

# 大胜达 (603687)

证券研究报告

2023年03月31日

## 终端需求复苏，盈利企稳向上

浙江大胜达包装有限公司核心产品为瓦楞纸箱。广泛应用于啤酒、饮料、烟草、电子、家电、家具、机械、快递物流、化工、服装等行业的内外包装。瓦楞纸箱可分为三类，常规纸箱、胶印彩色纸箱和常规彩色纸箱。

22Q1-3 营收 14.68 亿元，同增 25.96%；22Q1-3 归母净利润 0.76 亿元，同增 60.59%。22Q1-2 公司营收 9.66 亿元，同增 28.04%；归母净利润 0.53 亿元，同增 60.29%，主要系 1) 公司战略布局的新设工厂随着市场开拓力度加大，订单量和销售量稳步增长；2) 收购子公司导致合并范围主体增加所致。

瓦楞纸箱包装行业景气度有望提升，主要系：1) 成本端：公司原材料成本有望下行，毛利率或将上升；2) 供给端：消费升级趋势下，瓦楞纸箱行业集中度有望提升，利好龙头企业；3) 需求端：快递行业为瓦楞纸箱需求的主要增长点。快递行业飞速发展促使快递瓦楞包装份额提升。电商、物流业的迅速发展激发大量箱板瓦楞纸新增需求。根据国家邮政局，预计我国 2022 年快递业务量将达 1225 亿件，同比增长约 13%。

公司具有优质、稳定的客户资源优势，且卷烟商标、精品酒盒包装行业进入门槛高。长期合作的客户包括松下电器、三星电子、美的电器、博世 (BOSCH)、农夫山泉、华润啤酒、老板电器、苏泊尔、顺丰速运、浙江中烟等世界 500 强、中国 500 强和细分行业龙头企业。下游家电、电子、烟酒等行业集中度高，龙头企业更加关注纸包装产品的质量，对供应商有严格的评审标准，为了保证包装供应的持续性和稳定性，客户倾向于与合格的包装供应商保持长期、稳定的合作关系。

公司 ROE 及毛利率较高，盈利能力较强。22Q1-3 公司毛利率为 14.82%，较合兴包装高 6.05pct，较龙利得低 4.53pct。

公司存货周转率较高，营运能力较强。22Q1-3 公司存货周转率为 4.94 次，较龙利得多 3.87 次，较合兴包装少 1.37 次。公司应收账款周转天数稳定且近期呈缓慢下降趋势，22Q1-3 同比减少 0.56 天。智能化生产加快公司订单响应速度，提高运营能力。以智能化设备、物联网技术为抓手，整合多个设备系统、生产管控系统数据接口，构建了适合于纸包装生产企业的数据库体系，在采集、汇聚和分析海量数据的基础上，不仅实现了生产数据的实时在线监控，而且通过智能决策辅助系统推动制造资源与前端订单、供应链管理、物流资源的高效链接和配置，加快了公司的订单响应速度，提升了生产运营效率。

### 首次覆盖，给予“买入”评级

我们选取包装行业合兴包装、裕同科技、吉宏股份作为可比公司。我们认为公司 23 年较同行可比公司拥有更强的成长性，给予大胜达 23 年 PE 为 19.2-21.2x，对应目标市值 44.50-49.14 亿元，目标价格区间为 10.61-11.71 元。

**风险提示：**原材料价格波动风险；市场需求波动风险；宏观经济周期波动的风险；公司扩大业务品类导致的管理风险；项目并购及商誉减值风险；测算具有一定主观性，仅供参考。

### 投资评级

行业	轻工制造/包装印刷
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	9.71 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	419.47
流通 A 股股本(百万股)	419.47
A 股总市值(百万元)	4,073.02
流通 A 股市值(百万元)	4,073.02
每股净资产(元)	4.60
资产负债率(%)	35.99
一年内最高/最低(元)	12.15/7.37

### 作者

孙海洋	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004	
sunhaiyang@tfzq.com	
尉鹏洁	分析师
SAC 执业证书编号: S1110521070001	
weipengjie@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,350.98	1,664.40	2,030.56	2,578.82	3,120.37
增长率(%)	6.68	23.20	22.00	27.00	21.00
EBITDA(百万元)	167.22	198.97	199.45	335.26	385.47
归属母公司净利润(百万元)	278.83	97.55	118.40	231.74	280.97
增长率(%)	163.93	(65.02)	21.38	95.72	21.25
EPS(元/股)	0.66	0.23	0.28	0.55	0.67
市盈率(P/E)	14.61	41.76	34.40	17.58	14.50
市净率(P/B)	2.25	2.14	2.05	1.84	1.65
市销率(P/S)	3.01	2.45	2.01	1.58	1.31
EV/EBITDA	19.59	19.70	16.23	10.87	7.43

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 内容目录

1. 瓦楞纸箱包装龙头，合作品牌众多.....	5
2. 业绩表现亮眼，需求回暖有望驱动业绩攀升.....	7
3. 纸价下行+需求向好，行业发展空间广阔.....	11
4. 优质客户资源+智能化生产，营运及盈利能力较强.....	14
5. 盈利预测与估值.....	17
6. 风险提示.....	19

## 图表目录

图 1: 公司产品类型、图片、特点、需求、主要客户、21 年收入及占比.....	5
图 2: 公司发展历程.....	6
图 3: 公司股权结构（截至 2023 年 3 月 13 日）及部分控股公司.....	6
图 4: 22Q1-3 营收 14.68 亿元，同比+25.96%.....	7
图 5: 22Q1-3 归母净利润 0.76 亿元，同比+60.59%.....	7
图 6: 2014-2021 年营收按产品分（亿元）.....	8
图 7: 2014-2021 年各产品营收占比（%）.....	8
图 8: 2014-2021 年营收按地区分（亿元）.....	8
图 9: 2014-2021 年各地区营收占比（%）.....	8
图 10: 2014-22Q1-3 公司毛利率及归母净利率（%）.....	9
图 11: 2014-2021 年公司毛利率按行业分（%）.....	9
图 12: 2016-2021 年公司直接材料成本/营收（%）.....	9
图 13: 瓦楞纸箱的制造方法图示.....	10
图 14: 瓦楞纸板的原材料图示.....	10
图 15: 2013/06/04-2023/03/14 瓦楞纸价格走势（元/吨）.....	10
图 16: 2013/06/04-2023/03/14 牛卡纸价格走势（元/吨）.....	10
图 17: 2013/05/10-2023/03/10 白板纸价格走势（元/吨）.....	11
图 18: 2014-2021 年公司纸包装毛利率（%）.....	11
图 19: 2019-2021 年公司毛利率按地区细分（%）.....	11
图 20: 瓦楞纸箱包装行业产业链.....	12
图 21: 2020 年我国瓦楞纸竞争格局.....	12
图 22: 2021 年包装纸消费结构.....	12
图 23: 2014/01-2023/01 我国规模以上快递业务收入（亿元）.....	13
图 24: 瓦楞纸箱行业下游营收增速（%）.....	13
图 25: 2017-22Q1-3 各公司 ROE（%）.....	14
图 26: 2017-22Q1-3 各公司毛利率（%）.....	14
图 27: 2017-22Q1-3 各公司销售费率（%）.....	15
图 28: 2017-22Q1-3 各公司管理费率（%）.....	15
图 29: 2017-22Q1-3 各公司财务费率（%）.....	15

图 30: 2017-22Q1-3 各公司研发费率 (%) .....	15
图 31: 2017-22H1 各公司折旧摊销费用占管理费用比重 (%) .....	15
图 32: 2017-22Q1-3 各公司存货周转率对比 (次) .....	16
图 33: 2014-22Q1-3 各公司应收账款周转天数对比 (天) .....	16
图 34: 2017-22Q1-3 各公司速动比率对比 .....	16
图 35: 2017-22Q1-3 各公司现金比率对比 .....	16
图 36: 2017/01/03-2023/03/20 瓦楞纸价格走势 (元/吨) .....	17
图 37: 2017/01/03-2023/03/20 牛卡纸价格走势 (元/吨) .....	18
图 38: 2019/01/04-2023/03/17 白板纸价格走势 (元/吨) .....	18
表 1: 公司部分高管人员简介 .....	7
表 2: 2022-2024 年公司收入预测 (亿元) .....	18
表 3: 可比公司 PE (截至 2023/03/30) .....	19

## 1. 瓦楞纸箱包装龙头，合作品牌众多

大胜达主要从事纸包装产品的研发、生产、印刷和销售，主要产品涵盖瓦楞纸箱、纸板、精品酒盒、卷烟商标等，能为客户提供涵盖包装方案设计、研发、检测、生产、库存管理、物流配送等环节的全方位纸包装解决方案。

瓦楞纸板是由箱板纸和经过起楞的瓦楞原纸粘合而成、用于制造瓦楞纸箱的一种复合纸板，纸板中层呈空心结构，能够在减轻包装重量的同时获得较高的抗压强度和缓冲性能。瓦楞纸板按照层数不同可以分为三层瓦楞纸板、五层瓦楞纸板和七层瓦楞纸板等，一般来说层数越多，抗压强度越高，但纸板的重量越大，成本也相应提升。

瓦楞纸箱是指使用瓦楞纸板经过印刷、模切、钉箱或糊盒制成的包装用纸容器。作为一种外包装，瓦楞纸箱主要起到运输过程中的储存、保护作用，其印刷内容可还起到美化外观、展示产品、广告宣传的作用。

**公司核心产品为瓦楞纸箱**，广泛应用于啤酒、饮料、烟草、电子、家电、家具、机械、快递物流、化工、服装等行业的内外包装。瓦楞纸箱可分为三类，常规纸箱、胶印彩色纸箱和常规彩色纸箱。

**公司合作品牌众多**。公司与华润啤酒、农夫山泉、益海粮油、娃哈哈、老板电器、美的电器、苏泊尔、顺丰速运、海康威视、松下电器、三星电子、博世（BOSCH）等国内外知名企业建立了长期、稳定的合作关系。

图 1：公司产品类型、图片、特点、需求、主要客户、21 年收入及占比

产品类型	产品图片	产品特点	产品需求	主要客户	21年收入及占比
瓦楞纸板			用于制造瓦楞纸箱		0.22亿元 1.32%
瓦楞纸箱	水 印 纸 箱 	包装简洁、实用为主、印刷成本较低、印刷速度较快	家电、家具等各行各业	SUPOR 苏泊尔	15.75亿元 94.64%
	胶 印 纸 箱 	分辨率高、印刷精美	对印刷精美程度要求较高的小家电、日化等行业	农夫山泉 NONGFU SPRING	
	预 印 彩 箱 	墨色饱满、印刷层次丰富、质量稳定、纸箱强度高、印刷速度快大批量印刷下成本低、但制版费用较高	食品、饮料等行业	PHILIPS	
精品酒盒		展示宣传功能突出、对消费者的品牌认知有重要作用、印刷材料和印刷工艺复杂	酒行业	Joyoung 九阳	0.67亿元 4.04%
卷烟商标		印刷精美、标志突出、具有防伪功能和商标意义	烟行业	SAMSUNG	
其他 (精品卡片、彩盒、礼品袋、镀铝包装材料等)			(精品卡片、彩盒、礼品袋、镀铝包装材料等)	娃哈哈	

资料来源：公司官网，公司公告，wind，天风证券研究所

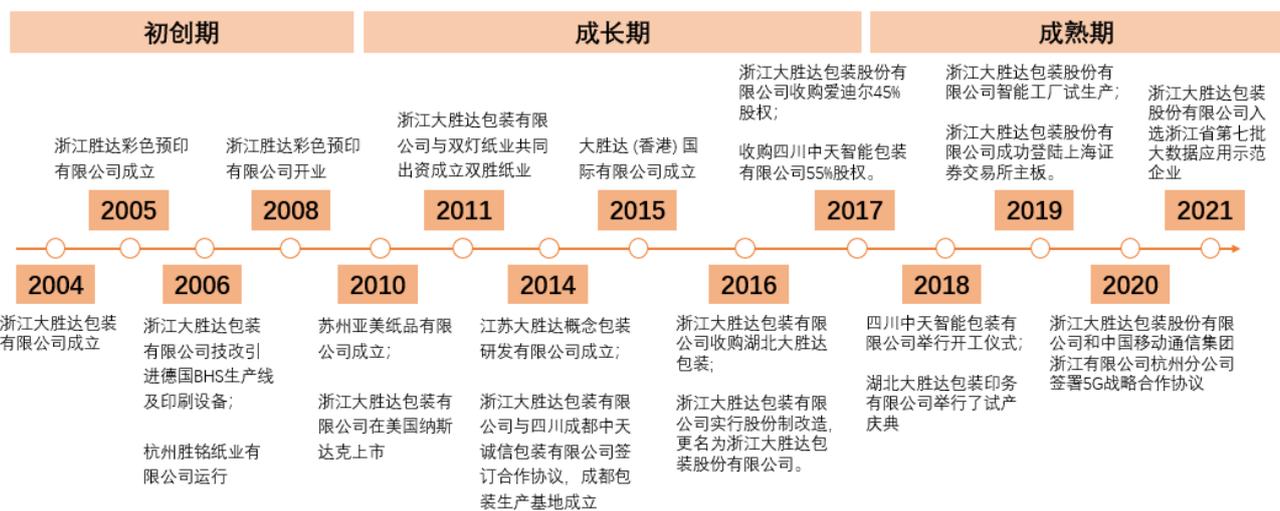
### 公司历经多个发展时期，业务体量逐步上升：

- 1) **初创期（2004-2010）**：2004年，浙江大胜达包装有限公司成立；2005年，浙江胜达彩色预印有限公司成立；2006年，浙江大胜达包装有限公司技改引进德国 BHS 生产线及印刷设备。2008年，浙江胜达彩色预印有限公司开业；2009年，浙江大胜达包装有限公司引进 OA 办公系统，进步提升办公自动化水平；2010年，苏州亚美纸品有限

公司成立。同年，浙江大胜达包装有限公司成功在美国纳斯达克上市。

- 2) **成长期 (2011-2017):** 2011 年，浙江大胜达包装有限公司与双灯纸业共同出资成立双胜纸业；2014 年，浙江大胜达包装有限公司高档包装项目落户江苏盐城高新区，江苏大胜达概念包装研发有限公司成立；同年，浙江大胜达包装有限公司与四川成都中天诚信包装有限公司签订合作协议，成都包装生产基地正式成立；2015 年，大胜达 (香港) 国际有限公司正式成立；2016 年，浙江大胜达包装有限公司收购湖北大胜达包装；同年，浙江大胜达包装有限公司实行股份制改造，更名为浙江大胜达包装股份有限公司；2017 年，浙江大胜达包装股份有限公司收购爱迪尔 45% 股权；同年，浙江大胜达包装股份有限公司收购四川中天智能包装有限公司 55% 股权。
- 3) **成熟期 (2018-至今):** 2018 年，四川中天智能包装有限公司举行开工仪式；同年，湖北大胜达包装印务有限公司举行了试产庆典；2019 年，浙江大胜达包装股份有限公司智能工厂试生产；同年，浙江大胜达包装股份有限公司成功登陆上海证券交易所主板；2020 年，浙江大胜达包装股份有限公司和中国移动通信集团浙江有限公司杭州分公司签署 5G 战略合作协议；2021 年，浙江大胜达包装股份有限公司入选浙江省第七批大数据应用示范企业。

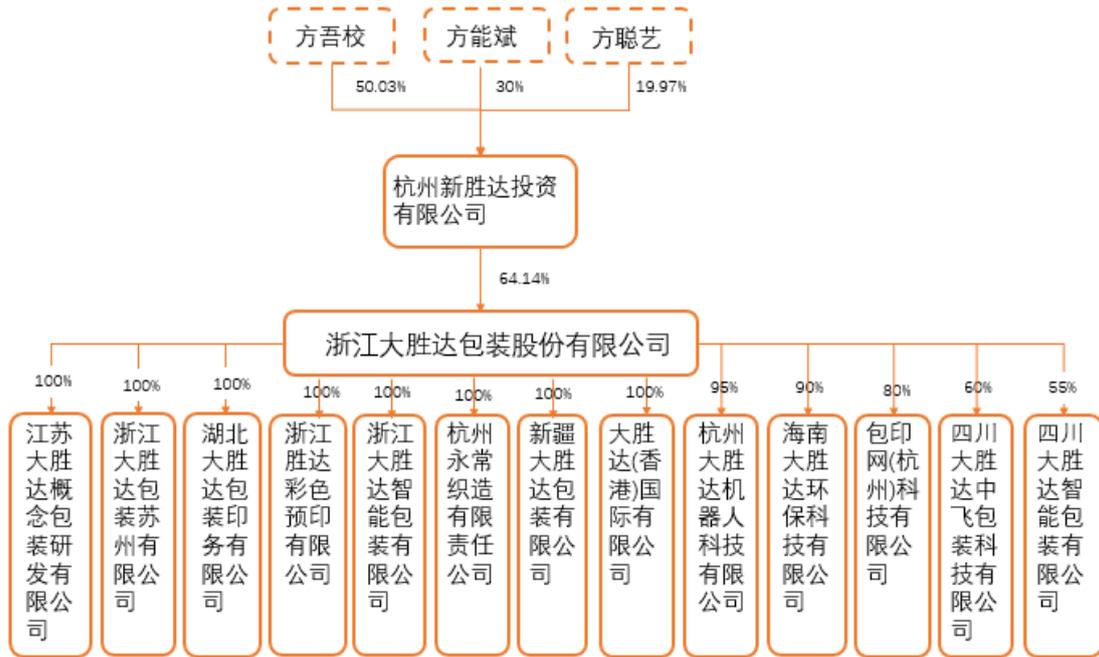
图 2：公司发展历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

**公司股权较为集中，核心管理层稳定且从业经验丰富。**公司董事方吾校与董事长方能斌、董事兼总经理方聪艺分别为父子、父女关系。截至 2023 年 3 月 13 日，方吾校、方能斌、方聪艺为公司实际控制人，分别间接持有公司 32.09%、19.24%、12.81% 股权。公司管理团队稳定，绝大部分关键管理人员、核心技术人员和主要业务骨干在公司任职 10 年以上，在纸包装技术、行业经验和管理经验上有明显的优势。

图 3：公司股权结构 (截至 2023 年 3 月 13 日) 及部分控股公司



资料来源: wind, 天风证券研究所

表 1: 公司部分高管人员简介

人员	职位	履历简介
方吾校	董事	高级经济师, 中国包装联合会参事会主席, 中国国籍, 无境外永久居留权。1983 年至 1984 年担任大桥包装材料加工厂厂长; 2011 年 5 月至 2016 年 12 月任浙江大胜达包装有限公司董事; 2016 年 12 月至今任浙江大胜达包装股份有限公司董事。
方能斌	董事长、董事	研究生学历, 高级经济师, 中国包装联合会第八届理事会副会长, 中国青年企业家协会副会长, 中国国籍, 无境外永久居留权。1997 年 6 月至今历任胜达集团有限公司副董事长, 总经理, 董事局主席等职务; 2016 年 12 月至今任浙江大胜达包装股份有限公司董事长。
方聪艺	董事、总裁	研究生学历, 中国包装联合会纸制品包装委员会常务副主任, 中国国籍, 杭州市女企业家协会常务理事, 无境外永久居留权。2016 年 12 月至今担任浙江大胜达包装股份有限公司董事兼总裁。
舒奎明	董事	本科学历, 高级经济师, 杭州市劳动模范, 中国国籍, 无境外永久居留权。2008 年 8 月至 2016 年 8 月任浙江大胜达包装有限公司纸箱厂总管, 2019 年 12 月至今担任浙江大胜达包装股份有限公司董事, 副总裁。

资料来源: wind, 天风证券研究所

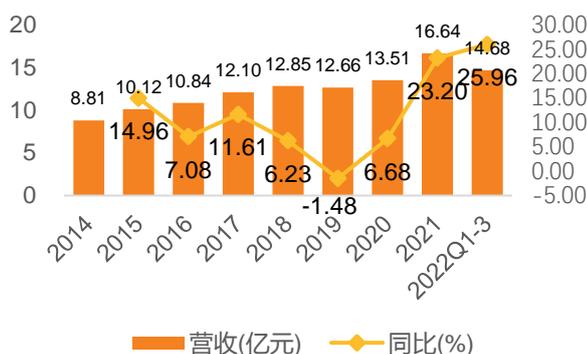
## 2. 业绩表现亮眼, 需求回暖有望驱动业绩攀升

22Q1-2 公司营收 9.66 亿元, 同增 28.04%; 归母净利润 0.53 亿元, 同增 60.29%, 主要系 1) 公司战略布局的新设工厂随着市场开拓力度加大, 订单量和销售量稳步增长; 2) 收购子公司导致合并范围主体增加所致。

22Q1-3 营收 14.68 亿元, 同增 25.96%; 22Q1-3 归母净利润 0.76 亿元, 同增 60.59%。

图 4: 22Q1-3 营收 14.68 亿元, 同比+25.96%

图 5: 22Q1-3 归母净利润 0.76 亿元, 同比+60.59%



资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

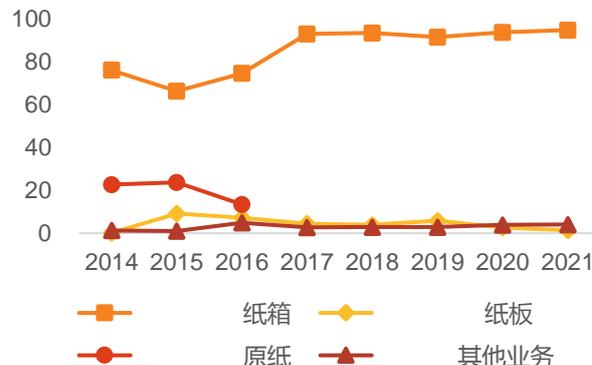
**营收端：分产品看，2014-2021 年纸箱营收占比整体呈上升趋势，且占较大比例（2017-2021 年占总均大于 90%）。同期纸板营收占比整体呈下降趋势。2016 年 7 月起双胜纸业不再具体从事原纸造纸业务。21 年纸箱产品营收为 15.75 亿元，同增 24.62%。**

图 6：2014-2021 年营收按产品分（亿元）



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 7：2014-2021 年各产品营收占比（%）



资料来源: wind, 天风证券研究所

**分地区看，主要以我国大陆（2021 年占总 94.86%）为主。2014-2021 年我国大陆营收占比均在 92%以上。21 年我国大陆营收 15.79 亿元，同增 22.42%。**

图 8：2014-2021 年营收按地区分（亿元）



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 9：2014-2021 年各地区营收占比（%）



资料来源: wind, 天风证券研究所

**毛利端：22Q1-3 公司毛利率和归母净利率分别为 14.82%、5.15%，分别同比+3.4pct、**

+1.11pct。

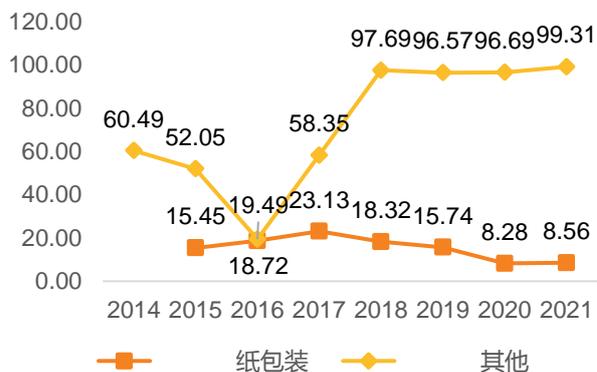
2018-2020 年公司毛利率呈逐年下降趋势，主要系 1) 2018 年以来公司在中西部地区开始布局设立生产基地，但基地成立初期订单不足，开工率较低，因此产生了阶段性亏损；2) 产品价格处于周期性低位。受上游原纸价格周期性波动影响（19 年原纸价格处在低位），2019 年度的产品价格呈现下降趋势；3) 2020 年受疫情影响，生产成本有所提高。因受到下游客户复工复产较晚、出口需求减弱的影响，部分高附加值订单有所减少；4) 2020 年公司主要原材料上涨，销售价格传导到下游有一定的滞后性，导致公司营业成本增加所致。

图 10：2014-22Q1-3 公司毛利率及归母净利润率（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 11：2014-2021 公司毛利率按行业分（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

**原材料成本占营收比重较大。**2016-2021 年公司直接材料成本占营收比重均在 56%以上，且整体呈上升趋势。2021 年原材料占营收比重为 66.14%。公司原材料分为主要原材料和辅料，主要原材料为原纸，包括瓦楞纸、牛卡纸和白板纸，辅料包括油墨、淀粉、胶水、扁丝等。其中，瓦楞纸主要用于芯纸层、瓦楞层，牛卡纸主要用于面纸、里纸层，白板纸主要用于面纸层。不同类型原纸价格差异较大，一般而言，相对价格大小关系为：瓦楞纸<牛卡纸<白板纸。

图 12：2016-2021 年公司直接材料成本/营收（%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

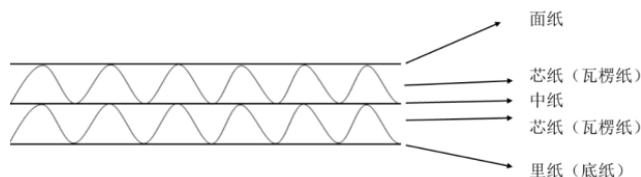
瓦楞纸板按照层数不同可以分为三层瓦楞纸板、五层瓦楞纸板和七层瓦楞纸板等，一般来说层数越多，抗压强度越高，纸板重量越大，成本越大。以常见的五层瓦楞纸板为例，瓦楞纸板的结构可以分为面纸、芯纸、中纸和里纸，三层瓦楞纸板有一层瓦楞状芯纸，五层瓦楞纸板有两层瓦楞状芯纸，以此类推。

图 13：瓦楞纸箱的制造方法图示



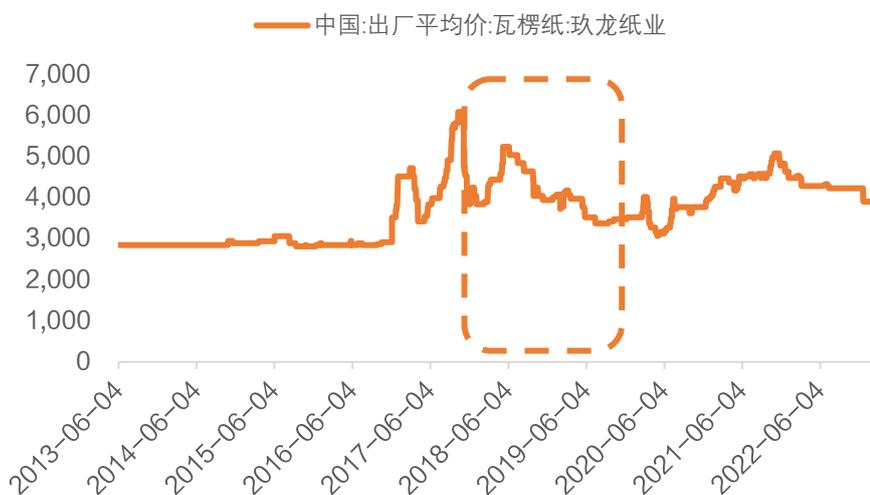
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 14：瓦楞纸板的原材料图示



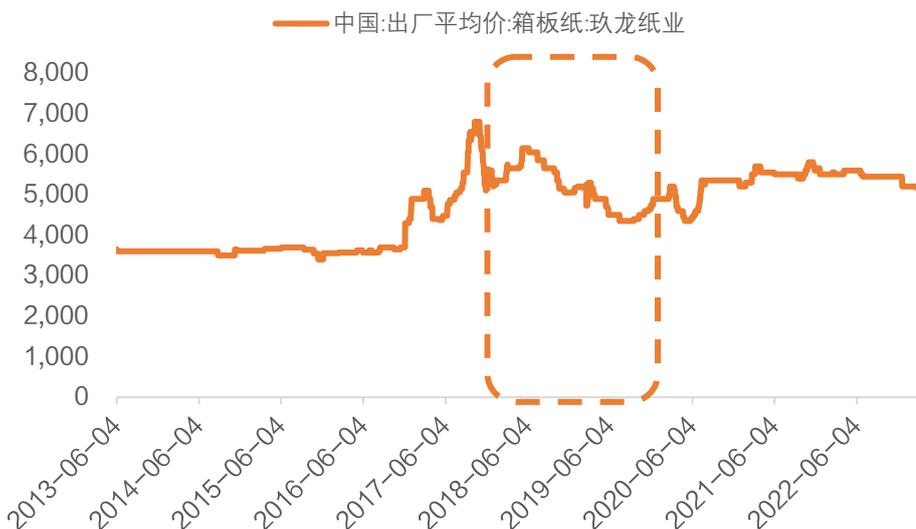
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 15：2013/06/04-2023/03/14 瓦楞纸价格走势（元/吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 16：2013/06/04-2023/03/14 牛卡纸价格走势（元/吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 17：2013/05/10-2023/03/10 白板纸价格走势（元/吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

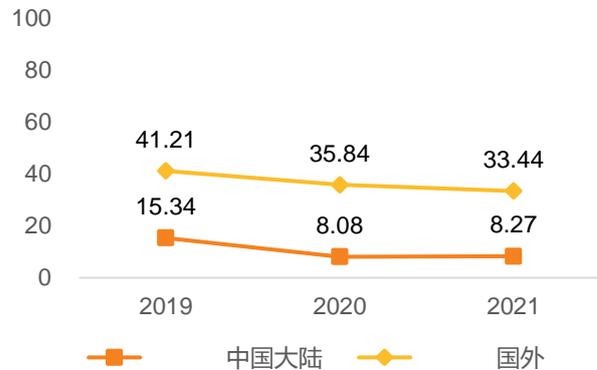
从毛利率的细分看，2021 年纸包装毛利率为 8.56%。中国大陆毛利率小于国外，且两者差距较大。2021 年中国大陆毛利率为 8.27%，国外毛利率为 33.44%，差距为 25.17pct。

图 18：2014-2021 年公司纸包装毛利率（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 19：2019-2021 年公司毛利率按地区细分（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

### 3. 纸价下行+需求向好，行业发展空间广阔

瓦楞纸箱行业具有“上游窄，下游广”的特点，上游包括造纸行业、油墨行业和其他辅助材料行业，其中造纸行业是最主要的上游行业；下游行业众多，覆盖食品饮料、家用电器、消费电子、电商物流、机械器械、化工、日化、医药保健等行业。

上游市场集中度高，供应商议价能力强，涨价压力易传导至集中度不高的瓦楞纸箱行业。由于原材料中原纸成本占了纸箱可变成本的 70%以上，原纸的价格是影响瓦楞纸箱行业的平均利润率的主要因素。瓦楞纸箱行业与上游造纸行业的联系紧密。2019 年，造纸行业虽然面临产能过剩的局面，但由于近年来环保核查的压力增大，大量不合格的中小造纸厂产能被淘汰，市场出清后行业集中度有所提高。相对于集中度较低的瓦楞纸箱行业，集中度较高的上游造纸行业议价能力较强，且上游造纸企业主要采取成本加成的方式定价，来自

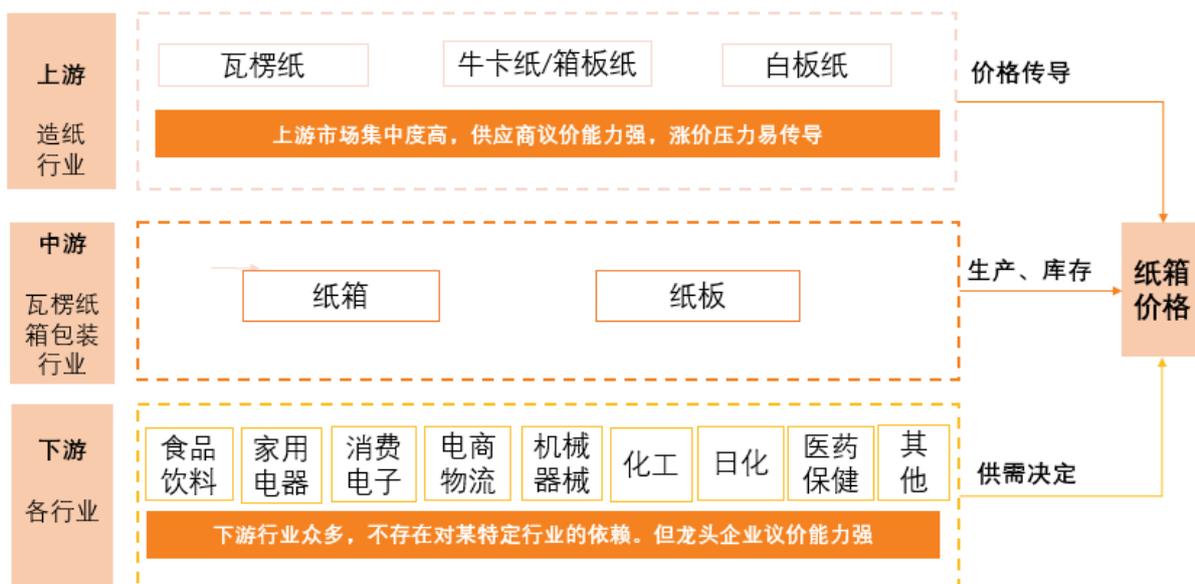
进口废纸、煤炭等大宗商品的涨价压力容易转嫁给下游纸箱生产企业。

下游行业众多,不存在对某特定行业的依赖,但龙头企业议价能力强。下游行业覆盖面广,几乎所有的消费品制造业都需要包装企业作为供应链配套环节,传统经营模式下瓦楞纸箱行业几乎不存在对某特定下游行业的依赖。但中高档瓦楞纸箱面向下游细分行业的龙头企业,家电、消费电子等行业集中度较高,龙头企业议价能力强。消费升级趋势下,这些龙头企业对配套的纸箱厂商的订单响应能力、纸箱性能和外观等提出了更高的要求,它们对包装一体化、包装智能化的需求也推动着纸箱行业部分企业先行做出改变,引领行业变革。

**瓦楞纸箱包装行业景气度有望提升,主要系:**

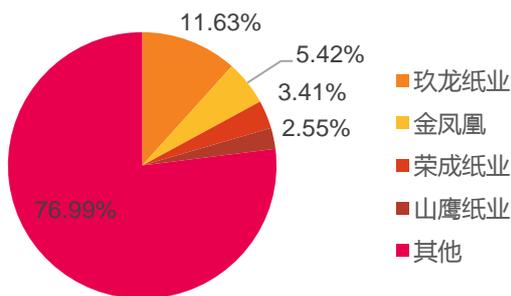
**1、成本端: 公司原材料成本有望下行, 毛利率或将上升。**根据生意社数据监测, 3月10日瓦楞原纸140g出厂价格均价为3038元/吨,与3月5日均价3106元/吨相比下降2.19%。目前废纸和瓦楞纸市场需求薄弱是价格不断下跌的主要因素,市场供需矛盾凸显,纸价承压下行,预计短期废纸和瓦楞纸价格持续弱势震荡。

图 20: 瓦楞纸箱包装行业产业链



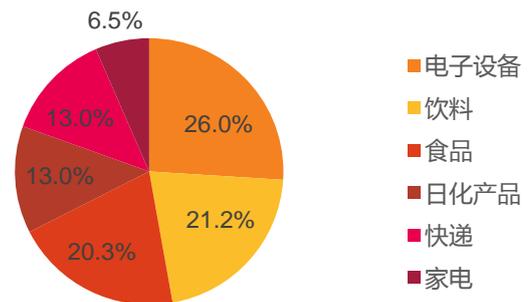
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 21: 2020 年我国瓦楞纸竞争格局



资料来源: 华经产业研究院, 天风证券研究所

图 22: 2021 年包装纸消费结构



资料来源: 东方财富网, 华经产业研究院, 天风证券研究所

2、需求端：1) 瓦楞纸箱行业存在较大的增长空间。根据 2021 年前瞻产业研究院发布的报告显示，据美国独立瓦楞纸箱协会（AICC）的统计，我国人均瓦楞纸板消费为 40 平方米/年，远低于美国（106.9 平方米/年）、日本（102.7 平方米/年）等发达国家水平，未来仍存在较大的提升空间。

2) 快递行业为瓦楞纸箱需求的主要增长点。快递行业飞速发展促使快递瓦楞包装份额提升。电商、物流业的迅速发展激发大量箱板瓦楞纸新增需求。根据国家邮政局，预计我国 2022 年快递业务量将达 1225 亿件，同比增长约 13%。

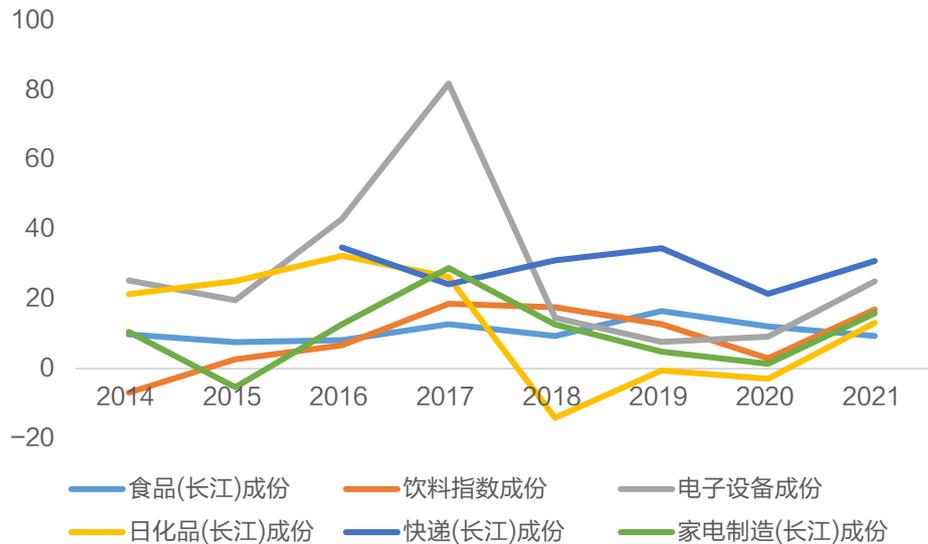
图 23：2014/01-2023/01 我国规模以上快递业务收入（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

从瓦楞纸箱行业下游营收增速图可以看出，2018-2021 年下游行业增速趋稳，快递行业营收增速最高，随后是食品行业、电子设备行业。增速较慢的行业为饮料、日化品、家电制造。2018-2021 年快递、食品、电子设备行业的营收 CAGR 分别为 28.85%、26.95%、18.00%。2018-2021 年饮料、日化品、家电制造营收 CAGR 分别为 10.25%、6.52%、3.61%。

图 24：瓦楞纸箱行业下游营收增速（%）



资料来源: wind, 各公司公告, 天风证券研究所

**3、供给端：我们认为，消费升级趋势下，瓦楞纸箱行业集中度有望提升，利好龙头企业。**初级瓦楞纸箱厂商的进入门槛较低，且下游行业较广，大量小纸箱厂依附于本地需求而生存，行业内处于低端的中小型纸箱厂众多，行业格局极度分散。国内低端瓦楞纸箱包装企业由于企业规模小，技术实力差，产品档次较低，产品同质化现象严重，相互竞争激烈。中高端瓦楞纸箱市场则被少数设备先进、技术领先、工艺水平较高且具有丰富行业经验的龙头企业所占据。它们主要面向下游消费品行业中的龙头企业，配套优质的瓦楞纸箱产品，提供整体包装服务方案，通过优质产品和增值服务创造产品溢价、品牌溢价。龙头企业对配套的纸箱厂商的订单响应能力、纸箱性能和外观等提出了更高的要求，它们对包装一体化、包装智能化的需求也推动着纸箱行业部分企业先行做出改变，引领行业变革。

#### 4. 优质客户资源+智能化生产，营运及盈利能力较强

根据公司的业务类型，我们选择大胜达（2021 年纸箱营收占总 94.64%）、合兴包装（2021 年瓦楞包装营收占总 72.82%，且 2013-2019 年纸箱占比均在 45%以上）、龙利得（2021 年纸箱营收占总 88.88%）作为瓦楞纸箱包装行业的代表公司。

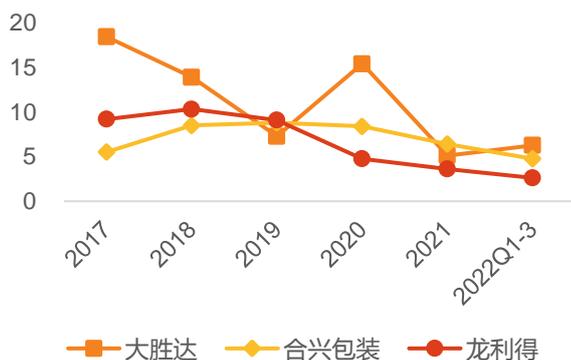
**公司具有优质、稳定的客户资源优势。**长期合作的客户包括松下电器、三星电子、美的电器、博世（BOSCH）、农夫山泉、华润啤酒、老板电器、苏泊尔、顺丰速运、浙江中烟等世界 500 强、中国 500 强和细分行业龙头企业。下游家电、电子、烟酒等行业集中度高，龙头企业更加关注纸包装产品的质量，对供应商有严格的评审标准，为了保证包装供应的持续性和稳定性，客户倾向于与合格的包装供应商保持长期、稳定的合作关系。

**卷烟商标、精品酒盒包装行业进入门槛高。**以烟标为例，其产品除宣传、包装功能外还兼具防伪功能，下游客户均为中国烟草总公司下辖的各省级中烟工业公司，烟标采购通常采用招标方式，供应商准入门槛极高，并且轻易不会替换其烟标供应商。

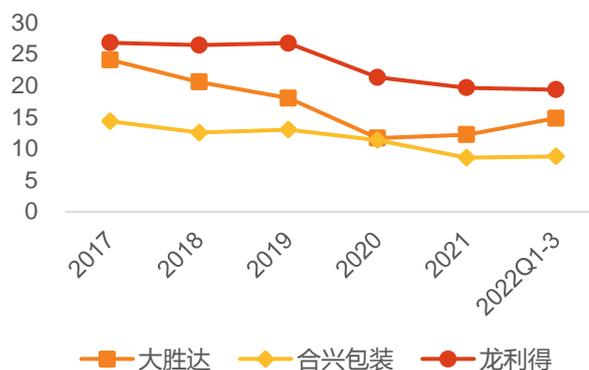
**公司 ROE 及毛利率较高，盈利能力较强。**22Q1-3 公司毛利率为 14.82%，较合兴包装高 6.05pct，较龙利得低 4.53pct。

图 25：2017-22Q1-3 各公司 ROE (%)

图 26：2017-22Q1-3 各公司毛利率 (%)



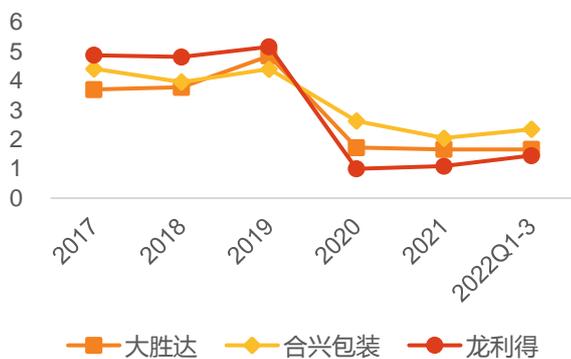
资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

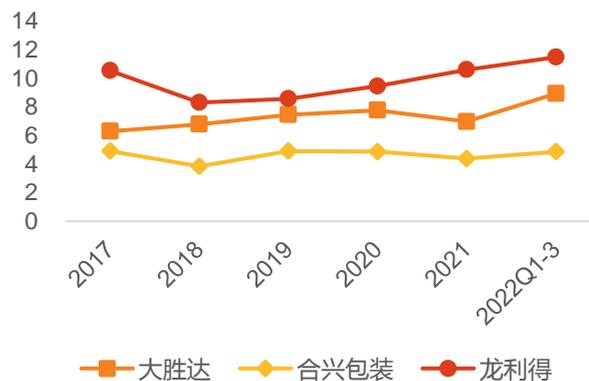
公司费控能力良好, 同行可比公司间的销售费率、财务费率和研发费率差别不大。22Q1-3 公司管理费率较合兴包装高 4.06pct (管理费率包含研发费率), 我们认为主要系折旧摊销费用较高所致。

图 27: 2017-22Q1-3 各公司销售费率 (%)



资料来源: wind, 天风证券研究所

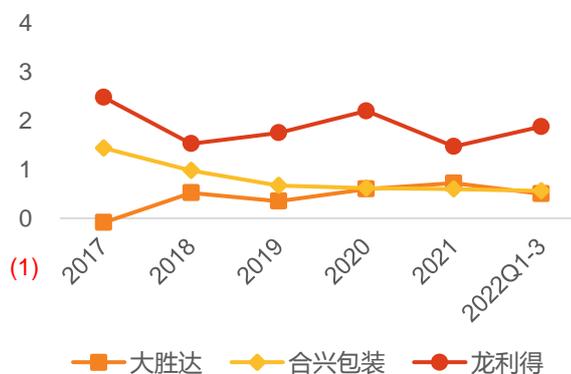
图 28: 2017-22Q1-3 各公司管理费用率 (%)



资料来源: wind, 天风证券研究所

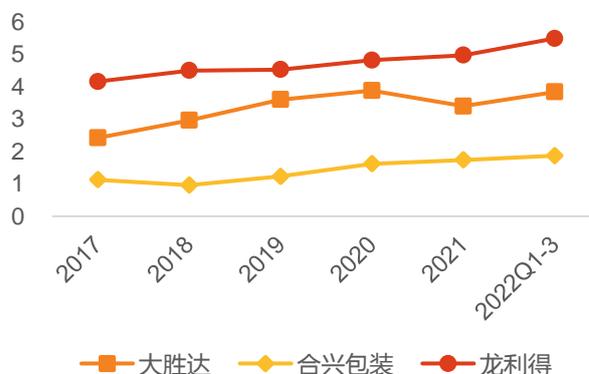
(注: 管理费用率包含研发费用率)

图 29: 2017-22Q1-3 各公司财务费率 (%)



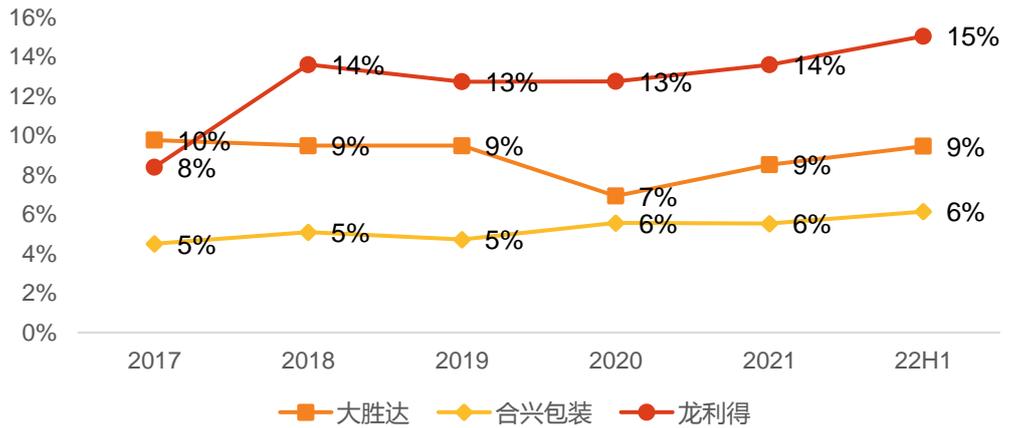
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 30: 2017-22Q1-3 各公司研发费率 (%)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 31: 2017-22H1 各公司折旧摊销费用占管理费用比重 (%)



资料来源: wind, 天风证券研究所

**公司存货周转率较高, 营运能力较强。**22Q1-3 公司存货周转率为 4.94 次, 较龙利得多 3.87 次, 较合兴包装少 1.37 次。公司应收账款周转天数稳定且近期呈缓慢下降趋势, 22Q1-3 同比减少 0.56 天。

**智能化生产加快公司订单响应速度, 提高运营能力。**为促进精益生产和智能化工厂建设, 公司从 2015 年起合作研发了纸包装生产线物联网系统, 按“两化融合”要求配置主要生产设备; 2019 年以来, 更是借助建设位于杭州萧山的大胜达智能工厂的契机, 联合北京大学信息技术高等研究院, 在原有物联网基础上进一步升级搭建了行业领先的大胜达 E-packET 工业互联网平台。以智能化设备、物联网技术为抓手, 整合多个设备系统、生产管控系统数据接口, 构建了适合于纸包装生产企业的数据库体系, 在采集、汇聚和分析海量数据的基础上, 不仅实现了生产数据的实时在线监控, 而且通过智能决策辅助系统推动制造资源与前端订单、供应链管理、物流资源的高效链接和配置, 加快了公司的订单响应速度, 提升了生产运营效率。

图 32: 2017-22Q1-3 各公司存货周转率对比 (次)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 33: 2014-22Q1-3 各公司应收账款周转天数对比 (天)



资料来源: wind, 天风证券研究所

**公司短期偿债能力优异。**2020-22Q1-3 速动比率和现金比率处于行业领先水平。

图 34: 2017-22Q1-3 各公司速动比率对比

图 35: 2017-22Q1-3 各公司现金比率对比



资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

## 5. 盈利预测与估值

### 核心假设

- 我们认为公司较高的毛利率、较好的费用控制能力优势或将继续保持，瓦楞纸箱需求或将回暖，公司瓦楞纸箱包装行业市占率或将提高。据 2023 年 3 月 4 日公司发布的向特定对象发行股票募集说明书，募集资金将用于纸浆模塑环保餐具智能研发生产基地项目和贵州仁怀佰胜智能化纸质酒盒生产基地建设项目。公司会增加环保餐具业务，进一步拓展酒包业务，丰富公司的产品业务线，提升盈利能力。

我们预计 2022-2024 年公司收入增速分别为 22%、27%、21%，收入分别为 20.31 亿、25.79 亿、31.20 亿。

- 纸箱产品：因下游行业或将回暖，我们预计 2022-2024 年收入增速分别为 22%、26%、20%，收入分别为 19.24 亿、24.25 亿、29.03 亿。
- 纸板产品：因纸板业务毛利率及附加值较低，我们预计 2022-2024 年收入增速-5%、20%、30%，收入分别为 0.21 亿、0.25 亿、0.33 亿。
- 基于上游纸价下行预期，长期来看，公司原材料成本有望下行，毛利率或将恢复至 2019 年水平左右。因新增的纸浆模塑和纸质酒盒项目毛利率较纸箱产品高，我们预计公司 2022-2024 年公司毛利率分别为 14.0%、18.35%和 18.45%；归母净利润分别为 1.18 亿、2.32 亿、2.81 亿，EPS 分别为 0.28、0.55、0.67 元/股。

图 36：2017/01/03-2023/03/20 瓦楞纸价格走势（元/吨）



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 37: 2017/01/03-2023/03/20 牛卡纸价格走势 (元/吨)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 38: 2019/01/04-2023/03/17 白板纸价格走势 (元/吨)



资料来源: wind, 天风证券研究所

表 2: 2022-2024 年公司收入预测 (亿元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	12.66	13.51	16.64	20.31	25.79	31.20
yoy	-1.48%	6.68%	23.20%	22%	27%	21%
纸箱	11.57	12.64	15.75	19.24	24.25	29.03
yoy	-3.55%	9.28%	24.62%	22%	26%	20%
纸板	0.74	0.35	0.22	0.21	0.25	0.33
yoy	49.32%	-52.79%	-37.18%	-5%	20%	30%

其他业务	0.36	0.52	0.67	0.86	1.29	1.85
yoy	-2.48%	45.72%	29.29%	28%	50%	43%

资料来源: wind, 天风证券研究所

**首次覆盖，给予“买入”评级。**我们选取包装行业合兴包装、裕同科技、吉宏股份作为可比公司。我们认为公司 23 年较同行可比公司拥有更强的成长性，给予大胜达 23 年 PE 为 19.2-21.2x，对应目标市值 44.50-49.14 亿元，目标价格区间为 10.61-11.71 元。

表 3：可比公司 PE（截至 2023/03/30）

	22E	23E	24E
合兴包装	21.87	16.65	
裕同科技	17.04	14.14	11.71
吉宏股份	32.20	20.82	16.86
均值		17.20	

资料来源: wind, 天风证券研究所（可比公司 PE 来源均为 wind 一致预期）

## 6. 风险提示

### 1、原材料价格波动风险

近年来，受废纸原材料供应紧张以及国内实施双控限电政策等因素的影响，相关原材料价格波动加剧，2021 年下半年瓦楞纸价格最高涨幅超过 20%，为下游纸包装企业带来较大的经营成本压力，后续原纸价格又快速回落，2022 年 6 月末价格较 2021 年 11 月下降超过 20%。原纸价格的变动将对公司的经营业绩产生较大的影响。若未来原纸价格出现大幅波动，将对公司原纸采购成本造成一定压力，进而可能对公司生产经营及现金流量造成负面影响。

### 2、市场需求波动风险

公司的主要客户集中在电商、物流、食品饮料、家电、日化、烟酒等消费品领域，包括顺丰速运、农夫山泉、华润啤酒、松下电器、老板电器、三星电子、浙江中烟、茅台股份等下游行业龙头企业。如果一些社会因素导致终端消费市场发生不利变化，或受到下游行业发生的重大食品安全或产品质量事件的连带影响，或下游龙头客户由于自身原因发生产品安全风险事件，将导致不少下游客户对公司瓦楞包装产品的需求大幅下降，公司的经营业绩将受到不利影响。因此公司存在因下游行业市场需求波动所带来的经营业绩波动风险。

### 3、宏观经济周期波动的风险

公司所处行业为包装行业，包装行业的下游涉及国民经济的各行各业，包括电子信息、微型计算机制造、通讯、机械与电气设备制造、汽车及汽车零部件制造、食品饮料、家具以及日用化工等。因此，包装行业的供需状况与下游行业的需求态势紧密相关，受国家宏观经济发展形势和国民经济增长幅度的影响，公司下游众多行业内企业的业务量呈现一定的波动性，从而可能会对公司瓦楞包装产品及服务的需求造成不利影响。

### 4、公司扩大业务品类导致的管理风险

随着公司新业务的拓展和规模的扩张，公司将面临着管理模式、人才储备、市场开拓以及跨区域经营引起的企业文化融合等方面的挑战。如果公司管理水平、人才储备不能适应公司规模迅速扩张的需要，组织模式和管理制度未能随着公司规模的扩大而及时调整和完善，将可能削弱公司的市场竞争力。

### 5、项目并购及商誉减值风险

2022 年上半年，公司收购了四川大胜达中飞 60%股权，四川大胜达中飞成为公司控股子公司

司。四川大胜达中飞主营精品酒盒包装业务，客户主要为茅台股份、贵州习酒、泸州老窖等知名白酒企业，此次收购标志着公司进入高端酒类精品包装领域。虽然公司在股权结构、治理结构等方面已经对四川大胜达中飞形成控制，但未来若对其管理失当或管理不到位，业务整合及协同效应是否能达到最佳效果及其所需时间存在不确定性；若四川大胜达中飞未来期间经营业绩未达到预期，在进行商誉减值测试时，与四川大胜达中飞商誉相关的资产组或资产组组合可收回金额将可能低于其账面价值，并因此产生商誉减值损失，减少当期利润，对上市公司的经营业绩产生不利影响。

#### 6、测算主观性风险

公司各营收增速、毛利率和其他费率等测算具有一定主观性，仅供参考。若公司业务受到负面影响，营收增速和毛利率将不及预期。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	861.82	942.62	1,413.98	1,106.37	1,868.39
应收票据及应收账款	361.81	470.66	544.20	742.66	816.44
预付账款	12.28	21.05	5.98	30.92	16.43
存货	188.58	195.24	337.70	278.19	451.64
其他	355.15	83.56	138.38	156.19	132.77
<b>流动资产合计</b>	<b>1,779.64</b>	<b>1,713.14</b>	<b>2,440.24</b>	<b>2,314.33</b>	<b>3,285.68</b>
长期股权投资	149.25	144.24	146.24	149.24	149.24
固定资产	705.02	745.97	866.94	835.41	848.88
在建工程	21.01	5.74	10.74	9.28	5.37
无形资产	189.06	197.15	164.40	125.74	101.32
其他	37.10	95.73	42.37	40.51	40.91
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,101.45</b>	<b>1,188.84</b>	<b>1,230.70</b>	<b>1,160.19</b>	<b>1,145.73</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,881.09</b>	<b>2,901.98</b>	<b>3,670.94</b>	<b>3,474.52</b>	<b>4,431.41</b>
短期借款	80.04	0.00	200.00	200.00	200.00
应付票据及应付账款	288.46	265.06	852.93	298.45	1,029.80
其他	94.98	103.87	84.98	101.10	99.27
<b>流动负债合计</b>	<b>463.48</b>	<b>368.94</b>	<b>1,137.90</b>	<b>599.55</b>	<b>1,329.07</b>
长期借款	0.00	0.00	100.00	100.00	100.00
应付债券	461.92	464.29	308.74	411.65	394.89
其他	139.64	147.24	124.63	137.17	136.34
<b>非流动负债合计</b>	<b>601.56</b>	<b>611.53</b>	<b>533.36</b>	<b>648.82</b>	<b>631.23</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,067.77</b>	<b>982.99</b>	<b>1,671.26</b>	<b>1,248.36</b>	<b>1,960.31</b>
少数股东权益	6.25	13.23	9.35	8.02	4.79
股本	410.83	414.41	419.47	419.47	419.47
资本公积	662.82	693.45	693.45	693.45	693.45
留存收益	642.50	712.11	818.49	1,026.69	1,278.98
其他	90.92	85.79	58.93	78.54	74.42
<b>股东权益合计</b>	<b>1,813.32</b>	<b>1,918.99</b>	<b>1,999.68</b>	<b>2,226.16</b>	<b>2,471.10</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2,881.09</b>	<b>2,901.98</b>	<b>3,670.94</b>	<b>3,474.52</b>	<b>4,431.41</b>

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	272.24	94.53	118.40	231.74	280.97
折旧摊销	82.91	81.36	86.42	90.19	95.19
财务费用	18.48	34.99	(20.43)	(12.26)	(18.40)
投资损失	(13.79)	(14.90)	(19.56)	(17.98)	(16.56)
营运资金变动	(123.49)	(79.27)	339.44	(708.66)	518.98
其它	(71.75)	(102.62)	(4.33)	(7.04)	(9.17)
<b>经营活动现金流</b>	<b>164.61</b>	<b>14.09</b>	<b>499.95</b>	<b>(424.02)</b>	<b>851.02</b>
资本支出	(153.15)	96.78	202.26	6.00	81.16
长期投资	(13.67)	(5.00)	2.00	3.00	(0.00)
其他	87.41	83.95	(364.34)	(9.55)	(144.93)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(79.41)</b>	<b>175.73</b>	<b>(160.08)</b>	<b>(0.56)</b>	<b>(63.78)</b>
债权融资	423.35	(89.69)	164.88	115.18	1.64
股权融资	63.95	19.02	(33.39)	1.79	(26.87)
其他	9.61	(34.88)	0.00	(0.00)	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>496.91</b>	<b>(105.56)</b>	<b>131.49</b>	<b>116.97</b>	<b>(25.23)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>582.11</b>	<b>84.26</b>	<b>471.36</b>	<b>(307.61)</b>	<b>762.02</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>1,350.98</b>	<b>1,664.40</b>	<b>2,030.56</b>	<b>2,578.82</b>	<b>3,120.37</b>
营业成本	1,193.14	1,460.85	1,746.28	2,105.60	2,544.66
营业税金及附加	5.87	8.23	10.66	12.50	15.64
销售费用	23.21	27.67	33.71	42.81	51.80
管理费用	52.41	59.34	76.71	99.28	123.25
研发费用	52.36	56.64	70.26	92.47	111.74
财务费用	8.15	12.02	(20.43)	(12.26)	(18.40)
资产/信用减值损失	(6.97)	(6.37)	(4.76)	(6.23)	(6.08)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	13.79	14.90	19.56	17.98	16.56
其他	(311.18)	(68.88)	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>320.21</b>	<b>99.99</b>	<b>128.17</b>	<b>250.17</b>	<b>302.14</b>
营业外收入	0.51	0.46	1.08	0.83	0.72
营业外支出	4.53	1.95	2.34	2.48	2.82
<b>利润总额</b>	<b>316.19</b>	<b>98.50</b>	<b>126.92</b>	<b>248.52</b>	<b>300.04</b>
所得税	43.95	3.97	12.84	23.83	28.23
<b>净利润</b>	<b>272.24</b>	<b>94.53</b>	<b>114.08</b>	<b>224.69</b>	<b>271.81</b>
少数股东损益	(6.59)	(3.02)	(4.33)	(7.04)	(9.17)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>278.83</b>	<b>97.55</b>	<b>118.40</b>	<b>231.74</b>	<b>280.97</b>
每股收益(元)	0.66	0.23	0.28	0.55	0.67

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入	6.68%	23.20%	22.00%	27.00%	21.00%
营业利润	188.00%	-68.77%	28.19%	95.18%	20.78%
归属于母公司净利润	163.93%	-65.02%	21.38%	95.72%	21.25%
<b>获利能力</b>					
毛利率	11.68%	12.23%	14.00%	18.35%	18.45%
净利率	20.64%	5.86%	5.83%	8.99%	9.00%
ROE	15.43%	5.12%	5.95%	10.45%	11.39%
ROIC	22.69%	8.02%	7.18%	18.64%	14.36%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	37.06%	33.87%	45.53%	35.93%	44.24%
净负债率	-17.64%	-24.93%	-40.27%	-17.73%	-47.49%
流动比率	3.82	4.61	2.14	3.86	2.47
速动比率	3.41	4.09	1.85	3.40	2.13
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	4.02	4.00	4.00	4.01	4.00
存货周转率	7.31	8.67	7.62	8.37	8.55
总资产周转率	0.54	0.58	0.62	0.72	0.79
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.66	0.23	0.28	0.55	0.67
每股经营现金流	0.39	0.03	1.19	-1.01	2.03
每股净资产	4.31	4.54	4.74	5.29	5.88
<b>估值比率</b>					
市盈率	14.61	41.76	34.40	17.58	14.50
市净率	2.25	2.14	2.05	1.84	1.65
EV/EBITDA	19.59	19.70	16.23	10.87	7.43
EV/EBIT	36.27	31.77	28.64	14.87	9.86

### 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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com