

投资评级：增持（首次）
报告日期：2021年12月27日
市场数据

目前股价	17.77
总市值（亿元）	34.42
流通市值（亿元）	27.54
总股本（万股）	19,371
流通股本（万股）	15,497
12个月最高/最低	21.82/14.56

分析师

分析师：濮阳 S1070519050001

☎ 021-31829703

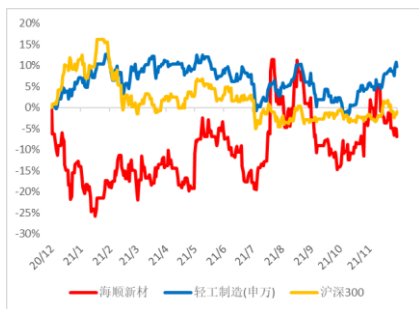
✉ pyang@cgws.com

联系人（研究助理）：花江月

S1070120090052

☎ 0755-83667984

✉ huajiangyue@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

医药包材领先企业，积极向新消费、新能源领域延伸

——海顺新材（300501）公司深度报告

盈利预测

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	621.03	713.78	915.22	1,294.94	1,628.61
(+/-%)	22.44%	14.94%	28.22%	41.49%	25.77%
归母净利润（百万元）	66.98	102.90	119.54	166.54	211.01
(+/-%)	1.23%	53.64%	16.16%	39.32%	26.70%
摊薄 EPS（元/股）	0.31	0.47	0.53	0.75	0.94
PE	57.67	37.87	33.23	23.85	18.82

资料来源：长城证券研究院

核心观点

1、公司简介：医药包装材料领先企业。公司的主营产品为冷冲压成型复合硬片、PTP铝箔、SP复合膜、原材料药袋等软质包装材料及PVC、PVC/PVDC、PVC/聚三氟氯乙烯、塑料瓶、铝塑复合盖等硬质包装材料。公司产品广泛应用于阿斯利康、华海药业、云南白药、丽珠集团等国内外知名制药品牌的片剂、丸剂、胶囊剂、粉剂、栓剂药品的包装。2020年，公司软包装医药包装材料及硬包装医药材料占营业收入比例分别为73.71%和25.37%。

2、医药包材业务：立足优势、扩张产能

- 国内医药包装市场规模达1000亿元，一致性评价、带量采购、关联审评等政策带来新机遇；国内药包材厂较为分散，未来集中度有望提升。2019年国内医药包装行业市场规模超过1000亿元，2015~2019年复合增速为10.5%；与公司业务相关的国内医药包装行业市场规模在150~200亿元区间。随着医疗体制改革的深入，一致性评价、带量采购、关联审评等政策的实施，给企业带来了新一轮的机会。随着一致性评价的推进，以及原料药、药用辅料和药包材与药品制剂关联审评审批制度的实施，落后的药包材逐渐被禁止使用、淘汰的趋势明显。带量采购逐步常态化，推动进口替代，亦促进企业规模化生产。关联审评促进药用包装质量要求提升，行业集中度提升有望加速。

- 公司产品分为软包装、硬包装两大类，过去5年收入复合增速19%，毛利率随原材料价格有所波动。公司历史收入增长较快，2017~2020年收入同比增速分别达到25%、35%、22%、15%。公司历史毛利率虽原材料价格有一定波动，2017~2020年综合毛利率分别达到37%、33%、31%、34%。公司产品主要原材料为铝箔、PE、PVC和粘合剂等。2020年度产品综合毛利率较上年度提升，主要是原材料铝箔、PE、PVC及粘合剂等价格较上一年度下降所致，2021年主要原材料呈上涨趋势，对2021年毛利率有一定影响。

- 公司竞争优势包括：客户资源、研发创新、产品质量、团队及管理优势

等。截止到 2021 年 6 月 30 日，和公司发生业务关系的客户数量已超 2000 家，包括 80% 的中国医药工业百强企业，赢得了华海药业、联邦制药、正大天晴、阿斯利康、诺华制药等国内外客户的认可和订单。过去三年半，公司累计发出超过 3000 封授权信，用于药厂客户一致性评价或新型药品申报。

- **产能储备充足，南浔一期、二期投产释放产能增量。**公司 2020 年产能 2.6 万吨，南浔一期、二期投产释放产能增量，2021~2023 年有望分别达到 2.8、3.0、4.8 万吨。南浔项目一期建设周期为 18 个月，已完成土建工作，并拟于 2021 年下半年竣工及逐步投产，投产后新增自有产能 3,700.00 吨/年。南浔二期项目建设周期为 18 个月，拟新增规划产能 18,000.00 吨/年。

3、着力拓展新消费、新能源等包装领域。公司立足原有医药包材生产技术，拓展新消费、新能源等领域。过去五年内，奶酪总消费和人均奶酪支出占比均呈现快速增长态势。海顺新材已经和蒙牛等几家公司签订了合同，拓展奶酪棒包装产品。公司拓展电子烟客户吸塑包装产品。公司以冷成铝工艺技术做基础，预计明年年初形成铝塑膜产能。

4、医药包材领先企业，积极向新消费、新能源领域延伸，首次覆盖给予增持评级。预计公司 2021~2023 年归母净利润分别达到 1.2、1.7、2.1 亿元，同比增长 16%、39%、28%，对应 PE 估值 33、24、19 倍。医药包材行业迎来政策新机遇，国内行业集中度有望提升。公司过去 5 年收入复合增速 19%，在客户资源、研发创新、产品质量、团队及管理等优势下，产能投产将释放增量；新消费、新能源等包装领域或成为新增长点。

5、风险提示：原材料价格超预期上升、新消费包材业务拓展低于预期、铝塑膜业务拓展低于预期、行业竞争加剧等。

目录

1、公司简介：医药包装材料领先企业.....	5
2、医药包材业务：立足优势、扩张产能.....	6
2.1 国内医药包装市场规模达 1000 亿元，一致性评价、带量采购、关联审评等政策带来新机遇.....	6
2.2 国内药包材厂较为分散，未来集中度有望提升.....	7
2.3 公司产品分为软包装、硬包装两大类，过去 5 年收入复合增速 19%.....	7
2.4 公司竞争优势包括：客户资源、研发创新、产品质量、团队及管理优势等.....	12
2.5 产能储备充足，南浔一期、二期投产释放产能增量.....	13
3、着力拓展新消费、新能源等包装领域.....	14
4、盈利预测与估值水平：首次给予增持评级.....	15
4.1 盈利预测.....	15
4.2 投资建议：首次给予增持评级.....	16
5、风险提示.....	16
附：盈利预测表.....	17

图表目录

图 1: 全球及国内医药包装行业增速情况.....	6
图 2: 公司产品所处医药行业划分.....	8
图 3: 公司软包装材料产品介绍.....	9
图 4: 公司硬包装材料产品介绍.....	10
图 5: 公司收入结构（亿元）及增速（%）.....	12
图 6: 公司各业务毛利率（%）.....	12
图 7: 2015-2020 年国内奶酪消费总量（万吨）.....	14
表 1: 公司前 10 大股东持股情况（截至 2021 年 10 月）.....	5
表 2: 行业内主要经营情况.....	7
表 3: 不同药包材优缺点对比.....	8
表 4: 药包材选择规则.....	9
表 5: 公司南浔项目一期、二期情况.....	13
表 6: 公司未来三年分产品的产能规划（万吨）.....	13
表 7: 公司收入和毛利率预测.....	15

1、公司简介：医药包装材料领先企业

公司主营业务为直接接触药品的高阻隔包装材料研发、生产和销售，经过十余年的发展，已经被认定为高新技术企业，其企业技术中心被上海市松江区经信委评定为“松江区级企业技术中心”，其子公司苏州海顺的工程技术研究中心被苏州市科技局评定为“苏州市药用包装新材料工程技术研究中心”。公司的主营产品为冷冲压成型复合硬片、PTP 铝箔、SP 复合膜、原材料药袋等软质包装材料及 PVC、PVC/PVDC、PVC/聚三氟氯乙烯、塑料瓶、铝塑复合盖等硬质包装材料。公司产品广泛应用于阿斯利康、华海药业、云南白药、丽珠集团等国内外知名制药品牌的片剂、丸剂、胶囊剂、粉剂、栓剂药品的包装，于 2011 年成为世界五百强企业美国霍尼韦尔公司聚三氟氯乙烯产品的制定合作商。公司产品目前已通过质量管理体系 ISO9001 及药包材 ISO15378 认证，通过了环境、健康、安全体系的 ISO14001 和 ISO45001 认证及通过了食品安全体系的 FSSC22000 认证。公司已获得 54 个国家药审中心颁发的已批准在上市制剂适用的原料/辅料/包材备案号，11 个美国 FDA 颁法的 DMF 备案号，是国内固体药品包装品类最齐全的公司之一。

公司实际控制人为林武辉和朱秀梅。截止 2021 年 10 月，公司主要股东包括林武辉、朱秀梅、上海大甲企业管理服务中心（有限合伙）、财通基金管理有限公司、JPMORGAN CHASE BANK,NATIONAL ASSOCIATION 等，持股比例分别为 29.95%、16.64%、2.82%、2.76%、2.37%。

表 1: 公司前 10 大股东持股情况（截至 2021 年 10 月）

股东名称	持股比例
林武辉	29.95%
朱秀梅	16.64%
上海大甲企业管理服务中心（有限合伙）	2.82%
财通基金管理有限公司	2.76%
JPMORGAN CHASE BANK,NATIONAL ASSOCIATION	2.37%
上海迎水投资管理有限公司-迎水泰顺 1 号私募证券投资基金	2.06%
珠海金藤股权投资基金合伙企业（有限合伙）	1.91%
叶子勇	1.42%
国泰基金管理有限公司	1.15%
国信证券股份有限公司	1.12%

资料来源：公司公告，长城证券研究院

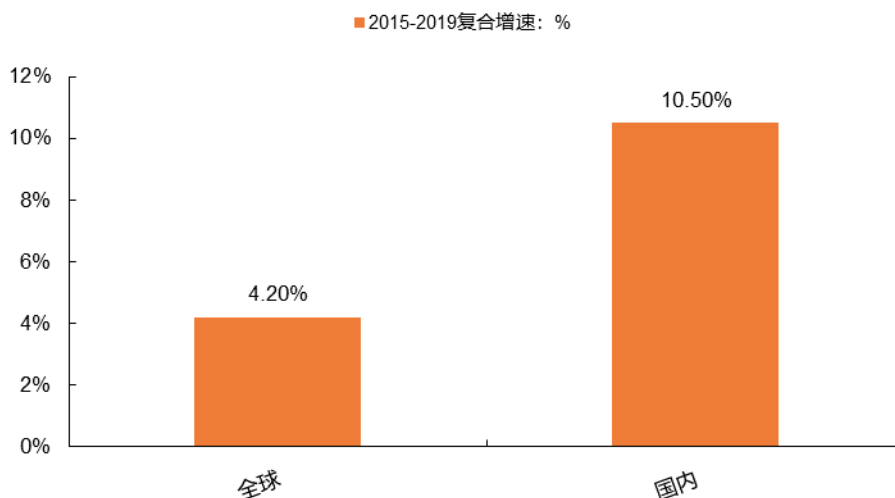
营业收入构成方面，新型医药包装材料的销售是公司主要收入来源。2020 年，公司软包装医药包装材料及硬包装医药材料占营业收入比例分别为 73.71%和 25.37%。

