

工业用纸包装稳健发展，塑料包装成长性显著

核心观点：

- **包装细分领域龙头，工业用纸包装、塑料包装双轮驱动未来成长。**公司深耕包装行业近16年，为客户提供工业与消费包装产品的软体包装一体化解决方案，以工业用纸包装为基础，横向拓展塑料包装。截至2021年，公司营业收入达到11.2亿元，同比增长44.55%，归母净利润达到1.45亿元，同比增长30.18%。
- **同优质客户共成长，工业用纸包装业务稳健发展。**公司工业用纸包装业务为传统优势业务，下游行业以化工行业、建材行业和食品及食品添加剂为主，2020年占比分别为43.88%、26.1%、28.32%。公司研发、实践深厚积累实现高产品力，满足下游工业行业对包装的高要求，2021年，工业用纸包装毛利率为26.8%，优于可比公司平均水平。同时，公司深耕工业用纸包装领域，积累优质客户资源，同下游行业头部企业建立深度合作，不断拓展客户群体，2020年，公司工业用纸包装客户数量达到612家，同比新增76家。
- **乘奶酪行业东风，复合塑料包装快速成长。**我国奶酪行业快速成长，2021年零售市场规模达到122.73亿元，同比增长22.95%，预计将于2026年达到243.14亿元，5年CAGR达到14.65%。其中，妙可蓝多表现亮眼，2021年市占率达到27.7%，为行业第一，未来奶酪行业快速成长+常温奶酪新市场开拓+蒙牛入股实现赋能三重因素将驱动妙可蓝多延续高增。公司深度绑定妙可蓝多，为其第一大包材供应商，并持续推进客户结构多元化，已与伊利股份、蒙牛、奶酪博士等十余家知名乳制品企业建立合作。同时，公司奶酪棒包装地位稳固，技术、资金壁垒叠加先发优势构筑较强竞争力。
- **日化包装持续孕育，未来发展前景广阔。**公司设立子公司艾鲲新材料进行业务拓展，当前集中于日化领域。我国日化需求稳健成长，市场空间巨大，2021年美容及个人护理、家庭护理市场规模分别为5,726、1,205亿元，预计未来仍将稳健成长，并于2026年分别达到8,443、1,544亿元。目前，艾鲲新材料凭借优异的技术实力，为多家日化知名品牌提供服务，在业务起步期实现高速增长，2021年，营收达到6,718万元，同比增长62.79%，净利润亏损611万元，亏损金额降低42.13%。
- **盈利预测：**公司深耕包装行业，研发赋能实现业务拓展，工业用纸包装业务客户开发顺利，塑料包装业务将充分受益于奶酪行业快速发展及日化行业广阔空间，预计公司2022-2024年将分别实现营业收入13.86/17.86/22.84亿元，分别同比增长23.72%/28.87%/27.86%，归母净利润1.76/2.2/2.73亿元，分别同比增长21.41%/25.48%/23.69%，对应PE 27X/21X/17X，**维持“推荐”评级。**
- **风险提示：**下游市场不及预期；客户拓展不及预期；原材料价格大幅上涨；行业竞争加剧。

上海艾录(301062)

推荐 (维持评级)

分析师

陈柏儒

☎: 010-80926000

✉: chenbairu_yj@chinastock.com.cn

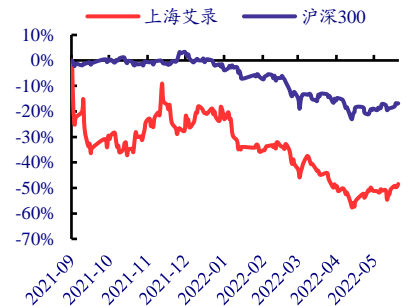
分析师登记编码: S0130521080001

市场数据

2022-06-02

A股收盘价(元)	11.75
股票代码	301062
A股一年内最高价(元)	23.18
A股一年内最低价(元)	9.31
上证指数	3195.46
市盈率	35.18
总股本(万股)	40,039
实际流通A股(万股)	4,370
流通A股市值(亿元)	5.13

相对沪深300表现图



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

【银河轻工】季报点评_上海艾录(301062.SZ)_盈利能力环比修复，看好塑料包装长期发展

【银河轻工】年报点评_上海艾录(301062.SZ)_全年业绩表现优异，业务拓展实现快速发展

【银河轻工】2021 季报点评_上海艾录(301062.SZ)_营收利润高速增长，塑料包装绑定妙可蓝多未来可期

主要财务指标

单位: 百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
总营业收入	1120.15	1385.88	1786.01	2283.60
同比增速 (%)	44.55	23.72	28.87	27.86
归母净利润	144.71	175.69	220.46	272.69
同比增速 (%)	30.18	21.41	25.48	23.69
EPS(元/股)	0.40	0.44	0.55	0.68
PE	45.08	26.78	21.34	17.25

资料来源: 公司财务报表, 中国银河证券研究院整理及预测 (股价为 2022/6/2 收盘价)

目 录

一、上海艾录：深耕包装行业，成长为细分领域龙头	4
（一）以工业用纸包装为基，横向拓展塑料包装实现快速成长	4
（二）股权结构清晰集中，创始人团队引领发展	6
（三）公司业绩稳步扩张，盈利能力持续向好	7
二、同优质客户共成长，工业用纸包装业务稳健发展	14
（一）工业细分赛道产品附加值高，公司盈利能力优于可比公司	14
（二）持续巩固开发优质客户资源，跟随下游头部客户共同发展.....	17
三、乘奶酪行业东风，塑料包装业务将快速成长	18
（一）妙可蓝多引领奶酪行业快速发展	18
（二）深度绑定妙可蓝多，业绩成长确定性较高	21
（三）技术、资金壁垒叠加先发优势，公司奶酪棒包装地位稳固.....	22
（四）日化包装持续孕育，客户拓展未来可期	24
四、盈利预测与投资建议	26
（一）核心假设及盈利预测	26
（二）估值分析与投资建议	27
五、风险提示	27

一、上海艾录：深耕包装行业，成长为细分领域龙头





(一) 以工业用纸包装为基，横向拓展塑料包装实现快速成长

公司深耕包装领域，打造核心竞争力。上海艾录成立于 2006 年，主要从事工业用纸包装、塑料包装及智能包装系统的研发、设计、生产、销售及服务，是国内领先的工业用纸包装公司，为客户提供工业与消费包装产品的软体包装一体化解决方案。截至 2021 年，公司营收规模达到 11.2 亿元，同比增长 44.55%，归母净利润达到 1.45 亿元，同比增长 30.18%。

公司业务涵盖工业用纸包装、塑料包装及智能包装系统三大产品线。

工业用纸包装产品主要用于工业企业粉体和颗粒类产品包装，被广泛应用于食品、化工、建材及医药中间体等行业领域。按照形态和工艺的不同，主要分为阀口袋、方底袋、热封口袋和缝底袋四类。

表 1. 公司工业用纸包装产品

分类	阀口袋	方底袋	热封口袋	缝底袋
示意图				
说明	俗称糊底袋，从顶部或底部阀口进料，采用专门灌装设备，灌装物料后自动形成长方体	又称开口方底袋或单头糊底袋，袋子底部经过对齐折叠胶合，并贴上牢固的盖底纸，充填后呈矩形	又叫阶梯口热熔胶袋或翻口热封袋，采用多层牛皮纸错层切割技术，开口处像阶梯状而得名，一般会在阶梯口喷涂热密封胶材料折叠后密封	又叫开口缝底袋，采用牛皮纸或伸性纸，底部采用特制缝线机械缝纫，且含有易拉口，拆包时操作方便
材料	牛皮纸、纸塑复合布、内衬塑料膜和铝膜			
特点	灌装高效、堆包整齐、牢固可靠、运输方便、美观大方	环保性好、牢固度高、堆垛稳定、便于识别	无缝纫，无污染，全密闭，防结块	可与 PE 复合，具备强度高、防水防潮等特点
应用	食用粉、化工粉末、化肥、合成材料、药品、矿物质等粉粒状固体及柔性物料 超大尺寸阀口袋被常用于气象法白炭黑行业及超细纳米级粉料包装	食用粉及添加剂、化工粉末、饲料、塑料等行业的粉粒状产品包装	食品及添加剂、精密化工、新型原料、建材、矿产品等粉、粒、片、絮、稠状产品包装	小宗散装粉粒状物料包装

资料来源：公司官网，中国银河证券研究院整理

塑料包装产品被用于乳制品及日化产品领域，主要包括复合塑料包装和注塑包装及其他。其中，公司的复合塑料包装主要应用于乳制品领域，妙可蓝多为主要客户，2021 年占公司复合塑料包装产品销售比例为 85.54%；公司的注塑包装及其他业务主要由子公司艾鲲新材料开展，提供软管、片材、注塑、面膜袋、标签及相关产品及服务。

表 2. 公司塑料包装产品

	复合塑料包装	注塑包装及其他
示意图		
说明	由面层膜、PS 膜和 EVOH 膜三层结构复合而成，公司产品核心原材料为定制的塑料粒子，属于定制化的保密配方产品，具备较高技术壁垒	公司针对日化类产品开发出的“焊接软管”、双组份料保鲜储存“二代安瓶”、泵压式牙膏管等创新创意产品，能够配合下游客户实现产品容纳、形象塑造、市场推广等多重目的
特点	可塑性强、阻隔性好、锁味保鲜功能强	面霜瓶：款式多样、透明度极佳、抗老化性能好、色彩丰富； 日化、建材：外观精美、操作人性化
应用	主要用于胶装乳制品的内容物包装	主要用于食品、化妆品和日化用品等

资料来源：招股说明书，中国银河证券研究院整理

公司通过收购锐派包装开展智能包装系统业务，包括粉体和颗粒智能化包装生产线的研发、设计、生产和销售，与公司主营业务互补，是公司一体化包装解决方案的重要组成部分。锐派拥有物料处理、称重计量、机器人包装、码垛、套膜等整线解决方案，不仅拥有包装机制造能力，更实现了整条包装线集成。

图 1. 公司智能灌装整线解决方案



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

自成立以来，公司主要经历三个阶段：

初创积蓄期（2006 年~2010 年）：公司以工业用纸包装起家，持续积累资源，积蓄力量助力未来快速发展。2006 年 7 月，公司前身为艾录有限，由陈安康（董事长、总经理）、张勤（董事、副总经理）共同出资 50 万元设立。2010 年 12 月，公司股东增资 4,050 万元，注册资本由 150 万元增至 4,200 万元，企业运营资金得到补充，为后续扩张积蓄力量。

快速扩张期（2011 年~2017 年）：伴随资本得到补充，公司凭借资源积累开始快速扩张。除 2010 年 12 月公司股东增资外，公司于 2011 年获得总计 5,000 万元投资。在资本加持下，

公司实现快速成长。2011年，公司二期工厂建成，并引进德国W&H自动化流水线；2013年，公司荣获上海市“科技小巨人培育企业”荣誉称号；2014年，公司荣获“高新技术企业”证书，并成功挂牌新三板；2015年，公司引进国金证券、上投摩根等多家投资机构及个人投资者，全资收购锐派包装以布局包装生产线业务，并举行三期工程奠基仪式（占地面积49亩，建筑面积24,625.9m²，总投资2.8亿）；2016年，艾录高分子环保复合包装材料三期项目建成试生产；2017年，公司发起组建艾鲲新材料，布局化妆品、医用、食品、日化等领域。

二次成长期（2018年至今）：公司专项研发掌握复合塑料包装核心技术，切入妙可蓝多奶酪棒包装供应体系，乘奶酪行业东风实现快速成长。2018年，公司收到妙可蓝多产品需求，并组织人员进行专项研发，成功研发出适合胶状乳制品的包装，实现奶酪棒包装膜国产化；2019年，公司五期智能工厂落成；2021年，公司成功于创业板上市，募资1.07亿元。

图 2. 公司发展历程



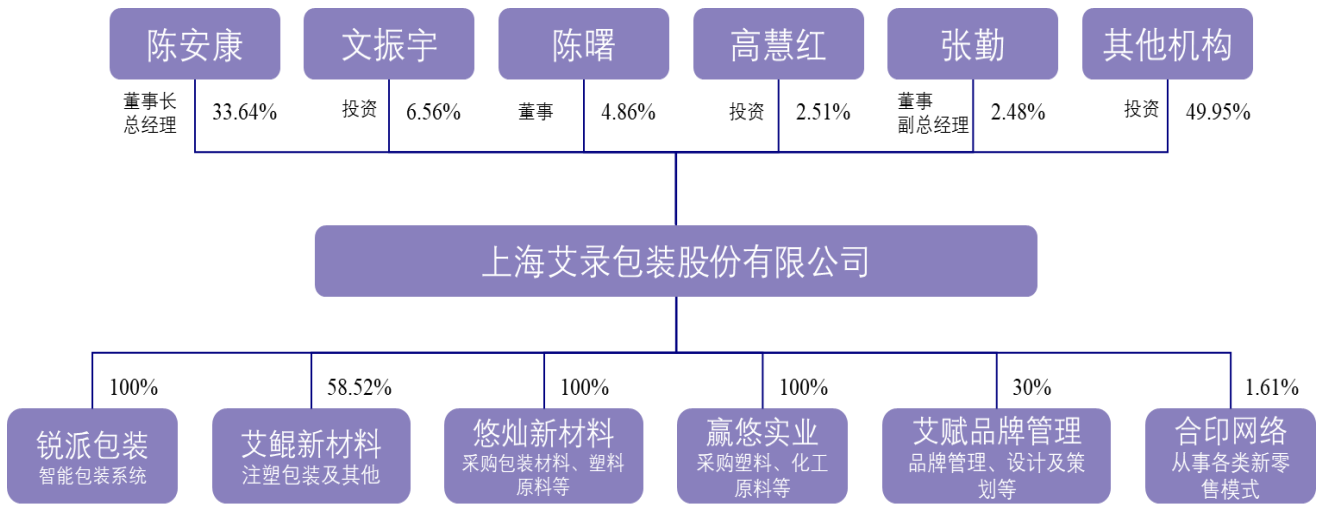
资料来源：公司官网，招股说明书，中国银河证券研究院

（二）股权结构清晰集中，创始人团队引领发展

公司股权结构明晰，创始人为实际控制人。公司创始人陈安康为第一大股东兼实际控制人，持股33.64%，是公司的董事长及总经理，深耕相关领域近40年，在包装及上游原材料领域均有丰富经验，曾就职于上海石油化工总厂、上海利顿建设有限公司、上海丽顿包装材料有限公司、上海久辰化工有限公司。陈曙为公司董事，持股4.86%；张勤为公司创始人之一，目前任公司董事及副总经理，持股2.48%。而文振宇、高慧红及其他机构皆出于投资目的持有股份，共计持股59.02%。

子公司明确分工，各司其职。公司旗下有4个子公司，其中锐派包装为公司智能包装业务主体，艾鲲新材料为公司注塑及其他业务主体；而悠灿新材料及赢悠实业则专职负责公司原材料采购。

图 3. 公司股权结构

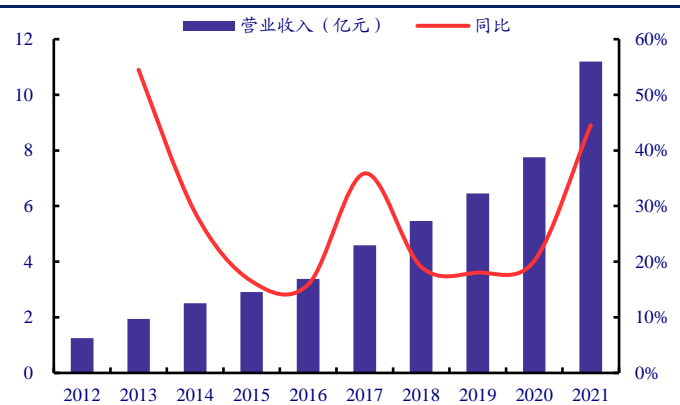


资料来源: Wind, 招股说明书, 中国银河证券研究院

(三) 公司业绩稳步扩张, 盈利能力持续向好

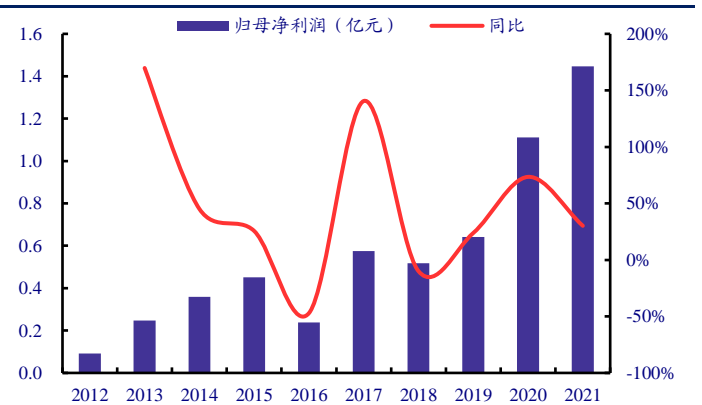
公司营收稳健成长, 归母净利润波动上行。2021 年, 公司营收达到 11.2 亿元, 同比增长 44.55%, 9 年 CAGR 为 27.51%。2016 年, 受子公司商誉减值损失影响, 归母净利润同比下降 47.1%; 2018 年, 受原纸价格上涨影响, 归母净利润同比下降 9.96%; 2021 年, 归母净利润达到 1.45 亿元, 同比增长 30.18%, 2012 年~2021 年 CAGR 为 35.84%。

图 4. 公司营业收入



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

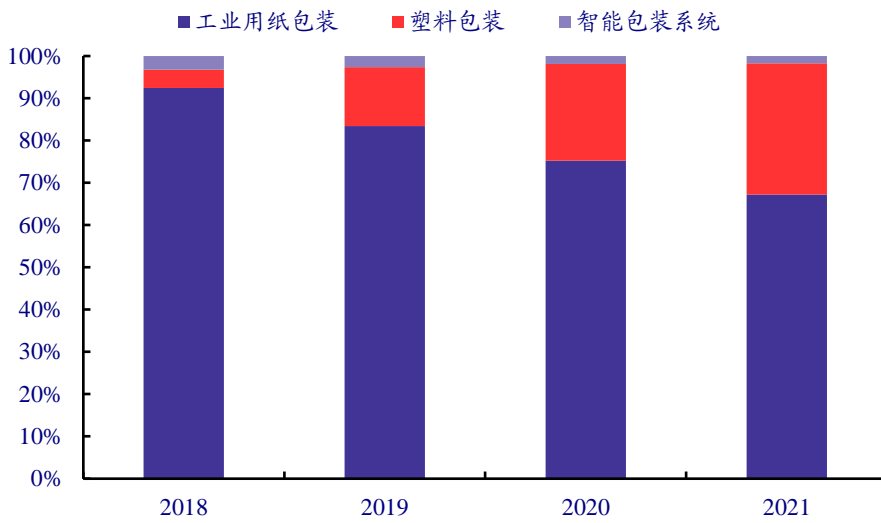
图 5. 公司归母净利润



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

工业用纸包装为基本盘, 塑料包装营收占比快速提升。细分品类来看, 工业用纸包装为公司基本盘, 收入占比持续下降, 2021 年实现营收 7.53 亿元, 同比上涨 29.14%, 占比为 67.2%, 同比下降 8.02 PCT; 塑料包装快速成长, 占比迅速提升, 2021 年实现营收 3.48 亿元, 同比增长 96.65%, 占比为 31.09%, 同比上涨 8.24 PCT; 而智能包装系统占比较低, 且占比稳中有降, 2021 年实现营收 0.19 亿元, 同比上涨 31.47%, 占比为 1.71%, 同比下降 0.17 PCT。

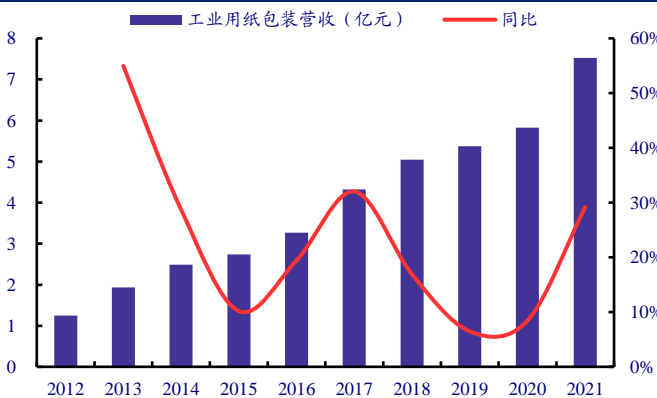
图 6. 公司营收结构



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

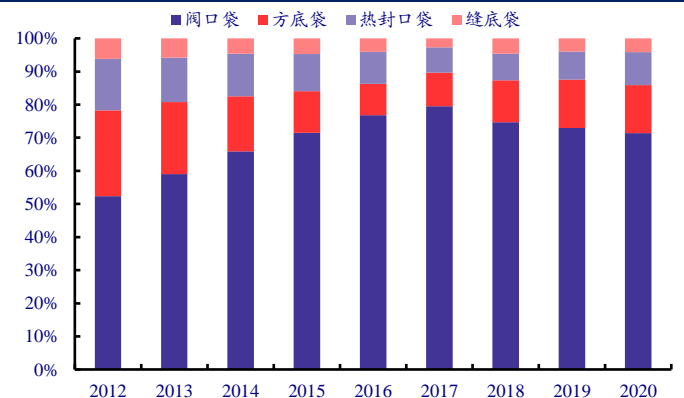
工业用纸包装以阀口袋为主, 营收稳健成长。公司自 2011 年进入快速扩张期, 2012 年-2018 年, 工业用纸包装业务实现快速成长, 营收规模自 1.25 亿元成长至 5.05 亿元, 6 年 CAGR 达到 26.26%; 2019 年-2020 年, 工业用纸包装业务增速趋缓, 下降至 10% 以下, 两年增速分别为 6.48%、8.44%, 2020 年营收规模达到 5.83 亿元, 营收增速放缓, 主要是因为 2019 年下游行业景气度下降及 2020 年新冠疫情影响; 2021 年, 业务实现高增, 全年同比增长 29.14%, 营收规模达到 7.53 亿元。从结构来看, 阀口袋为主要产品, 近几年占比维持在 70% 以上, 方底袋、热封口袋及缝底袋分列第二、三、四名, 2020 年占比分别为 14.47%、9.99%、4.14%。

图 7. 工业用纸包装营收规模



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 8. 工业用纸包装营收结构



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表 3. 工业用纸包装销售收入量价拆分

	2018A	2019A	2020A	2021A
	销售收入 (百万元)			
工业用纸包装	504.79	537.52	582.88	752.75
YOY	16.90%	6.48%	8.44%	29.14%

其中：阀口袋	376.76	392.19	416.19
YOY	9.69%	4.09%	6.12%
方底袋	64.34	78.31	84.36
YOY	46.70%	21.72%	7.73%
热封口袋	40.38	45.96	58.21
YOY	23.51%	13.80%	26.66%
缝底袋	23.31	21.07	24.12
YOY	97.66%	-9.61%	14.47%

销量（百万条）

工业用纸包装	156.92	166.20	189.13	261.63
YOY		5.92%	13.80%	38.33%
其中：阀口袋	127.83	133.57	149.83	
YOY		4.49%	12.17%	
方底袋	13.73	16.77	19.50	
YOY		22.12%	16.27%	
热封口袋	8.46	9.63	12.43	
YOY		13.82%	29.10%	
缝底袋	6.90	6.23	7.37	
YOY		-9.64%	18.25%	

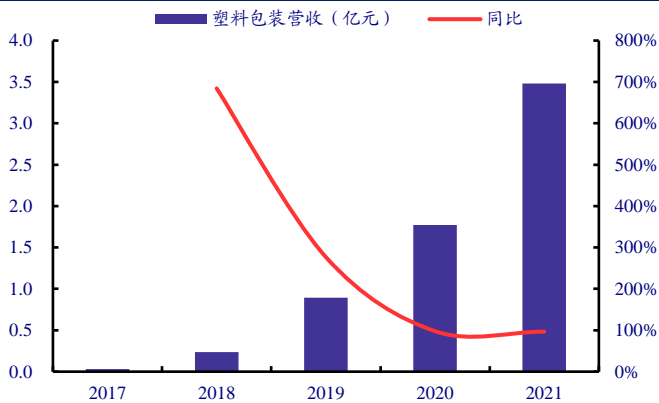
平均售价（元/条）

工业用纸包装	3.22	3.23	3.08	2.88
YOY		0.53%	-4.71%	-6.64%
其中：阀口袋	2.95	2.94	2.78	
YOY		-0.38%	-5.40%	
方底袋	4.69	4.67	4.33	
YOY		-0.33%	-7.34%	
热封口袋	4.77	4.77	4.68	
YOY		-0.02%	-1.88%	
缝底袋	3.38	3.38	3.27	
YOY		0.03%	-3.20%	

