

上海艾录 (301062.SZ)

工业纸袋与奶酪棒包装双轮驱动，成长路径清晰

细分领域龙头，第二成长曲线清晰。上海艾录系国内工业用纸包装与奶酪棒包装行业双龙头，2015年纵向布局智能包装系统，2017年横向延伸至塑料包装领域，2018年切入高景气、高利润的奶酪棒包装赛道打开二次成长空间。近五年收入CAGR为24.98%，利润CAGR为26.29%，2022年受疫情扰动需求承压，但长期成长路径清晰。

奶酪棒包装领跑行业，生产与研发优势构筑核心竞争力。奶酪棒包装具有较高技术壁垒，公司凭借优质产品与服务加速渗透下游客户，深度绑定奶酪龙头妙可蓝多，并与蒙牛、伊利、奶酪博士等多个知名品牌达成合作，2019-2021年收入CAGR为109.4%。奶酪棒潜在空间广阔，常温/成人品类将为行业增长注入新的动力，上海艾录作为上游包装龙头有望率先受益，中性假设下，2030年公司奶酪棒包装业务收入约为14亿元，2021-2030年CAGR为20.0%。

工业用纸包装积淀深厚，行业规模与市场份额有望共同向上。公司通过自动化与规模化生产降本增效，人均创收创利持续领先，盈利能力优于同业；优质客户资源积累丰富，积极拓新获取增量，成长稳健，2019-2021年收入CAGR为18.3%；限塑禁塑令推动“以纸代塑”需求高涨，纸包装潜在空间广阔，上海艾录作为细分领域龙头，市场份额有望进一步提升。

把握利润拐点，静待景气回升。1) 奶酪棒包装：伴随下游奶酪棒市场价格战趋缓，竞争格局向好，公司有望凭借自身优质产品和服务获得价格支撑，下游压价空间有限；若2023年需求回暖且新客户放量将带动产能利用率提高，利润弹性有望释放。2) 工业用纸包装：2021H2以来原料价格高企，且下游需求较弱阻碍提价传导，导致利润承压；2022Q3纸价同比改善，后续价格进一步回落叠加提价落地，成本压力有望得到缓解。

投资评级。我们预计上海艾录2022-2024年分别实现营业收入11.9/14.3/17.0亿元，同比增长6.0%/20.2%/18.8%，实现归母净利润1.09/1.72/2.27亿元，同比变动-24.9%/+58.4%/+31.8%，对应PE分别为33.0X/20.8X/15.8X。参考可比公司2023年Wind一致预期16倍PE均值，考虑到公司短期需求承压，但中期成长曲线清晰，盈利能力有望修复，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：下游需求不佳，行业竞争加剧，客户拓展不及预期，原材料价格上涨，测算误差。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	775	1,120	1,188	1,427	1,695
增长率 yoy (%)	20.1	44.6	6.0	20.2	18.8
归母净利润(百万元)	111	145	109	172	227
增长率 yoy (%)	73.5	30.2	-24.9	58.4	31.8
EPS 最新摊薄(元/股)	0.28	0.36	0.27	0.43	0.57
净资产收益率(%)	13.7	13.9	9.3	12.9	14.8
P/E(倍)	32.2	24.8	33.0	20.8	15.8
P/B(倍)	4.7	3.5	3.2	2.8	2.4

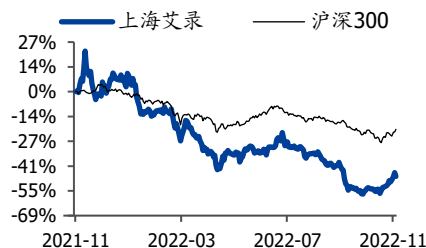
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2022年11月15日收盘价

增持(首次)

股票信息

行业	包装印刷
11月15日收盘价(元)	8.95
总市值(百万元)	3,583.51
总股本(百万股)	400.39
其中自由流通股(%)	65.28
30日日均成交量(百万股)	3.78

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 姜文镗

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	618	881	1314	1524	1816
现金	115	135	504	567	703
应收票据及应收账款	227	369	262	497	405
其他应收款	3	4	4	6	5
预付账款	11	10	13	14	18
存货	192	349	517	426	671
其他流动资产	70	14	14	14	14
非流动资产	688	785	797	923	1067
长期投资	1	1	1	0	0
固定资产	544	578	601	728	863
无形资产	34	32	31	28	25
其他非流动资产	109	174	164	167	179
资产总计	1306	1667	2111	2447	2883
流动负债	391	515	900	1087	1321
短期借款	144	181	520	672	846
应付票据及应付账款	141	182	180	238	248
其他流动负债	106	153	200	176	227
非流动负债	143	128	110	102	95
长期借款	117	95	77	69	62
其他非流动负债	25	33	33	33	33
负债合计	534	643	1009	1189	1416
少数股东权益	7	5	-2	-11	-22
股本	352	400	400	400	400
资本公积	32	90	90	90	90
留存收益	383	527	625	779	982
归属母公司股东权益	765	1019	1103	1270	1489
负债和股东权益	1306	1667	2111	2447	2883

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	109	22	138	120	199
净利润	106	143	102	162	217
折旧摊销	42	48	47	55	57
财务费用	14	15	12	19	26
投资损失	0	0	-1	-2	-1
营运资金变动	-56	-194	-22	-115	-100
其他经营现金流	4	11	0	0	0
投资活动现金流	-105	-106	-58	-180	-199
资本支出	121	107	12	126	144
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	15	1	-46	-53	-56
筹资活动现金流	13	101	-50	-30	-37
短期借款	-29	37	0	0	0
长期借款	38	-22	-18	-8	-7
普通股增加	0	49	0	0	0
资本公积增加	0	59	0	0	0
其他筹资现金流	4	-21	-32	-22	-30
现金净增加额	15	16	30	-89	-38

利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	775	1120	1188	1427	1695
营业成本	512	800	896	1037	1206
营业税金及附加	1	2	2	2	3
营业费用	38	21	27	29	34
管理费用	59	79	91	104	120
研发费用	26	38	39	46	53
财务费用	14	15	12	19	26
资产减值损失	-2	-1	0	0	0
其他收益	5	4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	1	2	1
资产处置收益	-1	0	0	0	0
营业利润	124	164	121	193	254
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	1	1	1
利润总额	124	165	121	192	254
所得税	18	22	19	30	38
净利润	106	143	102	162	217
少数股东损益	-6	-2	-7	-10	-10
归属母公司净利润	111	145	109	172	227
EBITDA	178	226	183	270	340
EPS (元/股)	0.28	0.36	0.27	0.43	0.57

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入 (%)	20.1	44.6	6.0	20.2	18.8
营业利润 (%)	72.3	32.3	-26.2	58.7	32.1
归属母公司净利润 (%)	73.5	30.2	-24.9	58.4	31.8
获利能力					
毛利率 (%)	33.9	28.6	24.5	27.4	28.9
净利率 (%)	14.3	12.9	9.2	12.1	13.4
ROE (%)	13.7	13.9	9.3	12.9	14.8
ROIC (%)	11.1	11.5	6.5	8.8	9.8
偿债能力					
资产负债率 (%)	40.9	38.6	47.8	48.6	49.1
净负债比率 (%)	22.2	18.5	13.2	18.2	18.0
流动比率	1.6	1.7	1.5	1.4	1.4
速动比率	0.9	1.0	0.9	1.0	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.8	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	4.0	3.8	3.8	3.8	3.8
应付账款周转率	4.4	5.0	5.0	5.0	5.0
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.28	0.36	0.27	0.43	0.57
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.27	0.05	0.34	0.30	0.50
每股净资产 (最新摊薄)	1.91	2.54	2.76	3.17	3.72
估值比率					
P/E	32.2	24.8	33.0	20.8	15.8
P/B	4.7	3.5	3.2	2.8	2.4
EV/EBITDA	21.1	16.7	20.4	14.1	11.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 11 月 15 日收盘价

内容目录

1.包装细分龙头，双轮驱动、成长清晰	6
1.1 深耕包装领域，多元业务并举	6
1.2 业绩高速增长，盈利能力优异	9
2.奶酪包装龙头，高景气赛道成长可期	11
2.1 奶酪棒包装潜在空间广阔，品类&人群拓展打开增量市场	11
2.2 内生实力强劲+核心客户赋能，龙头地位稳固	15
2.2.1 研发实力构筑技术壁垒，柔性生产提高供应能力	15
2.2.2 深度绑定妙可蓝多，龙头客户注入成长动能	16
2.3 客户资源优质，2030 年中性收入约 14 亿元	20
2.4 下游压价空间有限，产能利用率提高驱动盈利改善	21
3.工业纸袋厚积薄发，行稳致远进而有为	23
3.1 限塑禁塑令推升以纸代塑需求，市场集中度持续提升	23
3.2 产研优势夯实基础，优质客源积累丰富	26
3.2.1 研发实力加固技术壁垒，高效生产提升人均创利	26
3.2.2 产能扩张支撑收入增长，规模效应增强成本优势	28
3.2.3 客户资源积淀深厚，下游客群量增质优	29
3.3 多领域应用，市场规模与龙头份额有望共同向上	31
3.3.1 建材领域：非房建设与存量翻新弱化地产下行影响，需求提升空间较足	32
3.3.2 食品添加剂领域：供给与需求双向增长，市场规模持续扩大	33
3.3.3 化工领域：行业空间广阔，包装需求稳定	34
4.成本压力趋缓，盈利有望改善	35
5.盈利预测&投资评级	39
5.1 核心假设	39
5.2 盈利预测与投资评级	40
风险提示	42

图表目录

图表 1: 上海艾录业务总览	6
图表 2: 上海艾录发展历程	7
图表 3: 上海艾录下游核心客户群	8
图表 4: 上海艾录股权结构图（截至 2022 年三季度）	8
图表 5: 粉料智能化包装生产线	9
图表 6: 子公司艾鲲产品矩阵	9
图表 7: 2017-2021 年上海艾录营业收入 CAGR 为 24.98%	9
图表 8: 2017-2021 年上海艾录归母净利润 CAGR 为 26.29%	9
图表 9: 2017-2021 年上海艾录境内/境外收入占比	10
图表 10: 2017-2021 境内/境外收入 CAGR 分别为 24.02%/32.06%	10
图表 11: 工业用纸包装产品量价拆分	10
图表 12: 复合塑料包装产品量价拆分	10
图表 13: 2017-2022 前三季度公司期间费用率变动情况	11
图表 14: 2017-2022 前三季度公司销售/管理/研发/财务费用率变动情况	11
图表 15: 上海艾录毛利率处于行业上游水平	11
图表 16: 上海艾录净利率处于行业上游水平	11

图表 17: 2018 年以来奶酪零售市场规模加速增长.....	12
图表 18: 2021 年我国奶酪棒市场规模约 62 亿元, 同比增长 59.2%.....	12
图表 19: 2021 年中国乳制品消费结构.....	12
图表 20: 中/日/美/英人均奶酪消费量对比.....	12
图表 21: 健康 (63.80%) 为休闲食品消费者考虑的第二大因素.....	13
图表 22: 休闲食品消费者消费频次.....	13
图表 23: Z 世代 (1995-2010 年出生群体) 年龄分布.....	13
图表 24: 七成以上 Z 世代月可支配收入超过 3000 元.....	13
图表 25: 2015-2019 年酸奶市场规模持续增长.....	14
图表 26: 2014-2019 年常温/低温酸奶销售额 CAGR 分别为 28%/14%.....	14
图表 27: 低温奶酪棒市场规模测算.....	14
图表 28: 常温奶酪棒市场规模测算.....	15
图表 29: 奶酪棒包材结构及技术难点分析.....	15
图表 30: 低温与常温奶酪棒对比 (以妙可蓝多产品为例).....	16
图表 31: 复合塑料包装生产设备.....	16
图表 32: 上海艾录与妙可蓝多合作过程.....	17
图表 33: 2021 年公司妙可蓝多销售收入占复合塑料包装收入的 85.5%.....	17
图表 34: 公司对妙可蓝多的销售单价与销量变动情况.....	17
图表 35: 妙可蓝多即食营养奶酪业务收入与毛利率.....	18
图表 36: 2017-2021 年妙可蓝多市占率.....	18
图表 37: Chnbrand 2022 年品牌力指数-奶酪棒/条品牌排名.....	18
图表 38: 妙可蓝多奶酪棒产品矩阵.....	19
图表 39: 截至 2022 年 6 月 30 日, 妙可蓝多覆盖零售终端网点约 70 万个.....	19
图表 40: 截至 2022 年 6 月 30 日, 妙可蓝多经销商数量为 5438 家.....	19
图表 41: 妙可蓝多奶酪棒产能及产能利用率.....	20
图表 42: 妙可蓝多募投项目.....	20
图表 43: 奶酪棒包装生产企业对奶酪棒品牌供应情况.....	20
图表 44: 不同假设条件下, 2030 年上海艾录奶酪棒包装业务市场规模测算.....	21
图表 45: 中国奶酪棒行业竞争格局分析.....	21
图表 46: 奶酪棒包装价值链拆解.....	22
图表 47: 上海艾录复合塑料包装产能及产能利用率.....	23
图表 48: 复合塑料包装产品毛利率.....	23
图表 49: 复合塑料包装产品单位制造费用.....	23
图表 50: “以纸代塑” & “纸包装行业转型升级” 相关政策梳理.....	24
图表 51: 中国规模以上纸包装企业营收及数量.....	24
图表 52: 2021 年纸包装头部上市企业营收增速高于行业整体增速.....	24
图表 53: 2019-2021 年中国纸包装行业 CR5 由 9.15% 提升至 12.39%.....	25
图表 54: 中国/美国/澳大利亚纸包装行业市场集中度对比.....	25
图表 55: 纸包装行业头部企业扩张逻辑.....	25
图表 56: 中国工业用纸袋包装市场规模.....	26
图表 57: 工业用纸包装行业竞争格局.....	26
图表 58: 公司工业用纸包装产品类型与下游客户需求.....	26
图表 59: 公司纸包装产品相关专利 (截至招股说明书披露日, 尚在有效期内).....	27
图表 60: 上海艾录与国内主要竞争对手生产设备配置情况对比.....	27
图表 61: 上海艾录生产人员占比低于同行业内可比上市公司.....	27
图表 62: 上海艾录人均创收/创利持续提升 (单位: 万元).....	27
图表 63: 上海艾录工业用环保纸袋产能、产能利用率及产销率.....	28

图表 64: 工业用纸包装产能建设规划.....	28
图表 65: 公司与前三大供应商保持稳定合作.....	29
图表 66: 公司各收入区间客户数量.....	29
图表 67: 2018-2020 年工业用纸包装大客户销售情况 (万元)	30
图表 68: 立邦中国收入构成 (亿日元)	30
图表 69: 建筑涂料市场竞争格局	30
图表 70: 东方雨虹发展历程复盘	31
图表 71: 基建投资及房地产开发投资累计同比	31
图表 72: 东方雨虹与防水行业其他企业收入/利润增速对比	31
图表 73: 工业用纸包装对下游行业销售占比.....	32
图表 74: 工业用纸包装对下游行业销售毛利率	32
图表 75: 水泥包装袋市场规模测算.....	32
图表 76: 瓷砖胶性能优势	33
图表 77: 瓷砖胶品牌首选率.....	33
图表 78: 瓷砖胶包装袋市场规模测算.....	33
图表 79: 2017-2021 年中国居民人均食品烟酒消费支出及增速	34
图表 80: 2017-2022E 中国食品添加剂产量及增速	34
图表 81: 2017-2021 年中国钛白粉产量及增速	34
图表 82: 2017-2021 年中国初级形态塑料产量及增速	34
图表 83: 2017-2021 年中国合成树脂产量及增速	35
图表 84: 2017-2021 年中国天然石墨产量及增速	35
图表 85: 上海艾录主营业务成本构成.....	35
图表 86: 原纸结转单价与采购单价存在一定滞后	36
图表 87: 进口/国产牛皮纸采购单价.....	36
图表 88: 2021Q4 以来进口针叶浆价格持续走高	36
图表 89: 进口牛皮纸价格走势.....	36
图表 90: 原纸结转单价与工业用纸包装毛利率变动情况	37
图表 91: 考虑调价影响, 工业用纸包装毛利率对原材料价格变动的敏感性分析 (基于 2021 年数据)	37
图表 92: 各类塑料粒子采购价格变动情况 (单位: 元/kg)	38
图表 93: 各类塑料粒子采购量变动情况 (单位: 吨)	38
图表 94: 聚乙烯与原油价格走势	38
图表 95: 复合塑料包装业务毛利率对原材料价格变动的敏感性分析 (基于 2021 年数据)	39
图表 96: 收入拆分	40
图表 97: 盈利预测	41
图表 98: 可比公司估值表	41

1. 包装细分龙头，双轮驱动、成长清晰

1.1 深耕包装领域，多元业务并举

工业纸袋包装&奶酪棒包装双龙头。上海艾录成立于2006年，工业用纸包装为基础，横向拓展至塑料包装领域拓宽品类，纵向延伸至智能包装系统完善一体化布局，在工业纸袋包装和奶酪棒包装两个细分赛道中确立龙头地位。从业务构成来看，工业用纸袋贡献主要收入，复合塑料包装增速亮眼。2021年工业用纸包装产品收入同比增长29.1%，收入占比约为67%；复合塑料包装产品快速放量，2018-2021收入CAGR为185.8%，带动整体收入增长提速。

图表1：上海艾录业务总览

单位：百万元		2017	2018	2019	2020	2021
营业总收入		458.88	546.05	644.07	774.91	1120.15
YoY		35.88%	19.00%	17.95%	20.14%	44.55%
毛利率		34.20%	30.40%	29.68%	33.94%	28.56%
工业用纸包装		431.81	504.79	537.52	582.88	752.75
产品图示	YoY	31.53%	16.90%	6.48%	8.44%	29.14%
	毛利率	34.63%	30.83%	29.17%	32.89%	26.80%
 阔口袋	阔口袋	343.46	376.76	392.19	416.19	-
	YoY	36.67%	9.69%	4.09%	6.12%	-
 方底袋	方底袋	43.86	64.34	78.31	84.36	-
	YoY	42.20%	46.70%	21.72%	7.73%	-
 热封口袋	热封口袋	32.70	40.38	45.96	58.21	-
	YoY	2.88%	23.51%	13.80%	26.65%	-
 缝底袋	缝底袋	11.79	23.31	21.07	24.12	-
	YoY	-10.26%	97.66%	-9.61%	14.48%	-
复合塑料包装		-	11.88	63.28	143.59	277.45
	YoY	-	-	432.51%	126.91%	93.22%
	毛利率	-	49.31%	45.80%	44.39%	37.20%
注塑包装及其他		3.03	11.87	26.23	33.50	70.80
	YoY	-	292.09%	120.90%	27.72%	111.34%
	毛利率	37.52%	-2.06%	4.01%	2.78%	11.49%
智能包装系统		24.04	17.50	17.04	14.56	19.15
	YoY	155.80%	-27.21%	-2.63%	-14.55%	31.52%
	毛利率	25.97%	27.14%	25.28%	44.02%	35.61%

资料来源：招股说明书，Wind，国盛证券研究所

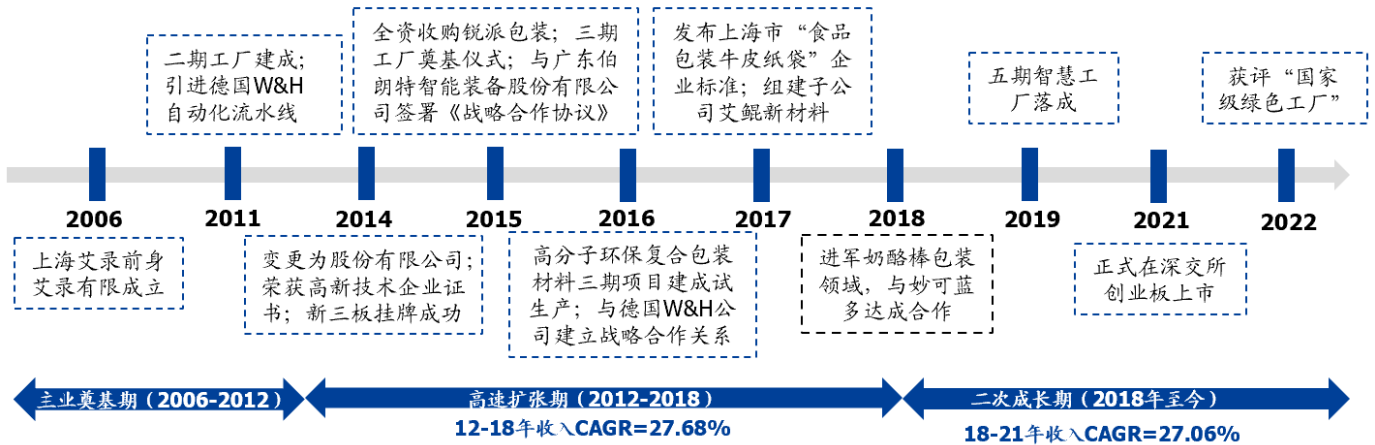
上海艾录自 2006 年成立以来，主要历经三个发展阶段：

主业奠基期：专注工业包装，规模化生产能力提升（2006-2012 年）。公司前身艾录有限成立于 2006 年，创立初期专注于工业用纸包装业务；2011 年二期工厂建成，并引进德国 W&H 自动化流水线，规模化生产实力进一步增强。

高速扩张期：产业一体化深化，产品矩阵多元化（2012-2018 年）。2012 年以来公司驶入发展快车道，2012-2018 年收入 CAGR 为 27.68%，业务规模持续扩大。在此期间公司通过全资收购子公司锐派包装，布局智能化包装生产线业务，提升“一体化包装解决方案”服务能力；2016 年建成三期新智慧工厂，并与 W&H 达成战略合作，自动化生产能力进一步提高。2017 年公司组建艾鲲新材料，主要从事日化、软管、注塑系列产品生产及销售，进一步丰富产品矩阵以及下游客户群。

二次成长期：切入奶酪包装赛道，智慧工厂落地（2018 至今）。工业用纸包装业务稳步增长，公司打造第二增长点，2018 年切入奶酪棒包装市场，并与奶酪龙头妙可蓝多达成合作，目前已发展为其第一大供应商；2019 年五期智慧工厂落成，生产效率进一步提升，加速迈入工业 4.0 时代；2021 年 9 月公司正式在深交所创业板上市。

图表 2：上海艾录发展历程



资料来源：招股说明书，公司官网，国盛证券研究所

多领域布局，客户优质。上海艾录纸包装、塑料包装等产品可应用于化工、建材、食品与食品添加剂、医药等众多下游行业，2018-2021 年食品行业客户销售收入占比由 25.5% 提升至 43.9%，超越化工行业成为第一大客户来源。公司通过多应用领域布局规避对单一行业、单一客户的过度依赖，同时凭借业内良好的市场声誉和品牌影响力积累丰富客户资源，与下游多家头部企业达成长期稳定合作关系，分享优质客户成长红利。

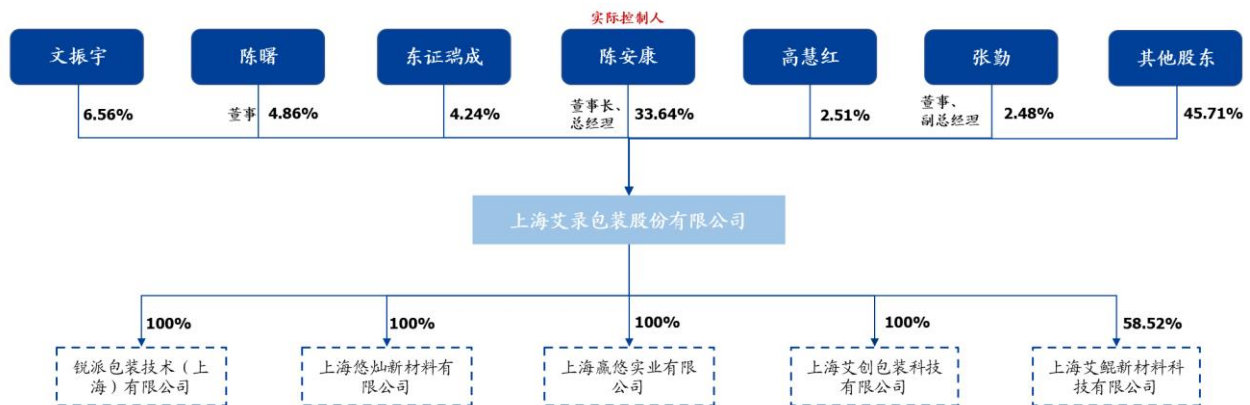
图表3: 上海艾录下游核心客户群



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

创始人行业经验丰富, 一体化布局完善。公司第一大股东及实际控制人为创始人兼董事长陈安康, 持股比例为 33.64%。董事长陈安康为长江商学院高级工商管理硕士(EMBA), 行业经验丰富。公司下设四家全资子公司和一家控股子公司, 2015 年上海艾录通过收购锐派包装布局智能包装系统, 2017 年上海艾录设立子公司艾鲲新材料, 主要生产软管、日化、注塑系列产品, 拓展纸包装产品以外的更多产品类型, 现已与屈臣氏、科丝美诗、安娜苏、贝亲、妙可蓝多等下游知名企业达成合作, 后续有望实现快速成长。目前公司业务涵盖纸包装、复合塑料包装、智能包装生产线、日化包装等产品生产销售, 以及包装原材料采购等领域, 一体化布局完善。

图表4: 上海艾录股权结构图(截至2022年三季报)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 粉料智能化包装生产线



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 6: 子公司艾妮产品矩阵

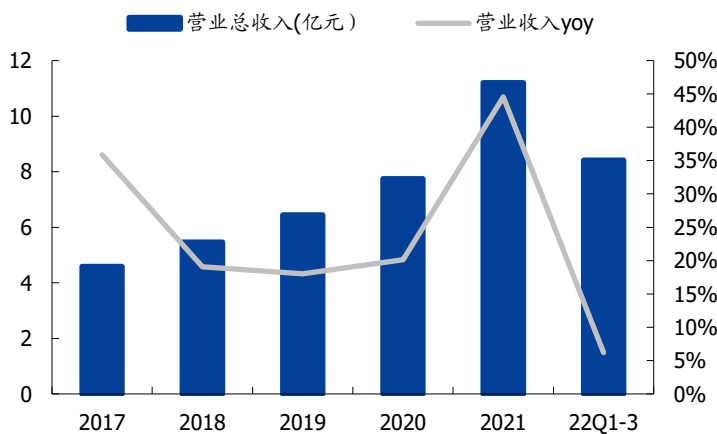


资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

1.2 业绩高速增长, 盈利能力优异

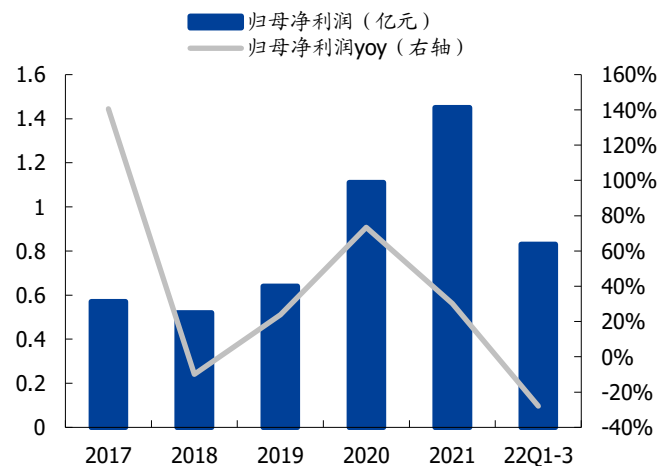
过往业绩高速增长, 受疫情扰动、短期经营承压。2017-2021 年公司营收/归母净利润 CAGR 分别为 24.98%/26.29%, 整体保持较高增速; 2021 年受益于复合塑料包装快速放量, 公司整体业绩实现大幅增长, 营业收入/归母净利润分别为 11.20/1.45 亿元, 同比增长 44.55%/30.18%。2022 年前三季度在疫情反复、下游需求疲软、原材料成本高企等诸多不利因素影响下公司营收仍然保持正增长 (+6.21%), 利润端承压、归母净利润同比下降 27.92%。

图表 7: 2017-2021 年上海艾录营业收入 CAGR 为 24.98%



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

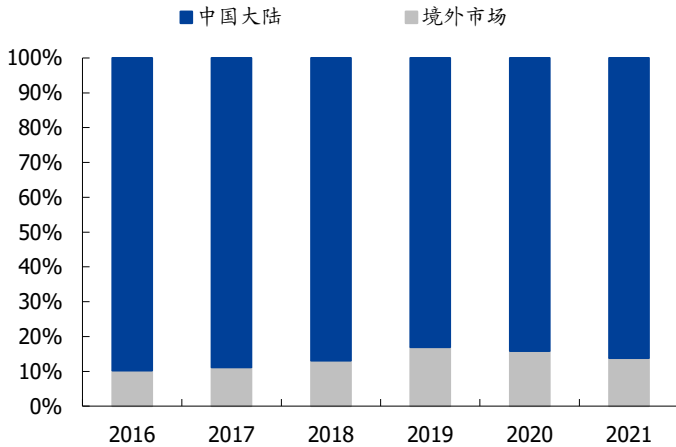
图表 8: 2017-2021 年上海艾录归母净利润 CAGR 为 26.29%



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

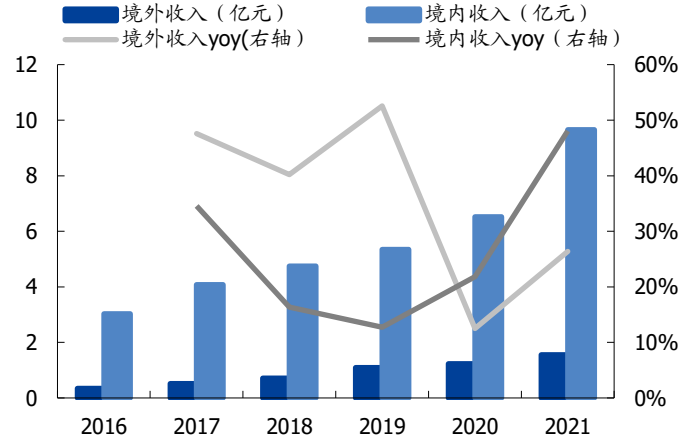
国内贡献主要收入, 境外版图持续扩张。公司业务主要聚焦国内市场, 2021 年收入占比约为 86%。2017-2021 年境内/境外收入 CAGR 分别为 24.02%/32.06%, 境外增速领先。公司境外业务主要为工业用纸包装出口, 销售范围覆盖印度尼西亚、菲律宾、新加坡、马来西亚、澳大利亚、日本、印度、新西兰、泰国等多个国家。公司凭借高端产品定位以及环保美观、性价比较高的特点, 与海外客户合作日渐紧密, 2022H1 境外收入同比增长 56.75%, 弥补国内市场疫情环境下需求疲软, 未来海外市场有望持续增长。

图表 9: 2017-2021 年上海艾录境内/境外收入占比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

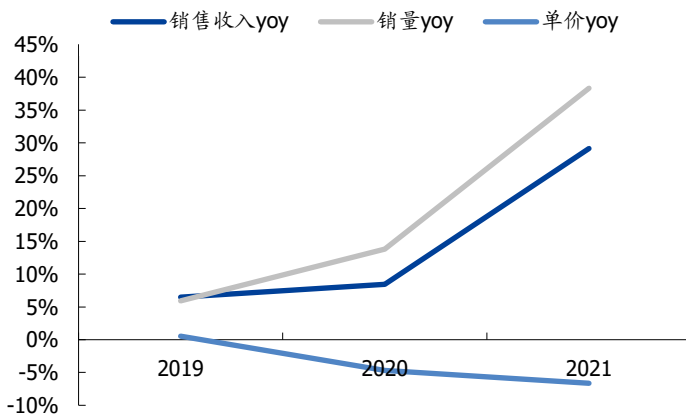
图表 10: 2017-2021 境内/境外收入 CAGR 分别为 24.02%/32.06%



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

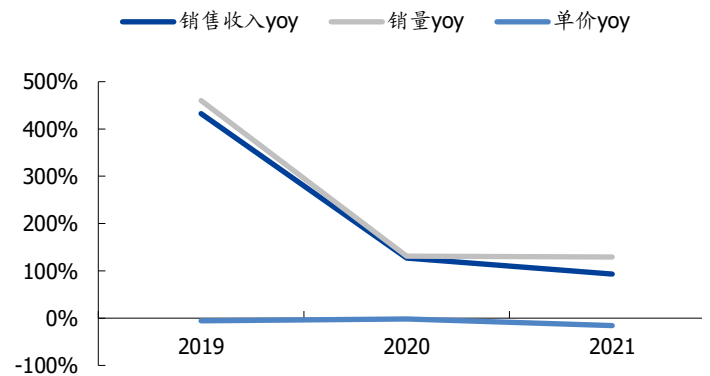
量增为核心驱动，主要源于客户拓展以及客户份额提升。工业用纸包装：2019-2021 年工业用纸包装产品销量增速分别为 5.92%/13.80%/38.33%，销量持续增长主要得益于客户合作规模提升，同时逐步切入下游食品、药品等新领域的包装供应链体系；此外，境外市场扩张战略顺利推进。复合塑料包装：2019-2021 年复合塑料包装产品销量增速分别为 460.20%/130.94%/129.29%，主要得益于行业仍处早期，上海艾录产品技术壁垒较高，行业竞争对手较少；此外，伴随奶酪棒市场高速发展，公司绑定国产奶酪龙头妙可蓝多实现快速放量。

图表 11: 工业用纸包装产品量价拆分



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

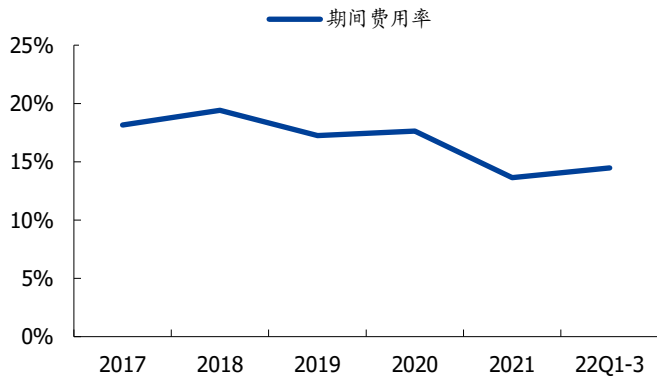
图表 12: 复合塑料包装产品量价拆分



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

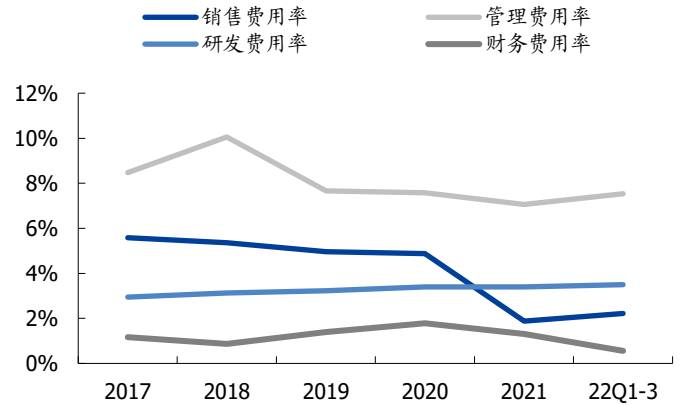
费用管控优异，研发费用良性增长。2021 年公司期间费用率为 13.64%，较 2020 年下降 3.99pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.88%/7.06%/3.39%/1.31%，较 2020 年分别下降 2.99/0.51/0.01/0.47pct，销售费用率大幅下降主要由会计准则变动所致。整体来看，2017-2021 年销售费用率与管理费用率呈下降趋势，费用持续优化；伴随研发投入力度不断加大，研发费用率呈现良性增长。2022 年前三季度财务费用率有所下降，主要系人民币贬值带动汇兑收益增加。

图表 13: 2017-2022 前三季度公司期间费用率变动情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

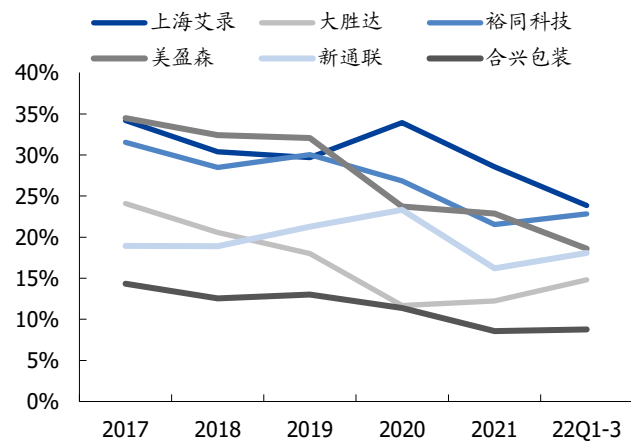
图表 14: 2017-2022 前三季度公司销售/管理/研发/财务费用率变动情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

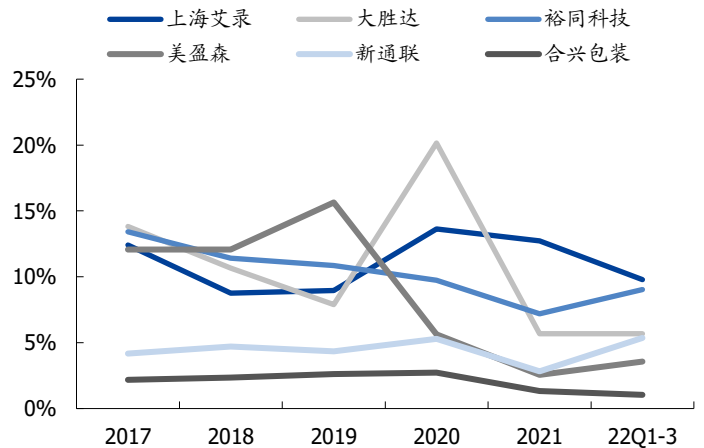
受疫情&成本扰动、利润承压，但盈利能力处行业上游。2021 年公司毛利率/净利率分别为 28.56%/12.73%，较 2020 年分别下降 5.38/0.90pct（以同口径 2020 年毛利率为基数计算，下降幅度为 2.58pct）；2022Q1-3 利润端继续承压，毛利率/净利率分别为 23.86%/9.79%，同比下降 8.87/4.61pct，主要原因为：1）疫情反复导致下游客户增长乏力，产能利用率降低，规模效应未充分显现；2）原材料价格以及海运费处于高位，成本端承压；3）奶酪棒包装大客户订单价格战略性调整，公司为开拓新客户适度让利。但与同业相比，公司毛利率与净利率均处于行业上游水平，盈利能力较强。长期来看，伴随外界扰动消除以及业务结构持续优化，公司盈利能力有望修复。

图表 15: 上海艾录毛利率处于行业上游水平



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 16: 上海艾录净利率处于行业上游水平



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

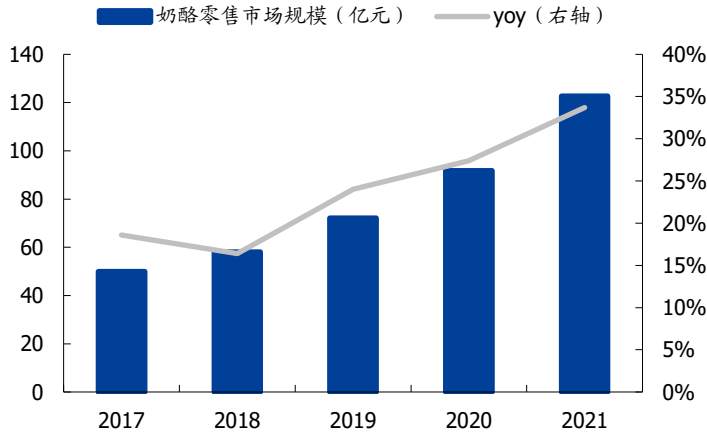
2. 奶酪包装龙头，高景气赛道成长可期

2.1 奶酪棒包装潜在空间广阔，品类&人群拓展打开增量市场

奶酪行业及核心单品奶酪棒快速渗透，包装需求相应增长。我国奶酪行业尚处于发展初期，奶酪棒品类的出现推动奶酪消费趋势兴起，2004 年百吉福推出“棒棒奶酪”、2018 年妙可蓝多推出“儿童奶酪棒”，行业迎来高速增长期。2021 年我国奶酪零售市场收入

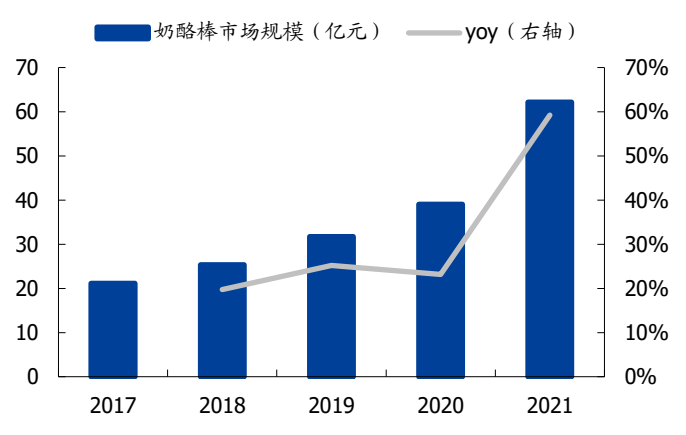
规模为122.7亿元，2018-2021年CAGR为28.30%。从竞争格局来看，CR2由2018年的32.2%提升至2021年的52.1%，市场集中度持续提升利好上游包装企业。核心单品奶酪棒进展顺利，据智研咨询，2021年我国奶酪棒市场规模同比增长近60%，2022年宏观经济压力较大、消费呈现降级趋势，增长势头回落；预计未来伴随经济复苏，奶酪棒有望恢复快速增长。

图表 17: 2018 年以来奶酪零售市场规模加速增长



资料来源: 妙可蓝多年报, 国盛证券研究所

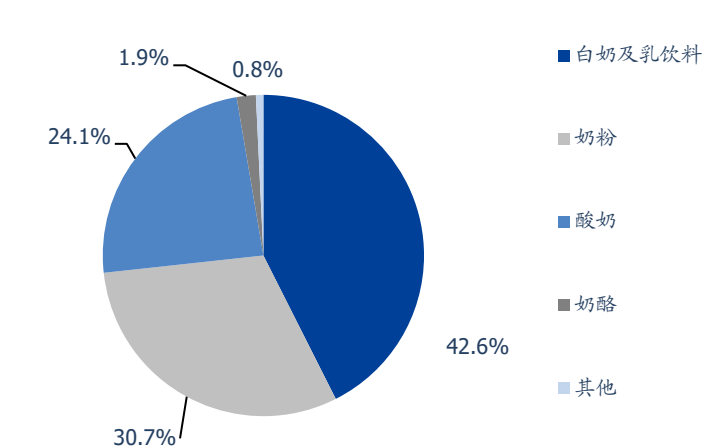
图表 18: 2021 年我国奶酪棒市场规模约 62 亿元, 同比增长 59.2%



资料来源: 智研咨询, 国盛证券研究所

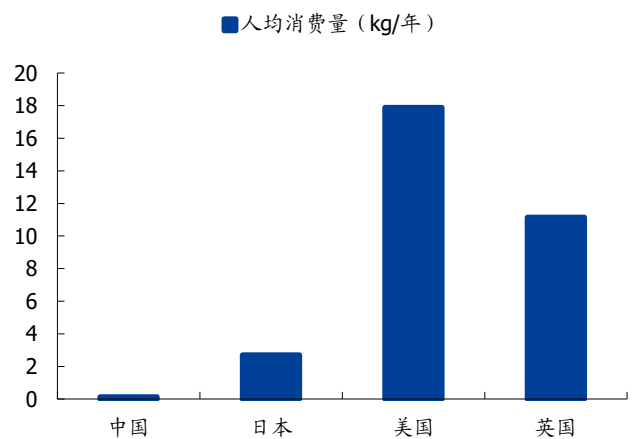
我国奶酪行业尚处于发展初期, 对比海外成熟市场成长空间广阔。从消费结构来看, 2021年我国奶酪制品在乳制品消费中占比仅为1.9%, 与主流产品白奶、酸奶相比差距明显。此外, 据 CLAL, 2021年我国人均奶酪消费量仅0.13kg/年, 远低于日本、美国、英国等成熟市场(日本/美国/英国人均消费量分别为2.7/17.9/11.1kg/年)。长期来看, 参考饮食习惯相近的日本市场, 我国奶酪人均消费量具有较大提升空间。

图表 19: 2021 年中国乳制品消费结构



资料来源: 中商产业研究院, 国盛证券研究所

图表 20: 中/日/美/英人均奶酪消费量对比



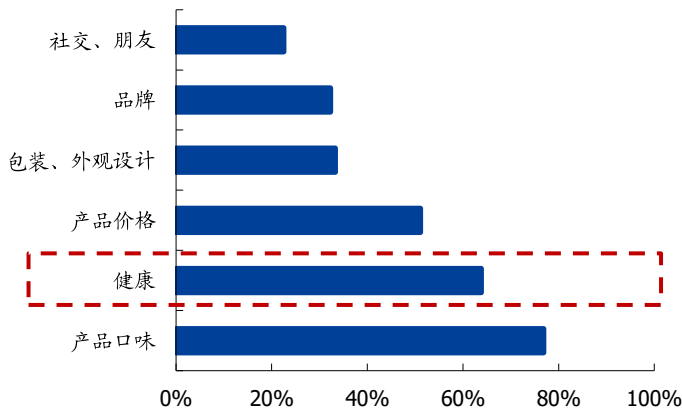
资料来源: CLAL, 中商产业研究院, 国盛证券研究所

零食属性强化&销售渠道扩张&消费人群拓展, 三维驱动共同助推奶酪市场扩容。

1) 零食属性强化: 我国奶酪消费逐渐呈现功能和口味、营养和健康并重的发展态势, 产品属性逐渐趋于零食化。奶酪棒具备“高钙”、“优质蛋白”的产品特性, 契合休闲食品健康化的发展趋势, 据艾媒咨询, 当前健康(63.8%)已经成为消费者购买休闲食品时的第二大关注点, 仅次于产品口味。此外, 休闲食品具有高频消费的特点, 据艾媒咨询,

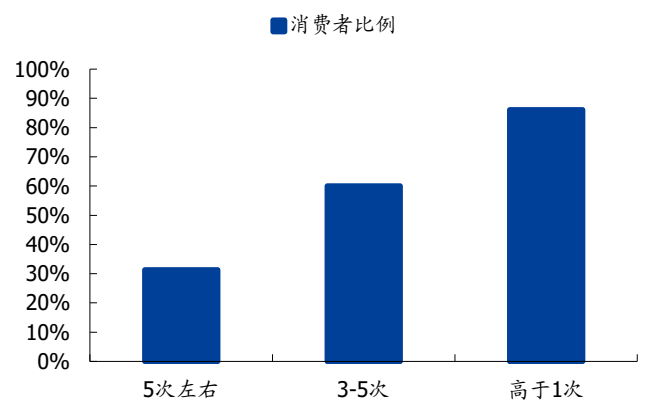
中国休闲食品消费者平均每个月购买 5.4 次休闲食品，86% 以上的消费者每月购买次数超过 1 次。因此，奶酪棒作为高营养的健康食品，有望通过强化休闲零食属性进一步扩大消费场景，增强客户粘性，提高复购率。

图表 21: 健康 (63.80%) 为休闲食品消费者考虑的第二大因素



资料来源: 艾媒咨询, 国盛证券研究所

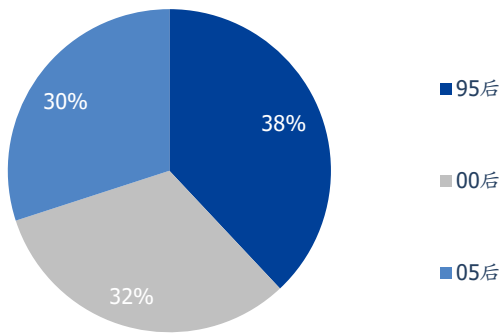
图表 22: 休闲食品消费者消费频次



资料来源: 艾媒咨询, 国盛证券研究所

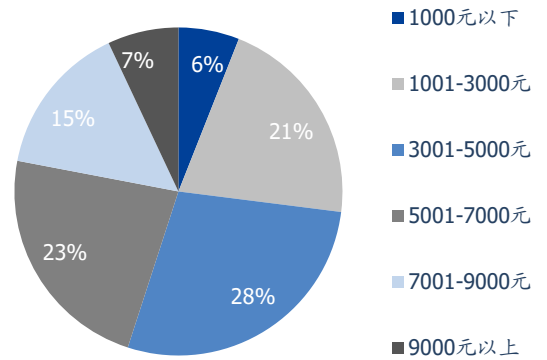
2) 消费人群拓展: 据凯度消费者指数数据显示, 儿童奶酪零食占据奶酪零售市场份额的 55%, 但面向成人市场的奶酪棒产品有待进一步开发。从需求端看, 以 Z 世代为代表的年轻消费者对西式餐饮接受度高, 经济独立且消费能力强, 人均可支配收入高达 4673 元/月, 因此有望成为奶酪棒产品未来的消费主力军之一; 从供给端看, 多家主要奶酪企业目前已推出或计划推出适合青少年、大学生、成人的奶酪棒产品, 将目标消费者拓展至儿童以外的多年龄段人群。随着奶酪潜在需求市场的不断渗透, 我们认为青少年及成人市场将为奶酪棒市场贡献增量。

图表 23: Z 世代 (1995-2010 年出生群体) 年龄分布



资料来源: WEIQ, 国盛证券研究所

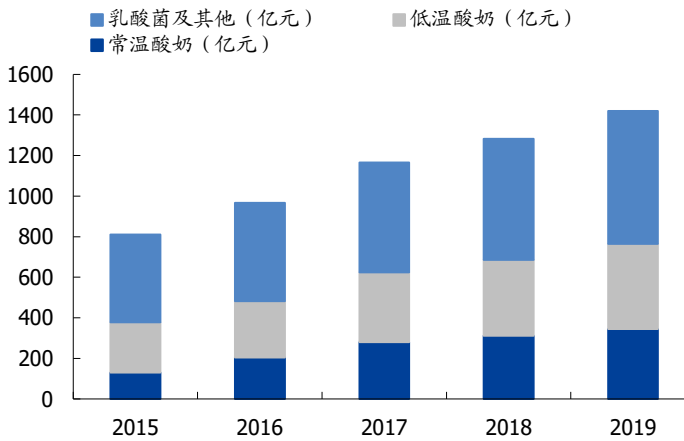
图表 24: 七成以上 Z 世代月可支配收入超过 3000 元



资料来源: WEIQ, 国盛证券研究所

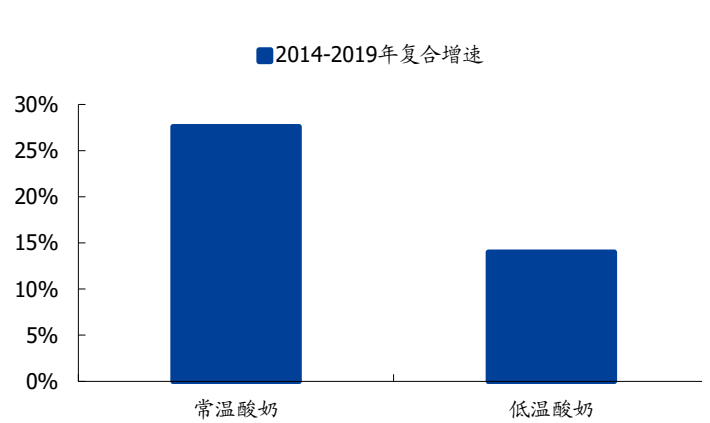
3) 销售渠道扩张: 常温奶酪棒通过改进生产工艺和配方, 打破冷链运输与储存条件限制, 从而拓宽销售渠道。全国低温网点约 60-70 万家, 而常温网点约 500-600 万家, 渠道深度与广度远超低温。参考酸奶行业, 2009 年起光明、蒙牛、伊利等乳业巨头相继推出常温酸奶, 带动行业增速再攀高峰, 2014-2019 年常温/低温酸奶收入 CAGR 分别为 28%/14%, 常温酸奶增速大幅领先。我们预计奶酪棒有望复制酸奶成长路径, 常温品类将为行业打开二次成长空间。

图表 25: 2015-2019 年酸奶市场规模持续增长



资料来源: 观研天下, 国盛证券研究所

图表 26: 2014-2019 年常温/低温酸奶销售额 CAGR 分别为 28%/14%



资料来源: 观研天下, 国盛证券研究所

我们预计, 2030 年低温奶酪棒市场空间约 223 亿元, 常温奶酪棒市场空间有望与低温奶酪棒持平, 合计约 445 亿元, 2021-2030 年 CAGR 为 21.0%。

(1) 低温奶酪棒: 我们通过目标人群数量*渗透率*消费频率*产品单价估算国内奶酪棒远期市场规模, 并将消费群体分为 0-14 岁儿童和 15-29 岁青少年及成人两个维度进行测算。**1) 人口:** 假设 2030 年 0-14 岁和 15-29 岁人口数量均与 2021 年保持一致;**2) 渗透率:** 我们测算 2021 年低温儿童奶酪棒渗透率为 14%, 假设 2030 年低温奶酪棒渗透率提升至 24%, 成人低温奶酪棒渗透率为 8%;**3) 消费频次:** 考虑到常温品类的推出, 假设低温奶酪棒的消费频次不变;**4) 产品单价:** 由于奶酪棒不断升级推新, 假设 2030 年均价较 2021 年上涨 20%。基于以上假设, 我们预计 2030 年低温奶酪棒市场规模可达 223 亿元。

图表 27: 低温奶酪棒市场规模测算

	2021		2030E	
	低温儿童奶酪棒市场规模	低温儿童奶酪棒市场空间	成人低温奶酪棒市场空间	成人低温奶酪棒市场空间
目标年龄段		0-14 岁		15-29 岁
人口数量		2.5		2.3
渗透率	14%		24%	8%
渗透人口	0.34		0.59	0.19
消费频率 (件/月)	1		1	1
单价 (元/件)	19.8		23.8	23.8
年人均消费金额	237.6		285.1	285.6
总消费金额	80		169.0	53.7
2030 年低温奶酪棒市场规模 (亿元)				223

资料来源: 妙可蓝多年报, 前瞻产业研究院, 凯度, 国家统计局, 国盛证券研究所 注 1: 一件规格为 100g (5 支 *20g) 注 2: 2021 年低温儿童奶酪棒市场规模为估算值

(2) 常温奶酪棒: 以 2030 年低温奶酪棒的测算数据为基数, 通过对网点数量和单个网点的销售额进行调整, 测算常温奶酪棒市场的潜在空间。**1) 网点数量:** 常温网点数量约为低温网点数量的 8-10 倍, 保守预计到 2030 年常温网点覆盖数量为低温网点的 2.5 倍。**2) 单店销售额:** 考虑到常温网点多处于低线城市, 而低温网点多分布于一二线城市, 因此假设常温网点的卖力为低温网点的 40%。基于上述假设, 预计 2030 年常温奶

酪棒市场规模有望与低温市场持平，达 223 亿元。

图表 28: 常温奶酪棒市场规模测算

2030E 低温奶酪棒市场规模 (亿元)	223
调整项 1: 常温有效网点数量/低温有效网点数量	2.5
调整项 2: 常温网点卖力/低温网点卖力	40%
2030E 常温奶酪棒市场规模 (亿元)	223
2030E 奶酪棒市场总规模 (亿元)	445

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.2 内生实力强劲+核心客户赋能，龙头地位稳固

2.2.1 研发实力构筑技术壁垒，柔性生产提高供应能力

公司通过自主研发突破核心技术，优质性能增强议价能力。奶酪棒包装由面层、中间层和里层三层材料构成，面层材料为 PET 膜，内层材料为 EVOH 膜，中间层主要存在使用 PS 材质和 PVC 材质两种路线。PS 材质抗伸缩力和热稳定性更强，更适用于特殊形状的奶酪棒灌装和压模，目前能够大规模供应 PS 材质复合塑料包装的厂商主要为上海艾录与安姆科。PS 膜由配方混合成品料经专用设备加工制成，成品料由基础粒子及辅料混合而成，对于调配能力要求较高。上海艾录使用的 PS 膜最初以外购方式取得，2019 年公司通过自主研发与引进设备获得自产能力，同时降低了生产成本。公司持续进行研发创新，不断提高产品竞争力，进而增强议价能力。

图表 29: 奶酪棒包材结构及技术难点分析

结构	材质	性能要求
面层	PET 膜	耐高温且加热后便于吸塑成型: 耐高温 (170℃以上)，不粘烫合模具，受热不变形，但在某一吸力下，又能够达到 110%以上的拉升变形。 印刷精度要求高: 印刷尺寸误差若超过正负 0.1mm，将无法准确切割每支奶酪，导致大量材料报废、无法正常生产。
中间层	PS 膜	抗伸和抗缩性能: 奶酪灌装过程包括预热、加热、吸塑成型、再加热封合边缘、急速冷却、插棒、灌装等多个快速加工过程，需要将每个立体包装准确无误的嵌入到 40 多个凹型模具穴中，因此对于包装中间层 PS 材料的抗伸和抗缩有着严格的要求。
内层	EVOH 膜	兼具锁味功能和易撕开的材料特性。

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

产品矩阵拓宽，成功研发常温奶酪棒包材。2021 年公司成功开发出集阻光、阻水、阻氧、保鲜等性能于一体的高性能常温奶酪棒包材，采用该种形态包装的奶酪棒产品可以在常温条件下储藏，突破原有奶酪棒产品需要低温冷链运输、储藏的限制。2021 年公司常温复合塑料包装产品已正式投放市场，并已实现批量稳定供货。未来公司将持续推进产品研发与创新，有助于进一步提高产品竞争力，满足客户多样需求。

图表 30: 低温与常温奶酪棒对比 (以妙可蓝多产品为例)

	低温奶酪棒	常温奶酪棒
产品示例		
定价	19.8-29.8元/100g	16.8元/90g
毛利率	55%左右	略高于低温
储藏条件	冷藏2-8℃	低于25℃存放
包装要求	热塑性、抗伸抗缩	阻光、阻水、阻氧、保鲜
经销商	低温经销商	常温经销商 (常温乳品、休闲食品等)
终端网点数量	全国约60-70万个	全国约500-600万个

资料来源: 公司年报, 中国食品报, 妙可蓝多京东旗舰店, 乳业财经, 国盛证券研究所

先进设备赋能生产, 柔性制造提高服务效率。实现高精度、批量生产需要对生产设备进行大量资金投入, 公司拥有德国 W&H 三层、七层共挤复合薄膜生产设备、欧洲片材挤出设备、欧洲复合设备、以及自主研发和制造的智能熟化、分切、包装、多机器人协同运作的流水线, 生产设备价值较高。此外, 公司具备较强的柔性化生产能力, 可以快速响应客户对不同复合塑料包装产品的生产需求。

图表 31: 复合塑料包装生产设备

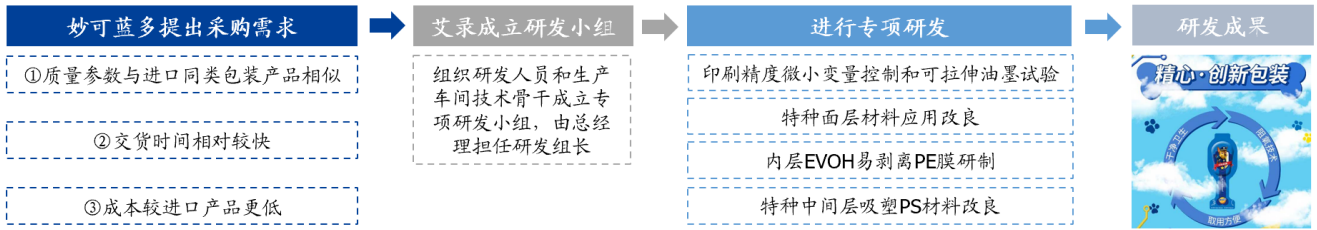
图示	生产线/设备	数量	账面原值 (万元)
	德国W&H七层共挤复合薄膜生产设备	1套	1379.14
	德国W&H三层共挤复合薄膜生产设备	1套	1068.04
	复合片材挤出线	1套	998.04
	单层PS片材挤出生产线设备	1套	677.83
	德国W&H共挤复合薄膜生产设备	熟化室	1条

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

2.2.2 深度绑定妙可蓝多, 龙头客户注入成长动能

妙可蓝多对包装性能要求较高, 公司凭借强产品力建立深度合作。2018年妙可蓝多向上海艾录提出奶酪棒包装采购需求, 公司随即成立复合塑料包装技术专项研发小组, 历经6个月突破复合塑料包装材料的配方、生产工艺、吸塑成型等核心技术, 并获得1项实用新型专利。妙可蓝多对产品性能、价格、交货速度都具有较高要求, 上海艾录凭借自身生产与研发优势获得客户信赖, 其优质包装已成为妙可蓝多的一大宣传亮点。

图表 32: 上海艾录与妙可蓝多合作过程

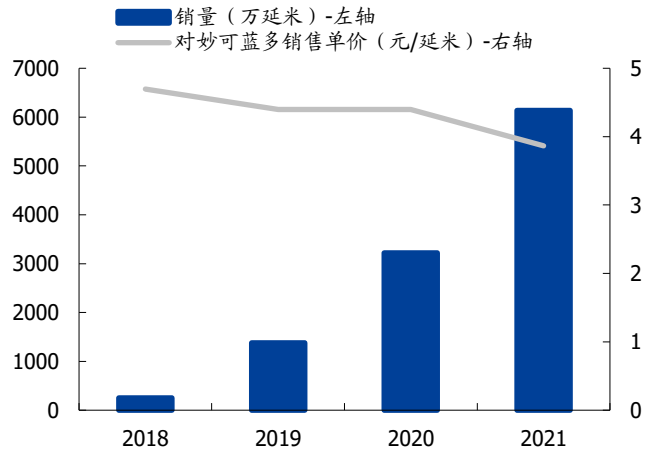
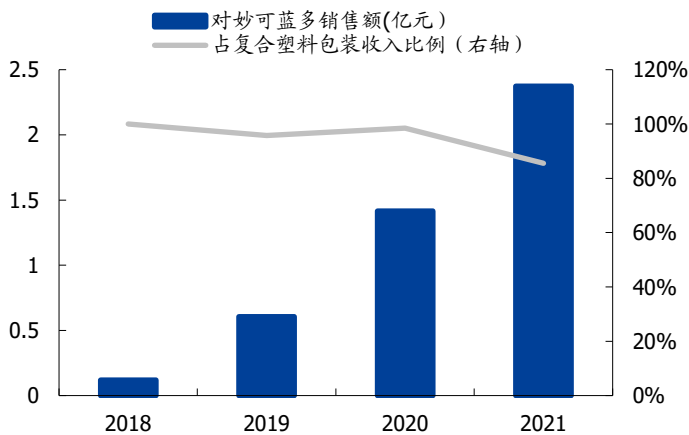


资料来源: 招股说明书, 妙可蓝多官网, 国盛证券研究所

妙可蓝多为公司复合塑料包装产品第一大客户, 奶酪棒单品放量带动上海艾录收入快速增长。妙可蓝多的奶酪棒产品自 2018 年推出以来销量快速攀升, 外包装采购需求持续扩大, 促使公司塑料包装业务收入规模相应增长。公司 2018 年与妙可蓝多达成合作, 2021 年对其销售收入为 2.37 亿元, 2018-2021 年 CAGR 为 171.3%, 占复合塑料包装产品收入的 85.54%, 占公司总收入的 21.19%。目前公司已成为妙可蓝多包材的第一大供应商, 未来有望受益于下游奶酪行业的高景气以及与奶酪龙头的稳定合作进一步扩大销售规模。

图表 33: 2021 年公司对妙可蓝多销售收入占复合塑料包装收入的 85.5%

图表 34: 公司对妙可蓝多的销售单价与销量变动情况

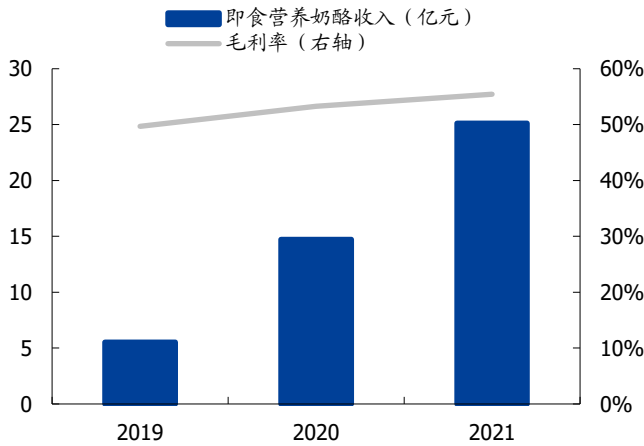


资料来源: 招股说明书, 公司年报, 国盛证券研究所

资料来源: 招股说明书, 公司年报, 国盛证券研究所

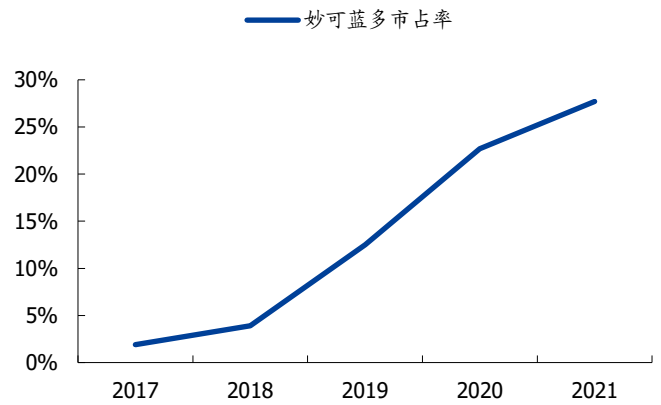
妙可蓝多在品牌培育、渠道拓展、产品创新、产能建设等多方面占据领先优势, 业绩增长确定性强。妙可蓝多奶酪业务分为即食营养、家庭餐桌、餐饮工业三条产品线, 其中即食营养线以核心产品奶酪棒为主。在高毛利明星单品奶酪棒的带动下, 妙可蓝多即食营养奶酪业务收入、利润均实现快速增长, 奶酪市占率由 2017 年的 1.9% 快速提升至 2021 年的 27.7%, 超过百吉福位列行业第一。2022 年在疫情压力下业绩增速放缓, 但公司在品牌、产品、渠道、产能等方面的积淀深厚, 期待疫后恢复稳增。

图表 35: 妙可蓝多即食营养奶酪业务收入与毛利率



资料来源: 妙可蓝多年报, 国盛证券研究所

图表 36: 2017-2021 年妙可蓝多市占率



资料来源: 妙可蓝多公告, 国盛证券研究所

营销策略高举高打, 国产奶酪棒品牌形象深入人心。妙可蓝多抓住国内奶酪棒市场认知空缺, 在推广初期通过高渗透、高频次的分众传媒和洗脑儿童广告曲的组合营销方式快速、强力触达消费者, 建立品牌认知。通过 IP 合作+明星代言进一步扩大品牌影响力, 汪汪队、宝可梦等 IP 形象精准吸引儿童群体, 优质实力派明星代言获取家长信任。新老媒体多管齐下, 在央视、卫视广告、电影映前广告以及多个线上新媒体社交平台进行高频广告投放, 品牌建设与消费者培育成效显著。据 2022 年 Chnbrand 发布的品牌力榜单, 妙可蓝多品牌力指数位居榜首, 第一提及率、品牌偏好度均大幅领先。

图表 37: Chnbrand 2022 年品牌力指数-奶酪棒/条品牌排名

排名	品牌	得分	第一提及率 (%)	品牌忠诚度 (%)	品牌偏好度 (%)
1	妙可蓝多	515.4	29.3	53.1	33.5
2	蒙牛	470.0	16.1	50.1	17.0
3	伊利	431.6	15.4	48.4	14.8
4	百吉福	408.1	15.2	54.1	16.3
5	光明	357.7	3.7	50.0	3.3
6	认养一头牛	284.0	0.5	55.2	0.5
7	吉士汀	275.4	0.8	60.0	0.5
8	妙飞	269.5	1.9	55.6	1.6
9	安佳	260.7	0.9	52.5	1.4
10	奶酪博士	257.9	1.4	46.8	1.9

资料来源: Chnbrand, 国盛证券研究所

产品矩阵丰富满足多样需求, 高频推新紧随消费潮流。妙可蓝多的大单品儿童奶酪棒在上市后不断升级迭代, 在包装、口味、定价、规格等多维度进行更新, 横向丰富品类, 纵向升级品质, 持续扩充产品矩阵。2021 年-2022 年妙可蓝多相继推出 51%干酪含量的 0 添加奶酪棒、常温奶酪棒以及有机奶酪棒, 不断满足消费者不同层次需求。常温奶酪棒蓝海市场空间广阔, 有望接替低温儿童奶酪棒成为第二增长极。

图表 38: 妙可蓝多奶酪棒产品矩阵

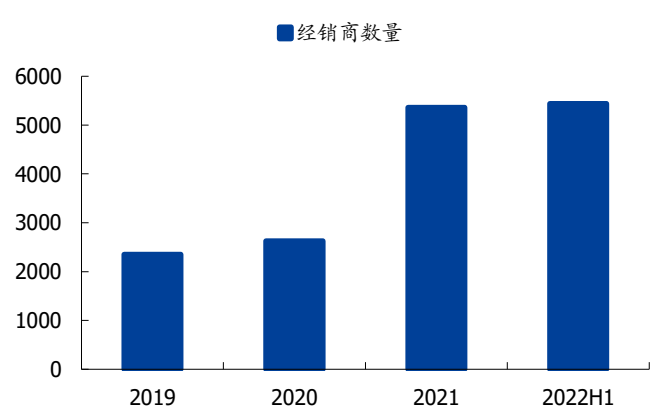
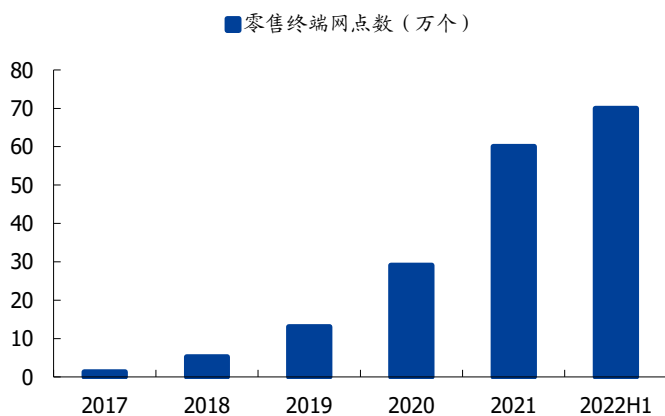


资料来源: 妙可蓝多年报, 京东, 食业头条, 国盛证券研究所

渠道网络覆盖全国，线上线下并行，广度深度兼备。线下：to C 渠道坚持“低温做精、常温做广”，不断增加陈列面积、丰富终端产品矩阵，持续深化现代渠道；在广泛覆盖大润发、永辉、沃尔玛等全国和区域连锁终端的基础上，强化流通、特渠、烘焙等多渠道开发，不断拓宽渠道边界。截至 2022 年 6 月 30 日，公司共有经销商 5438 家，零售终端约 70 万个，覆盖全国 96% 以上地级市以及 85% 以上县级市。线上：电商新零售持续创新，深耕天猫、京东、拼多多等传统电商平台，同时快速布局抖音、快手等新电商平台，积极拓展盒马鲜生、叮咚买菜等新兴业态。2021 年全年线上销售收入 4.48 亿元，电商业务已成为公司业绩增长的重要引擎。

图表 39: 截至 2022 年 6 月 30 日，妙可蓝多覆盖零售终端网点约 70 万个

图表 40: 截至 2022 年 6 月 30 日，妙可蓝多经销商数量为 5438 家

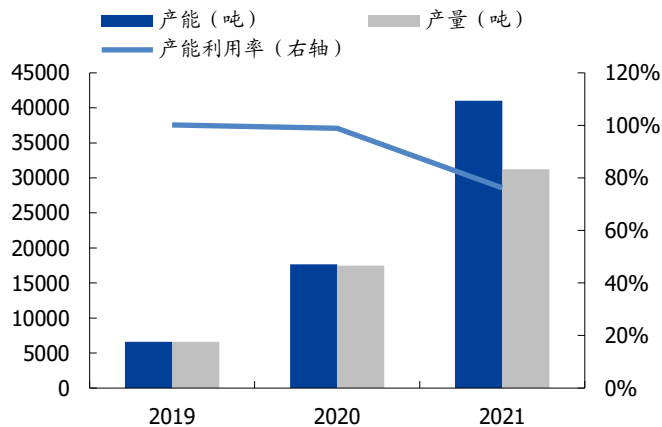


资料来源: 妙可蓝多公告, 国盛证券研究所

资料来源: 妙可蓝多公告, 国盛证券研究所

产能扩张支撑销售增长，规模优势巩固领先地位。2019/2020 年妙可蓝多奶酪棒产能利用率已达 100%，2021 年扩产后产能瓶颈得到缓解，截至 2021 年底，妙可蓝多已形成 78400 吨奶酪产能，同比增长 107%，其中奶酪棒产能为 41017 吨，同比增长 131.9%。蒙牛入股增厚资金实力，募投项目全部建成后，公司将形成上海、天津、吉林、长春 4 城 5 厂的产能布局，进一步巩固产能优势，满足市场需求。

图表 41: 妙可蓝多奶酪棒产能及产能利用率



资料来源: 妙可蓝多年报, 国盛证券研究所

图表 42: 妙可蓝多募投项目

在建生产基地	主要产品	建设周期	投资额 (亿元)
上海特色奶酪智能化生产加工项目	奶酪棒、马苏里拉、芝士片等	2年	12.6
长春特色乳品综合加工基地项目	奶酪棒、原制奶酪、原制奶酪切片等	2年	12.6
吉林原制奶酪加工建设项目	烧烤奶酪、手撕奶酪、马苏里拉奶酪丝等	2年	3.8

资料来源: 妙可蓝多公告, 国盛证券研究所

2.3 客户资源优质, 2030 年中性收入约 14 亿元

保守预计稳态格局下上海艾录市占率略有下降, 但增长空间仍然可观。据上文测算, 我们预计 2030 年奶酪棒市场整体规模有望达到 445 亿元, 2021-2030 年复合增速为 21.0%, 对应奶酪棒包装市场亦有 5-6 倍的增量空间。奶酪棒包装壁垒较高, 上海艾录龙头地位稳固, 据测算, 2021 年公司市占率约为 43%, 目前已基本实现对主要国产品牌的全覆盖, 成为妙可蓝多低温奶酪棒保持的第一大供应商以及常温奶酪棒包材的独家供应商, 并与奶酪博士、蒙牛、光明等十余家奶酪棒品牌达成合作。与进口品牌安姆科相比, 上海艾录供货周期短、性价比高且对客户响应迅速, 未来有望实现进口替代; 与永新、杭塑等本土企业相比, 上海艾录有望凭借产品优势和规模优势进一步巩固领先地位。综合考虑国产竞品增多以及进口替代潜在空间影响, 预计公司在稳态竞争格局下的市场份额较目前略有下降。中性假设条件下, 2030 年上海艾录市占率为 40%, 对应的收入规模约 14.2 亿元, 2021-2030 年 CAGR 为 20.0%, 增长空间仍然可观。

图表 43: 奶酪棒包装生产企业对奶酪棒品牌供应情况

奶酪棒包装供应商	合作情况
上海艾录	主要供应妙可蓝多 (常温独供/低温一供), 与蒙牛、伊利、奶酪博士、光明等十余家乳制品品牌达成合作
安姆科	主要供应百吉福、伊利、蒙牛等客户, 少量供应妙可蓝多
永新股份	已与市场上几大常见品牌建立了合作关系

资料来源: Wind, 同花顺财经, 国盛证券研究所

图表 44: 不同假设条件下, 2030 年上海艾录奶酪棒包装业务市场规模测算

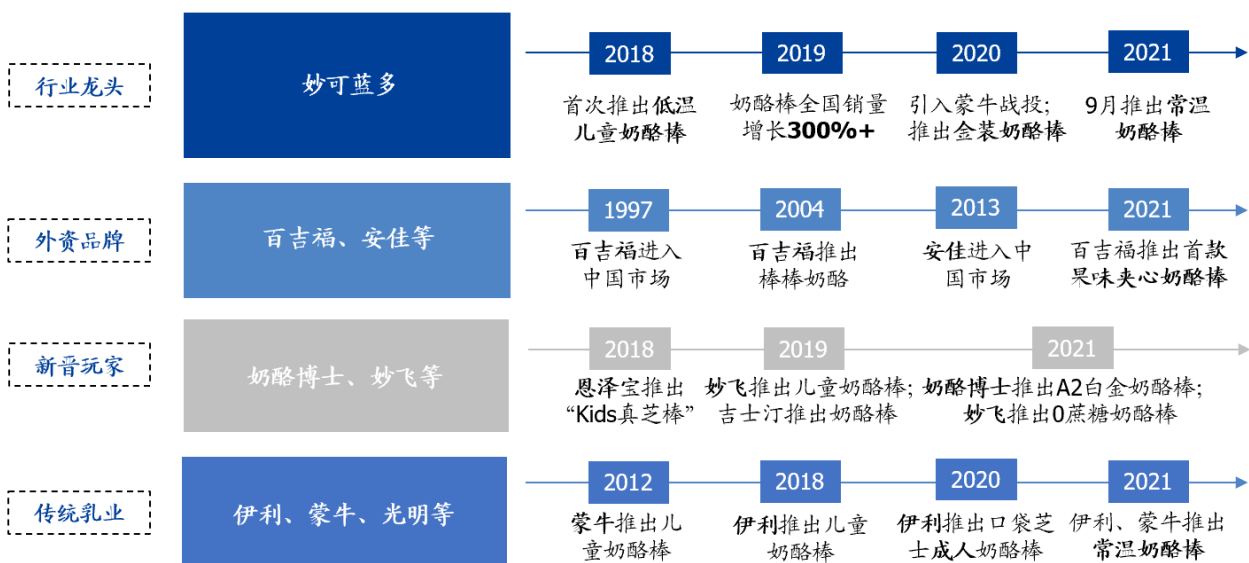
	2021	2030E
奶酪棒终端市场规模 (亿元)	80	445.3
2021-2030年CAGR		21.0%
奶酪棒包装占比	8%	
奶酪棒包装市场规模 (亿元)	6.4	35.6
乐观假设: 2030年艾录市占率为50%		
艾录市场份额	43.3%	50.0%
艾录奶酪棒包材销售规模 (亿元)	2.8	17.8
2021-2030年CAGR		23.0%
中性假设: 2030年艾录市占率下降至40%		
艾录市场份额	43.3%	40.0%
艾录奶酪棒包材销售规模 (亿元)	2.8	14.2
2021-2030年CAGR		20.0%
悲观假设: 2030年艾录市占率下降至30%		
艾录市场份额	43.3%	30.0%
艾录奶酪棒包材销售规模 (亿元)	2.8	10.7
2021-2030年CAGR		16.2%

资料来源: 妙可蓝多年报, 凯度, 前瞻产业研究院, 公司年报, 国盛证券研究所

2.4 下游压价空间有限, 产能利用率提高驱动盈利改善

高毛利、低门槛的奶酪棒市场吸引众多玩家涌入, 行业竞争激烈。目前奶酪棒市场中主要竞争者可分为四个梯队: 1) 行业龙头: 据凯度消费者指数家庭样本组数据显示, 截至2022年上半年, 妙可蓝多奶酪棒市占率超40%, 稳居行业第一。2) 外资品牌: 以百吉福为代表的外资奶酪棒品牌起步较早、经验丰富, 但近年在国内品牌快速崛起的冲击下, 市场份额有所下降。3) 新晋品牌: 新玩家不断涌入, 但目前规模尚小, 部分品牌采用代工模式, 成本管控能力较弱。新晋品牌定位分化, 如奶酪博士聚焦高端, 妙飞主打性价比, 形成错位竞争。4) 传统乳业: 伊利、蒙牛、光明等老牌乳企纷纷进军奶酪棒品类, “高认知、低份额”的乳业龙头伊利目前重点发力, 有望凭借强渠道力和强品牌力快速追赶。

图表 45: 中国奶酪棒行业竞争格局分析

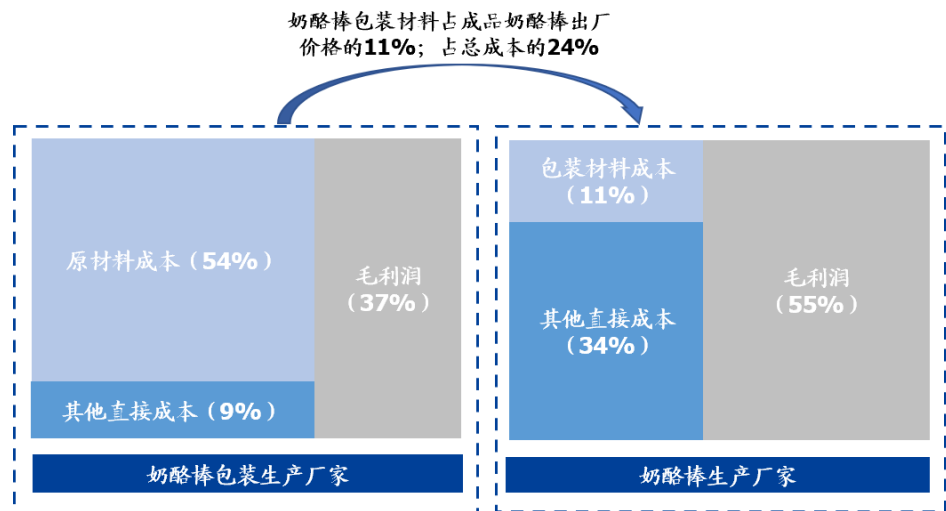


资料来源: 妙可蓝多官网, 公开资料整理, 国盛证券研究所

价格战趋缓迹象已显，竞争格局向好。竞争者增加与产品同质化导致费用投放和价格战加剧，2021年百吉福、妙可蓝多、妙飞等多个品牌均进行较大力度的打折促销，部分小包装产品流行“买一送一”。但就近期商超销售情况来看，低价促销现象有所缓解，市场竞争趋于良性。分析原因：一方面，受疫情影响，奶酪棒行业面临终端动销疲软与成本上涨双重压力，低价抢份额效果不佳，且进一步折损利润。另一方面，激烈的价格战加速行业洗牌，部分小品牌依赖代工模式成本较高，创新能力和品牌溢价能力不足，在低价竞争中被迫出局。行业竞争格局逐步优化，利润导向逐渐成为主流企业共识，品牌美誉度、产品品质、渠道建设仍是核心竞争力，价格之争转向品质之争。

短期来看，奶酪棒包装均价或承压，但产品品质与服务能力可提供一定价格支撑。据上海艾录与妙可蓝多年报披露的销售数据估算，奶酪棒包装成本约占奶酪棒出厂价的11%，约占总成本的24%，占比较高。公司目前处于市场开拓期且下游受疫情影响增长乏力，需求较弱，因此包装产品价格可能受到挤压。但奶酪棒产品对于包装性能有较高要求，上海艾录仍有望凭借自身的技术优势以及供应能力获得一定的议价权，客户压价空间有限。我们认为，公司可在保证自身合理利润的前提下，对下游客户适度让利，从而绑定优质客户，获取更多份额。此外，公司也可根据不同客户的需求提供不同成本方案的产品，在降低价格的同时实现降本，保障自身利润空间。

图表 46: 奶酪棒包装价值链拆解



资料来源：公司年报，招股说明书，妙可蓝多年报，国盛证券研究所 注：参考妙可蓝多奶酪棒数据

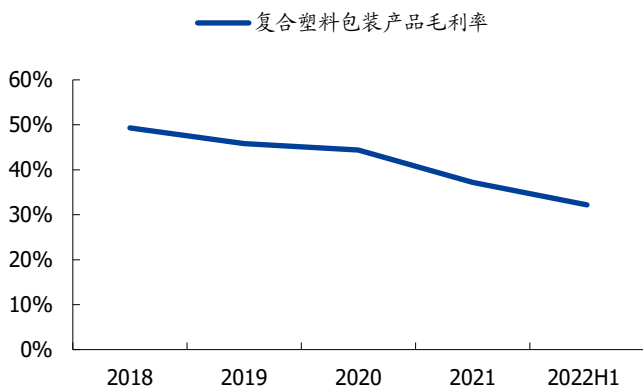
中长期来看，价格趋稳叠加产能利用率提高，毛利率有望企稳回升。2018年以来，在降价与扩产双重影响下，复合塑料包装毛利率呈下降趋势。为扩大与妙可蓝多的合作规模，公司在2019和2021年两次下调对妙可蓝多的销售价格，降价幅度分别为6.36%和12.08%，预计未来合作关系稳定后销售价格将趋于平稳。相比于降价销售，产能利用率较低对复合塑料包装业务当前盈利能力的影响更为严重。为匹配下游奶酪棒市场的高增速，公司前瞻性进行产能布局，2021年规模效应初显，单位制造费用略有下降。但2022年受疫情影响，下游需求较弱，导致实际产能利用率较低，单件产品生产成本增加。我们判断，伴随下游需求回暖、竞争格局向好以及新客户的顺利开拓，公司复合塑料包装的产能利用率或将逐步提升，规模效应有望带来成本改善，利润弹性逐步释放。

图表 47: 上海艾录复合塑料包装产能及产能利用率

时间	产能 (万延米)	产量 (万延米)	销量 (万延米)	产销率	产能利用率
2018	-	-	254	-	-
2019	3000	1567	1423	90.82%	52.24%
2020	5835	3964	3287	82.91%	67.94%
2021	-	8563	7536	88.01%	-

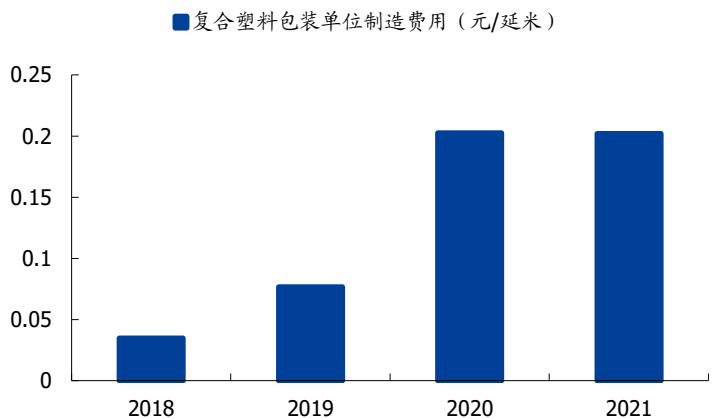
资料来源: 公司年报, 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 48: 复合塑料包装产品毛利率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 49: 复合塑料包装产品单位制造费用



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3. 工业纸袋厚积薄发，行稳致远进而有为

3.1 限塑禁塑令推升以纸代塑需求，市场集中度持续提升

限塑禁塑令推动纸包装市场扩容，政策端发力促进行业转型升级。目前价格较低的塑料包装仍占据包装市场主流，但随着限塑禁塑令的实施，纸包装对塑料包装的替代需求将进一步提高。节能环保和工业自动化趋势为纸包装行业创造新增市场，国家先后出台多项产业政策以推广环保纸袋自动包装技术，逐步明确工业用环保纸包装在环境保护中的强制性要求，政策鼓励为纸包装行业健康发展提供长效支持。

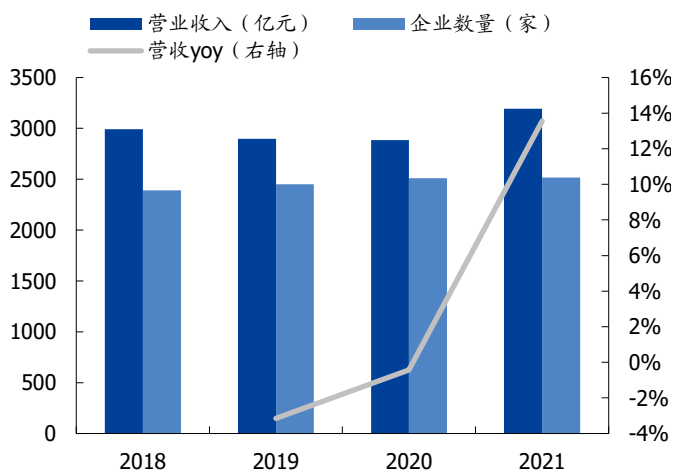
图表 50: “以纸代塑” & “纸包装行业转型升级”相关政策梳理

颁布时间	政策文件	颁布单位	主要内容及意义
2007年12月	《关于限制生产销售使用塑料购物袋的通知》	国务院办公厅	标志着我国“限塑令”正式出台
2013年2月	《产业结构调整指导目录（2011年）》（2013年修订）	国家发改委	将“PVA涂布型薄膜、PET薄膜、OPS薄膜及纸塑基多层共挤或复合等新型包装材料”列为鼓励类项目
2016年12月	《关于加快我国包装产业转型发展的指导意见》	工信部、商务部	提出包装和包装材料产业要重点发展低克重、高强度、功能化纸包装制品，增强纸制品防水、防潮、抗菌阻燃等性能，拓展纸包装的应用范围
2020年1月	《关于进一步加强塑料污染治理的意见》	国家发改委、生态环境部	标志着我国“禁塑令”正式出台
2021年9月	“十四五”塑料污染治理行动方案	国家发改委、生态环境部	提出“科学稳妥推广塑料替代产品，充分考虑竹木制品、纸制品、可降解塑料制品等替代产品对环境的影响”

资料来源: 国务院办公厅, 国家发改委, 商务部, 国盛证券研究所

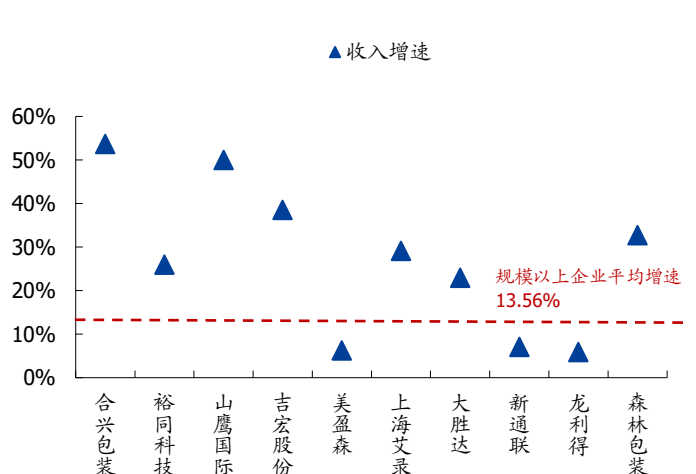
纸包装行业竞争格局分散，订单加速向龙头企业集中。据中国包装联合会，2021年中国纸和纸板容器行业规模以上企业营业收入为3192.03亿元，同比增长13.56%，规模以上纸包装生产企业2517家。合兴、裕同、大胜达等上市公司收入增速大幅超过行业整体水平，龙头集中度提升趋势明显。2021年我国纸包装CR5仅为12.4%，对比海外成熟市场，美国CR4已超70%，澳大利亚CR2高达90%，我国纸包装行业市场集中度拥有巨大提升空间。

图表 51: 中国规模以上纸包装企业营收及数量



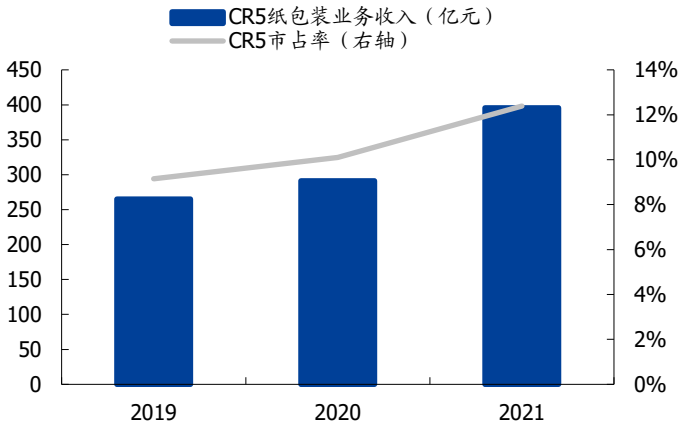
资料来源: 中国包装联合会, 国盛证券研究所

图表 52: 2021年纸包装头部上市企业营收增速高于行业整体增速



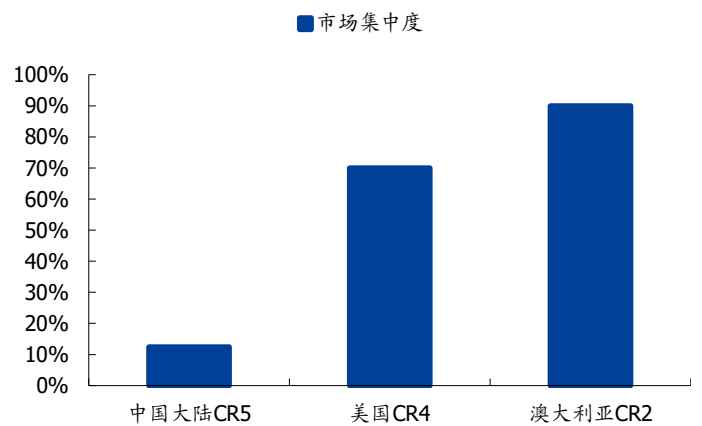
资料来源: 中国包装联合会, Wind, 国盛证券研究所

图表 53: 2019-2021 年中国纸包装行业 CR5 由 9.15% 提升至 12.39%



资料来源: Wind, 中国包装联合会, 国盛证券研究所

图表 54: 中国/美国/澳大利亚纸包装行业市场集中度对比



资料来源: Wind, 中国包装联合会, 纸业网, 国盛证券研究所

头部企业率先完成产能扩张与效率提升, 持续加固优势地位。传统纸包装行业为劳动密集型产业, 头部企业率先完成生产效率提升, 人均创收领先; 率先加大资本开支, 通过自建产能或外延并购实现扩大再生产, 分享规模效应带来的成本优势; 率先拓展业务领域, 完成产业一体化布局或寻求新增长点。龙头企业进入正向循环的经营模式, 持续积累资金与成本优势, 推动行业竞争进入升维阶段。长期来看, 纸包装行业向着自动化、绿色化、标准化方向发展, 集中度提升系必然趋势。

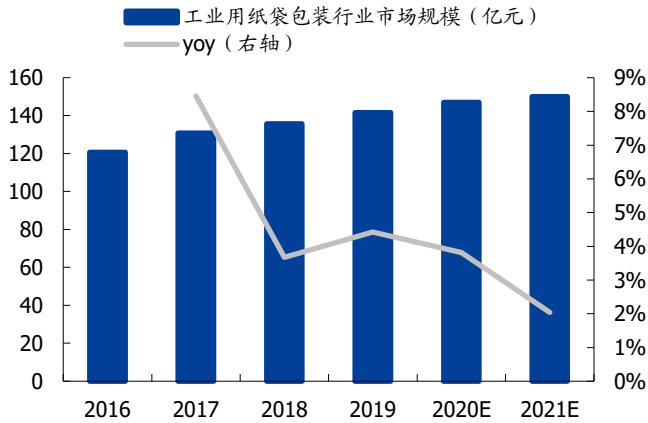
图表 55: 纸包装行业头部企业扩张逻辑



资料来源: 国盛证券研究所

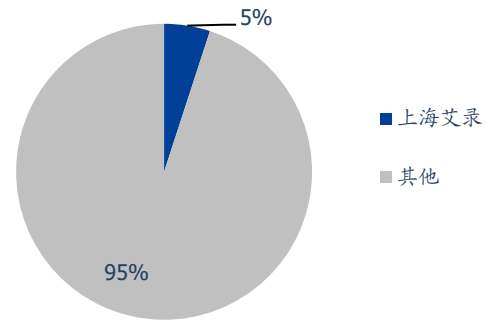
工业纸袋包装为纸包装行业细分赛道, 上海艾录占据龙头地位。据观研天下, 2021 年中国工业用纸袋包装市场规模约 150 亿元, 上海艾录以 5% 的市场份额位居行业龙头, 系“中国印刷包装企业 100 强”中唯一的工业用纸包装企业。公司在海外市场主要竞争对手为 MONDI (英国蒙迪集团)、DYPACK (杜帕克); 国内市场主要竞争对手为上海外贸瓦屑包装袋有限公司、上海明封纸制品有限公司、河南佰嘉新型节能材料有限公司等非上市企业。海外龙头技术积累雄厚, 但近年来国内企业技术水平逐步提高, 凭借本土化优势和精细化服务增强竞争力; 中小企业以低端市场为主, 在客户定位上与头部企业存在错位竞争。

图表 56: 中国工业用纸袋包装市场规模



资料来源: 观研天下, 国盛证券研究所

图表 57: 工业用纸包装行业竞争格局



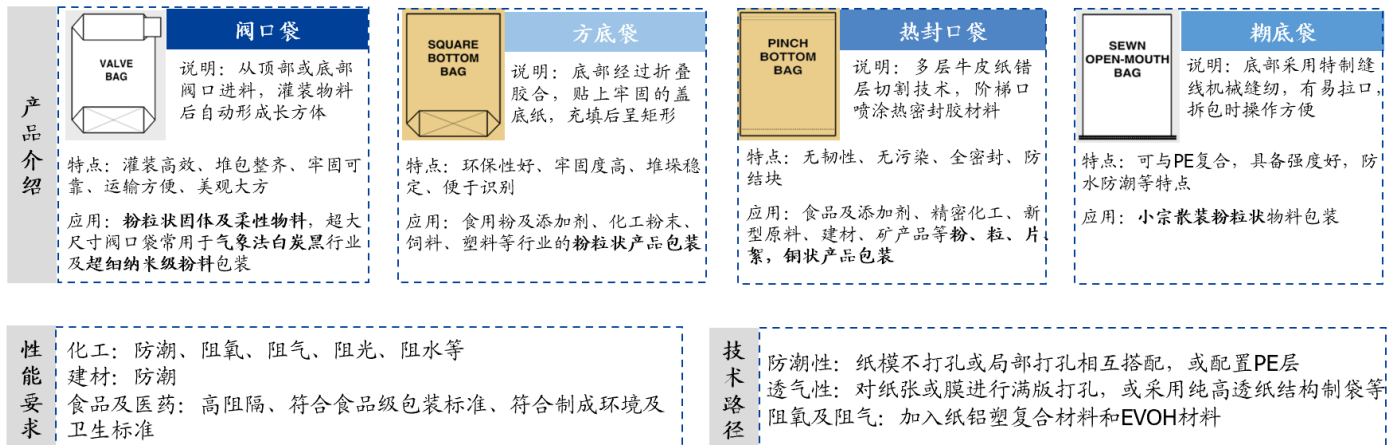
资料来源: 公司年报, 观研天下, 国盛证券研究所

3.2 产研优势夯实基础, 优质客源积累丰富

3.2.1 研发实力加固技术壁垒, 高效生产提升人均创利

研发力赋能产品力, 差异化提高附加值。公司所产的工业用纸包装主要用于食品、化工、建材、医药中间体、添加剂等行业的粉体和颗粒体产品, 上述内容物通常具备独特的物理及化学特性, 对包装的防潮性、透气性、运输便利性、强度等多方面均具有较高要求。因而与普通包装相比, 工业用纸袋包装具有较高技术门槛。公司凭借自身卓越的研发能力, 能够根据客户包装内容物的具体性质、储存运输特点、包装特性要求等要素提出定制化的包装解决方案, 从而增强客户粘性, 并提高产品附加值与议价能力。

图表 58: 公司工业用纸包装产品类型与下游客户需求



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

研发实力强劲, 专利储备丰富。上海艾录是国内少数掌握高品质工业用纸包装产品核心技术的企业之一, 具备较强的技术研发能力。2017-2021年公司持续加大研发投入, 研发费用由0.14亿元增长至0.38亿元, 研发费用率提升0.45pct。截至2021年末, 公司已获得授权且尚在有效期内的专利共97项, 其中包括21项发明专利和76项实用新型专利及外观设计专利。为满足客户对包装防水、防潮、高阻隔等特性的要求, 公司相继自主开发了EVOH高阻隔性薄膜、迷宫通道排气等技术。截至招股书披露日, 公司拥有50余项尚在有效期内的纸包装产品相关专利。

图表 59: 公司纸包装产品相关专利 (截至招股说明书披露日, 尚在有效期内)

产品类别	发明专利数量	实用新型专利数量
阀口袋产品	9项	20项
热封口袋相关产品	2项	3项
方口袋产品	4项	3项
PE阀口袋相关产品	1项	4项
迷官式排气FFS卷膜产品	-	7项
合计	16项	37项

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

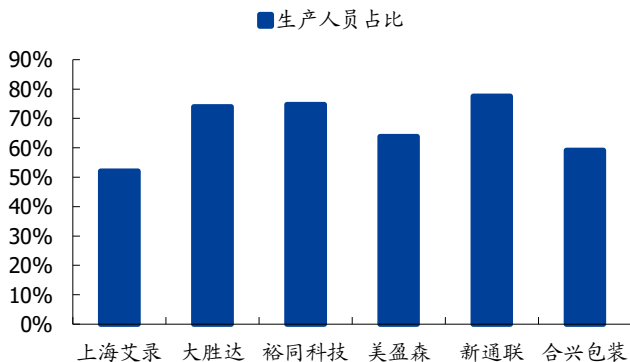
高额设备投入构筑资金门槛, 自动化生产提高用工效率。公司现有 4 条完整的德国 W&H 全自动 CNC 数控生产流水线以及制膜、印刷等多台国际领先的大型进口设备, 进口生产线的资金投入门槛较高, 据公司招股说明书披露, 公司购置的“AM8135+AD8330 全自动高速多层复合纸塑包装袋生产线”账面原值高达 6437 万元, 高额设备投入形成中小企业难以跨越的资金门槛, 并且大幅提升了生产效率。2021 年公司生产人员占总员工比例为 52.03%, 明显低于可比公司; 2016-2021 年人均创收由 64.21 万元提升至 126.43 万元, 人均创利由 4.54 万元提升至 16.33 万元, 在同行业中处于上游水平。

图表 60: 上海艾录与国内主要竞争对手生产设备配置情况对比

公司	生产线/设备	数量	主要产品
上海艾录	德国 W&H 全自动 CNC 数控生产流水线	4 条	阀口袋、方底袋、缝底袋、热封口袋
上海明封	全自动进口制袋生产线	1 条	阀口袋、PP 集装袋、方底袋、缝底袋
上海外贸瓦屑	国产纸袋生产设备	3 套	阀口袋、方底袋、缝底袋、热封袋
河南佰嘉	进口纸袋生产设备	1 条	平底袋、阀口袋、热封口袋、M 折方底袋、梯形口袋、复合袋

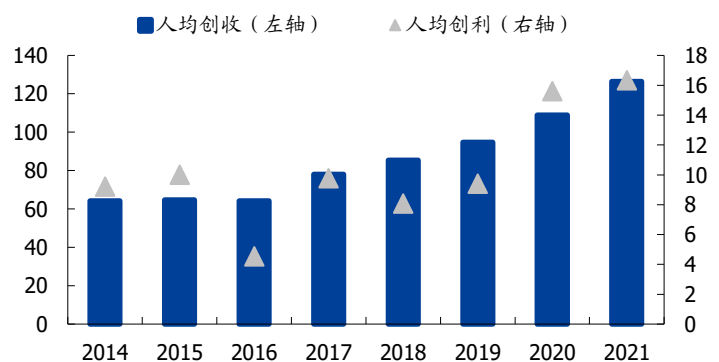
资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 61: 上海艾录生产人员占比低于同行业内可比上市公司



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 62: 上海艾录人均创收/创利持续提升 (单位: 万元)

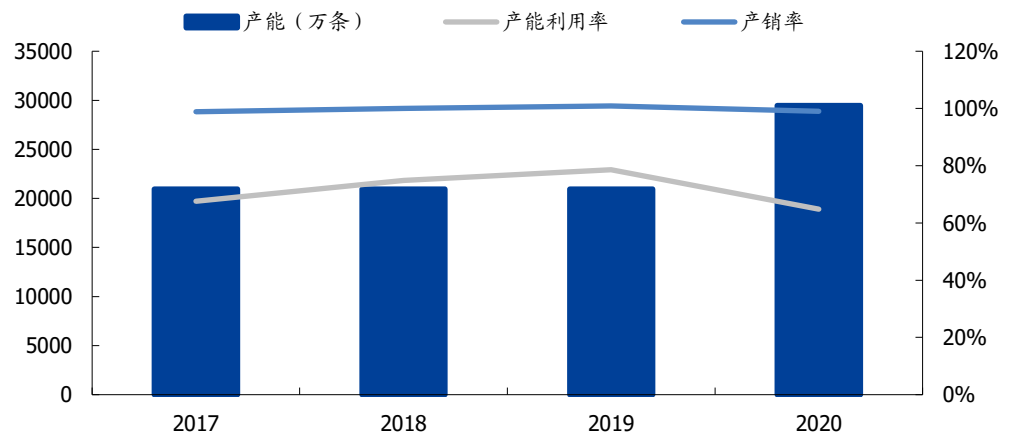


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.2.2 产能扩张支撑收入增长，规模效应增强成本优势

产能扩张支撑收入增长，扩产计划稳步推进。公司工业用纸包装产销率长期保持在 100% 左右，2019 年年末产能利用率已接近生产设备的推荐产能峰值。伴随工业用纸包装产品销量增长，公司积极扩产缓解产能瓶颈。据 2022 年中报，上海艾录拟投资 3.33 亿元用于扩建现有工业用环保纸包装生产基地，目前投资进度已达 98%，预计 2023 年 10 月 31 日投产，届时将新增工业用环保纸阀口袋产能 8000 万条，总产能将接近 4 亿条，有效缓解工业用纸包装产能瓶颈，满足日益增长的订单需求。2021 年 10 月上海艾录设立全资子公司艾创包装，并计划投资约 6.9 亿元用于购买土地使用权和建设工业用纸包装、复合塑料包装和新材料等项目，生产规模将进一步扩大，更好地满足市场需求。

图表 63：上海艾录工业用环保纸袋产能、产能利用率及产销率



资料来源：招股说明书，公司年报，国盛证券研究所

图表 64：工业用纸包装产能建设规划

项目	计划投资额	产能规划	投资进度	预计完工时间
工业用环保纸包装生产基地扩建项目	3.33 亿元	新增工业用环保纸阀口袋生产能力 8000 万条/年	97.9%	2023 年 10 月 31 日
复合环保包装新材料生产线技改项目	0.58 亿元	新增 FFS 重载膜及片膜生产能力 2200 吨/年、PE 阀口袋生产能力 2500 万条/年	100%	2021 年 12 月 31 日
工业用纸包装、复合塑料包装和新材料生产建设项目	6.9 亿元	不详	0.25%	不详

资料来源：招股说明书，公司公告，国盛证券研究所

规模效应显著，成本优势突出。上海艾录系国内生产能力最大的专业工业用环保纸包装提供商之一，具有明显的规模化生产优势。一方面，规模化生产有利于降低单件产品分摊的各项固定成本；另一方面，规模化采购有利于增强对供应商的议价能力。公司目前已与前三大供应商形成稳定的合作关系，未来随着采购规模的扩大有望进一步加强对上游的议价权，在保证原材料及时、保质、保量供应的同时增强成本优势，提高盈利能力。

图表 65: 公司与前三大供应商保持稳定合作

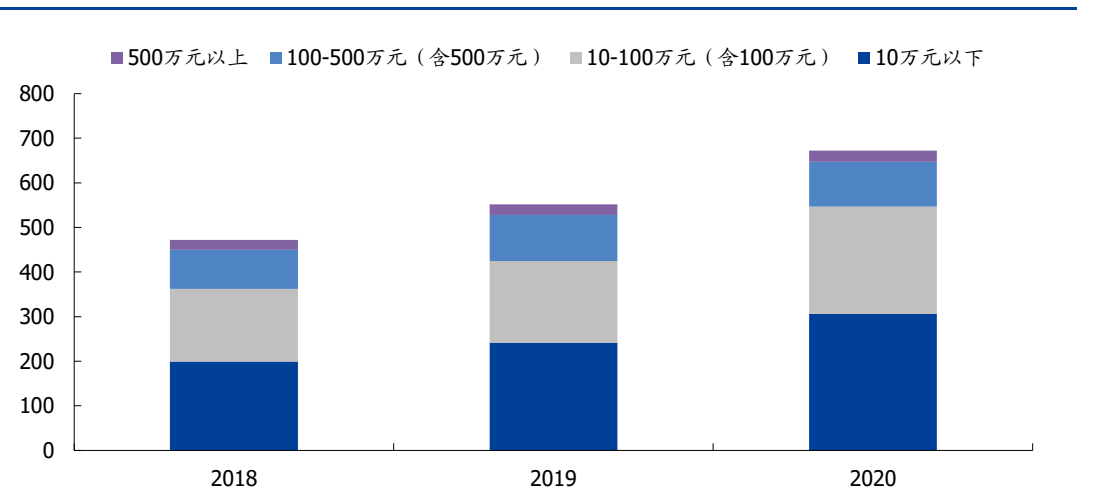
	2018			2019			2020		
	供应商	采购比例	采购类别	供应商	采购比例	采购类别	供应商	采购比例	采购类别
1	上海年瑞	25.27%	纸张	上海年瑞	24.39%	纸张	上海年瑞	20.04%	纸张
2	青山纸业	19.38%	纸张	青山纸业	17.28%	纸张	青山纸业	12.63%	纸张
3	BILLERUDKORSNAS AB	15.80%	纸张	BILLERUDKORSNAS AB	11.38%	纸张	BILLERUDKORSNAS AB	9.70%	纸张

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

3.2.3 客户资源积淀深厚, 下游客群量增质优

优质客源积累深厚, 头部长尾共同放量。上海艾录凭借自身的生产与研发优势积累丰富的优质客户资源, 且下游大客户多为所在行业头部企业, 经营情况良好, 客户自身业务体量扩大将带动包装采购量的增加。公司在绑定核心客户的同时积极拓新, 2018年以来客户数量持续增加, 2021年已超过700家, 且新增客户以中小规模企业为主。未来头部长尾共同放量, 有望驱动公司收入持续增长。

图表 66: 公司各收入区间客户数量



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

头部客户经营稳健, 抗风险能力较强。公司与下游多个行业的重点客户达成长期稳定的合作关系, 部分合作时间在6年以上。头部客户对于产品性能和服务能力具有更高要求, 上海艾录作为龙头企业更受青睐, 并且为保证供应稳定性, 客户一般会与主要供货商保持较为长期的合作关系。优质客户经营稳健, 增长态势良好, 带动包装采购需求自然增长, 公司作为主要供应商有望获取更多订单。此外, 龙头客户抗风险能力更强, 通常能够在行业调整期逆势增长, 公司通过与立邦、东方雨虹等涂料、防水领域龙头客户建立深度合作, 能够有效弱化下游行业景气度切换所带来的经营波动。

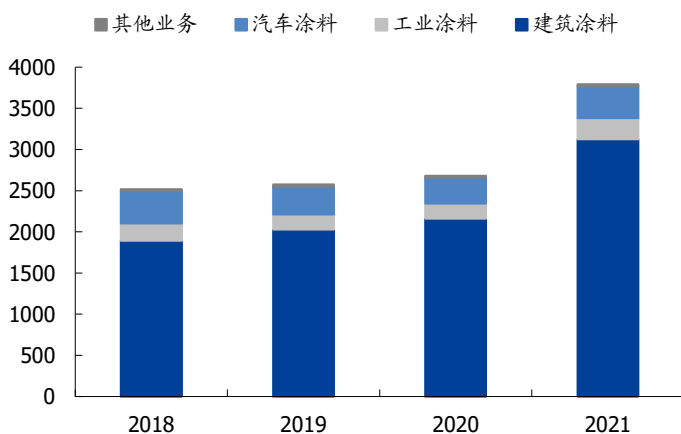
图表 67: 2018-2020 年工业用纸包装大客户销售情况 (万元)

行业	客户名称	2018		2019		2020		销售内容	应用产品	合作起始时间	同类供货商中排名	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比					
建材	立邦投资	3375.84	6.69%	4070.02	7.57%	3125.49	5.36%	纸袋	涂料	2014年	前三	
建材	东方雨虹	2200.12	4.36%	2458.01	4.57%	2982.00	5.12%	阀口袋	瓷砖胶等	2013年	前三	
建材	美巢集团	1581.53	3.13%	1694.98	3.15%	1639.37	2.81%	纸袋	粉料	2014年	前三	
建材	德高实业	3010.33	5.96%	1452.72	2.70%	2813.21	4.83%	纸袋	瓷砖胶等	2013年	前五	
化工	沈阳化工	3344.71	6.63%	2592.35	4.82%	2521.04	4.33%	阀口袋	化工产品	2015年	一供	
RORAL												
食品	FRIESLANDC AMPINA N.V	1645.10	3.26%	2292.25	4.26%	2114.01	3.63%	包装产品	奶粉等	2013年	未统计	
前五大客户		13576.1	26.9%	13107.6	24.5%	13555.8	23.3%					

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

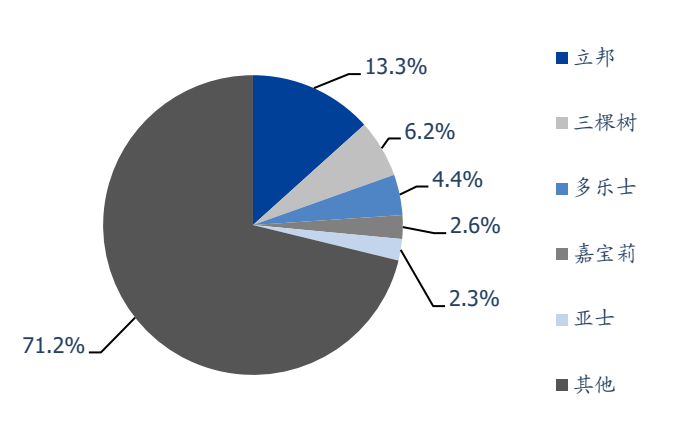
大客户之立邦——涂料龙头, 地位稳固。立邦中国隶属于新加坡立时集团, 1992年进入中国市场, 在全国拥有超过 70 家生产供应链基地, 完备的产能建设扩大销售范围, 为公司提升品牌知名度和实现业绩增长奠定基础。2021 年立邦中国实现营业收入 3791 亿日元 (约合人民币 208 亿元), 同比增长 41.4%。其中, 建筑涂料、工业涂料 (含粉末涂料) 增势强劲, 但在原材料成本高压之下, 营业利润有所下滑。2012-2021 年, 立邦连续十年登顶房企 500 强首选榜单, 多个子品类蝉联夺冠, 大客户资源积淀深厚, 龙头 α 能力显著, 在地产下行周期有望保持稳健经营。

图表 68: 立邦中国收入构成 (亿日元)



资料来源: 立邦财报, 国盛证券研究所

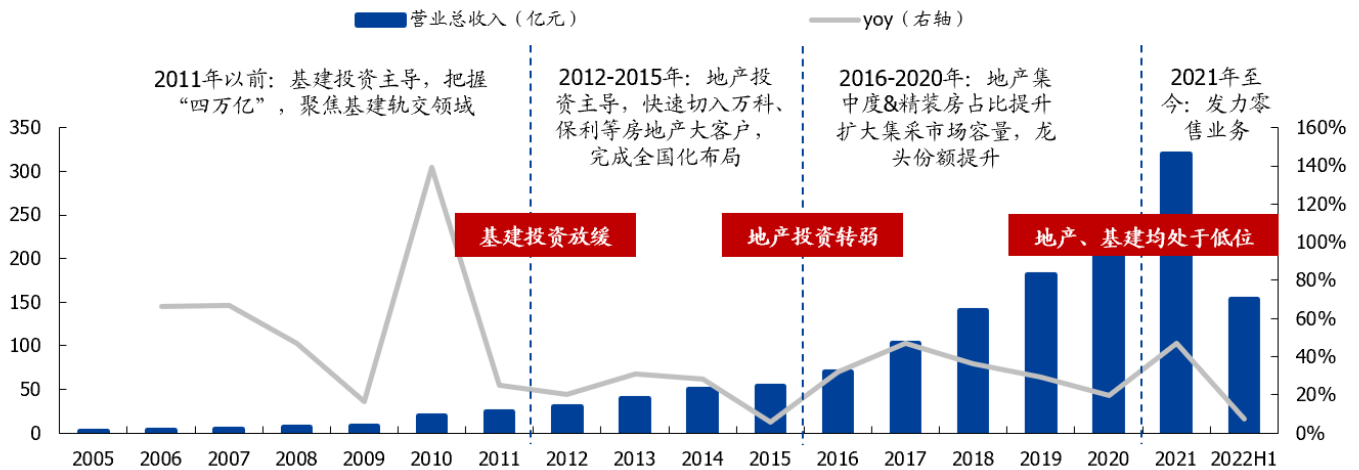
图表 69: 建筑涂料市场竞争格局



资料来源: 涂界, 国盛证券研究所 注: 统计口径不含建筑防水涂料业务

大客户之东方雨虹——周期交替, 增长持续。东方雨虹为国内防水领域龙头, 自 2008 年上市至今, 营收 CAGR 为 34.15%, 归母净利润 CAGR 为 37.02%。防水行业强功能性属性使得市场份额天然向优质企业集中, 而东方雨虹产品与服务壁垒深厚, 且能够充分把握行业成长机遇, 及时根据基建/地产景气切换调整自身经营战略, 从而逐步确立龙头地位。东方雨虹在品牌建设、渠道拓展、施工服务、产能布局等多维度优势突出, 防水主业之外不断外延, 切入民用建材、节能保温、特种砂浆、建筑涂料等领域, 多元布局有望“再造一个雨虹”。

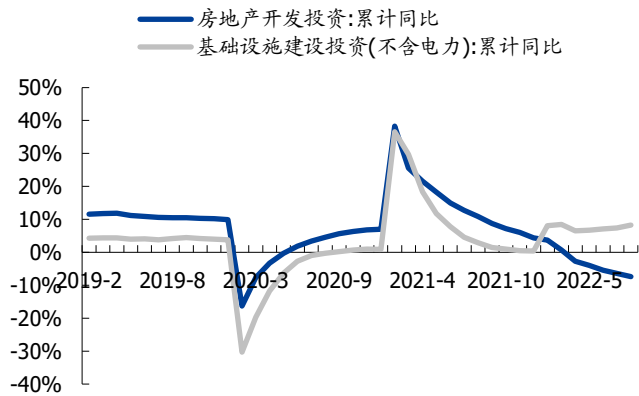
图表 70: 东方雨虹发展历程复盘



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

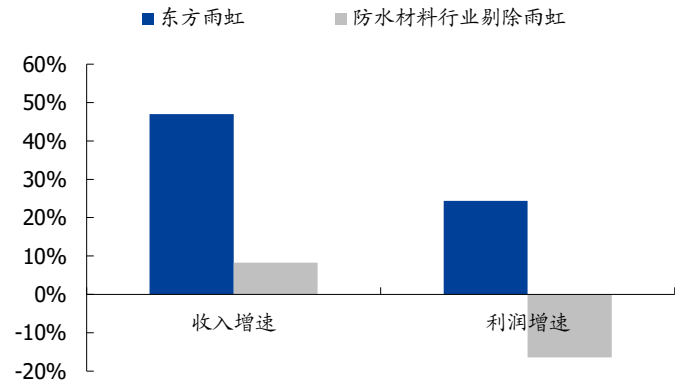
地产基本面筑底与政策趋严加速行业分化, 龙头经营韧性凸显。 1) 防水行业短期受制于高成本和地产弱需求, 中小企业难以抵抗地产暴雷后现金流回收风险, 而东方雨虹借助多品类布局和渠道下沉抢占份额。2) 随着质量监督、安全生产、节能环保等监管趋严以及防水行业产业政策逐渐规范, 下游客户对防水材料产品品质要求不断提高, 落后非标产能加速出清, 收入/利润份额进一步向龙头企业集中。2021年东方雨虹/其他规模以上防水企业收入增速分别为 47%/8%, 利润增速分别为 24%/-16%, 龙头抗风险能力与经营韧性凸显, 市占率有望进一步提升。

图表 71: 基建投资及房地产开发投资累计同比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 72: 东方雨虹与防水行业其他企业收入/利润增速对比



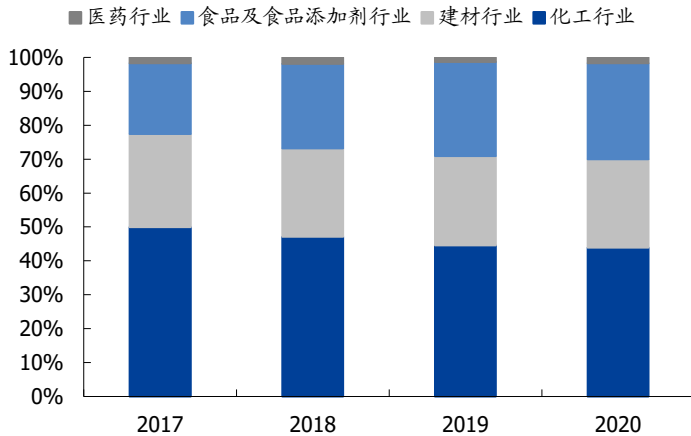
资料来源: 中国建筑防水协会, 国盛证券研究所

3.3 多领域应用, 市场规模与龙头份额有望共同向上

工业用纸包装潜在空间广阔, 龙头份额提升确定性高。 从下游客户结构来看, 化工/食品及食品添加剂/建材行业为纸包装客户主要来源, 其中对建材领域销售毛利率最高。从行业空间来看, 工业用纸包装的潜在增量一方面来自下游行业产销规模扩大所带动的整体包装需求增长, 更重要的另一方面来自纸包装与塑料包装品类间的份额让渡, 以纸代塑趋势下, 纸包装使用率将逐步提升。从竞争格局来看, 上海艾录在工业用纸袋包装

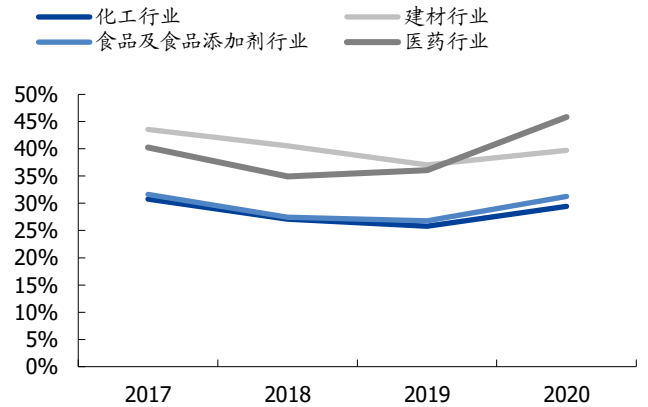
细分领域内龙头优势显著，研发能力、生产效率、资金实力构筑坚实壁垒，规模效应增强成本优势，优质产品与服务提高溢价能力，盈利能力领先，提份额逻辑确定性强，多领域多品类应用为规模扩张提供更多驱动力。

图表 73: 工业用纸包装对下游行业销售占比



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 74: 工业用纸包装对下游行业销售毛利率



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

3.3.1 建材领域: 非房建设与存量翻新弱化地产下行影响, 需求提升空间较足

非房建设与存量翻新弱化地产下行影响, 需求提升空间充足。我国作为建筑建设大国, 建材消耗量处于全球前列, 且建材作为工业消费品, 整体需求较为稳定。随着房地产开发增速放缓, 非房建设以及存量翻新逐渐成为建材行业主要增长动力。地产遇冷&环保政策趋严&行业标准化趋势下, 建材企业或将加速整合, 采购需求更加集中。我们以规模庞大的基础产品水泥和新兴品类瓷砖胶作为代表, 测算工业用纸包装潜在市场空间。

1) 水泥: 预计 2025 年水泥产量为 20 亿吨, 对应包装需求量为 801 亿个, 纸包装占比有所提升。供给端, 双碳政策下水泥行业落后产能去化与产能置换加速, 2021 年产量同比下降 0.6%, 2022 年 1-8 月降幅进一步扩大。需求端: 基建方面, 水泥在交通、水利以及公共设施等领域用量较大, 基建投资对水泥用量仍具备显著拉动作用; 地产方面, 自 2021 年下半年以来, 地产开发体量快速下行, 拖累水泥需求。但近期地产政策释放积极信号, 预计后续地产领域水泥用量进一步下降的空间有限。水泥行业去产能将导致包装整体需求减少, 但我们分析, 水泥企业集中度提升以及绿色环保要求将推动环保型工业用纸包装加速替代塑料编织袋, 工业用纸包装实际规模仍将扩大。

图表 75: 水泥包装袋市场规模测算

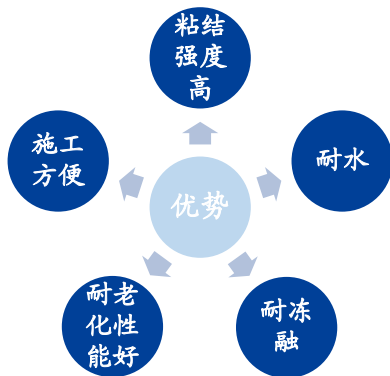
	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
水泥产量(亿吨)	21.8	23.3	23.8	23.6	20.1	19.1	19.1	20.0
yoy		7%	2%	-1%	-15%	-5%	0%	5%
单袋涂料重量(kg)				25				
水泥袋数(亿)	870.7	932.1	950.8	945.1	803.4	763.2	763.2	801.3
					-15%	-5%	0	5%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2) 瓷砖胶: 预计 2025 年瓷砖胶产量约 2576 万吨, 对应包装需求量为 12.9 亿个, 21-25 年 CAGR 为 14.2%。据新思界产业研究中心数据显示, 2020 年我国瓷砖产量约为 100 亿平方米, 每平方米瓷砖铺贴大约需要 10 千克瓷砖胶。但目前传统水泥砂浆

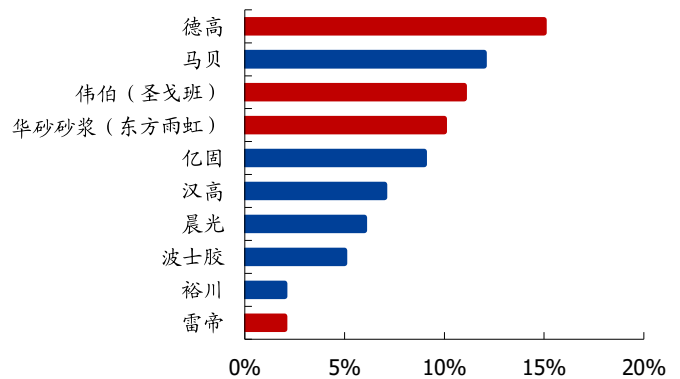
仍是我国建筑装修粘贴材料市场的主流，国内瓷砖胶渗透率仅为12%，而欧美市场普及率高达90%。政策推动叠加性能优势，瓷砖胶市场有望快速扩容。住建部政策规定，自2022年9月14日起，所有房屋建筑、基础工程的新开工项目禁止使用现场水泥拌砂浆粘贴外墙饰面砖，该政策落地将大幅促进瓷砖胶等粘结剂的推广普及。假设2025年瓷砖胶渗透率达30%，据此测算2025年瓷砖胶需求量将达到2576万吨，对应包装袋需求量为12.9亿个，2021-2025年复合增速为14.2%。

图表 76: 瓷砖胶性能优势



资料来源: 华经产业研究院, 国盛证券研究所

图表 77: 瓷砖胶品牌首选率



资料来源: 优采平台, 国盛证券研究所 注: 红色为上海艾录重点客户

图表 78: 瓷砖胶包装袋市场规模测算

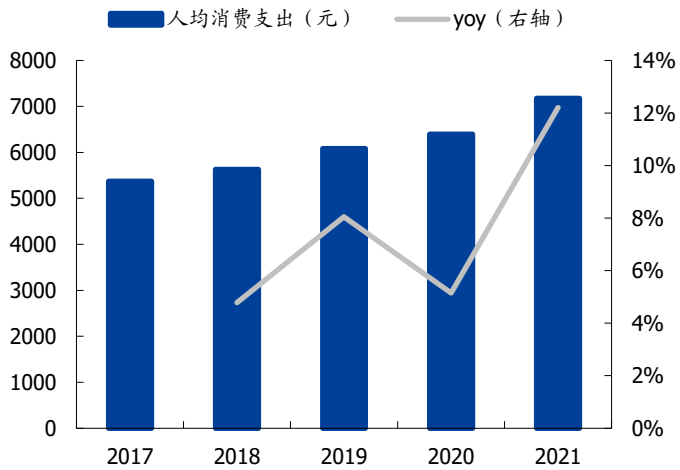
	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
瓷砖产量 (亿m ²)	100	97.0	94.1	91.3	88.5	85.9
YOY		-3%	-3%	-3%	-3%	-3%
每平方米瓷砖胶用量 (kg/m ²)	10					
瓷砖胶渗透率	12%	16%	19%	23%	26%	30%
瓷砖胶用量 (亿 kg)	120	151.3	180.7	208.1	233.7	257.6
单袋重量 (kg)	20					
瓷砖胶袋数 (亿个)	6.0	7.6	9.0	10.4	11.7	12.9
YOY		26.1%	19.4%	15.2%	12.3%	10.2%

资料来源: 中国建筑卫生陶瓷协会, 东方雨虹, 国盛证券研究所

3.3.2 食品添加剂领域: 供给与需求双向增长, 市场规模持续扩大

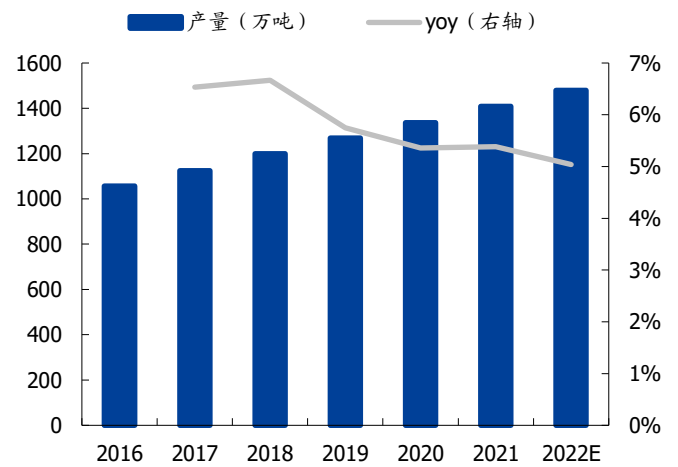
供给与需求双向增长, 市场规模持续扩大。与欧美等发达国家相比, 我国食品添加剂行业起步较晚, 但发展速度较快。伴随着中国经济发展水平和国民生活水平的快速提高, 居民对于食品的消费支出不断增长, 对于食品口味的丰富度也愈发重视。据中国食品添加剂和配料协会数据显示, 我国食品添加剂主要品种总产量由2016年的1056万吨增长至2021年的1409万吨, 复合增速约为5.94%。据中商产业研究院预测, 2022年我国食品添加剂主要品种总产量将达1480万吨。未来供给端生产工艺不断进步、需求端消费理念持续升级, 供需两端将继续共同驱动行业空间扩容, 包装需求相应增加。

图表 79: 2017-2021 年中国居民人均食品烟酒消费支出及增速



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 80: 2017-2022E 中国食品添加剂产量及增速

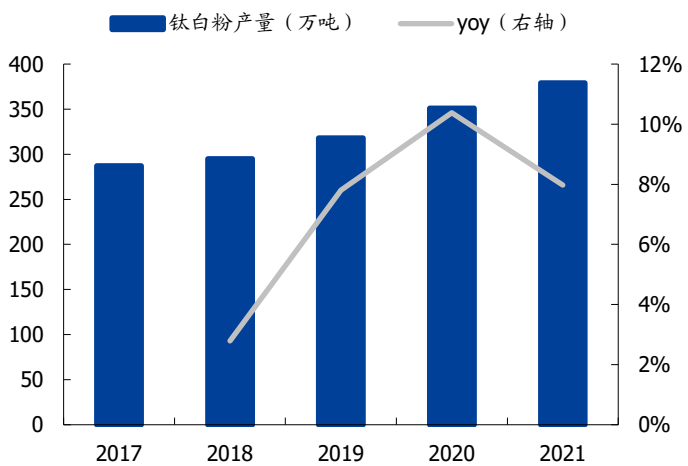


资料来源: 中国食品添加剂和配料协会, 国盛证券研究所

3.3.3 化工领域: 行业空间广阔, 包装需求稳定

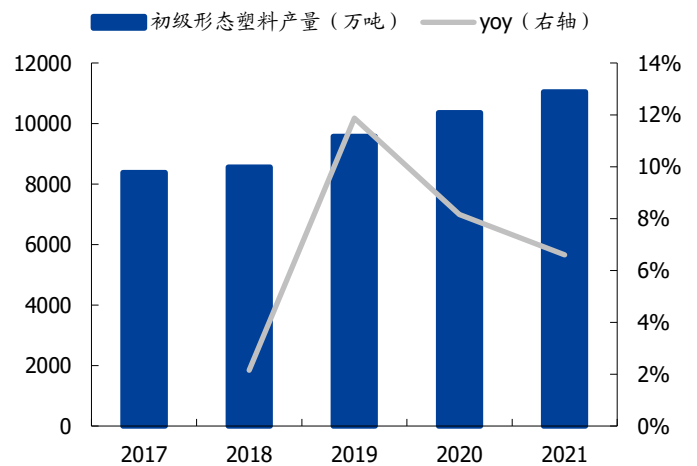
化工行业空间广阔, 包装需求稳定。公司产品主要用于钛白粉、初级形态塑料、合成树脂、石墨及炭素制品等化工产品的自动包装。据国家化工行业生产力促进中心、美国地质调查局等机构数据显示, 2017-2021 年中国钛白粉/初级形态塑料/合成树脂/天然石墨产量 CAGR 分别为 7.20%/7.14%/6.22%/7.02%。我国作为全球最为重要的化工产品生产基地之一, 化工行业稳健发展且规模庞大, 对包装材料的需求较为稳定。

图表 81: 2017-2021 年中国钛白粉产量及增速



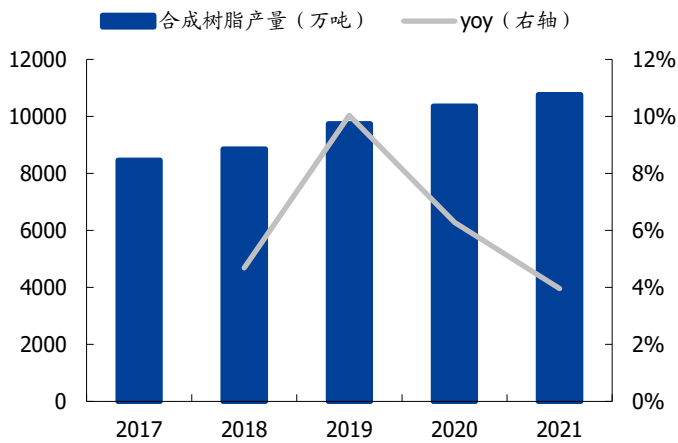
资料来源: 国家化工行业生产力促进中心, 国盛证券研究所

图表 82: 2017-2021 年中国初级形态塑料产量及增速



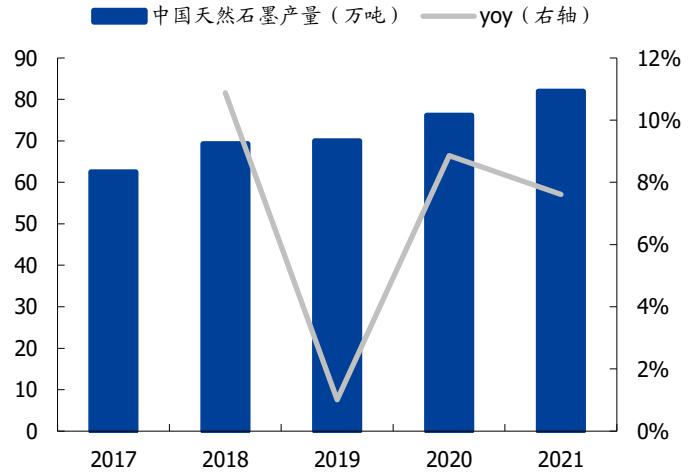
资料来源: 华经产业研究院, 国盛证券研究所

图表 83: 2017-2021 年中国合成树脂产量及增速



资料来源: 中商产业研究院, 国盛证券研究所

图表 84: 2017-2021 年中国天然石墨产量及增速



资料来源: 美国地质调查局, 国盛证券研究所

4. 成本压力趋缓, 盈利有望改善

原料价格波动影响盈利, 制造费用占比提升。2021 年公司主营业务成本中原材料/直接人工/制造费用占比分别为 76.14%/6.16%/17.70%, 原料价格波动系产品毛利率变动的核心因素之一。2018 年以来, 由于公司持续推进产能建设, 新增进口生产设备以及在建工程转固导致折旧费用增加, 制造费用占比相应提升。

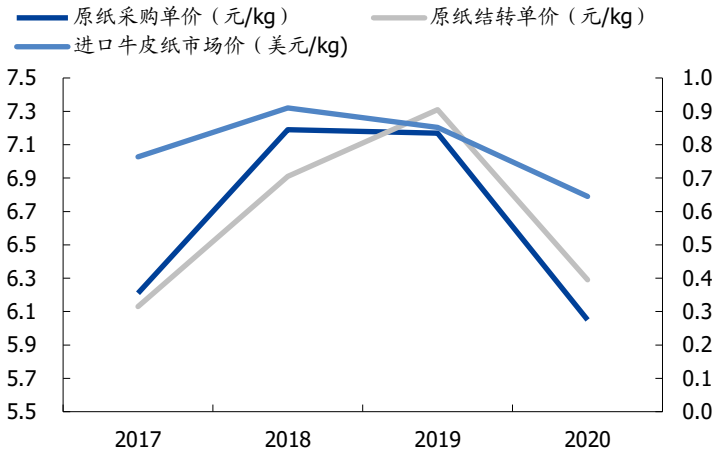
图表 85: 上海艾录主营业务成本构成

	2018		2019		2020		2021	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
原材料	3.03	79.80%	3.57	78.89%	3.99	78.04%	6.09	76.14%
直接人工	0.28	7.28%	0.36	7.96%	0.35	6.78%	0.49	6.16%
制造费用	0.49	12.93%	0.60	13.15%	0.78	15.17%	1.42	17.70%
合计	3.80	100%	4.54	100.00%	5.12	100.00%	8.00	100.00%

资料来源: 招股说明书, 公司年报, 国盛证券研究所

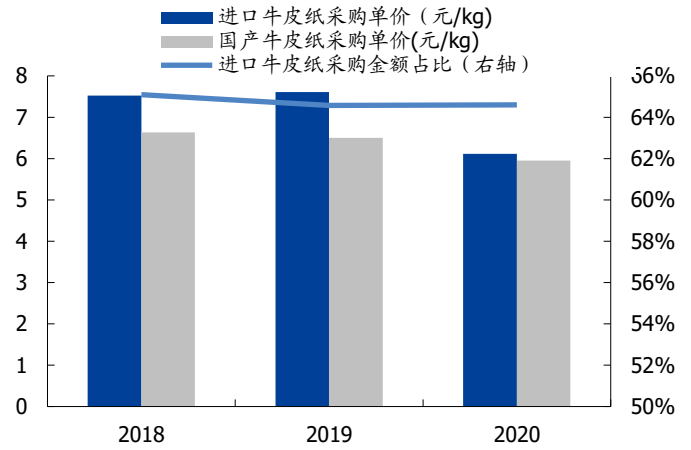
1) 工业用纸包装: 原纸采购成本占原材料成本的 75%以上, 上海艾录使用的原纸以抗撕裂强度、耐破度、动态强度较高的进口牛皮纸为主, 进口/国产原纸占比约为 65%/35%。由于进口原纸采购周期较长 (一般为 90 天左右), 因此原纸结转单价相比采购单价具有一定的滞后性。2018 年公司在牛皮纸价格高位进行提前备货, 导致 2019 年结转价与市价走势背离。根据历史数据来看, 公司的原纸平均采购单价与公开市场的原纸价格走势基本保持一致。

图表 86: 原纸结转单价与采购单价存在一定滞后



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

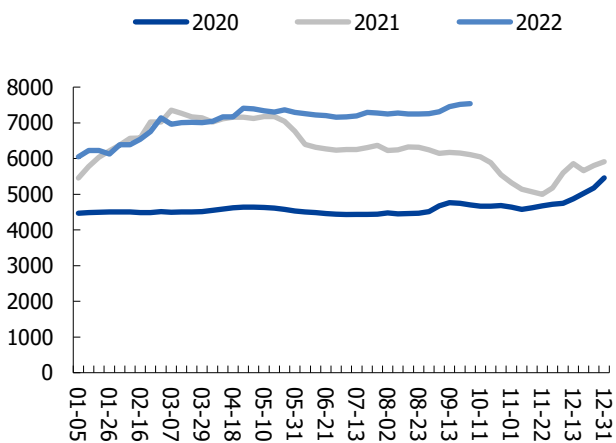
图表 87: 进口/国产牛皮纸采购单价



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

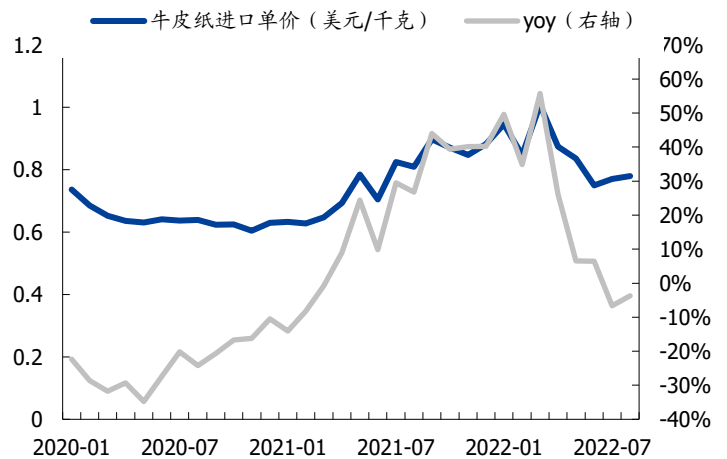
2021H2 以来原材料价格持续上涨, Q3 纸价下行缓解成本压力。牛皮纸主要以硫酸盐针叶木浆为原料, 主产地为瑞典、芬兰、美国、加拿大、俄罗斯、巴西等高纬度地区, 国内产品纯度及质量略逊于进口产品, 因此公司使用的牛皮纸主要依赖进口。2021Q4 以来, 受俄乌冲突、加拿大运输问题影响, 海外浆厂报价处于历史高位, 成本支撑下进口牛皮纸价格上行。2022 年 4 月以来纸价有所回落, 据海关统计数据平台, 2022 年 8 月牛皮纸进口单价为 0.78 美元/千克, 同比下降 3.7%。预计 Q4 纸价同比有所改善, 成本压力有望得到缓解。

图表 88: 2021Q4 以来进口针叶浆价格持续走高



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 89: 进口牛皮纸价格走势

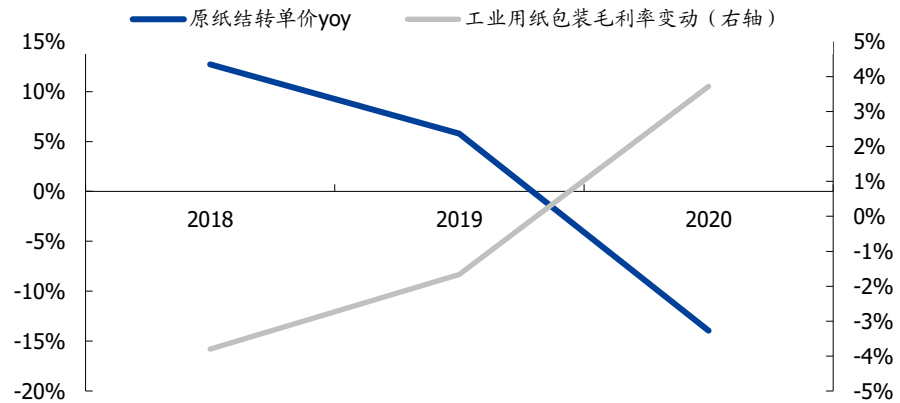


资料来源: 海关统计数据平台, 国盛证券研究所

协商定价转移成本压力, 提价落地有望带动利润率上行。从公司历史经营数据来看, 原纸结转单价与工业用纸包装毛利率反向变动, 但毛利率变动幅度一般小于纸价变动幅度, 主要系公司可根据原材料成本变动与下游客户进行协商定价。基于 2021 年公司原材料成本、营业成本以及毛利率数据, 我们对工业用纸包装毛利率进行敏感性分析, 假设调价幅度为原材料价格变动幅度的 1/2, 测算得到当原材料价格下降 20%/15%/10%/5% 时, 工业用纸包装毛利率将提升 4.0/2.9/1.9/0.9pct; 当原材料价格上涨 20%/15%/10%/5% 时, 工业用纸包装毛利率将下降 3.3/2.5/1.7/0.9pct。若 2023 年公

司提价计划顺利落地，叠加原材料成本回落，工业用纸包装利润率有望回升。

图表 90: 原纸结转单价与工业用纸包装毛利率变动情况



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

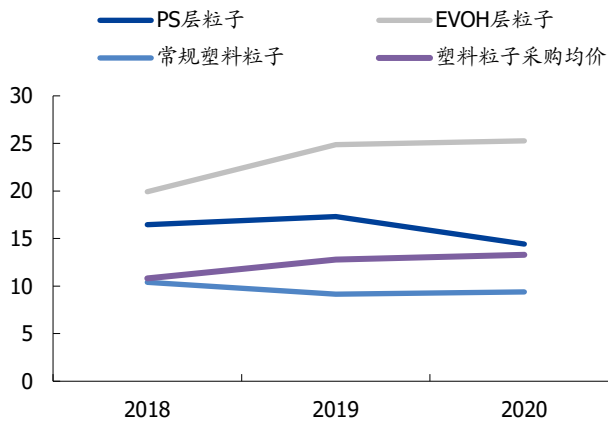
图表 91: 考虑调价影响, 工业用纸包装毛利率对原材料价格变动的敏感性分析 (基于 2021 年数据)

原材料价格变动幅度	-20%	-15%	-10%	-5%	0	5%	10%	15%	20%
销售价格变动幅度	-10%	-8%	-5%	-3%	0%	3%	5%	8%	10%
原材料成本 (百万元)	329.05	349.61	370.18	390.74	411.31	431.87	452.44	473.00	493.57
营业成本 (百万元)	468.78	489.34	509.91	530.47	551.04	571.60	592.17	612.73	633.30
营业收入 (百万元)	677.48	696.30	715.12	733.93	752.75	771.57	790.39	809.21	828.03
原材料成本占比	70.2%	71.4%	72.6%	73.7%	74.6%	75.6%	76.4%	77.2%	77.9%
营业成本变动	-14.93%	-11.20%	-7.46%	-3.73%	0%	3.73%	7.46%	11.20%	14.93%
毛利率	30.81%	29.72%	28.70%	27.72%	26.80%	25.92%	25.08%	24.28%	23.52%
毛利率变动	+4.0pct	+2.9pct	+1.9pct	+0.9pct	0	-0.9pct	-1.7pct	-2.5pct	-3.3pct

资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

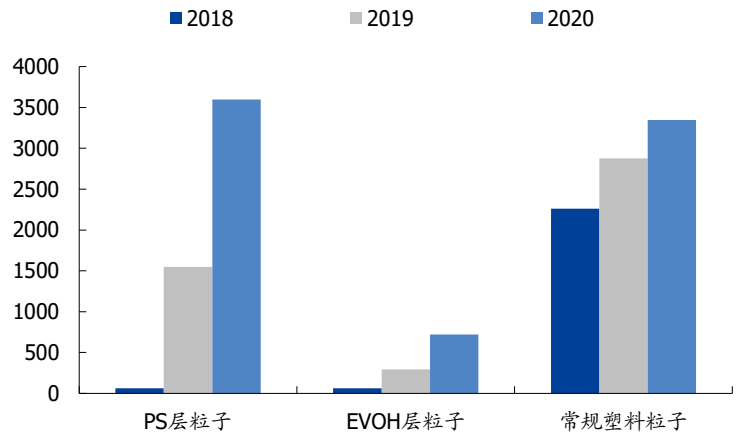
2) 塑料包装: 主要原材料为塑料粒子, 包括 PS 层粒子、EVOH 层粒子以及其他常规塑料粒子。公司前期对国外知名品牌、价格相对较高的塑料粒子采购量较大, 2020 年随着 PS 层混合成品料实现自产, 公司对价格相对较高的成品料采购数量减少, 对价格相对较低的配方料采购数量增加, 因而塑料粒子采购均价下降。其他塑料粒子主要用于生产纸袋内部 PE 膜或注塑包装等产品, 市场价格相对透明, 通常随石油价格变动。

图表 92: 各类塑料粒子采购价格变动情况 (单位: 元/kg)



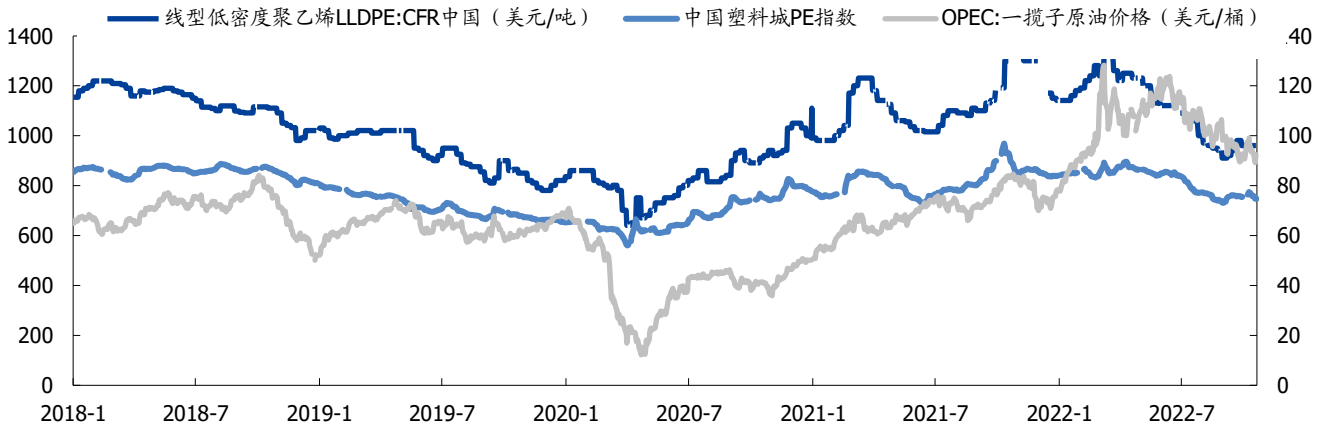
资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 93: 各类塑料粒子采购量变动情况 (单位: 吨)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 94: 聚乙烯与原油价格走势



资料来源: OPEC, 中塑在线, 国盛证券研究所

2022Q3 油价回落, 原材料成本有望下行。自 2020 年下半年起, 原油价格持续走高带动塑料粒子等原材料价格上涨, 2022Q3 以来原油价格与聚乙烯价格逐渐回落, 预计 Q4 及明年复合塑料包装业务成本压力有所缓解。基于 2021 年公司原材料成本、营业成本以及毛利率数据, 我们对复合塑料包装毛利率进行敏感性分析, 假设销售价格不变, 测算得到当原材料价格上涨/下跌 20%/15%/10%/5%时, 复合塑料包装毛利率分别降低/提升 10.8/8.1/5.4/2.7pct。若后续原材料成本回落, 复合塑料包装产品利润率有望改善。

图表 95: 复合塑料包装业务毛利率对原材料价格变动的敏感性分析 (基于 2021 年数据)

原材料价格变动幅度	-20%	-15%	-10%	-5%	0	5%	10%	15%	20%
原材料成本(百万元)	119.35	171.56	134.27	141.72	149.18	156.64	164.10	171.56	179.02
营业成本(百万元)	144.39	196.60	159.31	166.77	174.23	181.68	189.14	196.60	204.06
原材料成本占比	82.7%	87.3%	84.3%	85.0%	85.6%	86.2%	86.8%	87.3%	87.7%
营业成本变动	-17.13%	12.84%	-8.56%	-4.28%	0%	4.28%	8.56%	12.84%	17.13%
毛利率	47.96%	29.14%	42.58%	39.89%	37.20%	34.52%	31.83%	29.14%	26.45%
毛利率变动	+10.75pct	+8.07pct	+5.38pct	+2.69pct	0	-2.69pct	-5.38pct	-8.07pct	-10.75pct

资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

5. 盈利预测&投资评级

5.1 核心假设

工业用纸包装: 我们认为工业用纸包装 2022 年销量增速略有放缓, 后续有望回升, 预计 2022-2024 年销量分别同比 +4.8%/+14.0%/+14.5%, 销售均价分别同比 +0.4%/+1.9%/-0.2%, 对应工业用纸包装板块 2022-2024 年营业收入分别为 7.9/9.2/10.5 亿元, 同比+5.3%/16.2%/14.4%。毛利率方面, 公司具有较好的成本管控能力, 并可通过提价将部分成本压力转移至下游, 23 年毛利率有望企稳回升, 预计 2022-2024 年工业用纸包装毛利率分别为 23.4%/26.1%/27.3%。

复合塑料包装: 基于公司未来保持妙可蓝多第一大供应商地位的高确定性以及逐步扩大与其他品牌合作规模, 我们预计 2022-2024 年复合塑料包装销量同比增长 13%/35%/30%。由于公司尚处于市场开拓期, 我们判断短期内公司仍将采取以价换量策略, 22 年销售均价或将进一步小幅下降, 后续有望保持平稳, 因此预计 2022-2024 年复合塑料包装营业收入分别为 3.0/4.0/5.2 亿元, 同比变动+8.5%/+32.3%/+30.0%。毛利率方面, 2022 年成本走高利润承压, 预计毛利率同比下降 6.2pct 至 31.0%, 2023-2024 年价格趋稳叠加产能利用率提升, 盈利能力有望改善, 预计 2023-2024 年毛利率分别同比提升 2.0/1.0pct 至 33.0%/34.0%。

注塑包装及其他: 考虑到注塑包装业务处于发展初期, 我们预计 2022-2024 年收入增速为 5%/15%/15%, 对应金额分别为 0.7/0.9/1.0 亿元, 毛利率分别为 12%/15%/20%。

智能包装系统: 公司智能包装系统与工业用纸包装、塑料包装业务协同发展, 有望保持稳健增长, 预计 2022-2024 年收入增速为 5%/15%/15%, 对应金额分别为 0.2/0.2/0.3 亿元, 毛利率分别为 20.0%/25.0%/25.0%。

费用率: 预计公司 2022 年期间费用率同比略有增长, 后续伴随业务规模扩大以及自身较好的费用管控能力, 费用率有望逐步优化, 预计 2022-2024 年期间费用率分别为 14.3%/13.8%/13.7%, 其中销售费用率分别为 2.3%/2.0%/2.0%, 管理费用率分别为 7.7%/7.3%/7.1%, 研发费用率分别为 3.3%/3.2%/3.1%。

图表 96: 收入拆分

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收入 (百万元)	645.02	774.91	1,120.15	1,187.72	1,427.42	1,695.39
YoY	18.0%	20.1%	44.6%	6.0%	20.2%	18.8%
成本 (百万元)	453.60	511.92	800.26	896.19	1,036.83	1,205.97
YoY	19.3%	12.9%	56.3%	12.0%	15.7%	16.3%
毛利率	29.7%	33.9%	28.6%	24.5%	27.4%	28.9%
工业用纸包装						
收入 (百万元)	537.52	582.88	752.75	792.30	920.61	1,052.83
YoY	6.5%	8.4%	29.1%	5.3%	16.2%	14.4%
销量 (百万条)	166.20	189.13	261.63	274.24	312.66	358.14
YoY	5.9%	13.8%	38.3%	4.8%	14.0%	14.5%
均价 (元/条)	3.23	3.08	2.88	2.89	2.94	2.94
YoY	0.5%	-4.7%	-6.6%	0.4%	1.9%	-0.2%
成本 (百万元)	380.72	391.17	551.04	607.01	680.03	765.73
YoY	9.0%	2.7%	40.9%	10.2%	12.0%	12.6%
毛利率	29.2%	32.9%	26.8%	23.4%	26.1%	27.3%
复合塑料包装						
收入 (百万元)	63.28	143.59	277.45	300.98	398.19	517.65
YoY	432.7%	126.9%	93.2%	8.5%	32.3%	30.0%
销量 (百万延米)	14.23	32.87	75.36	85.16	114.97	149.46
YoY	462.4%	130.9%	129.3%	13.0%	35.0%	30.0%
均价 (元/延米)	4.45	4.37	3.68	3.53	3.46	3.46
YoY	-5.3%	-1.7%	-15.7%	-4.0%	-2.0%	0.0%
成本 (百万元)	34.30	79.86	174.23	207.67	266.79	341.65
YoY	469.8%	132.8%	118.2%	36.0%	136.0%	236.0%
毛利率	45.8%	44.4%	37.2%	31.0%	33.0%	34.0%
注塑包装及其他						
收入 (百万元)	26.23	33.50	70.80	74.34	85.49	98.31
YoY	121.0%	27.7%	111.3%	5.0%	15.0%	15.0%
成本 (百万元)	25.18	32.57	62.67	65.42	72.67	78.65
YoY	107.8%	29.3%	92.4%	4.4%	11.1%	8.2%
毛利率	4.0%	2.8%	11.5%	12.0%	15.0%	20.0%
智能包装系统						
收入 (百万元)	17.04	14.56	19.15	20.11	23.12	26.59
YoY	-2.6%	-14.6%	31.5%	5.0%	15.0%	15.0%
成本 (百万元)	12.73	8.15	12.33	16.09	17.34	19.94
YoY	-0.2%	-36.0%	51.3%	30.5%	7.8%	15.0%
毛利率	25.3%	44.0%	35.6%	20.0%	25.0%	25.0%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

5.2 盈利预测与投资评级

预计公司 2022-2024 年营收同比增长 **6.0%/20.2%/18.8%** 至 **11.9/14.3/17.0** 亿元, 归母净利润同比变动 **-24.9%/+58.4%/+31.8%** 至 **1.09/1.72/2.27** 亿元, **EPS** 分别为 **0.27/0.43/0.57** 元, 对应 **PE** 分别为 **33.0X/20.8X/15.8X**。选取纸包装与塑料包装行业上市公司作为上海艾录的可比公司, 参考可比公司 2023 年 Wind 一致预期 16 倍 PE 均值, 考虑到奶酪包壁垒深厚, 竞争优势显著, 盈利能力高于同行业公司, 中期成长曲线清晰, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

图表 97: 盈利预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	775	1,120	1,188	1,427	1,695
增长率YoY(%)	20.1	44.6	6.0	20.2	18.8
归母净利润(百万元)	111	145	109	172	227
增长率YoY(%)	73.5	30.2	-24.9	58.4	31.8
EPS(元)	0.28	0.36	0.27	0.43	0.57
净资产收益率(%)	13.7	13.9	9.3	12.9	14.8
P/E(倍)	32.2	24.8	33.0	20.8	15.8
P/B(倍)	4.7	3.5	3.2	2.8	2.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 98: 可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	毛利率	EPS (元)				PE			
				2021A	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E
002831.SZ	裕同科技	32.01	21.5%	1.09	1.64	1.98	2.39	29	20	16	13
002228.SZ	合兴包装	3.25	8.6%	0.18	0.18	0.23	0.29	18	19	14	11
300501.SZ	海顺新材	15.38	28.8%	0.54	0.58	0.71	0.86	28	27	22	18
002014.SZ	永新股份	8.43	22.2%	0.52	0.61	0.70	0.79	16	14	12	11
	平均值							23	20	16	13
301062.SZ	上海艾录	9.30	28.6%	0.36	0.27	0.43	0.57	26	34	22	16

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 可比公司预测数据采用 2022 年 11 月 14 日 Wind 一致预期值

风险提示

- 下游需求不佳:** 下游奶酪棒市场需求不及预期将导致公司复合塑料包装业务增速放缓。
- 行业竞争加剧:** 新竞争者增多可能导致行业竞争加剧, 公司或将面临市场份额下降以及价格战风险。
- 客户拓展不及预期:** 若新客户开拓进度不及预期, 公司或将面临依赖单一客户的风险。
- 原材料成本上涨:** 原材料在总成本中占比较高, 原材料价格大幅上涨将导致公司利润承压。
- 测算误差风险:** 2021年奶酪棒终端市场规模、工业用纸袋包装细分应用领域市场规模、上海艾录奶酪棒包装市场份额以及奶酪棒包材在价值链各环节占比为测算数据, 可能存在误差。

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