

# 永新股份 (002014.SZ)

## 软塑包装稳健成长，薄膜业务高速扩张

国内塑料软包装龙头，高分红、稳增长优质标的。永新股份深耕塑料包装领域近三十载，系国内塑料软包装龙头企业。公司以彩印复合塑料包装为核心，同时兼顾塑料薄膜、真空镀铝材料、油墨等配套产业，通过纵向一体化布局，逐步增强对上游掌控力。2021年公司实现营业收入/归母净利润30.2/3.2亿元，2017-2021年CAGR为10.8%/11.4%，业绩保持稳健增长。2022年在行业整体面临成本与需求双重压力之下逆势增长，展现出较强的经营韧性。此外，公司积极与股东分享经营成果，自上市以来始终执行高分红策略，现金分红率长期保持在70%以上。

**供需双驱，行业竞争格局向好。**我国塑料包装行业竞争格局高度分散，CR5约为6%。长期来看，供需两端有望共同驱动市场集中度提升，可降解、可循环等绿色环保材料或将成为行业主流。**供给端：**限塑令等环保政策趋严推动落后中小产能加速出清，头部企业优势积累，规模效应持续凸显。**需求端：**下游品牌客户需求升级，头部包装企业在产品质量、供应稳定性、需求响应速度等方面更具优势。永新股份作为国内塑料软包装产业排头兵有望充分受益，市场份额提升空间充足。

**内功深厚、需求刚性，产能扩张助力成长。**公司基础优势稳固，研发端持续投入，平台资源优势突出，技术实力领先；生产端夯实基础，制造与成本管控能力卓越；产品端品类丰富、应用广泛，通过为客户提供定制化产品增强合作粘性。公司下游以食品、日化、医药行业为主，需求偏刚性，且目标客群聚焦国内外一线品牌，客户资源优质。全国4城7厂布局，主业&配套产能稳步扩张，为公司持续扩大业务版图奠定基础。

**加码布局多功能薄膜，打造第二增长曲线。**高性能、多功能薄膜契合环保政策需求，发展前景广阔。公司加码布局薄膜领域，受益于产能释放与订单增加，2022H1薄膜业务表现亮眼，收入同比增长40.27%至2.01亿元，毛利率同比提升2.36pct至14.10%。公司现有3.3万吨BOPE膜项目预计于2022年年底投产，高附加值多功能薄膜放量有望带动薄膜业务整体利润率进一步提升，第二增长曲线空间可期。

**投资评级：**我们预计永新股份2022-2024年分别实现营业收入34.1/39.3/44.8亿元，同比增长12.9%/15.2%/14.0%，实现归母净利润3.69/4.26/4.81亿元，同比增长16.8%/15.4%/13.0%，对应P/E估值分别为13.0X/11.3X/10.0X。考虑整体经营稳健，薄膜业务第二增长曲线空间可期，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**原材料价格波动，薄膜业务拓展不及预期，下游需求疲软。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,737	3,024	3,413	3,930	4,479
增长率 yoy (%)	5.3	10.5	12.9	15.2	14.0
归母净利润(百万元)	303	316	369	426	481
增长率 yoy (%)	12.6	4.3	16.8	15.4	13.0
EPS 最新摊薄(元/股)	0.49	0.52	0.60	0.69	0.79
净资产收益率(%)	15.2	14.8	16.4	17.8	18.7
P/E(倍)	15.8	15.2	13.0	11.3	10.0
P/B(倍)	2.4	2.3	2.1	2.0	1.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2022年12月13日收盘价

### 买入(首次)

#### 股票信息

行业	包装印刷
12月13日收盘价(元)	7.82
总市值(百万元)	4,789.69
总股本(百万股)	612.49
其中自由流通股(%)	98.26
30日日均成交量(百万股)	15.50

#### 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 姜文轶

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
<b>流动资产</b>	1903	1843	2113	2225	2537
现金	785	787	968	1095	1256
应收票据及应收账款	493	543	626	720	814
其他应收款	8	5	9	8	12
预付账款	10	11	12	15	16
存货	243	333	334	223	276
其他流动资产	365	164	164	164	164
<b>非流动资产</b>	1051	1166	1207	1266	1314
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	853	851	912	980	1035
无形资产	79	77	78	79	81
其他非流动资产	119	239	217	207	198
<b>资产总计</b>	2955	3010	3335	3492	3867
<b>流动负债</b>	875	795	998	1011	1197
短期借款	195	122	158	140	149
应付票据及应付账款	440	474	563	629	728
其他流动负债	240	199	277	242	319
<b>非流动负债</b>	48	43	46	45	46
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	48	43	46	45	46
<b>负债合计</b>	923	838	1044	1056	1242
少数股东权益	40	43	50	58	67
股本	514	514	617	617	617
资本公积	476	518	415	415	415
留存收益	1101	1161	1235	1313	1404
归属母公司股东权益	1991	2129	2241	2378	2558
<b>负债和股东权益</b>	2955	3010	3335	3492	3867

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	549	296	531	606	631
净利润	309	321	376	433	490
折旧摊销	110	121	105	124	146
财务费用	5	-5	-1	-2	-4
投资损失	-12	-7	-10	-10	-10
营运资金变动	80	-80	62	62	10
其他经营现金流	57	-55	-1	-1	-1
<b>投资活动现金流</b>	-293	-98	-134	-173	-182
资本支出	261	241	40	60	47
长期投资	-50	130	0	0	0
其他投资现金流	-81	273	-94	-113	-135
<b>筹资活动现金流</b>	7	-468	-216	-306	-288
短期借款	164	-73	37	-18	9
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	10	0	103	0	0
资本公积增加	45	42	-103	0	0
其他筹资现金流	-212	-437	-253	-288	-297
<b>现金净增加额</b>	263	-269	181	127	161

**利润表 (百万元)**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	2737	3024	3413	3930	4479
营业成本	2071	2351	2668	3065	3491
营业税金及附加	18	16	21	24	27
营业费用	64	55	51	61	72
管理费用	135	144	136	158	179
研发费用	113	121	143	167	193
财务费用	5	-5	-1	-2	-4
资产减值损失	-14	-10	0	0	0
其他收益	16	18	18	19	18
公允价值变动收益	1	1	1	1	1
投资净收益	12	7	10	10	10
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	348	357	424	487	550
营业外收入	4	4	4	3	4
营业外支出	2	1	1	2	2
<b>利润总额</b>	349	360	426	489	553
所得税	40	39	50	55	63
<b>净利润</b>	309	321	376	434	490
少数股东损益	6	5	7	8	9
<b>归属母公司净利润</b>	303	316	369	426	481
EBITDA	448	465	512	590	671
EPS (元/股)	0.49	0.52	0.60	0.69	0.79

**主要财务比率**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	5.3	10.5	12.9	15.2	14.0
营业利润 (%)	13.1	2.4	18.8	14.8	13.3
归属母公司净利润 (%)	12.6	4.3	16.8	15.4	13.0
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	24.4	22.2	21.8	22.0	22.1
净利率 (%)	11.1	10.4	10.7	10.7	10.7
ROE (%)	15.2	14.8	16.4	17.8	18.7
ROIC (%)	13.4	13.4	14.8	16.2	17.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	31.2	27.8	31.3	30.2	32.1
净负债率 (%)	-26.7	-28.7	-33.4	-37.4	-40.5
流动比率	2.2	2.3	2.1	2.2	2.1
速动比率	1.8	1.7	1.6	1.8	1.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.0	1.0	1.1	1.2	1.2
应收账款周转率	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8
应付账款周转率	4.9	5.1	5.1	5.1	5.1
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.49	0.52	0.60	0.69	0.79
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.90	0.48	0.87	0.99	1.03
每股净资产 (最新摊薄)	3.25	3.48	3.66	3.88	4.18
<b>估值比率</b>					
P/E	15.8	15.2	13.0	11.3	10.0
P/B	2.4	2.3	2.1	2.0	1.9
EV/EBITDA	9.0	9.1	8.2	6.9	5.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 12 月 13 日收盘价

## 内容目录

1. 塑料软包龙头，业绩稳健增长	5
1.1 深耕软塑包装，彩印稳定、薄膜有望放量	5
1.2 股东背景多元，长期保持高分红	6
1.3 业绩稳健增长，盈利能力稳定	8
2. 塑包行业需求稳定、格局分散，薄膜市场需求旺盛	9
2.1 塑料包装：竞争格局向好，行业需求增长稳健	9
2.2 塑料薄膜：行业空间持续扩容，功能性薄膜需求旺盛	13
2.3 他山之石：从安姆科看包装企业进阶之路	13
3. 主业优势清晰，薄膜增长可期	17
3.1 内功积淀深厚，基础优势稳固	17
3.2 需求多元，优质客户助力成长	19
3.3 产能稳步扩张，一体化布局完善	21
3.4 发力薄膜领域，打造第二增长极	23
4. 灵活定价对冲成本波动，盈利能力稳中向好	25
5. 盈利预测与估值	26
5.1 核心假设与盈利预测	26
5.2 投资评级	27
风险提示	30

## 图表目录

图表 1: 永新股份业务一览	5
图表 2: 永新股份发展历程	6
图表 3: 永新股份股权结构图	7
图表 4: 永新股份 2020 年限制性股票激励计划&第一期员工持股计划方案	7
图表 5: 永新股份现金分红率及股息率	8
图表 6: 永新股份营业收入及增速	8
图表 7: 永新股份归母净利润及增速	8
图表 8: 永新股份毛利率/净利率变动情况	9
图表 9: 永新股份各项费用率变动情况	9
图表 10: 塑料包装企业 ROE 对比	9
图表 11: 资产周转率提升驱动 ROE 上升	9
图表 12: 塑料包装行业产业链	10
图表 13: 中国包装行业规模以上企业收入构成	10
图表 14: 2019-2021 年塑料包装行业市场规模	10
图表 15: 中国塑料包装行业主要上市公司业务对比	11
图表 16: 塑料包装行业环保政策梳理	11
图表 17: 2020 年塑料软包装印刷行业下游应用情况	12
图表 18: 2018-2021 年食品制造业收入 CAGR 约为 4.4%	12
图表 19: 2018-2021 年日化行业收入 CAGR 约为 19.0%	12
图表 20: 2018-2021 年医药行业收入规模 CAGR 约为 7.9%	12
图表 21: 食品/日化/医药塑料包装市场规模预测	12
图表 22: 中国塑料薄膜行业规模以上企业收入总额	13
图表 23: 塑料薄膜行业收入在包装总收入中占比	13
图表 24: 中国塑料薄膜行业规模以上企业产量及增速	13
图表 25: 功能性薄膜材料种类及应用	13
图表 26: 安姆科历史业绩	14
图表 27: 安姆科下游部分品牌客户	14
图表 28: 安姆科下游客户行业分布	14
图表 29: 安姆科收入构成-分地区	14
图表 30: 安姆科产品图示	14
图表 31: 安姆科软包装业务全球布局	15
图表 32: 安姆科软包装业务收入及增速	15
图表 33: 2022 年安姆科软包装业务收入占比约 77%	15





图表 34: 安姆科软包装业务 EBIT 及 EBIT margin.....	15
图表 35: 安姆科在华业务布局.....	16
图表 36: 安姆科 2022 年可持续发展报告一览.....	16
图表 37: 永新股份与紫江企业研发费用率对比.....	17
图表 38: 永新股份与紫江企业技术人员占比对比.....	17
图表 39: 永新股份生产设备一览.....	18
图表 40: 永新股份与紫江企业人均创收对比 (万元).....	18
图表 41: 永新股份与紫江企业人均创利对比 (万元).....	18
图表 42: 永新股份产品类型及特点.....	19
图表 43: 公司对前五大客户销售收入及占比.....	19
图表 44: 2012-2022 年 1-9 月食品粮油、日用品、中西药品零售额及社零总额同比增速.....	20
图表 45: 永新股份客户矩阵.....	20
图表 46: 永新股份国内/海外市场收入占比.....	21
图表 47: 永新股份国内/海外市场收入增速.....	21
图表 48: 永新股份子公司布局.....	21
图表 49: 永新股份上市以来产能建设项目梳理.....	22
图表 50: 彩印包装材料产销量及产销率.....	22
图表 51: 镀铝包装材料产销量及自用比例.....	22
图表 52: 薄膜材料产销量及自用比例.....	23
图表 53: 油墨产销量及自用比例.....	23
图表 54: 永新股份薄膜业务收入及增速.....	23
图表 55: 永新股份薄膜业务毛利率.....	23
图表 56: BOPE 薄膜与吹塑 PE 膜和 BOPP 膜性能对比.....	24
图表 57: BOPE 薄膜性能优势分析.....	24
图表 58: BOPE 行业发展历程.....	24
图表 59: 2022H2 原油价格大幅回落.....	25
图表 60: 永新股份 2021 年成本结构与原材料构成拆分.....	25
图表 61: 彩印复合包装材料吨价与吨成本变动趋势.....	26
图表 62: 永新股份单季度毛利率变动情况.....	26
图表 63: 永新股份原材料价格敏感性测算.....	26
图表 64: 永新股份收入拆分及预测.....	27
图表 65: 永新股份盈利预测.....	28
图表 66: 可比公司 Wind 一致 PE.....	28
图表 67: 永新股份季度财务数据一览.....	29

## 1. 塑料软包龙头，业绩稳健增长

### 1.1 深耕软塑包装，彩印稳定、薄膜有望放量

深耕塑料软包装行业三十载，薄膜业务打造新增增长极。永新股份主要生产经营彩印复合软包装材料、塑料软包装薄膜、镀铝包装材料以及油墨产品，2021年各项业务收入占比分别为76.4%/13.5%/1.9%/4.7%，毛利率分别为22.2%/12.4%/3.9%/19.3%。公司聚焦主业彩印复合包装，同时积极布局薄膜、油墨等上游配套产业，现阶段发力功能性薄膜领域，有望打造新增长点。经过近30年不断探索，公司构建以安徽黄山为中心，广东、河北、陕西多点布局的全国化业务版图。凭借技术积累、产品创新、产业链协同配套以及品牌认可度等核心优势，与下游龙头、品牌企业建立长期稳定的合作关系。

图表1：永新股份业务一览

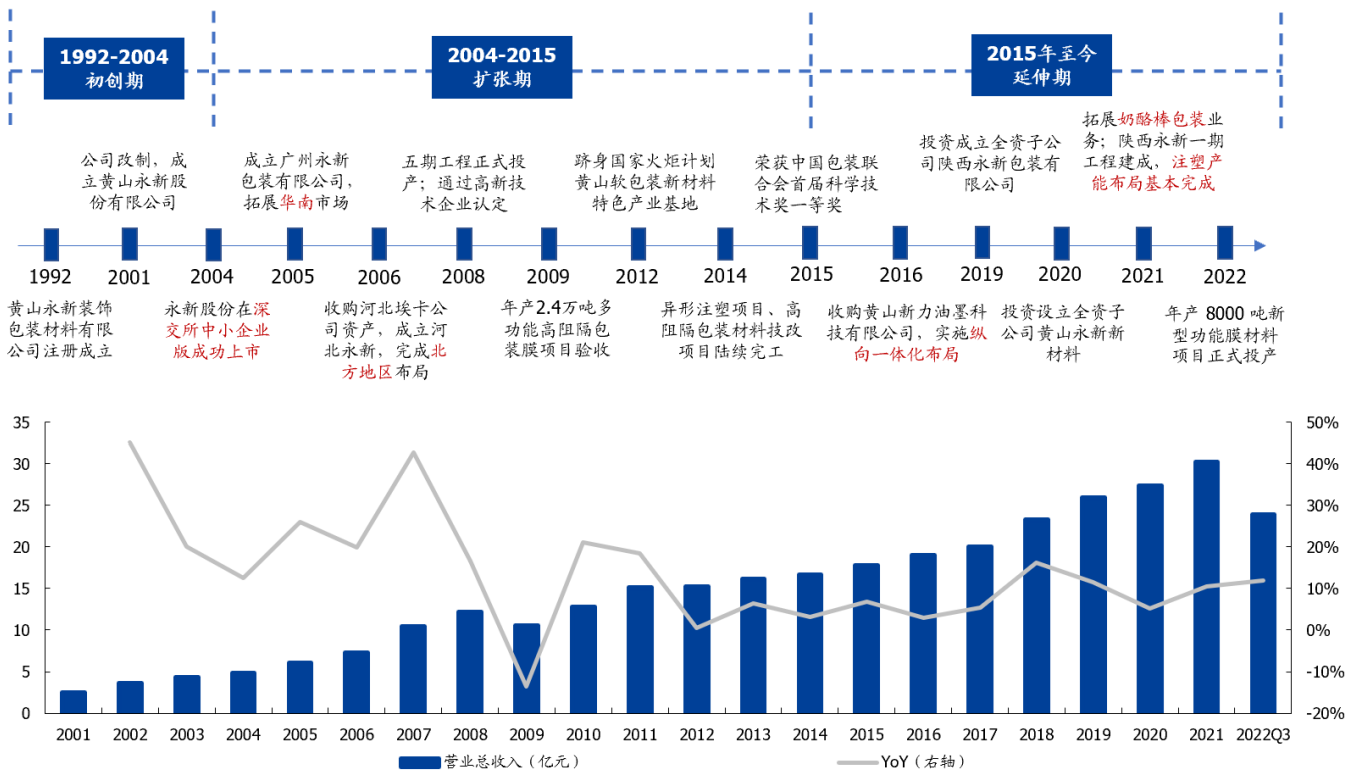
单位：亿元	2017	2018	2019	2020	2021
<b>营业总收入</b>	<b>20.08</b>	<b>23.32</b>	<b>26.00</b>	<b>27.38</b>	<b>30.24</b>
YoY	5.5%	16.1%	11.5%	5.3%	10.5%
<b>毛利率</b>	<b>22.7%</b>	<b>22.0%</b>	<b>24.2%</b>	<b>24.4%</b>	<b>22.2%</b>
<b>彩印复合包装材料</b>	<b>16.84</b>	<b>19.51</b>	<b>21.22</b>	<b>21.04</b>	<b>23.12</b>
 YoY	4.6%	15.9%	8.7%	-0.9%	9.9%
占比	83.9%	83.7%	81.6%	76.9%	76.4%
毛利率	23.5%	23.0%	25.5%	24.7%	22.2%
<b>塑料软包装薄膜</b>	<b>1.38</b>	<b>1.87</b>	<b>2.71</b>	<b>3.69</b>	<b>4.07</b>
 YoY	6.5%	35.6%	45.2%	36.2%	10.1%
占比	6.9%	8.0%	10.4%	13.5%	13.5%
毛利率	1.6%	3.0%	11.9%	19.0%	12.4%
<b>油墨业务</b>	<b>0.88</b>	<b>0.90</b>	<b>1.04</b>	<b>1.24</b>	<b>1.43</b>
 YoY	26.7%	2.9%	15.0%	19.6%	15.2%
占比	4.4%	3.9%	4.0%	4.5%	4.7%
毛利率	22.0%	22.0%	18.6%	21.0%	19.3%
<b>真空镀铝包装材料</b>	<b>0.43</b>	<b>0.42</b>	<b>0.39</b>	<b>0.63</b>	<b>0.56</b>
 YoY	-13.4%	-1.7%	-7.9%	61.2%	-10.5%
占比	2.1%	1.8%	1.5%	2.3%	1.9%
毛利率	2.1%	3.9%	7.8%	2.9%	3.9%
<b>其他业务</b>	<b>0.55</b>	<b>0.62</b>	<b>0.64</b>	<b>0.78</b>	<b>1.06</b>
YoY	23.0%	11.1%	3.6%	21.5%	37.0%
占比	2.8%	2.6%	2.5%	2.8%	3.5%
毛利率	68.9%	57.7%	53.6%	64.6%	73.9%

资料来源：公司官网，Wind，国盛证券研究所

风雨三十载，回首来时路：

- **初创奠基期，改制赋活力（1992-2003）。**1992年公司前身黄山永新装饰包装材料有限公司注册成立，总投资450万美元。1993-1998年先后获得国家医药管理局颁发的药用包装许可证、成为美国镀膜涂布贴合工业协会（AIMCAL）和美国真空镀膜学会（SVC）会员、获得ISO9002质量体系认证证书，专业资质不断丰富。2001年公司改制成立黄山永新股份有限公司，同年新厂区全线启动。
- **版图扩张期，资本增实力（2004-2015）。**2004年7月永新股份在深圳证券交易所中小企板成功上市，并于2007年进行股票增发，资本助力之下公司加速开启产能扩张进程。2005年投资成立广州永新包装有限公司；2006年收购河北埃卡公司资产，全资设立河北永新包装有限公司，完成北方市场投资布局；2008年总投资达1.3亿元的五期工程正式投产。
- **产业一体化，薄膜添增量（2016年至今）。**2016年永新股份投资运营黄山新力油墨科技有限公司，实施纵向一体化战略。2019年投资成立子公司陕西永新包装，2020年成立子公司黄山永新新材料并进行多功能薄膜项目建设。伴随新增薄膜产能投产，公司成功拓展奶酪棒、电子产品等应用领域，有望持续获得增长动力。

图表2：永新股份发展历程

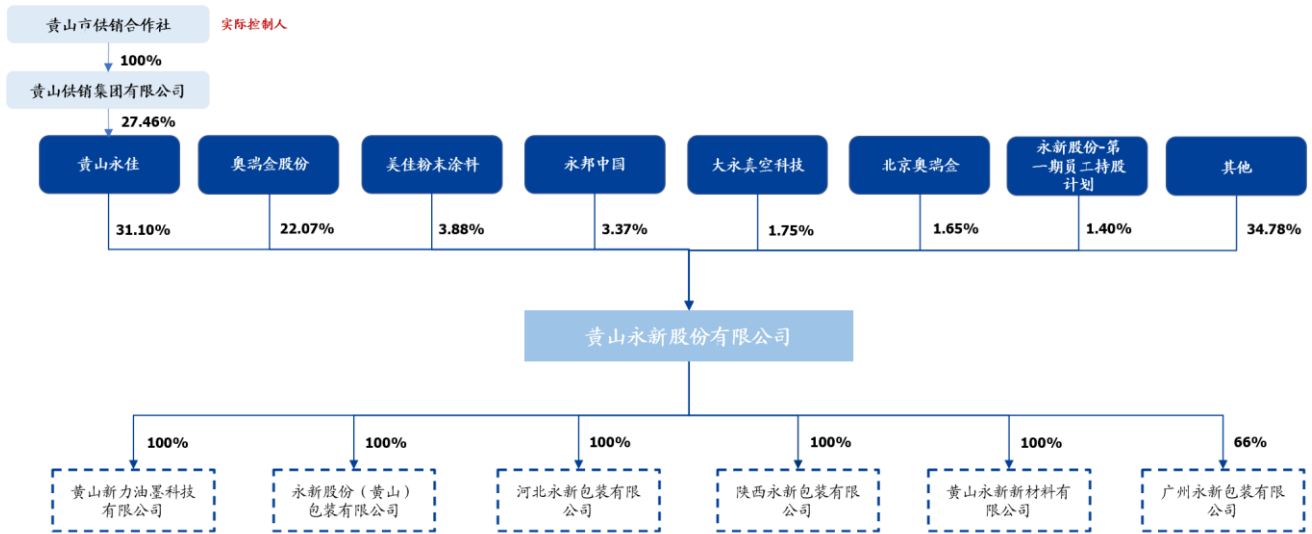


资料来源：Wind，公司公告，公司官网，国盛证券研究所

## 1.2 股东背景多元，长期保持高分红

股权背景多元，实控人为黄山供销合作社。截至2022年三季度末，公司第一大股东黄山永佳投资持股比例为31.10%，第二大股东为金属包装龙头奥瑞金股份，持股比例为22.07%，前两大股东合计持股53.17%，黄山永佳的股东黄山市供销合作社为公司实际控制人。2020年6月，公司发布限制性股票激励计划和第一期员工持股计划，授予/认购价格折价率均达到50%（上市公司股权激励规定最大折价率），较大的激励力度充分调动员工积极性，有利于激发团队活力。

图表 3: 永新股份股权结构图



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

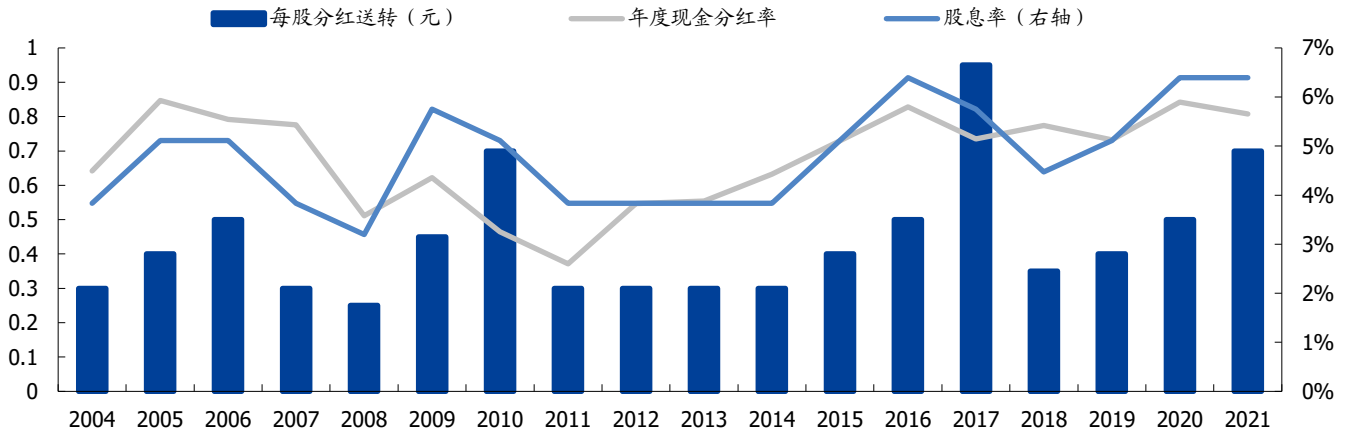
图表 4: 永新股份 2020 年限制性股票激励计划&第一期员工持股计划方案

项目	激励对象	股份数量	占总股本比例	授予/认购价格	考核目标
2020年限制性股票激励计划	董事长、总经理、各业务线条负责人等管理层合计12人	1040万股	2.06%	4.44元/股	分三期解锁，考核目标以2019年净利润为基数，2020-2022年净利润增长率分别不低于13.00%/27.69%/44.29%
第一期员工持股计划	公司/子公司签订劳动合同的员工，不超过83人	720万股	1.43%	4.44元/股	分两期解锁，考核目标为以2019年净利润为基数，2020-2021年净利润增长率分别不低于13.00%/27.69%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

高分红优质标的，积极与股东分享经营成果。公司自上市以来始终保持较高的分红率，2015-2021年现金分红率均在70%以上，2021年股息率/现金分红率分别为6.4%/80.78%。长期稳定的高分红率彰显公司优质的现金流与稳健的盈利能力，并且未来有望延续高分红与高股息策略，持续为股东带来稳健投资回报。

图表5: 永新股份现金分红率及股息率

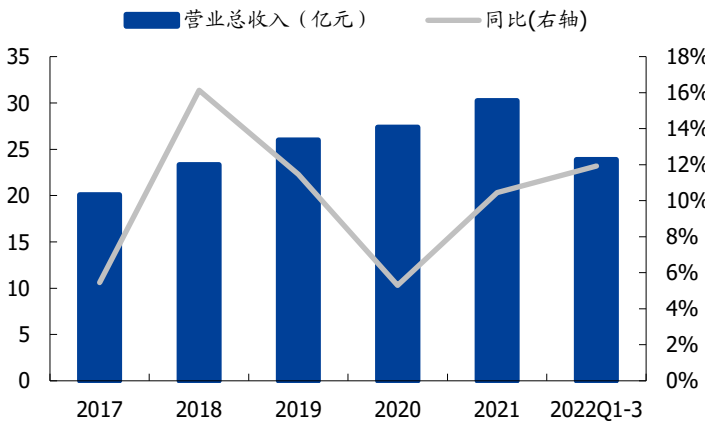


资料来源: Wind, 国盛证券研究所注: 股息率以2022年12月13日股价计算

### 1.3 业绩稳健增长, 盈利能力稳定

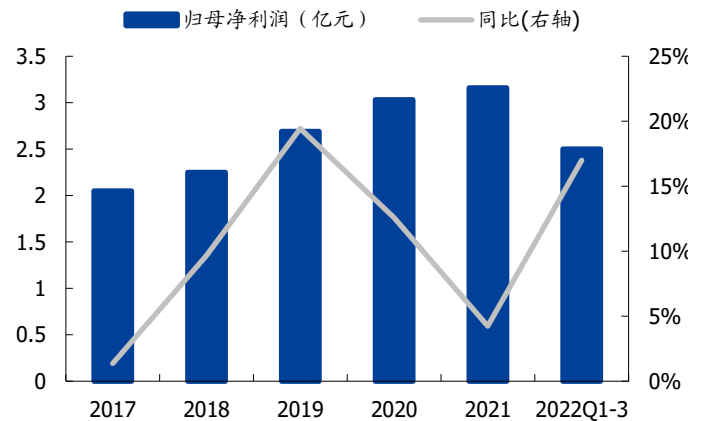
业绩稳健增长, 2022年表现靓丽。2017-2021年, 公司营业收入由20.08亿元增长至30.24亿元, CAGR为10.8%; 归母净利润由2.05亿元增长至3.16亿元, CAGR约为11.4%, 保持稳健增长。2022年受益于新增产能投产、薄膜业务放量以及海外业务拓展, 公司前三季度实现营业收入/归母净利润23.89/2.50亿元, 分别同比增长11.9%/17.0%, 收入与利润均呈现加速增长态势。

图表6: 永新股份营业收入及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表7: 永新股份归母净利润及增速

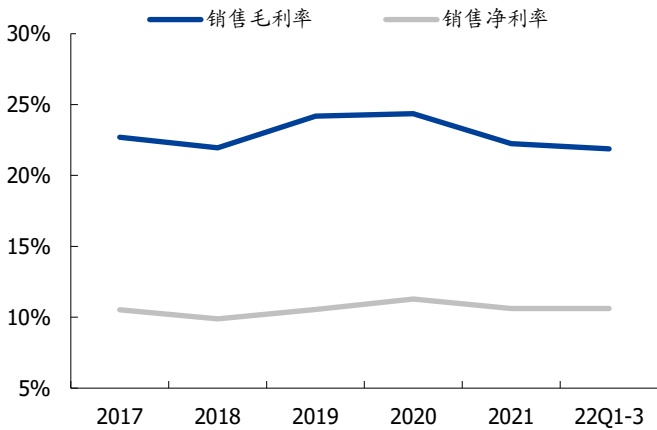


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

盈利能力稳定, 费用管控得当。得益于良好的成本与费用管控能力, 公司近年来毛利率与净利率整体较为稳定, 费用率呈下降趋势。2021年以来, 在原油价格大幅上涨、能耗双控以及下游需求较弱的多重不利因素影响下, 公司利润端略有承压, 2021/2022Q1-Q3销售毛利率分别为22.24%/21.88%, 同比下降2.12/0.78pct; 销售净利率分别为10.62%/10.61%, 同比变动-0.66%/+0.45%, 毛利率降幅收窄, 净利率同比改善。伴随2022H2原油价格持续回落, 成本压力有望缓解, 将带动盈利能力得到修复。

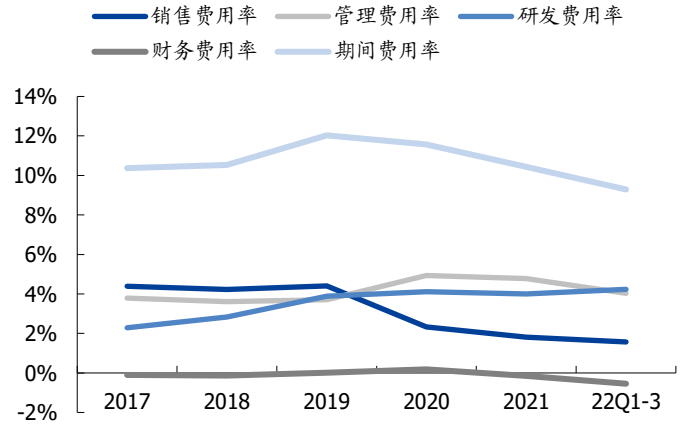


图表 8: 永新股份毛利率/净利率变动情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

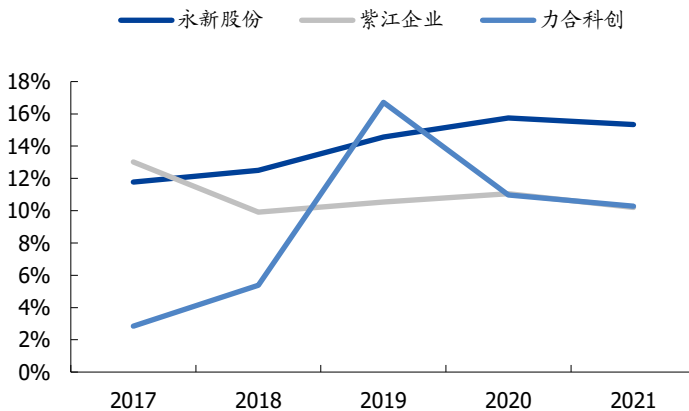
图表 9: 永新股份各项费用率变动情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

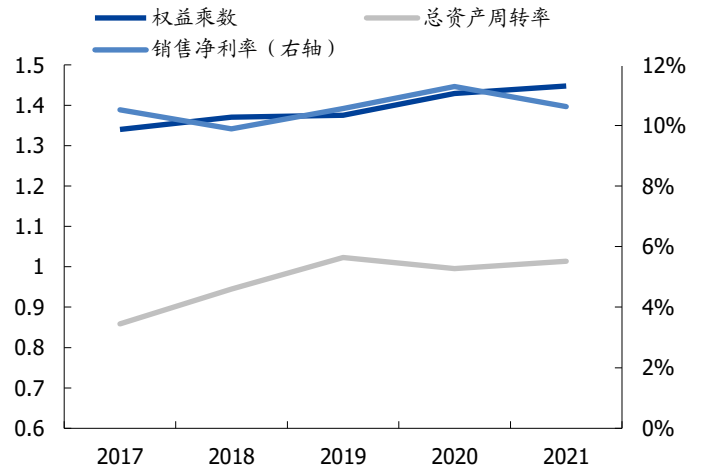
**ROE 稳定向上, 优于可比公司。**2017-2021 年公司 ROE 由 11.8% 提升至 15.3%, 持续提升主要系营运能力增强, 同期总资产周转率由 0.86 提高至 1.01。与同行业相比, 永新股份 ROE 表现优异, 处于行业上游水平。

图表 10: 塑料包装企业 ROE 对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 11: 资产周转率提升驱动 ROE 上升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 2. 塑包行业需求稳定、格局分散, 薄膜市场需求旺盛

### 2.1 塑料包装: 竞争格局向好, 行业需求增长稳健

产业链中游环节, 受上游原材料供给与下游消费需求双重影响。塑料包装上游原材料主要为聚丙烯 (BOPP、CPP、PP)、聚乙烯 (PE)、聚苯乙烯 (PET) 等石化衍生品, 原材料价格与石油价格高度相关。下游覆盖食品、饮料、电子、日化、医药等多维行业, 应用领域广泛、场景多元。

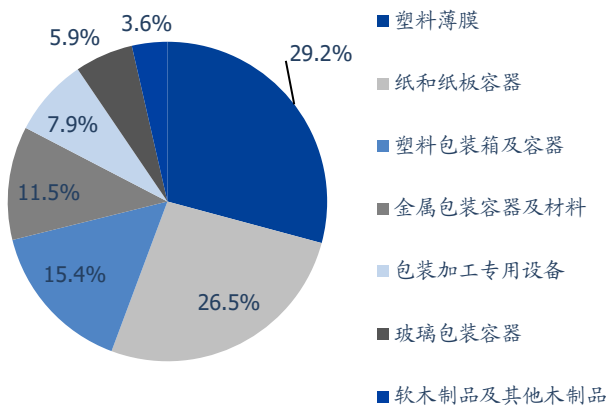
图表 12: 塑料包装行业产业链



资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

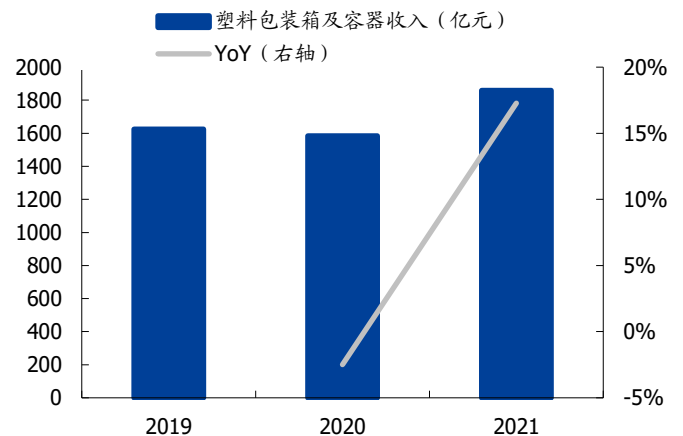
塑包行业市场集中度较低, 永新股份位居第一梯队。2021 年我国塑料包装箱及容器规模以上企业营业收入为 1858.34 亿元, 同比增长 17.3%, 在包装行业整体收入中占比为 15.4%。行业格局高度分散, 本土企业 CR5 仅为 5.6%。早期外资品牌迅速打开市场, 近年来国内品牌自主研发与制造能力提升, 竞争力加强, 逐步对外资产品形成替代, 永新股份、紫江企业与外资品牌安姆科(中国)共处第一梯队。从国内塑料包装上市公司的主要产品类型以及下游客户分布情况来看, 双星新材、力合科创、宏裕包材与永新股份业务领域最为相近, 永新股份收入规模位居前列。

图表 13: 中国包装行业规模以上企业收入构成



资料来源: 中国包装联合会, 国盛证券研究所

图表 14: 2019-2021 年塑料包装行业市场规模



资料来源: 中国包装联合会, 国盛证券研究所

图表 15: 中国塑料包装行业主要上市公司业务对比

公司名称	产品/业务类型	2021年塑料包装业务 营收/占比	2021年市 场份额	产量	下游客户所处行业	品牌客户
永新股份	彩印复合包装材料、多功能薄膜、真空镀铝包装材料等	27.74亿元/92%	1.5%	彩印包装材料9.5万吨/镀铝包装材料1.6万吨/塑料软包装薄膜6.8万吨	食品、日化、医药产品包装	雀巢、伊利、蒙牛、亿滋、玛氏、好丽友、百事、宝洁、高露洁、三九、欣和等
紫江企业	PET瓶及瓶坯、皇冠盖、塑料防盗盖、标签、喷铝纸及纸板、彩色纸包装印刷、薄膜等包装材料以及饮料OEM等产品	32.64亿元/34%	1.8%	PET瓶39.6亿只/PET瓶坯109.1亿只/塑料标签6亿米/PA、PE膜2.1万吨/塑料防盗盖127.6亿只；OEM饮料13.9亿瓶	饮料、日化、调味品、乳制品等	可口可乐、元气森林、喜茶、蓝月亮、联合利华、千禾、蒙牛等
双星新材	高分子复合材料、光电新材料、光学膜、太阳能电池背板、聚酯电容膜、信息材料、热收缩材料等聚酯薄膜	21.26亿元/36%	1.1%	热缩材料膜2.1万吨/聚酯功能膜22.3万吨	乳制品、食品、饮料等	伊利、顶正、娃哈哈、农夫山泉、统一、达能等
通产丽星(力合科创)	软管类产品、吹塑类产品、注塑类产品等	15.73亿元/52%	0.8%	包装15.8亿支/灌装1.5亿支或袋	化妆品、食品、保健品	蓝月亮、玛氏等
华源控股	注塑类包装容器、吹塑类包装容器、金属包装等	5.99亿元/25%	0.3%	塑料包装1.4亿支	建材、石油化工、包装等	立邦、阿克苏、壳牌、美孚、奥瑞金等
宏裕包材	塑料彩印包装和注塑包装成品	5.90亿元/100%	0.3%	彩印复合包材2.7万吨/注塑产品0.2万吨/吹膜产品0.7万吨	食品、医疗等	安琪酵母、盼盼食品、旺旺集团、涪陵榨菜、蒙牛、伊利、稳健医疗等

资料来源: Wind, 各公司公告, 各公司官网, 中国包装联合会, 国盛证券研究所

**供需双驱，市场集中度有望持续提升。**供给与需求端有望共同驱动塑料包装行业竞争格局优化。**供给端：**限塑令等环保政策趋严推动行业洗牌，落后中小产能加速出清，头部企业优势积累，规模效应持续凸显，市场集中度有望持续提升。**需求端：**下游品牌客户需求升级&集中采购推动包装行业市场份额向头部集中，品牌客户对产品质量、供应稳定性、需求响应速度等方面要求更高，头部包装制造企业充分受益。

图表 16: 塑料包装行业环保政策梳理

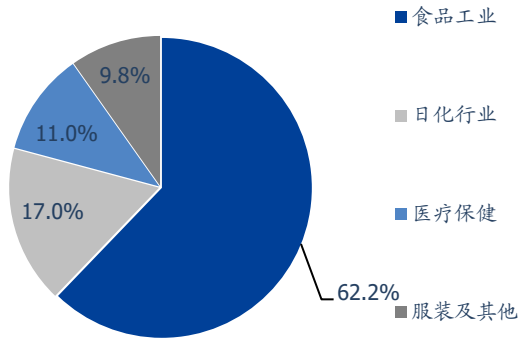
时间	政策	解读
2020年	《商务领域一次性塑料制品使用、回收报告办法(试行)》	国家鼓励和引导减少使用、积极回收塑料袋等一次性塑料制品，推广应用可循环、易回收、可降解的替代产品。
2020年	《关于扎实推进塑料污染治理工作的通知》	各地商务等部门要加强对商品零售场所、外卖服务、各类展会活动等停止使用不可降解塑料袋等的监督管理；推动集贸市场建立购物袋集中购销制度，进一步规范集贸市场塑料袋的销售和使用。
2020年	《关于进一步加强塑料污染治理的意见》	以可循环、易回收、可降解为导向，研发推广性能达标、绿色环保、经济适用的塑料制品及替代产品，培育有利于规范回收和循环利用、减少塑料污染的新业态新模式。
2018年	《关于印发完善促进消费体制机制实施方案(2018-2020年)的通知》	推动绿色流通发展，倡导流通环节减量化包装、使用可降解包装。创建一批绿色商场，在继续做好绿色购物中心的基础上，逐步向超市、专业店等业态延伸，引导流通企业增设绿色产品专区，扩大绿色产品销售，积极发挥绿色商场在促进绿色循环消费方面的示范作用。
2015年	《中国制造2025》	全面推行绿色制造，加大先进节能环保技术、工艺和装备的研发力度，加快制造业绿色改造升级；积极推行低碳化、循环化和集约化，提高制造业资源利用效率；强化产品全生命周期绿色管理，努力构建高效、清洁、低碳、循环的绿色制造体系。
2013年	《产业结构调整指导目录(2011年本)2013年修正版》	将“真空镀铝、喷镀氧化硅、聚乙烯醇(PVA)涂布型薄膜、功能性聚酯(PET)薄膜、定向聚苯乙烯(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。

资料来源: 商务部, 国务院, 发改委, 国盛证券研究所

**空间展望：预计 2025 年食品/日化/医药用塑料包装市场规模合计约 2000 亿元，**

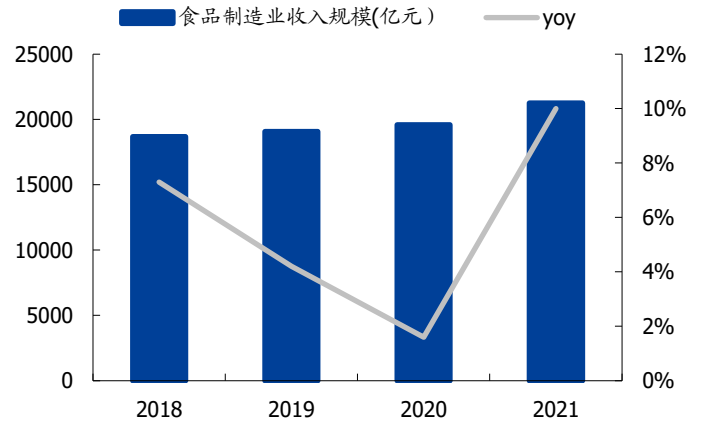
**2021-2025年CAGR约6%。**据智研咨询，2020年塑料软包装印刷市场中，食品工业/日化行业/医药保健品占比分别为62%/17%/11%/9.8%，据此估算，2021年食品/日化/医药行业塑料包装市场规模约1115/279/186亿元。参考上述行业2018-2021年收入规模复合增速，考虑到限塑令下存在“以纸代塑”趋势，因此预计各细分领域对应塑包增速略低于行业自身增速。基于上述假设，我们测算2025年食品、日化、医药三大主要应用领域对应塑料包装市场规模合计约2002亿元（CAGR约6%）。

图表 17: 2020年塑料软包装印刷行业下游应用情况



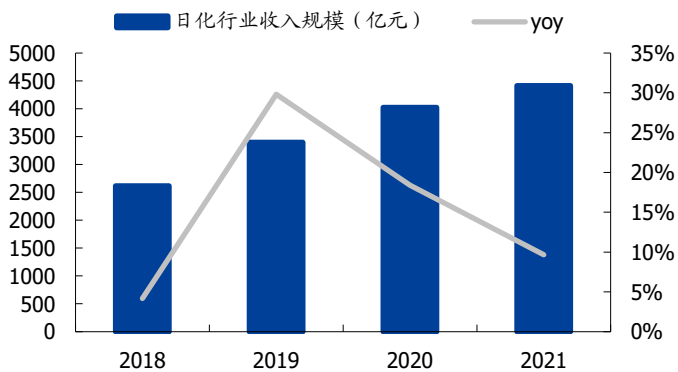
资料来源: 智研咨询, 国盛证券研究所

图表 18: 2018-2021年食品制造业收入CAGR约为4.4%



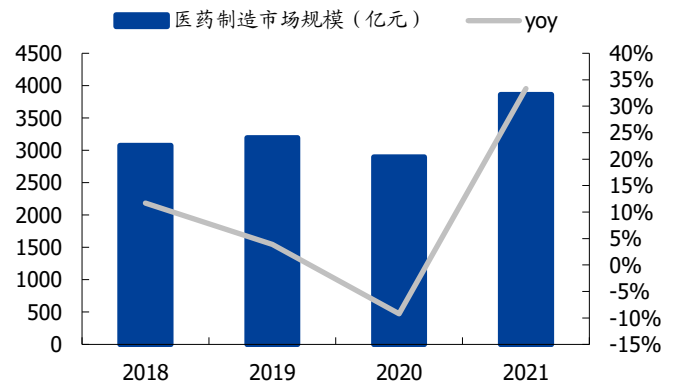
资料来源: 中商产业研究院, 国盛证券研究所

图表 19: 2018-2021年日化行业收入CAGR约为19.0%



资料来源: 中商产业研究院, 国盛证券研究所

图表 20: 2018-2021年医药行业收入规模CAGR约为7.9%



资料来源: 中商产业研究院, 国盛证券研究所

图表 21: 食品/日化/医药塑料包装市场规模预测

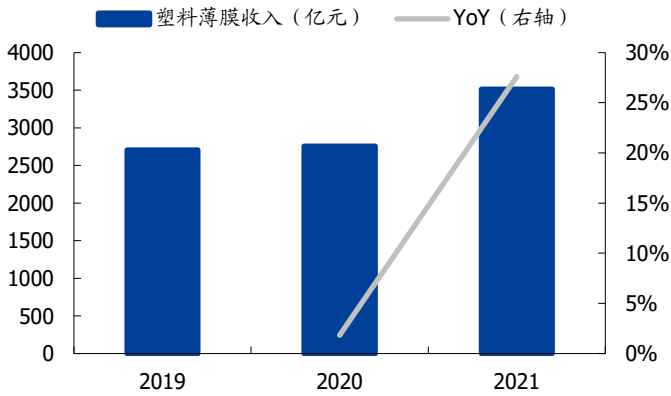
	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	21-25CAGR
食品包装	1115	1148	1217	1278	1342	4.7%
yoy		3.0%	6.0%	5.0%	5.0%	
日化包装	279	299	334	368	405	9.7%
yoy		7.0%	12.0%	10.0%	10.0%	
医药包装	186	208	223	239	255	8.2%
yoy		12.0%	7.0%	7.0%	7.0%	
合计	1580	1655	1775	1885	2002	6.1%
yoy		4.8%	7.2%	6.2%	6.2%	

资料来源: 国盛证券研究所测算

## 2.2 塑料薄膜：行业空间持续扩容，功能性薄膜需求旺盛

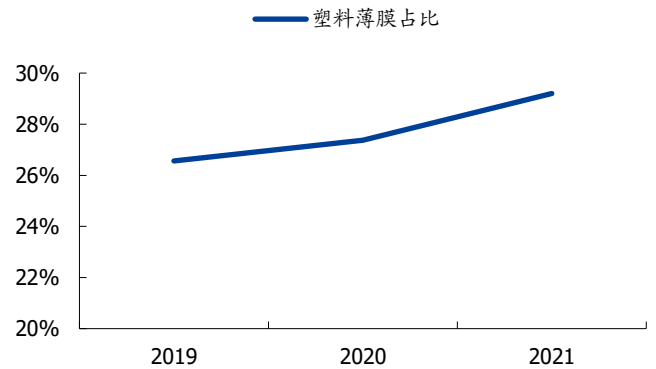
塑料薄膜应用广泛，行业规模与收入占比持续提升。塑料薄膜具有防潮抗氧、气密性好、轻质透明、韧性良好等特点，广泛应用于食品包装、电子电气、农业生产、医疗药品等领域。2021年我国塑料薄膜规模以上企业营业收入为3514.68亿元，同比增长27.6%，在包装行业整体收入中占比为29.2%，较2019年提升2.6pct。

图表 22：中国塑料薄膜行业规模以上企业收入总额



资料来源：中国包装联合会，国盛证券研究所

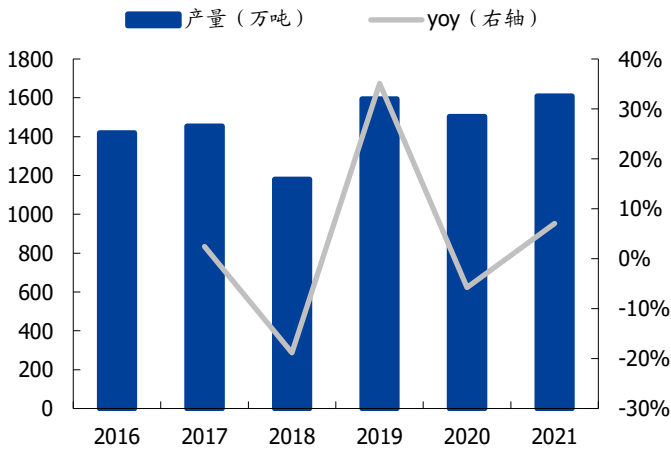
图表 23：塑料薄膜行业收入在包装总收入中占比



资料来源：中国包装联合会，国盛证券研究所

绿色环保趋势凸显，功能性薄膜需求旺盛。2020年在新版“禁塑令”叠加疫情影响下，我国塑料薄膜产量同比下降5.7%，2021年有所回升，同比增长7.0%至1608.7万吨。环保政策带来短期阵痛的同时，也为塑料薄膜行业带来新的发展机遇，可降解、可循环等绿色环保材料将成为行业主旋律。受益于消费电子、新能源等领域兴起，功能性薄膜需求持续高涨。伴随新材料、新设备和新工艺不断涌现，功能性薄膜有望持续放量。

图表 24：中国塑料薄膜行业规模以上企业产量及增速



资料来源：华经产业研究院，国盛证券研究所

图表 25：功能性薄膜材料种类及应用

应用领域	细分品类
消费电子	保护膜、防眩膜、防窥膜、防静电膜等；绝缘材料、屏蔽材料、导电材料、散热材料、柔性高抗刮表层覆盖材料；涂布型偏光片；高抗折光学透明胶；高阻隔性封装膜等
新能源汽车锂电池	电池内部耐电解液固定胶带；电池外壳绝缘胶带；电极材料及电池隔膜；高性能导热界面材料；铝塑复合膜包装材料等
汽车电子、装饰	OCA光学胶膜材料、节能环保材料、超轻车身材料、汽车防爆、防尘、防油污等贴膜
家用电器	纹理装饰材料；抗菌、抗霉菌、防雾功能性覆膜；面板开关用精密压敏胶；导热双面胶，运输固定用胶带
医药	快速检验试纸用高化学稳定性胶带，亲水性薄膜，医用级压敏胶带制品，创口护理材料
建筑节能	建筑玻璃用防爆、隔热、保密等贴膜
航空航天	飞机内用防爆、隔热、保温等功能复合材料
其他	物联网领域，柔性线路板，射频天线

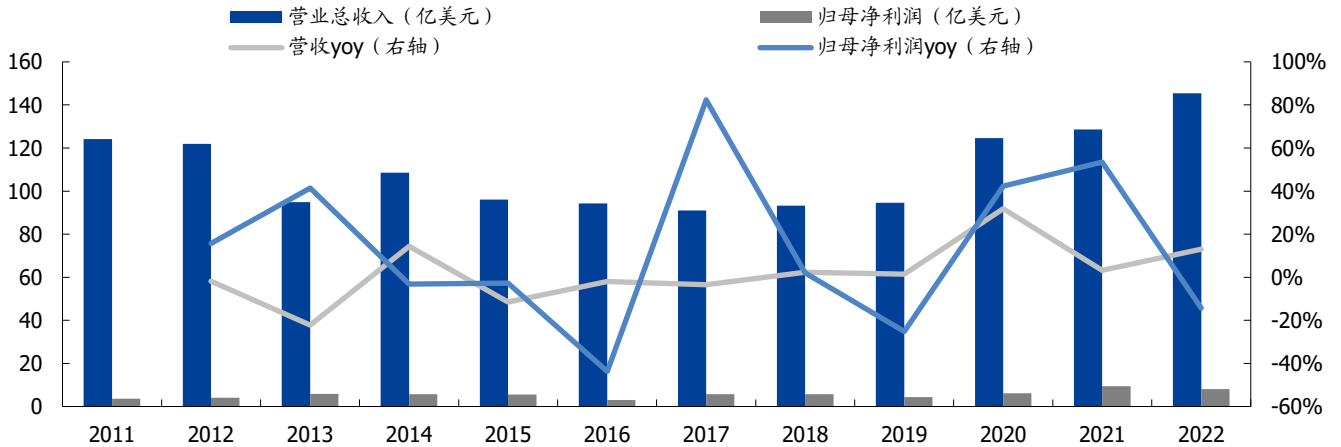
资料来源：斯迪克招股说明书，国盛证券研究所

## 2.3 他山之石：从安姆科看包装企业进阶之路

安姆科为全球领先的消费品包装公司，产品多元，应用广泛。安姆科业务遍布北美、欧洲、拉丁美洲、亚太的43个国家和地区，在全球拥有220个生产基地，2022年营业收入/归母净利润分别为145.4/8.05亿美元。安姆科主要产品包括软包装、硬质容器、

特种纸箱和瓶盖，可用于饮料、食品、医疗器械、制药、个人护理以及其他消费品行业，其中食品行业客户为第一大收入来源，占比为43%。

图表 26: 安姆科历史业绩



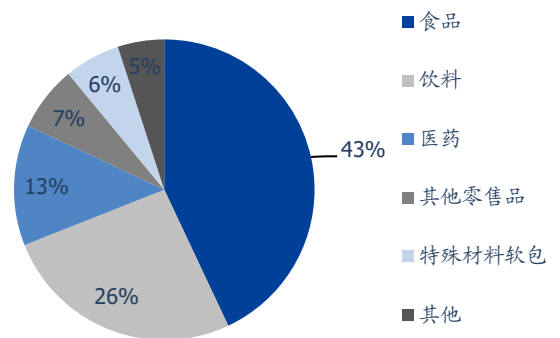
资料来源: 安姆科年报, 国盛证券研究所

图表 27: 安姆科下游部分品牌客户



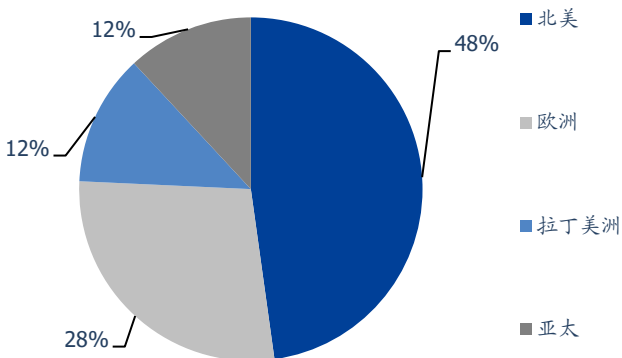
资料来源: 安姆科官网, 国盛证券研究所

图表 28: 安姆科下游客户行业分布



资料来源: 安姆科年报, 国盛证券研究所

图表 29: 安姆科收入构成-分地区



资料来源: 安姆科官网, 国盛证券研究所

图表 30: 安姆科产品图示



资料来源: 安姆科年报, 国盛证券研究所

软包装贡献七成以上收入，业务版图遍布全球。2022 年安姆科软包装业务实现收入

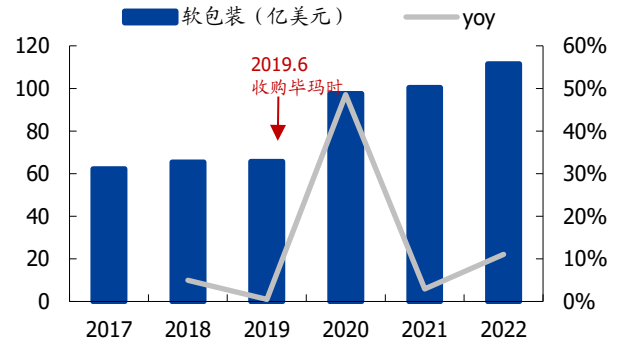
111.5 亿美元，同比增长 11.07%，在总收入中占比约 77%。2022 年软包装 EBIT margin 为 13.6%，近五年整体呈稳步上升趋势。2019 年 6 月，安姆科完成对另一消费品包装巨头 Bemis 的收购，进一步强化全球消费品包装龙头地位。截至 2022 年，安姆科软包装业务在全球 39 个国家拥有 170 家工厂，规模优势显著。

图表 31: 安姆科软包装业务全球布局



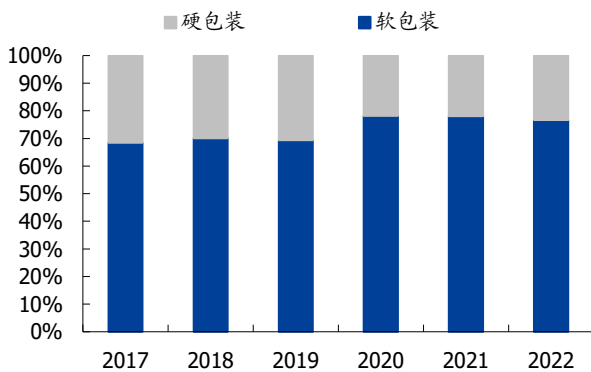
资料来源: 安姆科可持续发展报告, 国盛证券研究所

图表 32: 安姆科软包装业务收入及增速



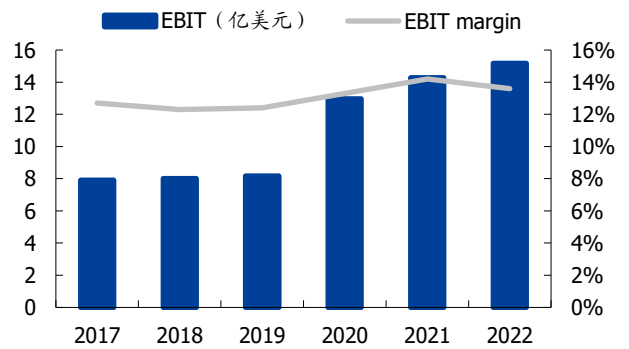
资料来源: 安姆科年报, 国盛证券研究所

图表 33: 2022 年安姆科软包装业务收入占比约 77%



资料来源: 安姆科年报, 国盛证券研究所

图表 34: 安姆科软包装业务 EBIT 及 EBIT margin



资料来源: 安姆科年报, 国盛证券研究所

数次并购扩张全球业务版图，中国软包装市场占据龙头地位。安姆科通过并购不断扩张全球业务版图，并且对中国市场拓展尤为重视，陆续收购了江苏申达集团软包装业务、广东中山天彩包装公司、河北奇特包装公司等多家企业。目前安姆科在中国华北、华东、华南及华西等地区拥有 13 家生产基地，覆盖了国内主要消费市场，通过并购整合与内生增长在中国软包装市场站稳第一梯队。

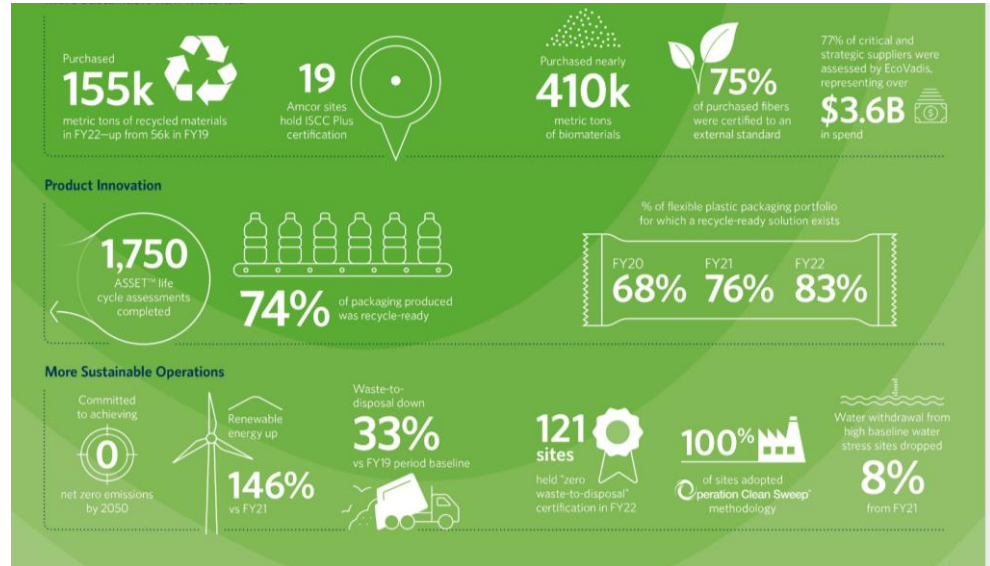
图表 35: 安姆科在华业务布局

区域	工厂数量	公司名称
华东	4家	江阴宝柏包装有限公司
		江阴申隆包装材料有限公司
		江阴神龙包装材料有限公司临港分公司
		毕玛时软包装(苏州)有限公司
华南	7家	惠州宝柏包装有限公司
		中山天彩包装有限公司
		佛山安姆科德泉薄膜有限公司
		新会鑫利达薄膜有限公司
		佛山新长盛包装有限公司(2家工厂)
华北	1家	东莞奇妙包装有限公司
华北	1家	河北奇特包装有限责任公司
华西	1家	成都清扬宝柏包装有限公司