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

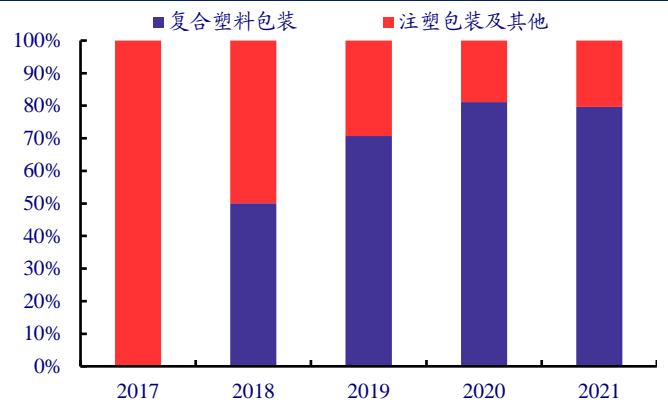
塑料包装快速成长，成为公司未来成长核心驱动力。公司塑料包装业务自 2017 年起步，成立以来快速发展，2018-2021 年 4 年 CAGR 为 227.48%，2021 年营收规模达到 3.48 亿元。从结构来看，复合塑料包装贡献主要成长，2018 年~2021 年，营收规模自 0.12 亿元增长至 2.77 亿元，3 年 CAGR 为 185.81%，占比快速提升后稳定在 80%左右，2021 年为 79.67%；而注塑包装及其他业务同样快速成长，2017 年-2021 年，营收规模自 0.03 亿元成长至 0.71 亿元，4 年 CAGR 为 119.9%，2021 年占比为 20.33%。

图 9. 塑料包装营收规模



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 10. 塑料包装营收结构



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

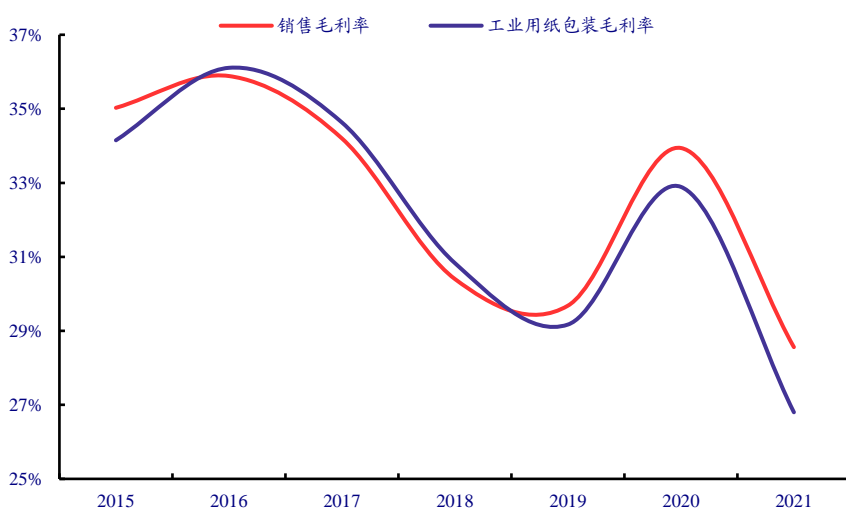
表 4. 复合塑料包装销售收入量价拆分

	2018A	2019A	2020A	2021A
销售收入 (百万元)	11.88	63.28	143.59	277.45
YOY		432.52%	126.92%	93.22%
销量 (百万延米)	2.53	14.23	32.87	75.36
YOY		462.41%	130.94%	129.29%
平均售价 (元/延米)	4.70	4.45	4.37	3.68
YOY		-5.32%	-1.74%	-15.73%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

整体毛利率呈现一定波动性，前期主要受工业用纸包装毛利率影响。2017 年以来，公司毛利率维持在 30%左右，同工业用纸包装毛利率同向变动。前期，公司工业用纸包装业务营收占比处于较高水平，是影响整体毛利率的主要因素。伴随塑料包装占比快速提升，工业用纸包装影响逐渐减弱，公司整体毛利率变动同工业用纸包装毛利率变动的相关性逐渐降低。

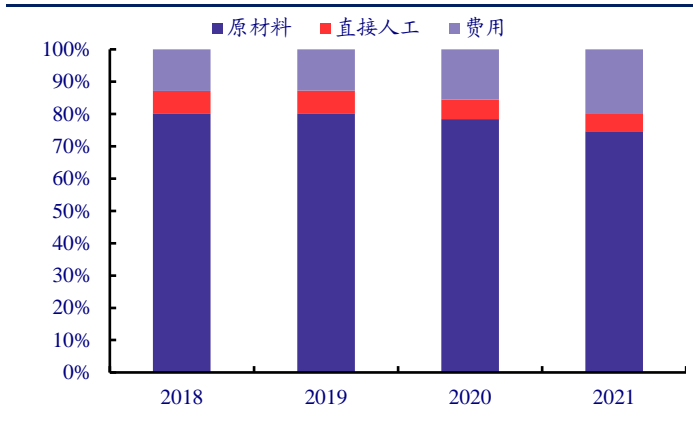
图 11. 公司整体毛利率与工业用纸包装毛利率的变动关系



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

工业用纸包装毛利率主要受原材料价格影响，同纸浆价格相关。公司工业用纸包装成本中，原纸成本占比 60.89%（2020 年，工业用纸包装成本中原材料成本占比 78.43%，原材料成本中原纸占比 77.63%），为成本变动核心影响因素。公司工业用纸包装所使用的原纸主要为牛皮纸，以漂针木浆、漂阔木浆及本色浆等为核心原材料，成本受浆价影响。公司工业用纸包装毛利率同木浆价格整体趋势呈现反向变动特征，2019 年在纸浆价格下降前提下，工业用纸包装毛利率下降，主要是因为：公司当时对原纸提前 3-4 个月进行备货，原材料结转存存在一定滞后性。

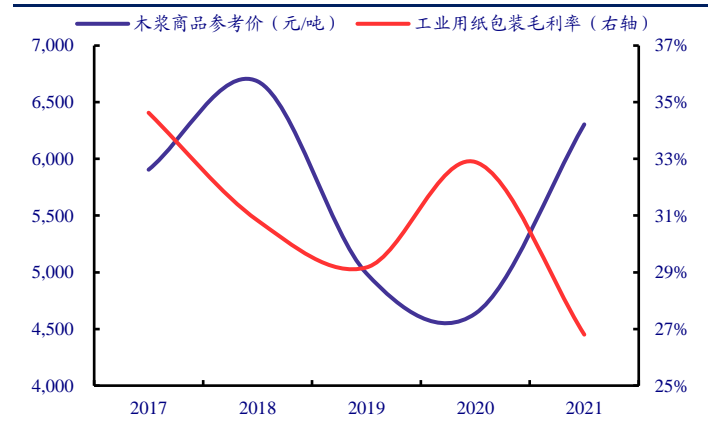
图 12. 工业用纸包装业务成本拆分



资料来源：招股说明书，中国银河证券研究院

注：2018 年-2020 年成本中的费用项目不包含运输费用，2021 年成本中的费用项目按最新会计准则包含运输费用

图 13. 公司工业用纸包装毛利率同木浆价格趋势反向变动



资料来源：公司公告，卓创资讯，中国银河证券研究院

表 5. 工业用纸包装营业成本量价拆分

	2018A	2019A	2020A	2021A
平均成本（按产品，元/条）				
工业用纸包装	2.23	2.29	2.07	2.11
YOY		2.95%	-9.71%	1.83%
其中：阀口袋	1.99	2.05	1.84	
YOY		2.96%	-10.35%	
方底袋	3.48	3.43	3.01	
YOY		-1.55%	-12.19%	
热封口袋	3.34	3.44	3.17	
YOY		2.97%	-7.74%	
缝底袋	2.71	2.63	2.41	
YOY		-2.87%	-8.36%	
平均成本（按项目，元/条）				
平均成本	2.23	2.29	2.07	2.11
YOY		2.95%	-9.71%	1.83%
其中：原材料	1.78	1.84	1.62	1.57
YOY		2.98%	-11.69%	-3.09%
其中：原纸	1.42	1.46	1.26	
YOY		3.30%	-14.01%	

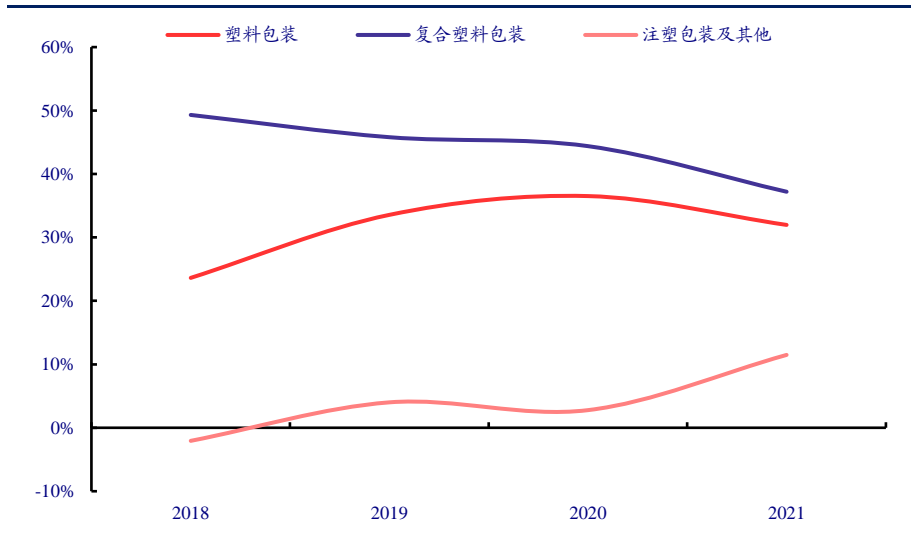
直接人工	0.16	0.16	0.12	0.11
YOY		3.89%	-23.03%	-8.74%
费用	0.29	0.29	0.32	0.42
YOY		2.22%	10.04%	30.72%
毛利率				
工业用纸包装	30.83%	29.17%	32.89%	26.80%
其中：阀口袋	32.48%	30.22%	33.87%	
方底袋	25.65%	26.56%	30.40%	
热封口袋	30.00%	27.91%	32.21%	
缝底袋	19.86%	22.19%	26.33%	

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

注：2018年-2020年成本中的费用项目不包含运输费用，2021年成本中的费用项目按最新会计准则包含运输费用

复合塑料包装业务毛利率处于较高水平，对整体毛利率贡献持续提升。公司整体塑料包装毛利率维持高位，预计未来有望持续改善，主要是因为：一方面，2021年，复合塑料包装受上游原材料价格大幅上涨和公司主动调整价格策略的因素影响，毛利率同比下降 7.19 PCT，达到 37.2%，预计未来上游成本端有望改善，进而实现盈利能力修复；另一方面，注塑包装及其他业务营收规模持续增加，盈利能力逐步改善，2021年毛利率已达到 11.49%，同比提升 8.71 PCT。同时，塑料包装业务是公司第二增长极，营收占比快速成长，2021年已达到 31.09%，伴随未来塑料包装业务快速扩张，对整体毛利率贡献将持续提升。

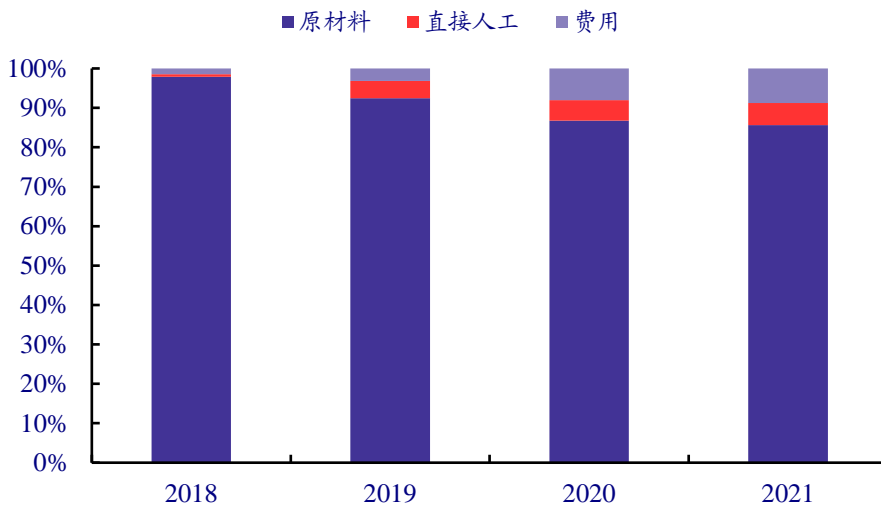
图 14. 塑料包装毛利率水平



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

复合塑料包装成本以原材料为主，主要受上游国际原油价格影响。复合塑料包装成本拆分来看，2020年，原材料占比为 86.79%，直接人工占比为 5.2%，制造费用占比为 8.01%。公司复合塑料包装产品主要原材料为塑料粒子，其以聚乙烯、高抗冲聚苯乙烯为主，市场价格主要受国际原油价格波动影响。

图 15. 复合塑料包装业务成本拆分



资料来源：招股说明书，中国银河证券研究院

注：2018 年-2020 年成本中的费用项目不包含运输费用，2021 年成本中的费用项目按最新会计准则包含运输费用

表 6. 复合塑料包装营业成本量价拆分（元/延米）

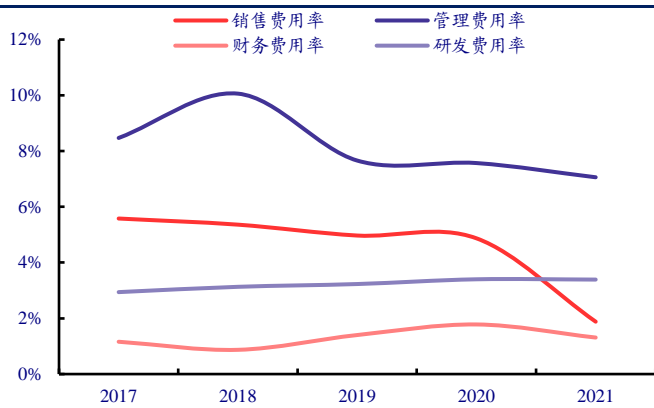
	2018A	2019A	2020A	2021A
平均成本	2.38	2.41	2.43	2.31
YOY		1.23%	0.83%	-4.85%
其中：原材料	2.33	2.23	2.11	1.98
YOY		-4.36%	-5.36%	-6.13%
直接人工	0.02	0.10	0.13	0.13
YOY		551.81%	20.39%	3.30%
费用	0.03	0.08	0.19	0.20
YOY		121.35%	153.80%	3.70%
毛利率	49.31%	45.80%	44.39%	37.20%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

注：2018 年-2020 年成本中的费用项目不包含运输费用，2021 年成本中的费用项目按最新会计准则包含运输费用

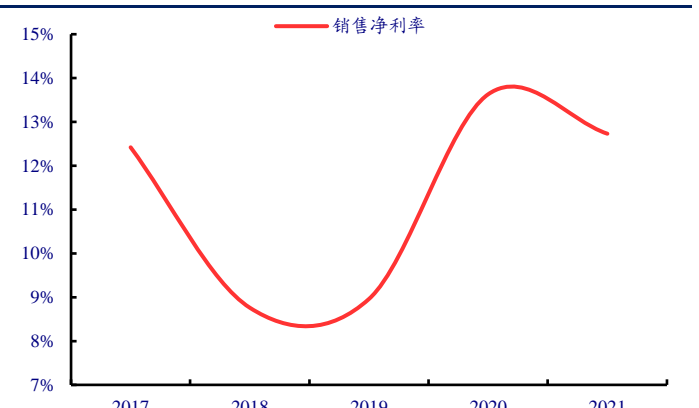
公司费用率优化，净利率持续向好。2017 年以来，伴随效率不断提升，公司费用率逐年下降，自 2017 年的 18.16% 下降至 2021 年的 13.64%，2021 年公司销售、管理、财务及研发费用占收入的比例分别为 1.88%、7.06%、1.31%、3.39%。2018 年，公司净利率受原材料成本影响大幅下跌，随后持续改善，2021 年再次受原材料成本影响，同比下滑 0.9 PCT，达到 12.73%，预计未来伴随塑料包装业务的持续发展，公司净利率还具备进一步提升空间。

图 16. 公司费用率水平



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 17. 公司销售净利率水平



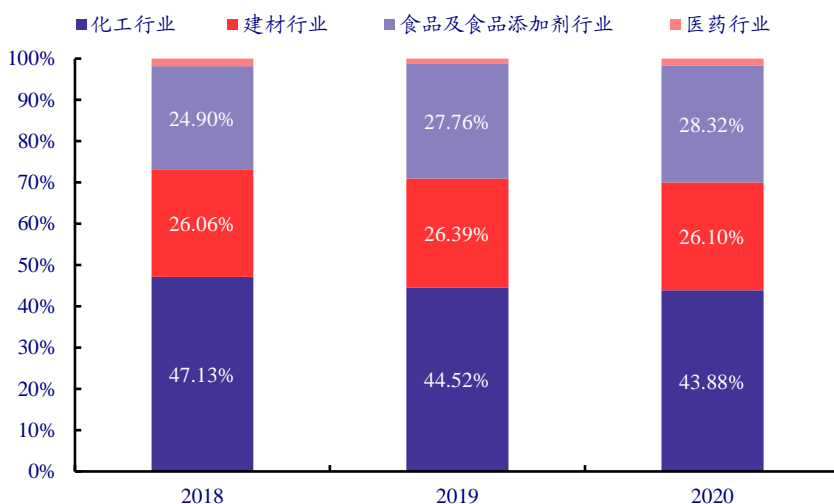
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

二、同优质客户共成长，工业用纸包装业务稳健发展

(一) 工业细分赛道产品附加值高，公司盈利能力优于可比公司

下游行业以化工行业、建材行业和食品及食品添加剂行业为主。从公司工业用纸包装下游行业来看，2020年，化工行业收入占比达到43.88%，为工业用纸包装主要下游行业，但收入占比呈现小幅下滑趋势；建材行业收入占比达到26.1%，呈现小幅波动趋势，整体维持稳定；食品及食品添加剂行业占比不断提升，2020年达到28.32%。

图 18. 公司工业用纸包装下游应用行业占比



资料来源: 招股说明书, 中国银河证券研究院

下游工业行业对包装要求较高，具备更强技术壁垒。公司工业用纸包装业务对应下游客户主要为化工、建筑材料、奶粉及医药等行业，包装内容物通常具备独特的物理及化学特性，对包装的积密度、流动性能、防潮性、包装速度、耐高温性、防滑性、运输便宜性等方面要求较高。因而，工业用纸包装生产难度更大，较普通包装具备更强技术壁垒。

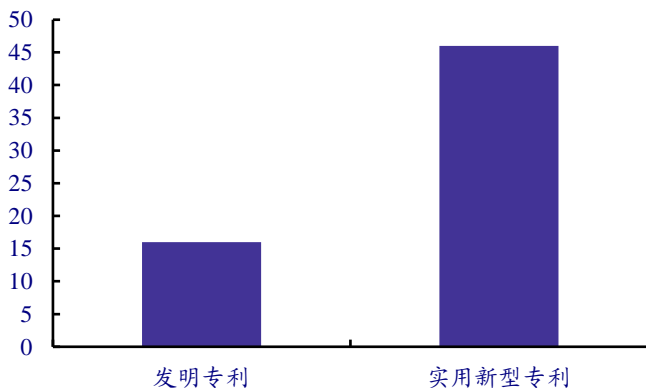
表 7. 公司工业用纸包装下游包装要求

	包装内容物特点	包装要求	公司产品工艺
化工	易受潮、含气量高	防潮、阻氧、阻气、阻光、阻水等	防潮主要通过纸膜不打孔或局部打孔相互搭配，或配置 PE 层等方式实现；透气主要通过纸张或膜进行满版打孔，或采用纯高透纸结构制袋等方式实现；阻氧及阻气主要系通过生产中加入纸铝塑复合材料和 EVOH 材料实现。
建材	易受潮	防潮，通常无其他特殊性能要求	按照物料防潮等级设计对应工业用纸包装的产品结构
食品及添加剂/医药	主要为食品/医药生产原料，附加值较高	高阻隔，满足食品/医药级包装对应的原料使用、制成环境及卫生标准	高阻隔主要通过产品研发设计来满足；生产环境方面，公司建有 3 个符合乳制品、食品添加剂、医药中间体产品生产要求的 10 万级无尘净化生产车间，以及 5 个满足食品级要求的洁净车间，并定期进行检测；产品质量管控和检测方面，公司根据食品安全相关的各项国家标准，建立食品安全企业标准

资料来源：招股说明书，中国银河证券

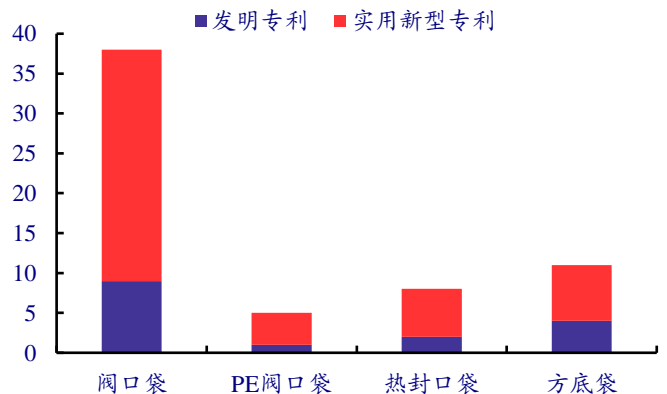
深耕工业用纸包装领域，研发、实践深厚积累实现高产品力。公司以工业用纸包装业务起家，自成立以来持续重视产品研发及工艺创新，在长期研发和实践过程中，技术不断优化更新，为公司维持行业内领先地位提供有力支撑。据招股说明书披露信息显示，公司工业用纸包装核心技术共形成发明专利 16 项，实用新型专利 46 项。

图 19. 工业用纸包装核心技术专利（按专利类型划分，2020 年）



资料来源：招股说明书，中国银河证券研究院

图 20. 工业用纸包装核心技术专利（按产品类型划分，2020 年）



资料来源：招股说明书，中国银河证券研究院

表 8. 公司工业用纸包装技术梳理

	生产特点	产品优势
阀口袋	<ol style="list-style-type: none"> 1) 能够制得超大尺寸的阀口袋，拓宽了阀口袋的使用领域； 2) 能够生产出兼顾排气性和防漏性的阀口袋，解决了超细物料高流动性，高含气量，堆积密度变化大所导致的不易灌注问题； 3) 通过纸张跳跃式打孔的技术，使制得的阀口袋具有更强的透气性，在客户灌装时不易被气压冲破； 4) 通过增加内补强条、外补强条增加了阀口袋的密闭度和整体强度。 	在保证产品性能的前提下提高客户的灌装效率，增强公司在化工、建材等超细物料包装领域的竞争力，同时亦能满足部分食品领域阀口袋灌装的需求。
PE 阀口袋	<ol style="list-style-type: none"> 1) 通过翻折工艺使排气通道具有膨胀性，显著提高产品透气性； 2) 通过间断性错位刀口工艺，或直接采用间断式错位打孔或刀口，使产品具有高效的防潮效果。 	不仅完整保留了 PE 袋原有强度特性，还提高了产品的排气性，防潮性，有效增强公司在防潮要求较高的粉料灌装领域的竞争力。

热封口袋

- 1) 在纸袋成型时保证内层塑料膜不被拉伸、不被硬擦伤，进而使塑料膜实现防潮、隔味的功能；
- 2) 通过热熔胶上胶，使热熔胶水的涂胶面积增大，达到快速灌装、快速封口的目的；
- 3) 通过双折弯技术，能使热封口袋在封口后的密闭性进一步提高到可以避光的程度。

能有效避免食品级或医药级的物料因受潮或空气的影响腐败变质，延长物料保质周期，提高了存储安全性，增强公司在防潮要求比较高的化工及食品包装领域的竞争力。

方底袋

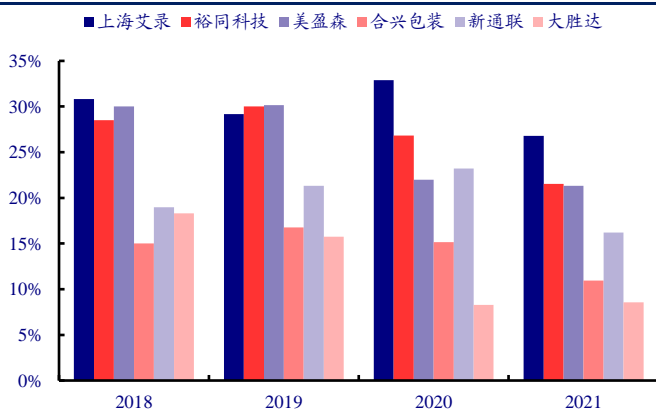
保证方底袋的 PE 内袋及阻隔层材料在制袋成型过程中无拉伸、无擦伤，实现包装袋防潮、密闭及气味阻隔功能。

能有效避免食品级或医药级的物料因受潮或空气的影响腐败变质，延长物料保质周期，提高存储安全性，同时具有更佳包装美观性和塑形性，增强公司在防潮要求及包装美观性要求较高的高端化工及食品包装领域的竞争力。

资料来源：招股说明书，中国银河证券研究院

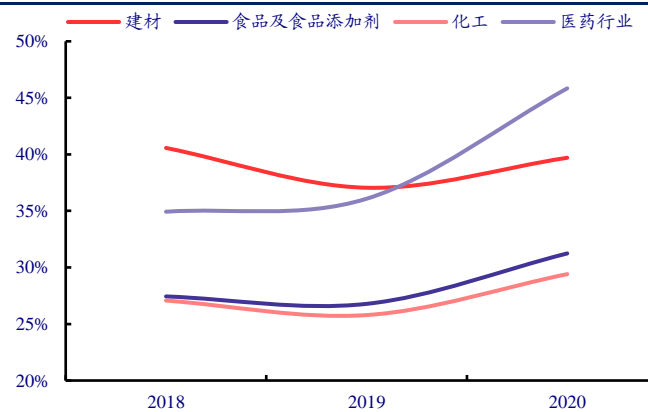
工业用纸包装产品附加值高，毛利率优于同业可比公司。2018年至2021年，公司工业用纸包装业务毛利率表现整体优于相似业务可比公司的毛利率水平，处于较高水平。具体来看，2018-2019年，公司同裕同科技、美盈森相似业务毛利率相近，而合兴包装、新通联及大胜达毛利率明显低于前三家企业；2020-2021年，毛利率表现开始分化，公司毛利率表现明显优于裕同科技和美盈森，表现出较强的产品竞争力。细分来看，建材行业盈利能力最高，食品及食品添加剂行业次之，化工行业最低；2020年，公司工业用纸包装业务中，建材行业毛利率为39.7%；食品及食品添加剂行业毛利率为31.24%；化工行业毛利率为29.41%；医药行业毛利率为45.84%，但占比不到2%，对整体业务毛利率影响较低。

图 21. 公司工业用纸包装毛利率水平与可比公司横向对比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 22. 公司工业用纸包装下游不同行业的毛利率情况



资料来源：招股说明书，中国银河证券研究院

(二) 持续巩固开发优质客户资源，跟随下游头部客户共同发展

深耕工业用纸包装领域，积累优质客户资源。公司同国内外知名工业及消费类企业客户建立牢固的合作关系，客户均为下游行业头部企业。其中，工业客户包括埃克森、陶氏、巴斯夫、万华化学、立邦、东方雨虹等；食品行业客户包括美国嘉吉、雀巢、三元等。

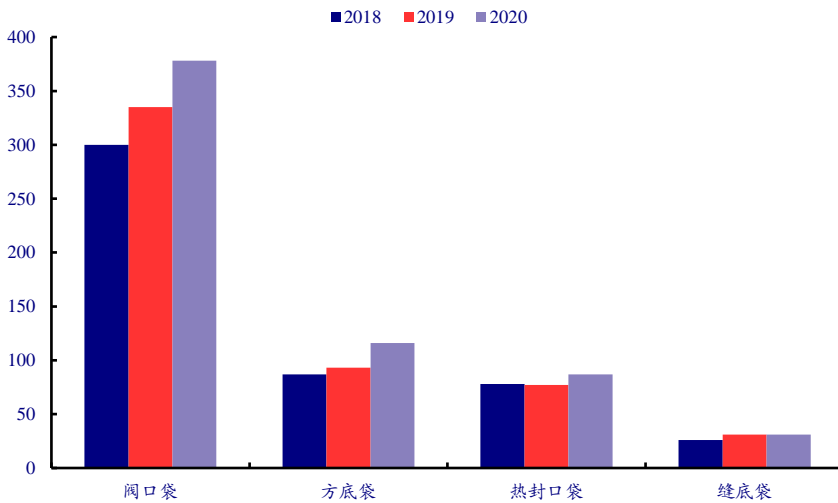
表 9. 公司工业用纸业务客户资源

乳制品	 美国嘉吉	 雀巢	 贝因美	 惠氏	 三元	
食品及食品添加剂	 荷兰帝斯曼	 丹尼斯克	 益海嘉里	 太雷欧斯	 英轩生物	 美国 ADM
建筑	 立邦	 东方雨虹	 美巢	 德高	 美国雷帝	 法国圣戈班
化工	 陶氏	 巴斯夫	 卡博特	 万华化学	 阿克苏诺贝尔	 埃克森美孚
医药中间体	 浙江医药	 新和成股份	 华康药业			

资料来源:公司官网, 中国银河证券研究院

业务拓展顺利，客户数量快速增长。公司持续加大研发投入，丰富技术储备，扩充产品矩阵，不断开拓工业用纸包装下游应用领域，满足客户新需求，成功切入食品及药品领域。同时，公司基于现有产品实力，叠加大客户服务经验，不断开拓客户资源，挖掘原有行业内需求。2020年，公司工业用纸包装客户数量达到 612 家，同比增加 76 家。

图 23. 公司工业用纸包装业务客户情况



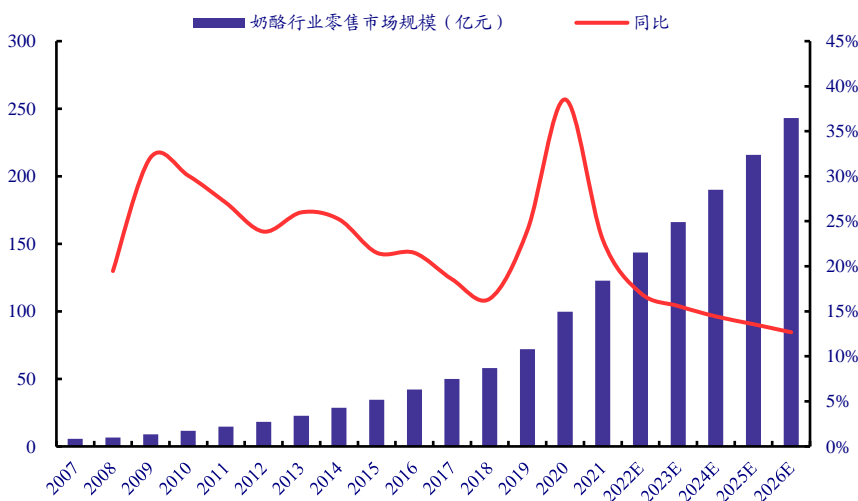
资料来源：招股说明书，中国银河证券研究院

三、乘奶酪行业东风，塑料包装业务将快速成长

(一) 妙可蓝多引领奶酪行业快速发展

我国奶酪行业零售市场快速成长，奶酪棒产品贡献市场增量。历史来看，我国奶酪行业经历两个阶段：1) 2007 年-2018 年，我国奶酪行业逐渐起步，此阶段行业发展迅速，产品丰富度逐渐提升，从零售市场规模来看，奶酪行业市场规模自 5.6 亿元成长至 58.11 亿元，11 年 CAGR 达到 23.71%；2) 2018 年至今，奶酪棒市场迅速崛起，带动我国加工奶酪市场快速发展，新市场得以开拓，贡献奶酪行业新增量，2021 年，奶酪行业零售市场规模达到 122.73 亿元，同比增长 22.95%，3 年 CAGR 达到 28.3%，预计未来 5 年将以 14.65% 的 CAGR 继续成长，并于 2026 年达到 243.14 亿元

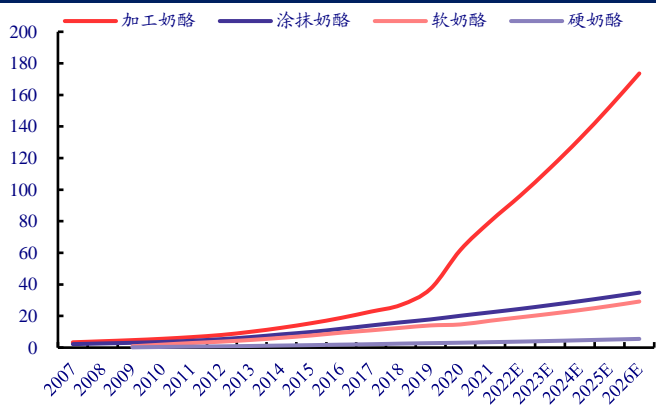
图 24. 我国奶酪行业零售市场规模



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院

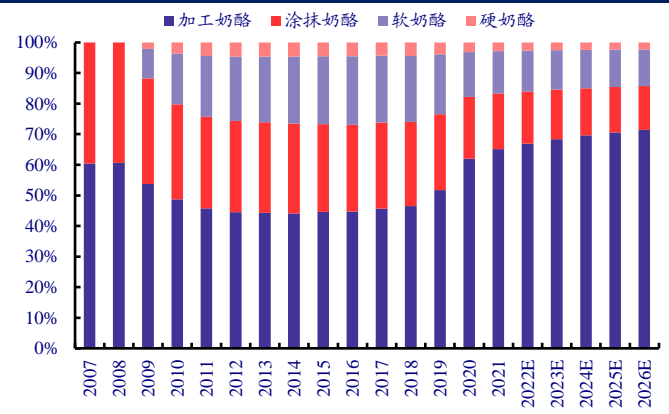
我国奶酪行业零售市场以加工奶酪为主，其中奶酪棒为重要产品。细分来看，2021年，我国奶酪行业中，加工奶酪市场规模为79.91亿元，占比65.11%；涂抹奶酪市场规模为22.34亿元，占比18.2%；软奶酪、硬奶酪市场规模分别为17.02、3.46亿元，占比分别为13.87%、2.82%。未来5年，加工奶酪市场规模仍将快速成长，以16.79%的CAGR继续成长，将于2026年达到173.62亿元，占比提升至71.41%。

图 25. 我国各类奶酪产品零售市场规模（亿元）



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院

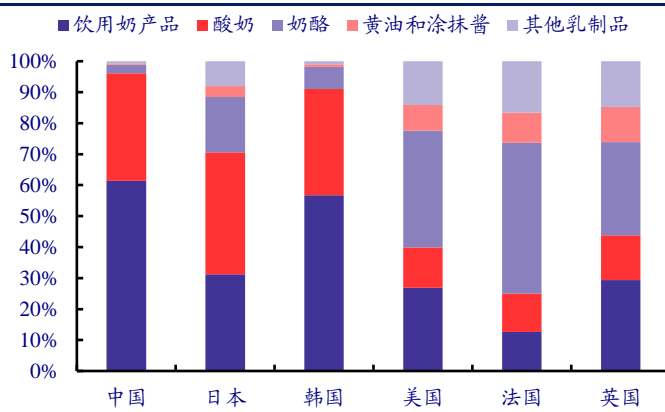
图 26. 我国各类奶酪产品零售占比



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院

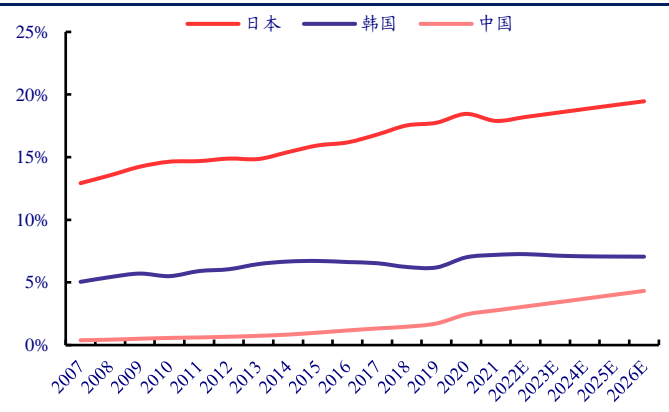
乳制品市场结构来看，我国奶酪行业占比处于较低水平。整体来看，美、法、英三国乳制品消费结构中均以奶酪为主，奶酪市场占比分别达到37.76%、48.62%、30.1%；而亚洲国家目前则以饮用奶产品及酸奶为主，奶酪市场占比处于较低水平，未来伴随消费持续升级，奶酪产品具备高营养价值特性，占比仍将持续提升

图 27. 各国乳制品消费结构（2021年）



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院

图 28. 中日韩奶酪行业占比乳制品市场比例

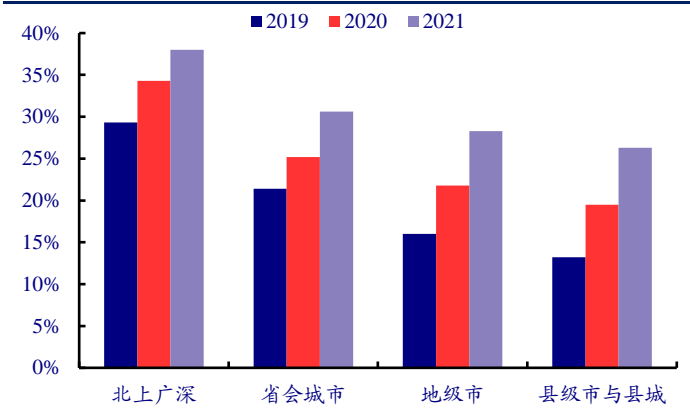


资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院

我国奶酪行业渗透率不断提升，人均消费对标海外发展前景广阔。受饮食习惯及消费水平影响，我国奶酪行业起步较晚，在全国范围内并未普及，前期局限于高端消费群体和少数民族聚居地，目前行业仍处于深化发展阶段。我国各级城市奶酪渗透率持续提升，2021年，北上广深、省会城市、地级市、县级市与县城奶酪渗透率分别达到38%、30.6%、28.3%、26.3%，分别较2019年提升8.7PCT、9.2PCT、12.3PCT、13.1PCT，下沉市场渗透率提升速度更快。人均消费来看，2021年，我国奶酪人均消费量仅0.37kg，与海外差距较大，对标有相似饮食

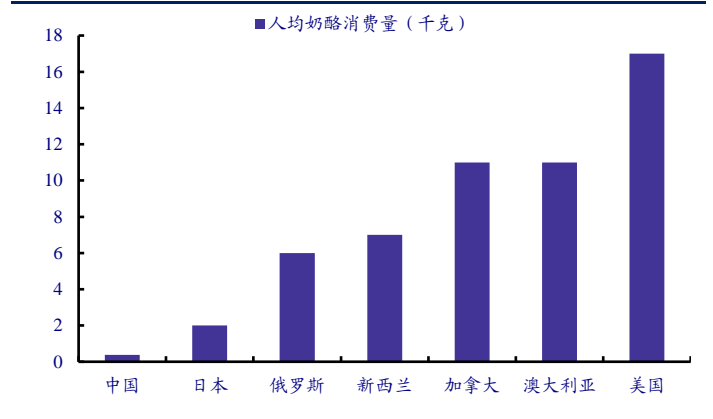
习惯的日本仍有超过4倍的提升空间。

图 29. 我国各级城市奶酪渗透率



资料来源: 凯度消费者指数家庭样本组, 中国银河证券研究院

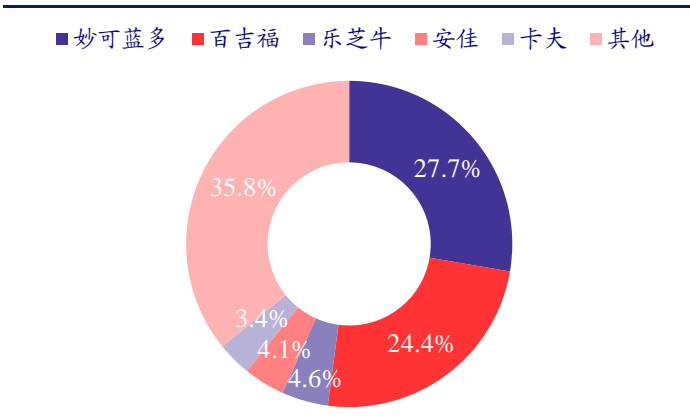
图 30. 各国奶酪人均消费量 (2021 年)



资料来源: 智研咨询, 中国银河证券研究院

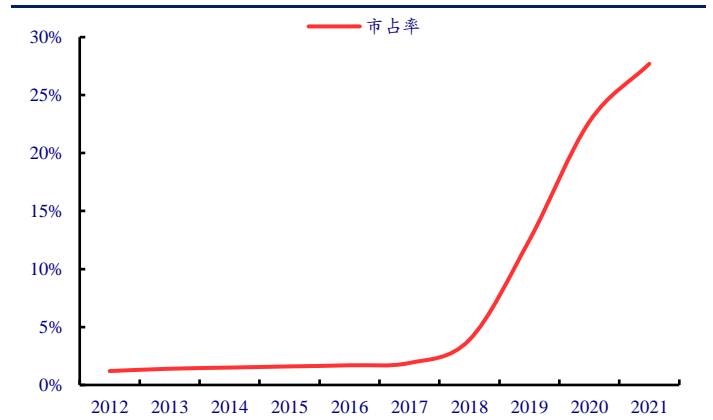
我国奶酪行业呈现双足鼎立局面, 妙可蓝多市占率表现亮眼。据 Euromonitor 统计数据显示, 2021 年我国奶酪行业 CR2 达到 52.1%, 市场集中度处于较高水平。其中, 妙可蓝多为第一名, 市占率自 2018 年以来快速提升, 2021 年达到 27.7%, 3 年提升 23.8 PCT; 百吉福为第二名, 2021 年市占率为 24.4%; 其他企业市占率皆低于 5%。

图 31. 我国奶酪行业市场份额 (2021 年)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

图 32. 妙可蓝多奶酪行业市场份额



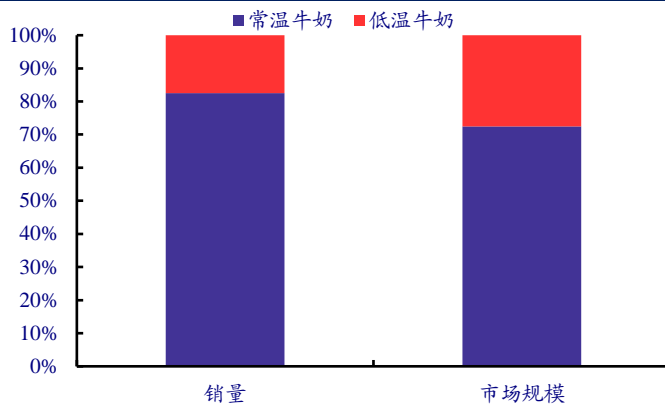
资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

业务拓展+资源整合, 妙可蓝多未来成长性依然显著。

推出常温奶酪新产品, 突破低温限制。2021 年 9 月, 妙可蓝多凭借自身优异的研发实力, 在业内率先推出具备较高研发壁垒的常温奶酪棒, 将得到快速发展: 常温奶酪棒保存环境不再受到严格限制, 打破了冷链运输局限性, 实现渠道下沉, 覆盖更广的消费群体, 同时, 满足多元化消费场景需求, 实现了市场增量。

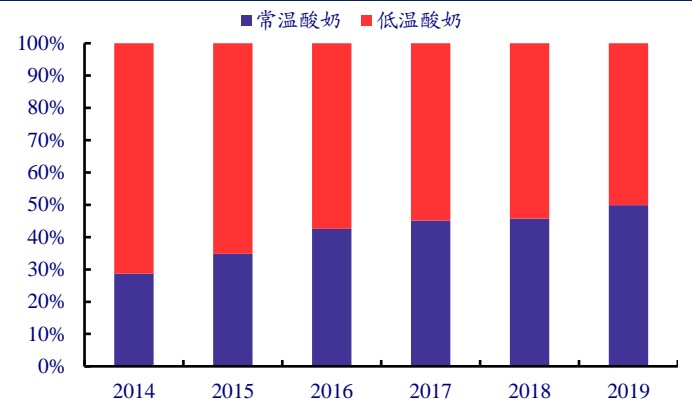
参照牛奶及酸奶市场, 常温奶酪棒市场空间巨大。牛奶市场以常温牛奶为主, 近年来低温牛奶虽然占比持续上升, 但仍明显低于常温牛奶, 2021 年, 常温牛奶同低温牛奶销量比为 4.71:1, 市场规模比为 2.63:1; 酸奶市场以低温酸奶产品起步, 常温酸奶产品推出后, 占比稳步提升, 2019 年占比已达到 50.1%, 预计未来占比仍将持续提升。

图 33. 常温牛奶及低温牛奶结构 (2021 年)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

图 34. 常温酸奶及低温酸奶结构



资料来源: 智研咨询, 中国银河证券研究院

蒙牛入股实现赋能, 资源整合将迎新发展。蒙牛自 2020 年初开始对妙可蓝多布局, 于 2021 年下半年成为其控股股东, 将赋能妙可蓝多, 助力其快速发展。蒙牛拥有优质奶源, 将保障妙可蓝多原材料供应及质量, 且更高效的合作效率有利于降低成本。同时, 妙可蓝多有望借助蒙牛优质渠道资源, 实现奶酪渠道布局, 更快铺开全国网络, 抢占市场份额, 培育品牌知名度。

(二) 深度绑定妙可蓝多, 业绩成长确定性较高

承接妙可蓝多需求, 实现奶酪棒包装膜国产化替代。2018 年 4 月, 妙可蓝多对公司提出采购需求, 希望对奶酪棒包装膜实现国产替代, 在保证产品质量的前提下, 实现更快的交货时间及更低的成本。公司给予高度重视, 成立专项研发小组进行研发, 并于 2018 年 10 月初步达到质量要求。公司成功实现奶酪棒包装膜国产化替代, 同妙可蓝多建立牢固的合作关系, 共同分享奶酪行业成长红利。

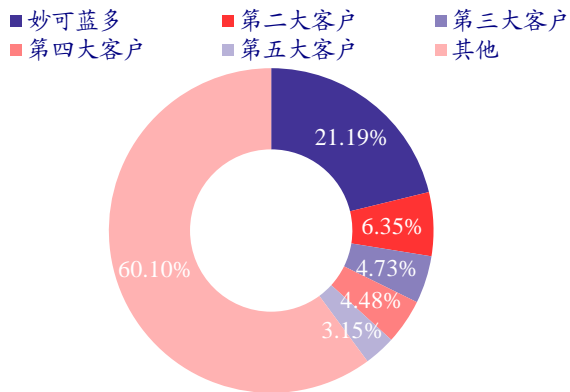
公司为妙可蓝多包装首供, 妙可蓝多为公司第一大客户。2021 年, 妙可蓝多向第一大包材供应商采购金额为 2.29 亿元。据上海艾录披露信息显示, 公司独家供应妙可蓝多常温奶酪棒复合塑料包装片材产品, 同时是其低温奶酪棒复合塑料包装片材产品第一大主要包材供应商。公司向第一大客户销售 2.37 亿元, 同妙可蓝多采购数据基本一致。因此, 公司为妙可蓝多包材首供, 同时是妙可蓝多整体第 3 大供应商, 占比妙可蓝多 2021 年度采购总比重为 7.92%。同时, 妙可蓝多为公司第一大客户, 2021 年占年度销售总额比例达到 21.19%, 占复合塑料包装业务收入比例为 85.54%。

表 10. 妙可蓝多前五大供应商 (2021 年)

	采购内容	采购金额 (百万元)	占 2021 年度采购总比重
第一名	原材料	373.51	12.90%
第二名	原材料	273.88	9.46%
第三名	包材	229.37	7.92%
第四名	原材料	219.84	7.59%
第五名	原材料	173.96	6.01%

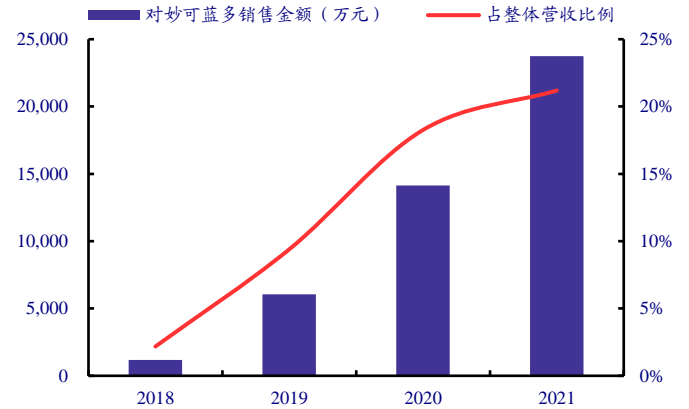
资料来源: 妙可蓝多公司公告, 中国银河证券研究院

图 35. 公司前五大客户情况 (2021 年)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 36. 公司对妙可蓝多销售情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

妙可蓝多业绩贡献确定性高, 公司积极进行客户拓展。公司同妙可蓝多全资子公司芝然乳品签署《奶酪棒彩膜战略采购合同》, 已续签至 2022 年 10 月 31 日, 年度预计采购量为 6,500 万延米。同时, 公司积极进行客户拓展, 目前已为伊利股份、蒙牛乳业、奶酪博士、光明乳业等十余家知名乳制品品牌供应奶酪棒包装产品, 2021 年, 其他品牌在复合塑料包装业务营收占比达到 14.46%, 同比提升 12.98%, 客户结构持续多元化发展。

(三) 技术、资金壁垒叠加先发优势, 公司奶酪棒包装地位稳固

公司掌握奶酪棒包装核心技术, 研发实力突出。公司奶酪棒包装使用复合片材产品制造技术, 主要源于生产实践及自主研发, 少部分配方由公司和供应商合作开发。奶酪棒包装复合片材由面层膜、PS 膜及 EVOH 膜三层结构复合构成, 三层结构材料在 GMP 生产环境下, 通过高精度印刷、无溶剂复合、智能熟化、全自动输送和分切包装等先进技术工艺, 实现无接触、无菌化、规模化生产成品。

表 11. 公司奶酪棒包装性能指标

	数值
受热形变率	140-170℃ 受热形变率范围: 30-70N/15mm 拉力区间范围下达到 110%-180% 的区间变形率
阻氧性能	≤ 3cm ³ /m ² *24h
印刷光标精度	298.0±0.1mm
耐温性能范围	≤ 180℃
微生物	大肠菌群不得检出, 菌落总数: ≤ 10CFU/100cm ²
热封性能	热封后, 耐压-50KPa 不漏气; 热封强度范围: 3N/15mm-5N/15mm

资料来源: 招股说明书, 中国银河证券研究院

奶酪棒包装要求高, 具备较强技术壁垒。相较于其他类型产品, 奶酪棒对包装提出了更高要求: 一方面, 包装需保证热合强度, 防止奶酪漏气变质, 确保食品安全, 又可以确保儿童轻松剥开包装以便使用等条件; 另一方面, 包装需具有高标准的阻水和阻氧性能, 在抑制微生物增长和外界污染的同时, 避免被包装物的水分流失, 以充分保证奶酪口感、延长奶酪保鲜周期。因此, 奶酪棒的独特需求带来了更多技术难点。

表 12. 奶酪棒包装技术难点

功能	要求	技术难点	生产方式
面层膜	耐高温印刷	需要耐高温到 170 度以上，不粘合模具，受热不变形，但在某一吸力下，又能够达到 110%以上的拉升变形，便于加热后的材料吸塑成型 一旦印刷尺寸误差超过正负 0.1mm，将无法准确切割每支奶酪，从而使得大量材料报废和无法正常生产	由合格供应商按照公司技术要求配套生产
PS 膜	吸塑成型	奶酪灌装中需要预热、加热、吸塑成型、再加热封合边缘、急速冷却、插棒、灌装等多个快速加工过程，过程中需要将每个立体包装准确无误的嵌入到 40 多个凹型模具穴中	少部分配方料向供应商采购，PS 膜由公司自行生产，对于公司生产出来的部分 PS 膜的瑕疵品，委托供应商进行少量加工处理
EVOH 膜	保鲜、高阻隔、易揭开，且具有良好的伸缩性和耐磨性	既要能具备锁味功能又要能具有易撕开的材料特性	公司根据自主研发配方，结合相关专用设备自行独立生产

资料来源：招股说明书，中国银河证券研究院

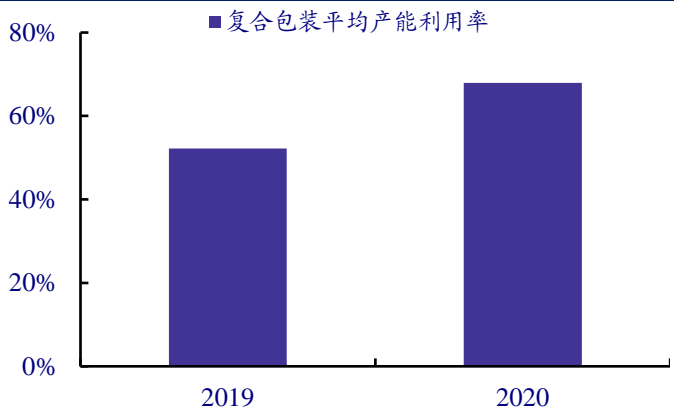
PS 膜将成主流中间层材质，目前仅少数几家有量产能力。奶酪棒包装中间层主要使用 PS 材质及 PVC 材质两大路线，预计未来 PS 膜将成为主流：PVC 作为一种硬塑料，加工通常需添加大量增塑剂，而增塑剂难溶于水，易溶于油，在接触食品时可能迁移到食品中，同时，PVC 塑料制品在较高温度下将产生氯化氢气体，对人体造成危害，因此 PVC 材质不宜作为食品包装容器。目前，国内能实现 PS 材质稳定大批量供应的仅安姆科、上海艾录及海顺新材，竞争格局较好。

研发费用近千万，未来仍将持续投入。公司针对奶酪棒包装产品进行专项研发，主要包括 4 个方面：印刷精度微小变量控制和可拉伸油墨试验、内层 EVOH 易剥离 PE 膜研制、特种面层材料应用改良、特种中间层吸塑 PS 材料改良。产品研发周期大概为 6 个月，且后续改进研发仍在持续进行，以不断优化产品质量，巩固技术积累，满足下游快速变化的需求，截至 2020 年末，公司在奶酪棒包装累计投入研发 980.98 万元。

生产设备价值高，公司大力投入实现较高生产效率。在奶酪棒包装生产上，公司利用先进设备，以实现柔性化生产，提升对客户不同复合塑料包装产品的生产需求响应速度。目前，公司主要拥有德国 W&H 三层共挤复合薄膜生产设备（根据公司招股说明书，设备账面原值为 1,068.04 万元）一套，德国 W&H 七层共挤复合薄膜生产设备（根据公司招股说明书，设备账面原值为 1,379.14 万元）一套，欧洲片材挤出设备（根据公司招股说明书，设备账面原值为 677.83 万元）一套，欧洲复合设备两套，自主研发和制造的智能熟化、分切、包装、多机器人协同运作的流水线一条。

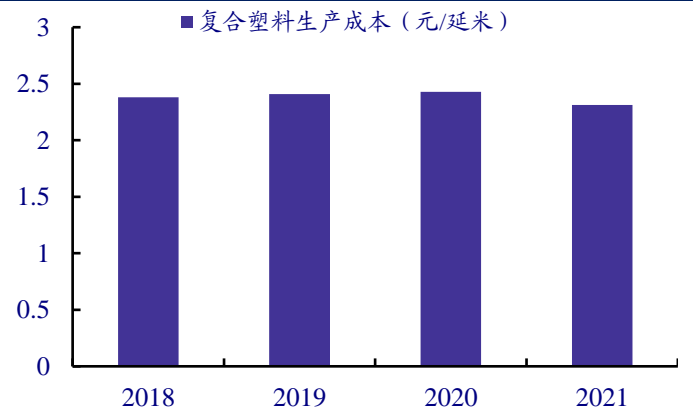
公司业务持续壮大，规模效应逐渐显现。公司奶酪棒包装业务自 2018 年起步，伴随妙可蓝多奶酪业务成长，业务规模实现快速增长，2021 年营业收入达到 2.77 亿元，同比增长 93.22%。同时，公司复合塑料包装产能利用率快速上升，自 2019 年的 52.24% 上升至 2020 年的 67.94%。因此，公司规模效应凸显，平均生产成本稳中有降，2021 年，公司复合塑料包装生产成本下降 4.85%，降至 2.31 元/延米。

图 37. 复合塑料包装平均产能利用率



资料来源：招股说明书，中国银河证券研究院

图 38. 复合塑料包装生产成本

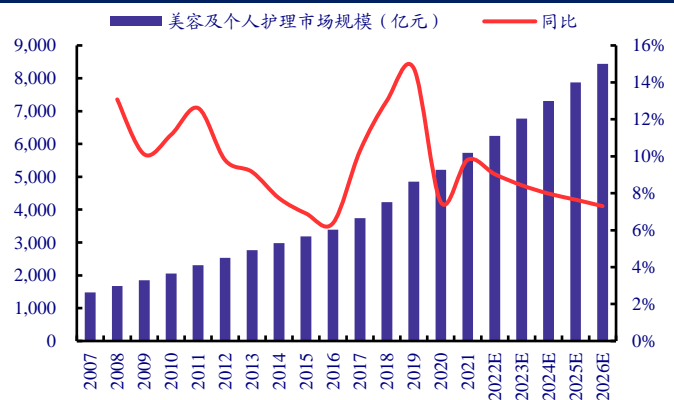


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(四) 日化包装持续孕育，客户拓展未来可期

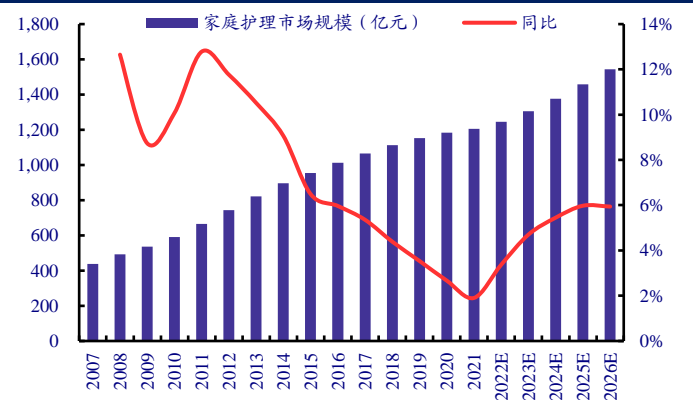
日化需求稳健成长，市场空间巨大。据 Euromonitor 统计及预测，我国日化需求持续成长，市场规模日益壮大，其中，美容及个人护理市场稳健成长，2021 年市场规模达到 5,726.14 亿元，同比增长 9.81%，预计未来将以 8.08% 的 CAGR 继续成长，并于 2026 年达到 8,443.39 亿元；家庭护理市场缓慢扩张，2021 年市场规模达到 1,204.99 亿元，同比增长 1.9%，预计未来将以 5.08% 的 CAGR 继续成长，并于 2026 年达到 1,543.95 亿元。

图 39. 我国美容及个人护理市场规模



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院

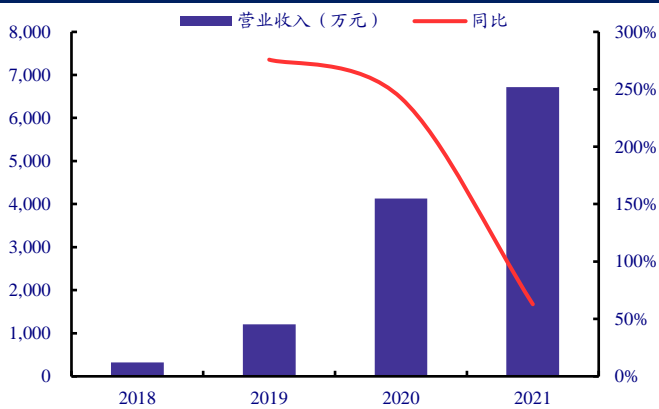
图 40. 我国家庭护理市场规模



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院

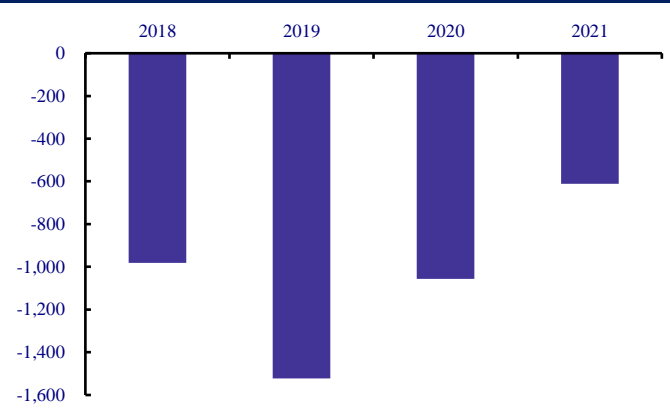
日化包装子公司业务处于起步阶段，盈利料将持续改善。公司基于对化妆品、医用、食品、日化等行业的良好预期，于 2017 年设立艾鲲新材料进行业务拓展。发展初期，艾鲲新材料营收快速成长，2021 年，艾鲲新材料营收达到 6,718.28 万元，同比增长 62.79%。但因长期资产折旧摊销较大，研发、宣传等前期投入费用较高，同时相关业务规模仍有待扩张，艾鲲新材料暂时处于亏损状态，2021 年净利润亏损 611.21 万元，亏损金额同比降低 42.13%。

图 41. 艾鲲新材料营收情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 42. 艾鲲新材料整体净利润情况（万元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

艾鲲新材料注重技术积累，实现丰富产品线覆盖。艾鲲新材料研发投入持续扩大，研发团队稳定项目逐步增多，截至招股说明书签署日，共拥有已获得授权并尚在有效期内的专利 24 项，其中有 2 项发明专利、12 项实用新型专利、10 项外观设计专利。基于扎实的技术积累及资本支持，艾鲲新材料已完成复合软管、多排软管、双组分结构安瓶、食品用注塑件等研发项目，目前具备软管、片材、注塑三大产品系列，及裸眼 3D 面膜袋、标签和自动装箱机三大单品类，并相比传统企业实现更优的产品性能。

图 43. 艾鲲新材料产品图例



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

积极拓展客户资源，结构持续优化。艾鲲新材料凭借技术积累及产品优势，不断加大市场开拓力度，知名品牌客户数量不断增加，目前已对屈臣氏、科丝美诗、安娜苏、贝亲、妙可蓝多等下游知名品牌提供外包装产品。基于现有优质客户资源，未来艾鲲新材料将继续加大力度，积极拓展下游客户群，在拓展新客户的基础上，不断加大在原有客户的业务占比，实现快速成长。

表 13. 艾錕新材料知名品牌客户资源

客户品牌	2020 年销售金额 (万元)	合作期限	产品内容
妙可蓝多	109.98	2020.8.20-2022.8.19	塑料棒棒、模具
科丝美诗	114.45	以订单为准	软管包装
KUMANO	132.86	以订单为准	软管包装
贝亲	72.66	以合同为准	牙膏管
纽西之谜	56.75	以订单为准	软管包装
露丝贝儿	17.13	以订单为准	软管包装
屈臣氏	18.59	以订单为准	软管包装
安娜苏	15.29	以合同为准	软管包装

资料来源：招股说明书，中国银河证券研究院

四、盈利预测与投资建议

(一) 核心假设及盈利预测

工业用纸包装：公司深耕工业用纸包装领域，积累优质客户资源，并不断进行业务拓展，预计未来将受益于旧客户成长及新客户开拓，预计 2022-2024 年营收增速分别为 14.84%/18.53%/17.83%。

塑料包装：公司掌握复合塑料包装核心技术，深度绑定奶酪龙头妙可蓝多，同时不断拓展客户资源，客户结构多元化发展，未来将充分受益于奶酪棒行业的快速发展。同时，公司持续拓展注塑包装及其他业务，我国日化行业市场空间巨大，公司业务发展前景广阔，目前处于业务起步期，有望延续快速成长。预计公司塑料包装业务 2022-2024 年营收增速分别为 43.13%/47.44%/42.38%。

智能包装系统：公司智能包装系统与工业用纸包装、塑料包装业务协同发展，将在主业带动下稳健成长，预计 2022-2024 年营收增速分别为 20%/15%/13%。

表 14. 公司分产品收入拆分 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1120.15	1385.88	1786.01	2283.60
YOY	44.55%	23.72%	28.87%	27.86%
毛利率	28.56%	27.40%	26.76%	26.24%
工业用纸包装：				
收入	752.75	864.46	1024.67	1207.36
YOY	29.14%	14.84%	18.53%	17.83%
毛利率	26.80%	25.69%	25.01%	24.33%
塑料包装：				
收入	348.25	498.44	734.92	1046.37
YOY	96.23%	43.13%	47.44%	42.38%
毛利率	31.97%	30.14%	29.07%	28.36%

智能包装系统:

收入	19.15	22.98	26.43	29.86
YOY	31.52%	20.00%	15.00%	13.00%
毛利率	35.61%	32.42%	30.12%	29.62%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(二) 估值分析与投资建议

我们分别选取纸包装和塑料包装上市公司作为上海艾录的可比公司。参考可比公司估值来看, 裕同科技、合兴包装及紫江企业 2022-2024 年平均 PE 分别为 15X / 12X / 10X。我们认为, 公司作为包装领域细分龙头, 工业用纸包装业务方面, 持续拓展业务领域, 并不断开拓客户资源, 具备持续成长潜力; 塑料包装业务方面, 公司凭借先发优势和核心技术, 充分受益于下游奶酪行业快速成长, 且日化包装发展前景广阔, 未来仍将维持快速成长。

我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 13.86 / 17.86 / 22.84 亿元, 分别同比增长 23.72% / 28.87% / 27.86%; 归母净利润分别为 1.76 / 2.2 / 2.73 亿元, 分别同比增长 21.41% / 25.48% / 23.69%, 对应 PE 分别为 27X / 21X / 17X, 维持“推荐”评级。

表 15. 可比公司估值表

股票代码	公司名称	最新股价 (元)	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
002831.SZ	裕同科技	26.83	249.66	14.56	18.26	22.34	17.15	13.67	11.17
002228.SZ	合兴包装	3.48	43.10	3.05	3.86	4.81	14.12	11.17	8.96
600210.SH	紫江企业	5.79	87.82	6.55	8.33	10.21	13.40	10.54	8.60
	平均			8.05	10.15	12.46	14.89	11.79	9.58
301062.SZ	上海艾录	11.75	47.05	1.76	2.20	2.73	26.78	21.34	17.25

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

五、风险提示

下游市场不及预期; 客户拓展不及预期; 原材料价格大幅上涨; 行业竞争加剧。

表：财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1120.15	1385.88	1786.01	2283.60	流动资产	881.34	1019.61	1393.03	1846.14
营业成本	800.26	1006.14	1308.09	1684.27	现金	135.12	-14.31	78.14	167.13
营业税金及附加	1.67	2.20	2.85	3.60	应收账款	207.61	284.77	366.99	469.23
营业费用	21.03	29.24	39.29	50.24	其它应收款	4.11	4.94	6.36	8.13
管理费用	79.07	97.70	126.81	160.99	预付账款	9.51	13.08	17.01	21.90
财务费用	14.67	5.47	0.95	0.95	存货	349.06	454.83	591.33	761.38
资产减值损失	-1.11	0.00	0.00	0.00	其他	175.92	276.30	333.20	418.36
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	非流动资产	785.21	740.57	695.19	649.06
投资净收益	0.39	0.14	0.18	0.23	长期投资	0.60	0.60	0.60	0.60
营业利润	164.46	203.69	254.72	315.34	固定资产	578.43	533.79	488.41	442.28
营业外收入	0.46	0.00	0.00	0.00	无形资产	31.77	31.77	31.77	31.77
营业外支出	0.30	0.00	0.00	0.00	其他	174.42	174.42	174.42	174.42
利润总额	164.62	203.69	254.72	315.34	资产总计	1666.56	1760.18	2088.22	2495.20
所得税	22.06	29.74	36.22	44.81	流动负债	515.33	435.00	544.54	680.99
净利润	142.56	173.95	218.50	270.53	短期借款	180.91	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	-2.15	-1.74	-1.97	-2.16	应付账款	139.10	192.96	250.87	323.01
归属母公司净利润	144.71	175.69	220.46	272.69	其他	195.32	242.04	293.67	357.98
EBITDA	234.13	255.54	303.02	364.58	非流动负债	127.69	127.69	127.69	127.69
EPS (元/股)	0.40	0.44	0.55	0.68	长期借款	95.11	95.11	95.11	95.11
现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	其他	32.58	32.58	32.58	32.58
经营活动现金流	21.81	37.57	94.17	90.67	负债合计	643.01	562.68	672.22	808.68
净利润	142.56	173.95	218.50	270.53	少数股东权益	4.94	3.20	1.23	-0.93
折旧摊销	55.01	44.64	45.38	46.13	归属母公司股东权益	1018.61	1194.30	1414.76	1687.46
财务费用	14.23	5.47	0.95	0.95	负债和股东权益	1666.56	1760.18	2088.22	2495.20
投资损失	-0.39	-0.14	-0.18	-0.23	主要财务比率 (%)	2021A	2022E	2023E	2024E
营运资金变动	-189.32	-187.12	-171.43	-227.67	营业收入	44.55%	23.72%	28.87%	27.86%
其它	-0.28	0.75	0.95	0.95	营业利润	32.27%	23.85%	25.05%	23.80%
投资活动现金流	-106.38	-0.62	-0.77	-0.72	归属母公司净利润	30.18%	21.41%	25.48%	23.69%
资本支出	-106.75	-0.75	-0.95	-0.95	毛利率	28.56%	27.40%	26.76%	26.24%
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	净利率	12.92%	12.68%	12.34%	11.94%
其他	0.37	0.14	0.18	0.23	ROE	14.21%	14.71%	15.58%	16.16%
筹资活动现金流	101.47	-186.39	-0.95	-0.95	ROIC	11.71%	13.67%	14.39%	15.12%
短期借款	37.07	-180.91	0.00	0.00	P/E	45.08	26.78	21.34	17.25
长期借款	-22.04	0.00	0.00	0.00	P/B	7.09	3.94	3.33	2.79
其他	86.45	-5.47	-0.95	-0.95	EV/EBITDA	31.54	18.94	15.66	12.77
现金净增加额	16.06	-149.44	92.45	88.99	PS	4.20	3.39	2.63	2.06

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理及预测

插图目录

图 1. 公司智能灌装整线解决方案	5
图 2. 公司发展历程	6
图 3. 公司股权结构	7
图 4. 公司营业收入	7
图 5. 公司归母净利润	7
图 6. 公司营收结构	8
图 7. 工业用纸包装营收规模	8
图 8. 工业用纸包装营收结构	8
图 9. 塑料包装营收规模	10
图 10. 塑料包装营收结构	10
图 11. 公司整体毛利率与工业用纸包装毛利率的变动关系	10
图 12. 工业用纸包装业务成本拆分	11
图 13. 公司工业用纸包装毛利率同木浆价格趋势反向变动	11
图 14. 塑料包装毛利率水平	12
图 15. 复合塑料包装业务成本拆分	13
图 16. 公司费用率水平	14
图 17. 公司销售净利率水平	14
图 18. 公司工业用纸包装下游应用行业占比	14
图 19. 工业用纸包装核心技术专利（按专利类型划分，2020 年）	15
图 20. 工业用纸包装核心技术专利（按产品类型划分，2020 年）	15
图 21. 公司工业用纸包装毛利率水平与可比公司横向对比	16
图 22. 公司工业用纸包装下游不同行业的毛利率情况	16
图 23. 公司工业用纸包装业务客户情况	18
图 24. 我国奶酪行业零售市场规模	18
图 25. 我国各类奶酪产品零售市场规模（亿元）	19
图 26. 我国各类奶酪产品零售占比	19
图 27. 各国乳制品消费结构（2021 年）	19
图 28. 中日韩奶酪行业占比乳制品市场比例	19
图 29. 我国各级城市奶酪渗透率	20
图 30. 各国奶酪人均消费量（2021 年）	20
图 31. 我国奶酪行业市场份额（2021 年）	20
图 32. 妙可蓝多奶酪行业市场份额	20
图 33. 常温牛奶及低温牛奶结构（2021 年）	21
图 34. 常温酸奶及低温酸奶结构	21
图 35. 公司前五大客户情况（2021 年）	22
图 36. 公司对妙可蓝多销售情况	22
图 37. 复合塑料包装平均产能利用率	24
图 38. 复合塑料包装生产成本	24
图 39. 我国美容及个人护理市场规模	24

图 40. 我国家庭护理市场规模.....	24
图 41. 艾鲲新材料营收情况.....	25
图 42. 艾鲲新材料整体净利润情况（万元）.....	25
图 43. 艾鲲新材料产品图例.....	25

表格目录

表 1. 公司工业用纸包装产品.....	4
表 2. 公司塑料包装产品.....	5
表 3. 工业用纸包装销售收入量价拆分.....	8
表 4. 复合塑料包装销售收入量价拆分.....	10
表 5. 工业用纸包装营业成本量价拆分.....	11
表 6. 复合塑料包装营业成本量价拆分（元/延米）.....	13
表 7. 公司工业用纸包装下游包装要求.....	15
表 8. 公司工业用纸包装技术梳理.....	15
表 9. 公司工业用纸业务客户资源.....	17
表 10. 妙可蓝多前五大供应商（2021 年）.....	21
表 11. 公司奶酪棒包装性能指标.....	22
表 12. 奶酪棒包装技术难点.....	23
表 13. 艾鲲新材料知名品牌客户资源.....	26
表 14. 公司分产品收入拆分（百万元）.....	26
表 15. 可比公司估值表.....	27

分析师简介及承诺

陈柏儒，轻工制造行业首席分析师，北京交通大学技术经济硕士，12年行业分析师经验、8年轻工制造行业分析师经验。

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。

中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn