

大胜达 (603687.SH)

瓦楞包装箱全国扩张，多元业务打开成长空间

深耕包装领域二十载，客户结构优异。公司成立于2004年，产品包括瓦楞纸箱、纸板、精品酒盒、卷烟商标等，下游客户优质，包括多家世界500强。2016-2021年营收/归母净利润 CAGR 分别为 11.3%/14.9%；22H1 公司营收/归母净利润同比分别增长 28.0%/60.3%，主要系收购子公司（四川大胜达中飞&浙江爱迪尔），新增酒包、烟标业务，产品结构持续优化。

下游多领域共振，行业集中度提升逻辑顺畅。2021 年我国瓦楞纸箱产量为 3444.2 万吨（+8.6%），预计 2025 年需求量有望超 4000 万吨（CAGR 为 4.0%）。此外，下游领域消费升级趋势明显，带来结构性增长机遇，量价有望齐升。从供给端来看，市场进入门槛较低，大量小厂依附于本地需求生存，因此竞争格局分散，目前我国瓦楞纸箱行业 CR10 不足 10%，未来纸包装行业面临绿色化、自动化转型升级，中小产能加速出清，头部企业优先享受下游需求稳健增长以及份额提升带来的增长红利。

卡位华东，供应链突出&客户优质。公司以浙江为核心，进行全国化产能布局。生产端：以智能化、物联网为抓手，推动制造资源与前端订单、供应链管理、物流资源的高效链接和配置，提升生产运营效率。销售端：拥有众多全球一线品牌客户、粘性极强，且品牌客户可为公司产品品质背书，有利于提高公司的市场知名度与行业地位，2021 年公司累计开发新客户数百家，其中包括加多宝、嘉士伯啤酒等知名品牌，下游客群持续高质量扩充。

品类延伸寻新机，烟标、酒包两开花。2022 年上半年，公司收购中飞包装与增资并表爱迪尔，成功切入酒盒、烟标领域。此外 2022-2024 年 3 万吨纸浆模塑环保餐具项目、智能化纸质酒盒项目（5700 万支）将相继投产，成长路径清晰。

成本压力趋缓下，盈利弹性有望释放。公司纸包装业务中原材料成本占总成本比例为 75.4%，其中瓦楞纸、白板纸等原纸占原材料采购比例的 90%以上，故纸价系影响纸包装业务毛利率的核心因素之一。根据我们测算，若未来纸价下降 1%/3%/5%/7%/9%，预计公司净利率将可上升 0.6pct/1.8pct/3.0pct/4.2pct/5.4pct。

盈利预测：预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 22.82/28.72/36.34 亿元，同比增长 37.1%/25.9%/26.5%；归母净利润将分别为 1.20/1.49/2.20 亿元，同比增长 23.3%/24.2%/46.9%，对应 P/E 估值分别为 39.8X/32.0X/21.8X。横向比较环球印务、盛通股份、海顺新材、王子新材等同行包装印刷企业，2022 年行业平均估值为 32.3X，考虑到公司开拓第二成长曲线，产能后续稳步释放，成长增速高且确定性强，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：原材料波动，产能爬坡不及预期，商誉减值风险，规模测算存在误差。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1,351	1,664	2,282	2,872	3,634
增长率 yoy (%)	6.7	23.2	37.1	25.9	26.5
归母净利润（百万元）	279	98	120	149	220
增长率 yoy (%)	163.9	-65.0	23.3	24.2	46.9
EPS 最新摊薄（元/股）	0.67	0.23	0.29	0.36	0.52
净资产收益率 (%)	15.0	4.9	5.7	6.4	8.3
P/E (倍)	17.1	49.0	39.8	32.0	21.8
P/B (倍)	2.8	2.6	2.5	2.3	2.1

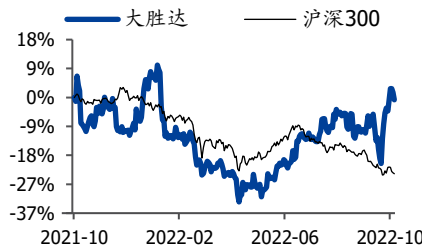
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2022 年 10 月 21 日收盘价

增持（首次）

股票信息

行业	包装印刷
10月21日收盘价(元)	11.41
总市值(百万元)	4,781.95
总股本(百万股)	419.10
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	3.79

股价走势



作者

分析师 姜春波

执业证书编号：S0680521070003

邮箱：jiangchunbo@gszq.com

研究助理 姜文铨

执业证书编号：S0680122040027

邮箱：jiangwenqiang1@gszq.com

相关研究



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1780	1713	1818	1900	2531
现金	862	943	724	692	875
应收票据及应收账款	362	471	671	766	1052
其他应收款	7	10	13	16	20
预付账款	12	21	25	33	40
存货	189	195	313	320	471
其他流动资产	349	74	74	74	74
非流动资产	1101	1189	1450	1695	1977
长期投资	149	144	158	170	181
固定资产	705	746	960	1174	1458
无形资产	189	197	200	201	182
其他非流动资产	58	101	132	150	156
资产总计	2881	2902	3269	3595	4508
流动负债	466	371	679	934	1719
短期借款	80	0	0	264	783
应付票据及应付账款	288	265	468	445	695
其他流动负债	98	106	211	224	241
非流动负债	602	612	562	507	455
长期借款	462	464	415	360	308
其他非流动负债	140	147	147	147	147
负债合计	1068	983	1241	1441	2175
少数股东权益	6	13	8	-4	-29
股本	411	414	419	419	419
资本公积	663	693	693	693	693
留存收益	642	712	818	943	1119
归属母公司股东权益	1807	1906	2021	2158	2362
负债和股东权益	2881	2902	3269	3595	4508

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	165	14	53	100	145
净利润	272	95	115	138	194
折旧摊销	83	81	83	106	134
财务费用	8	12	-4	8	30
投资损失	-14	-15	-20	-18	-17
营运资金变动	-80	-189	-121	-135	-197
其他经营现金流	-105	30	0	0	0
投资活动现金流	-79	176	-325	-333	-399
资本支出	89	89	248	233	271
长期投资	-270	248	-14	-12	-11
其他投资现金流	-260	512	-91	-113	-139
筹资活动现金流	497	-106	53	-63	-81
短期借款	40	-80	0	0	0
长期借款	392	2	-50	-55	-52
普通股增加	0	4	5	0	0
资本公积增加	1	31	0	0	0
其他筹资现金流	64	-62	97	-8	-30
现金净增加额	582	84	-219	-296	-335

利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1351	1664	2282	2872	3634
营业成本	1193	1461	1934	2410	3010
营业税金及附加	6	8	14	16	19
营业费用	23	28	37	49	62
管理费用	52	59	105	138	174
研发费用	52	57	87	115	138
财务费用	8	12	-4	8	30
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	195	52	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	14	15	20	18	17
资产处置收益	102	0	0	0	0
营业利润	320	100	129	155	217
营业外收入	1	0	1	1	1
营业外支出	5	2	2	2	3
利润总额	316	98	127	153	214
所得税	44	4	13	15	20
净利润	272	95	115	138	194
少数股东损益	-7	-3	-6	-11	-25
归属母公司净利润	279	98	120	149	220
EBITDA	409	182	200	259	368
EPS (元/股)	0.67	0.23	0.29	0.36	0.52

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入 (%)	6.7	23.2	37.1	25.9	26.5
营业利润 (%)	188.0	-68.8	28.7	20.2	40.0
归属母公司净利润 (%)	163.9	-65.0	23.3	24.2	46.9
获利能力					
毛利率 (%)	11.7	12.2	15.2	16.1	17.2
净利率 (%)	20.6	5.9	5.3	5.2	6.0
ROE (%)	15.0	4.9	5.7	6.4	8.3
ROIC (%)	11.3	3.9	3.9	4.6	5.7
偿债能力					
资产负债率 (%)	37.1	33.9	37.9	40.1	48.2
净负债比率 (%)	-10.8	-18.0	-3.6	8.4	20.6
流动比率	3.8	4.6	2.7	2.0	1.5
速动比率	2.9	3.8	2.1	1.6	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9
应收账款周转率	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
应付账款周转率	3.2	5.3	5.3	5.3	5.3
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.67	0.23	0.29	0.36	0.52
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.39	0.03	0.13	0.24	0.35
每股净资产 (最新摊薄)	4.10	4.34	4.61	4.93	5.42
估值比率					
P/E	17.1	49.0	39.8	32.0	21.8
P/B	2.8	2.6	2.5	2.3	2.1
EV/EBITDA	10.9	24.4	23.6	19.2	14.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 10 月 21 日收盘价

内容目录

1.内生外延，纸包龙头再起航	5
1.1 纸包龙头扩张加速，开启二次成长	5
1.2 股权结构集中，管理层经验丰富	8
2.下游多领域共振，行业集中度提升逻辑顺畅	9
2.1 需求端：行业稳定增长，下游升级驱高端化	9
2.2 供给端：格局高度分散，集中度长期提升	11
3. 主业全国扩张，业务矩阵多元化	13
3.1 卡位华东、供应链突出&客户优质	13
3.2 业务矩阵多元，产品结构优化	16
3.2.1 精品酒盒：白酒高端化驱动行业空间扩容，四川中飞客户资源优质	17
3.2.2 烟标：进入壁垒高，竞争格局持续优化	18
3.2.3 环保纸塑：“以纸代塑”打开成长空间	20
3.3 原材料压力趋缓，盈利环比有望提升	22
4.盈利预测与估值	24
4.1 核心假设与盈利预测	24
4.2 投资评级	25
风险提示	27

图表目录

图表 1: 大胜达财务数据一览	5
图表 2: 公司主要产品	6
图表 3: 公司发展历程	7
图表 4: 公司营收（单位：百万元）及毛利率拆分-分产品	7
图表 5: 公司主营收入（单位：百万元）及毛利率拆分-分地区	8
图表 6: 公司股权结构及控股参股公司	9
图表 7: 瓦楞纸箱下游应用领域分布（2017vs2021）	10
图表 8: 快递业务量（单位：亿件）及同比	10
图表 9: 平板电脑&可穿戴设备出货量	10
图表 10: 人均瓦楞纸板消费量对比	11
图表 11: 中国瓦楞纸箱产量及增速	11
图表 12: 瓦楞纸箱需求量测算	11
图表 13: 2021年中国规模以上纸包装企业竞争格局	12
图表 14: 瓦楞纸箱行业市场集中度对比	12
图表 15: 纸包装头部上市公司利润率高于行业平均水平	12
图表 16: 纸包装头部上市公司业务收入增速高于行业平均增速	12
图表 17: 瓦楞纸包装行业主要上市公司	13
图表 18: 大胜达生产基地布局	13
图表 19: 大胜达及子公司千万元以上生产设备明细（截至 2018 年 12 月 31 日）	14
图表 20: 大胜达德国 BHS 生产线图示	14
图表 21: 大胜达生产设备图示	14
图表 22: 客户开发流程	15
图表 23: 大胜达下游部分品牌客户矩阵	15
图表 24: 2017-2021 年大胜达前五大客户销售收入及占比	15

图表 25: 大胜达研发费用及研发费用率	16
图表 26: 大胜达专利数量	16
图表 27: 公司产能梳理	16
图表 28: 募投&收购项目及产能	17
图表 29: 白酒纸包装行业规模测算	17
图表 30: 2010-2021 年白酒企业产销量 (亿升)	18
图表 31: 2015-2021 年不同价位白酒市场份额 (按销量)	18
图表 32: 子公司中飞精品酒盒产品示例 (茅台、习酒)	18
图表 33: 子公司中飞精品酒盒产品示例 (泸州老窖、汉酱)	18
图表 34: 烟标行业市场规模测算	19
图表 35: 烟标企业市占率 (2021 年)	19
图表 36: 不同类型卷烟市占率纵比	19
图表 37: 子公司爱迪尔卷烟包装示例	20
图表 38: 全球纸塑市场规模 (亿美元)	20
图表 39: 纸浆模塑产品分类与应用场景	20
图表 40: 限塑令政策	21
图表 41: 餐盒材质分布	21
图表 42: 80% 消费者愿为环保餐盒支付溢价	21
图表 43: 外卖纸塑餐盒需求量测算	22
图表 44: 包装纸未来新增产能	22
图表 45: 瓦楞纸价格走势 (元/吨)	23
图表 46: 箱板纸价格走势 (元/吨)	23
图表 47: 公司盈利能力与纸价拟合图	23
图表 48: 成本拆分	24
图表 49: 原材料采购成本拆分	24
图表 50: 原材料敏感性测算	24
图表 51: 收入拆分	25
图表 52: 盈利预测	25
图表 53: 可比公司 Wind 一致 PE (单位: 元)	26

1.内生外延，纸包龙头再起航

1.1 纸包龙头扩张加速，开启二次成长


深耕包装领域二十载，客户结构优异。大胜达成立于2004年，产品包括瓦楞纸箱、纸板、精品酒盒、卷烟商标等，被广泛应用于餐饮、烟酒、电子、家电、快递等行业。公司下游客户优质，包括松下电器、三星电子、美的电器、博世(BOSCH)、农夫山泉、华润啤酒、老板电器、苏泊尔、顺丰速运、浙江中烟等世界500强、中国500强和细分行业龙头企业。2016-21年公司营收/归母净利润分别由10.8/0.5亿元增长至16.6/1.0亿元，CAGR分别为11.3%/14.9%（2020年营收/归母净利润大幅增加主要系政府拆迁补偿）；22H1公司实现营收/归母净利润9.7/0.5亿元，同比分别增长28.0%/60.3%，主要系收购子公司（四川大胜达中飞&浙江爱迪尔），新增酒包、烟标业务，产品结构持续优化。

图表1：大胜达财务数据一览

单位：百万元	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022H1
营业总收入	1084.08	1209.95	1285.38	1266.36	1350.98	1664.40	966.47
YOY	7.07%	11.61%	6.23%	-1.48%	6.68%	23.20%	28.04%
归母净利润	48.67	164.18	141.34	105.65	278.83	97.55	53.09
YOY	38.97%	237.31%	-13.91%	-25.25%	163.93%	-65.02%	60.29%
扣非归母净利润	46.37	151.59	133.47	82.31	37.73	61.29	30.23
YOY	56.04%	226.93%	-11.95%	-38.33%	-54.16%	62.45%	16.83%
毛利率	18.76%	24.09%	20.58%	18.02%	11.68%	12.23%	13.97%
期间费用率	10.47%	9.90%	11.07%	12.65%	10.08%	9.35%	10.68%
销售费用率	4.16%	3.70%	3.78%	4.85%	1.72%	1.66%	1.61%
管理+研发费用率	6.38%	6.29%	6.78%	7.45%	7.76%	6.97%	8.50%
财务费用率	-0.08%	-0.09%	0.52%	0.35%	0.60%	0.72%	0.57%
归母净利率	4.49%	13.57%	11.00%	8.34%	20.64%	5.86%	5.49%
存货周转天数	41.85	52.52	60.59	61.78	55.72	47.29	55.99
较上年同期增减	-1.71	10.67	8.07	1.19	-6.06	-8.43	3.32
应收账款周转天数	71.76	74.84	82.59	86.52	88.06	87.93	86.24
较上年同期增减	0.86	3.09	7.75	3.93	1.54	-0.13	2.06
合同负债	3.70	6.84	419.54	968.08	2.73	2.52	4.52
较上年同期增减	-1.50	3.13	-4.91	1.44	-0.64	-0.21	2.49
经营性现金流净额	130.02	124.26	180.90	163.90	164.61	14.09	125.76
较上年同期增减	60.75	-5.75	56.63	-17.00	0.71	-150.52	91.85
资本开支	80.63	195.93	345.75	152.25	89.16	88.51	103.13
较上年同期增减	29.65	115.30	149.82	-193.50	-63.09	-0.65	69.87
ROE	8.91%	18.46%	13.93%	7.30%	15.43%	5.12%	2.67%
YOY(±)	3.79%	9.55%	-4.52%	-6.63%	8.13%	-10.31%	0.85%
资产负债率	49.78%	39.14%	47.00%	32.02%	37.06%	33.87%	37.10%
YOY(±)	14.83%	-10.64%	7.86%	-14.98%	5.04%	-3.19%	0.99%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 2: 公司主要产品

产品类别	产品名称	产品介绍	图示
瓦楞纸板	瓦楞纸板	瓦楞纸板是由箱板纸和经过起楞的瓦楞纸黏合而成、用于制造瓦楞纸箱的一种复合板，主要面向瓦楞纸箱工厂	
	水印纸箱	常规纸箱，承印基材为瓦楞纸，使用水基油墨柔性版印刷工艺。采用后印刷模式，以包装简洁、实用为主要特点，印刷成本较低，印刷速度快，可适用 A、B、C、E、AB、BE 等不同楞型，适合家电、家具等各行业包装使用	
	胶印彩箱	胶印彩色纸箱，承印基材为白板纸，使用油性环保油墨，采用后印刷模式，在面纸上印刷后再与瓦楞纸板进行裱贴粘合，具有分辨率高，印刷精美的优势，整体成本中等，制版费用较低，适合于印刷中小批量的彩色纸箱，楞型以 A、B、C、E、AB、BC、BE 等楞型为主，适合对印刷精美程度要求较高的小家电、日化等行业包装使用	
瓦楞纸箱	预印彩箱	常规彩色纸箱，承印基材为白板纸，使用环保水性油墨，采用凹版和柔性版预印技术，具有墨色饱满、印刷层次丰富、质量稳定的特点，纸箱强度最高，印刷速度快，大批量印刷下成本低，但制版费用较高，适合大批量、对交货时间要求较高的彩箱订单，楞型以 B 楞为主，适合食品、饮料等行业包装使用	
	精品酒盒	精品酒盒主要是指加工工艺比较复杂的高档酒类包装彩盒。区别于侧重于运输缓冲功能的瓦楞纸箱，精品酒盒的展示宣传功能突出，对提高消费者的品牌认知进而增加产品附加值具有重要作用	
卷烟商标	卷烟商标是烟草制品的商标以及具有标识性的包装物总称，简称烟标。区别于其他普通包装印刷装潢制品，烟标由于印刷精美、标志突出兼具防伪功能，具有商标意义。公司目前卷烟商标产品由子公司爱迪尔生产和销售，应用的代表性产品包含“利群”、“大红鹰”、“南京”、“双喜”、“玉溪”等卷烟品牌		
其他产品	主要包括游戏卡片、节日贺卡等精品卡片、彩盒、礼品袋、镀铝包装材料等		

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

纵观公司发展历程，可分为以下 3 个阶段：

- **初创期（2004-2009）：聚焦瓦楞包装，完善供应链布局。**公司创设之初聚焦于瓦楞包装领域，先后设立子公司浙江胜达预印、杭州胜铭纸业以完善公司业务布局，并对生产设备进行优化升级，于 2005 年购买国内最大的单张多色胶印机，2006 年技改引进德国 BHS 生产线和印刷设备。
- **稳步发展期（2010-2019）：内生外延，推进全国布局。**公司 2010 年 12 月于纳斯达克挂牌上市，在此期间持续推进全国生产布局，通过设立子公司、并购等方式，先后在江苏、四川、湖北、浙江、新疆等地设立生产基地，产能稳步扩张。公司于 2015 年 9 月从纳斯达克退市，次年完成股份制改造，并于 2019 年 7 月挂牌上交所主板。
- **二次成长期（2020 年至今）：多元扩张，二次成长。**2021 年 11 月公司同吉特利环保签署战略合作协议，设立海南大胜达，筹建 3 万吨环保纸塑餐具；2022H1 公司先后收购四川大胜达中飞 60% 股权、浙江爱迪尔 6% 股权（原控制 45% 股权），业务布局延伸至酒包、烟包领域。在供应链建设方面，公司积极推进智能制造，先后同中国移动、各大科研院所签订战略合作协议，布局 5G 工业互联网，此外，公司同北大研究院共同研发的“小方 AI 包装设计平台”于 2021 年上线运行，可实现智能化自动化包装设计。

图表3: 公司发展历程



资料来源: 公司官网, 公司招股书, e公司, 公司公告, 国盛证券研究所

分产品来看: 聚焦瓦楞纸箱, 酒盒、烟标成为新增长极。2016-2021年公司纸箱/纸板业务收入分别由8.1/0.8亿元增长/下降至15.8/0.2亿元, CAGR分别为+18.2%/-27.3%, 主要系公司新工厂产能利用率提升, 同时战略性优化产品结构。此外2022H1公司收购四川大胜达中飞及浙江爱迪尔实现并表, 酒盒、烟标产品分别贡献收入0.65、0.50亿元, 贡献利润152、885万元。

图表4: 公司营收(单位: 百万元)及毛利率拆分-分产品

营业收入-分产品	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022H1
纸包装	1031.4	1177.0	1248.7	1230.6	1298.9	1597.1	815.6
营收占比	95.1%	97.3%	97.1%	97.2%	96.1%	96.0%	84.4%
其中: 纸箱	807.4	1123.6	1199.2	1156.7	1264.0	1575.1	
营收占比	74.5%	92.9%	93.3%	91.3%	93.6%	94.6%	
纸板	78.7	53.4	49.5	74.0	34.9	21.9	
营收占比	7.3%	4.4%	3.9%	5.8%	2.6%	1.3%	
酒盒							65.1
营收占比							6.7%
卷烟商标及其他							50.1
营收占比							5.2%
其他业务	52.7	33.0	36.6	35.7	52.1	67.3	35.7
营收占比	4.9%	2.7%	2.9%	2.8%	3.9%	4.0%	3.7%
营收合计	1084.1	1209.9	1285.4	1266.4	1351.0	1664.4	966.5
毛利率-分产品	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022H1
纸包装	18.72%	23.13%	18.32%	15.74%	8.28%	8.56%	
其中: 纸箱	22.90%	23.79%	19.34%	17.06%	8.66%	8.71%	
纸板	5.86%	9.29%	-6.51%	-5.00%	-5.78%	-2.47%	
酒盒							
卷烟商标及其他							
其他业务	19.49%	58.35%	97.69%	96.57%	96.69%	99.31%	
综合毛利率	18.76%	24.09%	20.58%	18.02%	11.68%	12.23%	13.97%

资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所; 注: 1) 公司于2016年7月剥离原纸业务; 2) 其他业务主要系公司在纸箱生产和印刷过程中产生的边角废料的销售收入

分地区：立足华东，全国扩张。2016-2021 年华东/西南/其他地区主营收入分别由 8.8/1.1/0.1 亿元增长至 11.9/1.5/2.4 亿元，CAGR 分别为 7.9%/7.6%/109.5%，华东地区为公司主要市场，其他地区收入增速较快主要系湖北、新疆等基地相继投产，近年客户开拓力度加大带动销量提升所致。毛利率方面，华东地区毛利率较高主要系公司与该区域优质客户合作稳定。

图表 5：公司主营收入（单位：百万元）及毛利率拆分-分地区

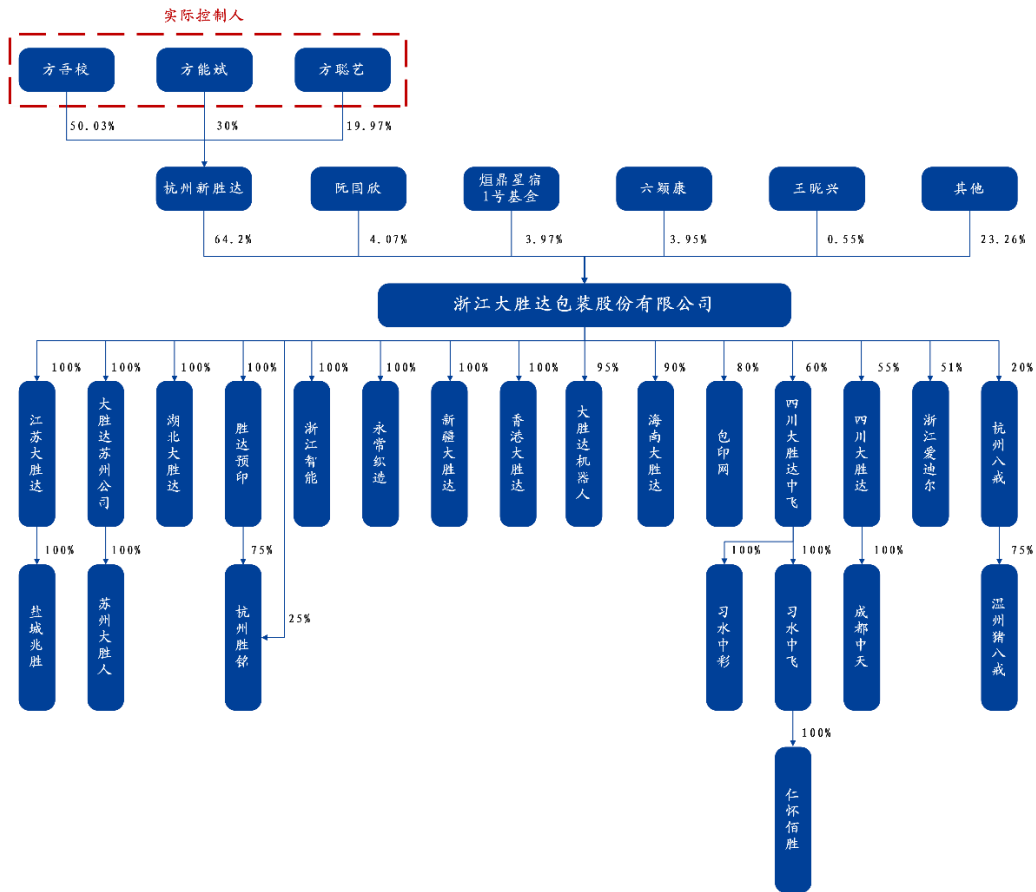
主营收入-分地区	2016	2017	2018	2019	2020	2021
中国大陆	1001.8	1155.5	1229.0	1212.0	1289.6	1578.8
主营占比	97.1%	98.2%	98.4%	98.5%	99.3%	98.9%
其中：华东	876.9	987.2	1049.5	932.3	997.3	1190.8
主营占比	85.0%	83.9%	84.0%	75.8%	76.8%	74.6%
西南	112.6	150.5	115.1	101.2	121.5	151.0
主营占比	10.9%	12.8%	9.2%	8.2%	9.4%	9.5%
其他（地区）	12.3	17.8	64.5	178.4	170.9	237.0
主营占比	1.2%	1.5%	5.2%	14.5%	13.2%	14.8%
国外	29.6	21.5	19.7	18.7	9.3	18.3
主营占比	2.9%	1.8%	1.6%	1.5%	0.7%	1.1%
毛利率-分地区	2016	2017	2018	2019	2020	2021
中国大陆				15.34%	8.08%	8.27%
其中：华东				19.85%	11.12%	10.90%
西南				0.66%	-0.68%	4.22%
其他（地区）				0.14%	-3.47%	-2.37%
国外				41.21%	35.84%	33.44%

资料来源：Wind，公司公告，国盛证券研究所

1.2 股权结构集中，管理层经验丰富

股权结构集中稳定。公司系家族式企业，方吾校、方能斌（方吾校之子）、方聪艺（方吾校之女）系公司实际控制人，三人分别通过杭州新胜达持有公司股份 32.1%/19.3%/12.8%，合计持股比例高达 64.2%，股权结构集中。此外，公司管理团队长期保持稳定，行业经验丰富，为公司长期发展提供重要支撑。

图表6: 公司股权结构及控股参股公司



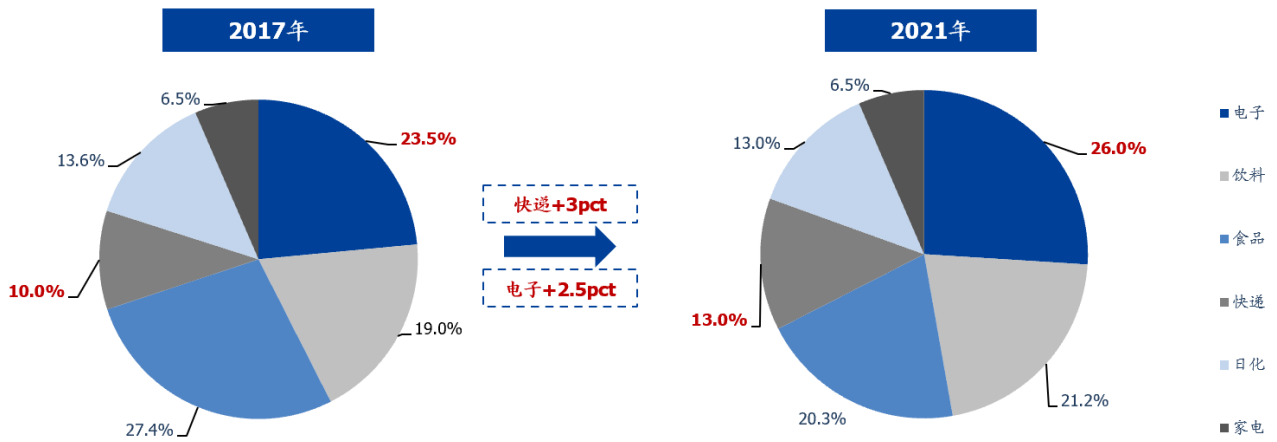
资料来源: Wind, 公司半年报, 天眼查, 国盛证券研究所

2. 下游多领域共振，行业集中度提升逻辑顺畅

2.1. 需求端：行业稳定增长，下游升级驱高端化

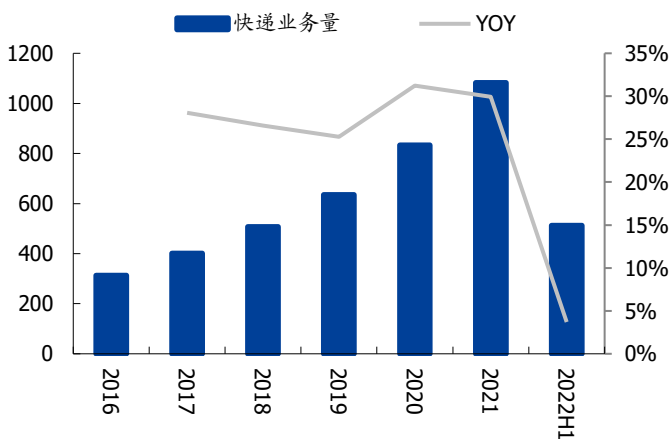
快递物流与电子高增，瓦楞纸箱包装需求稳健增长。从需求结构来看，电子、饮料和食品为瓦楞纸箱下游前三大领域，2021年合计占比为67%，其中快递物流（快递业务量4年CAGR高达28.2%）、电子（平板/可穿戴设备出货量5年CAGR分别为6.2%/25.2%）需求增速较高，2017-2021年占瓦楞纸箱下游份额分别提升3.0pct、2.5pct。

图表7: 瓦楞纸箱下游应用领域分布 (2017vs2021)



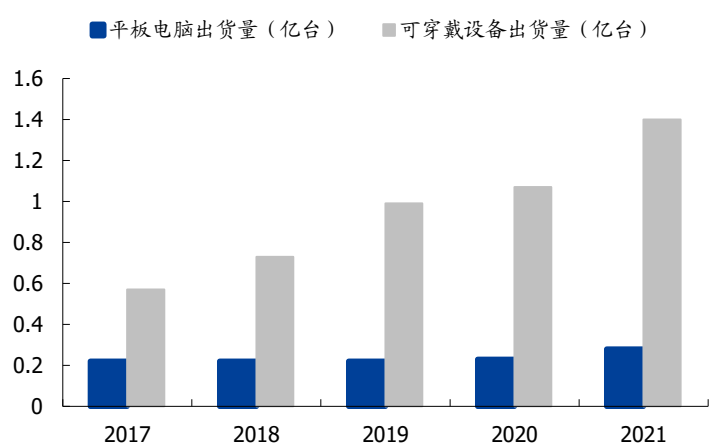
资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

图表8: 快递业务量 (单位: 亿件) 及同比



资料来源: 国家邮政局, 观研报告网, 国盛证券研究所

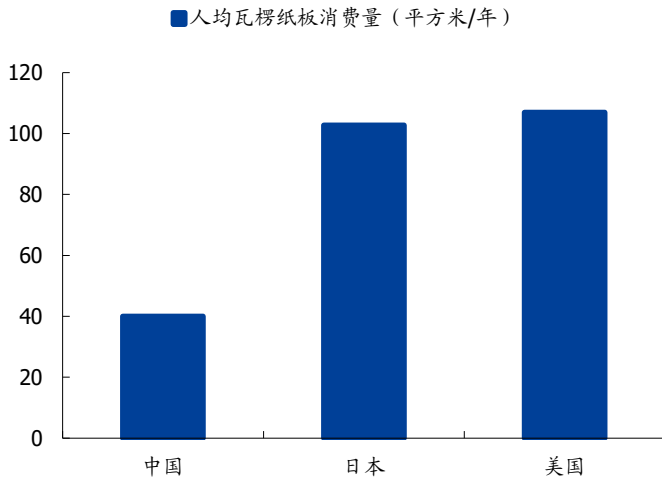
图表9: 平板电脑&可穿戴设备出货量



资料来源: Statista, 国盛证券研究所

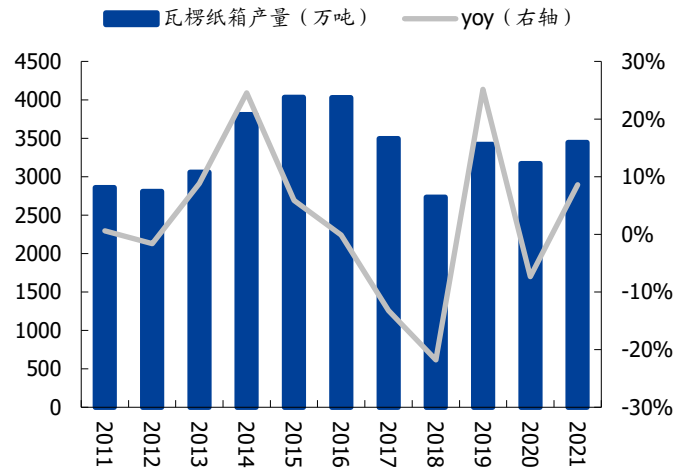
人均消费量较低, 下游多领域需求稳增驱动市场扩容。据美国独立瓦楞纸箱协会(AICC)数据显示, 中国人均瓦楞纸板消费量仅为 40 平方米/年, 远低于美国 (107 平方米/年)、日本 (103 平方米/年) 等发达国家, 具有较大提升空间。2021 年我国瓦楞纸箱产量为 3444.2 万吨, 同比增长 8.6%; 在下游快递、电子、日化等行业扩容下, 预计 2025 年瓦楞纸箱需求量有望超 4000 万吨 (CAGR 为 4.0%)。此外, 食品饮料、家电、电子等行业消费升级趋势明显, 为包装市场带来结构性增长机遇, 中高端瓦楞纸箱市场规模有望持续扩容, 行业有望迎来量价齐升。

图表 10: 人均瓦楞纸板消费量对比



资料来源: AICC, 国盛证券研究所

图表 11: 中国瓦楞纸箱产量及增速



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 12: 瓦楞纸箱需求量测算

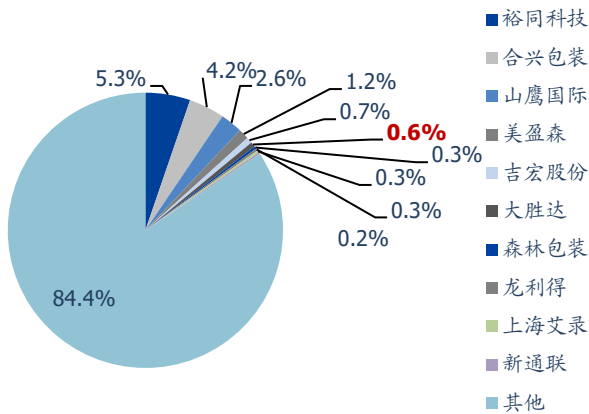
	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
瓦楞纸箱需求量 (万吨)	3444.2	3567.4	3719.1	3869.5	4028.4
yoy		3.6%	4.3%	4.0%	4.1%
电子行业需求占比	26%	26.4%	26.5%	26.5%	26.5%
电子行业需求量 (万吨)	895.5	940.3	987.3	1026.8	1067.9
yoy		5%	5%	4%	4%
饮料行业需求占比	21%	21.1%	20.8%	20.6%	20.4%
饮料行业需求量 (万吨)	730.2	752.1	774.6	797.9	821.8
yoy		3%	3%	3%	3%
食品行业需求占比	20%	20.0%	19.6%	19.2%	18.8%
食品行业需求量 (万吨)	699.2	713.2	727.4	742.0	756.8
yoy		2%	2%	2%	2%
快递行业需求占比	13%	13.2%	13.9%	14.7%	15.5%
快递行业需求量 (万吨)	447.8	470.1	517.2	568.9	625.8
yoy		5%	10%	10%	10%
日化行业需求占比	13%	13.0%	12.9%	12.8%	12.8%
日化行业需求量 (万吨)	447.8	463.4	479.6	496.4	513.8
yoy		4%	4%	4%	4%
家电及其他行业需求占比	7%	6.4%	6.3%	6.1%	6.0%
家电及其他行业需求量 (万吨)	223.9	228.4	232.9	237.6	242.3
yoy		2%	2%	2%	2%

资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所 注: 以 2021 年瓦楞纸箱产量作为当年需求量进行测算

2.2 供给端: 格局高度分散, 集中度长期提升

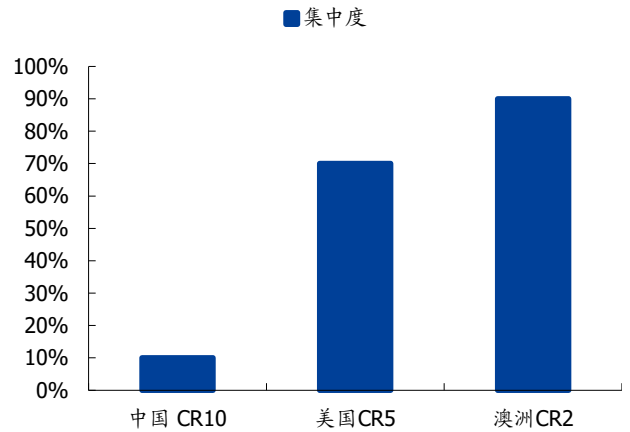
低端市场进入门槛低, 格局高度分散。我国纸包装行业市场集中度较低, 2021 年规模以上纸包装企业 CR5 仅为 14%, 考虑到未纳入统计的小规模企业, 实际集中度预计更低。低端瓦楞纸箱市场进入门槛较低, 大量小厂依附于本地需求生存, 因此行业内低端中小型纸箱厂众多, 竞争格局高度分散。目前我国瓦楞纸箱行业 CR10 不足 10%, 与美国 (CR5 约 70%+)、澳洲 (CR2 约 90%+) 等海外成熟市场相比有巨大提升空间。

图表 13: 2021 年中国规模以上纸包装企业竞争格局



资料来源: 中国包装联合会, 各公司年报, 国盛证券研究所

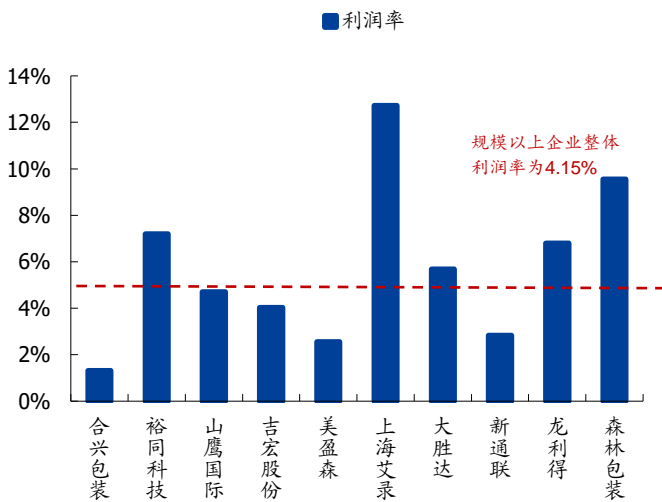
图表 14: 瓦楞纸箱行业市场集中度对比



资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

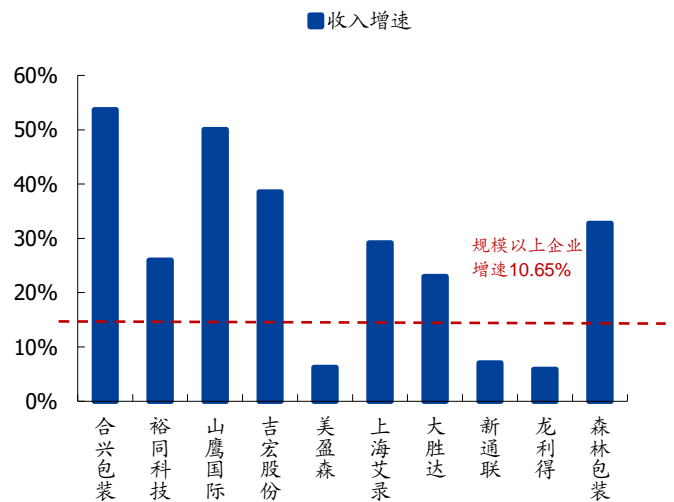
龙头精耕细作、全国扩张, 份额稳健提升。国内瓦楞纸箱包装行业竞争分为两个维度, 低端市场产品同质化现象严重, 竞争激烈, 盈利能力相对较低, 2021 年行业平均利润率仅为 4.2%; 中高端市场主要玩家生产设备先进、工艺领先且客户优质, 同时为客户提供整体包装服务方案, 产能利用率较高。2021 年纸包装头部上市公司相应业务板块收入增速大幅高于行业平均水平, 订单向龙头企业集中趋势确定。未来纸包装行业面临绿色化、自动化转型升级, 中小产能加速出清, 头部企业优先享受下游需求稳健增长以及份额提升带来的增长红利。

图表 15: 纸包装头部上市公司利润率高于行业平均水平



资料来源: 中国包装联合会, Wind, 国盛证券研究所

图表 16: 纸包装头部上市公司业务收入增速高于行业平均增速



资料来源: 中国包装联合会, Wind, 国盛证券研究所

图表 17: 瓦楞纸包装行业主要上市公司

证券代码	公司简称	收入规模 (亿元)	主要产品及收入	下游应用	主要销售区域
600567.SH	山鹰国际	330.3	箱板纸/箱板原纸及制品/瓦楞纸/废纸 (136/73/42/32亿元)	消费电子、家电、化工、轻工等消费品及工业品行业	海内外
002228.SZ	合兴包装	175.5	瓦楞包装/原材料/彩盒包装(63/12/3亿元)	家用电器、食品饮料、电子消费、物流运输等	华南、华中、华东
002831.SZ	裕同科技	148.5	纸质精品包装/包装配套产品 (114/25亿元)	消费电子、智能硬件、烟酒、化妆品和奢侈品等	海内外
002303.SZ	美盈森	36.1	轻型瓦楞纸包装及精品包装/重型瓦楞纸包装 (13/0.7亿元)	电子通讯、智能终端、食品饮料、家具家居、电商物流等	国内
002803.SZ	吉宏股份	51.8	彩色包装纸盒及包装箱、环保纸袋 (合计20亿元)	食品、饮料、日化等快消品行业	海内外
603687.SH	大胜达	16.6	瓦楞纸箱/瓦楞纸板 (16/0.2亿元)	食品饮料、烟草、酒类、电子、家电、家具、化工等	华东、西南

资料来源: 各公司年报, 国盛证券研究所 (注: 收入规模均为 2021 年)

3. 主业全国扩张, 业务矩阵多元化

3.1 卡位华东, 供应链突出&客户优质

卡位华东, 产能全国扩张。瓦楞纸箱单价较低, 对运输成本较为敏感, 运输半径一般在 300 公里以内, 而家电等下游龙头企业往往要求供应商能够满足其多个生产基地的包装需求, 因此全国扩张为纸箱包装企业成长的必经之路。目前公司以浙江为核心, 于 2010、2014 年相继进入苏州、苏北市场, 2015 年进入以成都为代表的西南市场, 2017 年以来通过收购中天智能并引进新设备进一步升级西南地区产能, 通过新建湖北大胜达工厂、新疆大胜达工厂进入中部、西北市场, 全国化产能布局逐步完善, 为公司销售规模持续扩大奠定基础。

图表 18: 大胜达生产基地布局



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 海南生产基地为“纸浆模塑环保餐具”项目

设备先进，持续推进智能制造。公司生产设备投入较高，总部及下属子公司拥有德国 BHS2800、BHS2500 瓦楞纸板生产线，集印刷、开槽、成型、打包于一体的瑞典 EMBA 纸箱联动线，多台国际领先的印刷设备，以及各类先进的印后加工设备，能够满足不同纸箱、彩盒等产品的生产加工要求。公司以智能化设备、物联网技术为抓手，整合多个设备系统、生产管控系统数据接口，构建适合于纸包装生产企业的数据库体系，不仅实现生产数据的实时在线监控，而且通过智能决策辅助系统推动制造资源与前端订单、供应链管理、物流资源的高效链接和配置，加快公司的订单响应速度，提升生产运营效率。

图表 19: 大胜达及子公司千万元以上生产设备明细 (截至 2018 年 12 月 31 日)

所有权人	设备名称	规格型号	原值 (万元)
大胜达	印刷机器 (2台)	142-5/160-4 高宝机	3512.32
大胜达	BHS纸箱流水线	BHS-2800	2468.61
大胜达	印刷机器	KA130-5 高宝机	1327.16
大胜达	恩巴基印刷线	EMBA245	1289.2
胜铭纸业	BHS流水线一条 (含附属设施)	BHS2500	2830.92
江苏大胜达	五层瓦楞纸板制造机	MFS-SW6A	1162.39
湖北大胜达	五层瓦楞纸板制造机	WJ300+400-2500-II	1267.51
中天智能	2.5米五层瓦楞纸板生产线	JETS300-2500-II	1160.68
新疆大胜达	五层瓦楞纸板生产线	WJ300-2200-II	1089.7

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 20: 大胜达德国 BHS 生产线图示



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

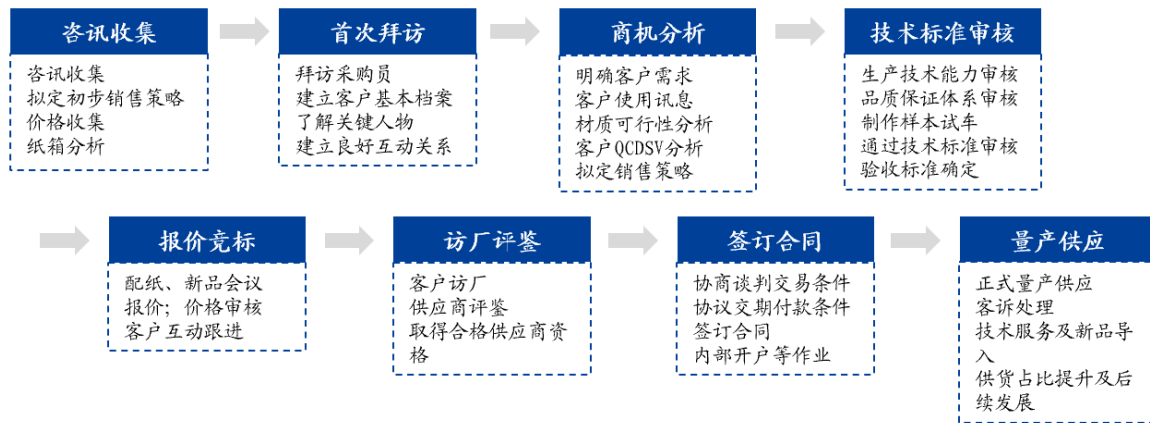
图表 21: 大胜达生产设备图示



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

优质客源积累丰富，存量客户份额提升，逐步开拓增量客户。公司下游市场涵盖啤酒、饮料、烟草、电子、物流等市场集中度较高的行业，主要合作客户包括松下电器、三星电子、顺丰速运、美的、博世 (BOSCH)、娃哈哈、农夫山泉、华润啤酒等世界/中国 500 强企业以及细分领域龙头，优质客户资源持续为公司贡献稳定增长。**存量客户:** 公司与品牌客户合作粘性较高，客户自身业务规模扩大带动包装采购需求增加，存量客户中，顺丰快递、美的、农夫山泉、老板电器、海康威视、浙江大华、豪悦护理等公司的订单均有增长。**增量客户:** 品牌客户为公司包装产品品质背书，有利于提高公司的市场知名度与行业地位，2021 年公司累计开发新客户数百家，其中包括加多宝、嘉士伯啤酒、德邦物流、全棉时代、元气森林等知名品牌，下游客群持续高质量扩充。

图表 22: 客户开发流程



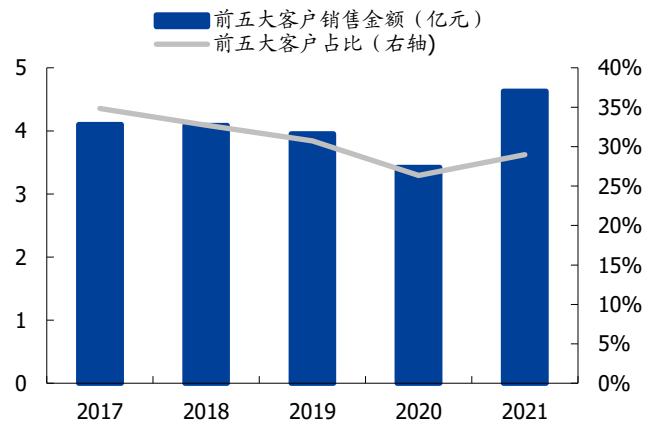
资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 23: 大胜达下游部分品牌客户矩阵



资料来源: 公司官网, 公司年报, 国盛证券研究所

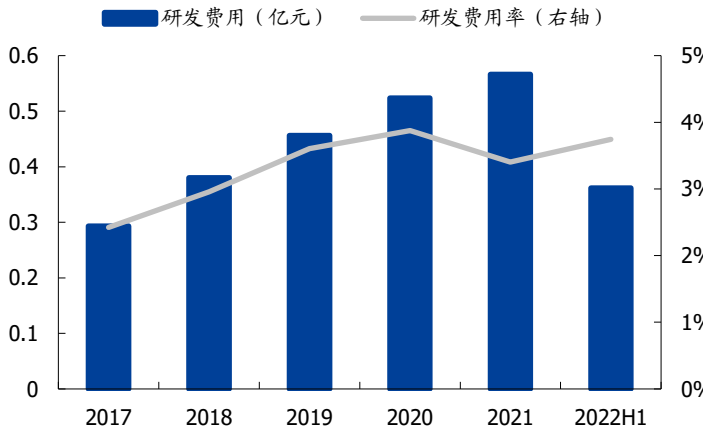
图表 24: 2017-2021 年大胜达前五大客户销售收入及占比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

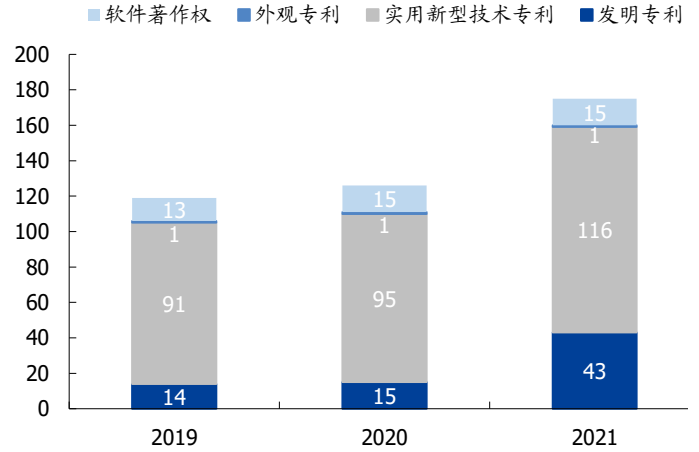
研发实力深得客户认可，制定团标彰显专业。公司重视创新，持续加大研发投入，截至 2021 年底，已取得 43 项发明专利，116 项实用新型专利，1 项外观专利和 15 项软件著作权。公司凭借研发能力与下游客户形成深度绑定，如为博世（BOSCH）提供多项电动工具防震缓冲设计、帮助三星电子等客户提高瓦楞纸箱的胶带粘贴质量、为顺丰速运 1~6#通用纸箱进行成本优化等。在环保领域，公司通过各项技改措施实现技术升级满足下游客户不断提升的性能与环保要求，2021 年公司主持起草的《绿色设计产品评价技术规范-瓦楞纸板与瓦楞纸箱》等多项行业标准发布。

图表 25: 大胜达研发费用及研发费用率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 26: 大胜达专利数量



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

3.2 业务矩阵多元, 产品结构优化

品类延伸寻新机, 烟标、酒包两开花。公司在深耕瓦楞纸箱的同时, 积极向更高端的精品烟酒包装领域延伸。2022年上半年, 公司收购中飞包装与增资并表爱迪尔, 其中中飞主要向下游白酒品牌客户供应精品酒盒, 爱迪尔主要为知名卷烟品牌提供商标及条盒产品。2022H1 公司酒包/烟标业务分别实现营业收入 0.65/0.50 亿元, 占总收入的比例为 6.7%/5.2%。

产能释放助力业绩提升, 多品类延伸探寻第二成长曲线。

- **产能建设:**公司于 2021 年 11 月、2022 年 7 月先后发布公告, 拟募投《纸浆模塑环保餐具智能研发生产基地项目》和《贵州仁怀佰胜智能化纸质酒盒生产基地建设项目》, 预计分别于 2023 年 6 月和 2024 年投产, 届时公司将新增 3 万吨环保纸塑餐具产能以及 5700 万支酒盒、卡盒产能。
- **2) 对外扩张:**2022 年上半年, 公司收购中飞包装与增资并表爱迪尔, 其中中飞主要向下游白酒品牌客户供应精品酒盒, 爱迪尔主要为知名卷烟品牌提供商标及条盒产品。2022H1 公司酒包/烟标业务分别实现营业收入 0.65/0.50 亿元, 占总收入的比例为 6.7%/5.2%。

图表 27: 公司产能梳理

细分产品	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
纸包装制品 (万平方米)	34158.6	34158.6	35082.0	39959.9	44628.9	48294.0	71814.0	71814.0	71814.0
环保纸塑餐具 (万吨)	-	-	-	-	-	-	-	3	3
酒盒、卡盒 (万支)	-	-	-	-	-	-	-	-	5700
卷烟商标	-	-	-	-	-	-	-	-	-

资料来源: 公司公告, 可转债评级报告, 国盛证券研究所; 注: 1) 纸包装制品包括瓦楞纸箱和瓦楞纸板; 2) 目前卷烟商标产品均由浙江爱迪尔生产(公司 2022H1 收购浙江爱迪尔 6% 股权, 持股比例上升至 51%, 实现并表), 未披露相关产能数据; 3) 5700 万酒盒&卡盒包含 3300 万支精品酒盒&2400 万支卡盒

图表 28: 募投&收购项目及产能

项目名称	主要产品 (产能)	达产日期	达产后预计收益
年产3亿方纸包装制品项目	纸包装制品 (3亿平方米) (一期产能约6480万平方米,已于2018年7月投产)	2022/12	-
纸浆模塑环保餐具智能研发生产基地项目	纸浆模塑环保餐具 (3万吨)	2023/06	年收入6.25亿元; 收益率为16.40%
贵州仁怀佰胜智能化纸质酒盒生产基地建设项目	精品酒盒 (3300万支)、卡盒 (2400万支)	2024E	年收入3.22亿元; 收益率为12.99%
收购四川中飞包装有限公司60%股权	高端酒类包装产品 (-)	2022/01	2022-2024年利润承诺为0.38/0.48/0.58亿元
收购参股公司浙江爱迪尔6%股权	烟标、彩印纸盒 (-)	2022/04	-

资料来源: 公司公告, 可转债评级报告, 国盛证券研究所

3.2.1 精品酒盒: 白酒高端化驱动行业空间扩容, 四川中飞客户资源优质

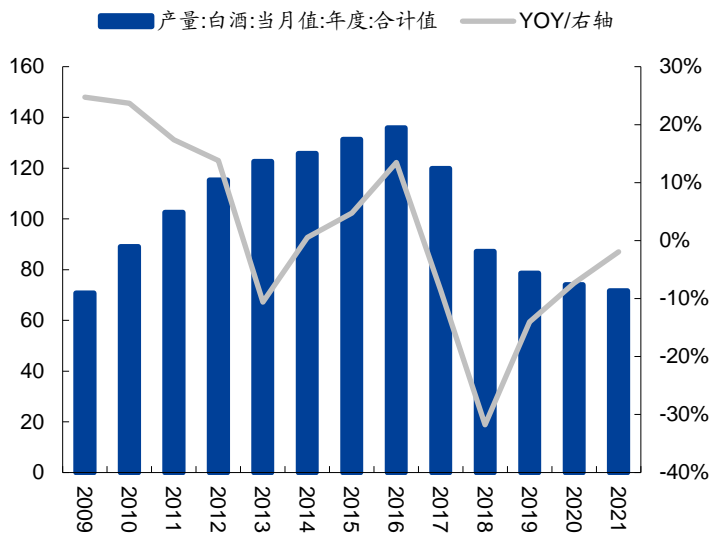
中高端白酒量价齐升, 利好酒包市场平稳扩容。供给侧结构优化叠加消费升级, 中高端白酒品牌价量齐升, 低端白酒销量占比从45%下降至27%。根据“十四五”发展指导意见, 到2025年白酒行业产量稳定控制在800万千升, 销售收入达到8000亿元, 年均增长6.3%。伴随行业内部结构优化, 预计未来白酒需求平稳, 同时行业整体提价趋势明显, 中高端白酒企业更加重视包装, 利好酒包市场平稳扩容。假设2021-2025年白酒产量从143亿瓶提升至159亿瓶, 单瓶酒包装价格从3元/瓶提升至3.3元/瓶, 白酒包装市场规模预计2025年可达530亿元 (CAGR为6%)。

图表 29: 白酒纸包装行业规模测算

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
白酒产量 (亿升)	131.3	135.8	119.8	87.1	78.6	74.1	71.6	71.6	73.0	75.9	79.7
YOY		3.5%	-11.8%	-27.3%	-9.8%	-5.8%	-3.4%	0.0%	2.0%	4.0%	5.0%
平均单瓶白酒含量 (毫升)	500.0	500.0	500.0	500.0	500.0	500.0	500.0	500.0	500.0	500.0	500.0
白酒产量 (亿瓶)	262.6	271.7	239.6	174.2	157.2	148.1	143.1	143.1	146.0	151.8	159.4
YOY		3.5%	-11.8%	-27.3%	-9.8%	-5.8%	-3.4%	0.0%	2.0%	4.0%	5.0%
白酒纸包单价 (元/瓶)	2.5	2.6	2.6	2.7	2.8	2.9	3.0	3.0	3.1	3.2	3.3
YOY		2.0%	2.0%	3.0%	3.5%	3.5%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
白酒纸包装市场规模 (亿元)	656.4	692.8	623.3	466.8	435.8	425.0	423.1	435.7	457.8	490.4	530.4
YOY		5.5%	-10.0%	-25.1%	-6.6%	-2.5%	-0.5%	3.0%	5.1%	7.1%	8.2%

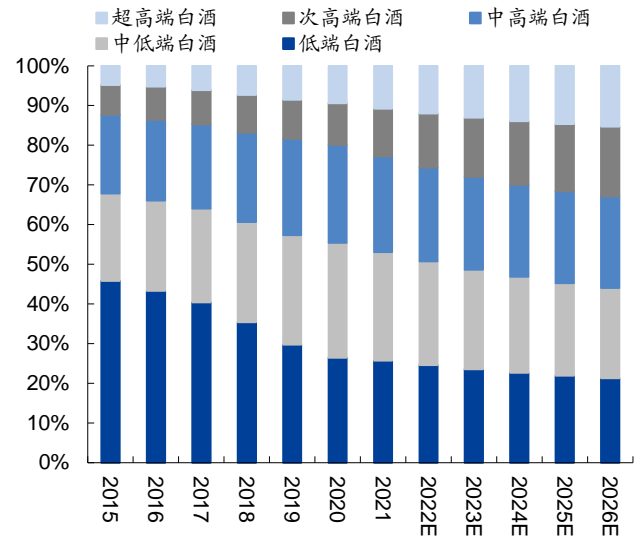
资料来源: 中国酒业协会, 中国产业信息网, 国盛证券研究所 (测算数据)

图表 30: 2010-2021 年白酒企业产销量 (亿升)



资料来源: 各公司年报, 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 31: 2015-2021 年不同价位白酒市场份额 (按销量)



资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

精品酒盒工艺复杂, 子公司产业优势显著。2022 年上半年公司出资 3.11 亿元收购四川大胜达中飞 60% 的股权, 正式切入高端酒类包装业务。四川中飞系国内领先的高端酒类智能包装企业, 在白酒产业集聚地四川泸州及贵州习水拥有两大酒包装生产基地, 并配备德国海德堡等先进自动化生产设备, 竞争优势显著。中飞下游白酒客户资源积累深厚, 覆盖茅台、国台、习酒、泸州老窖、小糊涂仙等知名酒企, 且连续多年获得客户好评, 有望助力公司在精品酒盒领域快速发展; 2022-2024 年承诺净利润分别为 0.38 亿元、0.48 亿元、0.58 亿元。

图表 32: 子公司中飞精品酒盒产品示例 (茅台、习酒)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 33: 子公司中飞精品酒盒产品示例 (泸州老窖、汉酱)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.2.2 烟标: 进入壁垒高, 竞争格局持续优化

烟标市场量稳价增, 下游驱动行业整合。量稳: 据国家统计局, 2016-2021 年我国卷烟产量从 2.38 万亿支增长至 2.42 万亿支, CAGR 为 0.3%, 预计 2022-2026 年产量将维系稳定。价增: 卷烟升级为中高端烟标市场打开增长空间, 有望带动整体价格提升。据各公司年报, 2020 年烟包价格约 3 元/条, 假设 2021-2026 年价增 CAGR 为 2.0%, 则 2021-2026 年烟标市场规模将由 370 亿元提升至 430 亿元, CAGR 达 3.1%。集中度提升: 我国从 2002 年开始密集出台政策推进“三产剥离”, 催化烟草行业主辅分离, 烟草重点品牌市占率不断提高, 2013-2021 年 CR5 由 23.7% 提升至 28.7%。重点卷烟品牌大

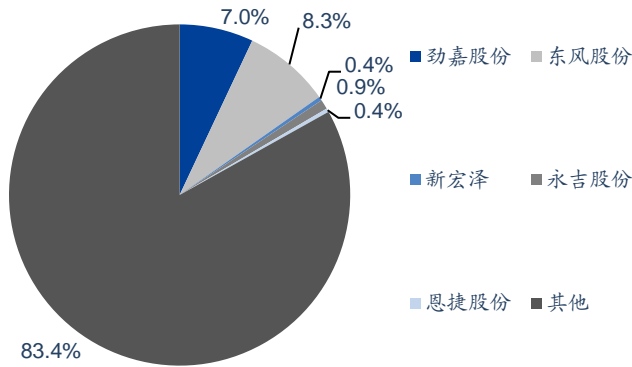
多为烟包龙头企业客户，因此卷烟品牌集中度提升将驱使烟标行业竞争格局持续优化。

图表 34: 烟标行业市场规模测算

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
卷烟产量 (亿支)	23642.5	23863.7	24182.4	24525.5	24824.8	25083.2	25299.0	25471.2
YOY	1.2%	0.9%	1.3%	1.4%	1.2%	1.0%	0.9%	0.7%
卷烟产量 (亿条)	118.2	119.3	120.9	122.6	124.1	125.4	126.5	127.4
烟标单价 (元/条)	2.9	3.0	3.1	3.1	3.2	3.2	3.3	3.4
YOY	2.5%	3.0%	3.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
市场规模 (亿元)	341.1	354.6	370.1	382.8	395.3	407.4	419.1	430.4
YOY	3.76%	3.96%	4.38%	3.45%	3.25%	3.06%	2.88%	2.69%

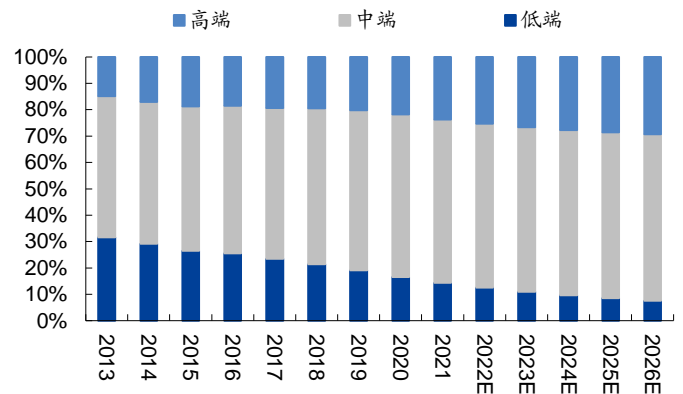
资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所 (测算数据)

图表 35: 烟标企业市占率 (2021 年)



资料来源: 各公司年报, 国家统计局, 国盛证券研究所 (测算数据)

图表 36: 不同类型卷烟市占率纵比



资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

烟标行业高门槛高利润，借力子公司快速入局。 卷烟商标产品兼具包装、宣传、防伪功能，下游客户为中国烟草总公司下辖的各省级中烟工业公司，对产品质量、印刷精度、美观度均有较高要求。烟标采购通常采用招标方式，供应商准入门槛极高，且不会轻易替换。爱迪尔主要从事烟标、彩盒等高毛利产品的生产销售，现有浙江中烟、江苏中烟、广东中烟、广西中烟等优质客户资源。2022 年公司出资 1650.5 万元收购爱迪尔 6% 的股权，收购完成后以 51% 的持股比例实现控股，从而获取其稳定客源，快速切入新赛道。公司目前的烟标产品全部由爱迪尔生产和销售，主要用于“利群”、“大红鹰”、“南京”、“双喜”、“玉溪”等知名品牌，未来高利润的烟标产品放量有望带动公司整体盈利能力提升。

图表 37: 子公司爱迪尔卷烟包装示例

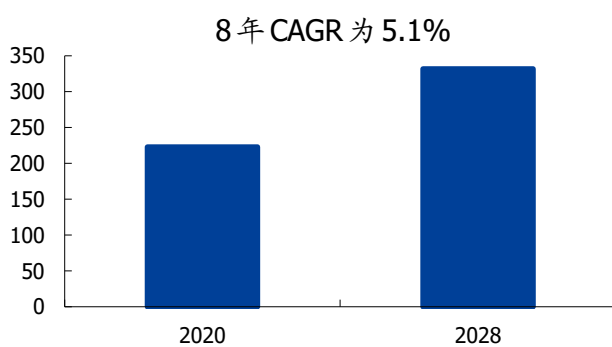


资料来源: 爱迪尔官网, 国盛证券研究所

3.2.3 环保纸塑: “以纸代塑” 打开成长空间

下游广阔, 全球市场有望持续稳增。纸浆模塑俗称为“纸托”, 是采用可再生植物纤维所制造成的浆料通过特定模具成型而得到的新型环保制品, 主要应用于一次性餐具、农业工业产品缓冲包装、模具与一次性医用器具。其中工包广泛应用于消费电子&烟酒包装领域, 食品包装可扩展至商超零售、快餐连锁、烘焙&咖啡连锁、酒店等。据 Global Market Insights 数据, 全球纸塑市场规模为 32 亿美元(折合约 223 亿元), 未来 7 年将保持 5.1% 增速, 预计到 2028 年全球纸塑市场规模将扩大至 48 亿美元(折合约 332 亿元)。

图表 38: 全球纸塑市场规模(亿美元)



资料来源: Global Market Insights, 国盛证券研究所

图表 39: 纸浆模塑产品分类与应用场景

纸塑产品名称	应用场景
一次性餐具	一般采用白纸浆为原料, 在环保性上优于传统泡沫塑料餐具, 随着生产成本的降低与一次性餐具及“以纸代塑”的兴起, 其使用愈发广泛, 已经成为世界一次性餐具行业的发展潮流。
纸浆模塑农业制品	禽蛋鲜果食品类缓冲包装: 利用纸浆模塑材料较强的透气性, 可以在一定程度上吸收水分, 保证物品新鲜度, 减缓腐烂变质速度。在较大批量运输时需要与批量摆放的瓦楞纸箱配套使用。
工业产品缓冲包装	主要用于工业产品的内部缓冲包装衬垫, 可以固定与保护内部的易碎品、精密仪器等不被运输途中的颠簸损害
纸浆模塑材料模具制品	用在提高农产品的成活率以及农副产品的保鲜方面
其他	包括一次性医用器具等

资料来源: 前瞻经济学人, 国盛证券研究所

限&禁塑令趋严, 打开纸塑成长空间。近年来, 我国餐饮外卖行业发展迅速, 催生大量难降解的一次性塑料餐盒需求。为治理白色污染, 2020年1月国家发改委联合生态环境部发布《关于进一步加强塑料污染治理的意见》, 打开塑替产品成长空间。纸塑产品原材料为天然植物纤维, 可百分百回收、延展性好、缓冲性能佳, 是一种出色的塑替产品。我们认为, 在禁&限塑令推动下, 纸塑产品在外卖、快餐、茶饮等下游领域渗透率预计快速增长, 叠加消费升级等因素, 行业规模有望实现持续高增。

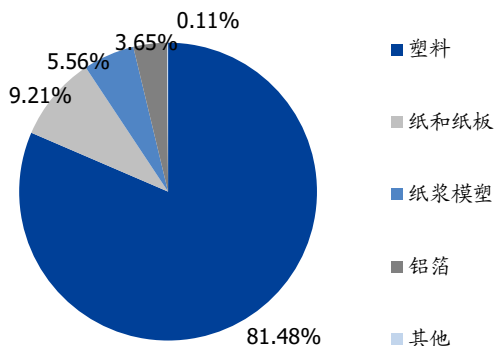
图表 40: 限塑令政策

政策文件	限塑令相关内容
<p>2020.09 第十三届全国人民代表大会常务委员会第十七次会议通过《中华人民共和国固体废物污染环境防治法》</p>	<p>自 2020 年 9 月 1 日起, 国家依法禁止、限制生产、销售和使用不可降解塑料袋等一次性塑料制品。国家鼓励和引导减少使用、积极回收塑料袋等一次性塑料制品, 推广应用可循环、易回收、可降解的替代产品。</p>
<p>2020.04 国家发改委《禁止、限制生产、销售和使用的塑料制品目录(征求意见稿)》</p>	<p>《目录》将“一次性发泡塑料餐具”及“厚度小于 0.025 毫米的超薄塑料购物袋”等 6 类产品列为禁止生产、销售的塑料制品; 《目录》将“不可降解一次性塑料吸管”、“不可降解一次性塑料餐具”以及“不可降解塑料袋”等 7 类产品列为禁止、限制使用的塑料制品。</p>
<p>2020.01 国家发改委、生态环境部《关于进一步加强塑料污染治理的意见》</p>	<p>2020 年 主要目标 率先在部分地区、部分领域, 限制部分塑料制品的生产、销售和使用。 具体举措 直辖市、省会城市、计划单列市城市建成区的商场、超市、药店、书店等场所以及餐饮打包外卖服务和各类展会活动禁止使用不可降解塑料袋; 全国范围内餐饮行业禁止使用不可降解一次性塑料吸管。</p> <p>2022 年 主要目标 一次性塑料制品消费量明显减少, 替代产品得到推广, 塑料废弃物资源化能源化利用比例大幅提升; 在塑料污染问题突出领域和电商、快递、外卖等新兴领域, 形成一批可复制、可推广的塑料减量和绿色物流模式。 具体举措 逐步扩大 2020 年禁用不可降解塑料袋及一次性塑料餐具的实施范围。</p> <p>2025 年 主要目标 塑料制品生产、流通、消费和回收处置等环节的管理制度基本建立, 多元共治体系基本形成, 替代产品开发应用水平进一步提升, 重点城市塑料垃圾填埋量大幅降低, 塑料污染得到有效控制。 具体举措 在 2022 年基础上进一步扩大禁用不可降解塑料袋的实施范围; 地级以上城市餐饮外卖领域不可降解一次性塑料餐具消耗强度下降 30%。</p>
<p>2018.02 国家质检总局、国家标准委《快递封装用品》系列国家标准</p>	<p>自 2018 年 9 月 1 日起, 首次明确提出快递包装袋宜采用生物降解塑料, 减少白色污染, 并相应增加了生物分解性能要求。</p>

资料来源: 恒达新材招股说明书, 国盛证券研究所

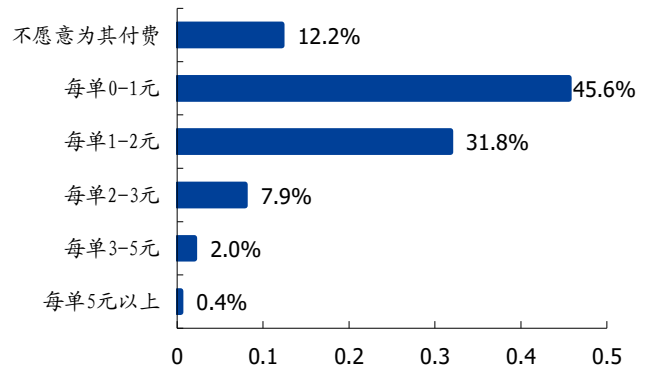
受益于外卖稳增&限塑令, 纸塑迎崛起契机。据美团研究院数据, 目前我国外卖包装中 81.5%餐盒为塑料制品, 纸质餐盒仅占 5.56%。伴随限塑令出台以及居民环保意识的加强, 可降解纸塑餐盒有望逐步取代塑料包装。根据我们测算, 假设 2021-2025 年 1) 纸塑餐盒在外卖包装中渗透率逐年递增 4pct, 2) 单个纸包装餐盒质量为 22g, 结合外卖行业自身稳健增长, 外卖行业纸塑餐盒需求将从 8 万吨提升至 26 万吨(CAGR 达 32.6%)。

图表 41: 餐盒材质分布



资料来源: 美团研究院, 国盛证券研究所

图表 42: 80%消费者愿为环保餐盒支付溢价



资料来源: 美团研究院, 国盛证券研究所

图表 43: 外卖纸塑餐盒需求量测算

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
外卖订单量 (亿单)	135.85	201.26	229.23	261.10	297.39	338.73
YOY		48.15%	14%	14%	14%	14%
餐盒需求 (亿个)	271.69	402.52	458.47	522.19	594.78	677.45
纸塑餐盒渗透率 (%)	5.56%	9.6%	11.6%	13.6%	15.6%	17.6%
纸塑餐盒需求 (亿个)	15.11	38.48	53.00	70.81	92.55	118.96
单个纸塑餐盒质量 (g)	22	22	22	22	22	22
纸塑需求 (万吨)	3.32	8.47	11.66	15.58	20.36	26.17
YOY		154.73%	37.73%	33.61%	30.70%	28.54%

资料来源: 美团研究院, 智研咨询, 国盛证券研究所

3.3 原材料压力趋缓, 盈利环比有望提升

上游跟踪: 供需矛盾仍存, 价格底部盘整。目前箱板/瓦楞纸价格分别为 4699/3458 元每吨, 相较 2021 年高点已分别回落-9.0%/-18.6%, 主要系下游需求羸弱且供给增加。展望未来, 行业新增产能仍较多, 需求端复苏尚未明确, 预计价格维持底部盘整。

图表 44: 包装纸未来新增产能

公司	品类	地点	产能 (万吨)	计划投产时间
山鹰纸业	高档箱板纸	广东省	100	2022/5/18
山鹰纸业	工业包装箱板纸	吉林扶余	40	规划
山鹰纸业	绿色环保高档包装纸	浙江省	77	2022年底
山鹰纸业	箱板纸 (银杉/红杉)	华中	49	规划
山鹰纸业	工业包装瓦楞纸	吉林扶余	30	2023年
山鹰纸业	工业包装瓦楞纸	吉林扶余	30	规划
山鹰纸业	红杉/高定量瓦纸	湖北荆州	44	规划
玖龙纸业	高档牛卡纸	湖北荆州	60	2022Q2
玖龙纸业	再生牛卡纸	湖北荆州	60	2022Q3
玖龙纸业	高档牛卡纸	广西北海	80	2023Q4
玖龙纸业	高档牛卡纸	广西北海	30	2024Q2
玖龙纸业	高档牛卡纸	辽宁沈阳	65	2023Q1
建晖纸业	箱板纸	广西梧州	62	在建
建晖纸业	瓦楞纸	广西梧州	62	在建
新增产能合计			789	

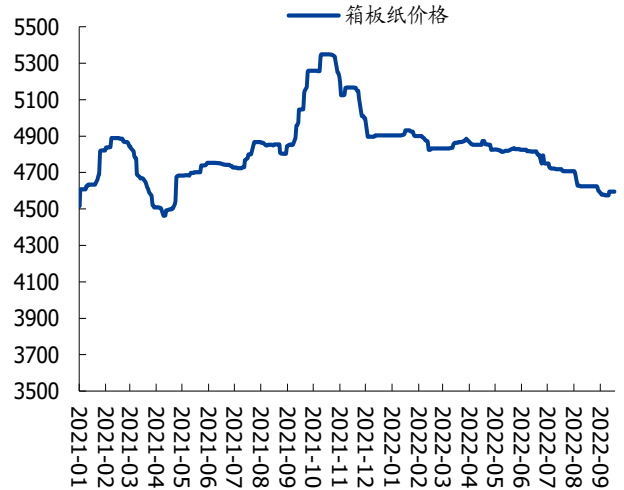
资料来源: 各公司公告, 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 45: 瓦楞纸价格走势 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

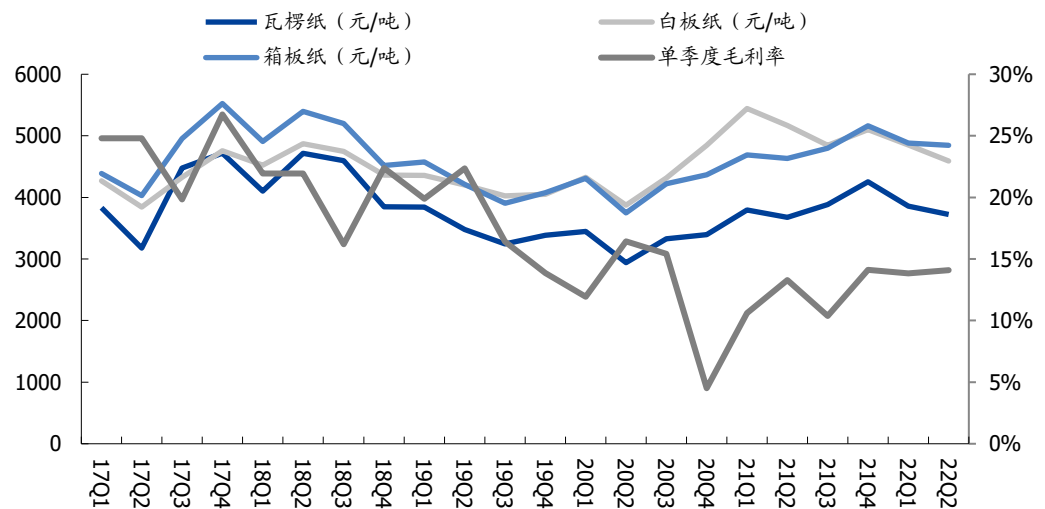
图表 46: 箱板纸价格走势 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

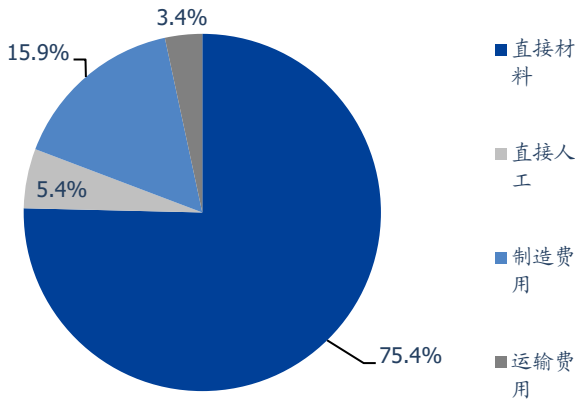
成本压力趋缓, 盈利有望环比修复。公司纸包装业务中原材料成本(瓦楞纸、白板纸、牛卡纸等原纸)占总营业成本比例为75%左右, 故纸价系影响纸包装业务毛利率的核心因素之一。根据我们测算, 若未来纸价下降1%/3%/5%/7%/9%, 预计公司净利润将增厚10.4%/31.3%/52.1%/73.0%/93.9%, 净利率将可上升0.6/1.8/3.0/4.2/5.4pct。

图表 47: 公司盈利能力与纸价拟合图



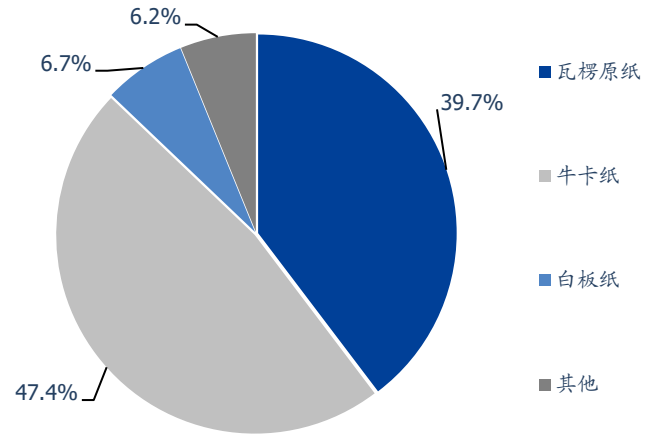
资料来源: Wind, 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 48: 成本拆分



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表 49: 原材料采购成本拆分



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 50: 原材料敏感性测算

原材料价格变动幅度	0%	-1%	-3%	-5%	-7%	-9%
纸包装-原材料成本 (亿元)	11.01	10.91	10.71	10.51	10.31	10.12
纸包装-营业成本 (亿元)	14.60	14.50	14.31	14.11	13.91	13.71
纸包装-原材料成本占比	75.4%	75.2%	74.9%	74.5%	74.1%	73.8%
原纸成本在原材料成本中占比	90.0%	89.9%	89.7%	89.5%	89.3%	89.1%
纸包装-原纸成本 (亿元)	9.91	9.81	9.61	9.41	9.21	9.02
纸包装-毛利率	8.6%	9.2%	10.4%	11.7%	12.9%	14.1%
净利润 (亿元)	0.95	1.05	1.25	1.45	1.64	1.84
净利润变动幅度		10.4%	31.3%	52.1%	73.0%	93.9%
净利率变化	-	+0.6pct	+1.8pct	+3.0pct	+4.2pct	+5.4pct

资料来源: 公司年报, 招股书, 国盛证券研究所 (备注: 存在测算误差风险; 原材料波动影响定价, 盈利弹性与测算结果可能存在偏差)

4. 盈利预测与估值

4.1 核心假设与盈利预测

1) 纸包装业务: 公司 3 亿方纸包装项目预计今年年底投产, 产能稳步释放, 预计 2022-2024 年收入为 18.34 亿元/21.21 亿元/24.84 亿元, 同比增速分别为 +14.9% / +15.6% / +17.1%。毛利率受益于产能释放&原材料压力趋缓, 预计将分别为 10.9% / 11.1% / 11.9%。其中瓦楞纸箱收入分别为 18.14 亿元/21.01 亿元/24.64 亿元, 同比增速分别为 +15.1% / +15.8% / +17.3%, 瓦楞纸板收入分别为 0.21 亿元/0.20 亿元/0.19 亿元, 同比增速分别为 -5.9% / -2.0% / -3.0%。

2) 酒盒: 公司 2022 年 1 月底成功收购四川中飞包装, 2022-2024 年承诺净利润分别为 0.38 亿元、0.48 亿元、0.58 亿元; 结合公司 2024 年智能酒盒项目有望落地, 预计酒盒 2022-2024 收入分别为 2.75 亿元/4.35 亿元/5.87 亿元, 2023-2024 年同比增速分别为 +58.0% / +35.0%。毛利率受益于客户机构优异以及产能爬坡, 预计 2022-2024 年将分

别为 20%/22%/23%。

3) 烟标: 控烟趋严, 行业保持平稳, 预计 2022-2024 收入分别为 1.05 亿元/1.10 亿元/1.16 亿元, 毛利率分别为 28%/27%/27%, 2023-2024 年收入同比增速分别为 +5.0%/+5.0%。

4) 环保纸塑: 公司海南纸浆模塑环保餐具智能研发生产基地项目有望于 2023 年中旬投产, 考虑到产能爬坡预计 2023-2024 年将分别贡献 1.25 亿元、3.50 亿元销售收入。毛利率将稳定保持在 20%左右。

5) 期间费用率: 由于品类扩张叠加产能释放, 预计销售/管理/研发费用率 2022-2024 年合计将分别为 10%/10.5%/10.3%。

图表 51: 收入拆分

合计	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入(百万元)	1266.36	1350.98	1664.40	2281.87	2871.89	3633.62
YOY (%)	-1.48%	6.68%	23.20%	37.10%	25.86%	26.52%
成本(百万元)	1038.21	1193.14	1460.85	1934.36	2409.82	3009.93
毛利(百万元)	228.15	157.84	203.55	347.51	462.07	623.70
毛利率	18.02%	11.68%	12.23%	15.23%	16.09%	17.16%
1 纸包装(纸箱&纸板&原纸)						
收入(百万元)	1230.63	1298.91	1597.08	1834.26	2120.94	2483.76
YOY (%)	-1.45%	5.55%	22.96%	14.85%	15.63%	17.11%
毛利率(%)	15.74%	8.28%	8.56%	10.85%	11.07%	11.89%
1.1 瓦楞纸箱						
收入(百万元)	1156.66	1263.99	1575.14	1813.62	2100.72	2464.14
YOY (%)	-3.55%	9.28%	24.62%	15.14%	15.83%	17.30%
毛利率(%)	17.06%	8.66%	8.71%	11%	11%	12%
1.2 瓦楞纸板						
收入(百万元)	73.97	34.92	21.94	20.64	20.22	19.62
YOY (%)	49.32%	-52.79%	-37.18%	-5.91%	-2.03%	-3.00%
毛利率(%)	-5.00%	-5.78%	-2.47%	-2.00%	-2.00%	-2.00%
2 酒盒						
收入(百万元)				275.11	434.67	586.80
YOY (%)				-	58.00%	35.00%
毛利率				20%	22%	23%
3 卷烟商标						
收入(百万元)				105.19	110.45	115.97
YOY (%)				-	5.00%	5.00%
毛利率				28%	27%	27%
4 环保纸塑餐具						
收入(百万元)					125.06	350.16
YOY (%)						180.00%
毛利率					20%	20%

资料来源: 公司年报, 招股书, 国盛证券研究所 (2022-2024 为预测数据)

图表 52: 盈利预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1351	1664	2282	2872	3634
增长率YoY(%)	6.7	23.2	37.1	25.9	26.5
销售费用率	1.72%	1.66%	1.60%	1.70%	1.71%
管理费用率	3.88%	3.57%	4.60%	4.80%	4.80%
研发费用率	3.88%	3.40%	3.80%	4.00%	3.80%
净利润(百万元)	279	98	120	149	220
增长率YoY(%)	163.9	-65.0	23.3	24.2	46.9
EPS(元)	0.7	0.2	0.3	0.4	0.5
净资产收益率(%)	15.0	4.9	5.7	6.4	8.3
P/E(倍)	17.1	49.0	39.8	32.0	21.8
P/B(倍)	2.8	2.6	2.5	2.3	2.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (注: 净利润为归母净利润)

4.2 投资评级

预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 **22.82/28.72/36.34** 亿元，同比增长 **37.1%/25.9%/26.5%**；归母净利润将分别为 **1.20/1.49/2.20** 亿元，同比增长 **23.3%/24.2%/46.9%**，对应 **P/E** 估值分别为 **39.8X/32.0X/21.8X**。横向比较环球印务、盛通股份、海顺新材、王子新材等同行包装印刷企业，2022 年行业平均估值为 32.3X，考虑到公司开拓第二成长曲线，产能后续稳步释放，成长增速高且确定性强，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 53: 可比公司 Wind 一致 PE (单位: 元)

	收盘价	EPS				PE			
		2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
环球印务	13.57	0.42	0.52	0.66	0.82	32.31	25.93	20.69	16.60
王子新材	20.39	0.40	0.75	1.27	1.82	50.98	27.18	16.11	11.21
海顺新材	14.08	0.64	0.58	0.71	0.86	22.00	24.39	19.94	16.36
盛通股份	4.54	0.12	0.10	0.20	0.26	37.83	44.38	22.27	17.26
大胜达	11.41	0.23	0.29	0.36	0.52	49.02	39.76	32.00	21.78
行业平均		0.36	0.45	0.64	0.86	38.43	32.33	22.20	16.64

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (收盘价日期为 10 月 21 日)

风险提示

- 1.原材料波动: 公司原材料占营业成本比例较大, 成本波动对公司盈利造成影响。
- 2.产能爬坡不及预期: 2022-2024年将有大量新增产能投放, 产能爬坡缓慢将影响盈收。
- 3.商誉减值风险: 若新收子公司经营情况未达预期, 可能产生商誉减值。
- 4.规模测算误差风险: 本文包含部分行业规模测算、公司未来盈收测算, 存在误差风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（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，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可能会随时调整。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com