资料来源: 华舜包装, 国盛证券研究所

**引领行业可持续发展, 聚焦环保包装解决方案。**安姆科系全球第一家承诺到 2025 年将其所有包装开发为可回收或可重复使用的包装公司, 在设计和开发更具可持续性的包装产品方面处于领先地位, 主要聚焦于可循环、减量、再利用等技术路径, 从而满足客户不断提升的环保需求。2022 年安姆科 83% 的软包装产品被设计为可回收, 可持续发展战略成效显著。在中国市场, 安姆科同样致力于搭建塑料循环体系以及对消费者进行环保教育, 积极引领行业健康发展。

图表 36: 安姆科 2022 年可持续发展报告一览



资料来源: 安姆科可持续发展报告, 国盛证券研究所

**从安姆科发展历程看国内塑料包装企业进阶之路:**

- 1) 绑定优质客户:** 安姆科下游客户包括联合利华、雀巢、宝洁、可口可乐、葛兰素史克等多家全球知名企业, 优质客户为安姆科的成长提供了充足动力。
- 2) 并购扩大规模:** 安姆科通过在全球范围内的大规模并购快速拓展市场范围与客户资源, 逐步奠定全球包装龙头地位。国内企业亦可通过并购优质标的获得产业资源协同, 扩大业务范围。
- 3) 研发创新赋能:** 面对行业内中低端同质化产品激烈的价格战, 研发创新或为头部企业破局关键, 高性能与环境友好型产品有望为企业带来更高利润空间。



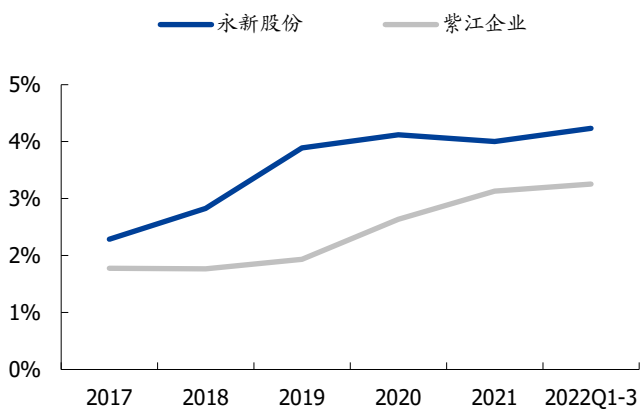
### 3. 主业优势清晰，薄膜增长可期

#### 3.1 内功积淀深厚，基础优势稳固

研发端持续投入，平台资源优势突出，研发成果丰硕。

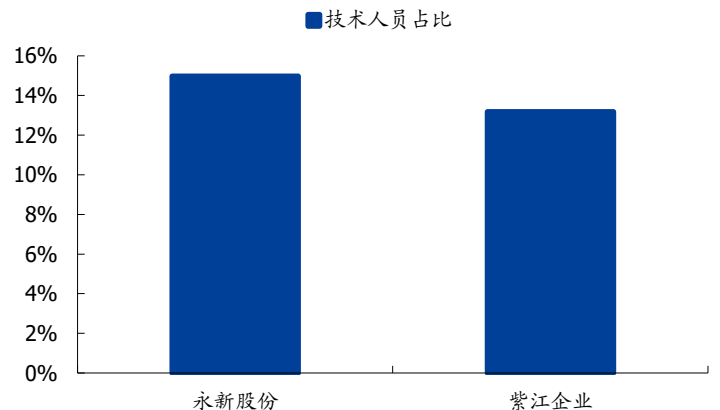
- **研发投入：**公司重视研发投入与技术人才储备，研发费用及研发费用率持续增加，近三年研发费用率保持在 4% 以上，高于同行。2021 年技术人员占比为 15%，亦高于可比公司，“资金投入+人才储备”共同为研发实力赋能。
- **研发资源：**公司依托国家级企业技术中心等现有技术创新平台，不断加强与科研机构交流合作，借助专业机构优势资源针对行业共性 & 前沿性问题展开研究攻关。公司目前已与中国科学技术大学、浙江大学、国家包装产品质量监督检验中心等多家科研院所以及三井化学研发中心、埃克森美孚（中国）研发中心、宝洁（中国）科学技术公司等多家跨国公司建立广泛的研发合作关系。
- **研发成果：**据公司官网数据显示，永新共获得国家级技术创新项目 15 项、省部级技术创新项目 18 项，省部级以上科学技术奖励 8 项以及各类授权专利 350 项。2021 年内，公司申报 20 项发明专利、31 项实用新型专利，其中 27 项实用新型专利和 9 项发明专利获得授权。此外，公司主持参与国家级行业标准起草和制定共计 13 项，充分彰显了在专业领域中的权威性与影响力。

图表 37: 永新股份与紫江企业研发费用率对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 38: 永新股份与紫江企业技术人员占比对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

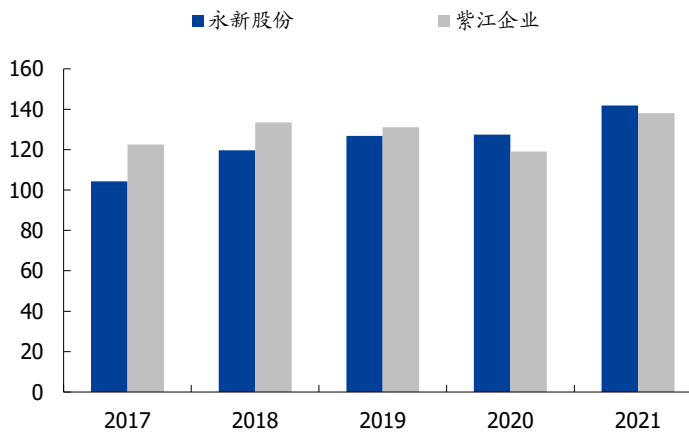
**生产端夯实基础，制造优势与成本管控能力卓越。**公司购置的生产设备以进口产品为主，供应商包括德国 WH、日本富士等多个知名品牌，相对中小厂家形成较高的资金壁垒以及较强的制造优势。公司生产的彩印复合包装材料系客户定制化产品，品种多，交期短，生产管理中心根据订单情况进行排单排产，灵活高效。公司不断推进包装制造数字化、网络化、智能化建设，通过 MES 系统对生产过程进行精细化管控，持续优化产前设计，实现降本增效。得益于高效生产与良好的成本管控能力，公司人均创收创利不断提升，2017-2021 年永新股份/紫江企业人均创利分别由 10.67/7.99 万元提升至 14.8/8.0 万元，CAGR 分别为 8.6%/0.1%。

图表 39: 永新股份生产设备一览

类型	设备	品牌
彩印生产设备	14色凹版印刷设备	日本富士
	干法复合设备	日本富士
	挤式复合设备	日本摩登、美国 Davis-Standard
	制袋设备	日本托塔尼
	凹版印刷设备	德国 WH
	柔版印刷设备	德国 WH、西班牙 COMEXI
	无溶剂复合设备	台湾 Webcontrol
	无溶剂涂布复合设备	西班牙 COMEXI
基材生产设备	欧式制袋设备	比利时 HUDSON-SHARP
	CPP 流延设备	德国 WH、德国莱芬豪舍
	PE 吹膜设备	德国 WH
	镀膜设备	德国莱宝、英国 BOBST

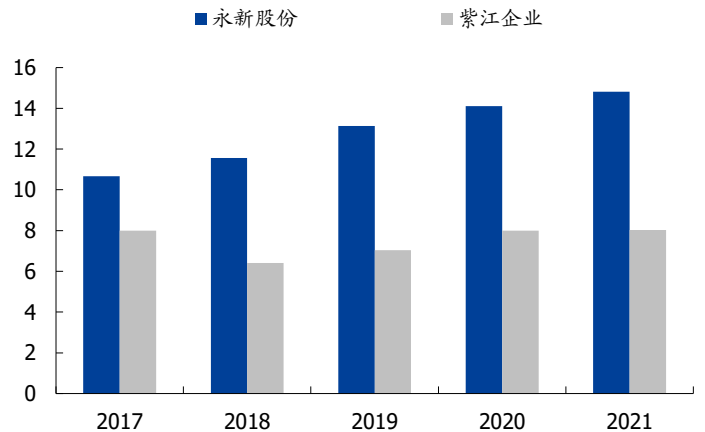
资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 40: 永新股份与紫江企业人均创收对比 (万元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 41: 永新股份与紫江企业人均创利对比 (万元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**产品端品类丰富, 应用广泛。**公司生产的彩印复合软包装材料具有轻便、可塑性强、高阻隔、耐蒸煮、耐冷冻、保鲜性等特性, 对食品、日化、医药产品等内容物能够形成较好的保护作用, 并能够延长产品的寿命期限, 与金属、玻璃等包装物相比具有一定的成本优势; 公司生产的多功能膜材料为绿色环保新材料, 可应用于食品、日用品、医疗防护、纺织品、电子产品等产品的包装及保护。通过为客户提供定制化产品与服务, 公司与下游客户的合作粘性有望不断增强。

图表 42: 永新股份产品类型及特点

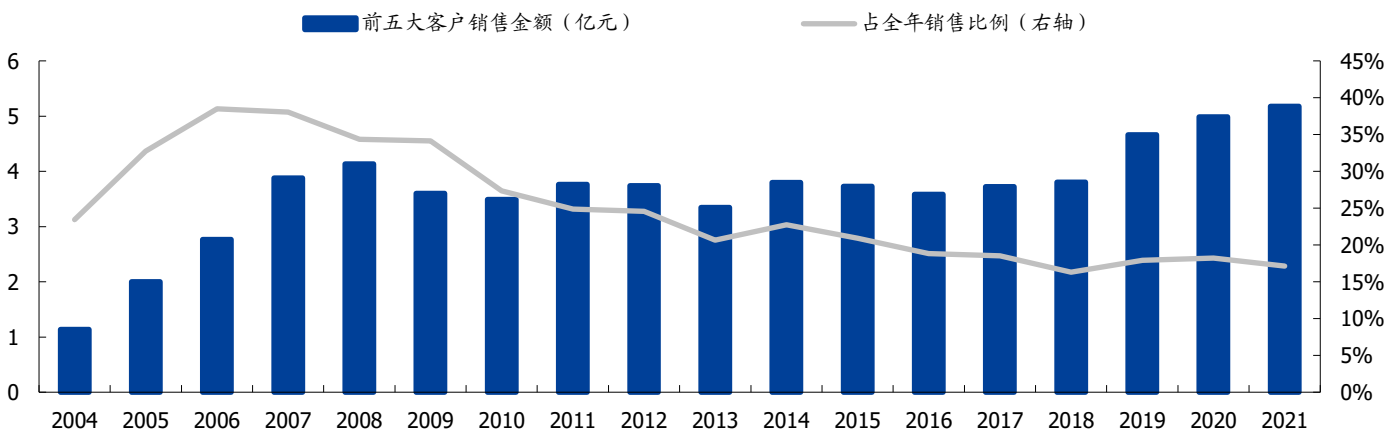
产品类型	产品图示	具体品类	功能特点
食品包装		休闲食品、糖果、封口盖膜、充气式包装食品、冷饮(冻)食品、耐蒸煮食品、耐水煮食品、调味品等包装	<b>高阻隔性</b> ，可提高食品贮存期和保鲜期； <b>适应各种包装机械且抗污染</b> ； <b>高强度</b> ，可用于重包装； <b>耐低温</b> ，可用于果冻膜包装和冷冻食品包装。
医药包装		医药粉末、片剂、颗粒、胶囊等包装	通过认证的GMP生产环境，10万级洁净车间，生产出药品包装膜 <b>图案清晰、套色精准、防伪效果好、设备适应性强</b>
奶粉包装		奶粉、乳制品、酸奶盖膜等包装	<b>高阻隔性</b> ，可提高乳制品贮存期和保鲜期； <b>适应各种包装机械且抗污染</b> ； <b>高强度</b> ，可用于重包装； <b>耐低温</b> ，可用于酸奶膜包装
日化包装		液体洗涤剂、妇婴卫生用品、洗衣粉、皂类、洗发剂、化妆品、牙膏等包装	<b>抗穿刺、抗冲击、抗污染</b>
建材包装		建材、工业品等包装	<b>形状多样、强度高、密封性能好、不渗透、不泄露、阻湿阻氧性能好</b>
电子包装		电子等包装	<b>形状多样、强度高、密封性能好、不渗透、不泄露、阻湿阻氧性能好</b>
多功能薄膜		高透明PE、乳白PE、耐水煮PE、印刷级PE、镀铝级PE；复合级CPP、镀铝级CPP、印刷级CPP、蒸煮级CPP；镀铝PET、镀铝CPP、镀铝BOPP、镀铝PE、镀铝PA薄膜	PE薄膜各层厚度及总厚度控制均匀、平整性好；CPP薄膜表面电晕处理效果好、平整性好、复合印刷适应性好；镀铝膜附着牢度好、针孔少、铝层厚度均匀
注塑产品		奶粉勺、吸嘴、手提扣等注塑产品	用于果汁、保健饮料、乳制品、果冻类食品级液洗产品等，具有 <b>安全、卫生、轻质、便携、可重复开启、易于储存</b> 等特点
油墨产品		凹版油墨、柔版油墨、PVC油墨	适用于BOPP、PET、NY薄膜等凹版印刷，BOPP薄膜、PET薄膜等柔版印刷，木纹膜、墙纸壁纸等PVC印刷

资料来源：公司官网，国盛证券研究所

### 3.2 需求多元，优质客户助力成长

近五年前五大客户合作规模持续扩大，占比较为稳定。2021年公司对前五大客户销售金额为5.18亿元，占总收入的17.12%，近五年前五大客户销售收入持续增加，但占全年总收入的比例保持稳定，主要得益于公司与大客户之间稳定的合作。拉长时间维度来看，与上市初期相比，公司对前五大客户销售规模大幅增加但占比明显下降，彰显出良好的客户拓展能力。

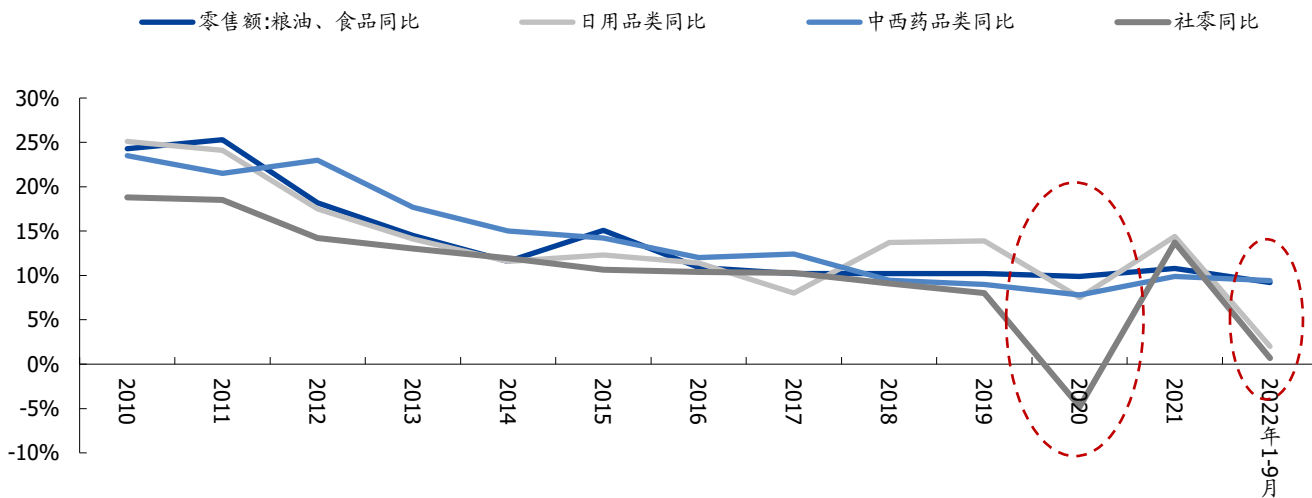
图表 43: 公司对前五大客户销售收入及占比



资料来源：Wind，国盛证券研究所

**行业端：下游客户行业多元，需求偏刚性。**彩印包装产品应用广泛，公司下游客户所处行业以食品饮料、日化、医药等必选类消费为主，需求规模大且相对稳健。从历史数据来看，粮油食品、日用品、医药品类零售额增速通常高于社零整体增速，在2020年和2022年1-9月社零增速大幅下降期间展现出了较好的经营韧性。

图表 44: 2012-2022 年 1-9 月食品粮油、日用品、中西药品零售额及社零总额同比增速



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

**企业端：目标客群以国内外一线品牌为核心，客户资源优质。**凭借多品种定制化产品与快速交货能力，公司形成良好的品牌声誉以及稳固的行业地位，目前下游客户涵盖雀巢、伊利、蒙牛、亿滋、宝洁、三九等多个海内外知名品牌。一方面头部客户经营稳健，为公司提供稳定收入来源，另一方面头部客户在所处行业内的影响力与示范效应有望助力公司持续开拓新客户，进一步扩大销售规模。

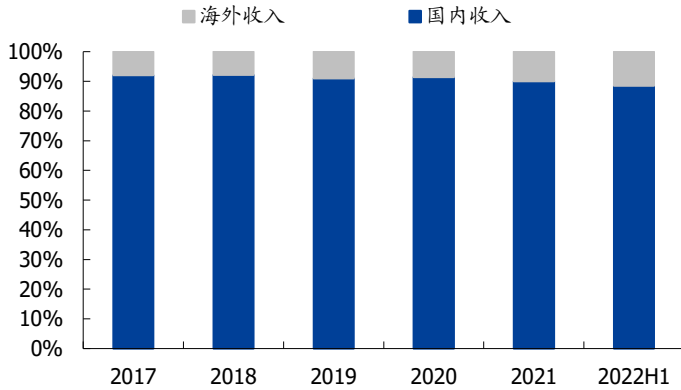
图表 45: 永新股份客户矩阵



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

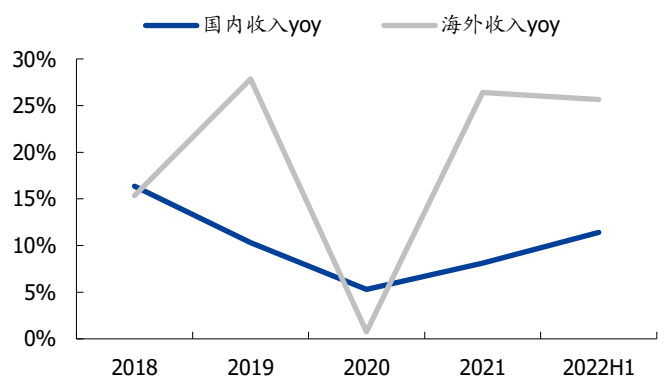
拓宽海外客户群，出口业务步入收获期。公司通过高性价比产品不断提升海外市场竞争力，境外客户拓展顺利，收入增速亮眼。2021/2022H1 公司海外市场收入分别同比增长 26.39%/25.67%，领先于国内市场。收入占比相应同比提升 1.3/1.2pct 至 9.9%/11.5%。在直接进行海外市场拓展的同时，公司通过打入跨国企业全球供应链承接海外业务，未来有望通过现有跨国客户资源进一步开拓海外市场。

图表 46: 永新股份国内/海外市场收入占比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 47: 永新股份国内/海外市场收入增速

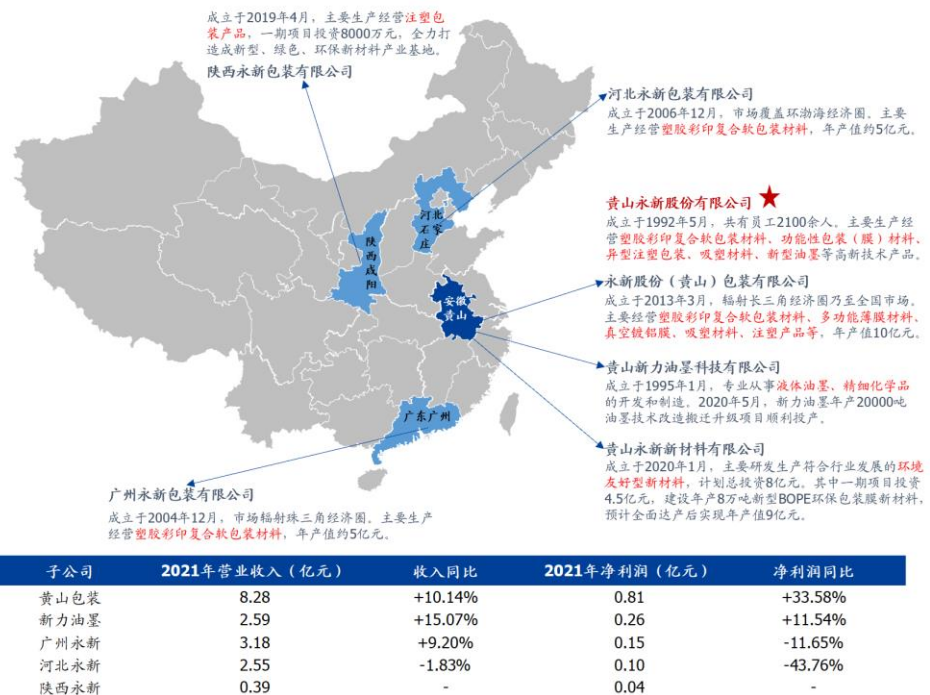


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 3.3 产能稳步扩张，一体化布局完善

四城七厂布局，以点带面扩大销售半径。公司总部位于安徽黄山，早期生产基地以河北永新、黄山包装、广州永新为主，2019 年成立陕西永新包装，布局西部地区，2020 年成立黄山永新新材料，着力于环保新材料的生产研发。公司现有河北、安徽、广东、陕西四大生产基地，合计 7 家工厂，销售市场辐射环渤海经济圈、长三角经济圈、珠三角经济圈以及西部地区。多点布局有效打破包装行业运输半径限制，提高供应效率，为公司进一步扩大业务规模奠定基础。

图表 48: 永新股份子公司布局



资料来源: 公司官网, 公司年报, 国盛证券研究所

稳步推进扩产项目，生产能力持续提升。自上市以来，公司持续推进产能建设，并通过收购子公司新力油墨向产业链上游延伸，生产能力实现大幅提升，截至2022年11月，公司共有彩印包装材料设计产能约14万吨、塑料薄膜产能约10万吨，油墨设计产能约2万吨、镀铝材设计产能约2.5万吨，其中包括2022年新增薄膜产能8000吨、新增柔印无溶剂复合软包装材料装产能4000吨。公司目前稳步推进在建项目，据2022年中报披露，3.3万吨新型BOPE薄膜项目主体设备已到厂安装，预计2022年底投产；2.2万吨新型功能膜材料项目预计2023年投产约50%，产能扩张为业绩增长奠定基础。

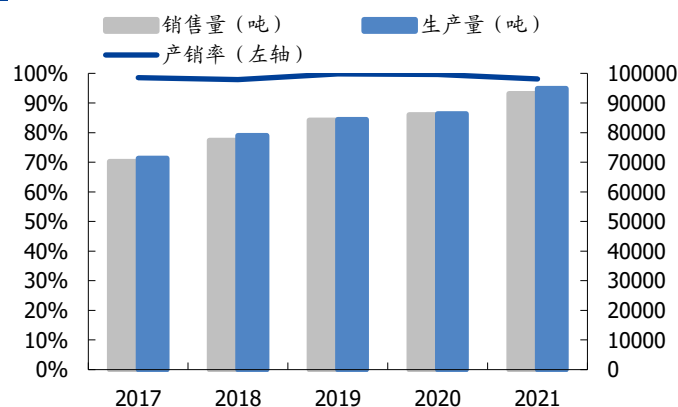
图表 49: 永新股份上市以来产能建设项目梳理

时间	产能建设项目	设计产能
2008	年产6000吨无菌包装复合材料项目完工	6000吨
2009	年产3000吨柔印复合软包装材料技改项目完工	3000吨
2010	年产5000吨聚乙烯薄膜生产线完工	5000吨
2011	年产12000吨多功能高阻隔包装材料项目完工	12000吨
2012	年产12000吨多功能包装新材料项目完工	12000吨
	年产17000吨多功能新型包装材料项目完工	17000吨
2014	年产3500吨异型注塑包装材料项目完工	3500吨
	年产10000吨新型高阻隔包装材料技改项目试产	10000吨
2015	年产16000吨柔印无溶剂复合软包装材料项目完工	16000吨
	年产7200吨多功能包装新材料项目完工	7200吨
2016	5000吨氧化物镀膜新材料项目完工	5000吨
2018	年产13000吨新型功能性包装材料项目转固	13000吨
2020	年产20000吨油墨技术改造搬迁升级项目完工	20000吨
	年产8000吨多功能膜技术改造项目完工	8000吨
2021	年产10000吨新型功能膜包装材料项目完工	10000吨
	年产3000吨异型注塑项目完工	3000吨
2022	年产8000吨新型功能膜材料项目完工	8000吨
	年产5亿个瓶盖注塑制品项目完工	5亿个
	年产4000吨柔印无溶剂复合软包装材料项目投产	4000吨
在建产能	①年产22000吨新型功能膜材料项目	22000吨
	②年产33000吨新型BOPE薄膜项目	33000吨
	③年产8000吨新型复合片材生产线技改项目	8000吨

资料来源：公司公告，公司年报，国盛证券研究所

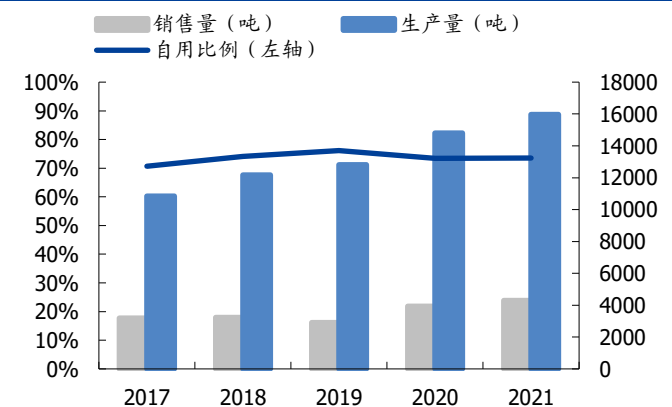
一体化布局完善，保障原材料供应与价格稳定。公司生产的主要产品中，彩印复合包装材料为核心外销产品，薄膜、镀铝包装材料、油墨主要为产业链配套产品，部分用于对外出售，镀铝包装材料/薄膜材料/油墨自用比例分别在80%/70%/45%左右。主产品彩印包装材料产销率常年保持在98%以上，主业及配套项目产能有序扩张推动公司业务规模持续增长，产业链延伸有助于提高配套生产能力，进而保障原材料质量与供应稳定性、降低原材料价格波动影响。

图表 50: 彩印包装材料产销量及产销率



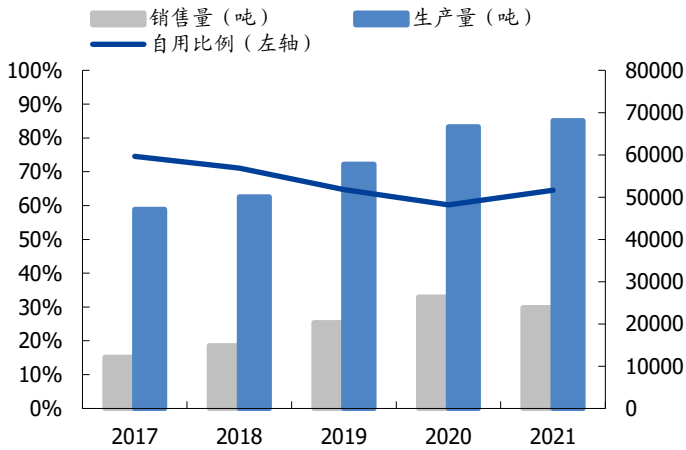
资料来源：公司年报，国盛证券研究所

图表 51: 镀铝包装材料产销量及自用比例



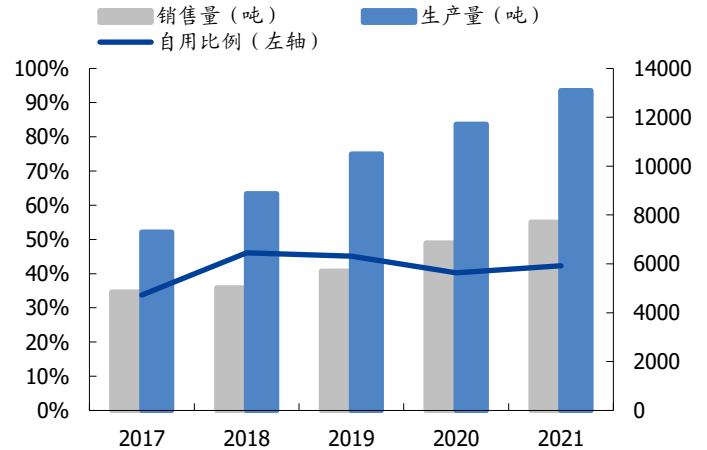
资料来源：公司年报，国盛证券研究所

图表 52: 薄膜材料产销量及自用比例



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表 53: 油墨产销量及自用比例



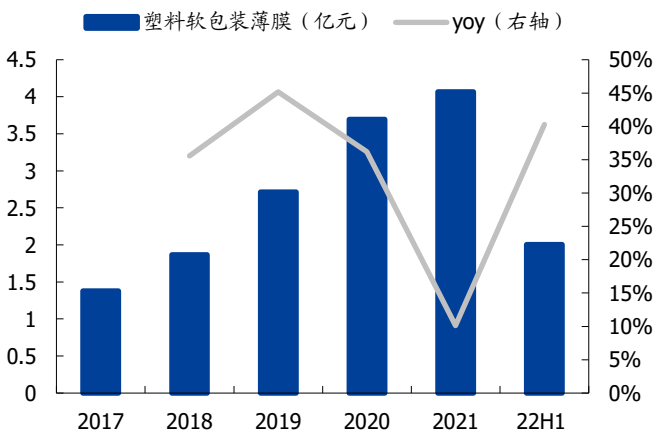
资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

### 3.4 发力薄膜领域, 打造第二增长极

**拓展多功能薄膜应用, 有望打造第二增长曲线。**公司在自用基础上逐步拓展薄膜品类与应用, 从而打开对外销售市场, 目前公司多功能膜材料涵盖保护膜(可用于电子产品)、透气膜(可用于防护服)、牙膏软管片材基膜、电子复合膜、标签膜等品类。受益于产能释放与订单增加, 2022H1 公司薄膜业务表现亮眼, 营业收入同比增长 40.27% 至 2.01 亿元, 高附加值的多功能薄膜放量带动薄膜业务毛利率同比提升 2.36pct 至 14.10%。

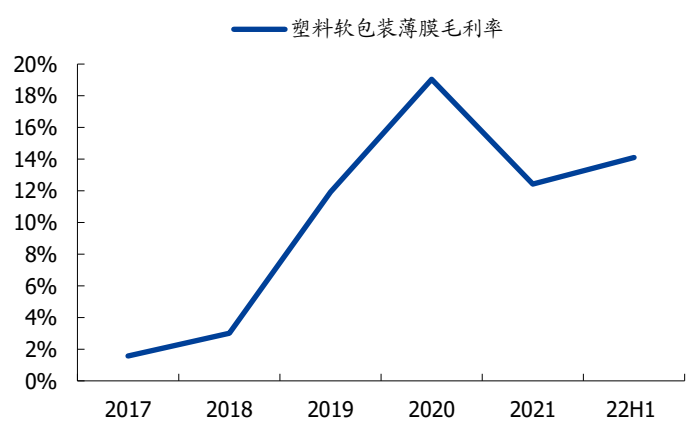
- **产品研发:** 2021 年 3 月, 公司技术研发团队与高露洁共同推出的新型可回收牙膏用塑料薄膜项目顺利通过高露洁(全球)技术认证, 未来将继续聚焦单一材质与可回收材料研发。
- **产能建设:** 公司持续围绕高附加值多功能膜布局, 2022 年年产 8000 吨新型功能膜材料项目已正式投产, 其中包括高阻隔片材基膜 4500 吨/年、自粘性保护膜 3500 吨/年。目前在建的 2.2 万吨新型功能膜材料项目与 3.3 万吨 BOPE 薄膜项目投产后, 有望为公司打开新增长空间。

图表 54: 永新股份薄膜业务收入及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 55: 永新股份薄膜业务毛利率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**BOPE 性能优越，契合环保需求。**BOPE 即双向拉伸聚乙烯薄膜，系采用特殊 LLDPE 原料，经过先纵向后横向逐次拉伸而成，相比原吹塑或流延方法生产的聚乙烯薄膜在物理性能方面较大的改善，其透明度高，热封性、防潮性好，纵向横向抗拉强度大，并具有防湿和可折叠性等优点，在厚度减少 30%-60%的情况下，关键性能仍达到其它 PE 薄膜同等或更优水平。因此使用 BOPE 能够减少包装的塑料用量，满足轻量化与减塑需求，并且 BOPE 作为单一材质，更有利于回收再利用，环保优势显著。

图表 56: BOPE 薄膜与吹塑 PE 膜和 BOPP 膜性能对比



图表 57: BOPE 薄膜性能优势分析

BOPE 薄膜性能优势	
光学性能	雾度为普通吹塑 PE 薄膜的 1/3-1/5
力学性能	拉伸强度相比普通吹塑 PE 提高了 2-8 倍，拉伸模量和落镖冲击性能均提高了 2-5 倍，在低温下仍能保持良好的韧性和机械强度
环保性能	厚度减小 30%-60% 的情况下力学性能仍优于吹塑薄膜，能够减少物料资源使用和能量消耗，降低运输成本和碳足迹；单一材质更有利于回收再利用
其他优势	与 BOPP 薄膜相比，热封性能和低温韧性更好；与 BOPET 薄膜相比，可热封性和耐揉搓性更好

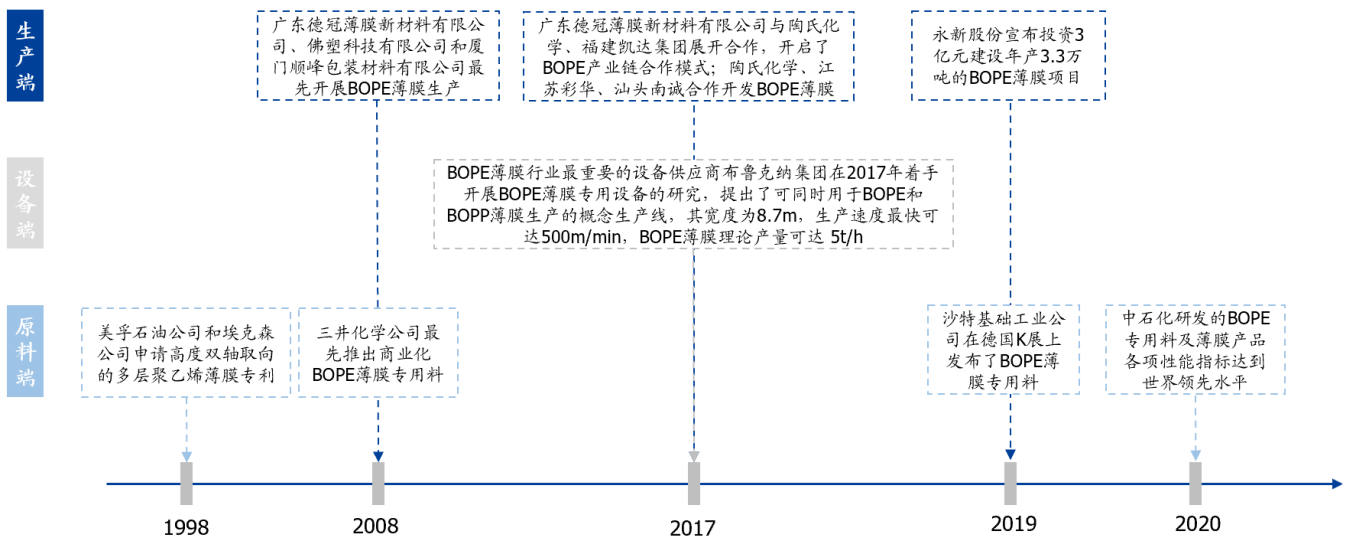
资料来源:《双向拉伸聚乙烯薄膜产业化发展现状、瓶颈和展望》，国盛证券研究所

资料来源:《双向拉伸聚乙烯薄膜产业化发展现状、瓶颈和展望》，国盛证券研究所

**BOPE 方兴未艾，产业化与规模化前景可期。**

- **发展历程:** 2008 年三井化学公司最先推出商业化 BOPE 薄膜专用料，同年广东德冠、佛塑科技、厦门顺峰率先开展 BOPE 薄膜生产，此后中石化和陶氏化学相继推出 BOPE 薄膜专用料。2017 年广东德冠、陶氏化学和福建凯达集团合作开发 BOPE 薄膜，自此开启产业链合作模式。同年，双向拉伸薄膜行业最重要的设备供应商布鲁克纳集团提出可同时用于 BOPE 和 BOPP 薄膜生产的概念生产线，对推进 BOPE 薄膜的产业化起到重要作用。

图表 58: BOPE 行业发展历程



资料来源:《双向拉伸聚乙烯薄膜产业化发展现状、瓶颈和展望》，华印软包装，国盛证券研究所



- **行业痛点：**目前 BOPE 薄膜行业尚处于发展初期，制约 BOPE 薄膜产业化的瓶颈在于薄膜质量稳定性较差、供应周期不稳定、性价比较低。BOPE 薄膜主要用于替代传统的 BOPP, BOPET, BOPA 或吹塑和流延 PE 薄膜，但目前 BOPE 薄膜仍缺乏成本优势，性价比较低导致下游需求受限，而较低的产量又导致原料合成和薄膜生产成本处于高位，陷入闭环困境。
- **趋势展望：**环保政策的强制力有望从外部打破循环，推动 BOPE 供给与需求共同加速增长。供给端：2020 年中石化研发的 BOPE 专用料及薄膜产品的各项性能指标已达到世界领先水平，技术成熟度有望进一步提升。需求端：BOPE 薄膜性能优异且兼具环保属性，在液体、速冻食品、重包装等多种特殊场景优势显著，若能实现扩产降本，潜在需求空间巨大。

#### 4. 灵活定价对冲成本波动，盈利能力稳中向好

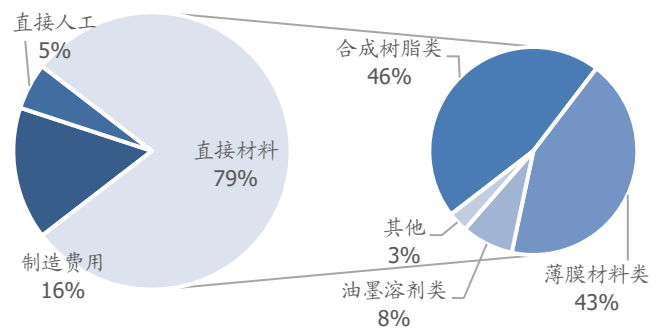
原材料价格与石油价格高度相关，油价回落缓解成本压力。公司原材料成本在总成本中占比高达 79%，以采购数据估算，合成树脂类、薄膜材料类、油墨溶剂类占原材料比例分别为 46%、43%、8%，合成树脂等原材料均为石油深加工产品，因此国际原油价格涨跌对公司原材料成本以及盈利能力影响较大。2022 年 11 月英国布伦特原油均价为 91.82 美元/桶，较 2022 年高点（3 月均价 118.98 美元/桶）已回落 22.8%，但同比仍处于相对高位，若后续油价持续下行，公司利润弹性有望进一步释放。

图表 59: 2022H2 原油价格大幅回落



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

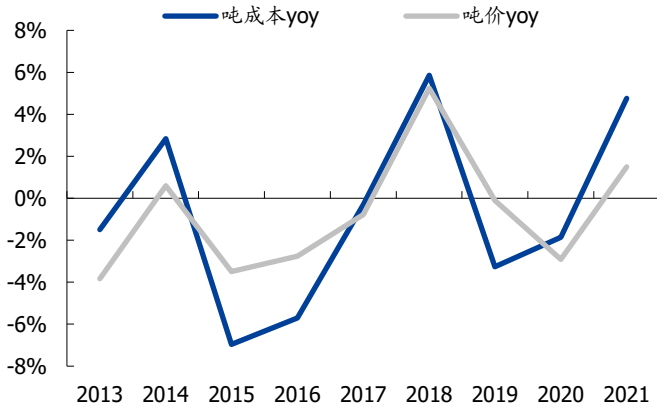
图表 60: 永新股份 2021 年成本结构与原材料构成拆分



资料来源: 公司年报, 招股说明书, 国盛证券研究所 (注: 原材料构成为历史数据, 具体情况或因产品结构变化产生差异)

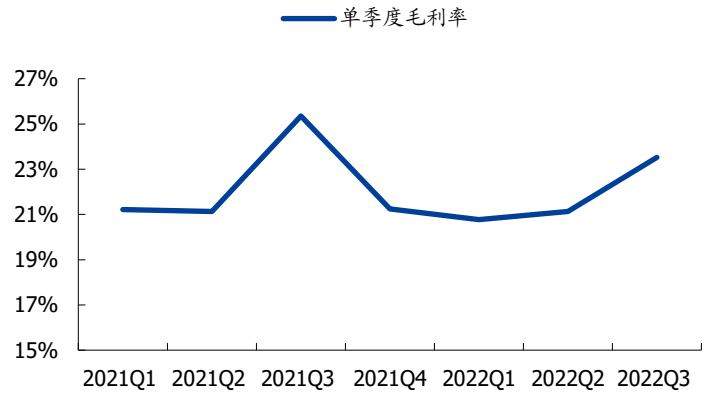
定价机制灵活，优越性能与定制化服务增强议价能力。面对原材料成本波动风险，公司采用灵活定价模式保障盈利能力相对稳定。永新股份与下游客户达成价格联动合作模式，产品定价后可在一季度或半年后进行价格调整，同时也有部分客户采取“一单一议”的定价方式。良好的产品性能和定制化服务能力增强公司议价权，从而能够向下游转移部分成本压力。2021-2022Q1，原油价格高企叠加能耗成本增加，公司通过提价抵消部分影响，2021 年吨价/吨成本分别同比增加 1.5%/4.8%。2022Q2 原油价格开始回落，成本压力有所缓解，毛利率逐季环比改善。

图表 61: 彩印复合包装材料吨价与吨成本变动趋势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 62: 永新股份单季度毛利率变动情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

根据我们测算,若永新股份原材料价格分别下行 1%、5%、10%、15%、20%,公司毛利率预计将提升 0.5pct、2.7pct、5.5pct、8.2pct、10.9pct。考虑到公司调价机制较为灵活,假设价格变动幅度为原材料价格变动幅度的 60%,则当原材料价格分别下行 1%、5%、10%、15%、20%时,公司毛利率将提升 0.1、0.4、0.8、1.3、1.8pct。

图表 63: 永新股份原材料价格敏感性测算

原材料价格下降幅度	1%	5%	10%	15%	20%
毛利润增厚(亿元)	0.17	0.83	1.65	2.48	3.30
变动后毛利润	6.89	7.55	8.38	9.20	10.03
变动后毛利率	22.8%	25.0%	27.7%	30.4%	33.2%
毛利率变化(±pct)	0.5	2.7	5.5	8.2	10.9
考虑调价影响,假设售价变动幅度为原料价格变动幅度的60%					
价格下降幅度	0.6%	3.0%	6.0%	9.0%	12.0%
变动后收入	30.06	29.33	28.42	27.52	26.61
变动后毛利润	6.71	6.64	6.56	6.48	6.40
变动后毛利率	22.3%	22.6%	23.1%	23.6%	24.0%
毛利率变化(±pct)	0.1	0.4	0.8	1.3	1.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 5. 盈利预测与估值

### 5.1 核心假设与盈利预测

**彩印复合包装:** 2022 年行业整体需求略有承压,但公司作为优质龙头,与下游客户合作稳固,并有望凭借稳定供应能力与高性能产品承接中小企业让渡的市场份额,预计彩印复合包装业务将保持稳健增长,2022-2024 年营业收入分别为 25.69/28.77/32.23 亿元,同比增长 11.1%/12.0%/12.0%。毛利率方面,公司具有较好的成本管控能力,定价机制灵活,可将部分成本压力转移至下游,伴随石油价格回落,盈利能力稳中向好,预计 2022-2024 彩印复合包装毛利率分别为 22.1%/22.5%/22.5%。

**塑料软包装薄膜:** 考虑到公司加码布局薄膜业务,新增产能逐步投产,且下游需求较好,因此预计薄膜业务将实现快速增长,2022-2024 年营业收入分别 5.64/7.45/9.25 亿元,同比增长 38.8%/32.0%/24.2%。毛利率方面,伴随高附加值的多功能薄膜放量以及规

模效应的逐步显现，薄膜业务毛利率有望逐步提升，预计 2022-2024 年毛利率分别为 15.8%/16.8%/17.8%。

**油墨业务：**油墨作为公司塑料包装主业的配套产业，兼顾自用与外销，与主业协同发展，预计 2022-2024 年收入增速分别为 6.1%/10.0%/8.0%，对应金额为 1.52/1.67/1.80 亿元，毛利率分别为 20.5%/21.5%/21.5%。

**镀铝包装材料：**2022H1 公司镀铝包装材料收入同比下降 17.5%，全年整体将呈同比下降趋势，后续有望恢复增长。预计公司 2022-2024 年镀铝包装材料收入分别同比变动-15.0%/+15.5%/+10.3%，对应金额分别为 0.48/0.55/0.61 亿元，毛利率分别为 5.5%/6.0%/6.0%。

**费用率：**公司费用管控能力较好，2022H1 管理费用率与销售费用率均得到明显优化，后续随着新产品推广与新客户开拓，销售费用或将略有增长。考虑到公司注重技术创新，预计研发费用率将呈现良性增长。预计 2022-2024 年期间费用率分别为 9.6%/9.8%/9.8%，其中销售费用率分别为 1.5%/1.5%/1.6%，管理费用率分别为 4.0%/4.0%/4.0%，研发费用率分别为 4.2%/4.3%/4.3%。

图表 64：永新股份收入拆分及预测

(亿元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>27.37</b>	<b>30.24</b>	<b>34.13</b>	<b>39.30</b>	<b>44.79</b>
YoY	5.3%	10.5%	12.9%	15.2%	14.0%
<b>毛利率</b>	<b>24.4%</b>	<b>22.2%</b>	<b>21.8%</b>	<b>22.0%</b>	<b>22.1%</b>
<b>彩印复合包装</b>	<b>21.04</b>	<b>23.12</b>	<b>25.69</b>	<b>28.77</b>	<b>32.23</b>
YoY	-0.9%	9.9%	11.1%	12.0%	12.0%
占比	76.9%	76.4%	75.3%	73.2%	72.0%
<b>毛利率</b>	<b>24.7%</b>	<b>22.2%</b>	<b>22.1%</b>	<b>22.5%</b>	<b>22.5%</b>
<b>塑料软包装薄膜</b>	<b>3.69</b>	<b>4.07</b>	<b>5.64</b>	<b>7.45</b>	<b>9.25</b>
YoY	36.2%	10.1%	38.8%	32.0%	24.2%
占比	13.5%	13.5%	16.5%	19.0%	20.7%
<b>毛利率</b>	<b>19.0%</b>	<b>12.4%</b>	<b>15.8%</b>	<b>16.8%</b>	<b>17.8%</b>
<b>油墨业务</b>	<b>1.24</b>	<b>1.43</b>	<b>1.52</b>	<b>1.67</b>	<b>1.80</b>
YoY	19.6%	15.2%	6.1%	10.0%	8.0%
占比	4.5%	4.7%	4.4%	4.2%	4.0%
<b>毛利率</b>	<b>21.0%</b>	<b>19.3%</b>	<b>20.5%</b>	<b>21.5%</b>	<b>21.5%</b>
<b>镀铝包装材料</b>	<b>0.63</b>	<b>0.56</b>	<b>0.48</b>	<b>0.55</b>	<b>0.61</b>
YoY	61.2%	-10.5%	-15.0%	15.5%	10.3%
占比	2.3%	1.9%	1.4%	1.4%	1.4%
<b>毛利率</b>	<b>2.9%</b>	<b>3.9%</b>	<b>5.5%</b>	<b>6.0%</b>	<b>6.0%</b>
<b>其他业务</b>	<b>0.78</b>	<b>1.06</b>	<b>0.80</b>	<b>0.86</b>	<b>0.90</b>
YoY	21.5%	37.0%	-25.0%	7.5%	5.0%
占比	2.3%	2.2%	2.3%	2.2%	2.0%
<b>毛利率</b>	<b>64.6%</b>	<b>73.9%</b>	<b>68.0%</b>	<b>62.0%</b>	<b>62.0%</b>
<b>期间费用率</b>	<b>11.6%</b>	<b>10.4%</b>	<b>9.6%</b>	<b>9.8%</b>	<b>9.8%</b>
销售费用率	2.3%	1.8%	1.5%	1.5%	1.6%
管理费用率	4.9%	4.8%	4.0%	4.0%	4.0%
研发费用率	4.1%	4.0%	4.2%	4.3%	4.3%
财务费用率	0.2%	-0.2%	0.0%	-0.1%	-0.1%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

## 5.2 投资评级

预计公司 2022-2024 年营收同比增长 12.9%/15.2%/14.0%至 34.13/39.30/44.79 亿元，归母净利润同比增长 16.8%/15.4%/13.0%至 3.69/4.26/4.81 亿元，EPS 分别为 0.60/0.69/0.79 元，对应 P/E 估值分别为 13.0X/11.3X/10.0X。选取塑料包装行业中的紫江企业、双星新材，纸包装龙头裕同科技、合兴包装，以及金属包装龙头奥瑞金作为

可比公司，参考上述可比公司 2023 年 Wind 一致预期 14 倍 PE 均值，我们认为永新股份当前估值处于较低水平。考虑到公司作为国内塑料软包装龙头企业，依托优质客户资源、灵活定价机制与较好的成本&费用管控能力，盈利能力较为稳定，且薄膜业务有望为公司注入新的增长动力，成长空间可期；此外公司分红率较高，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 65: 永新股份盈利预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,737	3,024	3,413	3,930	4,479
增长率YoY(%)	5.3	10.5	12.9	15.2	14.0
净利润(百万元)	303	316	369	426	481
增长率YoY(%)	12.6	4.3	16.8	15.4	13.0
EPS(元)	0.49	0.52	0.60	0.69	0.79
净资产收益率(%)	15.2	14.8	16.4	17.8	18.7
P/E(倍)	15.8	15.2	13.0	11.3	10.0
P/B(倍)	2.4	2.3	2.1	2.0	1.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 66: 可比公司 Wind 一致 PE

证券代码	公司名称	收盘价	2021A	2022E	2023E	2024E	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
600210.SH	紫江企业	5.22	0.36	0.38	0.50	0.63	14	14	14	11	8
002585.SZ	双星新材	14.17	1.20	1.53	2.13	2.83	23	12	9	7	5
002228.SZ	合兴包装	3.31	0.18	0.18	0.23	0.29	14	19	19	15	11
002831.SZ	裕同科技	31.89	1.09	1.64	1.98	2.39	26	29	19	16	13
300501.SZ	奥瑞金	16.42	0.54	0.58	0.71	0.86	31	30	28	23	19
平均值							<b>22</b>	<b>21</b>	<b>18</b>	<b>14</b>	<b>11</b>

资料来源: Wind, 国盛证券研究所注: 数据均采用 2022 年 12 月 13 日 Wind 一致预测

图表 67: 永新股份季度财务数据一览

单位: 百万元	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2021Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
<b>营业总收入</b>	<b>568.10</b>	<b>582.94</b>	<b>705.27</b>	<b>743.41</b>	<b>530.63</b>	<b>712.96</b>	<b>699.57</b>	<b>794.34</b>	<b>723.08</b>	<b>653.78</b>	<b>757.64</b>	<b>889.20</b>	<b>723.99</b>	<b>809.03</b>	<b>855.98</b>
YOY	12.16%	7.75%	15.22%	10.52%	-6.60%	22.30%	-0.81%	6.85%	36.27%	-8.30%	8.30%	11.94%	0.13%	23.75%	12.98%
<b>归母净利润</b>	<b>51.00</b>	<b>55.13</b>	<b>78.79</b>	<b>84.20</b>	<b>49.32</b>	<b>75.49</b>	<b>91.54</b>	<b>86.69</b>	<b>60.95</b>	<b>65.35</b>	<b>87.43</b>	<b>102.18</b>	<b>65.18</b>	<b>82.32</b>	<b>102.55</b>
YOY	18.91%	13.69%	36.30%	10.59%	-3.30%	36.94%	16.18%	2.95%	23.60%	-13.43%	-4.49%	17.87%	6.93%	25.98%	17.29%
<b>扣非归母净利润</b>	<b>47.81</b>	<b>53.22</b>	<b>76.55</b>	<b>60.72</b>	<b>45.79</b>	<b>71.90</b>	<b>87.10</b>	<b>70.89</b>	<b>58.30</b>	<b>61.02</b>	<b>82.63</b>	<b>77.67</b>	<b>61.19</b>	<b>76.60</b>	<b>99.36</b>
YOY	18.66%	15.25%	43.51%	-3.07%	-4.23%	35.11%	13.78%	16.75%	27.33%	-15.13%	-5.13%	9.56%	4.94%	25.53%	20.25%
<b>毛利率</b>	<b>24.06%</b>	<b>23.34%</b>	<b>24.55%</b>	<b>24.63%</b>	<b>26.13%</b>	<b>26.05%</b>	<b>26.19%</b>	<b>20.05%</b>	<b>21.21%</b>	<b>21.13%</b>	<b>25.35%</b>	<b>21.24%</b>	<b>20.77%</b>	<b>21.13%</b>	<b>23.52%</b>
<b>期间费用率</b>	<b>12.97%</b>	<b>11.74%</b>	<b>11.70%</b>	<b>11.86%</b>	<b>14.77%</b>	<b>13.98%</b>	<b>11.96%</b>	<b>6.90%</b>	<b>11.03%</b>	<b>10.10%</b>	<b>11.25%</b>	<b>9.52%</b>	<b>10.18%</b>	<b>9.01%</b>	<b>8.80%</b>
销售费用率	4.48%	3.76%	4.68%	4.60%	5.10%	4.65%	4.22%	-3.29%	1.69%	1.64%	3.58%	0.54%	1.82%	1.46%	1.46%
管理+研发费用率	8.22%	8.17%	7.39%	6.91%	9.45%	9.12%	8.19%	9.49%	9.40%	8.75%	8.00%	8.97%	8.60%	8.23%	8.03%
财务费用率	0.27%	-0.19%	-0.36%	0.34%	0.22%	0.21%	-0.45%	0.69%	-0.06%	-0.28%	-0.32%	0.01%	-0.24%	-0.67%	-0.69%
<b>归母净利率</b>	<b>8.98%</b>	<b>9.46%</b>	<b>11.17%</b>	<b>11.33%</b>	<b>9.29%</b>	<b>10.59%</b>	<b>13.09%</b>	<b>10.91%</b>	<b>8.43%</b>	<b>10.00%</b>	<b>11.54%</b>	<b>11.49%</b>	<b>9.00%</b>	<b>10.18%</b>	<b>11.98%</b>
<b>存货</b>	<b>302.82</b>	<b>284.78</b>	<b>297.57</b>	<b>266.51</b>	<b>257.57</b>	<b>214.92</b>	<b>206.03</b>	<b>243.07</b>	<b>290.08</b>	<b>230.11</b>	<b>329.01</b>	<b>332.66</b>	<b>318.98</b>	<b>370.80</b>	<b>359.40</b>
较上年同期增减	-10.26	-40.92	-65.46	-39.09	-45.25	-69.86	-91.55	-23.44	32.50	15.19	122.98	89.59	28.91	140.69	30.40
<b>存货周转天数</b>	<b>63.46</b>	<b>60.49</b>	<b>57.73</b>	<b>52.25</b>	<b>60.16</b>	<b>47.14</b>	<b>44.44</b>	<b>44.30</b>	<b>42.11</b>	<b>39.24</b>	<b>46.78</b>	<b>44.07</b>	<b>51.12</b>	<b>52.25</b>	<b>50.06</b>
较上年同期增减	-6.84	-9.21	-12.39	-8.88	-3.30	-13.36	-13.30	-7.96	-18.05	-7.90	2.34	-0.22	9.01	13.01	3.28
<b>应收账款及应收票据</b>	<b>508.68</b>	<b>555.91</b>	<b>616.84</b>	<b>458.53</b>	<b>429.42</b>	<b>449.78</b>	<b>451.14</b>	<b>492.64</b>	<b>508.36</b>	<b>469.84</b>	<b>527.53</b>	<b>543.20</b>	<b>521.16</b>	<b>529.08</b>	<b>567.83</b>
较上年同期增减	-15.45	12.36	39.59	-99.72	-79.26	-106.13	-165.70	34.11	78.94	20.06	76.39	50.56	12.80	59.24	40.29
<b>应收账款周转天数</b>	<b>68.57</b>	<b>67.80</b>	<b>66.00</b>	<b>62.61</b>	<b>75.30</b>	<b>65.74</b>	<b>63.20</b>	<b>62.54</b>	<b>62.30</b>	<b>62.91</b>	<b>64.52</b>	<b>61.65</b>	<b>66.14</b>	<b>62.93</b>	<b>62.77</b>
较上年同期增减	-2.69	-2.88	-3.67	-2.40	6.73	-2.07	-2.80	-0.06	-13.00	-2.82	1.32	-0.90	3.84	0.02	-1.76
<b>应付账款及应付票据</b>	<b>383.68</b>	<b>361.51</b>	<b>439.66</b>	<b>412.13</b>	<b>349.99</b>	<b>343.75</b>	<b>380.76</b>	<b>439.62</b>	<b>419.30</b>	<b>352.79</b>	<b>479.54</b>	<b>474.38</b>	<b>570.50</b>	<b>787.32</b>	<b>828.96</b>
较上年同期增减	44.70	41.81	63.38	1.01	-33.69	-17.76	-58.90	27.49	69.30	9.04	98.78	34.76	151.20	434.53	349.42
<b>应付账款周转天数</b>	<b>44.61</b>	<b>42.53</b>	<b>47.58</b>	<b>42.02</b>	<b>52.83</b>	<b>47.02</b>	<b>48.53</b>	<b>45.99</b>	<b>43.07</b>	<b>41.06</b>	<b>49.86</b>	<b>43.78</b>	<b>41.39</b>	<b>43.71</b>	<b>42.52</b>
较上年同期增减	3.89	0.90	8.36	2.19	8.22	4.48	0.95	3.97	-9.75	-5.95	1.33	-2.21	-1.69	2.64	-7.35
<b>合同负债</b>	<b>450.84</b>	<b>639.44</b>	<b>1078.70</b>	<b>968.08</b>	<b>8.95</b>	<b>4.64</b>	<b>3.81</b>	<b>13.10</b>	<b>4.20</b>	<b>3.70</b>	<b>4.02</b>	<b>5.61</b>	<b>5.37</b>	<b>4.93</b>	<b>3.73</b>
较上年同期增减	-2.67	-1.79	-2.70	2.67	5.12	1.05	0.96	5.15	-4.75	-0.94	0.21	-7.48	1.17	1.23	-0.29
<b>经营性现金流净额</b>	<b>35.59</b>	<b>74.77</b>	<b>75.91</b>	<b>242.17</b>	<b>21.36</b>	<b>177.13</b>	<b>203.98</b>	<b>146.15</b>	<b>-58.64</b>	<b>141.77</b>	<b>53.72</b>	<b>159.38</b>	<b>167.08</b>	<b>235.96</b>	<b>161.62</b>
较上年同期增减	58.52	5.89	-31.97	72.16	-14.22	102.36	128.07	-96.02	-80.01	-35.36	-150.26	13.23	225.72	94.19	107.90
<b>筹资性现金流净额</b>	<b>-64.42</b>	<b>-177.20</b>	<b>-9.52</b>	<b>-19.52</b>	<b>110.45</b>	<b>-194.54</b>	<b>52.61</b>	<b>38.48</b>	<b>-39.09</b>	<b>-317.15</b>	<b>-38.04</b>	<b>-73.99</b>	<b>-5.61</b>	<b>-232.99</b>	<b>14.87</b>
较上年同期增减	-61.10	-11.30	-22.34	-44.51	174.87	-17.34	62.13	58.00	-149.54	-122.61	-90.66	-112.47	33.48	84.17	52.92
<b>资本开支</b>	<b>34.95</b>	<b>23.37</b>	<b>39.02</b>	<b>66.19</b>	<b>44.26</b>	<b>25.28</b>	<b>53.31</b>	<b>138.45</b>	<b>88.63</b>	<b>37.26</b>	<b>56.63</b>	<b>58.04</b>	<b>57.07</b>	<b>136.31</b>	<b>76.76</b>
较上年同期增减	8.22	-12.39	-2.04	21.48	9.31	1.92	14.29	72.26	44.37	11.97	3.32	-80.40	-31.56	99.05	20.13
<b>ROE</b>	<b>2.90%</b>	<b>3.25%</b>	<b>4.52%</b>	<b>4.64%</b>	<b>2.76%</b>	<b>4.32%</b>	<b>4.99%</b>	<b>4.47%</b>	<b>3.21%</b>	<b>3.54%</b>	<b>4.48%</b>	<b>4.93%</b>	<b>3.20%</b>	<b>4.15%</b>	<b>4.89%</b>
YOY (±)	0.50%	0.49%	1.19%	0.41%	-0.13%	1.07%	0.47%	-0.17%	0.45%	-0.78%	-0.50%	0.46%	-0.01%	0.61%	0.41%
<b>资产负债率</b>	<b>30.13%</b>	<b>25.42%</b>	<b>27.72%</b>	<b>25.56%</b>	<b>34.43%</b>	<b>29.30%</b>	<b>31.32%</b>	<b>31.24%</b>	<b>36.40%</b>	<b>27.59%</b>	<b>28.15%</b>	<b>27.85%</b>	<b>37.73%</b>	<b>36.98%</b>	<b>35.66%</b>
YOY (±)	8.28%	3.41%	3.42%	-0.61%	4.30%	3.88%	3.59%	5.69%	1.97%	-1.71%	-3.17%	-3.39%	1.34%	9.39%	7.51%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 风险提示

**原材料价格波动：**原材料在公司总成本中占比较高，主要原材料均为石油衍生品，受油价波动影响较大，若原材料价格大幅上涨将导致公司利润承压。

**薄膜业务拓展不及预期：**若薄膜业务拓展不及预期，新增产能未能完全释放，将影响导致单位产品分摊的固定成本增加，利润受损。

**下游需求疲软：**公司下游客户中食品客户占比较高，若终端消费需求持续受经济环境与疫情影响，将导致塑料软包装需求承压。

### 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
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		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