2、医药包材业务：立足优势、扩张产能

2.1 国内医药包装市场规模达 1000 亿元，一致性评价、带量采购、关联审评等政策带来新机遇

2019 年国内医药包装行业市场规模超过 1000 亿元，2015~2019 年复合增速为 10.5%；与公司业务相关的国内医药包装行业市场规模在 150~200 亿元区间。公司今年 5 月 24 日公告的审核问询函回复披露：根据 Frost&Sullivan 统计，2019 年，全球医药行业市场收入超过 12,200 亿美元，5 年复合增长率达到 4.20%，下游市场需求旺盛；全球医药包装行业市场规模近千亿美元，年增速在 5.50% 左右。作为全球最大的新兴医药市场之一，亚太地区等新兴市场药用包装材料行业处于成长阶段，增长速度高于其他地区。在国内，随着我国医药消费持续增长以及医药行业政策鼓励，医药行业走向创新化、集中化趋势，对应上游医药包装行业也将迎来新一轮增长驱动。2019 年，国内医药包装行业市场规模 1,000 亿元以上，2015-2019 年的年均复合增长率约 10.50%，行业整体增速快于全球水平。公司今年 6 月 24 日公告的投资者关系活动记录表披露：与公司业务相关的国内医药包装行业市场规模在 150~200 亿元区间。

图 1：全球及国内医药包装行业增速情况



资料来源：公司发行股票审核问询函，长城证券研究院

随着医疗体制改革的深入，一致性评价、带量采购、关联审评等政策的实施，给企业带来了新一轮的机会。1) 一致性评价：药包材是直接接触药品的包装材料和容器，在药品的包装、贮藏、运输和使用过程中起到保护药品质量安全的作用，随着一致性评价的推进，以及原料药、药用辅料和药包材与药品制剂关联审评审批制度的实施，落后的药包材逐渐被禁止使用、淘汰的趋势明显。2) 带量采购逐步常态化，推动进口替代，亦促进企业规模化生产。2019 年 12 月，国家医保局印发《关于做好当前药品价格管理工作的意见》，明确深化药品集中带量采购制度改革，坚持“带量采购、量价挂钩、招采合一”的方向。一方面，带量采购促进药价实质性降低给仿制药企业带来了降价的压力，具备价格优势的国产企业将有更大优势；另一方面，促进药企订单模式从过去的散单向大批量订单方向发展，促进医药包装企业充分发挥规模效应，提升生产效率，降低单位成本，在

业务规模扩大的基础上,保证可观的盈利空间。**3)关联审评促进药用包装质量要求提升,行业集中度提升有望加速。**2016年8月,国家药监局发布药包材、药辅料与药品关联审评政策,明确直接接触药品的包装材料和容器从过去的单独审评变为与关联药品注册时一同审评。2019年7月,国家药监局公布《关于进一步完善药品关联审评审批和监管工作有关事宜的公告》,明确“药品上市许可持有人对药品质量承担主体责任,对选用的原辅包质量及合法性负责,根据注册管理和上市后生产管理的要求,对原辅包生产企业进行管理,保证药品质量。”关联审评意味着:①药包材质量将影响到药品制剂的审评结果,带动行业整体质量升级;②药品生产企业对所使用的药包材负责,更倾向于选择与产品质量高且稳定、安全保障性强的药包材供应商合作,大量生产规范程度低、质量控制弱的小型企业将会退出市场,行业集中度有望大幅提升。③强化药品生产企业与药包材生产企业的稳定合作关系,在新的关联审评制度下,药品生产企业更换药包材供应商将面临着较长的重新评审流程及被驳回的风险,变相提升了更换药包材供应商的时间成本和经济成本,药品生产企业对药包材供应商的选择更为谨慎,一旦关联也形成了较强的合作粘性。

2.2 国内药包材厂较为分散,未来集中度有望提升

国内药包材厂较为分散,未来集中度有望提升。根据公司今年3月29日、7月26日公告的投资者关系活动记录表披露,国外药包材企业集中度比较高,日本主要的供应商是大成化工、住友化学、三菱化学等世界500强的企业。根据公司分析,国内大部分都是中小企业来做,药厂和药包材厂都比较分散,未来集中度提升是发展趋势。包材的准入趋严,环保压力很大。行业内主要企业包括中金玛泰,安姆科集团则是世界领先的软包装供应商。

表 2: 行业内主要企业经营情况

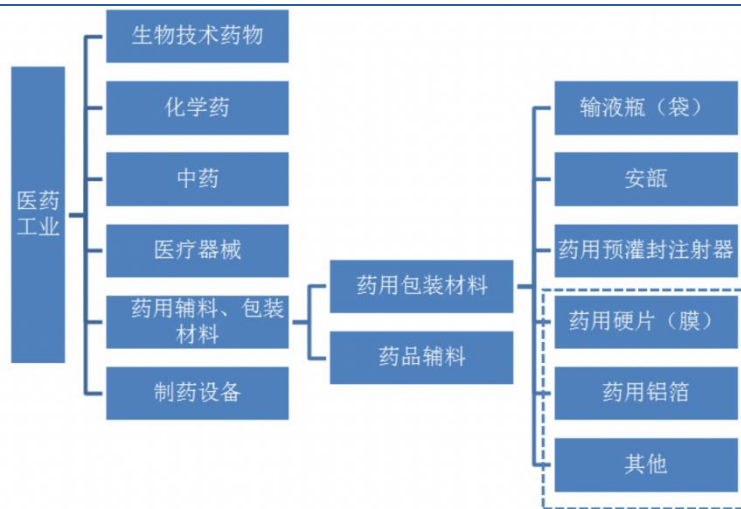
企业名称	主要情况
Amcor (安姆科集团)	安姆科集团是世界领先的软包装供应商,生产和销售的产品覆盖食品、药品、化妆品、烟草包装等领域,安姆科集团在全球43个国家拥有超过180家工厂。截至目前,安姆科集团国内下辖的包括江阴宝柏包装有限公司在内的数家公司具备药包材生产销售资格,在中国销售的主要医药包装产品包括泡罩覆盖铝箔、复合膜、封瓶铝箔盖膜等
江苏中金玛泰医药包装有限公司	江苏中金玛泰医药包装有限公司前身是连云港中金医药包装有限公司,始建于1987年,2004年与日本玛泰株式会社合资更名,是国内最早开发、生产药用包装材料的专业公司。其产品主要包括PTP铝箔、药用软包装复合膜和输液包装产品等。该公司客户主要包括大中型制药、日化、电子企业,并远销巴基斯坦、伊朗、菲律宾、美国、秘鲁、新加坡、俄罗斯等多个国家
浙江金石包装有限公司	浙江金石包装有限公司前身为温州康泰复合软包装厂,始创于1992年,目前下辖温州、嘉兴等四个生产基地和上海销售总公司,拥有吹膜、印刷、复合、分切、制袋等多种生产设备。公司主要产品包括复合包装材料、卷烟包装材料和容器包装材料,产品定位于乳品、食品、药品、日化、农化等行业

资料来源:公司招股说明书,长城证券研究院

2.3 公司产品分为软包装、硬包装两大类,过去5年收入复合增速19%

医药工业又可细分为生物技术药物行业、化学药行业、中药行业、医疗器械行业、药用辅料和包装材料行业、制药设备行业等。公司产品处于医药行业的药用包装材料行业,主要生产药用硬片(膜)、药用铝箔等产品。

图 2: 公司产品所处医药行业划分



资料来源: 公司招股说明书, 长城证券研究院

药品包装材料分为塑料、玻璃、橡胶、金属和组合材料五大类, 具有不同的优缺点。需要根据不同的药品选择合适的药包材及包装形式才能较好地实现对药品的保护。公司会根据客户的药品性能及客户要求, 结合不同药包材的优缺点, 为客户提供合适的药包材。公司的主要产品如冷冲压成型复合硬片、PTP 铝膜、SP 复合膜、聚三氟氯乙烯/PVC 复合硬片等均属于组合包装材料。

表 3: 不同药包材优缺点对比

种类	内容	优点	缺点
塑料包装材料	以合成或天然的高分子化合物为基本成分, 在加工过程中塑制成型, 而产品最后能保持形状不变的材料。如 PVC、PVDC、PE、PP、PET 等	<ol style="list-style-type: none"> 1. 重量轻、强度和韧性好, 结实耐用, 使用方便 2. 阻隔性良好、对气体具有阻隔作用, 耐水耐油 3. 化学性质优良, 耐腐蚀 4. 易加工成型, 易热封和复合 	易老化, 易燃, 耐热性差, 物理及化学稳定性不及玻璃, 特别是聚合残留单体和引发剂、添加剂有潜在生理活性、与药物相互作用, 废弃物不易分解或处理等
玻璃包装材料	通常指硅酸盐玻璃, 一般性脆而透明, 化学成分较复杂, 具有良好的光学性能和较好的化学稳定性	<ol style="list-style-type: none"> 1. 化学稳定性良好, 不污染内装药物 (该优点优于塑料和金属材料) 2. 阻隔性优良 (如散热效果好), 密封性能好, 可加有色金属盐改善其遮光性, 满足药品的特殊需要 3. 光洁透明, 造型美观, 易于清洗消毒和检查澄明度 4. 价格低廉, 可回收利用, 较塑料包装材料后期易处理, 不会污染环境 	容器自重与容量之比大, 质脆易碎, 生产能耗大, 不耐碱腐蚀等
橡胶包装材料	在很宽的温度范围内具有高弹性的一类高分子材料。这类材料包括未经硫化和已经硫化的品种。未经硫化的橡胶俗称生橡胶或生胶, 已经硫化的称为硫化橡胶, 俗称熟橡胶或橡皮	弹性好, 能耐高温、灭菌等	在针头穿刺胶塞时会产生橡胶屑或异物; 橡胶的浸出物或其他不溶性成分有可能透入药液中; 易老化等

金属包装材料	由金属元素组成的单质。金属容器仅用于非注射用药品，主要包括药管、由箔片或泡眼包材制成的包装、药罐、气雾剂和气罐等	<ol style="list-style-type: none"> 1. 机械性能优良，强度高，刚性好，其容器可薄壁化或大型化，并合适危险品的包装 2. 阻隔性优良，货架期长 3. 成品加工（成型）性能好、制罐填充生产率高 	耐腐蚀性能低，需镀层或涂层；材料价格较高
组合包装材料	塑料、玻璃、金属或橡胶等组合的包装材料，如：冷冲压成型复合硬片、复合膜、PTP 铝箔、聚三氟氯乙烯/PVC 复合硬片、瓶盖中的铝塑组合盖等	根据药用需要充分利用上述材料的优点或长处，避免上述材料的缺点或短处而进行设计及应用	复合等生产加工程序较多，结构相对复杂，产品质量控制较困难

资料来源：公司招股说明书，长城证券研究院

表 4: 药包材选择规则

项目	内容
相容性原则	<p>由于药包材成分的多样性，可能会与产品发生互相作用，因此药包材选择必须满足以下要求：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1、药包材本身不能对药品有不良影响（如药包材通过化学反应的渗入或吸收）； 2、药品对药包材不能有不良影响，不能改变其性质或影响其保护功能。 <p>上述要求的实现必须建立在大量的实验检验的基础之上。</p>
适用性原则	是指药包材的选用应与流通条件相适应，流通条件包括气候条件、运输方式、流通对象与流通周期等。药包材只有适应流通条件以及患者需求与市场要求，才能更好的保证药品质量。
协调性原则	主要指药包材的选用应与药品的性能相协调。要合理选择药包材，必须充分了解药物制剂的物理特性、化学特性、生物特性的变化规律，研究有无水分、气体及微生物的侵入，特别是药包材本身有无潜伏污染及潜在危害。药包材不应与药品发生反应，不吸附药品，不能有包装材料进入药品，且不致改变药品的性能，特别是安全性、均一性、药效、质量或纯度。
对等性原则	在选择药包材时，必须在保证药品质量的前提下，考虑到药品的品性及相应的价值。对于贵重药品或附加值高的药品，应选用价格性能比较高的药品包装材料；对于中低价格的常用药品，除考虑美观外，还要多考虑经济性，简化药品包装。
美学性原则	主要指药包材应符合美学要求，主要考虑药包材的颜色、透明度、硬度、种类等。颜色不同，视觉效果大不一样，如镇静安眠药多选用冷色调，选用透明材料，可使人一目了然。
无污染原则	寻找使用可降解的药包材是药包材发展的主要方向之一，药包材应向环保、安全、人性化的方向发展。

资料来源：公司招股说明书，长城证券研究院

公司专业从事直接接触药品的高阻隔包装材料研发、生产和销售，公司主要产品为软包装材料及硬包装材料，软包装材料主要包含冷冲压成型复合硬片、PTP 铝箔、SP 复合膜、原料药袋等软质包装材料，硬包装材料主要包含 PVC、PVC/PVDC、PVC/聚三氟氯乙烯、塑料瓶、铝塑复合盖等硬质包装材料。公司主要产品广泛应用于阿斯利康、华海药业、云南白药、丽珠集团等国内外知名制药品牌的片剂、丸剂、胶囊剂、颗粒剂、粉剂、栓剂药品的包装。

图 3: 公司软包装材料产品介绍

软包装材料			
产品名称	主要原材料	运用领域	产品图片
冷冲压成型复合硬片	尼龙/AL/PVC、尼龙/AL/PP、尼龙/AL/PE、尼龙/AL/VC	片剂、胶囊、栓剂、丸剂等药品的包装	
PTP 铝箔	OP/AL/VC	片剂、胶囊剂、丸剂等固体制剂的包装	
SP 复合膜	镀铝复合膜 (PET/VMPET/PE)、纸铝塑复合膜(纸/AL/PE)、纯铝复合膜(PET/AL/PE)	一般药品如颗粒剂、粉剂的在线自动包装	
原料药袋	聚乙烯	原料药粉、胶囊壳等生产、转运	

资料来源：公司公告，长城证券研究院

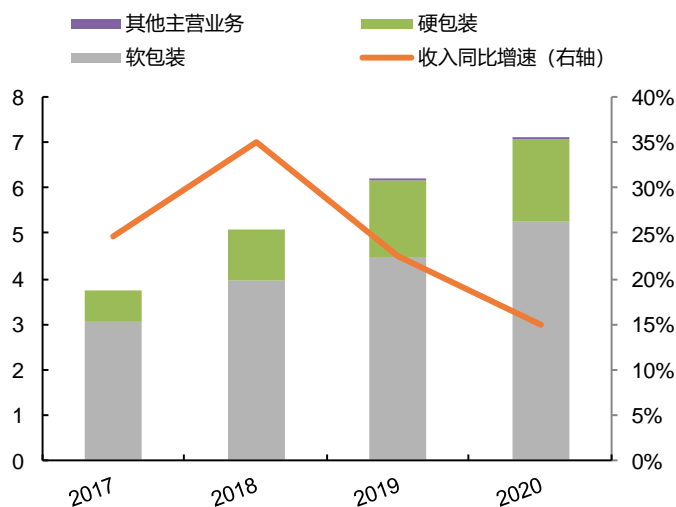
图 4: 公司硬包装材料产品介绍

硬包装材料			
产品名称	主要原材料	运用领域	产品图片
PVC/PVDC 固体药用复合硬片	PVC/PVDC	药品吸塑泡罩包装	
聚三氟氯乙烯/PVC 复合硬片	聚三氟氯乙烯薄膜、PVC	该产品晶莹透明，可高密度包装，减小包装体积	
口服固体高密度聚乙烯瓶	聚乙烯	片剂、胶囊剂、丸剂、口服液、洗液、干混悬等剂型	
药用铝塑盖	铝、塑料	注射剂/口服液/输液/抗生素/口服液瓶用铝塑组合盖	

资料来源：公司公告，长城证券研究院

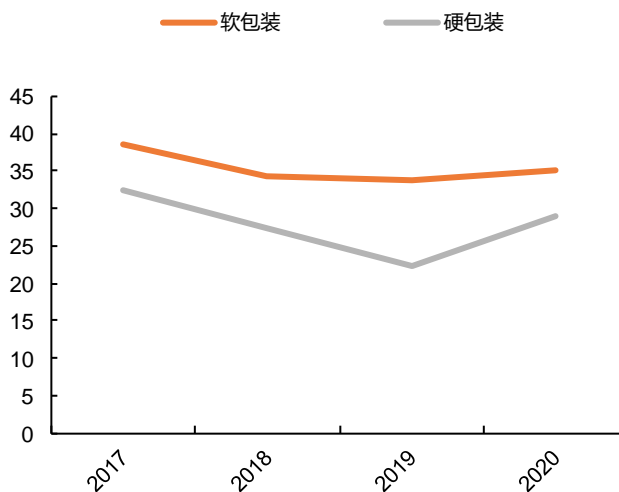
公司过去 5 年收入复合增速 19%，毛利率随原材料价格有所波动。公司历史收入增长较快，2017~2020 年收入同比增速分别达到 25%、35%、22%、15%。公司历史毛利率虽原材料价格有一定波动，2017~2020 年综合毛利率分别达到 37%、33%、31%、34%。公司产品主要原材料为铝箔、PE、PVC 和粘合剂等。2020 年度产品综合毛利率较上年度提升，主要是原材料铝箔、PE、PVC 及粘合剂等价格较上一年度下降所致，2021 年主要原材料呈上涨趋势，对 2021 年毛利率有一定影响。公司主要原材料采购价格是根据市场行情基础上与供应商协商确定，价格随行就市；而公司的客户以大型医药制造企业为主，医药包装产品占药品生产成本比例较小，大多数下游客户对公司产品价格变化不敏感。

图 5: 公司收入结构 (亿元) 及增速 (%)



资料来源: 公司公告, 长城证券研究院

图 6: 公司各业务毛利率 (%)



资料来源: 公司公告, 长城证券研究院

2.4 公司竞争优势包括: 客户资源、研发创新、产品质量、团队及管理优势等

公司竞争优势包括:

- 客户资源优势:** 公司以过硬的产品质量和优秀的服务能力满足了众多知名制药企业对药包材的需求, 积累了一批稳定的核心客户。截止到 2021 年 6 月 30 日, 和公司发生业务关系的客户数量已超 2000 家, 包括 80% 的中国医药工业百强企业, 赢得了华海药业、联邦制药、正大天晴、阿斯利康、诺华制药等国内外客户的认可和订单。过去三年半, 公司累计发出超过 3000 封授权信, 用于药厂客户一致性评价或新型药品申报。在现行的“关联审评”制度下, 国内药厂采购包材需要做上机测试, 相容性和稳定性试验、现场审计、报省药监局或药审中心审批等, 认证时间约为 9-12 个月, 评估周期长、评估费用高, 制药企业更换供应商的成本较高, 就具有较高的客户壁垒。
- 研发创新优势:** 公司自成立以来, 持续加强研发投入, 重视工艺技术创新, 截至到 2021 年 6 月 30 日, 公司拥有 115 个国家药审中心颁发的药包材登记号, 11 个美国 FDA 颁发的 DMF 备案号, 是国内固体药品包装品类最齐全的公司; 同时公司不断优化工艺配方技术, 保证了工艺的成熟稳定及产品质量的稳定, 其中冷冲压成型复合硬片技术行业领先。公司运用精密涂布技术、薄膜等离子处理技术、低残留复合技术、快速交联固化技术、柔韧成膜技术等多项技术, 形成“可印刷的模压成型深度拉伸复合泡罩硬片”、“高深冲性无异味冷冲压成型复合硬片”、“功能性冷冲压成型复合硬片”等多品种系列。利用该生产技术生产冷冲压成型复合硬片系列产品, 在易氧化物、复合强度、冲击强度、撕裂强度、杯突值、破泡率、密封性、耐候性等指标上具有较大提升。公司拥有发明专利 13 个, 子公司苏州海顺、石家庄中汇连续多年被评为高新技术企业。

- 产品质量优势：**医药包装行业是一个技术和资金密集型行业，产品的生产、质量控制等都需要恒温恒湿无尘的生产环境、先进的生产和检测设备的支持。公司拥有 10 万级净化车间的生产环境、先进的生产和检测设备。公司严格按照国家法规和国际标准要求构建管理体系，并在研发、生产、销售、客户服务等各个环节实施严格的综合监督管理。目前已通过质量管理体系要求的 ISO9001 以及药包材 GMP 要求的 ISO15378 认证，通过了环境、健康、安全体系的 ISO14001 和 ISO45001 认证，也通过了食品安全体系的 FSSC22000 认证。
- 团队及管理优势：**公司创始人林武辉及公司核心团队具有专业学位背景，20 年来持续专注于药用高阻隔包装领域，拥有丰富的行业经验及前瞻的发展眼光。公司先后实施员工持股计划和股权激励，重点锁定核心技术骨干及管理人员，提升了公司团队的稳定性及积极性。公司通过扁平化管理，有效激发了团队工作效率，为公司发展注入了活力。

2.5 产能储备充足，南浔一期、二期投产释放产能增量

公司 2020 年产能 2.6 万吨，南浔一期、二期投产释放产能增量，2021-2023 年有望分别达到 2.8、3.0、4.8 万吨。公司今年 5 月 24 日公告的审核问询函回复披露：2020 年度，公司整体产能 26,000.00 吨/年，实现产能利用率 102.17%。南浔项目一期建设周期为 18 个月，已完成土建工作，并拟于 2021 年下半年竣工及逐步投产，投产后新增自有产能 3,700.00 吨/年。南浔二期项目建设周期为 18 个月，拟新增规划产能 18,000.00 吨/年，于 2021 年 3 月取得项目实施用地的不动产权证书。公司现有产品线成熟，产能利用率较高。南浔一期项目拟 2021 年下半年投入三条自有产线用于生产本次募投项目相关产品，假设南浔二期项目 2022 年三季度竣工验收后即可实现量产。据此推算，未来三年，海顺新材软包产品的年度产能分别为 19,825.00 吨/年、21,650.00 吨/年与 38,650.00 吨/年，硬包产品的年度产能分别为 8,023.00 吨/年、8,050.00 吨/年与 9,050.00 吨/年。

表 5：公司南浔项目一期、二期情况

内容	南浔项目一期	南浔项目二期
实施主体	浙江海顺	浙江海顺
实施地点	湖州市南浔经济开发区、南临湖浔大道、西临江蒋漾路	南浔经济开发区南浔大道西侧，湖浔大道北侧（南浔项目二期所在地）
使用募集资金规模	“南浔项目一期”建设不使用本次募集资金	投资 63,160.00 万元，其中 60,160.00 万元使用增发募集资金建设
建设内容	拟建设部分自用产能 3,700.00 吨/年（其中冷冲压成型高阻隔复合硬片 1,250.00 吨/年，可回收高阻隔复合材料 2,400.00 吨/年，多层共挤高性能瓶 50.00 吨/年）及参股子公司上海久诚、控股子公司多凌药包产能搬迁	冷冲压成型高阻隔复合硬片：设计产能 5,000.00 吨/年；可回收高阻隔复合材料：设计产能 12,000.00 吨/年；多层共挤高性能瓶、针管：设计产能 1,000.00 吨/年

资料来源：公司公告，长城证券研究院

表 6：公司未来三年分产品的产能规划（万吨）

产品	2021 年度	2022 年度	2023 年度
软包	19825	21650	38650
硬包	8025	8050	9050
合计	27850	29700	47700

资料来源：公司公告，长城证券研究院

3、着力拓展新消费、新能源等包装领域

公司立足原有医药包材生产技术，拓展新消费、新能源等领域。公司不断打破产品技术适用边界，利用多层共挤高阻隔技术、精密涂布技术、复合冷成型技术等，开发出高阻隔易剥离热塑成型片材、抗腐蚀锂电池铝塑膜等新产品，应用在新消费、新能源等领域，为公司可持续发展提供新的动力。

过去五年内，奶酪总消费和人均奶酪支出占比均呈现快速增长态势。妙可蓝多 2021 年半年度披露：根据欧睿咨询（Euromonitor Consulting）统计，2020 年国内人均奶酪消费支出占乳制品总支出的比例已从 2015 年的 1.00% 提高到 2020 年的 2.13%，国内消费者对奶酪的接受度正逐渐提高。根据中国奶业协会预计，2020 年国内奶酪消费量可超过 32 万吨，同比增长约 29%，根据该预计数据推算，2020 年我国人均奶酪消费量达 0.23kg，相比西方国家仍有很大差距，即便参考日本、韩国等与我国具有饮食同源性的国家，我国奶酪的人均消费量仍有较大增长空间。未来我国奶酪消费市场仍有较大提高空间，奶酪将成为乳制品细分领域最具增长潜力的行业。

图 7：2015-2020 年国内奶酪消费总量（万吨）



资料来源：妙可蓝多公司公告，中国奶业协会，长城证券研究院

海顺新材已经和蒙牛等几家公司签订了合同，拓展奶酪棒包装产品。公司 9 月 14 日公告的投资者关系活动记录表披露：奶酪棒包装这一块增长非常快的，现在主要是用 PVC 片材和 PS 片材，其实能把这个包装做好、能满足客户上机性能要求的厂家就只有几家。目前杭州塑料估计做的最早、最大，主要推 PVC/PVDC 片材，上海艾录主要是 PS 片材，妙可蓝多对它贡献比较大。海顺新材是 PVC/PVDC、PS 片材都可以生产，PVC/PVDC 片材海顺新材本来就有，PS 片材是海顺新材新上的产线，10 月份就投产。海顺新材就是要把品类做全一些，性能好调配，能迅速响应客户需求。海顺新材已经和蒙牛等几家公司签订了合同。而且海顺新材给国内主要生产奶酪棒的企业发送了样品，反馈也不错。

公司拓展电子烟客户吸塑包装产品。公司 9 月 3 日公告的投资者关系活动记录表披露：公司给电子烟提供吸塑包装的项目已经在落实细节，草拟合同。先拓展国外客户的原因是：因为这个吸塑包装材料比普通的 PVC 材料要贵一点，但这种高阻隔材料能保证烟味的一致性，防止烟味的逸散。这其实是一个消费升级的过程，国内大部分的电子烟厂家更注重的是时尚性和烟味的多样性，所以需要行业内的一些巨头企业去推动引领消费趋

势。公司 12 月 20 日公告的投资者关系活动记录表披露：公司和英美烟草达成合作，目前也已经开始供货。

公司以冷成铝工艺技术做基础，预计明年年初形成铝塑膜产能。公司 9 月 19 日公告的投资者关系活动记录表披露：铝塑膜与公司的冷铝的工艺是非常相近的，有冷成铝工艺技术做基础，开发效率会高很多。铝塑膜这一块公司关注已久，公司从 2017 年就开始进行专利储备，但由于市场环境和需求的制约一直未进入，之前铝塑膜一直靠进口的，国内厂家鲜有机会。去年国内铝塑膜需求激增，而日本的产能又跟不上，国内厂商迎来机会。公司也看到了这个机会，去年年底决定做这个项目。于是今年 3 月公司投了设备，11 月就能交货，公司也组建了团队，预计明年年初就能形成产能。目前公司实验室已经做出一些铝塑膜成品，交给一些 3C 企业做认证。当然，公司也不会仅局限在 3C，动力电池包装供应也是公司的目标，毕竟动力电池方面的需求增长更快，利润更高。

4、盈利预测与估值水平：首次给予增持评级

4.1 盈利预测

盈利预测重要假设：

- ✓ 公司 2021 年前三季度收入同比增长 26%。公司 2020 年产能 2.6 万吨，南浔一期、二期投产后产能将达到 4.8 万吨。预计 2021~2023 年，公司医药包材收入复合增速达到 20%。
- ✓ 公司逐步拓展新消费包材和铝塑膜产品，预计今年明年开始贡献收入增量。
- ✓ 今年受原材料涨价影响，毛利率有所下降。

表 7：公司收入和毛利率预测

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入（亿元）	3.76	5.07	6.21	7.14	9.15	12.95	16.29
同比增长	25%	35%	22%	15%	28%	41%	26%
医药包材	3.76	5.07	6.16	7.07	8.49	10.18	12.22
同比增长		35%	22%	15%	20%	20%	20%
新消费包材（奶酪棒、电子烟）					0.60	1.50	2.00
同比增长						150%	33%
铝塑膜						1.20	2.00
同比增长							67%
其他主营业务			0.05	0.07	0.07	0.07	0.07
同比增长				43%	0%	0%	0%
毛利（亿元）	1.40	1.66	1.94	2.44	2.75	3.89	4.88
医药包材	1.40	1.66	1.89	2.38	2.51	3.02	3.62
新消费包材（奶酪棒、电子烟）					0.18	0.45	0.60
铝塑膜						0.36	0.60

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
其他主营业务			0.04	0.06	0.06	0.06	0.06
毛利率(%)	37.40	32.67	31.16	34.16	30.09	30.02	29.97
医药包材	37.40	32.67	30.67	33.63	29.63	29.63	29.63
新消费包材(奶酪棒、电子烟)					30.00	30.00	30.00
铝塑膜						30.00	30.00
其他主营业务			96.39	90.47	90.47	90.47	90.47

资料来源：公司公告，长城证券研究院

4.2 投资建议：首次给予增持评级

医药包材领先企业，积极向新消费、新能源领域延伸，首次覆盖给予增持评级。预计公司 2021~2023 年归母净利润分别达到 1.2、1.7、2.1 亿元，同比增长 16%、39%、28%，对应 PE 估值 33、24、19 倍。医药包材行业迎来政策新机遇，国内行业集中度有望提升。公司过去 5 年收入复合增速 19%，在客户资源、研发创新、产品质量、团队及管理等优势下，产能投产将释放增量；新消费、新能源等包装领域或成为新增长点。

5、风险提示

原材料价格超预期上升、新消费包材业务拓展低于预期、铝塑膜业务拓展低于预期、行业竞争加剧等。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	主要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	621.03	713.78	915.22	1,294.94	1,628.61	成长性					
营业成本	427.52	469.97	639.79	906.22	1,140.54	营业收入增长	22.44%	14.94%	28.22%	41.49%	25.77%
销售费用	38.64	50.96	47.04	63.90	78.35	营业成本增长	25.19%	9.93%	36.13%	41.64%	25.86%
管理费用	60.14	50.93	61.82	83.98	102.97	营业利润增长	-3.84%	61.57%	13.59%	40.63%	25.92%
研发费用	26.44	24.29	29.49	40.06	49.11	利润总额增长	-5.03%	62.38%	13.67%	40.84%	26.02%
财务费用	7.60	14.52	16.31	22.16	27.17	归母净利润增长	1.23%	53.64%	16.16%	39.32%	26.70%
其他收益	3.01	3.37	3.37	3.37	3.37	盈利能力					
投资净收益	17.22	20.16	20.16	20.16	20.16	毛利率	31.16%	34.16%	30.09%	30.02%	29.97%
营业利润	73.93	119.44	135.67	190.79	240.25	销售净利率	10.78%	14.42%	13.06%	12.86%	12.96%
营业外收支	-0.80	-0.70	-0.70	-0.70	-0.70	ROE	6.91%	7.95%	11.21%	13.79%	15.01%
利润总额	73.13	118.74	134.97	190.09	239.55	ROIC	62.29%	14.23%	12.80%	16.13%	18.70%
所得税	7.39	13.32	15.14	21.32	26.87	营运效率					
少数股东损益	-1.24	2.52	0.30	2.23	1.67	销售费用/营业收入	6.22%	7.14%	5.14%	4.93%	4.81%
归母净利润	66.98	102.90	119.54	166.54	211.01	管理费用/营业收入	9.68%	7.14%	6.75%	6.49%	6.32%
资产负债表						研发费用/营业收入	4.26%	3.40%	3.22%	3.09%	3.02%
						财务费用/营业收入	1.22%	2.03%	1.78%	1.71%	1.67%
流动资产	525.65	554.57	738.19	874.16	1,086.20	投资收益/营业利润	23.30%	16.88%	14.86%	10.57%	8.39%
货币资金	79.73	89.00	56.47	79.90	100.49	所得税/利润总额	0.10	0.11	0.11	0.11	0.11
应收票据及应收账款	164.96	186.23	310.61	380.89	482.51	应收账款周转率	3.84	4.07	3.95	4.01	3.98
其他应收款	37.78	35.27	36.52	35.90	36.21	存货周转率	5.63	6.17	5.67	5.73	5.70
存货	114.21	117.32	205.35	246.40	325.50	流动资产周转率	1.19	1.32	1.42	1.61	1.66
非流动资产	709.21	850.92	906.74	956.20	991.78	总资产周转率	57.04%	54.07%	60.01%	74.52%	83.34%
固定资产	330.67	315.08	384.76	450.51	494.53	偿债能力					
资产总计	1,234.86	1,405.49	1,644.93	1,830.36	2,077.98	资产负债率	38.26%	37.64%	34.98%	33.14%	31.80%
流动负债	433.38	437.41	535.61	592.60	648.06	流动比率	1.21	1.27	1.38	1.48	1.68
短期借款	171.12	210.45	153.03	144.37	56.66	速动比率	0.95	1.00	0.99	1.06	1.17
应付款项	106.26	103.94	157.06	198.39	263.73	每股指标 (元)					
非流动负债	39.11	91.67	39.87	13.90	12.65	EPS	0.31	0.47	0.53	0.75	0.94
长期借款	32.72	75.27	28.47	-	-	每股净资产	3.10	5.14	4.46	5.15	6.00
负债合计	472.49	529.08	575.48	606.50	660.71	每股经营现金流	0.43	0.50	0.45	0.91	1.13
股东权益	762.37	876.40	1,069.45	1,223.86	1,417.27	每股经营现金/EPS	1.39	1.06	0.84	1.22	1.20
股本	156.53	156.53	223.53	223.53	223.53	估值					
留存收益	566.73	666.46	774.46	926.64	1,118.37	PE	57.67	37.87	33.23	23.85	18.82
少数股东权益	68.63	71.16	71.46	73.69	75.37	PEG	1.56	1.44	1.44	0.65	0.71
负债和权益总计	1,234.86	1,405.49	1,644.93	1,830.36	2,077.98	PB	5.73	3.45	3.98	3.45	2.96
现金流量表						EV/EBITDA	17.49	18.07	21.53	15.80	12.52
						EV/SALES	3.27	4.26	4.53	3.16	2.45
经营活动现金流	807.70	77.49	87.11	176.18	219.45	EV/IC	2.43	2.89	3.54	3.22	2.94
其中营运资本减少	-42.88	-54.15	-69.61	-40.79	-51.06	ROIC/WACC	1.23	1.68	1.51	1.91	2.21
投资活动现金流	-1,757.00	-112.88	-72.84	-78.84	-64.84	REP	1.97	1.71	2.34	1.69	1.33
其中资本支出	18.83	157.50	143.00	149.00	135.00						
融资活动现金流	438.89	53.37	-46.81	-73.92	-134.03						
净现金总变化	-510.41	17.98	-32.53	23.43	20.59						

研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

买入——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上
增持——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间
持有——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间
卖出——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上

行业评级：

强于大市——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步
弱于大市——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场

长城证券研究院

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>