



## 包装主业深化发展，看好光伏新质生产力布局

2024年11月08日

### 核心观点

- 包装细分领域龙头，布局光伏新质生产力：**公司深耕包装行业近18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，并基于包装技术积累，优势延伸布局光伏新质生产力，成长空间广阔。
- 工业用纸包装业务积累深厚，产能有望翻倍驱动长期增长：**公司深耕工业用纸包装业务，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。2023年工业用纸包装实现营收7.7亿元，10年CAGR 14.85%。公司2023年发行可转债用于工业用纸业务扩产，完全投产后将实现年产工业用纸包装袋60,000万条，预计新增产值23亿元，产能将较现阶段翻倍。目前第一条产线已投产，剩余四条制袋整线预计自24Q4起根据公司在手订单及经营情况分批投产，预计将有效缓解公司工业用纸包装产能瓶颈问题并助力公司进一步拓展海外业务。
- 奶酪棒行业稳健扩张，复合塑料包装业务持续壮大：**中国奶酪行业2023年零售市场规模达111亿元，市场空间广阔。公司深度绑定妙可蓝多，并推进客户结构多元化，与伊利股份、蒙牛、奶酪博士等知名乳制品企业建立合作，获取新业务机会。2024年1月，公司进一步同安姆科签订《战略合作框架协议》，拟在委托加工、产品研发、技术应用等领域展开深度合作。伴随下游消费需求逐步回暖和产品价格修复，公司产品市占率有望进一步提升。
- 新推无塑膜纸基包装，实现包材环保性替代：**公司积极践行环保、绿色的发展理念，积极推动产品升级迭代，24H1开辟除工业用纸包装外另一纸包装全新产品线-消费品纸包装，新推出的Espeed系列无塑膜纸基包装产品，实现了无塑膜可热封的创新包装工艺，产品可回收再生，符合“碳中和”“碳达峰”等国家政策导向。公司积极提高该产品对下游客户的覆盖率，24Q3已与妙可蓝多签订《战略合作框架协议》，另有食品、卫生用材、电器开关等多家下游客户进入新包材测试阶段。预计该环保包材的推出将进一步巩固公司在食品包装等领域的市占率，推动公司业绩可持续性发展。
- 战略布局光伏新质生产力，复合边框业务拓展进程再提速：**公司2023年设立子公司艾纳新能源聚焦于复合材料边框产品的研发、生产、销售。公司生产的聚氨酯复合边框较传统铝合金边框，在应用场景、价格、使用寿命方面都具有显著优势，未来成长空间广阔。公司10月已与北理同创签订《聚氨酯复合材料边框产品战略合作框架协议》，预计光伏行业拓展将贡献收入新增量。
- 投资建议：**公司工业用纸包装积累深厚实现稳健成长，复合塑料包装绑定大客户持续发展，光伏新质生产力布局有望快速扩张。预计公司24/25/26年EPS分别为0.28/0.37/0.55元，11月8日收盘价13.92元对应PE 51X / 37X / 25X。维持“推荐”评级。
- 风险提示：**下游需求不及预期的风险、原材料价格大幅上涨的风险、光伏背板业务订单不及预期的风险，下游竞争加剧的风险。

上海艾录 (301062.SZ)

推荐 维持评级

### 分析师

陈柏儒

☎: 010-8092-6000

✉: chenbairu\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130521080001

刘立思

☎: 010-8092-7655

✉: liulisi\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130524070002

研究助理: 韩勉

☎: 010-8092-7653

✉: hanmian\_yj@chinastock.com.cn

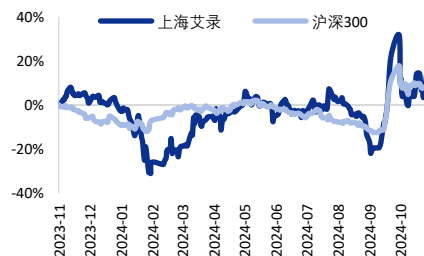
### 市场数据

2024-11-8

股票代码	301062.SZ
A股收盘价(元)	13.92
上证指数	3,452.30
总股本	40,040
实际流通A股(万股)	27,828
流通A股市值(亿元)	38.74

### 相对沪深300表现图

2024-11-08



资料来源: 中国银河证券研究院

### 相关研究

- 【银河轻工】公司深度\_上海艾录\_工业用纸包装稳健发展，塑料包装成长性显著\_20220603

## 主要财务指标预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1066.55	1274.11	1651.27	2314.25
收入增长率%	-4.95	19.46	29.60	40.15
归母净利润(百万元)	75.28	110.15	149.86	219.95
利润增速%	-29.17	46.33	36.05	46.77
毛利率%	23.57	24.00	24.50	25.00
摊薄EPS(元)	0.19	0.28	0.37	0.55
PE	74.04	50.60	37.19	25.34
PB	4.69	4.37	4.02	3.60
PS	5.23	4.37	3.38	2.41

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## 投资概要：

### 驱动因素、关键假设及主要预测：

**工业用纸包装：**公司深耕工业用纸包装领域，持续创新实现高产品力；积累优质客户资源，同下游头部客户建立合作，在长期合作中深受客户认可而实现采购份额提升，并不断进行新客户拓展，境外布局取得明显成效。展望未来，我们预计伴随公司产能建设落地，存量客户深化合作&增量客户持续拓展将助力产能消化。

**复合塑料包装：**奶酪行业长期成长性充足，奶酪棒大单品短期承压，未来料将恢复增长，且妙可蓝多优势地位稳固。公司掌握复合塑料包装核心技术，技术创新研发常温场景及环保类产品，同妙可蓝多深度绑定，并不断拓展客户资源，客户结构多元化发展。同时，公司同安姆科签订战略合作，未来有望获取新增业务机会。

**消费品纸包装：**公司 24H1 新推出 Espeed 系列无塑膜纸基包装产品，24Q3 已与妙可蓝多签订《战略合作框架协议》，另有食品、卫生用材、电器开关等多家下游客户进入新包材测试阶段。预计该环保包材的推出将进一步巩固公司在食品包装等领域的市占率，推动公司业绩可持续性发展。

**光伏新能源：**公司 2023 年开始布局光伏赛道，聚焦生产的聚氨酯复合边框较传统铝合金边框，在应用场景、价格、产品保质期方面都具有显著优势，未来成长空间广阔。公司 10 月已与北理同创签订《聚氨酯复合材料边框产品战略合作框架协议》，预计光伏行业拓展将为公司贡献收入新增量。

### 我们与市场不同的观点：

**工业用纸包装：**市场或担心公司产能瓶颈问题，我们认为，公司积极扩产为业务深化提供必要保证。其新建工厂 5 条产线完全投产后将实现整体工业用纸包装 6 亿条/年，复合塑料包装 2.4 亿延米/年，46 套智能包装设备生产线的产能布局，实现产能翻倍。我们认为，公司持续深化存量客户合作，不断开拓新客户，将有效消化产能，进而实现业绩增长。

**复合塑料包装：**市场或担心奶酪行业短期需求承压，影响公司业绩。我们认为，一方面，龙头企业公司业绩仍具韧性，公司深度绑定大客户，为多数下游公司的片材第一大供应商，存量稳定。同时公司推进客户结构多元化，与伊利股份、蒙牛、奶酪博士等知名乳制品企业建立合作，同国际包装巨头安姆科签订战略协议，未来有望获取新业务机会。

**消费品纸包装和光伏新组件业务：**市场或担心公司现有存量客户未来发展空间和成长性的问题，我们认为，公司通过包材研发替换和新领域开拓的方式，不断提高自身差异化竞争优势，获得新增量。1) 构建全新消费品纸包装产品线，对下游客户包材进行环保化替换；2) 进入光伏新能源领域，研发聚氨酯复合边框对传统铝合金边框进行替换。公司强大的自主研发能力和对市场机遇的把握有望助力公司持续获得收入增量，推动盈利能力持续提升。

### 估值与投资建议：

预计公司 24 / 25 / 26 年 EPS 分别为 0.28/0.37/0.55 元，11 月 8 日收盘价 13.92 元对应 PE 51X / 37X / 25X。维持“推荐”评级。

### 股价表现的催化剂：

工业用纸包装业务产能扩张；消费品纸包装业务拓展；光伏领域聚氨酯复合材料板框业务拓展。

### 主要风险因素：

下游需求不及预期的风险、原材料价格大幅上涨的风险、光伏背板业务订单不及预期的风险、下游竞争加剧的风险。

## 目录

### Catalog

<b>一、 专注包装、坚定创新，延伸布局光伏新质生产力</b>	<b>5</b>
(一) 业务拓展齐头并进，股权激励信心充足	5
(二) 营收实现稳健成长，利润整体波动上行	6
<b>二、 工业用纸包装积累深厚，产能将翻倍驱动增长</b>	<b>8</b>
(一) 纸包装市场平稳发展，看好纸代塑逐步落地	8
(二) 工业赛道产品附加值高，公司深耕实现长期积累	10
(三) 量做深&增量拓广双轮驱动，产能建设支撑业务扩张	14
<b>三、 复合塑料包装业务持续壮大，新增纸基包装绿色替代</b>	<b>17</b>
(一) 奶酪棒行业预计长期成长，妙可蓝多优势稳固	17
(二) 研发突破掌握核心技术，技术迭代不断创新	20
(三) 大客户扩张贡献增量，业务拓展稳步向前	22
(四) 下游需求有望恢复，消费升级下利润率有望改善	24
(五) 新增消费品纸包装产线，实现包材环保化替代	25
<b>四、 战略布局光伏新质生产力，空间广阔有望快速增长</b>	<b>26</b>
(一) 碳中和共识驱动光伏新能源发电，新增装机规模庞大、稳步扩容	26
(二) 优势延伸切入光伏领域，同尚德电力签订战略合作	27
(三) 开拓复合材料边框业务，新材料替换优势显著	28
<b>五、 盈利预测与估值</b>	<b>30</b>
(一) 盈利预测	30
(二) 相对估值	30
(三) 绝对估值	31
<b>六、 风险提示</b>	<b>31</b>

# 一、专注包装、坚定创新，延伸布局光伏新质生产力









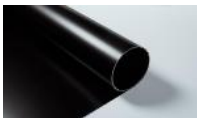

## (一) 业务拓展齐头并进，股权激励信心充足

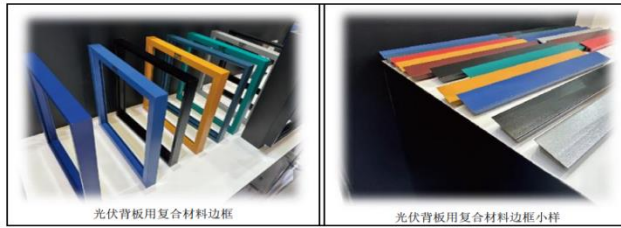
**包装主业持续进取，优势延伸布局光伏新质生产力。**

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。

同时，习近平总书记指出，要积极培育新能源、新材料、先进制造、电子信息等战略性新兴产业，积极培育未来产业，加快形成新质生产力，增强发展新动能。2023 年 1 月，公司发布公告进军光伏背板行业，后续同尚德电力签订战略合作协议，并将持续投入创新发展新质生产力。

表1：公司主要业务及产品示意图

工业用纸包装	 <p>VALVE BAG</p>	 <p>SQUARE BOTTOM BAG</p>	 <p>PINCH BOTTOM BAG</p>	 <p>SEWN OPEN-MOUTH BAG</p>
消费品纸包装	<p>Espeed 系列无塑膜纸基包装产品</p>  <p>Espeed™系列产品包装结构图</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>保护光油层 Varnish Layer</li> <li>印刷层 Printing Layer</li> <li>预涂层 Pre-coating</li> <li>纸基材 Paper</li> <li>低温热封层 Cold Seal Layer</li> </ul>			
塑料包装	<p>复合塑料包装</p> 		<p>注塑包装及其他</p> 	
智能包装系统				
光伏新能源	<p>高阻水背板</p> 	<p>透明背板</p> 	<p>黑色背板</p> 	<p>白色背板</p> 
<p>复合材料边框</p>				



资料来源：公司官网，招股说明书，艾录新能源官网，中国银河证券研究院

**发布股权激励目标，经营信心充足。**公司于2024年2月发布股权激励计划，拟向不超过27名激励对象授予限制性股票数量702万股，授予价格为5.21元/股。业绩考核目标为：2024/2025/2026年营业收入触发值分别为10.62/13.81/19.82亿元，目标值分别为13.27/17.26/24.78亿元。当营业收入达到目标值时归属比例为100%，介于目标值和触发值之间时归属比例为80%，低于触发值时归属比例为0%。

表2：公司股权激励考核目标

归属期	对应考核年度	年度营业收入 (A)，亿元	
		目标值 (Am)	触发值 (An)
第一个归属期	2024 年度	13.27	10.62
第二个归属期	2025 年度	17.26	13.81
第三个归属期	2026 年度	24.78	19.82

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## (二) 营收实现稳健成长，利润整体波动上行

整体来看，公司业绩实现长足发展，2014-2023年收入、净利润CAGR分别为15.6%、7.7%。回顾历史，公司经历了4个阶段：

表3：公司发展历程

初创积蓄期 (2006年~2010年)	
经营层面	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。
快速扩张期 (2011年~2017年)	
经营层面	伴随资本得到补充，公司凭借资源积累开始快速扩张，产能建设持续推动业务成长，且不断同下游大客户建立并加深合作。
业绩层面	2012年~2017年，公司营收CAGR为29.57%，归母净利润CAGR为44.3%，其中2016年利润下滑主要是因为计提商誉减值。
二次成长期 (2018~2022年)	
经营层面	工业用纸包装业务持续深化，长期合作中深受下游大客户认可，伴随大客户成长而获取增量订单，并持续提高客户采购份额占比。
业绩层面	2018年~2021年，营收端维持20%左右增速，主要源于复合塑料包装业务的快速扩张，利润端整体同样实现增长。2022年~2023年，营收端22年基本持平，23年前三季度近10%下滑，疫后消费力下滑，终端奶酪棒市场由于高单价受到明显影响，进而导致公司订单量下滑；利润端明显下降，22年-26.55%。
业务拓展+包材迭代升级，构建新增量 (2023年至今)	
经营层面	工业用纸包装销售持续突破，产能建设支撑成长； 复合塑料包装下游需求回暖，有望带动产能消化、利润率回升； 24H1布局消费品纸包装业务，推出 Espeed 系列无塑膜纸基包装产品进行包材环保化替代； 2023年开始布局光伏新质生产力，以超低碳、耐腐蚀、抗PID特性等核心优势突出的聚氨酯复合边框对传统铝合金边框进行替代。

资料来源：招股说明书，公司官网，iFinD，中国银河证券研究院

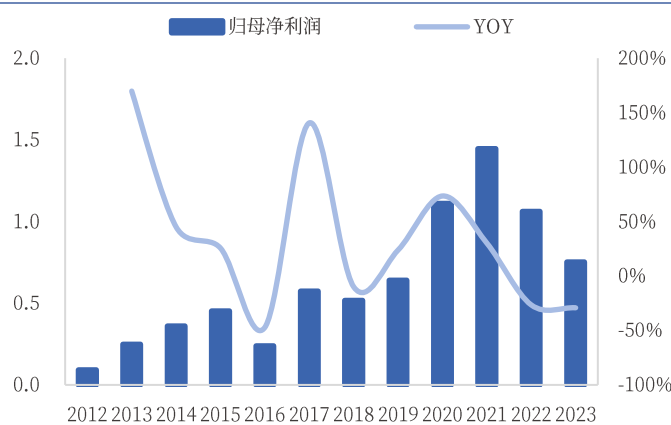


图1: 公司历年营收 (亿元)



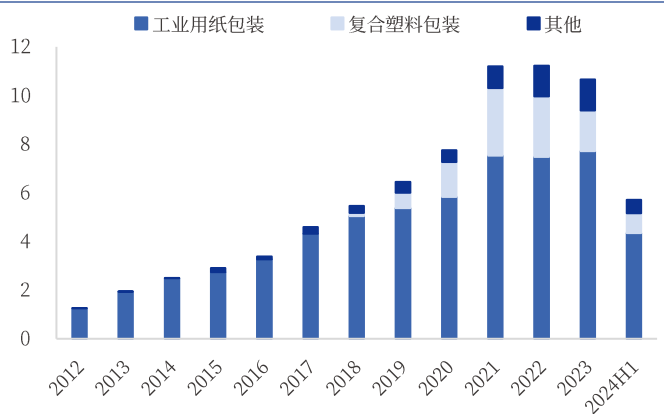
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图2: 公司历年归母净利润 (亿元)



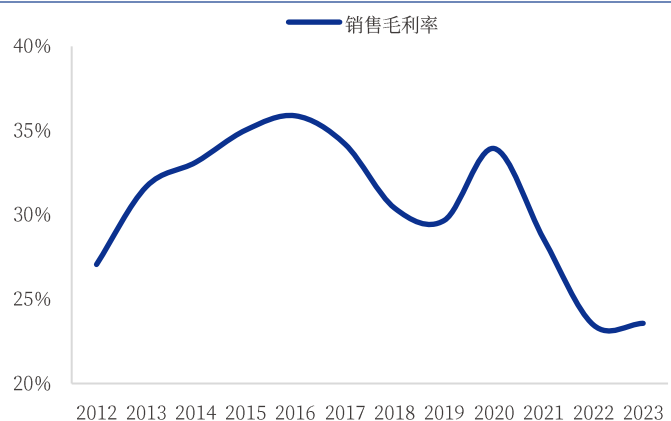
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图3: 公司历年产品结构 (亿元)



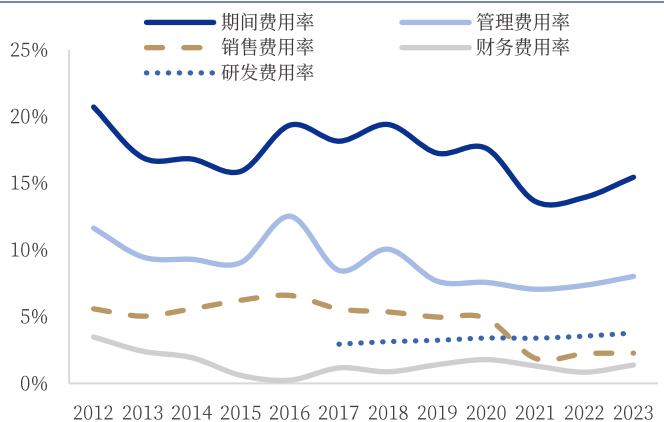
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图4: 公司历年销售毛利率



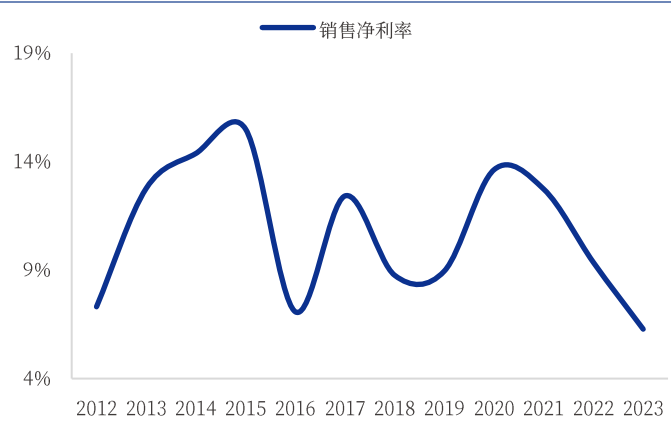
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图5: 公司历年费用率



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图6: 公司历年销售净利率



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

## 二、工业用纸包装积累深厚，产能将翻倍驱动增长

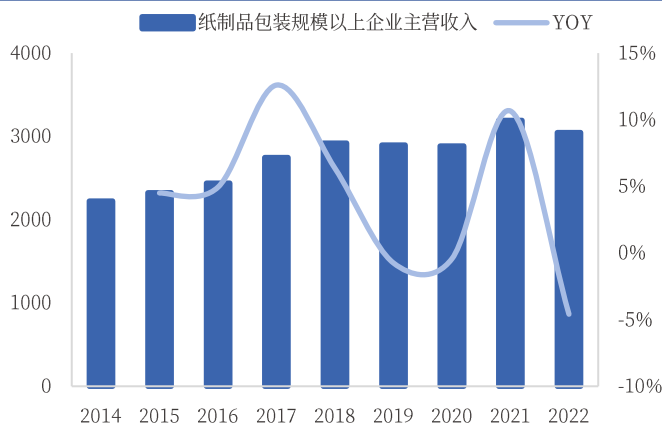
### （一）纸包装市场平稳发展，看好纸代塑逐步落地

**中国为全球第二大包装国，纸包装市场规模平稳增长。**据 IMARC Group 数据，2022 年全球纸包装规模达 4,165 亿美元，预计未来将以 3.2% 的 CAGR 继续成长，并于 2028 年达到 5,031 亿美元。同时，中国为全球第二大包装国家，中国包装联合会数据显示，2022 年中国纸制品包装行业规模以上企业实现行业主营业务收入 3,045.47 亿元，2014 年~2022 年 CAGR 约为 4.01%。

**下游应用细分领域众多，纸包装龙头份额处于较低水平。**纸包装下游应用领域及环节众多，包括建材、化工、食品、食品添加剂、医药等领域，且既可以用于工业生产运输环节，又可以用于终端消费环节，产品形式多样。下游市场分散导致领域 & 客户拓展缓慢，行业门槛较低导致市场参与者众多，多重因素致使纸包装行业市场集中度处于较低水平。

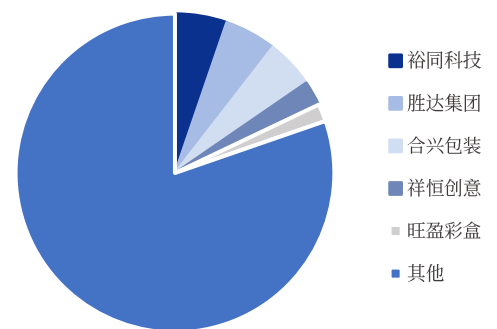
2022 年，纸包装规模以上市场 CR5 为 19.7%，其中前三名裕同科技、胜达集团及合兴包装市占率分别为 5.26%、5.25%、4.91%，上海艾录以 10.45 亿元（中国包装联合会排名口径）位列第 32 名，市占率为 0.34%。若考虑规模以下市场，预计龙头市占率、行业集中度将更低。

图7：中国纸包装规模以上企业主营业务收入（亿元）



资料来源：中国包装联合会，中国银河证券研究院

图8：纸包装行业规模以上市场竞争格局（2022年）



资料来源：中国包装联合会，中国银河证券研究院

#### 环保、降碳大势所趋，政策推动纸代塑进程。

塑料应用存在突出的环保及碳排放问题：

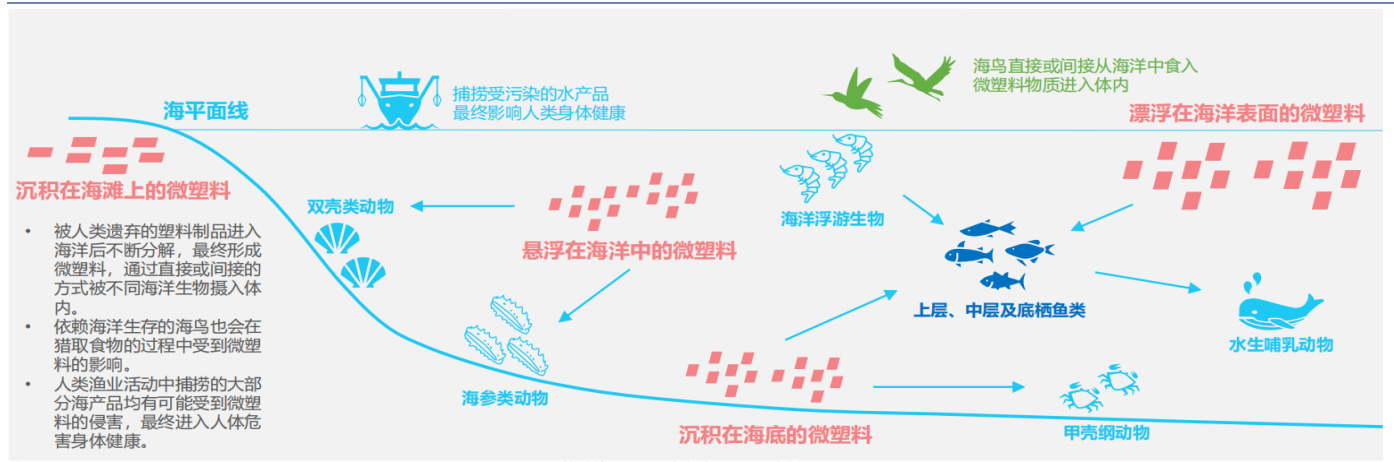
1) 全球塑料应用用量极大且仍持续增长，据欧洲塑料制造商协会数据，2021 年全球塑料产量较 2018 年增长 6.9%，预计到 2035 年塑料产量将增加一倍，到 2050 年产量将增加两倍；

2) 塑料回收率较低，填埋焚烧或直接遗弃为主要处理方式，中国（2021）、美国（2021）、欧盟（2020）、日本（2020）材料化回收率分别为 31%、5%、35%、24%，而塑料一旦泄漏到土壤、水体等自然环境中，便难以降解，且会造成视觉污染、土壤污染、水体污染等各种环境破坏；

3) 塑料作为石化产业重要的下游产业，其制造所需要的石油消耗量占据全球石油产量的 8%，据自然资源保护协会预测，如果按照目前的趋势发展，2050 年全球塑料将消耗全世界 20% 的石油。



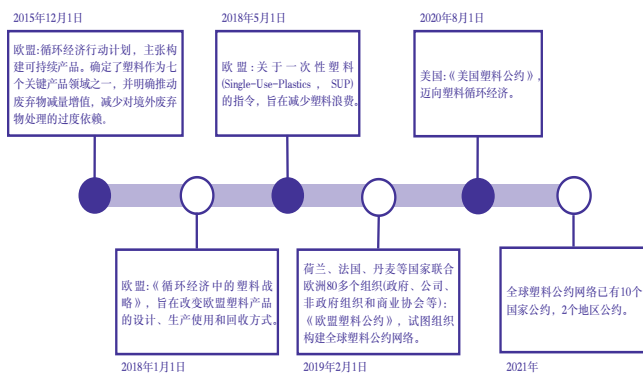
图9: 微塑料对海洋危害示意图



资料来源: Plastic Soup Foundation, The Conversation Trust;Forbes, 艾瑞咨询, 中国银河证券研究院

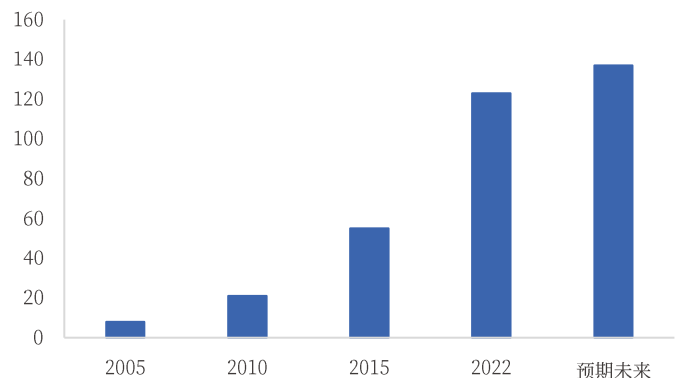
**欧美引领全球各国相继推出“限塑令”。** 欧盟和美国分别于2019年、2020年推出塑料公约，2015年有55个国家和地区对一次性塑料进行限制，2022年增长至123家。同时，2022年3月，第五届联合国环境大会上，175个国家和地区的代表通过了《终止塑料污染决议（草案）》，将在2024年底完成首个全球“限塑令”。

图10: 国际限塑政策历程



资料来源: 普华永道, 中国银河证券研究院

图11: 累计限塑的国家和地区数量(个)



资料来源: 普华永道, The Nicholas Institute for Energy, Environment & Sustainability, 中国银河证券研究院

**中国限塑政策相继出台, 执行力度逐步加强。** 2007年, 国务院办公厅出台首个“限塑令”, 但随着电商和外卖的兴起, 快递包装和一次性餐饮具需求剧增, 导致政策实施存在一定难度。2017年, 全生物降解材料入围国家“十三五”材料计划, 并于2019年被国家发改委鼓励。2020年, 国家发改委、生态环境部公布《关于进一步加强塑料污染治理的意见》, 提出2020、2022、2025年的分阶段实施目标。2021年, 各省市及其下属部门针对“十四五”对资源节约及环境保护方面的要求, 不断完善地方限塑政策。

表4: 中国限塑令阶段目标

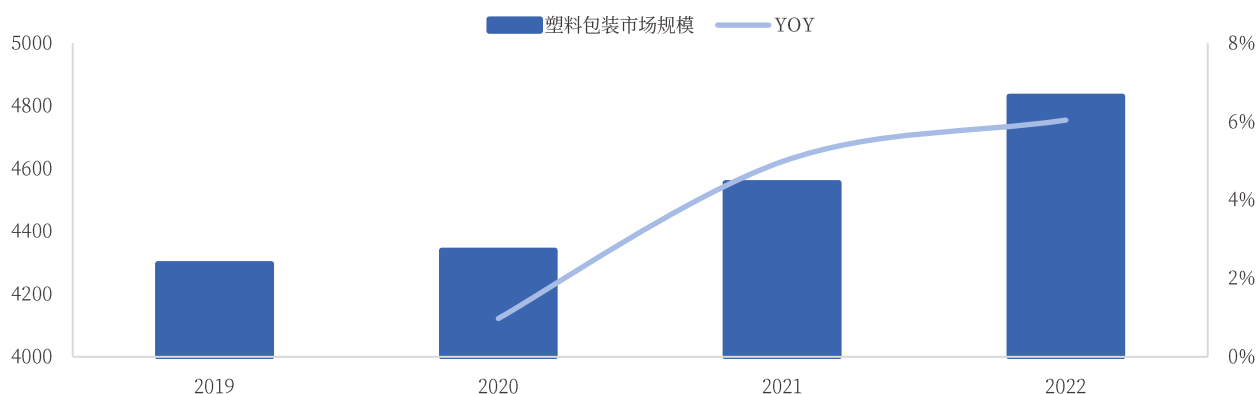
应用	2020年底	2022年底	2025年底
不可降解塑料袋	直辖市、省会、计划单列市的商场、超市、药店、书店等场所以及餐饮打包外卖服务和各类展会活动	扩大到地级以上城市	扩大到集贸市场
一次性塑料餐具	全国范围餐饮行业禁止使用不可降解	扩大到县城建成区、景区景点餐饮堂	地级以上城市餐饮外卖领域餐具消耗

	一次性塑料吸管；地级以上城市的餐饮服务 饮堂餐饮服务	强度下降 30%
宾馆、酒店一次性塑料用品	全国范围星级宾馆、酒店等场所	扩大至所有宾馆、酒店、民宿
快递塑料包装	北京、上海、江苏、浙江、福建、广东 等省市的邮政快递网点	扩大到全国范围邮政快递网点

资料来源：政府官网，普华永道，中国银河证券研究院

**中国塑料包装规模庞大，纸代塑有望实现增量。**据智研咨询统计数据，塑料包装在现代社会得到广泛应用，下游需求不断成长，2022 年，中国塑料包装市场规模为 4,830 亿元，同比增长 6.04%。伴随限塑进程的持续推进，以及纸包装研发创新弥补同塑料包装的性能差距，纸包装将加快实现对塑料包装的替代，从而实现市场增量。

图12：中国塑料包装市场规模（亿元）



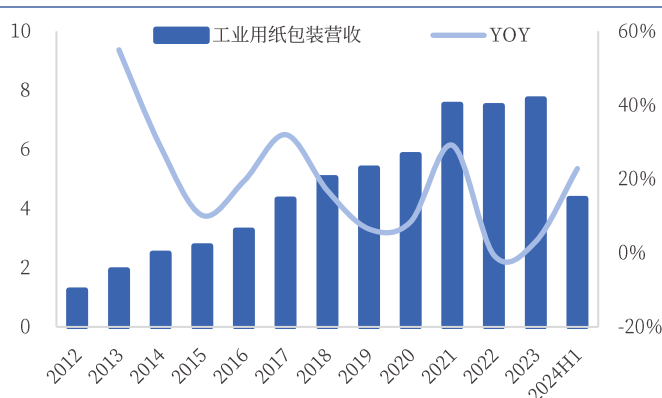
资料来源：智研咨询，中国银河证券研究院

## （二）工业赛道产品附加值高，公司深耕实现长期积累

**深耕工业用纸包装，下游以化工、建材和食品及食品添加剂行业为主。**公司深耕工业用纸包装，研发积累实现高产品力，具备较强的核心竞争力，业务实现长足发展。2023 年，公司工业用纸包装实现营收 7.7 亿元，10 年 CAGR 达到 14.85%。24H1 该项业务收入达 4.3 亿元，yoy+22.8%。

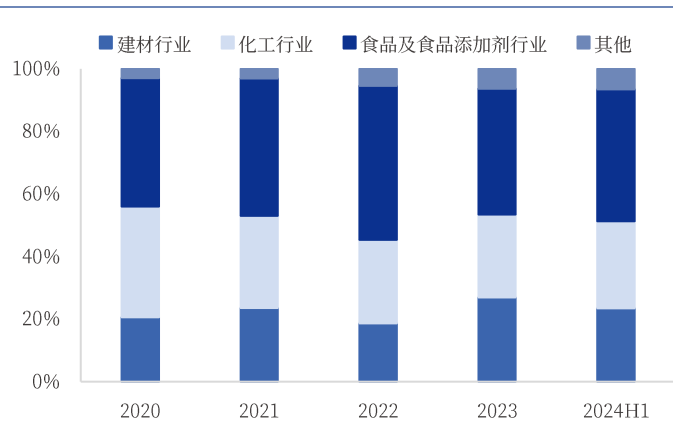
下游行业来看，2024 年 H1，公司整体营收中下游建材、化工、食品及食品添加剂行业分别占比 23%/28%/42%。剔除复合塑料包装及其他业务后，我们预计公司工业用纸包装中化工、建材、食品及食品添加剂行业占比整体均衡。（2020 年，工业用纸包装化工、建材、食品及食品添加剂分别占比 44%、26%、28%）

图13: 公司工业用纸包装营收 (亿元)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图14: 公司整体营收下游行业占比



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

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。

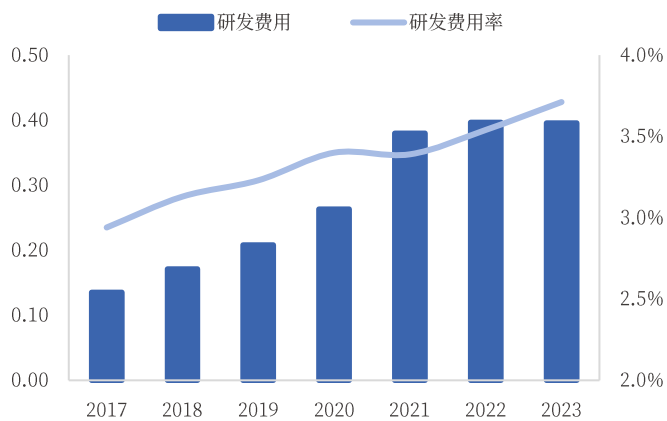
表5: 工业用纸包装下游包装要求

	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: Wind, 中国银河证券研究院

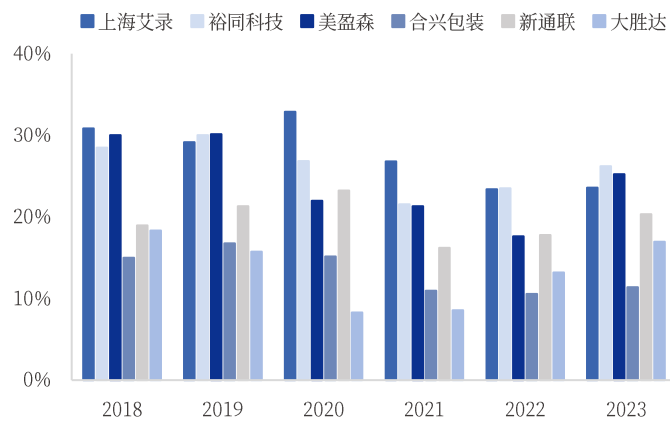
研发积累实现产品领先, 业务盈利能力明显优于同行。公司以工业用纸包装业务起家, 自成立以来持续重视产品研发及工艺创新, 在长期研发和实践过程中, 技术不断优化更新, 为公司维持行业内领先地位提供有力支撑。2024 年 H1, 公司研发投入 0.2 亿元, 同比增长 19.5%, 研发费用率提升至 3.65%。公司领先的研发实力保障了优秀的产品力, 叠加产品特征及下游应用的差异, 产品盈利能力明显优于纸包装同行。

图15: 公司研发费用及营收占比 (亿元)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图16: 公司及纸包装同行毛利率水平



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

注: 2021年、2020年存在会计准则调整因素

**客户资源丰富, 囊括下游行业龙头。**公司经过长期深耕, 凭借优质的产品与服务获得下游客户广泛认可, 不断积累丰富且优质的客户资源, 包括国内外知名工业及消费类龙头。在食品及食品添加剂领域, 积累了美国嘉吉、雀巢、帝斯曼等国外知名品牌客户, 以及贝因美、三元股份等国内行业领先客户; 在建材领域, 公司与国外知名品牌立邦、德高、圣戈班伟伯以及国内东方雨虹、三棵树等行业领先企业保持密切的合作; 在化工领域, 公司客户主要包括国外知名企业巴斯夫、住友化学以及国内领先企业万华化学等。

表6: 公司工业用纸包装业务客户资源

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
建材	 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: wind, 中国银河证券研究院

**客户合作具备较高门槛，公司客户合作长期而稳定。**工业企业遵循严格的供应链管理标准，对上游供应商拥有一系列复杂的认证流程，需要对供应商进行全方位考察，且会经过较长的时间周期。在工业用纸包装领域，产品通常具有非标准化和定制化的特性。现有的运营模式下，客户若要更换其配套的供应商，将面临较高的转换成本。

公司同下游客户保持了长期稳定的合作关系，与大部分龙头客户合作时间在 10 年左右，为公司提供了稳定可持续的订单。前五大客户表现来看，工业用纸包装中的德高实业、东方雨虹连续多年为前五大客户；美巢、Cargill 在长期合作中对公司产品质量、供货及售后响应速度等核心竞争力深度认可，增加订单后分别于 2021 年、2022 年进入公司前五大客户；立邦、沈阳化工因行业影响订单量有所下滑，但仍在公司销售贡献中排名前列。

表7: 公司前五大客户变化情况

客户名称	销售类别	是否为前五大客户				开始合作时间	获客方式
		2020	2021	2022	2023		
妙可蓝多	塑料包装	是	是	是	是	2018年	行业介绍
德高实业	工业用纸包装	是	是	是	是	2013年	自主开发
东方雨虹	工业用纸包装	是	是	是	是	2013年	自主开发
Cargill	工业用纸包装	否	否	是	是	2010年	自主开发
美巢集团	工业用纸包装	否	是	是	是	2015年	自主开发
立邦	工业用纸包装	是	是	否	否	2014年	自主开发
沈阳化工	工业用纸包装	是	否	否	否	2015年	自主开发

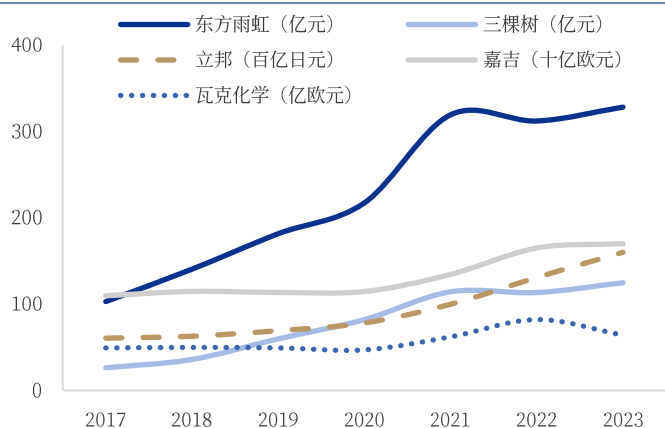
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

### (三) 量做深&增量拓广双轮驱动, 产能建设支撑业务扩张

**存量客户: 共享客户增长红利, 深耕合作提升份额。**

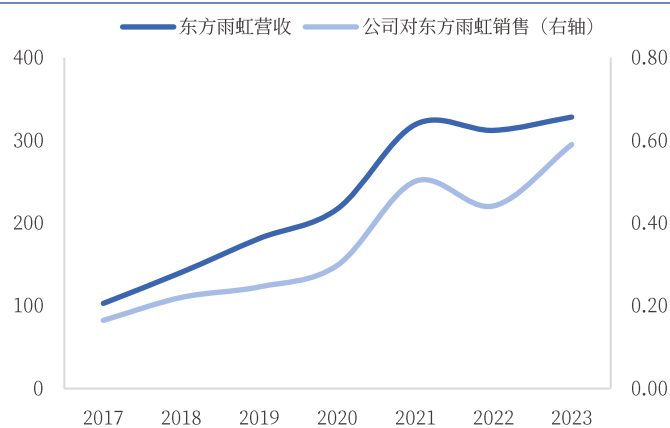
存量客户持续成长, 产能扩充有望带动包装需求提升。公司下游客户业务规模持续成长, 带动包装需求提升, 为公司贡献增量订单。以东方雨虹为例, 2017年~2022年, 东方雨虹营收由102.93亿元增长至312.14亿元, 5年CAGR为24.84%; 同期, 公司对东方雨虹的销售金额由0.16亿元增长至0.44亿元, 5年CAGR为21.8%。同时, 公司部分重要下游客户披露其产能扩张发展规划, 其自身产能扩张将有效带动与公司的合作规模增加, 为公司贡献增量订单。

图17: 公司部分代表性客户营收情况



资料来源: 各公司公告, 中国银河证券研究院

图18: 东方雨虹营收及公司对东方雨虹销售情况 (亿元)



资料来源: 东方雨虹、上海艾录公司公告, 中国银河证券研究院



表8: 公司部分重要下游客户产能规划

客户名称	未来发展战略	近期扩产情况
三棵树 (603737.SZ)	继续推进已投产工厂供应布局优化, 对新建项目全面收尾并陆续实现产能爬坡, 并继续开展新一轮工艺优化、技改挖潜工作, 提升设备利用率及产出, 并策略性开展新一轮“绿色布局最优网络”战略规划。	截至 2022 年末, 公司湖北工厂项目与秀屿工厂一期一阶段项目大部分投产, 水性涂料车间产能实现全面提升; 安徽三棵树四期项目已大部分投产, 硅酮胶、美缝剂、工业漆、一体板、防水卷材等产线的产能正逐步提升。
东方雨虹 (002271.SH)	优化产能布局, 提升供应链运营效率, 提高产品和服务的辐射范围; 推进生产运营信息化, 打造智慧工厂, 为公司战略目标的实现提供支撑。	截至 2022 年末, 公司位于湖南省岳阳市、安徽省芜湖市、河北保定市、重庆市等多地的生产基地项目均陆续投产; 此外, 公司于 2021 年完成非公开发行, 募集资金 80 亿元已陆续用于“年产 2 万吨新型节能保温密封材料项目”等 12 个建设项目。
西卡 (德高母公司)	持续改善供应链: 持续改善流程, 加强全国性的战略生产布局, 更加合规更加贴近市场和客户。	2023 年 5 月, 西卡规划中的全新生产基地, 位于浙江独山港经济开发区, 总投资约 1 亿美元, 建成后将成为西卡中国在华规模最大的生产基地。同时, 新生产基地将引进西卡先进的产品线和生产技术, 一期建设产能将达到近 10 万吨。工程计划将于 2023 年年底开始施工, 并在 2025 年底投入运营。

资料来源: 各公司公告, 中国银河证券研究院

**逐步加深合作深度, 提高客户采购份额。**公司在同新客户建立业务合作后, 凭借卓越的产品品质和高效的服务, 逐步赢得了客户的信任, 从而不断提升在客户采购中的占比。以 Cargill 为例, 公司于 2010 年通过自主开发同其开始合作。在长期合作中, 公司凭借稳定的产品质量、可靠的供货能力和迅速的售后响应, 获得了 Cargill 的高度认可。Cargill 于 2022 年进入公司前五大客户, 当年向公司采购 0.63 亿元。

**增量客户: 客户资源不断壮大, 境外布局取得成效。**

公司通过建立专门的业务团队, 专注于国内外市场的客户开发, 同时利用在工业用纸包装领域的领先优势, 针对化工、建材、乳品、食品及其添加剂、医药等行业的特定需求, 提供定制化解决方案。目前公司已与如嘉吉(俄罗斯)、瓦克化学(德国)等客户的新增境外业务分部, 及如铜陵化工包装材料等国内新增知名客户建立商业合作。

表9: 2020 年以来公司获取的部分知名客户

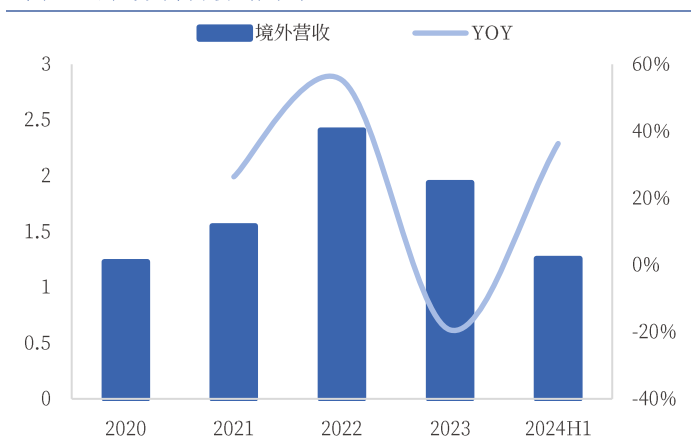
公司名称	区域	销售产品类别	获客方式	销售模式
恒源生物科技有限公司	境内	工业用纸包装	自主开发	直销
Gujarat Cooperative Milk Marketing Federation Ltd	境外	工业用纸包装	自主开发	直销
PT.Bumitangerang Mesindotama	境外	工业用纸包装	自主开发	直销
辽宁奥镁有限公司	境内	工业用纸包装及智能包装系统	自主开发	直销
珠海祥邦环保建材有限公司	境内	工业用纸包装及智能包装系统	自主开发	直销
凯司玛(丹东)高新材料科技有限公司	境内	工业用纸包装及智能包装系统	客户介绍	直销

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

公司在国内市场稳定发展的基础上, 采用以较低毛利拓展市场份额的经营策略, 加大对海外市场的开拓力度, 产品逐步受到境外客户认可。2020 年以来, 公司境外销售收入在主营业务收入中的占比显著提升, 从 2020 年的 15.86% 提升至 2022 年的 21.63%。公司境外销售主要向印度尼西亚、菲律宾、新加坡、马来西亚、澳大利亚、日本、印度、新西兰、泰国等地区销售包装产品, 预计未

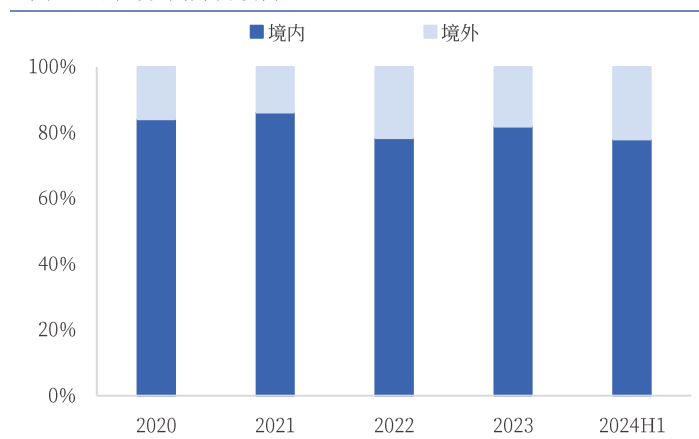
来仍将持续贡献业务增量。

图19: 公司境外营收 (亿元)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图20: 公司境内外营收占比



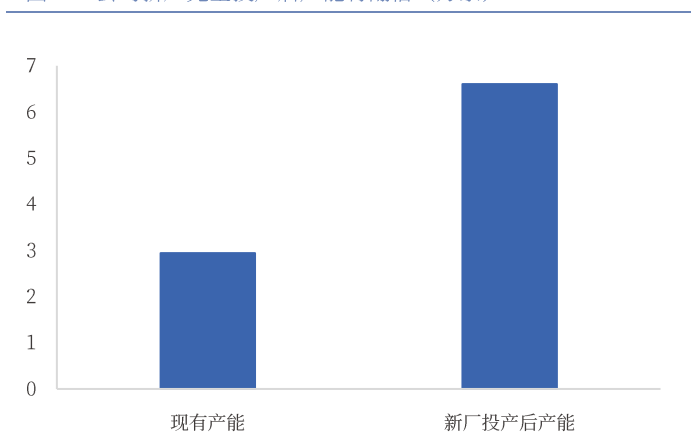
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

**新工厂建设完成后产能将翻倍, 有望驱动长期增长。**公司投资 13.67 亿元建设工业用纸包装生产建设项目, 项目建设期为 3 年, 新工厂完全建成后达纲年将实现年产工业用纸包装袋 60,000 万条、46 套智能包装设备产线产能, 预计新增产值 23 亿元。截至 2024 年 11 月, 公司新工厂项目第一条新增制袋整线已完成安装、调试、试生产、目前已投产; 剩余四条制袋整线预计自 2024 年第四季度起根据公司在手订单及经营情况分批次投产。

新产线全部投产后, 公司产能将较现在翻倍。2023 年公司工业用纸包装业务产能利用率已达 95%, 新建产能完全投产后, 预计将有效解决公司产能瓶颈问题, 同时公司规划将新增产能 50% 以上用于开拓海外业务, 有利于进一步提高公司在国际市场中的市占率。

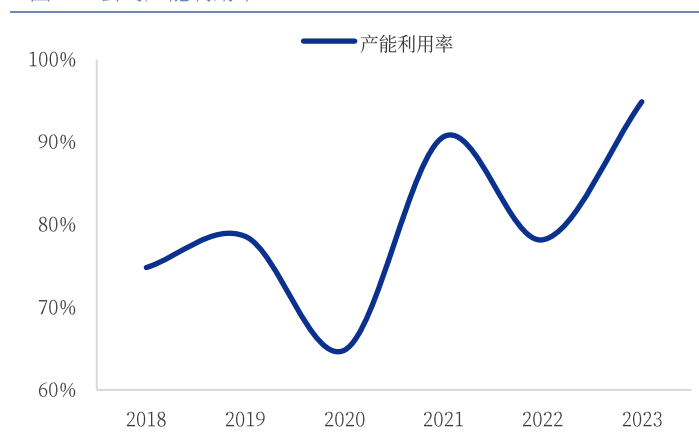
我们认为, 公司持续深化存量客户合作, 不断开拓新客户, 将有效消化产能, 进而实现业绩增长。

图21: 公司新厂完全投产后产能将翻倍 (万条)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图22: 公司产能利用率



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

### 三、复合塑料包装业务持续壮大，新增纸基包装绿色替代

#### （一）奶酪棒行业预计长期成长，妙可蓝多优势稳固

**中国奶酪行业实现长足发展，近两年略有承压，未来仍将持续成长。**

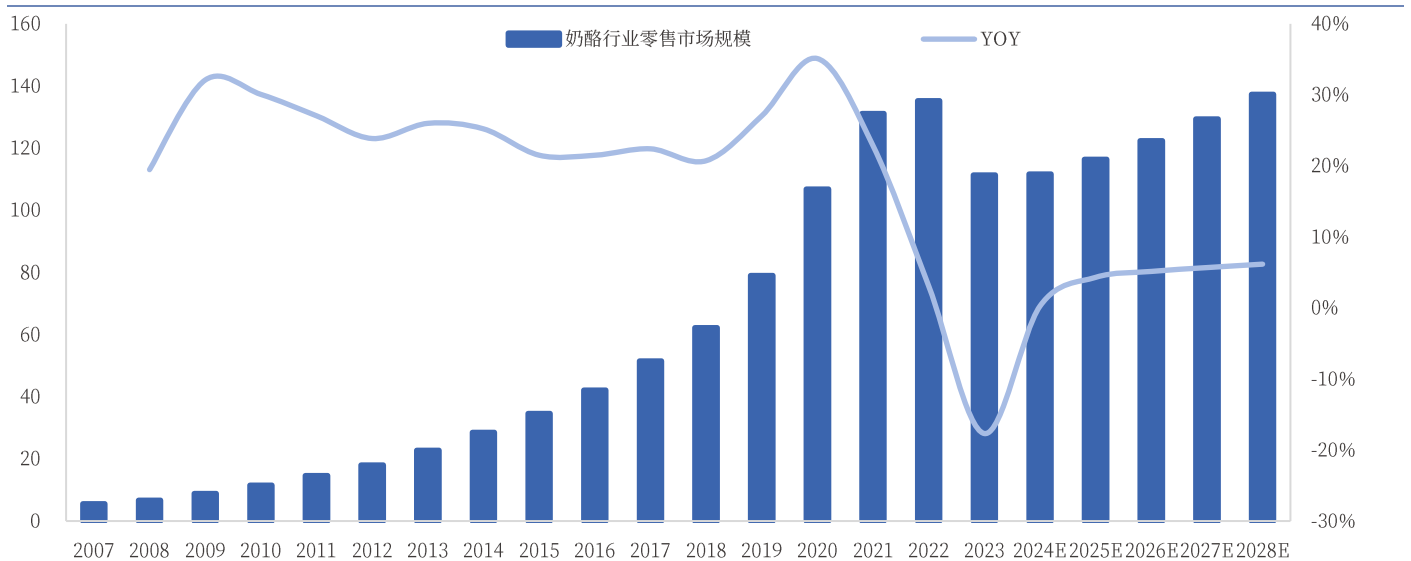
1) 2007年~2018年，中国奶酪行业零售市场规模自2007年的5.6亿元成长至2018年的62.23亿元，11年CAGR达到24.48%。中国奶酪行业逐渐起步，此阶段行业发展迅速，产品丰富度逐渐提升。

2) 2019年~2021年，2021年中国奶酪行业零售市场规模达到131.2亿元，同比增长22.83%，3年CAGR达到28.23%。妙可蓝多营销推动下奶酪棒市场迅速崛起，带动中国加工奶酪市场快速发展，贡献奶酪行业增量。

3) 2022年~2023年，2022年中国奶酪行业零售市场规模同比增长3.09%，2023年同比下降17.68%，达到111.34亿元。行业（尤其是奶酪棒）明显承压，主要是因为：近年来出生人口持续下滑，儿童数量下降；居民消费力明显疲软，奶酪棒作为高单价产品需求削弱。

4) 2024年~2028年，后续行业需求料将逐渐恢复，规模增速逐年提升，预计未来5年将以4.29%的CAGR成长，并于2028年达到137.38亿元。

图23：中国奶酪行业零售市场规模（亿元）

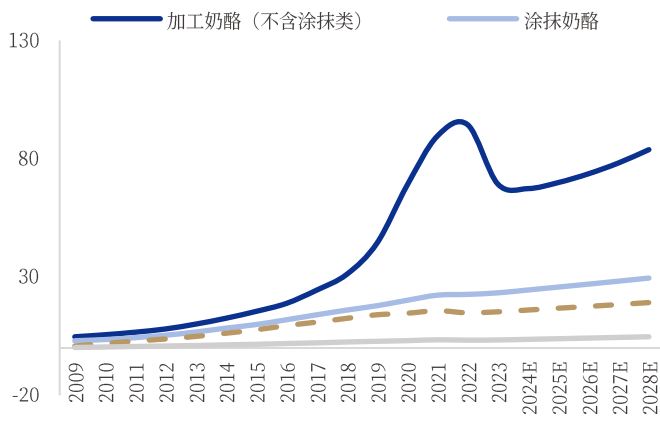


资料来源：欧睿，中国银河证券研究院

**中国奶酪行业零售市场以加工奶酪为主，其中奶酪棒为核心产品。**据Euromonitor统计数据，2023年，中国奶酪行业中加工奶酪市场规模为69.33亿元，占比62.26%；涂抹奶酪、软奶酪、硬奶酪市场规模分别为23.32、15.3、3.39亿元，分别占比20.94%、13.74%、3.05%。同时，奶酪棒为加工奶酪中的核心产品，据智研瞻产业研究院统计，2021年中国奶酪棒市场规模为62.13亿元，分别占Euromonitor所统计的加工奶酪（不含涂抹类）市场的69.32%、整体奶酪市场的47.36%。

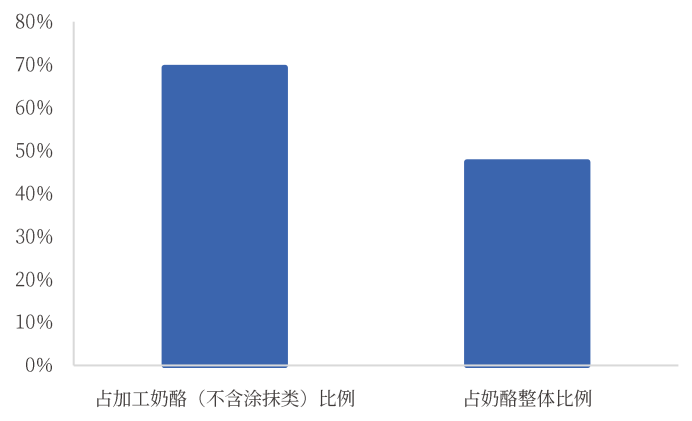
展望未来，伴随消费力逐渐恢复，奶酪棒需求将实现修复，预计未来5年加工奶酪（不含涂抹类）市场规模将以3.88%的CAGR继续成长，并于2028年达到83.86亿元，且增速呈现逐年递增态势。

图24：中国奶酪行业细分品类市场规模（亿元）



资料来源：欧睿，中国银河证券研究院

图25：奶酪棒市场规模占比（2021年）



资料来源：智研瞻产业研究院，中国银河证券研究院

**奶酪棒从属于奶酪行业，亦将受益于中国奶酪渗透率提升。**

1) **奶酪营养价值丰富，助力国民营养健康提升，官方持续鼓励。** 奶酪被称为“奶黄金”，1kg 奶酪大约由 10kg 牛奶制作而成，是高含量优质蛋白质的来源；含有种类丰富的人体必需氨基酸，更适于乳糖不耐受人群食用；含有益生菌，对调节人体肠道菌群，提高人体免疫力具有重要作用。同时，官方持续鼓励奶酪产业的发展，近年来国家政策积极支持优化乳制品产品结构，满足居民消费升级的需要。

表10：奶酪营养成分对比

	利用率 (%)	热量 (KJ)	水分 (g)	蛋白质 (g)	脂肪 (g)	糖类 (g)	钙 (mg)	磷 (mg)	铁 (mg)	VB <sub>2</sub> (g)	胡萝卜素 (I.U.)
人乳	100	255	88.2	1.4	3.1	7.1	120	25	0.2	0.03	20
消毒牛乳	100	247	88.6	2.9	3.3	4.5	840	90	0.1	0.115	20
契达干酪	100	1674	35.3	27.9	31.5	0.9	850	610	0.9	0.5	200
青纹干酪	100	1657	38	22.6	34.1	0	900	700	0.7	0.5	200

资料来源：《奶酪的营养价值》，周俊清等，中国银河证券研究院

表11：奶酪行业相关政策

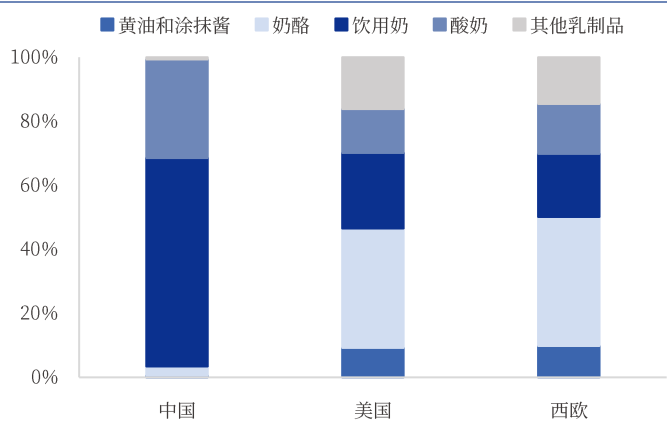
时间线	政策名称	相关内容
2018年6月	《关于推进奶业振兴保障乳品质量安全的意见》	明确指出要优化乳制品产品结构，统筹发展液态乳制品和干乳制品，因地制宜发展灭菌乳、巴氏杀菌乳、发酵乳等液态乳制品，支持发展奶酪、乳清粉、黄油等干乳制品。
2022年2月	《“十四五”奶业竞争力提升行动方案》	鼓励企业开展奶酪加工技术攻关，加快奶酪生产工艺和设备升级改造，提高国产奶酪的产出率，研发适合中国消费者口味的奶酪产品。
2022年9月	《奶酪创新发展助力奶业竞争力提升三年行动方案》	根据三年行动方案规划：到2025年，全国奶酪产量达到50万吨，全国奶酪零售市场规模突破300亿元。
2022年12月	《食品安全国家标准再制干酪和干酪制品》	“再制干酪”的干酪比例要求从大于15%调整为大于50%，干酪比例在15%-50%之间称为“干酪制品”，对生产再制干酪的企业提出了更高的要求。

资料来源：政府官网，妙可蓝多公司公告，中国银河证券研究院

2) **中国乳制品以饮用奶和酸奶为主，奶酪占比低个位数水平但持续提升。** 据 Euromonitor 统计数据，2023年，美国和西欧乳制品中以奶酪为第一大品类，分别占比37.26%、40.26%。中国以

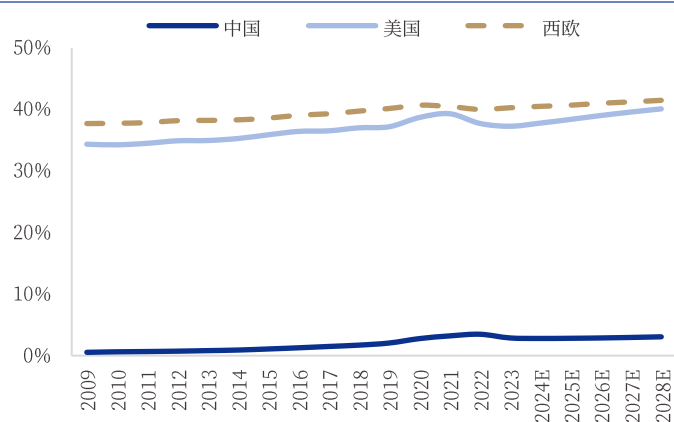
饮用奶为第一大品类，占比 65.1%，第二名酸奶占比 30.74%，而奶酪占比仅 2.87%，对标美国及西欧存在巨大空间。展望未来，中国乳制品中奶酪占比预计将持续提升，2028 年有望达到 3.06%，较 2023 年提升 0.18 pct，新增 26 亿的市场空间。

图26: 各国及区域乳制品产品结构 (2023年)



资料来源: 欧睿, 中国银河证券研究院

图27: 各国及区域奶酪在乳制品中的比例



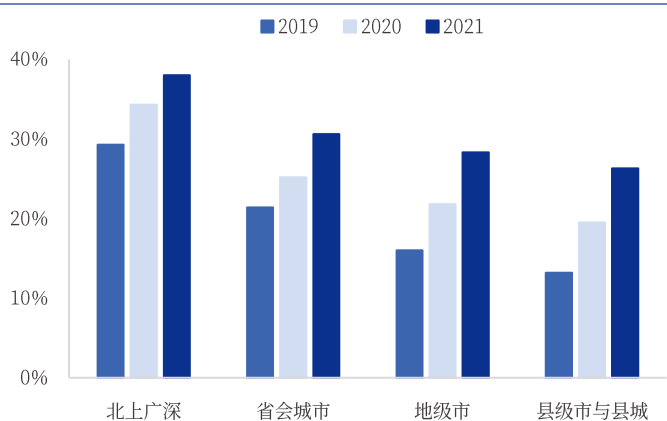
资料来源: 欧睿, 中国银河证券研究院

**3) 中国奶酪渗透率持续提升, 人均消费对比海外发展前景广阔。**受饮食习惯及消费水平影响, 中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。

中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 8.7 pct、9.2 pct、12.3 pct、13.1 pct, 下沉市场渗透率提升速度更快。

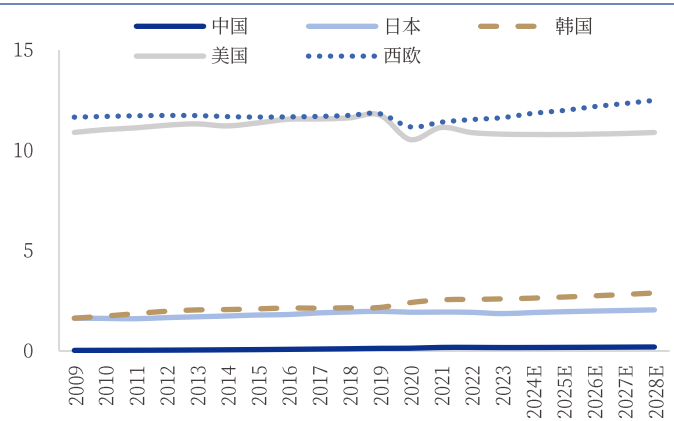
人均消费来看, 2023 年, 中国奶酪人均消费量仅 0.17 kg/人, 而具备相似饮食习惯的日本和韩国分别为 1.86 kg/人、2.6 kg/人, 美国、西欧等发达区域分别为 10.81 kg/人、11.63 kg/人。中国奶酪行业对标其他国家或区域存在较大的发展空间, 且有望复制日韩实现长期增长。

图28: 中国各级城市奶酪渗透率



资料来源: 欧睿, 中国银河证券研究院

图29: 各国及区域奶酪人均消费量 (kg/人)



资料来源: 欧睿, 中国银河证券研究院

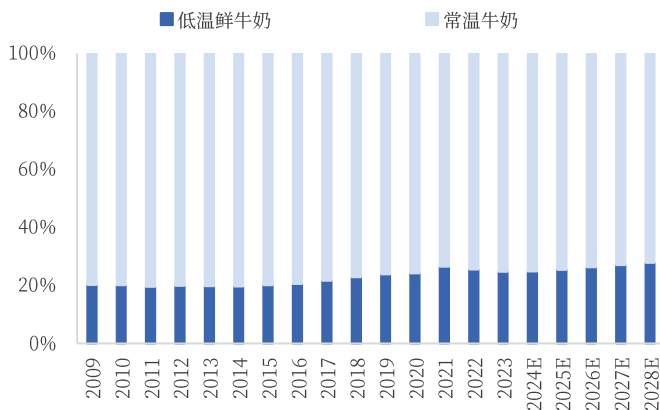
**常温奶酪棒实现新市场增量, 参照牛奶、酸奶市场空间巨大。**

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。

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, 2023

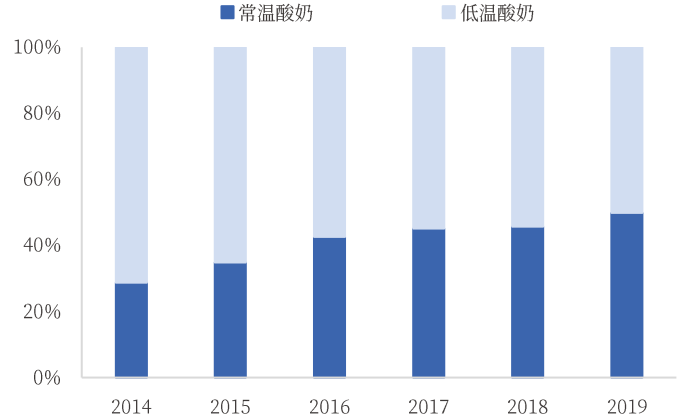
年，常温牛奶市场规模仍占比 75.33%；酸奶市场以低温酸奶产品起步，常温酸奶产品推出后，经过发展占比超过低温酸奶，2021 年中国常温酸奶占整体酸奶市场比例为 67.38%。

图30：中国常温牛奶、低温鲜牛奶市场结构



资料来源：欧睿，中国银河证券研究院

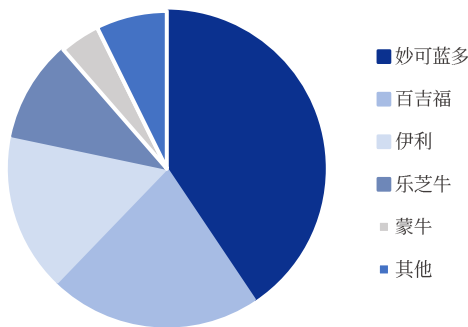
图31：中国常温、低温酸奶市场结构



资料来源：欧睿，中国银河证券研究院

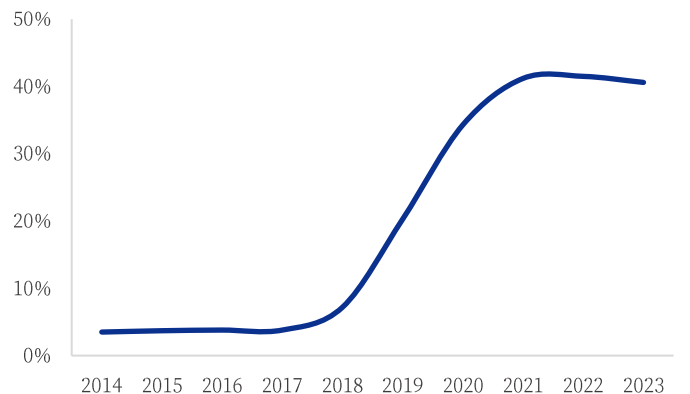
**加工奶酪（不含涂抹类）市场集中，妙可蓝多市占率超 4 成。**据 Euromonitor 统计数据，加工奶酪（不含涂抹类）市场较为集中，2023 年 CR3 和 CR5 分别为 78.3%、92.7%，其中妙可蓝多、百吉福、伊利、乐芝牛及蒙牛市占率分别为 40.6%、21.6%、16.1%、10.3%、4.1%。同时，妙可蓝多为行业后起之秀，此前市占率仅不到 4%，2018 年~2021 年快速扩张，市占率自 2017 年的 3.8% 提升至 2021 年的 41.2%，一举实现行业第一，此后两年基本维持在 40% 以上。

图32：加工奶酪（不含涂抹类）行业竞争格局（2023 年）



资料来源：欧睿，中国银河证券研究院

图33：妙可蓝多在加工奶酪（不含涂抹类）行业市占率



资料来源：欧睿，中国银河证券研究院

## （二）研发突破掌握核心技术，技术迭代不断创新

**自主研发突破奶酪棒包装壁垒，实现国产化替代。**国产奶酪棒产品上市之初，包装片材 100% 由国外进口，进口交期长、账期短导致国产品牌发展受限。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。

**掌握奶酪棒包装核心技术，满足多重指标要求。**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12: 公司奶酪棒包装性能指标

	利用率 (%)
受热形变率	140-170°C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 <sup>3</sup> /m <sup>2</sup> *24h
印刷光标精度	298.0±0.1mm
耐高温性能范围	≤180°C
微生物	大肠菌群不得检出, 菌落总数: ≤10CUF/100cm <sup>2</sup>
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: 公司招股说明书, 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13: 奶酪棒包装技术难点

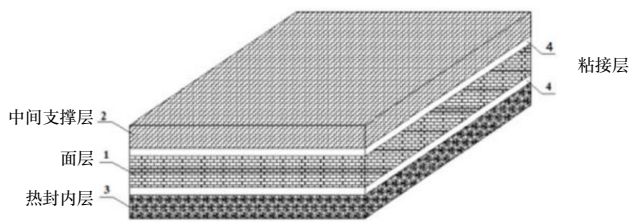
	功能	要求	技术难点	生产方式
面层膜	耐高温印刷	耐高温、伸展性较好	需要耐高温到 170 度以上, 不粘烫合模具, 受热不变形, 但在某一吸力下, 又能够达到 110%以上的拉升变形, 便于加热后的材料吸塑成型	由合格供应商按照公司技术要求配套生产
		精度要求极高	一旦印刷尺寸误差超过正负 0.1mm, 将无法准确切割每支奶酪, 从而使得大量材料报废和无法正常生产	
PS 膜	吸塑成型	抗伸、抗缩	奶酪灌装中需要预热、加热、吸塑成型、再加热封合边缘、急速冷却、插棒、灌装等多个快速加工过程, 过程中需要将每个立体包装准确无误的嵌入到 40 多个凹型模具穴中	少部分配方料向供应商采购, PS 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	保鲜、锁味、易揭	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: 公司招股说明书, 中国银河证券研究院

**奶酪棒包装技术不断迭代升级。**公司针对奶酪棒包装进行专项研发, 于 2018 年末成功研发冷链储存的奶酪棒包装片材, 并且通过工艺优化、产品迭代使片材的性能提升。后续, 公司成功研发可用于常温储藏的奶酪棒包装片材, 满足了常温环境下奶酪棒对阻水、阻氧、锁味、避光和防止紫外等更高的要求, 同时也打开了奶酪棒常温市场的空间。2022 年, 公司成功研发出了同质化环保可回收包装奶酪片材, 同质化率超 90%, 且材质可以进行回收再造粒实现次级循环使用, 属于环境友好型产品, 较冷链/常温片材具备一定的成本优势, 目前已经开始为部分奶酪棒客户供应。

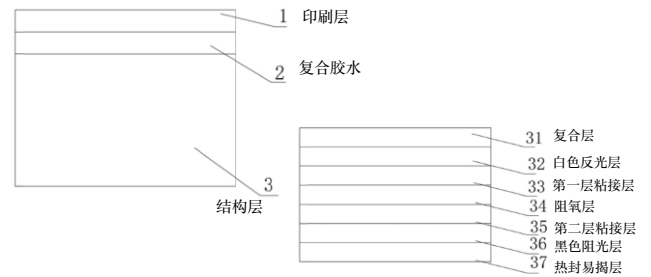
2024 年公司进一步推出 Espeed 系列无塑膜纸基包装产品, 实现了无塑膜可热封的创新包装工艺, 产品可回收再生, 符合“碳中和”“碳达峰”等国家政策导向。公司积极推动该产品实现更广的客户覆盖与应用, 24H1 已有部分客户产品完成包装转化, 另有部分客户处于调试测试阶段。

图34：常温奶酪包装的复合片材横截面结构示意图



资料来源：国家知识产权局，中国银河证券研究院

图35：PP 材质奶酪复合片材结构示意图



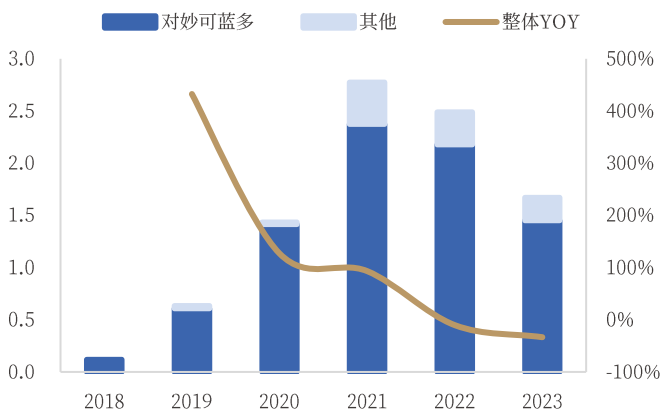
资料来源：国家知识产权局，中国银河证券研究院

### （三）大客户扩张贡献增量，业务拓展稳步向前

公司深度绑定妙可蓝多，业务前期快速爆发，短期承压看好未来修复。公司复合塑料包装业务同妙可蓝多深度绑定，妙可蓝多为公司的第一大客户，复合塑料包装同妙可蓝多及奶酪棒终端市场表现直接相关。2023年，公司对妙可蓝多销售金额为1.45亿元，占复合塑料包装板块的86.8%、占整体营收的13.6%。

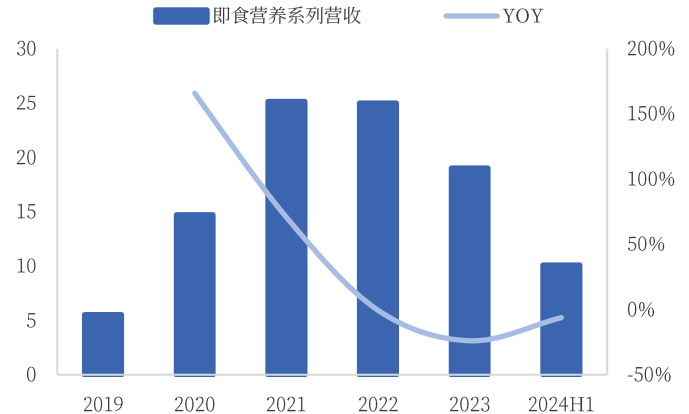
同时，公司也是妙可蓝多包材领域的第一大供应商，整体第五大供应商。2023年向妙可蓝多销售1.45亿元。妙可蓝多口径来看，2023年不含税采购金额为1.35亿元，占其2023年采购总比重6.01%。

图36：公司复合塑料包装对妙可蓝多、其他客户销售金额（亿元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图37：妙可蓝多即食营养系列奶酪营收（亿元）



资料来源：妙可蓝多公司公告，中国银河证券研究院

表14：妙可蓝多前五大供应商（2023年）

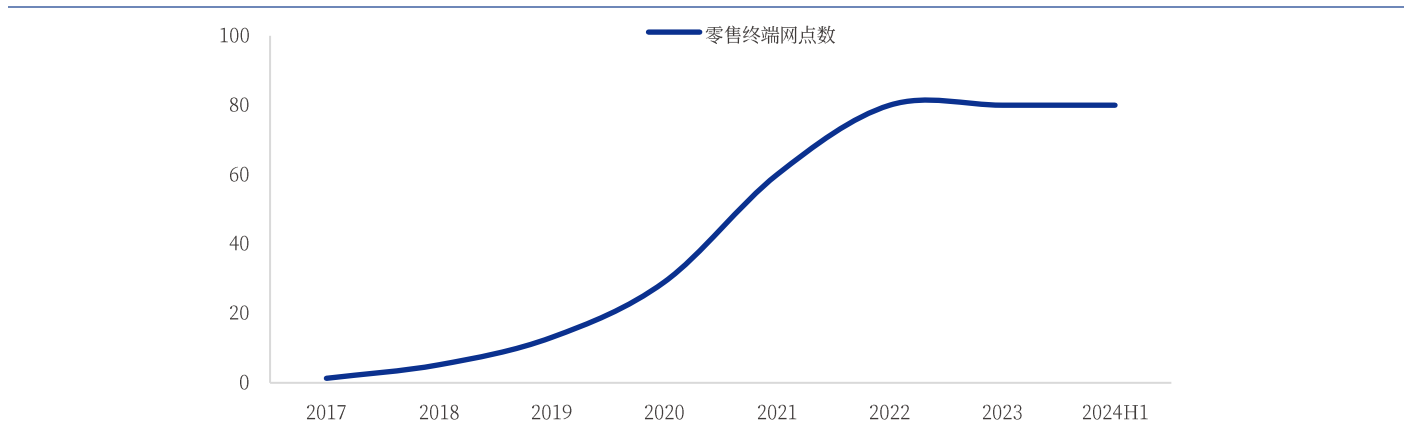
供应商名称	采购内容	采购金额 (亿元, 不含税)	占 2023 年度采购总比重
第一名	原辅料	2.42	10.76%
第二名	原辅料	1.98	8.79%
第三名	原料乳	1.63	7.25%
第四名	原辅料	1.50	6.68%

第五名	包材	1.35	6.01
-----	----	------	------

资料来源：妙可蓝多公告，中国银河证券研究院

**妙可蓝多坚持“低温做精、常温做广”策略，渠道扩张有望贡献业务增量。**妙可蓝多凭借常温奶酪棒产品打破物流仓储限制，持续推进渠道下沉和深耕，加强全国性及区域性商超、便利店、母婴商店等网点覆盖力度，不断增加有效终端覆盖，确保零售终端网点数量增速。截至 2024 年 H1，公司共有经销商 4790 家，销售网络覆盖约 80 万个零售终端。

图38：妙可蓝多零售终端网点数量（万个）



资料来源：妙可蓝多公告，中国银河证券研究院

**让利客户打造高性价比，巩固存量客户并拓展新客户。**2020 年以来，公司复合塑料包装业务持续下调销售价格，以进一步扩大市场份额，2023 年一季度单价降至 3.24 元/延米，较 2020 年下降 25.86%。受益于公司降价策略，公司在妙可蓝多等主要客户供应链中的份额维持稳定，并不断拓展新客户，2020 年以来开拓了蒙牛、妙可奶业、君君乳酪等业内知名品牌，同 10 余家乳制品品牌建立了业务合作关系。

表15：公司部分奶酪棒包装客户

客户名称	客户情况
妙可蓝多	中国奶酪棒龙头，2023 年加工奶酪（不含涂抹型）行业市占率达到 40.6%，2018 年同上海艾录开始合作，为上海艾录第一大客户。
伊利	中国乳业龙头，2023 年加工奶酪（不含涂抹型）行业市占率为 16.1%。
蒙牛	中国乳业龙头，2023 年加工奶酪（不含涂抹型）行业市占率为 4.1%，持续增持妙可蓝多，截至最新持有妙可蓝多 36.43% 的股权。
光明	中国乳业二线龙头，2023 年加工奶酪（不含涂抹型）行业市占率为 0.7%。
奶酪博士	专注奶酪行业，2021 年~2023 年连续 2 年实现高端奶酪市场销售额第一，投资 10 亿建设超级工厂。
妙可奶业	澳大利亚妙可（MELKO）乳业集团在中国的官方授权企业。
君君乳酪	奶酪棒代工龙头，经营自有品牌“芝仕坊”，此前累计为超过 60 家品牌提供代工业务，包括奶酪博士、蒙牛等。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

**同安姆科签订战略合作，有望获取新业务机会。**2024 年 1 月，公司发布公告，同安姆科签订《战略合作框架协议》，拟在委托加工、产品研发、技术应用等领域展开深度合作，合作期限自 2024 年 1 月 18 日至 2029 年 1 月 17 日止。安姆科为全球顶尖的包装公司之一，在全球 40 多个国家拥有 250 家工厂，在食品、药品、健康护理、化妆品、烟草包装领域居于领先地位，2023 年营收折合人民币约 1,052 亿元，归母净利润约 75 亿元。同时，安姆科在中国为百吉福、伊利及蒙牛等客户提供奶酪棒包装产品服务。

表16: 公司同安姆科战略合作具体事项

合作事项	具体内容
委托加工合作	安姆科采用委托加工的形式与上海艾录在 MPM 产品、BIB 产品、POE 产品等领域展开合作, 具体商务细节双方另行商议签署。
成熟技术的应用合作	双方以各自的产品竞争优势和技术平台(如上海艾录的纸基类二次包装产品、PS 高阻隔片材;安姆科的易揭技术平台, Amfiber 技术平台等) 开展共同销售和服务市场, 互为上下游伙伴关系。
未来新技术的合作	双方拟设立共同研发小组, 共同投资研发未来新技术新应用。

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

#### (四) 下游需求有望恢复, 消费升级下利润率有望改善

**制造费用占比提升&产品持续降价, 复合塑料包装毛利率承压。**2020 年以来, 公司复合塑料包装毛利率面临下行压力, 拆分来看, 复合塑料包装业务毛利率下降主要是因为: 1) 产品单价持续下降; 2) 单位成本持续上升, 尤其是制造费用的占比增加。

表17: 复合塑料包装成本拆分

	2020		2021		2022		2023	
营业收入 (万元)	14,359.32		27,744.70		24,893.57		16,712.45	
销量 (万延米)	3,286.82		7,536.46		7,465.30		5,309.96	
营业成本 (万元)	8,011.14		17,422.51		17,719.71		13,226.49	
毛利率	44.21%		37.20%		28.82%		27.83%	
<b>成本拆分 (万元)</b>	<b>金额</b>	<b>营收占比</b>	<b>金额</b>	<b>营收占比</b>	<b>金额</b>	<b>营收占比</b>	<b>金额</b>	<b>营收占比</b>
原材料	6,930.89	48.27%	14,840.44	53.49%	13,572.42	54.52%	8,842.39	52.91%
直接人工	414.82	2.89%	1,034.41	3.73%	1,193.73	4.80%	1161.5	6.95%
制造费用	639.93	4.46%	1,485.57	5.35%	2,890.88	11.61%	3222.6	19.28%
运费	25.51	0.18%	62.08	0.22%	62.68	0.25%		

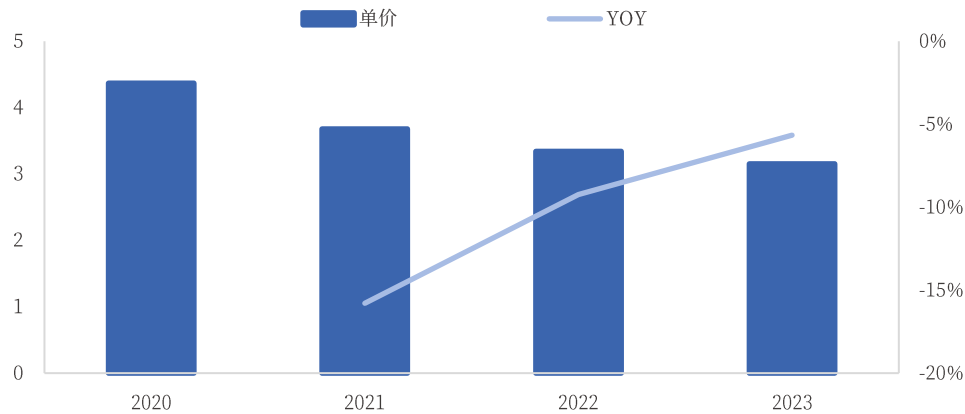
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

**降价源于市场开拓, 降幅逐年收窄, 负面因素持续弱化。**公司定价模式以成本加成作为定价基础, 并综合考虑市场的供求关系、客户与发行人合作历史、客户信用政策等因素协商定价。复合塑料包装产品售价下调主要存在以下原因: 1) 进一步扩大市场份额; 2) 客户成本管控而要求供应商降价; 3) 市场存在一定竞争。

展望未来, 我们预计公司复合塑料包装未来价格端负面因素有望弱化, 主要基于以下几点:

- 1) 公司降价幅度持续收窄;
- 2) 大客户妙可蓝多未来经营料将改善, 对供应商的成本管控力度有望放松;
- 3) 公司当前定价相较成本已处于低位, 成本加成定价模式下未来下行空间有限。
- 4) 下游消费需求有望修复, 消费升级确定性趋势下, 片材价格有望修复。

图39: 公司复合塑料包装单价 (元/延米)

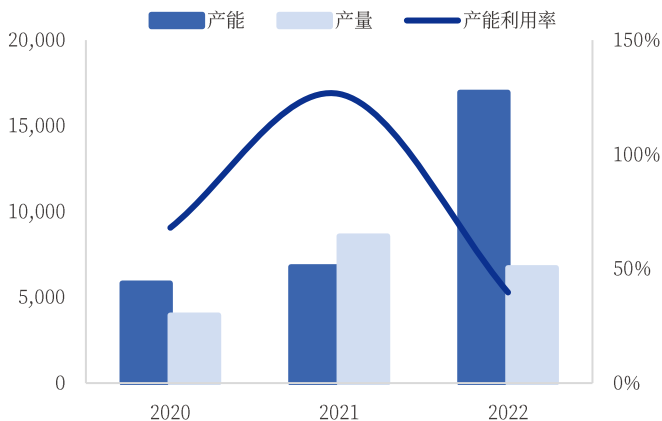


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

**制造费用占比快速提升, 静待需求增长实现规模效应。**受宏观经济波动、消费低迷等因素的影响, 奶酪棒需求大幅下滑导致公司订单量明显下降。而公司 2021 年新增较多片材类设备在 2022 年投入使用, 产能利用率进一步下降, 单位折旧摊销等固定成本提升。2022 年, 公司单位制造费用较 2021 年提升 96.45%, 2023 年同比增长 54.92%, 但增速呈现边际放缓趋势。

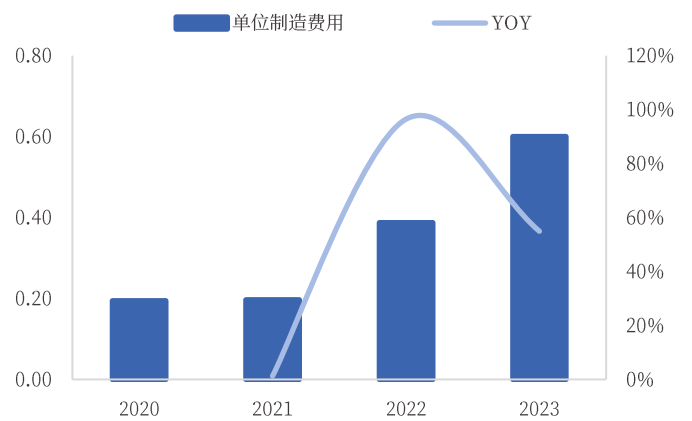
展望未来, 我们认为, 伴随终端需求逐步修复, 存量客户拓展有望贡献增量, 新客户数量及份额持续提升, 且同安姆科合作有望带来新业务机会, 未来订单有望持续改善, 进而实现规模效应, 带动制造费用占比逐步回归至正常水平。

图40: 公司复合塑料包装产能、产量及产能利用率 (万延米)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图41: 公司复合塑料包装单位制造费用 (元/延米)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

### (五) 新增消费品纸包装产线, 实现包材环保化替代

**24H1 推出 Espeed 无塑纸基包装。**公司积极践行环保、绿色的发展理念, 积极推动产品升级迭代, 24H1 开辟除工业用纸包装外另一纸包装全新产品线-消费品纸包装, 新推出的 Espeed 系列无塑膜纸基包装产品, 实现了无塑膜可热封的创新包装工艺, 产品可回收再生, 符合“碳中和”“碳达峰”等国家政策导向。产品可回收再生, 可广泛应用于休闲食品类、宠物食品类、个护卫材类、耗材玩具类等 C 端客群。

**稳步推进下游客户覆盖和包装转换。**公司积极提高该产品对下游客户的覆盖率, 24Q3 与妙可蓝多签订《战略合作框架协议》, 另有食品、卫生用材、电器开关等多家下游客户进入新包材测试阶段。预计该环保包材的推出将进一步巩固公司在食品包装等领域的市占率, 推动公司业绩可持续发展。

## 四、战略布局光伏新质生产力，空间广阔有望快速增长

### (一) 碳中和共识驱动光伏新能源发电，新增装机规模庞大、稳步扩容

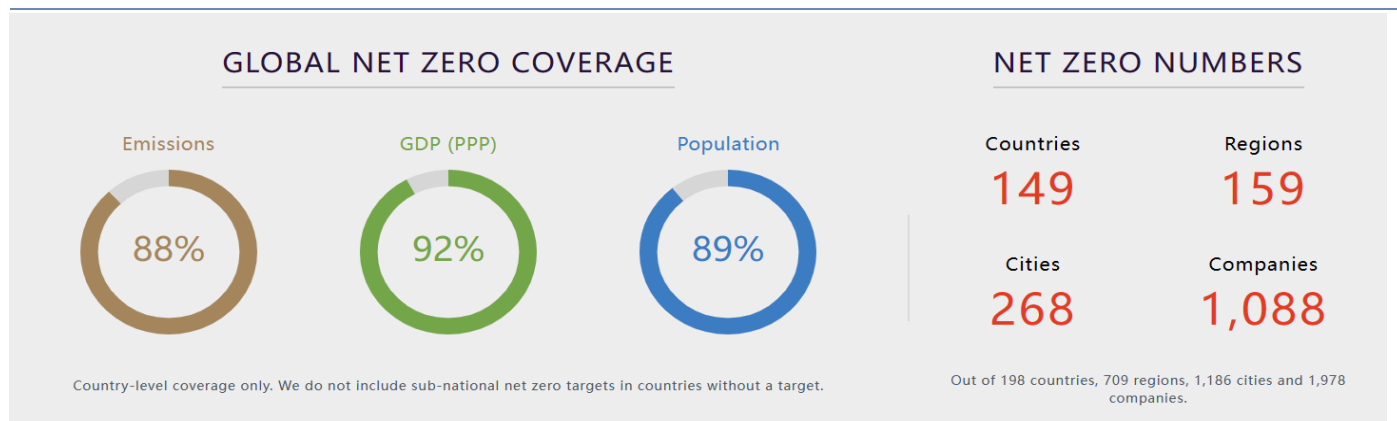
《巴黎协定》构建全球气候治理格局，碳中和共识驱动光伏新能源发电。

人类活动引起温室气体排放，带动全球气候变暖，进而导致极端天气、海洋酸化、生态系统退化等气候危机。《巴黎协定》应运而生，构建全球气候治理格局，其主要目标是将本世纪全球平均气温上升幅度保持在与工业化前水平相比高出 2°C 以下的水平，并努力将气温上升幅度进一步限制在 1.5°C 的水平。截至 2022 年 12 月，已有 195 个缔约方签署《巴黎协定》，194 个缔约方批准《巴黎协定》。

根据 Net Zero Tracker 数据显示，截至 2024 年 3 月 31 日，全球已有 149 个国家、159 个地区、268 个主要城市和 1,088 家顶尖企业制定了碳中和目标，碳中和目标已覆盖全球 88% 的温室气体排放、92% 的世界经济体量和 89% 的世界人口。

而新能源发电是碳达峰和碳中和的必然路径，光伏作为新能源发电的主要方式之一，将充分受益于未来碳中和的进程。

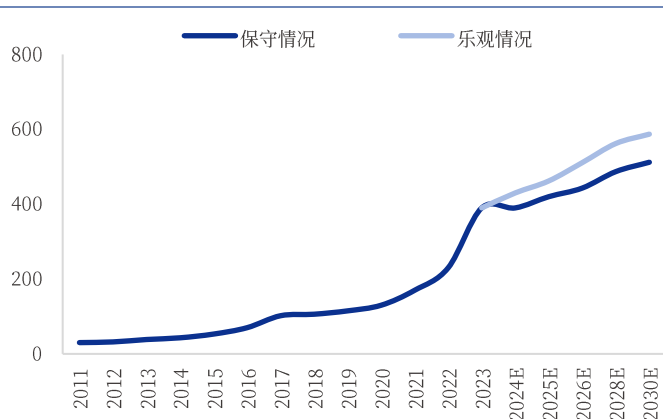
图42：全球碳中和目标覆盖率及数量



资料来源：Net Zero Tracker, 中国银河证券研究院

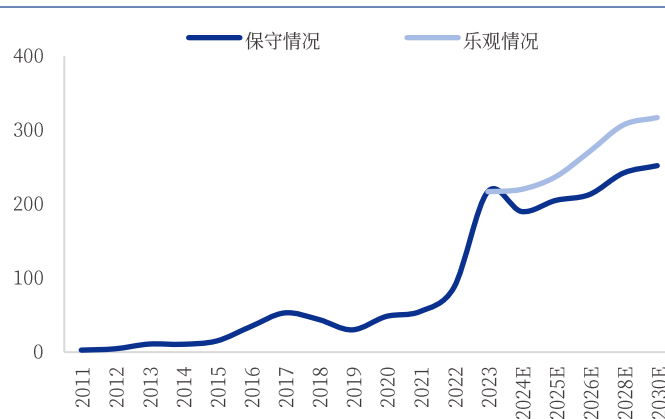
全球光伏新增装机规模庞大，未来仍将持续增长。据 CPIA 统计数据，2023 年，全球光伏新增装机达到 390GW，同比增长 69.57%，预计 2028 年保守/乐观情况下将分别达到 487 / 562GW，5 年 CAGR 分别为 4.54% / 7.58%。

图43：全球光伏新增装机 (GW)



资料来源：CPIA, 中国银河证券研究院

图44：中国光伏新增装机 (GW)



资料来源：CPIA, 中国银河证券研究院

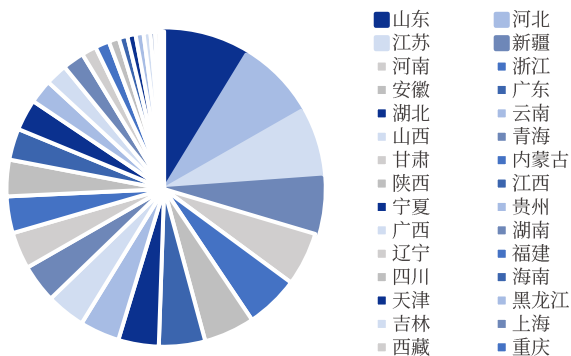


**我国光伏新增装机重回高速增长，未来有望继续扩容。**2022、2023 年我国光伏新增装机同比分别+59%/+148%，2024 年前三季度，全国光伏新增并网 1.61 亿千瓦，同比增长 24.8%，其中集中式光伏 7566 万千瓦，分布式光伏 8522 万千瓦。截至 2024 年 9 月底，全国光伏发电装机容量达到 7.7 亿千瓦，同比增长 48.4%。作为全球最大的光伏新增装机市场，预计我国新增装机在 2028 年保守/乐观情况下将分别达到 242 / 307GW，5 年 CAGR 分别为 2.22% / 7.2%。

**西部能源基地建设提速，光伏产业机遇广阔。**中国的光伏产业主要是分布在东部沿海地区，其中山东、河北、江苏光伏装机容量排名前三，截至 2024 年 9 月累计并网容量分别为 6740、6187、5483 万千瓦，占比分别为 8.7%、8.0%、7.1%。从装机规模来看，山东总装机规模超过 50GW，江苏、河南、浙江、安徽等东部城市装机规模亦在 30GW 以上。

伴随我国加大对西部地区的能源开发和利用，我国西部新能源装机规模亦快速成长，截至 2023 年底，西部地区 12 个省份新能源装机总规模超过 4 亿千瓦，占全国新能源装机规模的 40%左右。24 年 9 月，国务院进一步提出引导资金、技术、劳动密集型产业向中西部转移，西部开发深度推进，光伏产业迎来发展新机遇。

图45：我国各省累计并网容量（万千瓦）



注：数据截至 2024 年 9 月

资料来源：国家能源局，中国银河证券研究院

图46：我国发电装机容量分布图（2021）



资料来源：阳光工匠光伏网，中国银河证券研究院

## （二）优势延伸切入光伏领域，同尚德电力签订战略合作

基于现有资源能力协同，公司以光伏背板为切入点，战略布局光伏新质生产力。公司在 2020 年末、2021 年初成立产品创新中心，旨在探索与现有主业相关、工艺技术匹配度高的新产品领域，后续将新能源作为战略发展方向之一。光伏 CPC 背板的生产采用 PET 双面涂覆低氟涂料，烘干成膜的工艺，与公司现有的纸袋内膜和奶酪膜片技术相似，各工艺节点流程，生产方式相通。公司先后于 2023 年 1 月及 2023 年 11 月分别成立控股子公司艾录新能源及艾纳新能源，凭借公司在膜类及新材料产品上掌握的自有核心技术、生产工艺及研发能力，切入光伏新能源背板膜及复合材料边框细分领域，推动公司膜类、新材料产品在各行业的布局，实现公司的多元发展。

**同尚德电力建立战略合作，未来订单料将具备一定保障。**2023 年 7 月 5 日，公司子公司艾录新能源同尚德电力签订战略合作意向书，双方将于 2023 年 9 月 1 日至 2026 年 8 月 30 日期间开展战略性深度合作。合作期间，艾录新能源将为尚德电力供应在行业内具有高性价比的光伏组件产品。同时，公司还和框伏新能源合资设立子公司，从事复合材料光伏边框产品研发工作。





表18: 艾录新能源与尚德电力签订的战略合作意向书情况

合作方	无锡尚德太阳能电力有限公司
合作期限	2023年9月1日至2026年8月30日
合作内容	1.艾录新能源将供应尚德电力在行业内具有高性价比的光伏组件产品。 2.艾录新能源将提供尚德电力合理的账期、优先生产交货计划,以及供应商体系内的最惠产品价格等权益。 3.双方采用随行就市的灵活议价机制,适时沟通,形成长期的战略合作伙伴关系。

资料来源:公司公告,中国银河证券研究院

**艾录新能源目前以光伏背板产品为主,远期规划大规模产能。**艾录新能源一期现代化厂房占地面积1.1万平方米,未来规划12条全自动复合涂层多功能高速生产线,年产能超70GW。目前,艾录新能源产品主要为光伏组件用白色双面含氟涂层背板、黑色高反射双面含氟涂层背板、透明双面含氟涂层背板以及透明氟膜复合含氟涂层背板和前板。

表19: 艾录新能源产品概况

产品名称	产品图示	特点
高阻水背板		双面含氟,高耐候;耐候面使用PVDF薄膜,耐紫外性能优异;高反射,高透,高阻水;规格定制化,最大宽幅可做1450mm。
透明背板		双面含氟,高耐候;自有配方体系,使用无机有机杂化表面固化技术;黑色高反射率,发电量增益;规格定制化,最大宽幅可做1450mm。
黑色背板		双面含氟,高耐候;自有配方体系,使用无机有机杂化表面固化技术;高透,可呼吸;规格定制化,最大宽幅可做1450mm。
白色背板		双面含氟,高耐候;自有配方体系,使用无机有机杂化表面固化技术;白色高反射率,发电量增益;规格定制化,最大宽幅可做1450m。

资料来源:艾录新能源官网,中国银河证券研究院

### (三) 开拓复合材料边框业务,新材料替换优势显著

**推出聚氨酯复合边框,新材料优势突出。**公司2023年设立子公司艾纳新能源聚焦于复合材料边框产品的研发、生产、销售。公司生产的聚氨酯复合边框较传统铝合金边框,在应用场景、价格、使用寿命方面都具有显著优势,未来或有望实现对铝合金边框的逐步替代,成长空间广阔。

表20: 聚氨酯复合边框优势汇总

	复合材料边框
密度	2.1g/cm <sup>3</sup>
重量	约为铝合金的75%。
耐腐蚀性	在聚氨酯复合材料表面涂装了水性聚氨酯涂层之后,该型材通过了6000小时氙灯加速老化实验,有非常好的耐候性。传统风力发电的风叶就是聚氨酯复合材料,抗老化能力强。
使用寿命	可以满足光伏行业25-30年使用寿命
可设计性	尺寸收缩率是铝合金的1/3,线膨胀系数是1/3~1/4。
绝缘	聚氨酯复合边框是热与电的不良导体,导热系数只是铝合金的1/640。电站可有效的抗雷击。
高强	抗弯曲强度是铝合金的6倍多。

抗 PID	聚氨酯复合材料的体积电阻率可达 $1 \times 10^{14} \Omega \cdot \text{cm}$ ，光伏组件采用非金属边框封装后，大大降低了形成漏电回路的可能性，有助于减少 PID 电势诱导衰减现象的产生。
耐高低温	耐低温零下 150 度以上。
力学性能优异	轴向拉伸强度达到了传统铝合金材料的 7 倍以上。
防火	聚氨酯复合材料的防火性能可以到达 B1 级阻燃要求。

资料来源：光伏行业协会，中国银河证券研究院

**签订战略合作协议，复合边框业务进展再提速。**公司 10 月 9 日发布公告，其控股子公司艾纳新能源近日与北理同创签订《聚氨酯复合材料边框产品战略合作框架协议》，双方将就艾纳新能源自主研发的“玻纤增强聚氨酯复合材料边框”产品开展业务往来，并通过深度行业调研、技术迭代、工艺创新等多维度合作拓宽双方的产品力及品牌影响力。双方合作事项主要包含两方面：1) 采购业务往来：2024Q4-2026 年末，北理同创拟向公司采购约 1.08GW “玻纤增强聚氨酯复合材料边框”产品。2) 新品研发及市场开拓。

预计本次战略合作将有利于公司：1) 利用双方竞争优势，进一步开拓光伏新材料领域销售市场；2) 提高下游客户认可度，从而推进公司与其他已完成送样光伏组件客户的业务进程。

**当前公司已具备匹配下游光伏行业 1.5GW 产能的聚氨酯复合材料边框产品生产能力，未来将根据在手订单及客户送样结果逐步安排新增产线产能的投放，有望为公司贡献收入新增量。**

## 五、盈利预测与估值

### （一）盈利预测

**工业用纸包装：**公司深耕工业用纸包装领域，持续创新实现高产品力；积累优质客户资源，同下游头部客户建立合作，在长期合作中深受客户认可而实现采购份额提升，并不断进行新客户拓展，境外布局取得明显成效。展望未来，我们预计伴随公司产能建设落地，存量客户深化合作&增量客户持续拓展将助力产能消化。

**复合塑料包装：**奶酪行业长期成长性充足，奶酪棒大单品短期承压，未来料将恢复增长，且妙可蓝多优势地位稳固。公司掌握复合塑料包装核心技术，技术创新研发常温场景及环保类产品，同妙可蓝多深度绑定，并不断拓展客户资源，客户结构多元化发展。同时，公司同安姆科签订战略合作，未来有望获取新增业务机会。

**光伏新能源：**公司布局光伏新质生产力，复合边框业务稳步开拓，有望贡献收入新增量。

我们预计公司 2024 / 2025 / 2026 年分别实现营收 12.74 / 16.51 / 23.14 亿元，同比分别变动 -20% / +30% / +40%，净利润 1.10 / 1.50 / 2.20 亿元，同比分别变动 +46% / +36% / +47%，EPS 分别为 0.28 / 0.37 / 0.55 元，11 月 8 日收盘价 13.92 元对应 PE 51X / 37X / 25X，维持“推荐”评级。

表21：公司盈利预测表

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1066.55	1274.11	1651.27	2314.25
同比增速（%）	-4.95	19.46	29.60	40.15
归母净利润（百万元）	75.28	110.15	149.86	219.95
同比增速（%）	-29.17	46.33	36.05	46.77
EPS（元）	0.19	0.28	0.37	0.55
PE	74.04	50.60	37.19	25.34

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

### （二）相对估值

选取海达股份作为上海艾录的可比公司，该公司主要从事橡胶零配件产品的生产销售工作，并在近年来积极布局光伏的卡扣短边框、橡胶密封部业务，实现对传统铝材的替代，与公司业绩增长驱动力较为相似。

我们认为，上海艾录作为包装领域细分龙头，工业用纸包装长期积累壁垒深厚，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；塑料包装凭借先发优势和核心技术，同奶酪棒大客户深度绑定，未来有望持续成长；消费品包装业务实现包材环保化替代，下游存量客户广阔；光伏新质生产力布局产能落地，复合边框业务有望构建新增长曲线。

综合来看，公司未来成长空间广阔，且短期内盈利能力保持较快提升速度，相较于可比公司应享受一定溢价空间。

表22: 相对估值表

2024/11/8											
股票代码	公司名称	最新股价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元)				PE			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
300320.SZ	海达股份*	11.92	72	0.23	0.27	0.39	0.53	51.83	44.15	30.56	22.49
301062.SZ	上海艾录	13.92	56	0.19	0.28	0.37	0.55	74.04	50.60	37.19	25.34

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

注: \*为 wind 一致盈利预测, 其余为中国银河证券研究院预测

### (三) 绝对估值

采用 FCFF 法分: 第一阶段增长期 (2024-2026 年)、第二阶段增长期 (2027-2033 年)、永续增长期 (2024 年及以后) 对公司进行绝对估值, 主要参数设定及依据如下表所示。在加权平均资本成本 (WACC) 正负波动 0.2%、永续增长率 (g) 正负波动 0.2% 的情况下, 公司合理每股价值区间为 13.2-18.1 元, 对应市值区间为 53-72 亿元。

表23: FCFF 估值参数假设及说明

指标	假设数值	数值假设依据
无风险利率 Rf=	2.12%	取十年期国债收益率 (中债估值中心, 2024/11/8)
市场预期收益率 Rm=	4.97%	沪深 300 十年平均收益率
贝塔系数β=	1.5	取公司近三年相对沪深 300 的 Beta
债务资本比重 Wd=	4.5%	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益)
债务资本成本 Kd=	6.41%	取中国人民银行 1-5 年中长期贷款利率
加权平均资本成本 WACC=	5.40%	加权平均资本成本, 计算可得
税率=	12%	参照近三年内公司实际所得税税率
第二阶段增长率=	15%	假设公司第二阶段增长率 15%
永续增长率 g=	2.5%	假设公司永续增长率 2.5%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表24: FCFF 估值敏感性分析

永续增长率 (g)	加权平均资本成本 (WACC)						
	4.79%	4.99%	5.19%	5.39%	5.59%	5.79%	5.99%
1.90%	16.00	14.74	13.63	12.66	11.78	11.00	10.30
2.10%	17.20	15.77	14.52	13.43	12.47	11.61	10.84
2.30%	18.58	16.95	15.54	14.31	13.23	12.28	11.43
2.50%	20.21	18.31	16.70	15.31	14.10	13.04	12.10
2.70%	22.15	19.92	18.05	16.46	15.09	13.89	12.85
2.90%	24.50	21.83	19.64	17.79	16.22	14.87	13.69
3.10%	27.51	24.26	21.63	19.46	17.64	16.09	14.75

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 六、风险提示

**下游需求不及预期的风险**，公司工业用纸包装下游应用于建材、化工、食品及食品添加剂等领域，复合塑料包装应用于奶酪棒领域，若下游需求较弱，则公司订单量存在下降风险。

**原材料价格大幅上涨的风险**，原材料价格大幅上涨将损害公司盈利能力，影响公司业绩表现。

**光伏背板业务订单不及预期的风险**，公司目前光伏业务布局处于起步阶段，若无法突破下游销售，则业绩贡献可能不及预期。

**下游竞争加剧的风险**，若包装及光伏行业竞争加剧，公司产品存在降价风险，将影响公司营收及盈利能力。



## 图表目录

图 1: 公司历年营收 (亿元)	7
图 2: 公司历年归母净利润 (亿元)	7
图 3: 公司历年产品结构 (亿元)	7
图 4: 公司历年销售毛利率	7
图 5: 公司历年费用率	7
图 6: 公司历年销售净利率	7
图 7: 中国纸包装规模以上企业主营业务收入 (亿元)	8
图 8: 纸包装行业规模以上市场竞争格局 (2022 年)	8
图 9: 微塑料对海洋危害示意图	9
图 10: 国际限塑政策历程	9
图 11: 累计限塑的国家和地区数量 (个)	9
图 12: 中国塑料包装市场规模 (亿元)	10
图 13: 公司工业用纸包装营收 (亿元)	11
图 14: 公司整体营收下游行业占比	11
图 15: 公司研发费用及营收占比 (亿元)	12
图 16: 公司及纸包装同行毛利率水平	12
图 17: 公司部分代表性客户营收情况	14
图 18: 东方雨虹营收及公司对东方雨虹销售情况 (亿元)	14
图 19: 公司境外营收 (亿元)	16
图 20: 公司境内外营收占比	16
图 21: 公司新厂完全投产后产能将翻倍 (万条)	16
图 22: 公司产能利用率	16
图 23: 中国奶酪行业零售市场规模 (亿元)	17
图 24: 中国奶酪行业细分品类市场规模 (亿元)	18
图 25: 奶酪棒市场规模占比 (2021 年)	18
图 26: 各国及区域乳制品产品结构 (2023 年)	19
图 27: 各国及区域奶酪在乳制品中的比例	19
图 28: 中国各级城市奶酪渗透率	19
图 29: 各国及区域奶酪人均消费量 (kg/人)	19
图 30: 中国常温牛奶、低温鲜牛奶市场结构	20
图 31: 中国常温、低温酸奶市场结构	20
图 32: 加工奶酪 (不含涂抹类) 行业竞争格局 (2023 年)	20
图 33: 妙可蓝多在加工奶酪 (不含涂抹类) 行业市占率	20
图 34: 常温奶酪包装的复合片材横截面结构示意图	22

图 35: PP 材质奶酪复合片材结构示意图.....	22
图 36: 公司复合塑料包装对妙可蓝多、其他客户销售金额 (亿元) .....	22
图 37: 妙可蓝多即食营养系列奶酪营收 (亿元) .....	22
图 38: 妙可蓝多零售终端网点数量 (万个) .....	23
图 39: 公司复合塑料包装单价 (元/延米) .....	25
图 40: 公司复合塑料包装产能、产量及产能利用率 (万延米) .....	25
图 41: 公司复合塑料包装单位制造费用 (元/延米) .....	25
图 42: 全球碳中和目标覆盖率及数量 .....	26
图 43: 全球光伏新增装机 (GW) .....	26
图 44: 中国光伏新增装机 (GW) .....	26
图 45: 我国各省累计并网容量 (万千瓦) .....	27
图 46: 我国发电装机容量分布图 (2021) .....	27
表 1: 公司主要业务及产品示意图 .....	5
表 2: 公司股权激励考核目标 .....	6
表 3: 公司发展历程.....	6
表 4: 中国限塑令阶段目标 .....	9
表 5: 工业用纸包装下游包装要求 .....	11
表 6: 公司工业用纸包装业务客户资源 .....	12
表 7: 公司前五大客户变化情况 .....	14
表 8: 公司部分重要下游客户产能规划 .....	15
表 9: 2020 年以来公司获取的部分知名客户.....	15
表 10: 奶酪营养成分对比.....	18
表 11: 奶酪行业相关政策.....	18
表 12: 公司奶酪棒包装性能指标.....	21
表 13: 奶酪棒包装技术难点.....	21
表 14: 妙可蓝多前五大供应商 (2023 年) .....	22
表 15: 公司部分奶酪棒包装客户.....	23
表 16: 公司同安姆科战略合作具体事项 .....	24
表 17: 复合塑料包装成本拆分.....	24
表 18: 艾录新能源与尚德电力签订的战略合作意向书情况.....	28
表 19: 艾录新能源产品概况.....	28
表 20: 聚氨酯复合边框优势汇总.....	28
表 21: 公司盈利预测表.....	30
表 22: 相对估值表 .....	31
表 23: FCFF 估值参数假设及说明 .....	31
表 24: FCFF 估值敏感性分析 .....	31

附录：

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1275.47	1405.90	1665.06	2005.71
现金	573.72	578.74	613.00	630.39
应收账款	227.46	283.13	380.71	552.85
其它应收款	13.03	15.57	20.18	28.29
预付账款	5.54	5.81	6.23	6.94
存货	283.49	322.77	398.25	458.03
其他	172.23	199.87	246.68	329.22
非流动资产	1484.49	1471.84	1459.97	1445.59
长期投资	38.84	38.84	38.84	38.84
固定资产	640.30	640.92	639.05	634.67
无形资产	142.97	137.97	132.97	127.97
其他	662.38	654.11	649.11	644.11
资产总计	2759.95	2877.74	3125.03	3451.30
流动负债	629.94	673.76	823.42	1006.41
短期借款	139.88	139.88	189.88	196.08
应付账款	111.86	134.49	173.15	241.07
其他	378.20	399.39	460.38	569.26
非流动负债	923.70	919.15	919.15	919.15
长期借款	386.31	386.31	386.31	386.31
其他	537.39	532.84	532.84	532.84
负债合计	1553.65	1592.91	1742.57	1925.56
少数股东权益	18.88	9.79	-2.58	-20.75
归属母公司股东权益	1187.42	1275.05	1385.05	1546.49
负债和股东权益	2759.95	2877.74	3125.03	3451.30

现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	226.45	107.70	94.19	139.45
净利润	69.01	101.06	137.49	201.79
折旧摊销	73.39	59.38	61.88	64.38
财务费用	19.75	23.51	23.84	25.09
投资损失	-1.65	-2.55	-3.30	-4.63
营运资金变动	64.02	-69.99	-125.24	-146.47
其它	1.93	-3.70	-0.49	-0.71
投资活动现金流	-490.64	-43.86	-46.21	-44.67
资本支出	-485.11	-49.59	-49.51	-49.29
长期投资	1.50	0.00	0.00	0.00
其他	-7.03	5.72	3.30	4.63
筹资活动现金流	596.39	-59.89	-13.71	-77.40
短期借款	-116.14	0.00	50.00	6.20
长期借款	258.73	0.00	0.00	0.00
其他	453.80	-59.89	-63.71	-83.60
现金净增加额	333.59	5.01	34.27	17.38

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1066.55	1274.11	1651.27	2314.25
营业成本	815.14	968.32	1246.71	1735.69
营业税金及附加	7.39	8.92	11.56	16.20
营业费用	25.89	31.85	42.11	60.17
管理费用	84.12	101.93	133.75	189.77
财务费用	17.55	9.16	9.37	9.77
资产减值损失	-2.27	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.65	2.55	3.30	4.63
营业利润	79.53	114.81	156.25	229.29
营业外收入	0.41	0.43	0.43	0.43
营业外支出	0.09	0.40	0.44	0.42
利润总额	79.85	114.84	156.24	229.30
所得税	10.84	13.78	18.75	27.52
净利润	69.01	101.06	137.49	201.79
少数股东损益	-6.27	-9.10	-12.37	-18.16
归属母公司净利润	75.28	110.15	149.86	219.95
EBITDA	168.96	183.38	227.49	303.45
EPS (元)	0.19	0.28	0.37	0.55

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	-4.95%	19.46%	29.60%	40.15%
营业利润	-32.38%	44.36%	36.10%	46.75%
归属母公司净利润	-29.17%	46.33%	36.05%	46.77%
毛利率	23.57%	24.00%	24.50%	25.00%
净利率	7.06%	8.65%	9.08%	9.50%
ROE	6.34%	8.64%	10.82%	14.22%
ROIC	3.51%	4.51%	5.68%	7.74%
资产负债率	56.29%	55.35%	55.76%	55.79%
净负债比率	47.48%	43.28%	41.36%	36.74%
流动比率	2.02	2.09	2.02	1.99
速动比率	1.46	1.49	1.44	1.45
总资产周转率	0.46	0.45	0.55	0.70
应收账款周转率	4.86	4.99	4.97	4.96
应付账款周转率	8.75	7.86	8.10	8.38
每股收益	0.19	0.28	0.37	0.55
每股经营现金	0.57	0.27	0.24	0.35
每股净资产	2.97	3.18	3.46	3.86
P/E	74.04	50.60	37.19	25.34
P/B	4.69	4.37	4.02	3.60
EV/EBITDA	29.03	33.43	27.01	20.21
P/S	5.23	4.37	3.38	2.41

## 分析师承诺及简介

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。

**陈柏儒**，轻工行业首席分析师，北京交通大学技术经济硕士，14年行业分析师经验、10年轻工制造行业分析师经验。

**刘立思**，轻工行业分析师，中央财经大学本硕，2022年7月加入中国银河证券研究院，主要从事轻工制造行业研究。

## 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。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

## 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：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn