

2025 年 10 月 29 日

柏星龙(920075.BJ)

——包装业务收入下降致使业绩承压，AI+潮玩业务发展卓有成效

投资评级：增持（维持）

投资要点：

证券分析师

赵昊
SAC: S1350524110004
zhaohao@huayuanstock.com
王宇璇
SAC: S1350525050003
wangyuxuan@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025 年 10 月 28 日

收盘价（元）	29.46
一年内最高/最低（元）	57.68/20.10
总市值（百万元）	1,909.45
流通市值（百万元）	1,027.53
总股本（百万股）	64.82
资产负债率（%）	35.85
每股净资产（元/股）	6.19

资料来源：聚源数据

- **事件：2025Q1-Q3 实现营业收入 3.77 亿元（yoy-16%），实现归母净利润 2441 万元（yoy-37%）。**销售费用率 9.06%(yoy+1.3pcts),管理费用率 11.96%(yoy+2.3pcts),研发费用率 4.03%(yoy+0.3pcts)。**2025Q3 公司实现营业收入 1.25 亿元（yoy-29%）；归母净利润 344 万元（yoy-71%）。**受内销下游白酒行业持续低迷与市场竞争加剧等因素影响，客户订单有所减少，导致公司酒类产品包装业务收入下降，营业利润也同比减少。
- **内销酒类包装业务同比下滑，公司积极拓展海外市场。**2025 年上半年公司**产品包装业务**占公司总营业收入 92.93%，营收同比-10.16%，主要原因为受内销白酒行业持续深度调整，终端消费恢复有限，市场竞争加剧，公司酒类产品包装业务收入同比减少。外销方面，公司合作广度与深度均有提升，广度上，与客户合作从原先集团下个别品牌扩展到更多集团内品牌；深度上，从服务单一品牌的礼品线或季节性产品延伸至更多产品系列，介入客户合作的机会持续增长。**内销方面**，酒类业务不断拓展产品至黄酒、啤酒、果酒等品类，打造气泡黄酒、即饮消费等创新产品路径，同时融入渠道创新，从传统商超延展至电商货架、即时零售、外卖等渠道，形成标杆案例，带动非白酒品类渗透率逐渐提升。**我们认为公司内销包装业务暂时承压，蓄力等待行业拐点到来；外销业务合作品牌覆盖广度和客户粘性提升，叠加海外产能不断释放，有望持续提升市场份额。**
- **持续夯实设计与 IP 开发能力，文创潮玩业务多点开花。**柏星龙于 2025/10/15-10/18 携旗下文创潮玩品牌“玩物丛生”首次参加 CTE 中国玩具展，**IP 开发维度来看**，品牌聚焦 Z 世代“情绪经济”新消费需求，明确“AI 互动类、传统文创类”两大产品主线；核心原创 IP 方面，“独眼星球”已完成 AI 陪伴型毛绒玩具原型设计，另一原创传统文创潮玩 IP “Nidoo”已完成品牌故事撰写与产品形象原型设计，IP 矩阵初步成型。**产品落地维度来看**，核心 IP 产品已进入产业化准备阶段，其中“独眼星球”AI 陪伴型毛绒玩具、“Nidoo”手办玩偶盲盒均已完成产品打样，在生产技术标准、流程衔接等方面已做好大批量生产准备。**渠道布局拓展来看**，公司推动“线上全平台+线下多场景”渠道覆盖，线上端计划在各大主流购物平台开设“玩物丛生”品牌专卖店，并搭建微信小程序官方社群与商城；线下端目标与成熟零售渠道商合作，覆盖潮玩集合店、文旅场景等，实现全渠道销售铺货，提升品牌与产品触达率。**我们认为公司文创潮玩业务进展较快，前期工作准备完善，关注后续营销活动、渠道铺设以及业务放量情况。**
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 0.41、0.53 和 0.68 亿元，截至 10 月 28 日收盘价，对应 PE 为 47、36、28 倍。公司深耕创意包装十七年，以设计包装业务为稳定基本盘，同时切入文创赛道，我们看好其积极孵化自有 IP+合作运营第三方成熟 IP 的能力，维持“增持”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动的风险、下游需求波动风险、市场竞争加剧风险。

盈利预测与估值 (人民币)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	538	592	572	665	779
同比增长率 (%)	10.28%	10.21%	-3.48%	16.28%	17.16%
归母净利润 (百万元)	46	41	41	53	68
同比增长率 (%)	18.02%	-10.53%	-1.67%	31.15%	27.97%
每股收益 (元/股)	0.71	0.64	0.63	0.82	1.05
ROE (%)	11.42%	10.14%	9.70%	12.24%	14.92%
市盈率 (P/E)	41.43	46.31	47.10	35.91	28.06

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	184	171	177	188
应收票据及账款	127	123	143	158
预付账款	5	5	5	6
其他应收款	6	6	7	21
存货	38	37	44	50
其他流动资产	2	2	2	2
流动资产总计	362	344	377	424
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	257	251	259	262
在建工程	5	24	20	19
无形资产	14	13	12	11
长期待摊费用	2	0	1	1
其他非流动资产	17	17	18	20
非流动资产合计	296	305	310	314
资产总计	657	649	687	739
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	133	128	148	170
其他流动负债	67	59	70	86
流动负债合计	200	187	218	256
长期借款	41	33	25	17
其他非流动负债	3	3	3	3
非流动负债合计	44	36	29	20
负债合计	244	224	246	277
股本	65	65	65	65
资本公积	139	139	140	142
留存收益	203	214	230	249
归属母公司权益	406	418	434	456
少数股东权益	7	7	7	6
股东权益合计	414	425	441	462
负债和股东权益合计	657	649	687	739

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	41	36	48	62
折旧与摊销	25	31	33	37
财务费用	0	1	1	0
投资损失	-1	-1	-1	-1
营运资金变动	12	-8	3	2
其他经营现金流	16	5	5	5
经营性现金净流量	93	64	89	105
投资性现金净流量	-64	-40	-36	-37
筹资性现金净流量	-28	-37	-47	-57
现金流量净额	2	-14	6	11

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	592	572	665	779
营业成本	394	379	436	504
税金及附加	3	3	3	4
销售费用	52	50	59	70
管理费用	60	58	68	80
研发费用	22	21	24	28
财务费用	0	1	1	0
资产减值损失	-5	-5	-5	-6
信用减值损失	-14	-11	-12	-12
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	1	1	1	1
公允价值变动损益	1	0	1	2
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	5	5	5	5
营业利润	49	49	64	81
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	1	1	1	1
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	49	48	63	81
所得税	8	8	10	13
净利润	41	40	53	67
少数股东损益	0	0	0	-1
归属母公司股东净利润	41	41	53	68
EPS(元)	0.64	0.63	0.82	1.05

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	10.21%	-3.48%	16.28%	17.16%
营业利润增长率	-6.84%	-1.30%	30.77%	27.71%
归母净利润增长率	-10.53%	-1.67%	31.15%	27.97%
经营现金流增长率	12.15%	-31.42%	39.32%	18.56%
盈利能力				
毛利率	33.47%	33.70%	34.47%	35.26%
净利率	6.92%	7.03%	7.93%	8.66%
ROE	10.14%	9.70%	12.24%	14.92%
ROA	6.27%	6.25%	7.74%	9.21%
估值倍数				
P/E	46.31	47.10	35.91	28.06
P/S	3.22	3.34	2.87	2.45
P/B	4.70	4.57	4.39	4.19
股息率	1.57%	1.51%	1.98%	2.54%
EV/EBITDA	23	23	19	15

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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。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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。