

信用评级公告

联合〔2023〕5312号

联合资信评估股份有限公司通过对浙江大胜达包装股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持浙江大胜达包装股份有限公司主体长期信用等级为 AA⁻，维持“胜达转债”信用等级为 AA⁻，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二三年六月二十七日

浙江大胜达包装股份有限公司

公开发行可转换公司债券 2023 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
浙江大胜达包装股份有限公司	AA-	稳定	AA-	稳定
胜达转债	AA-	稳定	AA-	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
胜达转债	5.50 亿元	4.74 亿元	2026/07/01

注：1. 上述债券仅包括由联合资信评级，且截至 2023 年 3 月底尚处于存续期的债券；2. 截至 2023 年 6 月 8 日，“胜达转债”转股价格为 8.71 元/股；3. “胜达转债”由杭州新胜达投资有限公司以其所持部分公司股票提供质押担保

评级时间：2023 年 6 月 27 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V4.0.202208
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V4.0.202208

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	4
			企业管理	3
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	3
			现金流量	3
		资本结构		3
		偿债能力		1
指示评级				aa-
个体调整因素：--				--
个体信用等级				aa-
外部支持调整因素：--				--
评级结果				AA

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

跟踪期内，浙江大胜达包装股份有限公司（以下简称“公司”）凭借自身在品牌知名度，优质客户资源，生产工艺及研发等方面的竞争优势，其传统纸箱业务整体经营保持稳定，产能规模有所扩大，并通过收购新增盈利能力较强的高端酒包和精品烟包类业务，产品结构进一步丰富。2022 年，公司收入规模扩大，整体盈利及获现能力提升，公司保持了相对稳健的财务政策，债务负担较轻。联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司所处行业原材料价格波动较大、商誉规模大幅增加以及在在建项目规模较大存在一定投资风险等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

公司正在筹划向包括控股股东在内的特定投资者发行公司股票，募集资金不超过 6.47 亿元，用于公司在建项目及补充流动性。若能成功实施，公司资本实力将进一步增强，负债率有望下降。未来，随着公司在建项目逐步竣工投产，公司业务规模将提升，其综合实力有望进一步增强。

公司经营活动现金流和 EBITDA 对“胜达转债”的保障能力较好。考虑到未来可能的转股因素，公司对待偿还债券的保障能力或将提升。“胜达转债”由公司控股股东杭州新胜达投资有限公司（以下简称“新胜达投资”）以其所持部分公司股票提供质押担保，股票质押对“胜达转债”偿债保障仍有积极影响。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA-，维持“胜达转债”的信用等级为 AA-，评级展望为稳定。

优势

- 公司产品结构进一步丰富。**2022 年，公司通过收购四川大胜达中飞包装科技有限公司（以下简称“四川中飞”）和浙江爱迪尔包装股份有限公司（以下简称“爱迪尔”），公司新增了高端酒包、精品烟包业务，产品种类进一步丰富，市场竞争力提升。
- 公司经营业绩提高。**公司传统纸箱业务保持稳定，新增精品烟包和高端酒包等收入，全年实现营业收入

分析师：华艾嘉 杨恒
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）
网址：www.lhratings.com

20.58 亿元，同比增长 23.66%，实现利润总额 1.38 亿元，同比增长 39.85%。

3. **公司财务相对稳健。**公司借助自身在资本市场的平台优势，扩张的同时负债率控制在较低水平，截至 2023 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率分别为 36.45%和 27.13%，公司有息债务主要为已发行尚未转股的“胜达转债”。2023 年，公司拟向包括控股股东在内的特定投资者发行股票募集资金用于公司在建项目及补充流动资金，若能成功实施，公司资本实力将进一步增强，负债率有望进一步下降。
4. **新胜达投资以其所持部分公司股票对“胜达转债”提供的质押担保对其偿债保障仍有积极影响。**截至 2023 年 3 月底，“胜达转债”由新胜达投资所持的 14334.50 万股公司股份提供质押担保。

关注

1. **公司纸包装产品成本中原纸等直接材料所占比重很高，原材料价格波动对公司采购成本有不利影响。**公司主营业务成本中直接材料占比超过 70%。虽 2022 年以来原纸价格持续走低，但近年来原纸价格总体波动较大，若未来原纸价格出现大幅波动，将对公司采购成本造成一定压力。
2. **商誉大幅增加。**公司因收购四川中飞形成大额商誉，截至 2022 年底，公司商誉增至 2.58 亿元，占总资产的比重提高至 7.50%。四川中飞主营精品酒盒包装业务，若公司在对其业务整合并实现协同效应不佳，其业绩不及预期，将面临商誉减值风险。
3. **公司在建项目投资风险。**公司目前有较大规模的在建及拟建项目，主要项目的投资所需资金拟通过资本市场筹集，但相关事项能否顺利实施尚存在一定不确定性。此外，若未来市场环境发生变化，竞争加剧，未来大规模募投项目投产公司将面临新增产能无法完全消化或项目收益不及预期的风险。

主要财务数据:

合并口径				
项目	2020年	2021年	2022年	2023年3月
现金类资产 (亿元)	10.34	10.02	9.00	10.80
资产总额 (亿元)	28.81	29.02	34.43	36.01
所有者权益 (亿元)	18.13	19.19	22.61	22.88
短期债务 (亿元)	1.65	0.49	1.31	3.39
长期债务 (亿元)	4.62	4.99	5.11	5.13
全部债务 (亿元)	6.27	5.48	6.42	8.52
营业总收入 (亿元)	13.51	16.64	20.58	4.47
利润总额 (亿元)	3.16	0.98	1.38	0.31
EBITDA (亿元)	4.18	2.19	2.91	--
经营性净现金流 (亿元)	1.65	0.14	2.48	0.28
营业利润率 (%)	11.25	11.74	15.24	14.99
净资产收益率 (%)	15.01	4.93	5.62	--
资产负债率 (%)	37.06	33.87	34.33	36.45
全部债务资本化比率 (%)	25.70	22.20	22.11	27.13
流动比率 (%)	381.72	461.19	323.62	283.52
经营现金流动负债比 (%)	35.31	3.79	45.67	--
现金短期债务比 (倍)	6.25	20.61	6.85	3.19
EBITDA 利息倍数 (倍)	22.47	6.26	8.00	--
全部债务/EBITDA (倍)	1.50	2.50	2.21	--
公司本部 (母公司)				
项目	2020年	2021年	2022年	
资产总额 (亿元)	27.08	28.06	29.18	
所有者权益 (亿元)	17.50	18.33	19.58	
全部债务 (亿元)	6.03	5.42	5.85	
营业总收入 (亿元)	9.33	11.39	11.53	
利润总额 (亿元)	3.41	0.85	0.95	
资产负债率 (%)	35.38	34.67	32.91	
全部债务资本化比率 (%)	25.62	22.81	23.00	
流动比率 (%)	401.59	386.71	332.88	
经营现金流动负债比 (%)	28.76	4.99	29.74	
现金短期债务比 (倍)	4.55	13.46	4.90	

注: 1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成, 除特别说明外, 均指人民币; 2. 本报告中数据如无特别注明均为合并口径; 3. 公司合并口径2023年1-3月财务数据未经审计, 公司本部2023年1-3月财务数据未披露
资料来源: 公司财务报告及提供资料, 联合资信整理

评级历史:

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
胜达转债	AA-	AA-	稳定	2022/06/27	孙长征 李敬云	一般工商企业信用评级方法/模型 (V3.1.202204) 一般工商企业主体信用评级模型 (打分表) (V3.1.202204)	阅读全文
胜达转债	AA-	AA-	稳定	2019/12/04	唐玉丽 宁立杰	原联合信用评级有限公司工商企业信用评级方法	阅读全文

注: 上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受浙江大胜达包装股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

浙江大胜达包装股份有限公司 公开发行可转换公司债券 2023 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于浙江大胜达包装股份有限公司（以下简称“公司”或“大胜达”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司前身为浙江大胜达包装有限公司（以下简称“大胜达有限”）。2004 年 11 月，萧山经济技术开发区管理委员会以“萧开发管招字（2004）186 号”文批准 Evercharm Holding Limited（永创控股有限公司，以下简称“永创控股”）独资设立大胜达有限，注册资本为 450.00 万美元。2019 年 7 月，公司完成首次公开发行 5000 万股 A 股股票（股票简称为“大胜达”，股票代码为“603687.SH”），并在上海证券交易所挂牌上市。

截至 2023 年 3 月底，公司总股本为 41946.78 万股，其中杭州新胜达投资有限公司（以下简称“新胜达投资”）持股 64.14%，为公司控股股东；方吾校、方能斌和方聪艺¹合计持有新胜达投资 100.00% 股权，为公司实际控制人（详见附件 1-1）。

跟踪期内，公司主营业务新增高端酒包、烟包业务，未发生其他重大变化。公司组织架构较上年未发生重大变化（详见附件 1-2）。

截至 2022 年底，公司合并资产总额 34.43 亿元，所有者权益 22.61 亿元（含少数股东权益 2.20 亿元）；2022 年，公司实现营业总收入 20.58 亿元，利润总额 1.38 亿元。

截至 2023 年 3 月底，公司合并资产总额 36.01 亿元，所有者权益 22.88 亿元（含少数股

东权益 2.26 亿元）；2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 4.47 亿元，利润总额 0.31 亿元。

公司注册地址：浙江省杭州市萧山区萧山经济技术开发区红垦农场垦瑞路 518 号；法定代表人：方能斌。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2023 年 3 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，公司债券募集资金按照募集说明书约定及履行相关流程变更后的用途使用。截至 2023 年 6 月 8 日，“胜达转债”转股价格为：8.71 元/股。

表 1 2023 年 3 月底公司由联合资信评估的存续债券概况

债券名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限
胜达转债	5.50	4.74	2020/07/01	6 年

资料来源：Wind，联合资信整理

公司于 2022 年 2 月 18 日分别召开了第二届董事会第二十四次会议及第二届监事会第十九次会议，并于 2022 年 3 月 7 日召开了 2022 年第一次临时股东大会会议、2022 年第一次债券持有人会议，审议通过了《关于变更部分募集资金投资项目用于收购四川中飞包装有限公司 60% 股权的议案》，将原募投项目“年产 3 亿方纸包装制品项目”未使用的募集资金及利息 22862.13 万元用于收购四川中飞包装有限公司（以下简称“四川中飞”）60% 的股权。

截至 2023 年 5 月 9 日，“胜达转债”募集资金剩余 9402.36 万元，后续将用于“纸浆模塑环保餐具智能研发生产基地项目”。公司根据当前募集资金投入项目的实际建设情况和投资进度，对上述在投募项目达到预定可使用状态时间由 2023 年 6 月调整为 2024 年 6 月。

¹ 方吾校与方能斌、方聪艺分别为父子、父女关系

上述变更事宜已经董事会和监事会审议并表决通过。

四、宏观经济和政策环境分析

2023 年一季度，宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议及全国“两会”决策部署为主，坚持“稳字当头、稳中求进”的政策总基调，聚焦于继续优化完善房地产调控政策、进一步健全 REITs 市场功能、助力中小微企业稳增长调结构强能力，推动经济运行稳步恢复。

随着各项稳增长政策举措靠前发力，生产生活秩序加快恢复，国民经济企稳回升。经初步核算，一季度国内生产总值 28.50 万亿元，按不变价格计算，同比增长 4.5%，增速较上年四季度回升 1.6 个百分点。从生产端来看，前期受到较大制约的服务业强劲复苏，改善幅度大于工业生产；从需求端来看，固定资产投资实现平稳增长，消费大幅改善，经济内生动力明显加强，内需对经济增长形成有效支撑。信用环境方面，社融规模超预期扩张，信贷结构有所好转，但居民融资需求仍偏弱，同时企业债券融资节奏同比有所放缓。利率方面，资金利率中枢显著抬升，流动性总体偏紧；债券市场融资成本有所上升。

展望未来，宏观政策将进一步推动投资和消费增长，同时积极扩大就业，促进房地产市场稳健发展。而在美欧紧缩货币政策、地缘政治冲突等不确定性因素仍存的背景下，外需放缓叠加基数抬升的影响，中国出口增速或将回落，但消费仍有进一步恢复的空间，投资在政策的支撑下稳定增长态势有望延续，内需将成为驱动中国经济继续修复的主要动力。总体来看，当前积极因素增多，经济增长有望延续回升态势，全年实现 5% 增长目标的基础更加坚实。完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察季报（2023 年一季度）](#)》。

五、行业分析

公司主要从事纸包装产品的研发、生产、

印刷和销售，属于纸包装行业。

1. 行业概况

2022 年，包装行业规模以上企业数增长，但行业营业总收入与上年基本持平，利润下降明显，行业整体呈现弱势。纸及纸板产量保持增长，但消费量下降，生活用纸、瓦楞纸及包装用纸等需求相对稳定，纸浆进口需求仍较大。

包装行业是中国制造体系的重要组成部分，可大致分为纸包装（即纸和纸板容器）、塑料包装、金属包装、玻璃包装、竹木包装五大子行业。根据中国包装联合会数据，2022 年，中国包装行业规模以上企业（年营业收入 2000 万元及以上全部工业法人企业）9860 家，企业数比去年增加 1029 家。2022 年，中国包装行业规模以上企业累计完成营业收入 12293.34 亿元，同比减少 0.70%，增速同比下降了 15.69 个百分点，其中纸和纸板容器规模以上企业完成累计主营业务收入 3045.47 亿元，占比 24.77%，紧随塑料薄膜制造（占比 31.09%）之后，是应用最广泛的包装形式之一。中国包装行业规模以上企业累计实现利润总额 631.07 亿元，同比减少 14.01%，增速较去年同期下降了 27.53 个百分点。

从与纸制品相关的造纸行业 2022 年运行情况来看，全年中国造纸业行业面临需求收缩、供给冲击、预期转弱等多重压力，叠加原辅材料和能源价格上涨的影响，造纸企业成本上升，经济效益大幅下降。根据《中国造纸工业 2022 年度报告》，2022 年全行业完成纸浆、纸及纸板和纸制品产量合计 28391 万吨，同比增长 1.32%；全行业营业收入完成 1.52 万亿元，同比增长 0.44%；实现利润总额 621 亿元，同比下降 29.79%。

从原料端看，2022 年中国纸浆消耗总量 11295 万吨，较上年增长 2.59%。2022 年中国纸浆生产总量 8587 万吨，较上年增长 5.01%。仍存在约 24% 的缺口需进口满足。

从消费端看，中国纸及纸板消费 12403 万吨，较上年下降 1.94%。其中，新闻纸和印刷

纸下降均超过十个百分点，下降幅度大；生活用纸、瓦楞纸及包装用纸等需求相对坚挺，整体保持增长态势。

2. 行业政策

中国将瓦楞、箱板纸关税调整为 0，将对国产原纸市场带来冲击，但下游纸制品企业将有更大的采购选择。

2022 年 12 月 29 日，中国调整了部分商品的进出口关税，2023 年 1 月 1 日起，国内部分木材及纸制品关税取消，包括文化纸、白卡纸、瓦楞纸、箱板纸、纸袋、纸箱等，绝大多数产品的关税直接降为“零”。进口纸零关税后，在中国国内厂家组团出国采购、国外原纸制造企业想要分享国内关税政策的福利的双重影响下，国外原纸价格出现的一定程度的上涨。从 2023 年 1 月开始，进口纸到港数量激增，这将极大抑制中国国内纸张价格。

3. 行业发展

未来，包装行业仍有较大的市场空间，并将更加注重绿色低碳发展。

2022 年，在中国纸及纸板生产和消费整体下降的情况下，瓦楞纸及包装用纸产销依然保持了增长。预计未来纸包装行业仍有较大增长空间。全球包装市场仍将保持增长。其中，电子商务领域将成为瓦楞包装市场的一个重要且高增长的机会，全球电商包装市场总价值已经从 2019 年的 347 亿美元上升到 2022 年的 636 亿美元，预计未来电商包装市值将保持较高的增速。

2022 年 9 月，中国包装联合会制定和发布的《中国包装工业发展规划（2021—2025 年）》（以下简称“《规划》”）提出了至“十四五”末，中国包装产业年总产值突破 3 万亿元，占全国 GDP 比重达到 2.5% 左右。《规划》明确提出要推进包装行业的绿色转型进程，突出绿色低碳循环转型在产业深度转型和可持续发展中的引领性作用。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2023 年 3 月底，公司股本为 41946.78 万股，其中新胜达投资持股 64.14%，为公司控股股东；方吾校、方能斌和方聪艺合计持有新胜达投资 100.00% 股权，为公司实际控制人。截至 2023 年 3 月底，新胜达投资以其持有的 14334.50 万股公司股票为“胜达转债”提供担保措施，占其所持公司股份的比例为 53.28%，占公司总股本的比例为 34.17%。

2. 企业规模及竞争力

公司核心竞争力未发生重大变化，仍在品牌知名度，优质客户资源，生产工艺及研发等方面具备优势。

品牌知名度方面，公司是中国包装联合会认定的“中国包装龙头企业”之一、“中国纸包装开发生产基地”，多次入选中国包装联合会评定的“中国包装百强企业”“中国纸包装企业 50 强”，子公司浙江爱迪尔包装股份有限公司（以下简称“爱迪尔”）先后被评为“中国包装龙头企业”“浙江省科技先导型企业”。

“胜达”“爱迪尔”商标均为中国驰名商标、浙江省名牌产品。公司产品具有较明显的品牌优势。

客户质量方面，公司通过较强的纸包装解决方案供应能力和快捷周全的配套服务，得到了客户的认可，长期合作客户涵盖啤酒、饮料、烟草、电子、家电、家具、机械、快递物流、化工、服装等行业集中度高的行业，合作企业包括杭州松下家用电器有限公司（以下简称“松下电器”）、苏州三星电子有限公司（以下简称“三星电子”）、博世电动工具（中国）有限公司（以下简称“博世（BOSCH）”）、农夫山泉股份有限公司（以下简称“农夫山泉”）、华润雪花啤酒（中国）有限公司（以下简称“华润啤酒”）、杭州老板电器股份有限公司（以下简称“老板电器”）、浙江苏泊尔股份有限公司（以下简称“苏泊尔”）、顺丰控股股份有限公司（以下简称“顺丰速运”）、

浙江中烟工业有限责任公司（以下简称“浙江中烟”）、贵州茅台酒股份有限公司（以下简称“贵州茅台”）等世界500强、中国500强或细分行业排名前列企业。知名企业通常更加关注纸包装产品的质量，对供应商有严格的评审标准，卷烟商标、精品酒盒包装的客户进入门槛更高，为了保证包装供应的持续性和稳定性，倾向于与合格的包装供应商保持长期、稳定的合作关系。

生产工艺方面，一方面，公司在多年发展中制定了一套严格的精益生产管理制度和纸包装生产线物联网系统，在不断地效率优化中争取实现效率最大化，损耗最低化，体现公司的精益生产优势；另一方面，公司已建立齐全、完善的印刷工艺体系，掌握了水印、胶印、预印等印刷工艺技术，能够满足不同行业特点、不同包装印刷要求和不同成本考虑的订单需求。公司是国家高新技术企业，是中国包装联合会授予的“中国纸制品研发中心”，公司下属技术研发中心拥有国内先进的标准化实验室。截至2022年底，公司已取得47项发明专利，148项实用新型专利，1项外观专利和22项软件著作权。2022年，公司研发费用为0.80亿元，占营业总收入的3.87%。

3. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》（统一社会信用代码：91330109768216095R），截至2023年6月15日，公司未结清/已结清信贷信息中不存在关注类和不良/违约类记录，公司过往债务履约情况良好。

“胜达转债”为公司目前唯一发行的公开市场债务融资工具，根据公司过往的利息偿付记录，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司主要管理制度连续，经营运作正常。2022年，公司顺利完成董事会和监事会换届选举工作，部分人员调整，但核心管理团队保持稳定。

跟踪期内，公司各项管理制度未发生较大变化。

2022年12月，公司完成董事会、监事会换届选举，钱育新、王海明不再担任公司独立董事、郑生长不再担任公司高级管理人员，俞爱红不再担任公司监事。同时公司已依据相关法律法规和公司章程的规定，完成选举陈相瑜先生和许文才先生为公司新一届董事会独立董事，监事会中新增杨德龙先生和孙学勤先生为公司监事。公司董事长仍为方能斌先生，总裁为方聪艺女士，主要高级管理人员保持稳定。

八、重大事项

1. 收购资产

2022年，公司实现控股四川中飞和浙江爱迪尔。

2022年1月28日，公司召开第二届董事会第二十三次会议，审议通过《关于拟收购四川中飞包装有限公司股权的议案》，公司拟以人民币31104.00万元收购江苏中彩新型材料有限公司（以下简称“江苏中彩”）持有的四川中飞60%的股权。2022年2月16日，公司已向江苏中彩支付了第一期交易对价4000.00万元；2022年3月8日，根据公司发布公告，四川中飞已完成工商变更登记手续；2022年4月11日，公司支付了第二期交易对价23993.6万元，剩余的3110.40万元交易对价，公司将在四川中飞实现2022—2024年度承诺净利润后支付。四川中飞主营高端白酒智能包装业务，本次交易完成后，公司持有四川中飞60%的股权，四川中飞纳入公司合并报表范围。

根据公司公告，2022年3月31日，公司召开第二届董事会第二十五次会议，审议通过《关于收购参股公司浙江爱迪尔包装股份有限

公司部分股权的议案》。公司拟以合计 1650.54 万元收购爱迪尔 6% 的股权。爱迪尔主要从事卷烟商标、精品卡片、礼品包装等高毛利率产品的生产和销售业务，现有浙江中烟、江苏中烟、甘肃中烟、重庆中烟、贵州中烟等优质客户资源。本次交易于 2022 年 4 月完成，公司持有爱迪尔 51% 的股权，爱迪尔成为公司的控股子公司。

公司实现控股四川中飞和爱迪尔后，业务规模将进一步扩大，有利于提升公司盈利水平和综合竞争力，同时也需关注并购整合风险、商誉减值风险和业绩不达预期风险。

2. 向特定投资者发行股票

公司拟向特定投资者发行股票。本次募投项目投产后，公司加工和制造水平有望提升，有利于增强公司市场竞争力。同时，也需关注本次定增能否顺利实施尚存在不确定性，未来大规模募投项目投产公司或将面临新增产能无法完全消化或项目收益不及预期的风险。

公司拟向包括公司控股股东新胜达投资在内的不超过 35 名（含）特定投资者发行不超过 120000000 股（含本数）公司股票，募集资金不超过 64740.00 万元（含本数）。

根据《浙江大胜达包装股份有限公司 2022 年度向特定对象发行股票募集说明书》，“纸浆模塑环保餐具智能研发生产基地项目”将分两期建设，设计产能为 3.00 万吨/年，计划投资总额为 5.59 亿元，资金来源主要包括 IPO 和可转债的 2.77 亿元募集资金以及本次定增中的 2.70 亿元。截至 2023 年 4 月底，该项目一期（50% 产能）车间厂房已经建设完毕，一期主体设备 60 套已经初步安装完毕，正在进行管道等辅助设备的安装工作，办公楼已经投入使用，宿舍楼已经进入装修扫尾阶段，预计一期建设工程将于 2023 年 7 月竣工并投入试生产。此外，该项目的二期车间厂房也已开始施工建设工作，预计 2024 年 6 月达到可使用状态。根据公司测算，项目全部达产后预计年销售收入为 6.25 亿元，税后财务内部收益率为 16.40%，投资回收

期（税后，含建设期）为 7.01 年。

“贵州仁怀佰胜智能化纸质酒盒生产基地建设项目”项目计划建设期 24 个月，预计于 2024 年 12 月前建成。项目总投资额 2.21 亿元，拟使用本次定增募集资金投入 2.20 亿元。项目建成后可实现年产 3300.00 万只精品酒盒和 2400.00 万只卡盒产品。根据公司测算，项目达产后预计年实现销售收入 3.22 亿元，税后财务内部收益率为 12.99%，投资回收期（税后，含建设期）为 7.72 年。

表 2 募投项目情况（单位：万元）

序号	项目名称	项目投资额	募集资金拟投入额
1	纸浆模塑环保餐具智能研发生产基地项目	55889.19	27000.00
2	贵州仁怀佰胜智能化纸质酒盒生产基地建设项目	22096.20	22000.00
3	补充流动资金	15740.00	15740.00
合计		93725.39	64740.00

资料来源：联合资信整理

本次公司向特定对象发行股票相关事项已经公司第二届董事会第二十七次会议、2022 年第二次临时股东大会会议、第二届董事会第三十一次会议、第三届董事会第二次会议、2023 年第一次临时股东大会、第三届董事会第三次会议审议通过，已于 2023 年 4 月 14 日经上海证券交易所审核通过，尚需中国证券监督管理委员会作出同意注册决定后方可实施。

九、经营分析

1. 经营概况

2022 年，公司传统纸箱业务保持稳定，新增精品烟包和高端酒包等业务，产品种类进一步丰富，整体收入规模扩大。传统纸箱业务毛利率小幅提升，同时受益于新增业务较强的盈利，公司整体毛利率有较大提升。

2022 年，公司主营业务新增高端酒包、精品烟包业务，未发生其他重大变化。受益于新增高端酒包和精品烟包等产品收入的贡献，全年实现营业总收入 20.58 亿元，同比增长 23.66%，收入增速较快；公司营业成本同比增

长 18.42%，成本控制较好。2022 年，公司实现利润总额 1.38 亿元，同比增长 39.85%。公司主营业务收入占营业总收入的比重保持在 95% 以上，主营业务仍很突出。

2022 年，因收购并表子公司四川中飞和爱迪尔，公司新增高端酒包和精品烟包的收入合计 3.66 亿元，占公司营业总收入的 17.81%。受此影响，公司传统纸箱收入虽较上年保持稳定，但占营业总收入的比重较上年下降 17.80 个百分点。此外，2022 年，公司主营业务收入中新

增其他收入为 0.40 亿元，主要为四川中飞和爱迪尔生产的手提袋和礼品纸等，业务结构进一步丰富。

从盈利情况来看，2022 年，由于公司主要原材料的原纸采购价格下降，传统产品纸箱毛利率提高 1.56 个百分点，新增的高端酒包和精品烟包类业务毛利率均大幅高于公司传统纸箱产品，带动公司整体毛利率提升。公司纸板业务毛利率较低。公司纸板和其他业务规模相对很小，其盈利状况对公司整体影响较小。

表 3 公司营业总收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2020 年			2021 年			2022 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
纸箱	12.64	93.56	8.66	15.75	94.65	8.71	15.82	76.85	10.27
纸板	0.35	2.59	-5.78	0.22	1.32	-2.47	0.03	0.16	-9.30
高端酒包	--	--	--	--	--	--	2.13	10.36	30.41
精品烟包	--	--	--	--	--	--	1.53	7.45	21.90
其他	--	--	--	--	--	--	0.40	1.94	5.86
主营业务小计	12.99	96.15	8.28	15.97	95.97	8.56	19.91	96.75	13.20
其他业务收入	0.52	3.85	96.69	0.67	4.03	99.31	0.67	3.25	97.85
合计	13.51	100	11.68	16.64	100	12.23	20.58	100.00	15.95

资料来源：公司提供，联合资信整理

2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 4.47 亿元，同比增长 2.21%，实现净利润 0.27 亿元，同比增长 8.90%。

2. 采购

2022 年，公司采购模式、采购渠道等未发生重大变化；主要物料采购价格随市场价格变动，整体有所下降，供应商集中度高。

产品成本以直接材料为主，2022 年，直接材料占主营业务成本的比重为 72.80%。公司生产所需原材料仍主要分为瓦楞纸、牛卡纸和白板纸三大类。采购模式方面，一般由各生产基地制造部门整理原纸等原材料需求，经内部审批后，由采购部向供应商询价、谈价，并下达具体订单，最后经检验入库。公司一般备有 1 个月左右的原材料库存，采购周期 5~10 天。在原纸采购方面，公司主要采取招投标、议价的定价机制；采购价格基本遵循市场价格。原材料采购结算账期一般在 45 天左右，付款方式

为银行承兑汇票或电汇等。

2022 年，受公司业务增长及进行战略采购的影响，公司白板纸和牛卡纸采购量有所增加。采购价格方面，2022 年以来，受原纸市场价格持续走低，公司瓦楞纸、牛卡纸和白板纸采购均价同比有所下降。

表 4 公司主要原材料采购单价情况
(单位：万吨、元/吨、万元)

类别	项目	2020 年	2021 年	2022 年
瓦楞纸	采购量	125471.29	134128.26	127362.95
	采购均价	2946.06	3489.17	3231.95
	采购金额	36964.57	46799.67	41163.03
牛卡纸	采购量	132578.43	143339.20	143829.66
	采购均价	3489.85	4005.62	3841.13
	采购金额	46267.83	57416.23	55246.91
白板纸	采购量	20441.66	19735.35	21962.58
	采购均价	4025.37	4762.48	4510.53
	采购金额	8228.53	9398.93	9906.30

注：公司为满足高端酒包和精品烟包产品生产，灰板复合原纸、金银卡纸、铜卡纸、亚克力酒盒外加工配件等原材料，因各项采购占比相对较少，未列示在表中
资料来源：公司提供

从采购集中度来看，2022年，公司供应商集中度较上年有所下降，但仍为56.61%。公司前五大供应商采购额中无关联方采购。考虑到供应商稳定性较强，中国原纸市场供应充足，公司不存在对单一供应商显著依赖。

表5 2022年公司前五大供应商情况
(单位: 万元、%)

供应商名称	是否关联方	采购产品	采购金额	占采购总额的比重
供应商一	否	原纸	27722.93	20.43
供应商二	否	原纸	19331.40	14.25
供应商三	否	原纸	11469.46	8.45
供应商四	否	原纸	10080.16	7.43
供应商五	否	原纸	8212.25	6.05
合计	--	--	76816.20	56.61

资料来源: 公司提供

3. 生产

2022年，公司传统主导的纸包装产品产能基本稳定，产量小幅下降；新增精品烟包和高端酒包等产品，公司产品线进一步丰富，但产能利用率有待提升。

2022年，公司生产主要采用“以销定产、备有部分库存”的方式确定生产计划，生产模式无变化。

公司先生产纸板，再将纸板制成纸箱。2022年，公司纸板产能小幅增长1.12%，产量同比下降2.83%，主要系随着公司开拓市场力度加大，公司从初期的纸板业务过渡到纸箱业务，纸板外销部分下降，待加工部分（纸箱）同比相对稳定。整体产能利用率同比下降3.52个百分点，但仍保持在较高水平。

2022年，因收购爱迪尔、四川中飞两家公司，公司进一步拓展了卷烟包装、精品酒盒两大类产品。公司所统计上述产品产量数据均为其并入合并范围数据，即便将相关数据年化处理，精品烟包、高端酒盒两大类产品产能利用率仍较低，主要系精品烟包和高端酒盒包装彩盒的主要生产流程包括制版打样、印刷、表面处理（覆膜、丝网印刷）、裱贴、烫金、印刷后道（烫金、压纹、凹凸等）、灰板加工、复

合、模切、成型、检验等多个环节。根据不同盒型、表面工艺的生产需要，公司需要配备的设备类型、数量较多，能够通用的设备较少，故精品烟包和高端酒包的产能利用很难达到满产状态。

表6 公司产能及产量情况

产品	项目	2020年	2021年	2022年
纸箱/纸板	产能（万平方米/年）	44628.93	48294.00	48834.00
	产量（万平方米）	38712.47	43563.04	42328.97
	产能利用率（%）	86.74	90.20	86.68
精品烟包	产能（万套/年）	--	--	8484.38
	产量（万套）	--	--	4617.76
	产能利用率（%）	--	--	--
高端酒包	产能（万只/年）	--	--	4581.00
	产量（万只）	--	--	2199.78
	产能利用率（%）	--	--	--

注: 1. 自留待加工成纸箱的纸板产量为最终入库的成品纸箱产量; 2. 卷烟包装产品产量按纳入合并范围后4-12月的数据统计, 精品酒盒产品产量按纳入合并范围后3-12月的数据统计

资料来源: 公司提供

4. 销售

2022年，公司纸板和纸箱销售均价均有所增长，产销率保持很高水平；客户集中度同比上升，客户结构较好。

公司主要采取直销模式。公司设立了营销部，配备了专业的销售团队，制定了规范、成熟的客户开发流程，以拓展销售网络。产品定价方面，公司主营产品纸箱属于定制化程度较高的产品，其定价受到价格谈判、用料差异和工艺差异等因素的综合影响。销售结算方面，公司给予主要客户的信用期通常在6个月以内，其中高端酒包客户账期主要约为30-60天；付款方式主要为银行承兑汇票和电汇。

由于公司主要采用以销定产的方式经营，跟踪期内，公司主要产品产销率均保持在很高水平。

纸箱和纸板类产品销售均价有所提高，考虑到公司主营产品属于定制化程度较高的产品，其单价受到价格谈判、用料差异和工艺差异等因素的综合影响，不同时期产品价格可比性不强。

从销售量来看，随着公司加大营销力度，

公司已逐步从初期的纸板业务过渡到纸箱业务，2022年，纸板销售量明显下降，主要系公司仅与有价格优势的客户开展部分业务所致，盈利能力较弱的纸板类产品的销售同比大幅下降，由于规模较小对公司整体经营影响不大。同期，毛利较高的纸箱销量同比增长0.12%。2022年，公司新增精品烟包和高端酒包类产品的销售，产品销售情况较好，盈利能力强。

表7 公司主要产品销售情况

产品	项目	2020年	2021年	2022年
纸板	销量（万平方米）	1909.85	1015.76	140.24
	产销率（%）	99.71	99.76	100.38
纸箱	销量（万平方米）	36690.72	42443.81	42349.61
	产销率（%）	99.70	99.75	100.37
精品烟包	销量（万套）	--	--	5357.82
	产销率（%）	--	--	116.03
高端酒包	销量（万只）	--	--	2198.42
	产销率（%）	--	--	99.94

注：1. 纸板产销率=对外销售纸板销量÷纸板产量（对外销售部分）；
2. 纸箱产销率=纸箱销量÷纸板产量（待加工成纸箱部分）
资料来源：公司提供

从客户集中度来看，2022年，公司对前五大客户的销售产品新增精品烟包和高端酒包类产品，前五大客户新增浙江中烟、贵州茅台。公司主要客户的销售占比同比略有提升，客户集中度一般，不存在对单一客户的显著依赖。

表8 2022年公司前五大销售客户情况
(单位：万元、%)

客户名称	是否关联方	销售产品	销售金额	占营业总收入的比例
客户一	否	纸箱及烟包产品	17682.95	8.59
客户二	否	纸箱	13225.13	6.43
客户三	否	纸箱	10465.44	5.08
客户四	否	纸箱	10095.24	4.90
客户五	否	酒包产品	8803.75	4.28
合计	--	--	60272.51	29.28

资料来源：公开资料整理

5. 经营效率

2022年，公司经营效率变动不大，经营效率较高；与同行业公司相比，公司经营效率处于中等水平。

从经营效率指标看，2022年，公司销售债

权周转次数由上年的3.60次升至3.71次，存货周转次数较上年小幅降至7.49次；总资产周转次数较上年升至0.65次。

表9 2022年同行业公司经营效率情况

证券简称	存货周转率（次）	应收账款周转率（次）	总资产周转率（次）
吉宏股份	7.04	11.98	1.74
美盈森	5.92	3.52	0.56
新通联	5.80	3.44	0.69
合兴包装	8.59	4.79	1.67
大胜达	7.49	4.14	0.65

注：Wind与联合资信在上述指标计算上存在公式差异，为便于比较，本表相关指标统一采用Wind数据
资料来源：Wind

与同行业上市公司相比，公司经营效率处于中等水平。

6. 重大在建项目

公司在建项目相关投资所需资金主要通过募集资金解决，项目主要为公司现有业务的进一步延伸，有助于公司综合竞争力的提升，但未来市场环境存在变化的可能性，项目收益可能不及预期。

公司目前重点推进的拟建及在建项目为“纸浆模塑环保餐具智能研发生产基地项目”和“贵州仁怀佰胜智能化纸质酒盒生产基地建设项目”，项目投资拟主要使用募集资金，截至2023年5月底，“纸浆模塑环保餐具智能研发生产基地项目”已完成计划投资5.59亿元的43.37%，“贵州仁怀佰胜智能化纸质酒盒生产基地建设项目”尚处于项目前期，仅投入0.29亿元。相关项目介绍详见本报告“重大事项”。

该项目的建设考虑到中国循环经济和双碳战略背景，公司响应国家产业政策导向，同时将业务拓展至可降解纸浆环保餐具领域，以丰富产品线，实现多元化发展战略。但项目建成尚需一定时间，若未来市场环境发生变化，竞争加剧，产能无法消化，项目收益可能不及预期。

7. 未来发展

公司发展目标紧密围绕主营业务，战略规划清晰，有利于提升综合竞争实力。

公司自成立以来一直从事纸包装业务的生产与销售业务，2023年，公司制定了“做好一季度，奋战二季度，做优三季度，决战四季度”的工作规划。未来依靠持续的管理创新和技术创新，在成本、质量和品牌等方面获得持续竞争优势，抓好生产经营，提升各项工作力度，提升企业管控水平，降本提效。进一步推进在海南项目的建设及投产工作，进一步做大做强高端酒包、精品烟包等高端精品包装的规模占比，开拓多元化发展路径。同时抓好人才建设，满足公司发展需求，以实现成为高质量包装企业的目标。

十、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2022年度财务报告，立信会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准的无保留意见的审计结论，公司执行最新会计准则，提供的2023年1—3月财务数据未经审计。

2022年，公司合并范围内子公司新增6家，公司合并范围内子公司合计21家；2023年1—3月，公司合并范围无变化。跟踪期内，公司收

购四川中飞、爱迪尔两家子公司，新增了高端酒包、精品烟包业务，对财务数据可比性有一定影响，公司会计政策连续。

截至2022年底，公司合并资产总额34.43亿元，所有者权益22.61亿元（含少数股东权益2.20亿元）；2022年，公司实现营业总收入20.58亿元，利润总额1.38亿元。

截至2023年3月底，公司合并资产总额36.01亿元，所有者权益22.88亿元（含少数股东权益2.26亿元）；2023年1—3月，公司实现营业总收入4.47亿元，利润总额0.31亿元。

2. 资产质量

2022年，随着公司建设项目及对外投资的增加，总资产有所增长，非流动资产占比提高，公司整体资产结构相对均衡。公司流动资产中货币资金规模相对较大，资产受限比例很低，资产流动性强，资产质量良好。

截至2022年底，公司合并资产总额34.43亿元，较上年底增长18.65%，主要系非流动资产增加所致。其中，流动资产占50.96%，非流动资产占49.04%。公司资产结构相对均衡，非流动资产占比较上年底上升。

表10 公司资产主要构成情况（单位：亿元、%）

科目	2020年底		2021年底		2022年底		2023年3月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	17.80	61.77	17.13	59.03	17.55	50.96	18.95	52.64
货币资金	8.62	48.43	9.43	55.02	8.45	48.18	10.26	54.13
应收账款	3.55	19.92	4.58	26.76	5.37	30.58	4.65	24.51
存货	1.89	10.60	1.95	11.40	2.67	15.20	2.51	13.26
非流动资产	11.01	38.23	11.89	40.97	16.89	49.04	17.05	47.36
长期股权投资	1.49	13.55	1.44	12.13	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	7.05	64.01	7.46	62.75	9.21	54.52	8.97	52.61
无形资产	1.89	17.16	1.97	16.58	2.75	16.26	2.71	15.89
商誉	0.04	0.37	0.04	0.34	2.58	15.30	2.58	15.15
资产总额	28.81	100.00	29.02	100.00	34.43	100.00	36.01	100.00

注：各资产科目占比为该科目在对应的流动资产总额或非流动资产总额中的占比
数据来源：联合资信根据公司财务报告整理

（1）流动资产

截至2022年底，公司流动资产较上年底增长2.42%，较上年底变化不大。

截至2022年底，公司货币资金8.45亿元，较上年底下降10.32%，主要系在建项目及收购子公司等投资支出较大所致。货币资金中有

0.39亿元受限资金，受限比例为4.67%，主要为开具银行承兑汇票、保函的保证金。

截至2022年底，公司应收账款账面价值5.37亿元，较上年底增长17.06%，主要系合并范围增加、业务规模扩大所致。应收账款账龄以一年内为主，累计计提坏账0.37亿元；应收账款前五大欠款方合计金额为1.16亿元，占比为20.22%，集中度一般。

截至2022年底，公司存货账面价值2.67亿元，较上年底增长36.59%，主要系合并范围及业务规模扩大所致。存货主要为原材料（占比69.74%）和部分库存商品及少量在产品，累计计提跌价准备0.20亿元，计提比例为7.09%。

（2）非流动资产

截至2022年底，公司非流动资产16.89亿元，较上年底增长42.04%，主要系在建项目及对外投资的持续增加并表范围扩大。

截至2022年底，公司固定资产9.21亿元，较上年底增长23.41%，主要系在建项目转固及合并主体增加所致。固定资产主要由房屋建筑物和机器设备构成，累计计提折旧7.56亿元；固定资产成新率60.24%，成新率较高。截至2022年底，公司有“新疆大胜达厂房宿舍及办公楼”和“爱迪尔厂房及办公楼”两个项目合计账面价值0.45亿元的固定资产相关权证尚在办理中。

截至2022年底，公司无形资产2.75亿元，较上年底增长39.28%，主要合并报表范围内增加土地资产所致。公司无形资产主要由土地使用权构成，累计摊销0.63亿元，未计提减值。无形资产中有0.04亿元土地尚在办理权证中。

截至2022年底，公司商誉2.58亿元，较上年底大幅增加2.54亿元，主要系收购四川中飞60%的股权所形成，尚未计提商誉减值准备。

截至2022年底，公司长期股权投资减少，主要系2022年4月收购子公司爱迪尔6%的股权，收购后对爱迪尔的股权上升至51%，纳入公司合并范围，核算由权益法变更为成本法所致。

截至2022年底，公司受限资产占资产总额的6.26%，其中主要为固定资产和无形资产因

抵押贷款受限，货币资金受限比例很低。综合来看，公司资产受限比例很低。

表 11 截至 2022 年底公司受限资产情况
(单位: 亿元、%)

科目	账面价值	受限原因	占所属会计科目的比例	占资产总额的比例
货币资金	0.39	开具银行承兑汇票、保函	4.67	1.15
固定资产	0.96	最高额抵押	10.38	2.78
无形资产	0.80	最高额抵押	29.28	2.34
合计	2.15	--	--	6.26

资料来源：公司年报

截至2023年3月底，公司合并资产总额36.01亿元，较上年底增长4.57%。货币资金较上年底有所增加，整体资产结构较上年底变化不大。

3. 资本结构

（1）所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益有所增长，所有者权益结构稳定性较强。

截至2022年底，公司所有者权益22.61亿元，较上年底增长17.83%，主要系可转债转股形成的股本溢价以及当年未分配利润增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为90.29%，少数股东权益占比为9.71%。在归属于母公司所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占20.55%、36.08%和35.70%。所有者权益结构稳定性较强。

截至2023年3月底，公司所有者权益22.88亿元，较上年底增长1.20%，构成较上年底变化不大。

（2）负债

跟踪期内，随着公司合并范围、业务规模的扩大，公司负债规模和短期债务占比上升较快，整体债务结构均衡。2022年以来，公司债务负担有所加重，但仍以长期债券融资为主，且设置有转股条款，公司整体负担可控。

截至2022年底，公司负债总额11.82亿元，较上年底增长20.25%，主要系流动负债增加所致。其中，流动负债占45.87%，非流动负债占54.13%。公司负债结构相对均衡。

表 12 公司负债主要构成情况 (单位: 亿元、%)

科目	2020 年底		2021 年底		2022 年底		2023 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	4.66	43.66	3.71	37.79	5.42	45.87	6.68	50.94
应付票据	0.85	18.31	0.49	13.08	1.05	19.34	1.08	16.12
应付账款	2.03	43.56	2.16	58.27	2.74	50.52	2.27	34.01
应付职工薪酬	0.20	4.27	0.22	5.94	0.35	6.39	0.24	3.53
应交税费	0.72	15.52	0.78	20.90	0.62	11.35	0.39	5.82
非流动负债	6.02	56.34	6.12	62.21	6.40	54.13	6.44	49.06
应付债券	4.62	76.79	4.64	75.92	4.52	70.67	4.60	71.47
递延收益	1.24	20.57	0.98	16.01	0.96	14.99	0.94	14.54
负债总额	10.68	100.00	9.83	100.00	11.82	100.00	13.12	100.00

注: 各负债科目占比为该科目在对应的流动负债总额或非流动负债总额中的占比

数据来源: 联合资信根据公司财务报告整理

截至2022年底, 公司流动负债5.42亿元, 较上年底增长45.96%, 主要系应付票据增加所致。

因合并范围、业务规模扩大, 公司日常经营性负债增加。截至2022年底, 公司应付票据较上年底增长115.74%; 应付账款较上年底增长26.55%。

截至2022年底, 公司其他应付款较上年底增加0.32亿元, 主要为未支付的收购酒包股权尾款。

截至2022年底, 公司非流动负债6.40亿元, 较上年底增长4.63%。公司非流动负债依然主要由应付债券(占70.67%)和递延收益(占14.99%)等构成, 主要科目变动较小, 但递延所得税负债较上年底增加0.19亿元, 主要系新收购的公司资产增值所致

截至2022年底, 公司全部债务6.42亿元, 较上年底增长17.20%, 主要系应付票据增加所致。债务结构方面, 虽然仍以长期债务为主, 但随着应付票据的增加, 短期债务占比大幅上升11.59个百分点, 截至2022年底, 短期债务1.31亿元, 较上年底增长170.21%。截至2022年底, 公司长期债务5.11亿元。从债务指标来看, 截至2022年底, 公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为34.33%、22.11%和18.42%, 较上年底分别提高0.46个百分点、下降0.09个百分点和下降2.22个

百分点, 整体债务负担变动很小。

截至2023年3月底, 公司负债总额13.12亿元, 较上年底增长11.02%, 主要系公司根据经营所需增加2.05亿元短期借款所致; 公司短期借款2.20亿元。公司流动负债占50.94%, 非流动负债占49.06%。公司流动负债与非流动负债相对均衡, 流动负债占比上升较快。

截至2023年3月底, 公司全部债务8.52亿元, 较上年底增长32.72%, 主要系增加2.05亿元短期借款所致。债务结构方面, 短期债务3.39亿元, 较上年底增长157.87%, 占比上升至39.75%。从债务指标来看, 截至2023年3月底, 公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为36.45%、27.13%和18.32%, 较上年底分别提高2.12个百分点、提高5.02个百分点和下降0.10个百分点, 债务负担有所加重。跟踪期内, 公司债务负担有所加重, 但整体仍属可控, 公司负债以长期为主, 长期债务主要为应付债券。截至2023年3月底, 公司应付债券4.60亿元, 为存续的“胜达转债”, 考虑到该债券2026年7月到期, 期限较长, 且该债券设置有转股条款。公司整体债务偿付压力不大。

4. 盈利能力

2022年, 公司业务规模扩大, 收入大幅提高, 盈利能力增强, 但费用控制能力有待加强。

非经常性损益对公司盈利影响较小，盈利指标小幅提升。

2022年，对经营总收入及利润总额分析详见“经营分析”。

2022年，因公司合并范围增加，全年费用总额为2.22亿元，同比增长42.71%。公司费用支出以管理费用和研发费用为主，2022年，公司管理费用同比增长61.06%，研发费用同比增长40.51%。2022年，公司期间费用率为10.79%，同比上升1.44个百分点，控制能力有待加强。

2022年，公司其他收益0.36亿元，同比下降30.69%，主要系年内政府补助同比减少所致，其他收益占营业利润比重为27.36%，对营业利润有一定影响。公司投资收益、资产处置收益、减值损失以及营业外收支等规模小，对营业利润影响不大。

表 13 公司收入及成本费用支出情况（单位：亿元）

项目	2020年	2021年	2022年
营业总收入	13.51	16.64	20.58
营业成本	11.93	14.61	17.30
费用总额	1.36	1.56	2.22
其中：销售费用	0.23	0.28	0.33
管理费用	0.52	0.59	0.96
研发费用	0.52	0.57	0.80
财务费用	0.08	0.12	0.14
投资收益	0.14	0.15	0.09
利润总额	3.16	0.98	1.38
营业利润率（%）	11.25	11.74	15.24
总资本收益率（%）	11.92	5.25	5.63
净资产收益率（%）	15.01	4.93	5.62

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2022年，受益于公司新增的精品烟包和高端酒包类业务盈利能力较强，公司整体盈利能力提升。从主要盈利指标看，2022年，公司营业利润率同比提高3.50个百分点，总资本收益率和净资产收益率同比分别提高0.38个百分点、提高0.70个百分点。与同行业相比，公司盈利能力处于中等水平。

表 14 2022 年同行业公司盈利情况对比（单位：%）

证券简称	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
吉宏股份	40.69	7.26	8.03
美盈森	18.71	2.66	2.64
新通联	17.83	4.35	4.74
合兴包装	8.79	1.73	3.03
大胜达	15.95	5.06	5.62

注：Wind 与联合资信在上述指标计算上存在公式差异，为便于比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据

资料来源：Wind

2023年1—3月，公司实现营业总收入4.47亿元，同比增长2.21%；营业利润率为14.99%，同比小幅提高1.72个百分点。实现净利润0.27亿元，同比增长8.90%。

5. 现金流分析

2022年，公司经营获现增强，收入实现质量提高，经营活动现金净流入规模大幅增加，但全年投资活动现金支出较多，经营获现无法满足资本支出需求，融资基本保持稳定，筹资活动现金流进出基本平衡。

表 15 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2020年	2021年	2022年
经营活动现金流入量	13.07	11.84	18.29
经营活动现金流出量	11.43	11.70	15.82
经营活动现金流量净额	1.65	0.14	2.48
投资活动现金流入量	3.30	2.99	0.11
投资活动现金流出量	4.09	1.24	3.73
投资活动现金流量净额	-0.79	1.76	-3.62
筹资活动前现金流净额	0.85	1.90	-1.15
筹资活动现金流入量	8.46	0.10	2.95
筹资活动现金流出量	3.49	1.16	3.07
筹资活动现金流量净额	4.97	-1.06	-0.12
现金收入比（%）	75.13	67.73	85.21

资料来源：公司提供，联合资信整理

从经营活动来看，随着业务规模的扩大，公司经营活动现金结算量增加。2022年，公司经营活动现金流入同比增长54.53%；经营活动现金流出同比增长35.22%。2022年，公司经营活动现金净流入量大幅增至2.48亿元。公司现金收入比同比上升17.48个百分点，现金收入比虽有所上升，但收入实现质量仍有进一步提升空间。

从投资活动来看，公司处于业务扩张期，2022年，公司对在建项目持续投入同时加强外延式扩张，全年投资活动现金流出3.73亿元，同比增长201.92%；投资活动现金净流出3.62亿元，由上年的净流入转为净流出。

2022年，公司投资支出规模大，其经营获现已无法完全覆盖投资支出需求，筹资活动前现金流量净额为-1.15亿元，外部融资需求加大。

从筹资活动来看，2022年，公司筹资活动现金流入2.95亿元，同比大幅增长2849.00%，主要以债务融资为主；筹资活动现金流出3.07亿元，同比增长165.51%，主要系偿还债务所致。2022年，公司筹资活动现金净流出0.12亿元。

2023年1-3月，公司加强结算管理，期末应收账款减少，收入实现质量提高，经营活动现金流入量同比增加125.11%，实现经营活动现金净流入0.28亿元。2023年1-3月，因上年同期收购子公司支出较大，公司投资活动现金净流出同比下降84.08%至0.46亿元。公司筹资活动现金净流入1.98亿元。

6. 偿债能力

2022年，公司债务结构的变动对短期偿债有一定不利影响，但公司整体盈利及获现的增强，一定程度提升了其偿债保障。整体看，2022年公司偿债能力指标表现较好，但公司盈利及获现波动较大，偿债能力指标稳定性有待提升。

表 16 公司偿债能力指标

项目	项目	2020年	2021年	2022年
短期偿债能力	流动比率（%）	381.72	461.19	323.62
	速动比率（%）	341.27	408.63	274.44
	经营现金/流动负债（%）	35.31	3.79	45.67
	经营现金/短期债务（倍）	1.00	0.29	1.89
	现金类资产/短期债务（倍）	6.25	20.61	6.85
长期偿债能力	EBITDA（亿元）	4.18	2.19	2.91
	全部债务/EBITDA（倍）	1.50	2.50	2.21
	经营现金/全部债务（倍）	0.26	0.03	0.39
	EBITDA/利息支出（倍）	22.47	6.26	8.00
	经营现金/利息（倍）	8.86	0.40	6.81

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同
资料来源：公司提供，联合资信整理

从短期偿债能力指标看，由于公司流动负债增长较多，截至2022年底，公司流动比率与速动比率均较上年底有较大幅度下降，流动资产对流动负债的保障程度仍很高。2022年，由于公司经营获现能力的增强，公司经营获现对流动负债及短期债务的保障能力均有提升；但公司投资支出较多，期末现金类资产的减少导致其现金类资产对短期债务的保障程度减弱。整体看，公司短期偿债能力指标表现很强。

从长期偿债能力指标看，2022年，公司盈利能力提升，利润规模扩大，EBITDA同比增长32.80%，公司EBITDA对现有债务本息的保障能力提高。2022年，公司经营活动产生的现金净流入量增加提升了其对债务的偿付保障，经营获现对全部债务的保障程度很高，但也需关注公司经营活动现金流波动较大，对债务偿付保障的稳定性有待提升。整体看，公司长期债务偿债能力较强。

截至2022年底，公司无对外担保。

截至2022年底，公司无重大未决诉讼或仲裁事项。

截至2023年3月底，公司从各商业银行获得的银行授信总额为8.92亿元，其中未使用受限于额度为5.74亿元，间接融资渠道较为畅通。公司作为上市公司，具有直接融资渠道。

7. 母公司（本部）财务分析

公司本部为生产经营主体之一，自身盈利及获现能力较强，同时承担部分融资和管理职能，对子公司有一定资金支持，本部债务负担较轻。

截至2022年底，公司本部资产总额为29.18亿元，较上年底增长4.01%。从构成看，流动资产中货币资金5.13亿元，占合并口径的60.71%，其他应收款4.88亿元，主要为对子公司的资金支持。非流动资产主要由对子公司的长期股权投资11.81亿元构成。

截至2022年底，公司本部负债总额9.60亿元，较上年底下降1.29%。其中，流动负债4.24亿元（占44.15%），非流动负债5.36亿元

(占55.85%)。从构成看, 流动负债主要由应付票据(占23.80%)、应付账款(占52.70%)、其他应付款(合计)(占16.51%)构成; 非流动负债主要由应付债券(占84.31%)、递延收益(占10.69%)、租赁负债(占5.00%)构成。截至2022年底, 公司本部全部债务5.85亿元。其中, 短期债务占18.08%、长期债务占81.92%; 公司本部短期债务为1.06亿元。截至2022年底, 公司本部全部债务资本化比率23.00%, 公司本部债务负担轻。

截至2022年底, 公司本部所有者权益为19.58亿元, 较上年底增长6.83%。在归属母公司所有者权益中, 实收资本为4.19亿元(占21.42%)、资本公积合计7.29亿元(占37.26%)、未分配利润合计6.52亿元(占33.31%)、盈余公积合计0.78亿元(占4.00%)。公司本部权益稳定性较高。

2022年, 公司本部营业收入为11.53亿元, 占合并口径的56.03%, 公司本部当年投资收益为0.49亿元, 在其0.95亿元的利润总额中占比较高。

现金流方面, 2022年, 公司本部经营活动现金流净额为1.26亿元, 投资活动现金流净额-1.54亿元, 筹资活动现金流净额-0.53亿元。

十一、债券偿还能力分析

公司经营活动现金流入、经营活动产生的现金流净额和EBITDA对“胜达转债”的保障程度较好。考虑到转股的可能性, 公司对“胜达转债”的保障能力或将提升。新胜达投资以其所持部分公司股票为“胜达转债”提供的质押担保对该债券的偿付仍有一定积极影响。

截至2023年3月底, 公司存续债券为“胜达转债”债券余额为4.74亿元。2022年, 公司经营活动现金流入、经营活动产生的现金流净额和EBITDA对“胜达转债”的保障程度较好。

表 17 2022 年公司待偿债券偿还能力指标

项目	2022 年
待偿债券余额(亿元)	4.74
经营活动现金流入量/待偿债券余额(倍)	3.86

经营现金/待偿债券余额(倍)	0.52
EBITDA/待偿债券余额(倍)	0.613

注: 经营活动现金流入、经营活动现金流量净额、EBITDA均采用2022年数据

资料来源: 联合资信根据公司财务报告及公开资料整理

“胜达转债”采用控股股东股份质押的增信方式。出质人新胜达投资将其合法拥有的部分公司股票作为质押资产进行质押担保。

跟踪期内, 新胜达投资为本期可转债质押的公司股份数量无变化, 截至2023年3月底, “胜达转债”由新胜达投资所持的14334.50万股公司股份提供质押担保。以2023年3月2日—3月31日收盘价格平均值(9.732元)计算, 以上质押股份市值13.95亿元, 为“胜达转债”剩余本金(4.74亿元)的2.94倍。新胜达投资质押的股份对“胜达转债”剩余本金的覆盖倍数很高。

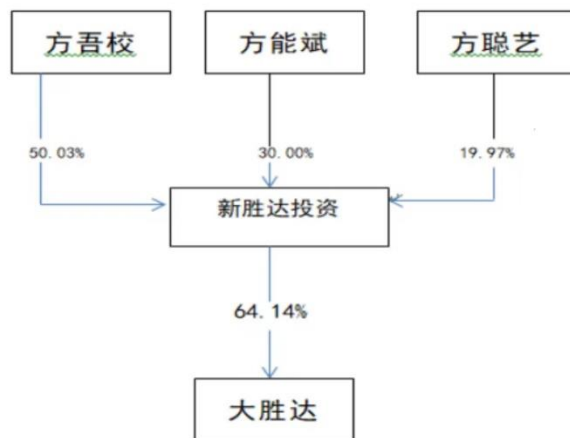
考虑到转股的可能性, 如果公司未来股价上涨超过公司设定的转股价, 公司对待偿还债券的保障能力或将提升。

十二、结论

基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估, 联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA-, 维持“胜达转债”的信用等级为AA-, 评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2023 年 3 月底浙江大胜达包装股份有限公司

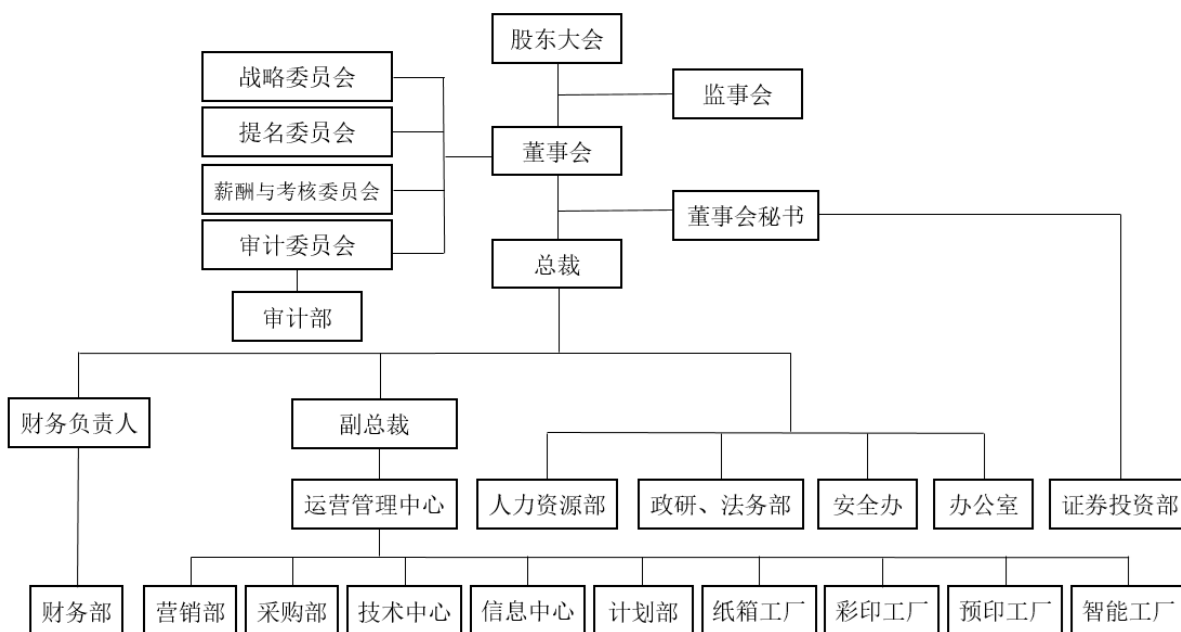
股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2023 年 3 月底浙江大胜达包装股份有限公司

组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2022 年底浙江大胜达包装股份有限公司 主要子公司情况

序号	子公司名称	主要经营地	业务性质	持股比例 (%)		取得方式
				直接	间接	
1	浙江胜达彩色预印有限公司	浙江省杭州市	制造业	100.00	--	设立
2	杭州胜铭纸业业有限公司	浙江省杭州市	制造业	25.00	75.00	设立
3	成都胜达中天包装制品有限公司	四川省成都市	制造业	--	55.00	设立
4	江苏大胜达概念包装研发有限公司	江苏省盐城市	制造业	100.00	--	设立
5	浙江大胜达包装苏州有限公司	江苏省苏州市	制造业	100.00	--	非同一控制下合并
6	大胜达(香港)国际有限公司	香港	制造业	100.00	--	设立
7	湖北大胜达包装印务有限公司	湖北省汉川市	制造业	100.00	--	非同一控制下合并
8	盐城兆盛实业有限公司	江苏省盐城市	制造业	--	100.00	同一控制下合并
9	四川大胜达智能包装有限公司	四川省眉山市	制造业	55.00	--	非同一控制下合并
10	浙江大胜达智能包装有限公司	浙江省杭州市	制造业	100.00	--	设立
11	杭州永常织造有限责任公司	浙江省杭州市	制造业	100.00	--	收购
12	新疆大胜达包装有限公司	新疆阿拉尔市	制造业	100.00	--	设立
13	苏州大胜人印务有限公司	江苏省苏州市	制造业	--	100.00	收购
14	包印网(杭州)科技有限公司	浙江省杭州市	技术服务	80.00	--	设立
15	海南大胜达环保科技有限公司	海南省海口市	制造业	90.00	--	设立
16	四川大胜达中飞包装科技有限公司	四川省泸州市	制造业	60.00	--	非同一控制下合并
17	贵州省习水中彩包装有限公司	贵州省遵义市	制造业	--	60.00	非同一控制下合并
18	贵州省习水中飞包装有限公司	贵州省遵义市	制造业	--	60.00	非同一控制下合并
19	贵州仁怀佰胜包装有限公司	贵州省遵义市	制造业	--	60.00	设立
20	浙江爱迪尔包装股份有限公司	浙江省杭州市	制造业	51.00	--	非同一控制下合并
21	杭州大胜达机器人科技有限公司	浙江省杭州市	制造业	95.00	--	设立

资料来源：公司提供，联合资信整理

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	10.34	10.02	9.00	10.80
资产总额 (亿元)	28.81	29.02	34.43	36.01
所有者权益 (亿元)	18.13	19.19	22.61	22.88
短期债务 (亿元)	1.65	0.49	1.31	3.39
长期债务 (亿元)	4.62	4.99	5.11	5.13
全部债务 (亿元)	6.27	5.48	6.42	8.52
营业总收入 (亿元)	13.51	16.64	20.58	4.47
利润总额 (亿元)	3.16	0.98	1.38	0.31
EBITDA (亿元)	4.18	2.19	2.91	--
经营性净现金流 (亿元)	1.65	0.14	2.48	0.28
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	3.60	3.60	3.71	--
存货周转次数 (次)	6.46	7.61	7.49	--
总资产周转次数 (次)	0.54	0.58	0.65	--
现金收入比 (%)	75.13	67.73	85.21	194.77
营业利润率 (%)	11.25	11.74	15.24	14.99
总资本收益率 (%)	11.92	5.25	5.63	--
净资产收益率 (%)	15.01	4.93	5.62	--
长期债务资本化比率 (%)	20.30	20.64	18.42	18.32
全部债务资本化比率 (%)	25.70	22.20	22.11	27.13
资产负债率 (%)	37.06	33.87	34.33	36.45
流动比率 (%)	381.72	461.19	323.62	283.52
速动比率 (%)	341.27	408.63	274.44	245.91
经营现金流动负债比 (%)	35.31	3.79	45.67	--
现金短期债务比 (倍)	6.25	20.61	6.85	3.19
EBITDA 利息倍数 (倍)	22.47	6.26	8.00	--
全部债务/EBITDA (倍)	1.50	2.50	2.21	--

注: 1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成, 除特别说明外, 均指人民币; 2. 2023 年 1-3 月财务数据未经审计
资料来源: 公司财务报告及提供资料, 联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项目	2020 年	2021 年	2022 年
财务数据			
现金类资产 (亿元)	6.40	5.73	5.18
资产总额 (亿元)	27.08	28.06	29.18
所有者权益 (亿元)	17.50	18.33	19.58
短期债务 (亿元)	1.41	0.43	1.06
长期债务 (亿元)	4.62	4.99	4.79
全部债务 (亿元)	6.03	5.42	5.85
营业总收入 (亿元)	9.33	11.39	11.53
利润总额 (亿元)	3.41	0.85	0.95
EBITDA (亿元)	--	--	--
经营性净现金流 (亿元)	1.20	0.21	1.26
财务指标			
销售债权周转次数 (次)	4.11	3.85	3.54
存货周转次数 (次)	8.33	10.55	10.60
总资产周转次数 (次)	0.41	0.41	0.40
现金收入比 (%)	86.20	62.48	84.36
营业利润率 (%)	12.45	11.00	12.77
总资本收益率 (%)	13.41	4.97	5.11
净资产收益率 (%)	17.04	4.53	4.87
长期债务资本化比率 (%)	20.89	21.40	19.66
全部债务资本化比率 (%)	25.62	22.81	23.00
资产负债率 (%)	35.38	34.67	32.91
流动比率 (%)	401.59	386.71	332.88
速动比率 (%)	378.59	363.68	310.88
经营现金流动负债比 (%)	28.76	4.99	29.74
现金短期债务比 (倍)	4.55	13.46	4.90
EBITDA 利息倍数 (倍)	--	--	--
全部债务/EBITDA (倍)	--	--	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成，除特别说明外，均指人民币；2. 公司本部 2023 年 1-3 月财务数据未披露

资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^ (1/ (n-1)) -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持