设计感、高科技方向发展，从而提升纸包装单价。商品外包装将从包装功能向营销、展示、防伪等更复合功能发展。另一方面，近年来电商业务迅速发展带动了快递业的纸包装需求。根据国家邮政局数据，2021 年全年，我国快递业务量达 1083 亿件，同比增长 29.9%，包裹数量占全球一半以上。2024 年快递业务量完成 1750.8 亿件，同比增长达到 21.5%。

图31：2024 年快递业务量完成 1750.8 亿件，同比增长达到 21.5%



数据来源：国家邮政局、开源证券研究所

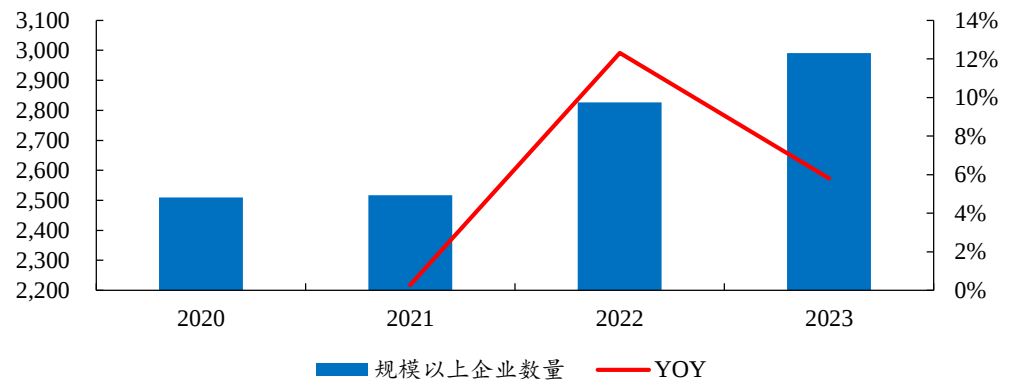
此外，纸质包装对其他材质包装、尤其是塑料包装的替代效应也符合政策方向。绿水青山就是金山银山，在国家政策对于环境保护的大力引导下，未来纸包装对于塑料包装的替代也将更加深入，市场空间更为广阔。

2.1.2、行业集中度将进一步提高

瓦楞包装行业由于进入门槛较低，中小生产厂众多，形成了我国瓦楞包装行业分散的行业格局。2016 年 12 月，工信部和商务部联合发布了《关于加快我国包装产业转型升级发展的指导意见》，要求从行业结构的角度，形成 15 家以上年产值超过 50 亿元的企业或集团，行业内上市公司和高新技术企业大幅增加，形成一批具有国际影响力的知名品牌。在未来一段时间，我国瓦楞纸箱行业将通过淘汰落后产能、并购重组等方式进一步提高行业集中度，行业有望进入规模化、集团化发展阶段。

根据中国包装联合会数据，2023 年我国纸和纸板容器行业规模以上企业（年营业收入 2000 万元及以上全部工业法人企业）为 2,991 家，企业数量增速放缓。

图32：2023 年我国纸和纸板容器行业规模以上企业为 2,991 家（家）



数据来源：中国包装联合会、开源证券研究所

2.1.3、提高附加值，提供一体化服务

随着产业规模化的发展进程，终端电子、烟酒、食品等行业消费者的需求逐步催生了兼具设计感及性价比的纸包装产品需求，国内纸包装龙头企业已经普遍从单一的生产制造商向涵盖采购、设计、生产、仓储、物流等一体化的服务商进行升级。一体化服务能够满足客户的多方面需求，加速客户开拓，提高客户复购率。一体化的包装整体解决方案包括创意设计解决方案、一体化产品制造和供应解决方案以及售后服务解决方案。从创意设计、生产到交付再到售后，各环节均紧密围绕客户的实际需求，一体化服务优化了产业链的效率，从而为客户创造最大价值。

2.1.4、跨区域多点布局生产基地

由于瓦楞纸箱产品本身单价较低，其成本构成中运输成本占比较高，因而对运输成本较为敏感。基于这一特性，瓦楞纸箱的经济运输半径通常被限制在 300 公里以内。这就决定了对于瓦楞纸箱企业而言，广泛设立生产基地以贴近市场、满足当地需求，成为实现产能扩张的主要且行之有效的方式。

目前，国内瓦楞纸箱行业的龙头企业纷纷通过新建生产线、开展兼并收购等多元化方式，积极布局全国性的生产网络。随着国内制造业内迁趋势的日益明显，许多行业龙头企业将目光投向了中西部地区，加大了在这些区域的投资设厂力度。

在行业积极变革的大背景下，佳合科技也展现出了其独特的战略眼光与魄力。2024 年，佳合科技成功完成对越南立盛的收购，正式迈出了布局越南市场的关键一

步，不仅拓展了企业的市场版图，进一步优化产能布局，提升市场竞争力，也为其在国际市场的竞争中赢得了先机。

图33：2024 年佳合科技成功完成对越南立盛的收购

北交所首单！佳合科技境外重大资产重组业务落地

发布日期：2024-09-19 点击：110

4月17日，昆山佳合纸制品科技股份有限公司（以下简称“佳合科技”）购买昆山市苏裕纸制品有限公司持有的立盛包装有限公司26%股权成功实施，标志着北交所首单境外重大资产重组业务落地。

佳合科技位于昆山经济技术开发区，主要生产瓦楞纸板、纸箱、彩盒、产品展示盒及展示架等。公司先后通过美国G7、low's、TARGET、BBB、BBY、Walmart等国际公司认证，已与沃尔玛（Walmart）、百思买（Bestbuy）、麦德龙（METRO）等众多国际知名卖场、零售公司长期战略合作。佳合科技于2022年6月27日向北交所IPO申请，并于当年12月30日成功上市，成为昆山市首家在北京证券交易所上市企业。



资料来源：公司官网

据越南包装协会称，包装行业预计将以每年 12.3%的速度增长。Nguyễn Ngọc Minh Thy，越南包装协会副主席在 2022 年 11 月 11 日 HCM 市举行的研讨会上讨论了包装行业的发展餐饮、消费品、出口和电子商务的增长推动了这一增长。据 FiinGroup 的市场调研与咨询总监 Khiếu Duy Hải 称，越南市场为外国投资者提供了机会。2022 年 11 月 11 日，他在 HCM City 的一次研讨会上表示，2017-2021 年，该行业年均增长 11%。

图34：2022 年越南包装协会预计越南包装行业将以每年 12.3% 的速度增长

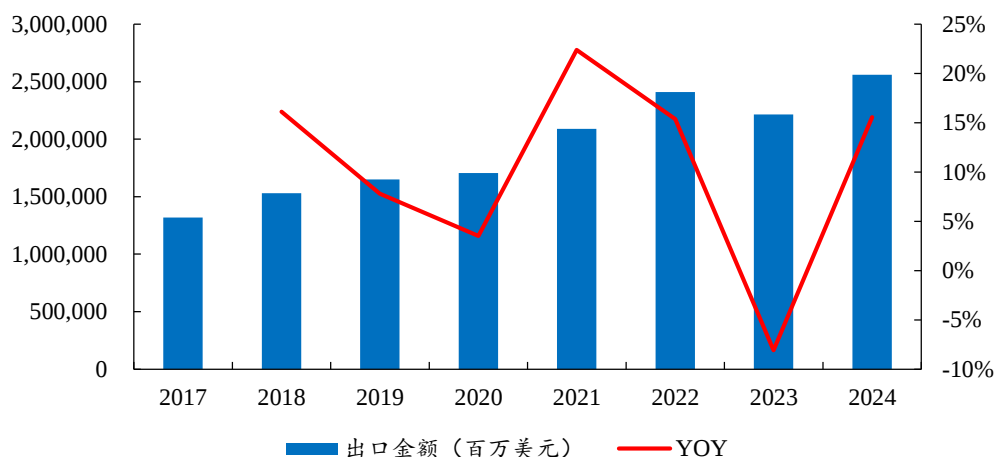


资料来源：中国包装联合会

随着全球制造业工业的转移，越南逐渐向制造业大国发展，商品和服务消费领域的增长越来越迅速，电子、制药、医疗保健、食品、饮料等行业使用经济、环保、轻质的包装产品的终端用户越来越多，促使越南包装行业的市场需求不断增长，其中纸箱包装是增长最快的细分行业之一。在 2017-2021 年间，得益于电子商务行业的飞速发展，快递业务量激增，用于制造纸箱、纸箱的夹心以及缓冲包装材料等的瓦楞纸板市场需求随之释放，进而促使市场的持续快速发展。根据新思界行业研究中心统计，2021 年全球电子商务交易额接近 5 万亿美元，并且预计在未来四年内仍将维持着较高的年均复合增长率，到 2025 年有望增长至 7.5 万亿美元。

与此同时，越南出口的高增长也带动了包装纸需求的急剧增加，尤其是纺织、鞋类、海产品、元器件、电子设备等出口占比较高的行业。元哲咨询分析，近年来，越南造纸业的年平均增长率约为 10%-12%，其中包装纸的产能投资项目大，年平均增长率约为 15%-17%。随着需求的强劲增长和纸品在经济中的多元化作用，造纸业贡献了约 1.5% 的 GDP，出口额已超过 10 亿美元。越南已经从一个进口需求的国家成为各种纸的出口国，特别是包装用纸。据元哲咨询分析，2018-2022 年越南纸及纸制品出口额的年均复合增长率达 20.25%，2022 年，越南纸品出口总额为 19 亿美元，同比增长 12.5%。

2022 年，美国是越南最大的出口市场，占出口总额的 23.8%，2022 年纸及纸制品对美国市场出口额较 2021 年增长 14.3%，是 2022 年纸及纸制品行业出口增长的主要原因。此外，2022 年越南纸和纸制品对许多市场的出口较 2021 年都有所增加。对柬埔寨的出口增长 21.4%，中国台湾增长 22.6%，印度尼西亚增长 28.8%，泰国增长 84.6%，澳大利亚增长 12.3%，新加坡增长 10.6%，菲律宾 38.4%，阿联酋 34.9%，等等。

图35：越南出口呈增长态势（单位：百万美元）


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、行业壁垒

2.2.1、资金规模壁垒

瓦楞包装行业属于资金密集型行业，中高档瓦楞产品的生产线需要较大规模的设备、厂房等固定资产投入；同时，随着业务的发展，企业生产设备的升级换代、扩大产能、产品研发等都需要持续的资金投入；此外，由于消费者需求层次不断提升，品牌客户对包装产品的需求也不断提高，促使包装生产企业不断增加在产品研发上的投入以保持市场竞争力；另外，行业内企业在为客户提供各种规格和品类的产品时，自身须备足相应规格和品类的原材料，大规模的原材料备货也对企业资金造成较大的压力。

瓦楞包装行业具有明显的规模经济效益，企业只有通过扩大生产规模和加大资金投入，为客户及时提供大批量、高质量的产品，形成规模效应，才能在行业竞争中处于领先地位。规模小、供应能力不足的企业将在行业的整合过程中被逐步淘汰出局。倘若新进入的包装制造公司市场开拓能力不足，积累的客户资源数量较小，无法形成规模化经营，同时要面临内部资金、品牌、销售等多方面的发展制约，在市场竞争中难以取得有利地位。

2.2.2、客户认证壁垒

中高端品牌客户在选择包装产品供应商时均实行非常严格的考核认证制度，供应商必须符合一系列严格的选择标准，并通过漫长的考察程序才能与中高端品牌客户确定合作关系。本行业企业在正式成为客户合格供应商之前，其资金和销售规模、研发设计能力、生产能力、品质控制能力、市场响应速度、社会责任等各个方面均需接受客户长期、严格的审核，该考核认证周期通常为数月至数年不等。在成为合格供应商之后，也同样需要经历周期较长的小批量试制、中批量试产才能进入大批量供应，且每年都会对其生产、采购、环保情况、安全管理等方面进行测试、评审和验收。

在现代包装产业发展阶段，中高端消费品包装主要为客户定制的非标产品，众多下游行业客户新产品研发与生产的周期越来越短，产品更新换代的速度越来越快，

这对包装供应商的设计能力、柔性制造能力、产品与服务的品质保障能力等综合实力提出了较高要求。下游客户，尤其是大型客户为了保持其自身产品品质的安全性与稳定性，不会轻易更换其包装服务供应商，这对新入企业争夺客户资源也设置了障碍。因此，瓦楞包装行业的生产企业存在较高的客户认可度壁垒。

2.2.3、技术与工艺壁垒

中高档纸箱具有低克重、轻量化、高强度、图案色彩还原度高等特点，而批量生产这类高档纸箱需要纸箱生产企业具有较高的瓦楞纸箱制作工艺，高精度、细腻的印刷内容也要求厂商具备较高的印刷技术和工艺水平。为应对上述需求，中高档纸箱生产厂商需引进高性能印刷机、高性能瓦楞纸板生产线，同时具备较好的技术积累和工艺经验。掌握先进的生产技术及工艺需要时间和经验的积累，这对新进入行业的企业构成了一定的障碍。并且随着知名品牌客户对智能化包装、整体包装解决方案服务的需求与日俱增，市场对瓦楞纸箱企业的产品研发、设计以及生产运营等方面提出了更高的技术要求。未来瓦楞纸箱企业新的发展领域将随着行业研发水平和技术工艺水平的提高而拓宽，这对于新进入行业的企业将构成更大的技术壁垒。

2.3、竞争格局

公司的竞争对手主要是本土龙头企业以及国际知名同行业公司。根据公司产品与服务内容，选取美盈森、大胜达、艺虹股份、龙利得作为可比公司。

表7：选取美盈森、大胜达、艺虹股份、龙利得作为可比公司

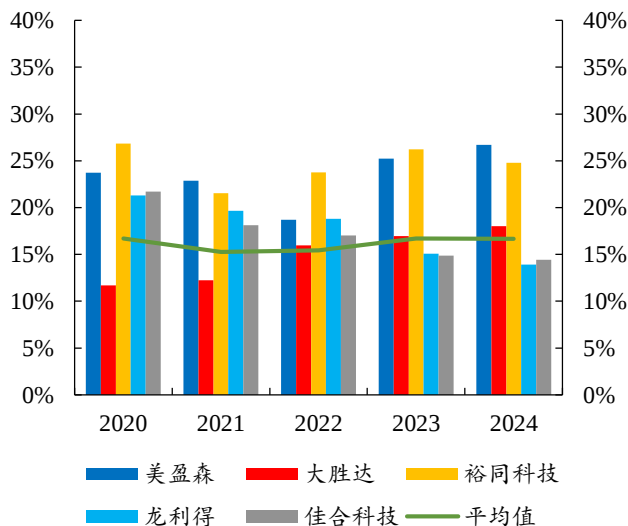
公司	市场地位	技术能力
美盈森	美盈森集团股份有限公司成立于2000年，坐落于广东省深圳市，于2009年在深圳证券交易所上市。美盈森主要为客户提供包装产品设计、包装方案优化、快速的物流配送、辅助包装作业、电子标签等包装一体化综合服务，瓦楞纸箱的生产是美盈森包装一体化服务中的重要组成部分。美盈森在全球有下属子公司共47家，其中境内36家，分布在粤港澳大湾区、长三角经济圈、成渝经济区、长株潭经济圈、一带一路西安等经济活跃区域；境外11家，主要分布在一带一路东南亚、南亚沿线国家。	截至2024年年报，公司及子公司共拥有国家专利815项，其中发明专利158项，是45项国家/行业包装标准的主要起草或参与起草单位，专利和标准数量位居行业前列。
大胜达	浙江大胜达包装股份有限公司成立于2004年11月，总部坐落于国家级萧山经济技术开发区。前身为浙江大胜达包装有限公司，2019年在上海证券交易所上市。大胜达先后在杭州、苏州、盐城、成都、武汉、新疆等地设立十余家子公司，在境外设立以“设计与营销”为一体的设计服务公司。大胜达是国内领先的包装印刷综合解决方案专业供应商之一，是中国包装联合会认定的“中国纸包装龙头企业”、“中国纸包装企业50强”，能为客户提供涵盖包装方案设计、研发、检测、生产、库存管理、物流配送等环节的全方位纸包装解决方案。	截至2024年年报，公司已取得52项发明专利，88项实用新型专利，3项外观专利、22项软件著作权、2项商标。
裕同科技	公司创立于1996年3月25日，于2016年12月16日在深交所上市，如今已发展成为行业领先、国际知名的品质包装方案商。公司的总部坐落于深圳，拥有逾20000名员工和50+生产基地，服务网络遍布全球。凭借卓越的印刷包装技术和全球敏捷交付能力，公司为世界500强企业、知名品牌等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。	截至2024年年报，公司已授权专利1,434项，其中发明专利197项、实用新型专利1,154项、外观设计专利83项。
龙利得	龙利得智能科技股份有限公司成立于2010年，位于安徽省明光市，于2020年在创业板上市。其专业从事瓦楞纸箱、纸板的研发、设计、生产和销售，主要为食品饮料、日化家化、粮油、家居办公、电子器械、医药医疗等行业的客户提供包装产品和服务，可根据客户的需求量身定制、设计综合包装方	截至2024年年报，公司及子公司已获得包括超20项发明专利在内的近300项授权专利。

公司	市场地位	技术能力
	案，提供精细化服务。龙利得是"国家印刷示范企业"、“中国印刷包装企业100强”，龙利得拥有4家子公司，位于上海市和河南省新乡市。	
佳合科技	昆山佳合纸制品科技股份有限公司成立于2001年，位于江苏省昆山市。主营业务为纸质包装与展示产品的研发、设计、生产和销售，为客户提供全方位的包装与展示解决方案，公司可根据客户的需求量身定制、设计综合包装方案，提供精细化服务。公司拥有3家子公司，分别位于江苏省常熟市、安徽省广德市和越南。	截至2024年年报，公司持有30项实用新型专利、2项发明专利及4项软件著作权，核心技术聚焦绿色环保包装领域。

资料来源：公司招股说明书、各公司2024年年报、开源证券研究所

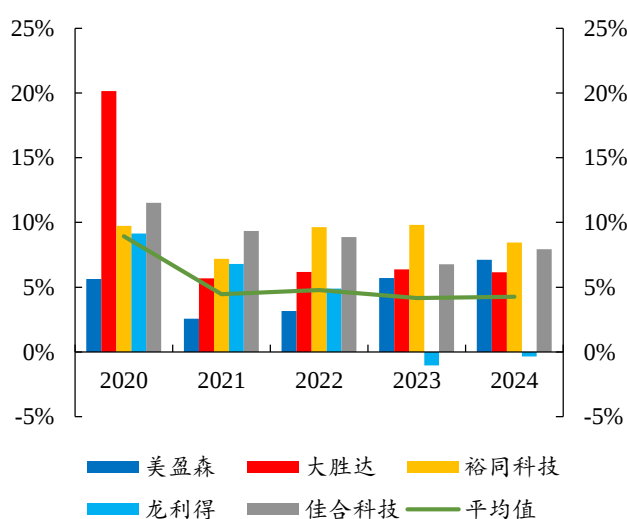
与可比公司进行对比分析，在毛利率方面，公司低于行业平均水平区间；在净利率方面，公司相较于可比公司处于较高水平。2024年度公司的毛利率与净利率分别为14.42%、7.94%，可比公司的毛利率与净利率的平均值分别为16.68%、4.27%。

图36：公司毛利率低于行业平均水平区间



数据来源：Wind、开源证券研究所

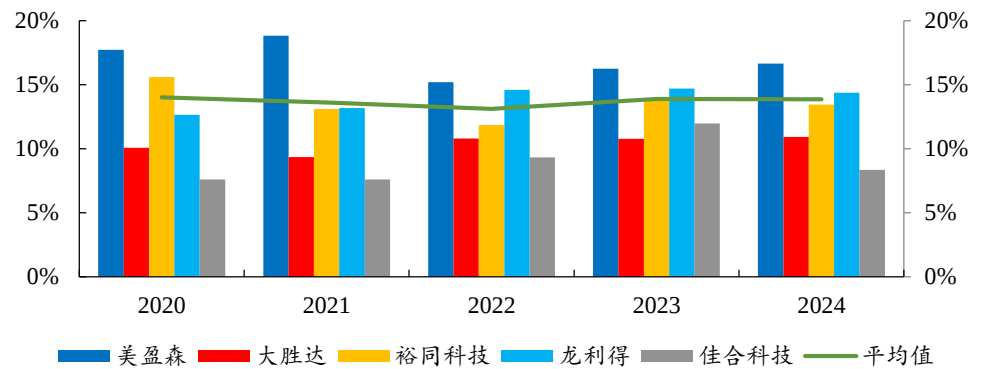
图37：公司净利率相较于可比公司处于较高水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司期间费用率显著低于同行业可比公司。2020-2024年度，佳合科技的期间费用率分别是7.59%、7.60%、9.31%、11.96%和8.33%，可比公司平均值分别为14.01%、13.61%、13.11%、13.89%和13.85%。

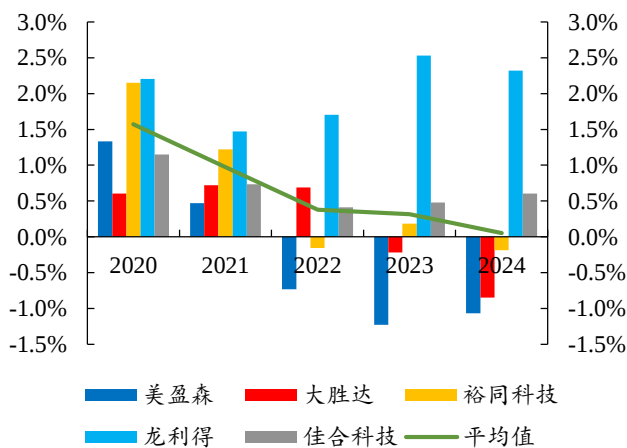
图38：公司期间费用率显著低于同行业可比公司



数据来源：Wind、开源证券研究所

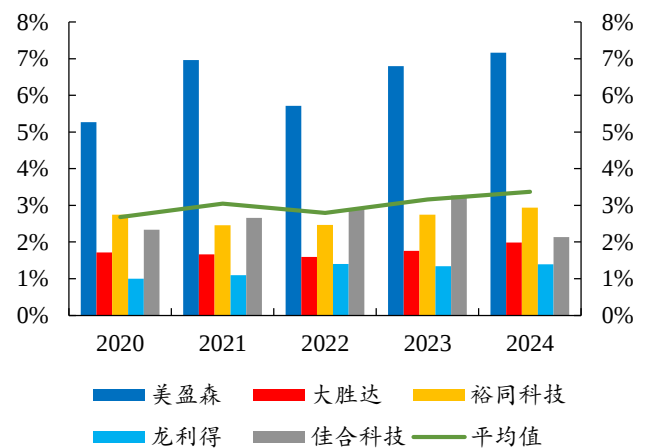
其中，公司财务费用率和销售费用率处于可比公司平均水平。

图39：公司财务费用率处于平均水平



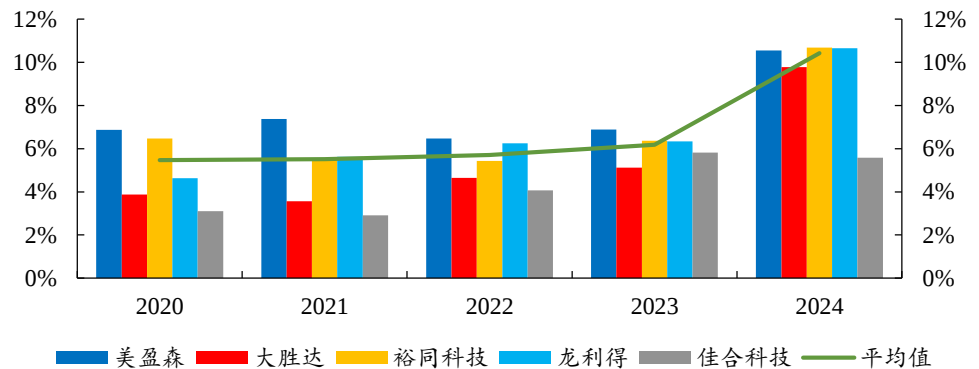
数据来源：Wind、开源证券研究所

图40：公司销售费用率处于平均水平



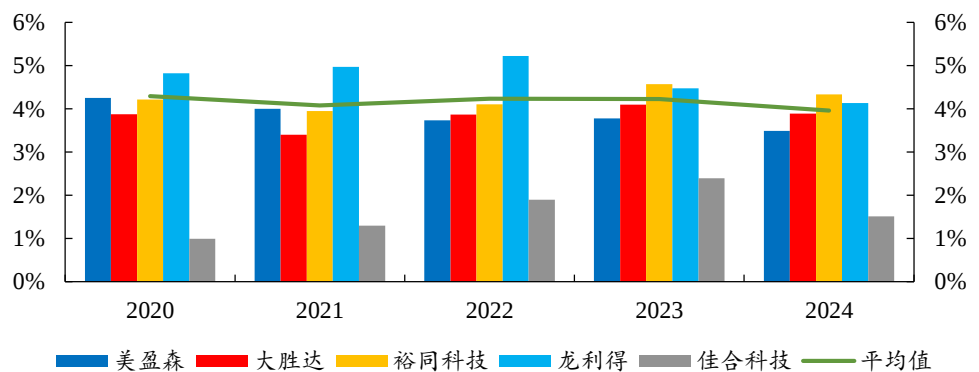
数据来源：Wind、开源证券研究所

对比可比公司平均水平，公司管理费用率较低。2020 -2024 年度佳合科技的管理费用率分别为 3.11%、2.92%、4.08%、5.82%、5.59%，可比公司平均管理费用率则分别达到 5.46%、5.51%、5.70%、6.18%、10.42%。

图41：公司管理费用率对比可比公司平均水平较低


数据来源：Wind、开源证券研究所

在近几年的发展进程中，公司的研发费用率呈现出波动上升的态势，反映出公司对研发投入的重视程度在逐步提升。然而，与同行业的可比公司进行横向对比时可以发现，公司研发费用率一直处于相对较低的位置，在研发资源的投入规模上与可比公司仍存在一定的差距有提升空间。2020-2024 年度公司的研发费用率分别为 0.99%、1.30%、1.90%、2.40%以及 1.51%。

图42：公司研发资源的投入强度上与可比公司存在一定的差距


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、亮点探寻

3.1、设计与技术优势

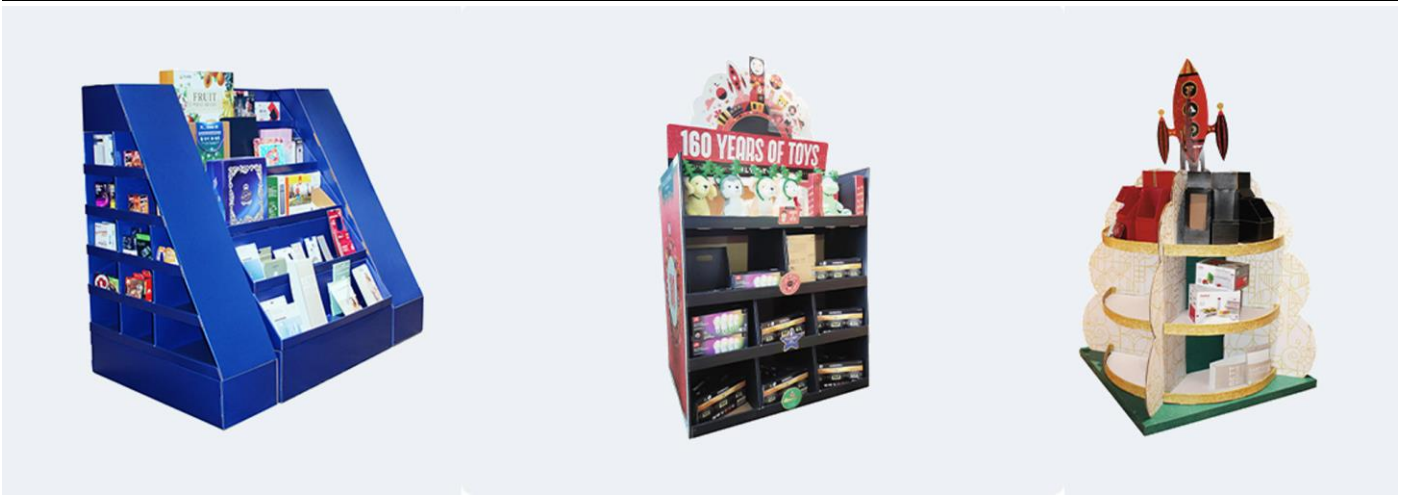
公司属于区域性竞争力较强的印刷包装企业，截至 2024 年年报，公司持有 30 项实用新型专利、2 项发明专利及 4 项软件著作权，2016 年获得“昆山市科技研发机构”称号，2018 年被认定为昆山市企业技术中心，2020 年被认定为苏州市企业技术中心，2017 年 12 月被认定为高新技术企业并于 2020 年 12 月通过复审，2022 年被认定为昆山市创新型中小企业。

3.1.1、结构设计技术的持续创新

公司注重纸盒的新材质、新样式，包装时的新思路、新方法，在发展的道路上不断创新。设计研发团队扎实的理论和多年的实践经验保证公司不断实现技术创新和升级，提升产品的性能和综合竞争力。

公司的产品包括设计成形态各异的产品展示架，为产品起到了展示、宣传、促销的作用，在实现容装性、保护性与便利性等基本功能的同时，兼顾显示性和陈列性，达到合理、适用、美观的效果，具有较强的视觉吸引力和冲击力；是传统塑料、木质货架、铁架较好的替代品，相对低碳、环保。

图43：公司的产品包括设计成形态各异的产品展示架



资料来源：公司官网

为顺应环保大趋势，公司将展示架的内衬由 EPE 材质优化为纸板，减少塑料的使用，使得产品的可回收性更高，并通过改进内衬结构，在保障承载能力的同时降低了成本、减少了加工工艺的复杂度，提升了生产效率。

同时，通过持续结构创新，公司使得展示架生产过程中切除的废纸更少，提升了原材料的利用率，降低了材料成本。

3.1.2、色彩管理技术的持续创新

随着数字技术的发展，印刷技术得到了快速发展，色彩管理技术也应运而生。色彩管理技术的实现主要包括提供和处理色彩描述文件、色彩空间转换、色彩匹配等主要步骤，纸质包装与展示产品印刷的色彩还原度是纸质包装产品印刷的核心。公司拥有权威的色彩管理软件（GMG）和色彩测试设备与系统（I1+PressTune/exact+colorcert），公司专业的色彩管理工程师定期对打印机、CTP、印刷机（KBA162/KBA105）进行色彩校对和曲线校对，公司纸质包装产品的印刷使用符合国际标准（G7）的油墨，印刷与彩喷的色相相似性达到 90%至 95%，持续创新缩短开发周期，节约开发成本，同时保证印刷质量稳定。

3.1.3、结构性能测试技术的持续创新

包装与展示产品的结构性能测试主要包括对包装材料、包装容器和包装件性能进行的测试与分析。保证被包装产品不受损坏是包装件的首要责任，公司的结构性能测试实验室现为 ISTA 测试机构成员之一，除了具备对纸板基本物理性能进行测试

的能力外，还可以在结构设计过程中对震动、跌落、夹抱、整箱抗压等运输性能进行测试，完成包装结构设计的全方位服务，高效的满足客户需求。

目前国内可以完成 ISTA 测试的机构约有 151 家，主要分布在沿海区域。

图44：国内可以完成 ISTA 测试的机构约有 151 家



资料来源：ISTA 官方网站

公司已经通过 GMI 认证、G7 认证、ISTA 实验室认证、FSC 认证、ISO9001、ISO14001、ISO45001 管理体系认证，形成了质量控制的闭环模式。

图45：公司通过 ISTA 实验室认证



资料来源：公司 2024 ESG 报告

3.1.4、积极开展产学研合作

佳合科技积极开展产学研合作，充分利用高校和科研机构的人才优势和研发资源，加速技术成果的转化和应用。公司与常州工学院就“一种防水阻燃瓦楞纸盒的研发”项目进行合作，主要内容为对“防水阻燃瓦楞纸盒的研发的技术指导”，涵盖了防水阻燃技术的研发、实验、测试和应用等多个方面。公司和技术团队提供实验设备、材料和资金支持，同时派遣技术专家参与研发过程，与常州工学院的技术人员共同开展实验和研究。此次产学研合作将有助于提高防水阻燃瓦楞纸盒的性能和质量，推动纸盒行业的技术进步和产业升级。同时，也有利于公司和技术团队拓展市场、提升品牌影响力，为企业的可持续发展注入新的动力。

图46：公司与常州工学院就“一种防水阻燃瓦楞纸盒的研发”项目进行合作



资料来源：2023 ESG 报告

3.2、客户优势

佳合科技与下游商超合作良好，产品质量、服务水平、交期等均获得了商超的认可。公司已与沃尔玛、家得宝、劳氏、塔吉特、百思买等国内外知名品牌建立了稳定的业务合作关系，得到了客户的广泛认可。家得宝将佳合科技认定为战略性包装供应商，佳合科技连续四年获得家得宝颁发的 PARTNER OF THE YEAR，该奖项 2019 年度至 2022 年度每年在中国仅颁发 1-3 家，获得充分认可。

家得宝为全球知名家居用品零售商，门店遍布美国、加拿大、墨西哥和中国等地区，2022 年《财富》世界 500 强排行榜排名第 43。2021 年度“美国零售百强榜”排名第 4，美国零售额 1,212.6 亿美元，美国门店数 1,974 家。

图47：佳合科技与下游商超合作良好

合作伙伴



资料来源：公司官网

图48：公司作为供应商获得合作伙伴充分认可

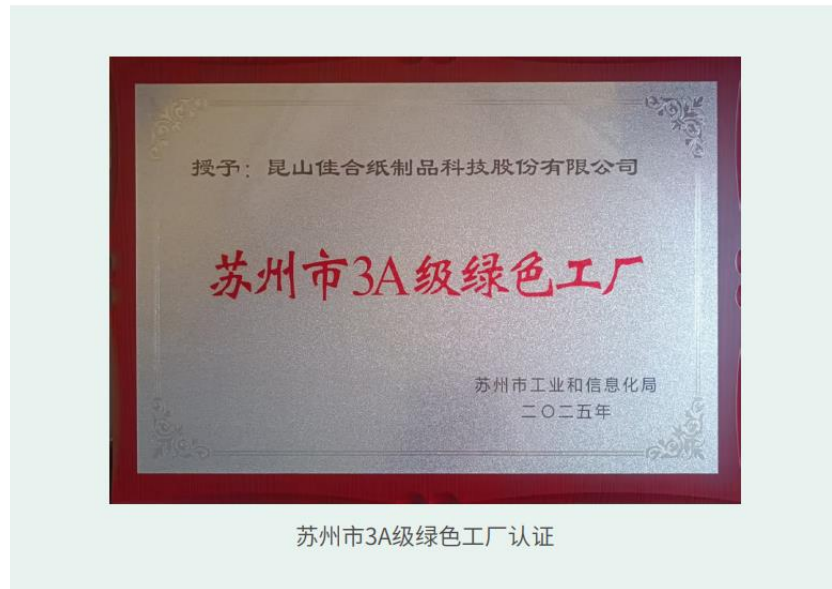


资料来源：公司 2024 ESG 报告

3.3、可持续发展 A 级

公司始终将 ESG 理念深度融入经营战略，通过系统性布局 and 前瞻性投入，在环境保护和可持续发展领域取得显著成效。公司积极推进绿色工厂建设并完成申报工作，于 2025 年初成功获得苏州市 3A 级绿色工厂认证。

图49：公司 2025 年初获得苏州市 3A 级绿色工厂认证



资料来源：公司 2024 ESG 报告

公司引入 ISO14001 环境管理体系，创新性地构建了覆盖产品全生命周期的环境管理方案，通过智能化生产、清洁能源利用、循环物流体系等要素的有机整合，实现了环境效益与经济效益的双赢。截至 2024 年末，公司及控股子公司广德佳联、常熟佳合、越南立盛均已通过 ISO 14001 环境管理体系认证。

图50：公司及控股子公司均已通过 ISO 14001 环境管理体系认证



资料来源：公司 2024 ESG 报告

从具体实践来看，佳合科技（国内）2024 年度环保投入总金额为 54.73 万元。得益于在 ESG 领域的持续深耕，公司 Wind ESG 评级达到 A 级。

图51：公司 Wind ESG 评级达到 A 级



资料来源：公司 2024 ESG 报告

表8：公司 Wind ESG 评级在同行业内处于较高位置

公司简称	Wind ESG 评级	Wind ESG 综合评分
美盈森	BB	4.53
大胜达	A	7.50
裕同科技	AA	8.37
龙利得	BBB	6.74
佳合科技	A	7.68

资料来源：Wind、开源证券研究所（注：数据截至 20250517）

4、盈利预测与投资建议

公司募投项目“广德佳联包装科技有限公司纸制品胶印、柔印项目”引进纸制品、纸塑等相关生产加工设备及辅助设备，并配套附属给排水、供配电、道路、广场、消防、绿化等公共工程，形成年产 15,100 万平方米纸制品、18,000 吨纸塑的生产能力。

表9：募投项目形成年产 15,100 万平方米纸制品、18,000 吨纸塑的生产能力（万元）

序号	项目名称	项目总投资	募集资金投入额
1	广德佳联包装科技有限公司纸制品胶印、柔印项目	30,000	10,000
2	补充流动资金	-	1,656
合计	-	30,000	11,656

数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

总投资预计 30,000 万元。其中，工程费用 21,629.53 万元，工程建设其他费用 1,531.26 万元，预备费用 1,389.65 万元，流动资金 4,949.51 万元，建设期利息 500.06 万元。其中拟使用募集资金 10,000.00 万元。公司募投项目已于 2023 年 10 月开始投产。根据公司公告，募投项目全面建成投产时间为 2026 年 11 月 30 日。

表10：总投资预计 30,000 万元(万元)

序号	投资内容	拟投资总额	募集资金拟投入金额
1	工程费用	21,629.53	9,000.00
2	工程建设其他费用	1,531.26	1,000.00
3	预备费用	1,389.65	-
4	流动资金	4,949.51	-
5	建设期利息	500.06	-
合计	-	30,000.00	10,000.00

数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

根据公司 2024 年年度报告，2024 年公司实现总营业收入 6.49 亿元，同比增长 124.34%。这一显著增长主要得益于两方面因素：一是公司合并报表范围增加越南立盛，纳入合并报表的营业收入为 23,989.88 万元；二是全资子公司广德佳联销售收入提升；三是公司实行“存量+拓新”双效模式，取得了一定的成效，销售收入增加。公司主营产品的主要原材料瓦楞纸价格波动较大，但由于公司在区域市场中具备较强的竞争力，拥有一定的下游转价能力，从而有效缓解了成本压力。此外，公司所处的纸包装行业整体较为分散，近年来随着行业整合加速，市场集中度逐步提升，竞争也日趋激烈。

（1）考虑到佳合科技于 2024 年并购越南立盛，并表时间为 5-12 月，2025 年将实现全年并表并带来增长。

（2）随着公司 2026 年募投项目逐步落地，子公司广德佳联或将迎来产能释放和业务放量，为公司带来新的增长动力。

佳合科技是江苏省高新技术企业，属于区域性竞争力较强的印刷包装企业，能够为客户提供一站式解决方案。公司通过不断地结构创新，一方面满足客户需求，另一方面降低材料成本，增强公司核心竞争力。目前多个国际知名品牌均为公司包装与展示产品的终端用户。

我们预计公司 2025-2027 年的归母净利润分别为 0.39/0.51/0.65 亿元，对应 EPS 分别为 0.67/0.87/1.10 元/股，对应 PE 为 40.8/31.6/24.8X。考虑到公司子公司越南立盛所处市场发展迅速，子公司广德佳联发展良好，首次覆盖给予“增持”评级。

表11：可比公司 PE TTM 均值为 53.99X

公司名称	股票代码	收盘价	市值（亿元）	PETTM	EPS			PE		
					2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
裕同科技	002831.SZ	22.71	211.32	14.77	1.82	2.06	2.30	12.86	11.00	9.87
柏星龙	833075.BJ	30.40	19.70	63.76	0.86	1.04	1.27	41.80	29.19	24.03
上海艾录	301062.SZ	8.30	35.88	139.82	0.26	0.36	0.25	32.75	23.36	32.91
东港股份	002117.SZ	11.12	58.24	37.01	0.38	0.40	-	28.97	27.60	-
宝钢包装	601968.SH	4.81	61.36	35.29	0.14	0.15	0.17	34.11	31.34	28.84
东峰集团	601515.SH	4.05	75.91	-14.84	0.02	0.02	-	207.11	168.75	-
大胜达	603687.SH	7.16	39.38	33.30	-	-	-	-	-	-
均值		12.65	71.69	53.99	0.58	0.67	1.00	59.60	48.54	23.91
佳合科技	872392.BJ	24.20	14.21	39.97	0.67	0.87	1.10	40.80	31.61	24.81

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：可比公司盈利预测均来自 Wind 一致预测，收盘日为 20250516，PE 均值已剔除负值计算）

5、风险提示

原材料价格波动风险、市场竞争加剧风险、销售区域集中风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	240	378	367	420	409
现金	96	66	84	84	110
应收票据及应收账款	91	193	154	202	149
其他应收款	3	7	8	7	10
预付账款	5	5	6	7	8
存货	30	67	76	80	94
其他流动资产	15	40	39	40	39
非流动资产	212	299	311	328	359
长期投资	48	0	7	14	27
固定资产	116	216	215	215	221
无形资产	19	57	65	75	87
其他非流动资产	29	26	25	24	24
资产总计	452	677	678	748	768
流动负债	108	205	163	184	137
短期借款	44	105	80	72	35
应付票据及应付账款	51	69	56	86	76
其他流动负债	14	31	26	26	27
非流动负债	20	15	15	15	15
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	20	15	15	15	15
负债合计	128	220	178	200	152
少数股东权益	19	125	129	134	143
股本	59	59	59	59	59
资本公积	113	113	113	113	113
留存收益	137	163	194	237	296
归属母公司股东权益	306	332	371	414	473
负债和股东权益	452	677	678	748	768

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	6	28	85	57	126
净利润	20	52	43	56	73
折旧摊销	9	25	26	28	31
财务费用	1	4	6	4	3
投资损失	-12	-6	-7	-8	-8
营运资金变动	-18	-52	17	-24	26
其他经营现金流	6	7	1	0	0
投资活动现金流	-45	-46	-31	-38	-54
资本支出	46	19	31	38	49
长期投资	0	-20	-7	-7	-13
其他投资现金流	1	-7	7	8	8
筹资活动现金流	-13	-13	-36	-42	-24
短期借款	8	61	-25	-8	-37
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-21	-74	-11	-34	13
现金净增加额	-52	-30	19	-23	48

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	289	649	735	837	961
营业成本	246	555	627	711	809
营业税金及附加	2	2	4	4	5
营业费用	9	14	18	20	22
管理费用	17	26	29	33	37
研发费用	7	10	15	18	24
财务费用	1	4	6	4	3
资产减值损失	-0	-1	0	0	0
其他收益	1	4	1	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	12	6	7	8	8
资产处置收益	0	-0	-0	-0	-0
营业利润	18	43	43	56	71
营业外收入	1	13	4	5	6
营业外支出	0	0	1	1	0
利润总额	19	56	46	59	77
所得税	-1	5	3	3	3
净利润	20	52	43	56	73
少数股东损益	-1	18	4	6	9
归属母公司净利润	21	34	39	51	65
EBITDA	28	85	75	90	108
EPS(元)	0.35	0.58	0.67	0.87	1.10

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-3.9	124.3	13.3	13.9	14.8
营业利润(%)	-41.8	143.5	-0.2	28.3	28.5
归属于母公司净利润(%)	-21.3	64.1	16.4	29.1	27.4
获利能力					
毛利率(%)	14.9	14.4	14.7	15.1	15.8
净利率(%)	7.1	5.2	5.4	6.1	6.7
ROE(%)	6.0	11.3	8.6	10.3	11.9
ROIC(%)	5.5	12.6	10.3	12.0	14.6
偿债能力					
资产负债率(%)	28.3	32.5	26.2	26.7	19.9
净负债比率(%)	-14.8	9.6	-0.9	-2.1	-12.1
流动比率	2.2	1.8	2.3	2.3	3.0
速动比率	1.8	1.4	1.7	1.7	2.2
营运能力					
总资产周转率	0.7	1.1	1.1	1.2	1.3
应收账款周转率	3.6	4.6	4.3	4.8	5.6
应付账款周转率	8.7	11.3	21.7	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.35	0.58	0.67	0.87	1.10
每股经营现金流(最新摊薄)	0.10	0.48	1.45	0.97	2.14
每股净资产(最新摊薄)	5.21	5.66	6.33	7.06	8.05
估值比率					
P/E	77.9	47.5	40.8	31.6	24.8
P/B	5.3	4.8	4.3	3.9	3.4
EV/EBITDA	57.3	20.6	22.7	19.0	15.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn