

包装业务护城河深筑，铝塑膜国产化势在必行

投资要点

- 推荐逻辑:** (1) 传统业务安全垫稳固: 我国饮料市场持续以 6% 的 CAGR 逐年增长, 公司作为行业绝对龙头, 将充分享受市场扩张带来的红利。(2) 技术赋能、精细定制开拓市场: 公司研发费用较 2020 年提升 7600 万, 包装业务以创新、环保产品深化与大客户的合作, 实现市场拓展, 筑高公司护城河;(3) 铝塑膜业务壁垒高筑: 公司动力铝塑膜产品研发周期长, 经历下游客户多年、多轮试样, 产品性能稳定。公司有望依靠铝塑膜产品高知识产权壁垒的特性, 深度绑定下游客户, 维持较高的盈利能力与业绩确定性。
- 业绩更新:** 公司 2021 年全年实现营业收入 95.29 亿元, 同比增长 13%; 实现归母净利润 5.53 亿元, 同比下降 2%; 实现扣非后归母净利润 5.33 亿元, 同比下降 1%。其中, 2021 年第四季度实现营业收入 22.56 亿元, 同比增长 56%, 环比下降 6%; 实现归母净利润 1.23 亿元, 同比下降 2%, 环比增长 23%; 实现扣非后归母净利润 1.05 亿元, 同比增长 1%, 环比增长 4%。
- 2021 年产销情况分析:** 2021 年, 公司主要产品(除 PA/PE 膜外)销量均实现销售量同比增加, 其中铝塑膜产品表现亮眼, 实现销售量 2217 万平方米, 同比增长 49%, 主要得益于公司产品开始小规模出货。至 2021 年底, 公司拥有产能 3660 万平方米, 产能利用率达到 71%。此外, 公司 PET 瓶坯、彩色纸包装印刷、OEM 饮料业务销售量涨幅较大, 同比增长超过 20%。根据公司公告披露, 2021 年马口铁采购价格较 2020 年增长 36%, 涨幅较大, 因此皇冠盖产品成本承压, 盈利能力受损较为严重。
- 包装: 原油价格逼近历史高点, 包装需求升级, 助力公司维持利润。** 2021 年公司饮料包装产业集群继续巩固战略客户市场份额, 开拓元气森林、喜茶等新兴客户市场, 同时发挥集团优势与东鹏饮料等国内知名品牌建立战略合作关系。公司包装业务产能持续处于稳步增长状态, 有较好的发展前景。
- 铝塑膜: 优质供给紧缺、互补品价格上涨, 国产替代势在必行。** 根据测算, 2021 年全球铝塑膜需求量约为 2.6 亿平米, 现有主要产能供给仅为 2.2 亿平米, 存在 4000 万平米的供给缺口; 到 2023 年全球铝塑膜需求量或将达到 5.3 亿平米, 然而目前各主要供应商产能规划仅为 4.5 亿平米, 供给缺口仍然存在。因此, 未来铝塑膜行业将迎来: (1) 国产替代。在铝塑膜主要供应商 DNP 与昭和电工谨慎扩产的背景下, 日益成熟的国产铝塑膜生产商将迅速填补行业需求, 拥有成熟出货经验和多年技术沉淀的头部企业将更快进入下游供应链, 优先受益。(2) 量价齐升。未来铝塑膜价格有望受供需影响小幅上涨, 在扩产的背景下行业仍维持量价齐升逻辑。

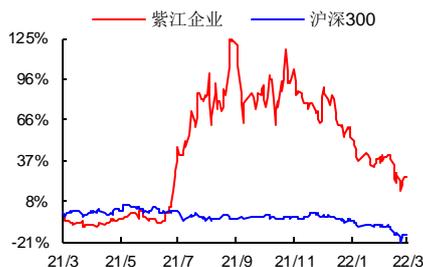
2022 年为铝塑膜国产替代的爆发时点, 未来看 50% 以上空间。 2022 年高端车型将陆续投放, 同时叠加工信部致力推动的动力电池降本策略, 铝塑膜作为动力电池材料最后一块国产替代阵线确定性极强, 预计 2022 是铝塑膜大年。今年以来受芯片短缺、A00 级车大量推广影响, 软包动力电池市占率处于底部。预计铝塑膜业务将于 2022 年迎来业绩爆发。

西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨
执业证号: S1250520100002
电话: 021-58351923
邮箱: hch@swsc.com.cn

分析师: 蔡欣
执业证号: S1250517080002
电话: 023-67511807
邮箱: cxin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	15.17
流通 A 股(亿股)	15.17
52 周内股价区间(元)	4.61-11.17
总市值(亿元)	94.19
总资产(亿元)	121.60
每股净资产(元)	3.66

相关研究

- **尼龙：“专精特新”小巨人，海外出口量激增。**目前公司配备了先进的成套制膜流水线，能够生产各种规格的 BOPA 尼龙薄膜，年产能 6000 吨。子公司紫东尼龙致力于产品质量的提升，高端客户海外出口量增长 13.7 倍，国内日系客户销量占比不断提升，实现销售同比增长 47%。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2022-2024 年 EPS 分别为 0.41 元、0.54 元、0.69 元。我们采用分部估值法，给予 2023 年铝塑膜业务 30xPE，对应市值 51 亿；传统业务稳定增长，对 2023 年业绩给予 12xPE，对应市值 74 亿。综上，对应总市值 125 亿元，对应目标价 8.24 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格变动的风险、食品饮料行业季节影响的风险、新产品市场开拓的风险、包装行业政策变动的风险、铝塑膜产品销售不及预期的风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	9528.59	10452.96	11748.68	12706.99
增长率	13.20%	9.70%	12.40%	8.16%
归属母公司净利润（百万元）	553.18	627.70	815.36	1050.36
增长率	-2.13%	13.47%	29.90%	28.82%
每股收益 EPS（元）	0.36	0.41	0.54	0.69
净资产收益率 ROE	10.14%	12.15%	15.07%	17.20%
PE	17	15	12	9
PB	1.72	1.73	1.60	1.47

数据来源：Wind，西南证券

目 录

1 公司概况：包装业务为核心，多业务有机结合凸显叠加效应	1
2 行业分析：包装行业积极推动产业升级，铝塑膜国产替代在即	3
2.1 饮料包装下游市场持续向好，自动化生产助力拉平微笑曲线	3
2.2 成本压力、政策支持、供需缺口推动国产替代，确定性极强，公司作为国产铝塑膜龙头率先受益	5
3 公司分析：攻守兼具，铝塑膜产品助力实现高成长	12
3.1 饮料包装业务安全垫稳固	12
3.2 国产铝塑膜先行者，积极扩产匹配需求增长	14
3.3 财务状况稳中向好，规模效应初显，公司有望实现高成长	14
4 盈利预测与估值	16
4.1 盈利预测	16
4.2 相对估值	17
5 风险提示	18

图 目 录

图 1: 公司历史沿革.....	1
图 2: 公司股权穿透.....	2
图 3: 公司业务情况.....	2
图 4: 我国软饮料产量 (亿吨)	3
图 5: 我国软饮料市场规模	4
图 6: 我国瓶级 PET 总需求量.....	4
图 7: 公司与 Z 公司业务情况比较	5
图 8: 软包锂电池结构.....	5
图 9: 方形硬壳锂电池结构.....	5
图 10: 铝塑膜结构.....	6
图 11: 国产铝塑膜发展历程.....	7
图 12: 2020 年全球铝塑膜市场占比.....	7
图 13: 软包锂电池成本结构.....	8
图 14: 152 μ m 铝塑膜成本结构.....	8
图 15: 铝塑膜价格走势.....	9
图 16: 锂电池正极材料价格情况	9
图 17: 锂电池电解液价格情况.....	9
图 18: 某软包锂电池公司近三年销售毛利率情况.....	10
图 19: 2021 年前三季度锂电池销售情况.....	10
图 20: 公司饮料包装业务.....	12
图 21: 印料包装业务营业收入细分情况	13
图 22: PET 瓶及 PET 瓶坯业务销售情况.....	13
图 23: 公司塑料防盗盖销量情况 (亿只)	13
图 24: 公司塑料标签销量情况 (亿平方米)	13
图 25: 公司皇冠盖销量情况 (亿只)	13
图 26: 公司 OEM 饮料销量情况 (亿瓶)	13
图 27: 紫江新材铝塑膜业务发展历程	14
图 28: 公司营业收入情况.....	15
图 29: 公司归母净利润情况.....	15
图 30: 公司毛利率、净利率情况	16
图 31: 公司期间费用率情况.....	16

表 目 录

表 1: 公司主要产品情况.....	2
表 2: 铝塑膜价格按厚度分类情况.....	6
表 3: 铝塑膜价格按厚度分类情况.....	6
表 4: 国内某公司铝塑膜产品与海外龙头在性能指标方面对比情况.....	8
表 5: 软包电池供需测算 (保守)	11
表 6: 动力铝塑膜生产企业产能及供给测算	12
表 7: 分业务收入及毛利率	17
表 8: 可比公司估值.....	17
附表: 财务预测与估值.....	19

1 公司概况：包装业务为核心，多业务有机结合凸显叠加效应

上海紫江企业集团有限公司（后称“公司”）成立于1988年，并于1999年8月在上海证券交易所挂牌上市。公司属于制造业中的橡胶和塑料制品行业，公司的核心业务是包装业务，涉及包装业务下的饮料包装行业、快速消费品包装行业及薄膜行业等细分行业，在客户资源、产业链条、生产和销售网络布局、工艺技术、专业人才等诸多方面具有综合竞争优势，且能够切入新技术包装，在行业中居于前列。

公司深耕行业多年，一方面与多家跨国公司和知名品牌紧密合作，另一方面开发新的中小型客户，在市场深度和广度上寻求突破。目前，公司容器包装是业务深度绑定中粮、可口可乐等国际巨头，同时开拓了以元气森林为代表的新型饮料客户群体，迎来了新的增长点。纸包装事业部培育了麦当劳、乐高和亿滋3家战略客户，在重点开发的化妆品领域，也与花西子等国产彩妆品牌达成合作。

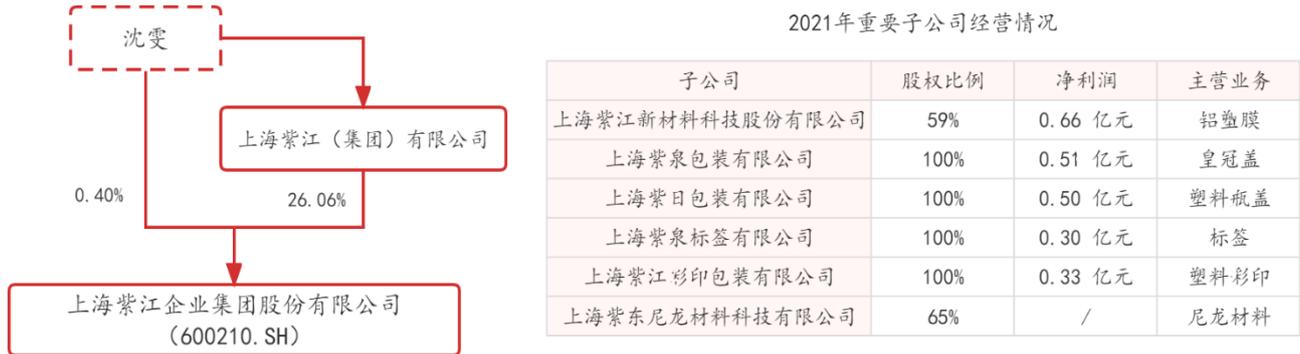
2020年，公司成功通过疫情严峻的考验。疫情初期，公司凭借自身优异的生产管理优势保障了蓝月亮洗手液等日化清洁产品的供应；此外公司积极于困难中寻求机遇，同年扩大了医疗板块市场，子公司上海紫华3条透气膜生产线全部服务防疫物资，借此契机开拓医疗战略客户，全年销售额同比增长67%；在2020年H1公司电池客户停产期间，公司敏锐捕捉到国外电子烟行业的市场需求，顺势取得订单，铝塑膜业务实现“多轮驱动”，市场份额呈现跨越式提升。

图1：公司历史沿革



数据来源：紫江集团官网，公司官网，公司公告，西南证券整理

公司股权结构紧凑，决策通道顺畅。公司控股股东为上海紫江（集团）有限公司，直接持有公司 26.06% 股权。实际控制人为沈雯先生，沈雯先生通过紫江集团间接控制公司 26.06% 股份，直接持有公司 0.40% 股权。因此，沈雯先生合计控制公司 26.46% 股份。此外，公司其余大股东多为个人持股，且持股比例均不足 3%，因此实控人对于企业经营有着较强的控制权。

图 2：公司股权穿透


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司形成了以包装业务为核心，快速消费品商贸业务、进出口贸易业务、房地产业务和创投业务为辅的产业布局。包装业务作为公司的核心业务，主要产品为 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、饮料 OEM 以及锂电池铝塑膜等产品。

图 3：公司业务情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

表 1：公司主要产品情况

产品	所属细分行业	主要上游原材料	主要下游应用领域	价格主要影响因素
PET 瓶及瓶坯	食品包装	PET 切片	饮料包装	石油价格
皇冠盖及标签	食品包装	马口铁/PE切片/OPP薄膜/PET薄膜/PVC 薄膜	啤酒瓶/视频塑料包装	马口铁价格/石油价格

产品	所属细分行业	主要上游原材料	主要下游应用领域	价格主要影响因素
铝喷纸及纸板	包装	白卡纸	社会产品包装	原纸价格
薄膜	包装	PE切片/PA切片	卫生用品/食品包装	石油价格
塑料防盗盖	食品包装	PE切片	饮料包装	石油价格
彩色包装印刷	食品包装	白卡纸/灰纸板	食品包装/社会产品包装	原纸价格
OEM 饮料	食品包装	PET 瓶、瓶盖、标签、糖等	食品包装	饮料市场代工费行情
铝塑膜	包装	CPP、铝箔、尼龙、PET	锂电池	锂电池行情

数据来源：公司公告，西南证券整理

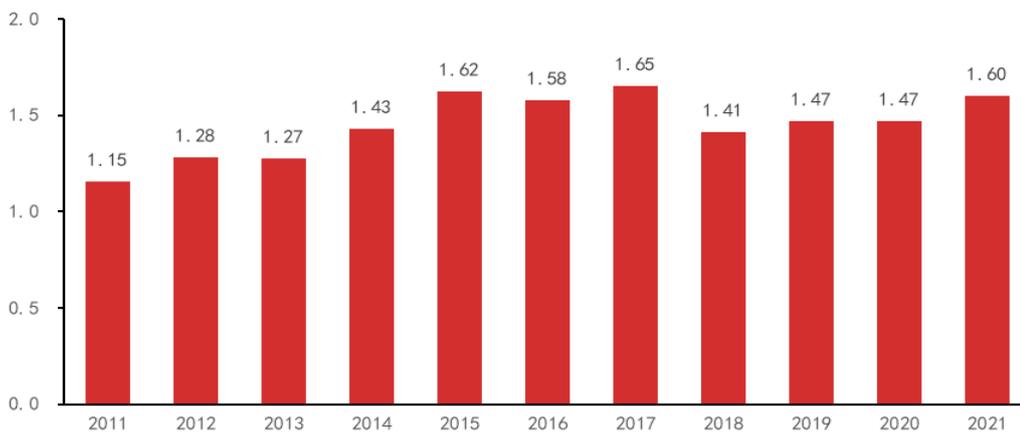
2 行业分析：包装行业积极推动产业升级，铝塑膜国产替代在即

2.1 饮料包装下游市场持续向好，自动化生产助力拉平微笑曲线

PET 瓶及瓶坯是公司饮料包装业务的核心产品，在软饮料领域被广泛的使用。此外，在乳制品、食用油、调味品、日化、医疗医药、现场制作饮品等领域同样具有良好的应用前景。

近年饮料需求稳步增长，细分品类成增量主力。我国是全球第二大的软饮料市场，根据农夫山泉招股书中援引弗若斯特沙利文报告，按零售额计算，2019 年我国软饮料市场规模为 9914 亿元，从 2014 年至 2019 年复合年均增长率为 6%。2021 年我国软饮料产量 1.60 亿吨，近三年稳中有升。受城市化进程加快、居民可支配收入增长以及消费升级趋势等因素的推动，中国软饮料市场将持续增长。

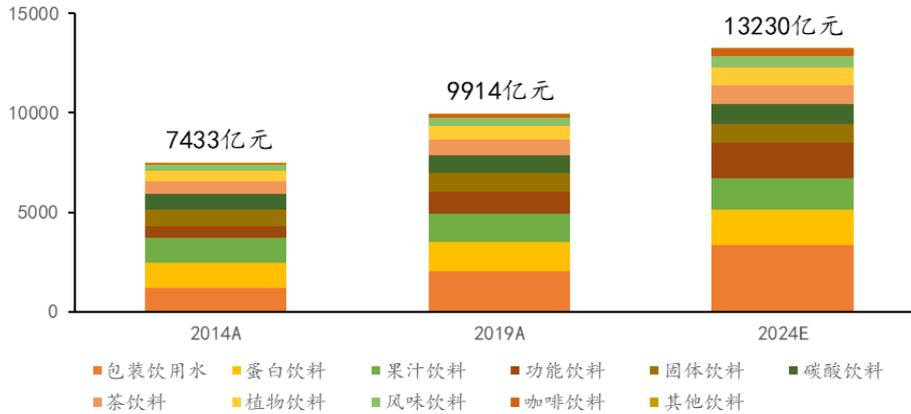
图 4：我国软饮料产量（亿吨）



数据来源：Wind，西南证券整理

根据下图及欧睿国际 (Euromonitor International) 数据交叉比较，功能饮料、咖啡饮料、包装饮用水呈现远超行业的快速增长，前 5 年复合年均增长率超过 10%。预计未来饮料仍将持续增强其功能属性，咖啡饮料、功能饮料市占率大幅增加；随着中国消费者健康意识增强及消费能力的提升，未来包装饮用水仍能延续较高增长。从 2019 年至 2024 年，若复合年均增长率仍维持前五年水平，则 2024 年我国软饮料市场规模预计将达到 13230 亿元。

图 5：我国软饮料市场规模



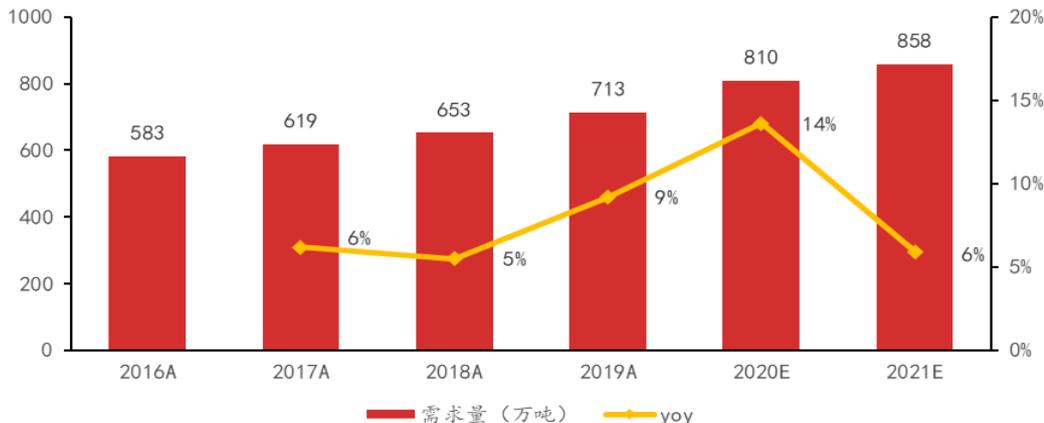
数据来源：农夫山泉招股书，西南证券整理

随着下游消费量逐年增长，叠加包装行业对于包装材料在环保、运输、保鲜等方面的要求升级，我国瓶级 PET 产品市场需求同样呈现出稳定增长趋势。根据 AskCI 数据，2014 年至 2021 年，我国瓶级 PET 总需求量从 583 万吨增长至 858 万吨，年复合增长率达 6%，总体高于同期全球瓶级 PET 市场增长率，预计今年总需求量将超过 900 万吨。

供给侧改革深化，行业集中度将持续增加。在本世纪 10 年代前五年，我国瓶级 PET 产业的产能规模迅速扩大，产能无序发展，导致结构性产能过剩。近五年，我国瓶级 PET 产业经历了扩张、去产能、调整、再扩张的发展过程，在市场的优胜劣汰中，大批小产能遭遇市场出清，以公司为代表的头部企业产能利用率不断增加，行业集中度得到了明显的提升。预计未来随着国家供给侧改革的深入，瓶级 PET 头部企业有望持续享受行业集中度提升带来的市场集中效应，市场份额有望得到进一步提升。

行业整体重视创新并持续投入研发。“十三五”期间，我国包装工业落实“创新驱动战略”，深度关注 PET 瓶及塑料防盗盖减量化、可降解可回收材料的开发，在包装轻量化、以纸代塑、材料复用等领域取得了一定的成绩，逐步实现我国由“包装大国”向“包装强国”的转变。随着升级包装被下游客户大面积认可，产品价值量提升，有助于我国企业通过自主知识产权撑起制造业利润空间，拉平“微笑曲线”。

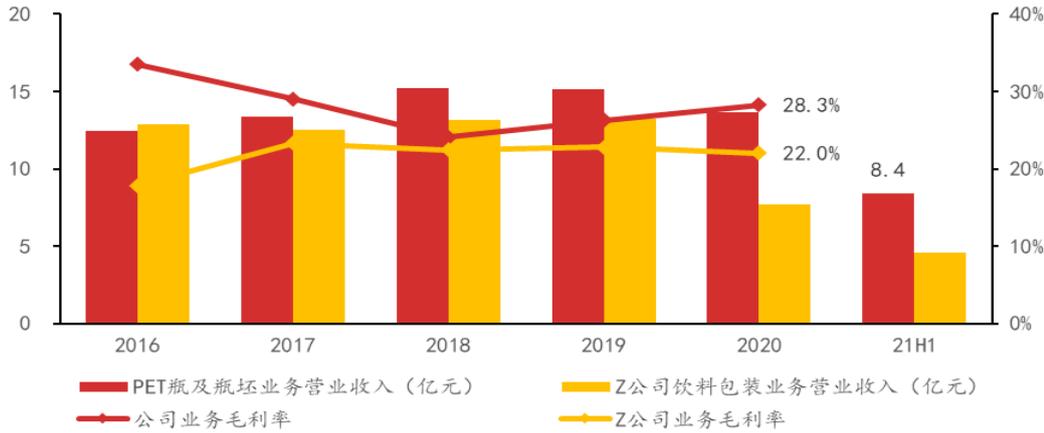
图 6：我国瓶级 PET 总需求量



数据来源：AskCI，西南证券整理

目前 PET 瓶及瓶坯制造业呈现双寡头格局。公司与珠海中富为行业主要参与者，近年来公司营业收入持续领先行业，且毛利率高于竞争对手。2021 年 H1，随着公司利用原有产线开发投产了酱油瓶、洗手液项目，并开拓了喜茶、东鹏饮料等行业新锐客户，分业务实现营业收入 8.4 亿，同比增长 22%，远超行业增速，业务大幅度回暖，为 2013 年以来最高水平，预计未来营收规模、市占率将随行业扩张持续上升，业务毛利率维持高位，为公司经营提供稳定的利润与现金流。

图 7：公司与 Z 公司业务情况比较

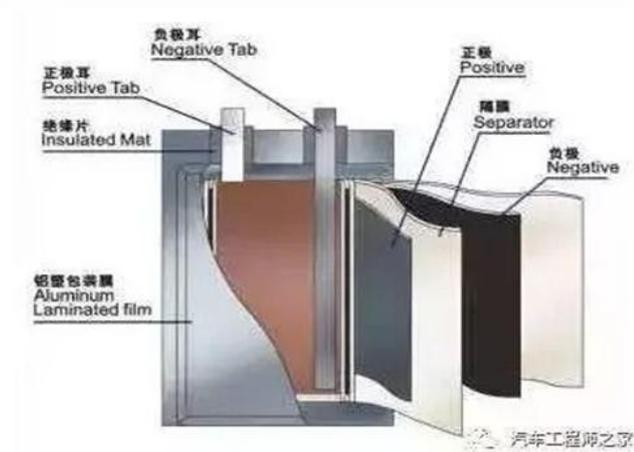


数据来源：公司公告，西南证券整理

2.2 成本压力、政策支持、供需缺口推动国产替代，确定性极强，公司作为国产铝塑膜龙头率先受益

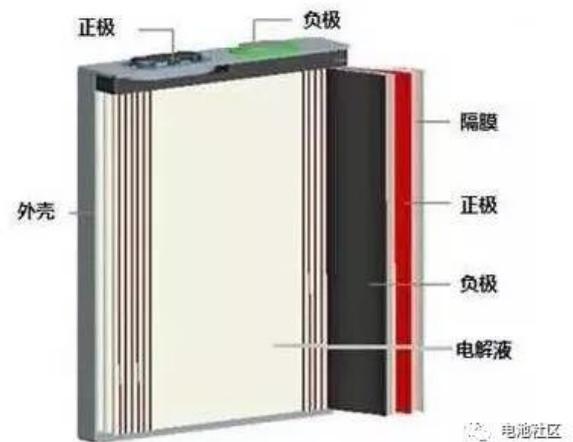
当下锂电池外壳主要分为软包和硬壳（方形、圆柱）两大类，铝塑膜则是软包锂电池电芯封装的关键材料。

图 8：软包锂电池结构



数据来源：汽车工程师之家，西南证券整理

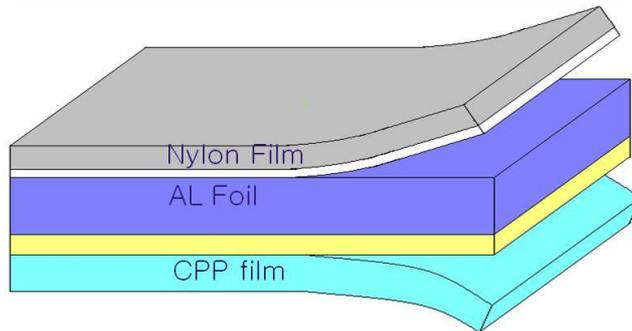
图 9：方形硬壳锂电池结构



数据来源：电池社区，西南证券整理

铝塑膜主要由尼龙层、铝箔层、热封层及用以粘结的胶黏剂组成。最内层为热封层，主要使用 CPP 材料，起封口粘结作用，CPP 材料与金属 Ni、Al 及极耳胶块有良好的热封粘贴性，具有耐电解液、绝缘性和耐戳穿性能。中间层是铝箔，材料一般使用纯铝类或铝铁合金，可以在室温下与空气中的氧反应生成氧化膜，防止氧气、水分侵入而起到保护内部电芯的效果；最外层是尼龙层，尼龙具有抗冲击性能好、耐穿刺性能好、耐热及绝缘性能、耐摩擦性能好等特点，用来保护铝箔层不被划伤、减轻由于跌落等对电池造成的冲击震荡等来进行保护内部。动力电池铝塑膜在尼龙层外，还会再叠加一层 PET 层用作防护。

图 10：铝塑膜结构



数据来源：深圳百泉河实业官网，西南证券整理

根据铝塑膜的厚度，主要将其分为 88 μ m、113 μ m、152 μ m 三种。88 μ m 和 113 μ m 厚度的铝塑膜适用于 3C 电子产品；152 μ m 厚度的铝塑膜则适用于动力电池领域，对生产工艺的要求更高，且多出的厚度主要来源于尼龙层外相较 3C 数码铝塑膜又附加了一层 PET，拥有更强的保护能力。

表 2：铝塑膜价格按厚度分类情况

厚度	应用领域	国外价格	国内价格
88 μ m	薄型化数码电池	20-30 元/平方米	10-20 元/平方米
113 μ m	3C 移动电池	20-30 元/平方米	10-20 元/平方米
152 μ m	动力电池	30-40 元/平方米	20-30 元/平方米

数据来源：CBEA，西南证券整理

按照铝塑膜的生产工艺进行划分，又可将铝塑膜分为干法铝塑膜和湿法铝塑膜。干法生产工艺由日本昭和电工和日本索尼共同研发，在制备过程中用胶黏剂将铝箔层和 CPP 层粘接，在直接压合而成。干法工艺对生产设备要求不高，但工艺流程较为复杂，操作难度大。热法生产工艺是由日本 DNP 和日本尼桑公司针对车用电芯共同开发的铝塑膜产品，先用 MPP 将铝箔层和 CPP 层粘接，再缓缓升温升压热合成制备铝塑膜。

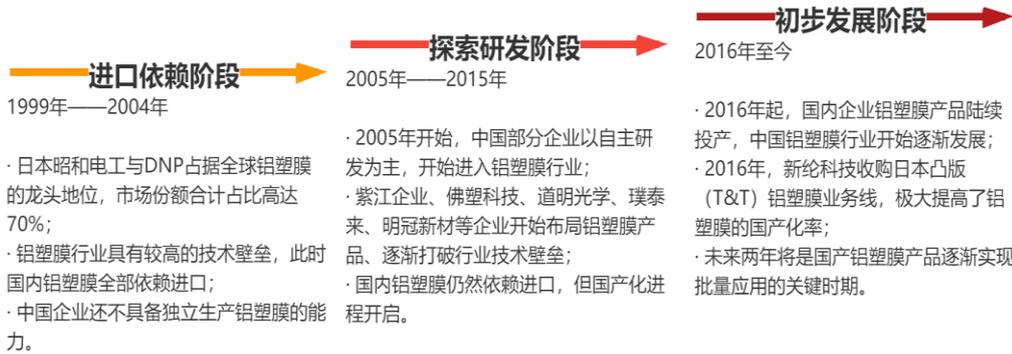
表 3：铝塑膜价格按厚度分类情况

类型	优点	缺点	应用领域
干法铝塑膜	阻隔性优、耐热性好、延展性高、防短路性能好、外观优（杂质、针孔、鱼眼少）	工艺流程复杂、操作难度大	大倍率、高能量的动力电池
热法铝塑膜	生产工艺简单、生产效率高、成本低、耐电解液性能好	MPP 材料不能长时间耐高温、防短路性能差、裁剪性能差	对容量要求不高的电池

数据来源：电池材料，西南证券整理

世纪初以来，我国铝塑膜生产企业在日本技术的基础上也在积极推进国产铝塑膜的发展。根据 GGII 整理，我国国产铝塑膜市场目前主要分为三个阶段，即进口依赖阶段（1999 年至 2004 年）、国产企业探索发展阶段（2005 年至 2015 年）和国产铝塑膜初步发展阶段（2016 年至今），而紫江新材料作为国产铝塑膜的先驱，始终在铝塑膜产品国产化导入方面保持领先。

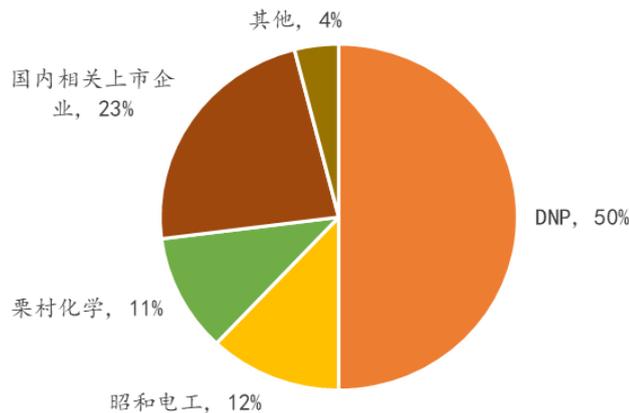
图 11：国产铝塑膜发展历程



数据来源：GGII，头豹研究院，西南证券整理

我国铝塑膜行业国产率偏低，锂电池铝塑膜的市场和技术一直被日韩少数企业垄断，其中 DNP 和昭和电工的铝塑膜市场占有率在 2019 年超过 70%，目前大约维持在 60% 水平。2019 年时国产化率不足 20%，GGII 数据显示，近三年铝塑膜国产替代主要集中于 3C 数码领域，2021 年国产铝塑膜市占率已超过 50%。未来，动力电池铝塑膜将成为国产替代的主战场。

图 12：2020 年全球铝塑膜市场占比



数据来源：EVTank，西南证券整理

经过多年的追逐与改良，以紫江新材为代表的我国头部铝塑膜企业产品在冲壳深度、热封性能、阻隔性能等核心指标上已实现对标，甚至在某些性能上已实现反超，但在外观一致性、良率等方面仍有一定差距。同时，相较于进口铝塑膜，目前国产铝塑膜在经济性、交期等方面具有显著优势。

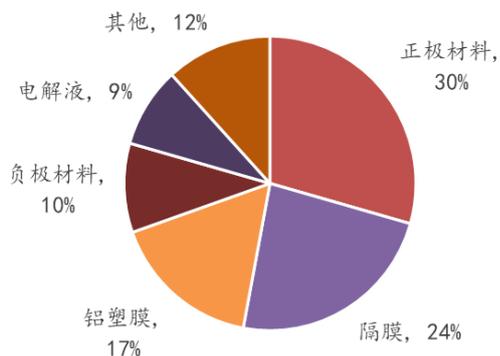
表 4：国内某公司铝塑膜产品与海外龙头在性能指标方面对比情况

项目	单位	指标			指标含义	
		M 公司	DNP	昭和电工		
尺寸外观	厚度	%	±5	±10	±10	产品可靠性、稳定性
	宽度	mm	±0.5	±0.5	±1	
	异物	mm	直径≤0.5	直径≤0.5	直径≤1.0	
冲壳深度	冲壳深度	mm	≥6	≥6	≥4.4	冲压性能
	残余厚度	%	≥50	/	/	阻隔能力
AL/PP 性能	原始剥离力	N/15mm	≥15	≥5	≥5	产品可靠性、稳定性
	电解液浸泡剥离力 (24h/85°C)	N/15mm	≥8	≥4	不分层	
PA/AL 性能	原始剥离力	N/15mm	≥6	≥3	≥2	
	水煮	---	65°C 7 天	/	/	
	高温高湿	---	85°C 85RH 7 天	/	/	
热封性能	初始热封	N/15mm	≥60	≥50	≥29.4	
	电解液热封	N/15mm	≥40	≥40	/	
摩擦系数	尼龙面	---	≤0.3	≤0.3	/	
	CPP 面	---	≤0.3	≤0.3	/	

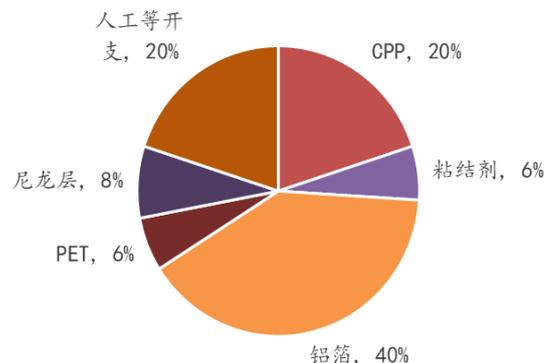
数据来源：明冠新材招股书，西南证券整理

2.2.1 供需紧张致锂电原材价格齐升，电池厂商毛利承压亟待降本

铝塑膜作为软包锂电池的关键材料之一，其成本占软包锂电池成本约 17%，仅次于正极材料与隔膜。而在铝塑膜的成本中，以 152 μm 为例，主要材料 CPP、铝箔、尼龙层即已占有约 70% 的成本比重。

图 13：软包锂电池成本结构


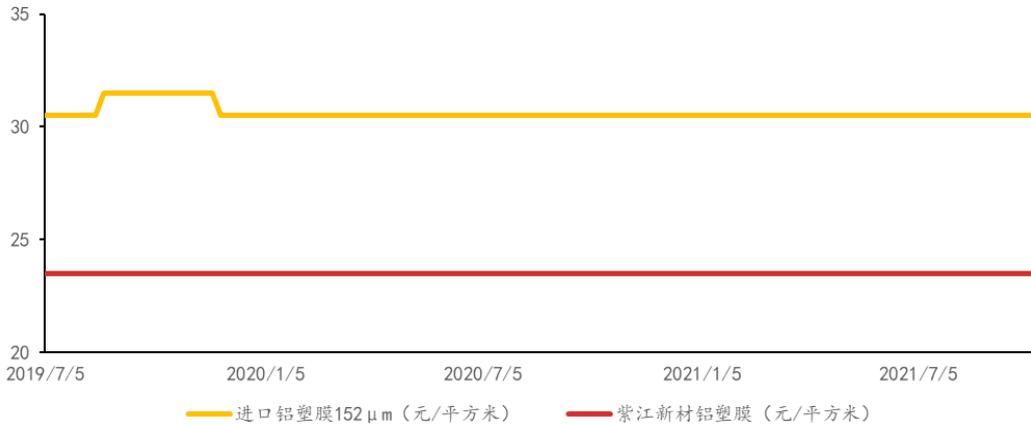
数据来源：CNKI，西南证券整理

图 14：152 μm 铝塑膜成本结构


数据来源：《铝塑膜行业市场分析报告》，CNKI，西南证券整理

目前国产与进口的铝塑膜在定价上存在一定差距，约为 30%，因此如果软包电池生产企业将原材料切换为国产铝塑膜，那么将节省 5% 左右的成本空间。

图 15: 铝塑膜价格走势

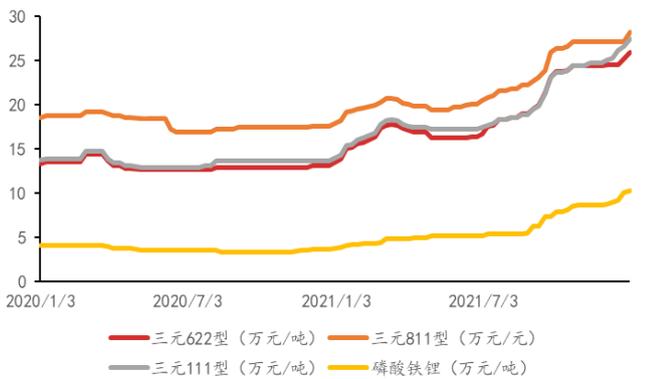


数据来源: Wind, 鑫椏锂电, 西南证券整理

2021 年, 以正极材料、电解液为首的锂电原材出现了多轮涨价, 致使下游锂电池企业成本大幅升高, 然而成本端的压力并不能完全向下游传导, 因此大面积制造商的毛利率在当年出现下滑, 行业增收不增利情况显著。

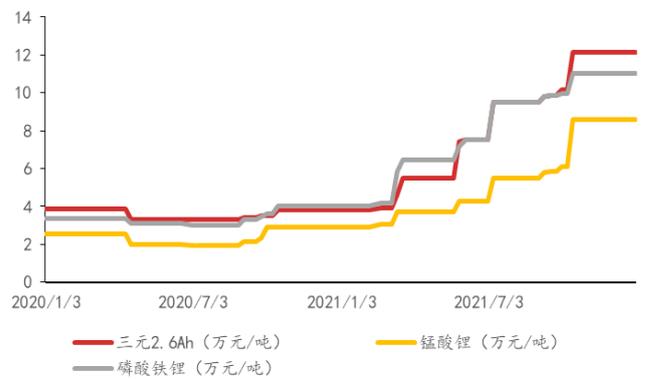
为了抵御原材料上涨风险, 谋求更大的利润空间, 国内锂电池生产商必然将目光聚焦在目前锂电池产业链中国产替代的最后一块阵地——铝塑膜。

图 16: 锂电池正极材料价格情况



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 17: 锂电池电解液价格情况



数据来源: Wind, 西南证券整理

2.2.2 工信部加快统筹, 欲政策引导降本, 提高上游保障能力

2021 年 9 月 15 日至 17 日, “第三届世界新能源汽车大会”在海南召开, 在“碳中和愿景下的新能源汽车全面市场化战略”主论坛上, 工业和信息化部副部长辛国斌演讲指出:

(1) 我国新能源汽车产业在低碳协同发展、保障产业链安全、补足产业短板方面仍有新挑战和新问题;

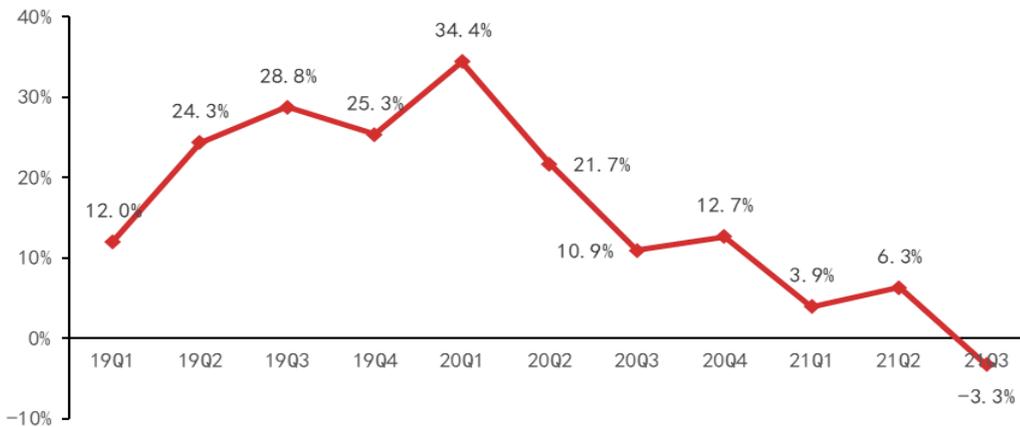
(2) 产业自身还存在短板, 新能源汽车整车成本依然偏高, 安全可靠、低温适用性、使用便利性仍然有待提升;

(3) 要加强产业发展的统筹布局, 支持优势企业兼并重组、做大做强, 推动中国品牌向上发展。

据 GGII 初步测算,受原材料涨价影响,电芯和电池系统的理论成本上涨幅度均超过 30%, 电池企业压力陡增。而考虑到长期合作、议价能力、采购量、账期等对实际采购成本的影响, 以及电池产品性能、良率、成组率等因素提升对部分材料成本上涨压力的对冲, 原材料价格上涨传导至动力电池端的成本增加预计同样超过 20%。

从多家动力电池企业三季报推算, 虽然营收集体大涨, 但企业成本压力巨大, 电芯端成本压力暂时无法向下传导, 电池业务毛利率均出现了不同程度的下滑, 且整体毛利率处在历史较低水平。

图 18: 某软包锂电池公司近三年销售毛利率情况

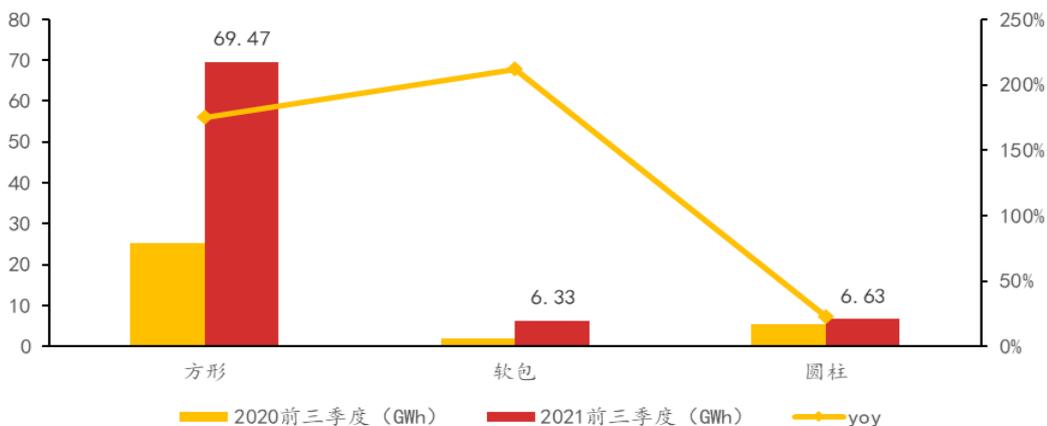


数据来源: Wind, 西南证券整理

2.2.3 供需尚存较大缺口, 日企扩产进度较慢为国产替代留足空间

根据新能源汽车交强险口径数据统计显示, 2021 年国内新能源汽车销量约 287 万辆, 同比增长 158%; 动力电池装机量约 154.5GWh, 同比增长 143%; 其中, 前三季度软包动力电池装机量约 6.33GWh, 同比增长 212%, 增速远高于方形动力电池和圆柱动力电池。

图 19: 2021 年前三季度锂电池销售情况



数据来源: Wind, 西南证券整理

与此同时，2021年3C数码领域景气度延续，无线耳机、共享充电宝等产品的普及进一步扩展了锂电池的应用空间。

表 5：软包电池供需测算（保守）

单位：GWh	2020	2021	2022E	2023E	2025E
1、动力电池					
全球动力电池产量	299	434	600	750	1000
——中国占比	50%	52%	53%	55%	60%
中国动力电池产量	80	226	318	413	500
——软包电池渗透率	6%	10%	13%	15%	20%
中国软包电池产量	5	23	41	62	100
全球软包电池产量	18	43	78	113	200
2、储能电池					
需求量		15	17	20	25
软包电池渗透率		80%	85%	85%	90%
软包电池需求量		12	14.5	17	22.5
3、3C数码					
需求量	75	80	90	100	120
软包电池渗透率	85%	86%	88%	90%	95%
软包电池需求量	63.8	68.8	79.2	90	114
其中：手机需求量	28.9	30	30	30	30
软包电池渗透率	88%	90%	92%	95%	100%
软包电池需求量	25.4%	27	27.6	28.5	30
其中：笔记本电脑需求量	10	11	12	13	14
软包电池渗透率	95%	96%	97%	98%	100%
软包电池需求量	9.5	10.6	11.6	12.7	15
4、总计					
全球软包电池需求量	81.7	124.2	171.7	219.5	336.5
动力电池铝塑膜单位消耗（万平方米）			100		
储能电池铝塑膜单位消耗（万平方米）			100		
3C数码电池铝塑膜单位消耗（万平方米）			300		
铝塑膜需求（万平方米）		26180	35600	42200	66450
其中：动力铝塑膜需求（万平方米）		4340	7800	13500	30000

数据来源：GGII, EVTank, Wind, 西南证券整理

然而在日本龙头铝塑膜企业盈利能力较差、谨慎扩产的背景下，经过我们对于十余家铝塑膜企业产能的测算，预计2022年/2023年铝塑膜出货量将处于3.5亿平/4.5亿平水平，按照行业产销比80%进行计算，2023年对应铝塑膜缺口约为0.7亿平，仍存在较大的供给缺口。因此，我们认为基于目前的扩产节奏，未来锂电池铝塑膜供需关系仍将持续偏紧，因此行业龙头或将优先受益，获得产能利用率提升和产品涨价加持下的业绩加速度。

表 6：动力铝塑膜生产企业产能及供给测算

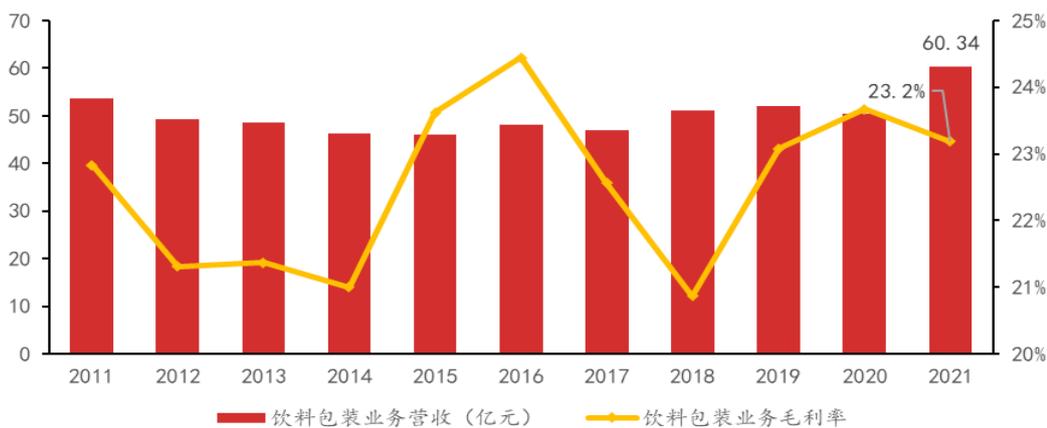
公司/产能规划 (万平方米)	2021	2022E	2023E
紫江新材	4800	7000	12000
道明光学	3500	5000	5000
新纶新材	4800	7200	7200
璞泰来	1200	1200	1200
昭和电工	6000	8000	8000
DNP	12000	14000	16000
华正新材	1200	2400	3600
明冠新材	800	2000	3000
锂盾	3000	10000	20000
苏达汇诚	3000	5000	7200
铝塑膜总供给	25055	35340	45270
动力铝塑膜供给	17766	24300	28800

数据来源：GGII，各公司公告，西南证券整理；*产能规划与供给相差较大主要系考虑到产能爬坡时间及产能利用率等因素所致

3 公司分析：攻守兼具，铝塑膜产品助力实现高成长

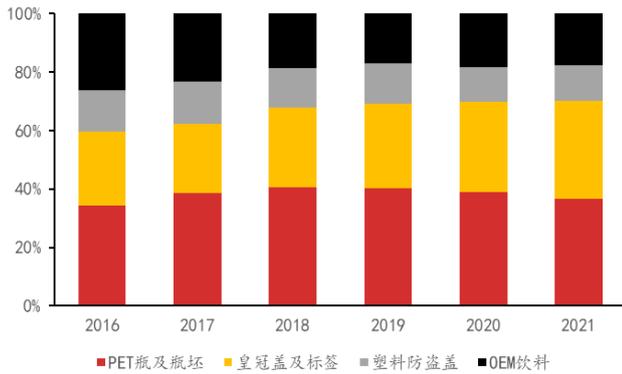
3.1 饮料包装业务安全垫稳固

公司饮料包装业务板块表现良好。2011年至2020年，公司饮料包装相关业务营收维持在45亿元至55亿元区间内，2021年销售情况显著好于预期，达到历史高点。近三年，公司业务毛利率维持在较高水平，2021年达到23.2%，主要得益于产品升级。随着公司精益管理的推进与下游市场的开拓，饮料包装业务未来有望实现量利齐升。

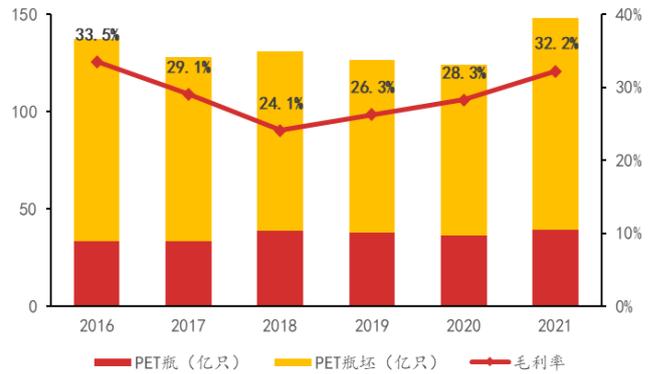
图 20：公司饮料包装业务


数据来源：公司公告，西南证券整理

PET瓶及瓶坯是饮料包装业务的主要产品，2021年占该业务营收比重的37%。2021年，公司PET瓶销售实现39.07亿只，PET瓶坯销售实现108.56亿只，PET瓶及瓶坯毛利率超过32%。

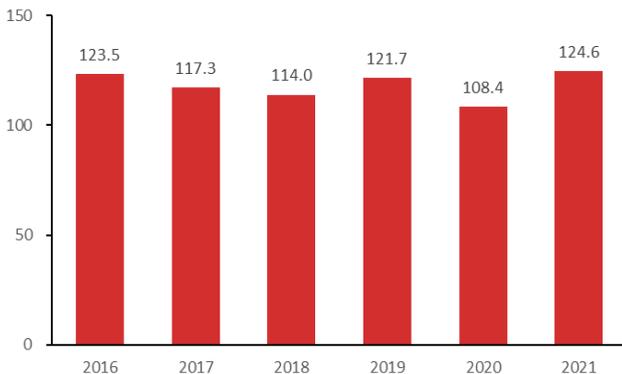
图 21: 印料包装业务营业收入细分情况


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

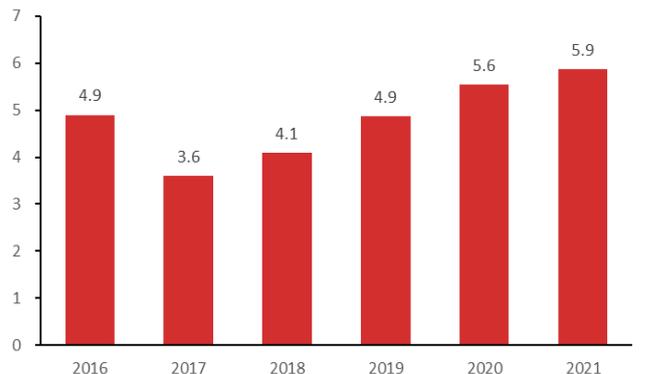
图 22: PET 瓶及 PET 瓶坯业务销售情况


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

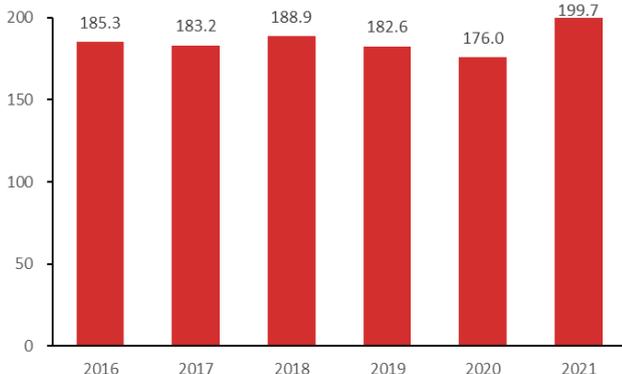
此外, 历年来公司皇冠盖、塑料防盗盖、标签、OEM 灌装等业务销量稳定, 今年迎来强势复苏。其中, 表现最为亮眼的是公司塑料标签业务, 自 2017 年起, 公司销量一直维持告诉增长, 自 3.6 亿平方米增长至 5.9 亿平方米, 复合年均增长率高达 13%。随着公司对于下游客户的开拓, 未来预期持续向好。公司塑料防盗盖、皇冠盖、OEM 饮料产品销量同比均有较明显增幅, 得益于疫情之后饮料消费市场回暖, 预计随着下游客户的不断开拓, 公司对于新兴需求的持续挖掘, 未来销量仍能在今年强势复苏的基础上稳中有进。

图 23: 公司塑料防盗盖销量情况 (亿只)


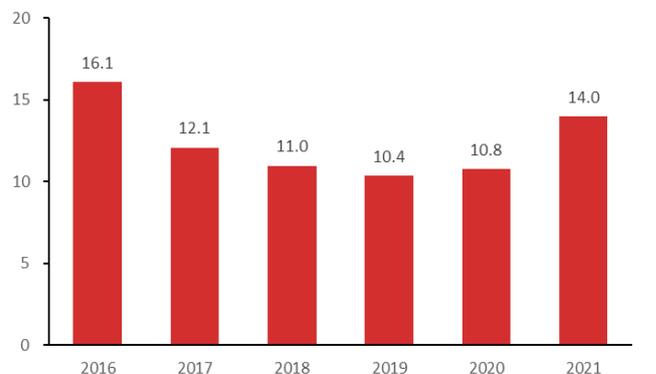
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 24: 公司塑料标签销量情况 (亿平方米)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 25: 公司皇冠盖销量情况 (亿只)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 26: 公司 OEM 饮料销量情况 (亿瓶)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

3.2 国产铝塑膜先行者，积极扩产匹配需求增长

上海紫江新材料科技股份有限公司（后称“紫江新材”）成立于1995年，目前公司持股63%。紫江新材主要从事锂离子电池用铝塑膜产品的研究、开发、生产与销售。紫江新材目前具备10万级洁净车间超1万平方米，拥有复合、涂布和分切等具有国际领先水平的铝塑膜生产线，年产能约5000万平方米，且后续将有近1亿级别的年产能陆续投产。

从2004年铝塑膜研发团队成立，历经13年，紫江新材成功研发出第四代铝塑膜，在实现批量生产与销售并与国内知名锂电企业放量合作的同时，又在制作过程中添加进了环保工艺，并于2020年做到全领域适用。2020年11月，紫江新材被国家工信部认定为第二批专精特新“小巨人”企业，截止2020年底，紫江新材拥有有效专利38项，其中发明专利6项。在国产铝塑膜销量上，紫江铝塑膜连续多年排名第一，被下游广泛认可。

2021年，公司铝塑膜产品实现销售2217万平方米，较2020年同比增长49%，产能利用率升至71%。公司年报披露，2022年公司将新建近2万平/年铝塑膜生产线，年末总产能将超过5万平/年。

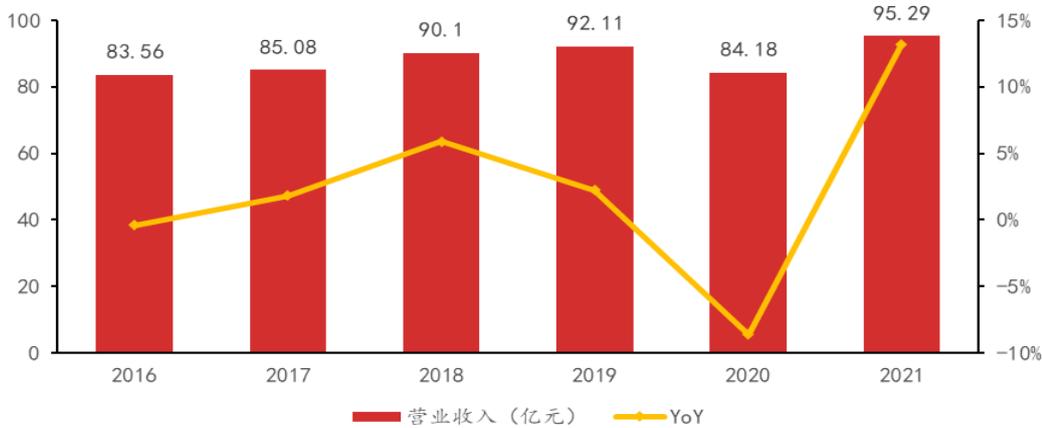
图 27：紫江新材铝塑膜业务发展历程



数据来源：紫江新材官网，西南证券整理

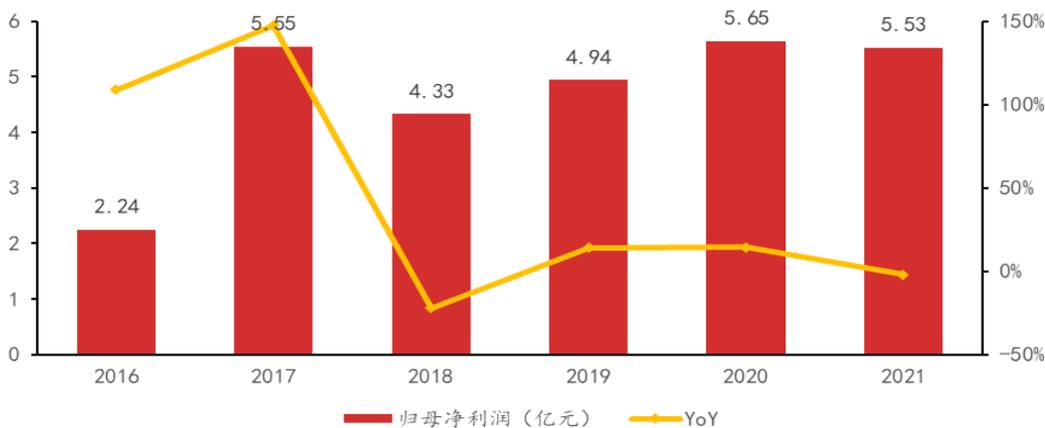
3.3 财务状况稳中向好，规模效应初显，公司有望实现高成长

公司营收情况稳定，今年在疫情低基数上实现反弹。2016年至2021年，公司营收状况稳定，年增长率维持在-10%至15%区间内，除去2020年疫情影响，公司的营业收入在2016年至2019年均实现了同比小幅增长。2021年，公司实现营业收入95.29亿元，同比增长13%，较2019年增长3%。预期2022年公司通过铝塑膜业务放量，实现营收较大幅度增长。

图 28: 公司营业收入情况


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

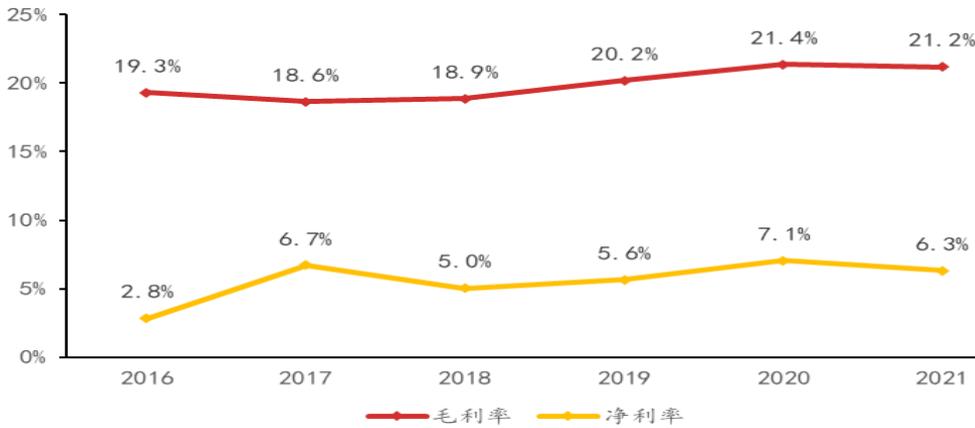
公司盈利水平逐年升高。2016 年至 2021 年, 公司盈利水平稳中有升, 归母净利润由 2.24 亿元增长至 5.53 亿元, 复合年均增长率达到 20%, 远高于营业收入的增速。

图 29: 公司归母净利润情况


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

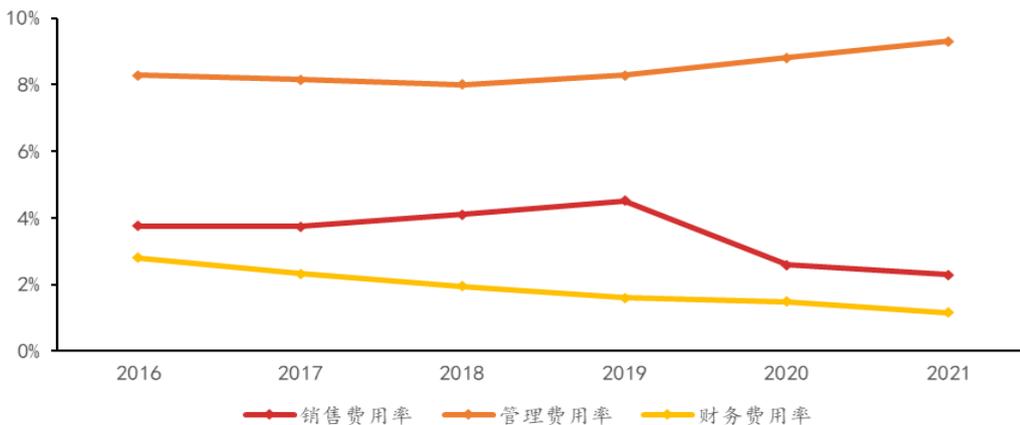
公司盈利能力稳中有升, 精益生产成果显著。2021 年, 公司销售毛利率为 21.2%, 销售净利率达到 6.3%, 毛利率、净利率均处于历史较高水平。

公司较高毛利率一方面得益于精益生产的持续推进, 公司持续提高产品品质、生产效率, 缩短周期, 减少浪费, 生产成本逐年递减, 促成毛利率升高; 另一方面, 公司上游主要原材料为石油, 当石油价格处于低位时, 公司往往能够以更低的成本参与生产, 因此毛利率变动往往与石油价格走势呈现负相关, 且公司毛利率变动趋势往往滞后 WTI 原油期货结算价走势约 6 个月。

图 30：公司毛利率、净利率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司期间费用率逐年下降。公司费用管理情况良好，2021 年，公司销售期间费用率降至 12.8%，主要得益于公司财务费用率、销售费用率均同比下降。预计未来公司随着规模优势进一步显现，期间费用率将维持在较低水平。

图 31：公司期间费用率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司传统业务稳定，假设 2022 年/2023 年/2024 年 PET 瓶及瓶坯/皇冠盖及标签/OEM 饮料等包装产品销量随行业增长，年增速达 6%；单位价格因成本上升、产品升级等原因，预期每年同比增长 2%。

假设 2: 预期油价在 2022 年达到高点, 传统业务毛利率小幅退坡, 2023 年后毛利率修复;

假设 3: 铝塑膜业务出货量随下游需求保持高速增长, 预计 2022 年/2023 年/2024 年出货 4900 万平方米/9600 万平方米/12000 万平方米, 单价维持稳定, 2022 年受铝箔、PET 等原材料涨价影响, 毛利率下降, 2023 年后毛利率修复。

基于以上假设, 我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表:

表 7: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
饮料包装	收入	6034.0	6516.7	7038.1	7601.1
	增速		8%	8%	8%
	毛利率	23.2%	23.0%	23.5%	24.0%
铝塑膜	收入	365.0	806.7	1581.0	1976.3
	增速		121%	96%	25%
	毛利率	32.6%	32.0%	33.0%	34.0%
其他	收入	3129.6	3129.6	3129.6	3129.6
	增速		0%	0%	0%
	毛利率	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%
合计	收入	9528.6	10453.0	11748.7	12707.0
	增速		9.7%	12.4%	8.2%
	毛利率	21.2%	21.6%	22.8%	23.6%

数据来源: Wind, 西南证券

4.2 相对估值

我们采用分部估值法。公司铝塑膜业务具有较高壁垒, 盈利能力较强, 因此选择锂电隔膜龙头恩捷股份、星源材质作为可比公司。2023 年, 可比公司平均 PE 为 29 倍, 由于铝塑膜国产替代空间巨大, 因此业务享受一定估值溢价。我们给予铝塑膜业务 30xPE, 对应市值 51 亿; 传统业务稳定增长, 对 2023 年业绩给予市场平均的 12xPE, 对应市值 74 亿。综上, 对应总市值 125 亿元, 对应目标价 8.24 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

表 8: 可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
002812.SZ	恩捷股份	234.90	1.26		5.20	7.41	112.67	82.23	45.14	31.72
300568.SZ	星源材质	39.59	0.27	0.37	0.88	1.45	112.07	99.77	44.47	27.02
平均值								91	45	29
002701.SZ	奥瑞金	5.15	0.29	0.37	0.41	0.47	16.87	14.10	12.43	10.99
002799.SZ	环球印务	13.65	0.56	0.61	0.81	1.12	37.30	22.48	16.78	12.24
平均值								18	15	12

数据来源: Wind, 西南证券整理

5 风险提示

原材料价格变动的风险；

食品饮料行业季节影响的风险；

新产品市场开拓的风险；

包装行业政策变动的风险；

铝塑膜产品销售不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	9528.59	10452.96	11748.68	12706.99	净利润	602.67	727.70	995.36	1270.36
营业成本	7508.98	8195.25	9072.26	9710.05	折旧与摊销	419.22	514.64	514.64	514.64
营业税金及附加	122.98	109.65	128.11	87.68	财务费用	111.27	126.84	128.80	129.21
销售费用	219.36	209.06	234.97	254.14	资产减值损失	-29.67	0.00	0.00	0.00
管理费用	587.98	940.77	998.64	1016.56	经营营运资本变动	-539.65	-200.38	-385.33	-189.61
财务费用	111.27	126.84	128.80	129.21	其他	468.89	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-29.67	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1032.73	1168.79	1253.47	1724.60
投资收益	44.40	0.00	0.00	0.00	资本支出	-136.99	-50.00	-100.00	-200.00
公允价值变动损益	60.02	0.00	0.00	0.00	其他	-364.85	-48.09	-20.00	-20.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-501.83	-98.09	-120.00	-220.00
营业利润	772.68	871.40	1185.90	1509.35	短期借款	490.61	20.20	200.00	0.00
其他非经营损益	-11.84	-15.29	-14.89	-14.81	长期借款	-13.63	0.00	0.00	0.00
利润总额	760.84	856.11	1171.01	1494.54	股权融资	35.09	0.00	0.00	0.00
所得税	158.17	128.42	175.65	224.18	支付股利	-379.18	-331.91	-376.62	-489.22
净利润	602.67	727.70	995.36	1270.36	其他	-619.67	-471.94	-108.80	-109.21
少数股东损益	49.49	100.00	180.00	220.00	筹资活动现金流净额	-486.79	-783.65	-285.42	-598.42
归属母公司股东净利润	553.18	627.70	815.36	1050.36	现金流量净额	42.16	287.05	848.05	906.18
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1723.98	2011.04	2859.09	3765.27	成长能力				
应收和预付款项	2325.88	2427.52	2730.09	2944.50	销售收入增长率	13.20%	9.70%	12.40%	8.16%
存货	2212.74	2376.62	2630.96	2815.91	营业利润增长率	9.94%	12.78%	36.09%	27.27%
其他流动资产	236.84	190.58	216.49	233.32	净利润增长率	1.35%	20.75%	36.78%	27.63%
长期股权投资	318.17	318.17	318.17	318.17	EBITDA 增长率	4.08%	16.09%	20.92%	17.70%
投资性房地产	212.41	250.00	250.00	250.00	获利能力				
固定资产和在建工程	2854.23	2434.55	2064.86	1795.18	毛利率	21.20%	21.60%	22.78%	23.58%
无形资产和开发支出	360.49	322.06	283.63	245.20	三费率	12.77%	12.21%	11.60%	11.02%
其他非流动资产	1914.83	1928.30	1941.76	1955.23	净利率	6.32%	6.96%	8.47%	10.00%
资产总计	12159.56	12258.83	13295.06	14322.80	ROE	10.14%	12.15%	15.07%	17.20%
短期借款	1979.80	2000.00	2200.00	2200.00	ROA	4.96%	5.94%	7.49%	8.87%
应付和预收款项	1840.61	2000.94	2213.03	2371.17	ROIC	13.13%	15.31%	20.56%	25.79%
长期借款	1149.98	1149.98	1149.98	1149.98	EBITDA/销售收入	13.68%	14.47%	15.57%	16.95%
其他负债	1244.68	1120.27	1125.67	1214.12	营运能力				
负债合计	6215.08	6271.19	6688.68	6935.27	总资产周转率	0.82	0.86	0.92	0.92
股本	1516.74	1516.74	1516.74	1516.74	固定资产周转率	3.76	4.59	6.51	9.51
资本公积	352.68	352.68	352.68	352.68	应收账款周转率	6.08	6.01	6.23	6.11
留存收益	3322.36	3618.15	4056.89	4618.04	存货周转率	3.73	3.57	3.62	3.57
归属母公司股东权益	5544.42	5487.57	5926.31	6487.46	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	118.52%	—	—	—
少数股东权益	400.06	500.06	680.06	900.06	资本结构				
股东权益合计	5944.49	5987.64	6606.38	7387.52	资产负债率	51.11%	51.16%	50.31%	48.42%
负债和股东权益合计	12159.56	12258.83	13295.06	14322.80	带息债务/总负债	53.68%	53.52%	53.17%	51.28%
					流动比率	1.43	1.53	1.69	1.87
					速动比率	0.94	1.01	1.16	1.33
					股利支付率	68.55%	52.88%	46.19%	46.58%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	1303.16	1512.88	1829.34	2153.20	每股收益	0.36	0.41	0.54	0.69
PE	17.19	15.15	11.66	9.05	每股净资产	3.66	3.62	3.91	4.28
PB	1.72	1.73	1.60	1.47	每股经营现金	0.68	0.77	0.83	1.14
PS	1.00	0.91	0.81	0.75	每股股利	0.25	0.22	0.25	0.32
EV/EBITDA	6.64	5.44	4.14	3.08					
股息率	3.99%	3.49%	3.96%	5.14%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn