仅供内部参考，请勿外传

申万宏源研究 SWS RESEARCH

轻工制造

2026 年 09 月 29 日

新巨丰 (301296)

——强强联合提升国际竞争力，中长期出海空间广阔

报告原因：首次覆盖

买入（首次评级）

市场数据：	2026 年 09 月 28 日
收盘价（元）	6.32
一年内最高/最低（元）	9.33/5.73
市净率	1.0
股息率%（分红/股价）	-
流通 A 股市值（百万元）	2,702
上证指数/深证成指	3,823.62/12,858.75

注："股息率"以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2026 年 06 月 30 日
每股净资产（元）	6.25
资产负债率%	55.29
总股本/流通 A 股(百万)	428/428
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

-

证券分析师

屠亦婷 A0230512080003
tuyt@swsresearch.com
黄莎 A0230522010002
huangsha@swsresearch.com

联系人

黄莎 A0230522010002
huangsha@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **国产无菌纸包头部强强联合，新巨丰合并纷美，市占率跃居国内第二。**新巨丰主营无菌包装的研发、生产与销售，2022 年 9 月创业板上市；纷美包装为 2010 年港股上市的液体食品无菌包装综合解决方案供应商，产品覆盖无菌包材及罐装设备、服务。2025 年 3 月新巨丰完成对纷美 97.76%股权收购并表，在国内无菌包装市占率超过 20%，仅次于国际巨头利乐。25Q2 纷美并表，新巨丰总收入 29.28 亿元，同比+71.6%（其中新巨丰收入同比-13.9%、纷美收入同比-17.1%）；2025 年归母利润（并表口径）0.44 亿元，同比-76.2%。2025 年以来行业竞争加剧，以及并购导致的负债和利息费用等增加，导致收入和盈利阶段性承压。两大头部公司经历内部整合协同，后续业务深度和广度均有较大拓展空间，盈利能力有望底部向上。
- **国内无菌纸包市场稳健，占全球比例约 30-40%，海外市场空间充足。**据益普索数据，2024 年中国无菌包装市场规模约 1153 亿包，2019-2024 年 CAGR 为 4.4%；假设 2024 年无菌纸包单价 0.16 元/包，对应市场规模约 184 亿元。无菌纸包下游应用主要为液态奶，国内主要奶企伊利、蒙牛液态奶收入 2024-2025 年连续下滑，26H1 收入转正，反映国内液态奶及无菌纸包需求筑底改善。根据我们测算，预计中国需求在全球占比约 30-40%，我们估算全球市场规模约 460-613 亿元、对应需求量 2614-3485 亿包。
- **利乐主导全球市场，国内市场国产头部崛起，海外仍以外资为主。**国内市场，2020 年利乐销售额市占率 53%、SIG 11%、纷美 12%、新巨丰 7%。2018-2024 年新巨丰销量市占率保持提升趋势，2025 年合并纷美后市占率达到 20%以上。全球市场，根据我们测算 2025 年利乐全球市占率约 60%、SIG 约 16%、Elopak 约 6%、新巨丰（含纷美）约 2%。2025 年 SIG 和 Elopak EBITDA 率均 15%以上、净利润率高于 5%，**海外巨头更高盈利表现体现海外竞争环境更为柔和，国内企业具备出海和盈利提升空间。**
- **新巨丰收购纷美，从"物理拼接"到"化学融合"。**两家企业从管理、团队、技术多维度融合，新巨丰入主后保障纷美团队稳定性，2026 年 8 月推动纷美董事会落地股权激励提议；充分尊重纷美职业经理人文化，推动引入具备国际包材企业就职背景的专业职业经理人，有利于长期业务一体化和出海战略发展。
- **两强联合，优势互补，构筑"设备+包材+服务"一体化优势，中长期出海空间广阔。**新巨丰制造效率领先，通过完善的智能制造体系、全链路精细化管理、领先的数字化转型、全国化布局，打造成本曲线优势。纷美研发能力突出，具备无菌罐装机和贴管机自研能力，并形成差异化包型产品矩阵，有利于未来产品向高附加值方向发展，两强结合将形成"设备+包材+服务"一体化业务能力。**利乐垄断能力来自其设备与包材、服务的绑定，国产两大头部企业合并相互补齐短板，有望对比利乐，提升竞争力、加速国产替代进程。**两强优势互补，凭借产品性价比、纷美国际化经验和职业经理人团队、绿色产品标准+"设备+包材+服务"一体化优势，加大海外市场拓展。海外更优的盈利，以及规模效应持续体现，预计中长期盈利能力向上。
- **新巨丰、纷美强强联合，双方制造效率和研发优势互补提升，逐步形成"设备+包材+服务"一体化竞争优势，提升国产无菌纸包全球竞争力，加速国产替代过程，国内市场继续提升份额，中长期海外市场空间广阔。**预计 2026-2028 年归母净利润 0.51、1.47、2.04 亿元，同比+17.9%、+184.9%、+39.2%，对标可比公司 2027 年平均 PE 估值 25X，对应目标市值 37 亿元，较当前 38%向上空间，首次覆盖给予"买入"评级。
- **风险提示：**客户集中度较高的风险、原材料价格及汇率波动的风险、协同整合不及预期的风险、行业需求走弱及竞争加剧的风险、纷美包装国际业务整合风险。

财务数据及盈利预测

	2025	2026H1	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	2,928	1,580	3,013	3,369	3,819
同比增长率（%）	71.6	26.1	2.9	11.8	13.4
归母净利润(百万元)	44	24	51	147	204
同比增长率（%）	-76.2	-60.0	17.9	184.9	39.2
每股收益（元/股）	0.10	0.06	0.12	0.34	0.48
毛利率（%）	19.1	18.2	19.1	20.4	21.5
ROE（%）	1.7	0.9	1.9	5.2	6.7
市盈率	62		52	18	13

注：　"净资产收益率"是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

无菌纸包国内市场稳健、海外替代弹性充足。2024 年国内无菌纸包需求量约 1153 亿包、2019-2024 年 CAGR 为 4.4%，参照纷美单价测算出厂口径市场规模约 184 亿元；26H1 伊利、蒙牛液态奶收入恢复正增长，需求筑底改善。中国需求占全球约 30%-40%，对应全球市场约 460-613 亿元。我们预测 2025 年利乐全球市占率约 60%、SIG 约 16%、Elopak 约 6%，外资占据主要海外市场。全球头部企业无菌纸包 EBITDA 率 15%以上，海外市场定价环境与竞争烈度远优于国内，国内企业具备出海和盈利提升空间。

新巨丰合并纷美两强联合，优势互补，构筑“设备+包材+服务”一体化优势，中长期出海空间广阔。新巨丰制造效率领先，通过完善的智能制造体系、全链路精细化管理、领先的数字化转型、全国化布局，打造成本曲线优势。纷美研发能力突出，具备无菌罐装机和贴管机自研能力，并形成差异化包型产品矩阵，有利于未来产品向高附加值方向发展。两强结合将形成“设备+包材+服务”一体化业务能力，有望提升国际竞争力，中长期海外市场发展空间充足。预计 2026-2028 年归母净利润 0.51、1.47、2.04 亿元，同比+17.9%、+184.9%、+39.2%，对标可比公司 2027 年平均 PE 估值 25X，对应目标市值 37 亿元，较当前 38%向上空间，首次覆盖给予“买入”评级。

关键假设点

包材业务：考虑 26H1 国内液态奶主要企业收入同比增长转正，后续新巨丰与纷美协同互补、对主要客户供应份额保持提升，以及出海空间广阔，假设 2026-2028 年销量同比+0%/+11%/+12%；考虑新巨丰枕包业务增加、后续出海单价有望高于国内，假设单价同比+3%/+1%/+1%;对应包材收入同比+3%/+12%/+13%;考虑协同提效、开工率提升及海外毛利率高于国内，假设包材毛利率 19.1%/20.3%/21.4%。

有别于大众的认识

市场担心行业需求及盈利端持续承压。我们认为：1）2025 年及 26H1 利润承压受并购贷款利息增加、中介费等一次性因素及纷美低毛利并表影响，一次性因素随还本付息推进逐步消退；2）公司毛利率承压主要因开工率低位，伊利+蒙牛双轮订单导入+行业回暖+出海新增长点，共同驱动开工率修复，毛利率修复路径清晰；3）公司并非简单并表，而是在治理、团队、客户上系统融合，整合质量优于市场预期。

股价表现的催化剂

海外收入增长提速，开工率修复与毛利率环比改善，非碳酸软饮料及无铝包等新品放量，并购贷款偿还带来的财务费用逐季下降。

核心假设风险

客户集中度较高的风险、原材料价格及汇率波动的风险、协同整合不及预期的风险、行业需求走弱及竞争加剧的风险、纷美包装国际业务整合风险。

仅供内部参考，请勿外传

目录

1. 新巨丰：并购纷美跃居国内第二，一体化布局夯实基本盘 5

2. 行业：全球无菌纸包空间广阔，国产替代窗口来临..... 8

2.1 国内无菌纸需求稳健，全球市场空间广阔 8
2.2 竞争格局：海外巨头占据主导，国产替代窗口来临 9

3. 公司：强强联合、优势互补，出海空间广阔 12

3.1 新巨丰收购纷美，从“物理拼接”到“化学融合” 12
3.2 强强联合，构筑“设备+包材+服务”一体化优势 13
3.3 产能协同提效，中长期出海空间广阔 14

4. 盈利预测与估值分析..... 17

4.1 盈利预测 17
4.2 估值分析 18

5. 风险提示 19

图表目录

图 1：新巨丰 26H1 收入同比+26.1%.....6
图 2：受并购一次性因素和行业竞争压力影响，归母利润阶段性承压.....6
图 3：26H1 液态奶无菌包装收入占 82.2%，非碳酸软饮料无菌包装占 15.4%.....7
图 4：26H1 非碳酸饮料包装毛利率修复.....7
图 5：新巨丰股权结构图（截至 2026 年 9 月）.....7
图 6：无菌包装结构.....8
图 7：26H1 伊利、蒙牛液态奶收入恢复正增长.....9
图 8：纷美包装无菌纸包 2023-2025 年单价小幅下滑.....9
图 9：2025 年利乐包装亚太、美洲收入占比均为 32%.....9
图 10：2020 年无菌纸包行业两大外资龙头市占率 64%（按销售金额统计）.....10
图 11：新巨丰市占率保持持续向上（按销量统计）.....10
图 12：利乐占据全球主要份额，SIG、Elopak 全球份额领先（市占率为估算值）10
图 13：新巨丰新客户导入顺畅，前五大客户收入占比下降.....13
图 14：纷美导入伊利大客户，降低单一客户依赖.....13
图 15：新巨丰“设备+包材+服务”一体化模式对标利乐“剃刀-刀片”模式.....14
图 16：新巨丰+纷美产能国内第二，生产制造协同凸显规模效应.....15
图 17：新巨丰合并纷美大幅提升国际化竞争力，有望推动国产替代.....16

表 1：公司具备“包材+设备+服务”一体化供应能力.....5
表 2：海外无菌纸包头部企业盈利能力表现领先.....11
表 3：2025 年 3 月末新巨丰完成对纷美收购控股并表.....12
表 4：新巨丰收入拆分表.....18
表 5：可比公司估值表.....19

仅供内部参考，请勿外传

1. 新巨丰：并购纷美跃居国内第二，一体化布局夯实基本盘

新巨丰合并纷美强强联合，国内市占率大幅跃升。新巨丰成立于 2007 年 10 月，主营无菌包装的研发、生产与销售，产品以辊式无菌砖包、枕包、钻包为主，深度绑定伊利、新希望、夏进乳业等液态奶客户及王老吉、加多宝等非碳酸软饮料客户；2016 年 12 月完成股份制改造，2022 年 9 月于创业板上市。纷美包装为 2010 年港股上市的液体食品无菌包装综合解决方案供应商，产品覆盖无菌包材（纷美砖/枕/钻/冠、世纪包）、无菌灌装机及配件服务，核心客户包括蒙牛等头部乳企，其无菌灌装机自研能力与国产同行形成差异化。2023 年 10 月公司通过全资子公司景丰控股首次战略入股纷美，2025 年 2 月完成全面要约收购、3 月起并表，合计持股 97.76%。并购完成整合后公司在中国无菌包装市场销售量占比将超过 20%、国内市场占有率仅次于利乐，竞争优势显著提升，并有助于扩大国际市场的影响力。

公司以无菌包材为基本盘，控股纷美后新增灌装设备自研能力，形成覆盖“包材+灌装机+配件+服务”的一体化解决方案。包材端，新巨丰产品以砖包（200mL 适中型至 1000mL 方型）、枕包（200-1000mL）、钻包（200-1000mL）为主，适配辊式送料灌装机；纷美品牌覆盖纷美砖/枕/钻/冠及预制砖包（带颗粒液态食品），全资附属青岛利康运营“世纪包”品牌。设备端，纷美具备无菌灌装机（AOM100N、ABM125N）及贴管机（GSA200/GSA100）自研能力，设备与纷美包材及其他高品质包材高度匹配；新巨丰子公司江苏贯一机械承担无菌灌装设备及备件的研发与制造。服务端，公司提供备件供应、维修调试、数字化营销与产品追溯。

表 1：公司具备“包材+设备+服务”一体化供应能力

业务板块	代表产品	下游应用	主要客户
无菌包材（新巨丰）	砖包、枕包、钻包	液态奶、非碳酸软饮料	伊利、新希望、夏进、王老吉
无菌包材（纷美）	纷美砖/枕/钻/冠、预制砖、世纪包	液态奶、含颗粒液态食品	蒙牛、伊利等
灌装设备及配件	AOM100N/ABM125N灌装机、GSA200/100贴管机	流体食品无菌灌装	乳制品及软饮料生产商
服务与数字化	备件、维修调试、数字化营销、产品追溯	设备运维、渠道管理	存量装机客户

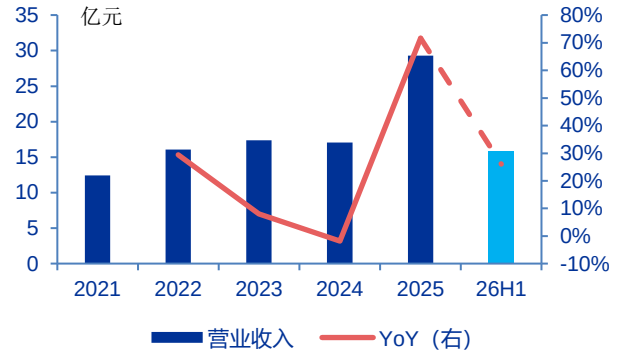
资料来源：公司公告，申万宏源研究

25Q2 并表纷美驱动高增，盈利阶段性承压。2021-2025 年公司营业收入由 12.42 亿元增至 29.28 亿元，CAGR 为 23.9%，其中并表前 2021-2024 年 CAGR 约 11.2%；26H1 收入 15.80 亿元，同比+26.1%。2025 年剔除纷美 14.59 亿元并表收入影响，新巨丰收入为 14.69 亿元，同比-13.9%。纷美 2025 年收入 18.57 亿元，同比-17.1%，其中国内业务收入 13.80 亿元，同比-21.2%。受行业竞争加剧阶段性影响，2025 年以来收入端略有承压。

仅供内部参考，请勿外传

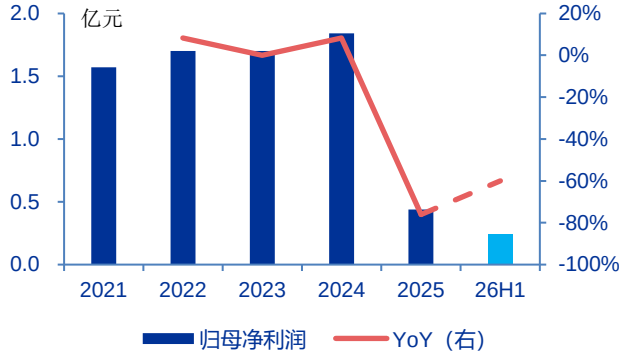
2021-2024 年归母净利润由 1.57 亿元增至 1.84 亿元，CAGR 为 5.4%；2025 年归母利润降至 0.44 亿元，同比-76.2%、26H1 归母净利润 0.24 亿元，同比-60.0%。2025 年剔除纷美利润并表贡献，新巨丰归母利润 0.26 亿元，同比-86.1%。2025 年和 26H1 利润大幅下滑，一方面受并购贷款增加导致利息支出大幅增加（利息支出由 2024 年 850.95 万元增至 2025 年 6436.27 万元，新增约 5,585 万元；26H1 利息费用 2898.78 万元）、并购中介费增加等一次性因素影响；同时纷美毛利率低于新巨丰，行业竞争导致整体业务毛利率均有走低。

图 1：新巨丰 26H1 收入同比+26.1%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 2：受并购一次性因素和行业竞争压力影响，归母利润阶段性承压



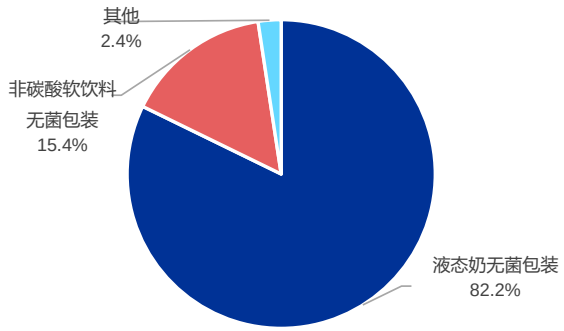
资料来源：公司公告，申万宏源研究

业务结构上，液态奶无菌包装为基本盘，软饮料占比提升且毛利率更高，国内收入占比接近 90%。26H1 液态奶无菌包装收入 12.99 亿元、占 82.2%，非碳酸软饮料无菌包装 2.43 亿元、占 15.4%，其他 0.38 亿元、占 2.4%；2025 年全年三者收入分别占比 85.0%、11.5%、3.5%。分产品毛利率看，2022 年受原纸涨价冲击两者同降至 17%附近的行业性低点，2023-2024 年同步修复；2025 年起在行业价格竞争与纷美低毛利并表影响下回落，26H1 液态奶毛利率 17.5%、软饮料 20.9%，软饮料产品结构升级、毛利率修复明显。

分地区看，2025 年国内收入 25.28 亿元、占 86.3%，海外 4.00 亿元、占 13.7%；26H1 国内收入 14.17 亿元、占 89.7%，海外 1.63 亿元、占 10.3%。海外收入显著提升，主要因纷美并表，后续海外拓展空间广阔。

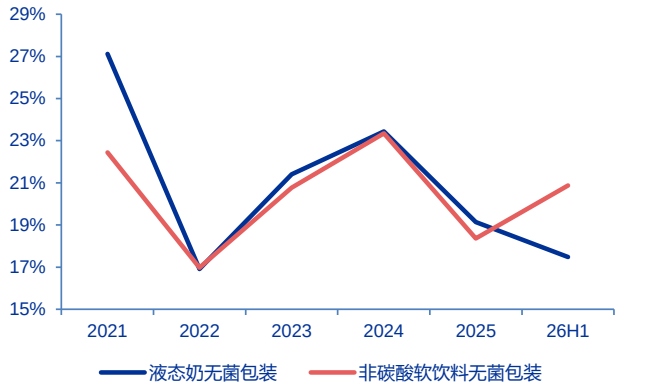
仅供内部参考，请勿外传

图 3：26H1 液态奶无菌包装收入占 82.2%，非碳酸软饮料无菌包装占 15.4%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

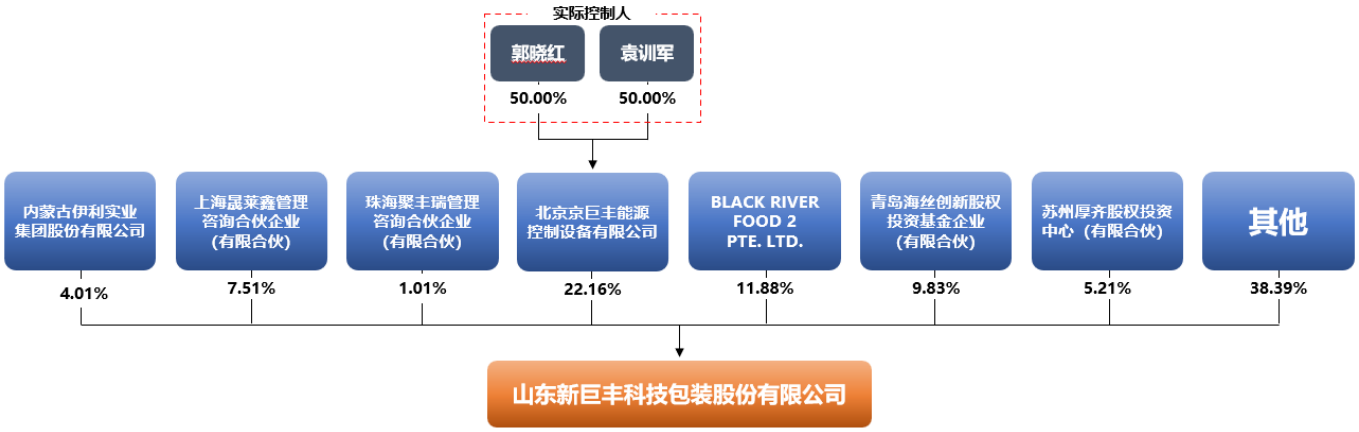
图 4：26H1 非碳酸饮料包装毛利率修复



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司实控人为袁训军、郭晓红夫妇，股权集中、决策高效，核心大客户持股增强绑定。袁训军、郭晓红系夫妻关系，各持北京京巨丰（控股股东）50%股权，通过北京京巨丰间接持有公司 22.19%股份；袁训军同时担任上海晟莱鑫（持股 7.51%）、珠海聚丰瑞（持股 1.01%）的执行事务合伙人，两家合伙企业与袁训军、郭晓红构成一致行动安排，实控人合计控制约 30.72%股份。此外，伊利持有公司 4.01%股份，为 IPO 战略配售股东（2025 年 9 月限售解禁），形成“客户+股东”双重绑定。

图 5：新巨丰股权结构图（截至 2026 年 9 月）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

2. 行业：全球无菌纸包空间广阔，国产替代窗口来临

2.1 国内无菌纸需求稳健，全球市场空间广阔

无菌包装是指被包装食品在包装前经过超高温瞬时杀菌（UHT），并在无菌环境中（包装物、被包装物、包装辅助器材均无菌）进行充填和封合的一种包装技术，主要应用在液态奶行业，近年来向非碳酸饮料行业拓展。无菌包装指将经灭菌处理的物料在无菌环境中充填至预先灭菌的包装容器并密封，在无需冷藏及防腐剂的条件下实现长货架期。无菌纸包以食品级原纸为基体，复合聚乙烯、铝箔等多层阻隔材料，按送料方式分为辊式（卷筒供料）与胚式（片材预制）两大类，分别适配不同技术路线的灌装机；由于包材规格由灌装设备锁定、客户认证与转换成本高，“包材+灌装机”的系统耦合构成天然转换壁垒。无菌纸包主要应用于液态奶及果汁、茶饮料、植物基等非碳酸软饮料，碳酸饮料因含气特性不适用无菌纸盒。

图 6：无菌包装结构



资料来源：公司公告，申万宏源研究

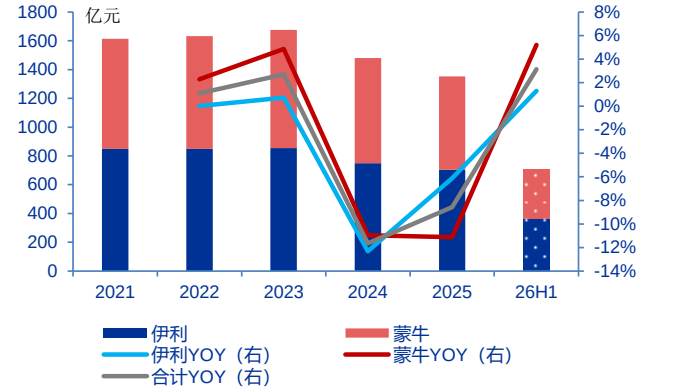
国内无菌包装千亿包级市场，需求表现稳健。据益普索数据，2024 年中国无菌包装市场规模约 1153 亿包，2019-2024 年 CAGR 为 4.4%，保持稳健增长。结合国内主要奶企及无菌纸包企业收入表现，预计 2024 年以来行业增长压力加大。国内主要奶企伊利、蒙牛液态奶收入 2024-2025 年连续下滑，26H1 收入转正，反映国内液态奶及无菌纸包需求筑底改善。从价格维度，以纷美包装为例，2025 年纷美包装单价 0.155 元/包，同比-2.8%，2023-2025 年单价 CAGR 为-2.1%，受行业竞争影响，价格呈现小幅下降趋势。取纷美包装 2024 年单价 0.16 元/包作为参考，计算 2024 年国内无菌纸包市场规模约 184 亿元。

从应用维度，液态奶为无菌包装的基本盘，非碳酸软饮料为结构增量；从产品形态，无菌纸包以砖包为主，包型呈现升级趋势。无菌包装主要应用于乳品和非碳酸软饮料，以全球最大无菌包装厂商利乐为参照，2025 年利乐包装材料净销售额中液态乳制品占 56.4%、果汁及花蜜占 18.9%、植物基产品占 9.1%、其他饮料占 5.4%、食品占 5.1%、其他占 5.1%。从包型维度，根据益普索数据，2020 年中国无菌包装需求中砖包用量 589.0 亿包、占比

仅供内部参考，请勿外传

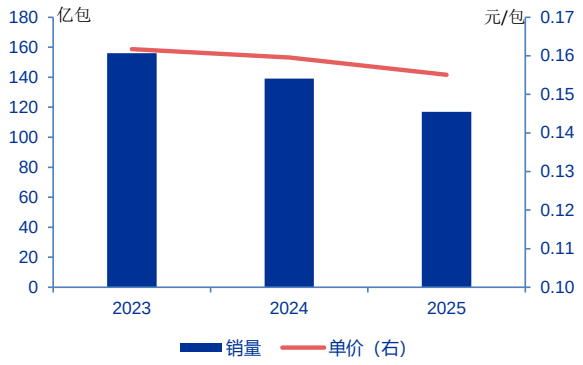
61.0%，枕包 212.2 亿包、占比 22.0%，钻石包 106.1 亿包、占比 11.0%，其他 57.9 亿包、占比 6.0%；砖包、枕包处于成熟期，钻石包等新型包型为中高端液态奶升级方向。

图 7：26H1 伊利、蒙牛液态奶收入恢复正增长



资料来源：公司公告，申万宏源研究

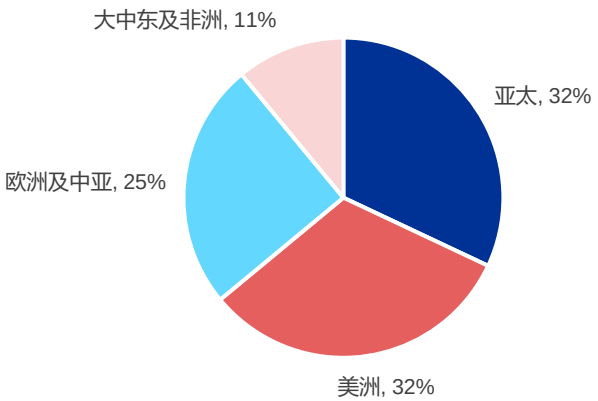
图 8：纷美包装无菌纸包 2023-2025 年单价小幅下滑



资料来源：公司公告，申万宏源研究

全球无菌纸包市场空间广阔，我们预估中国需求占比约 30-40%。根据 QYResearch 数据，2024 年亚太区域无菌纸包需求在全球占比 40%，其次是欧洲 25%、拉丁美洲 10%。根据贝哲斯数据，2025 年中国乳制品包装市场在全球占比约 30%，我们预计国内无菌纸包需求在全球占比约 30-40%，以国内 2024 年 184 亿元市场规模作为参考，预估全球市场规模 460-613 亿元；假设全球平均单价较国内高 10%对应 0.18 元/包，计算对应全球无菌纸包需求量 2614-3485 亿包。全球龙头利乐包装收入结构均衡，2025 年美洲收入占比 32%、亚太 32%、欧洲及中亚 25%、大中东及非洲 11%。

图 9：2025 年利乐包装亚太、美洲收入占比均为 32%



资料来源：利乐公司官网，申万宏源研究

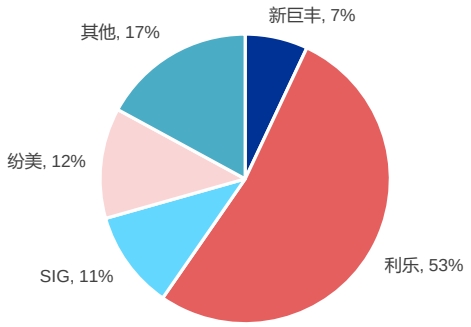
2.2 竞争格局：海外巨头占据主导，国产替代窗口来临

国内无菌包装市场呈“外资主导、国产双雄进击”格局，国产替代加速。外资阵营方面，2020 年利乐、SIG 国内销售金额合计市占率 64%（利乐 53%、SIG 11%），更早时期外资曾占中国市场 %以上；年国家工商总局对利乐作出反垄断处罚后其捆绑销售模式松

仅供内部参考，请勿外传

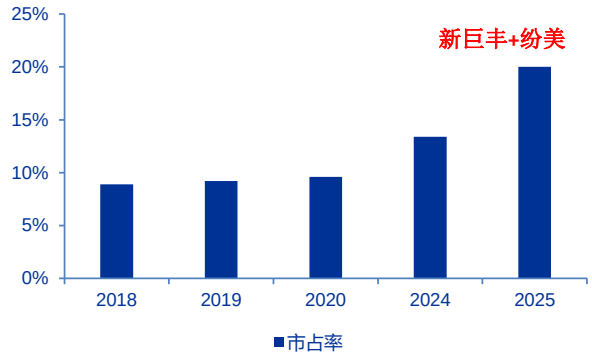
动，国产替代加速。新巨丰销量份额保持持续提升，由 2018 年 8.9%升至 2024 年 13.4%，2025 年整合纷美后份额达 20%以上，国内市场占有率仅次于利乐。根据益普索数据，2020 年国内无菌包装供应商约 24 家，行业早期被外资企业垄断，进入门槛高，竞争对手有限；2024 年以来行业竞争进一步加剧，加速行业整合，并提高行业进入门槛，叠加新巨丰与纷美合并，国产头部份额有望持续向上。

图 10：2020 年无菌纸包行业两大外资龙头市占率 64%（按销售金额统计）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

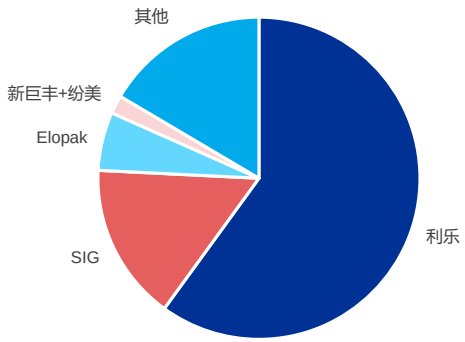
图 11：新巨丰市占率保持持续向上（按销量统计）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

全球无菌包装呈“两强”格局，利乐销量占据超 60%份额。根据益普索数据，2020 年利乐无菌包装销量占全球市场约 62%。利乐 2025 年净销售额 123.50 亿欧元，全球销量 1740 亿包。2025 年 SIG 收入 32.49 亿欧元，Elopak 收入 12.06 亿欧元。我们预测 2025 年利乐全球市场份额占比约 60%，按照 SIG、Elopak 与利乐收入差异计算两家企业全球市占率分别约为 16%、6%，新巨丰与纷美 2025 年收入合计在全球市占率约 2%。

图 12：利乐占据全球主要份额，SIG、Elopak 全球份额领先（市占率为估算值）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

全球头部企业收入结构均衡，盈利能力表现突出。利乐作为全球无菌纸包龙头企业，区域收入结构均衡，2025 年美洲占 32%、亚太占 32%、欧洲及中亚占 25%、大中东及非洲占 11%。SIG 欧洲收入占比最高，2025 年欧洲占 31.9%、亚太占 27.5%、美洲占 26.9%、

中东及非洲占 13.7%；SIG 2025 年亚太收入同比-4.9%、为四大区域中降幅最大，体现中国市场竞争压力。Elopak 以欧洲及中东非为基本盘，占比约 70%、美洲占比约 30%，对中国销售占比低。2025 年 SIG 和 Elopak EBITDA 率均 15%以上、净利润率高于 5%，**全球头部企业盈利能力显著高于国内头部企业新巨丰，反映海外市场竞争烈度低于国内，新巨丰全球市场开拓和盈利能力提升空间广阔。**

表 2：海外无菌纸包头部企业盈利能力表现领先

公司	2025年收入（亿欧元/亿元）	2025年销量（亿包）	2025年EBITDA（百万欧元/亿元）	2025年EBITDA率	2025年净利润（百万欧元/亿元）	2025年净利润率
利乐	123.50亿欧元（≈957亿元）	1,740				
SIG（康美）	32.49亿欧元（≈252亿元）		718.3百万欧元（≈55.67亿元）	22.1%	231.1百万欧元（≈17.91亿元）	7.1%
Elopak	12.06亿欧元（≈93亿元）		184.7百万欧元（≈14.31亿元）	15.3%	61.5百万欧元（≈4.77亿元）	5.1%
新巨丰（含纷美）	29.28亿元	191	2.99亿元	10.2%	0.44亿元	1.5%

资料来源：公司公告，利乐、SIG、Elopak 公司官网，申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传

3. 公司：强强联合、优势互补，出海空间广阔

3.1 新巨丰收购纷美，从“物理拼接”到“化学融合”

新巨丰历时 17 个月完成对纷美的控股，交易节奏兼顾控制权获取与港股上市地位保留。战略入股（2023 年 10 月）：以每股 2.65 港元受让纷美 28.22%股权（3.77 亿股）、成为第一大股东，总对价 9.99 亿港元（约人民币 8.64 亿元），对应标的公司整体估值约 35.4 亿港元（约人民币 30.6 亿元），以约 8.64 亿元人民币对价先行卡位国内无菌包装第二大厂商，同时以参股方式降低一次性全面收购的整合不确定性。全面要约（2024 年 5 月-2025 年 2 月）：2024 年 5 月披露重大资产购买预案启动全面要约，2025 年 2 月完成要约、合计持股 97.76%；同时保留 2.24%公众股份维持港股上市地位，避免私有化退市，保留纷美国际品牌、海外客户信任与港股融资渠道。2025 年 3 月将纷美纳入合并报表，资金端以“自有资金+并购贷款”组合撬动，2025 年末长期借款 13.69 亿元、利息支出 0.64 亿元（同比增加 5585 万元），为一次性利润扰动的主项。

表 3：2025 年 3 月末新巨丰完成对纷美收购控股并表

阶段	时间	事项与内容
反垄断放行及交割	2023年9-10月	市场监管总局对经营者集中不予禁止（2023年9月）；10月完成交割，成为第一大股东
战略入股	2023年10月	每股2.65港元受让28.22%股权（3.77亿股）成为第一大股东；总对价9.99亿港元、约8.64亿元人民币；对应整体估值约35.4亿港元、约30.6亿元人民币
启动要约	2024年5月	披露重大资产购买预案
要约完成	2025年2月	持股97.76%、保留2.24%公众股维持港股上市地位
并表	2025年3月27日	纷美纳入合并报表
并购融资	2025年末	自有资金+并购贷款

资料来源：公司公告，申万宏源研究

收购实现强强联合，管理、团队、技术多维度融合。管理融合：保持纷美包装的港股上市地位，有利于加强纷美包装业务的国际形象，同时为纷美包装保留吸引商业机会和投资的渠道；相互借鉴先进管理模式和经验，完善内部资源的优化配置。**团队融合：**新巨丰充分尊重纷美包装企业文化，认可纷美包装的业务团队，着力保障团队的稳定性。注重员工间的交流合作，打通双方员工的职业发展渠道，优化与市场相适应的员工激励机制，2026 年 8 月纷美董事会提议股权激励，增强员工对整合后公司的认同感。

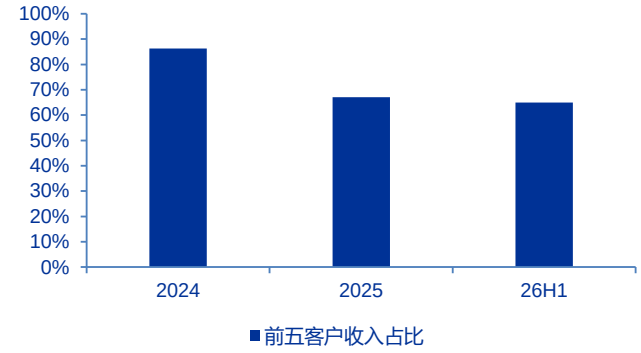
新巨丰入主后，纷美引入优质职业经理人，有利长期一体化和出海战略推进。新巨丰入主后，从管理和团队层面与纷美深度融合，同时尊重纷美国际化职业经理人模式，通过优质职业经理人补充服务长期一体化和出海战略。2025 年 7 月王大伟先生加入纷美包装出任执行总裁、负责集团整体运营管理，王大伟先生先后任职于 SIG 康美包、西得乐集团（Sidel）等国际无菌包装与灌装设备巨头，历任北亚太区副总裁、业务总监等核心管理职务，在市场战略、业务拓展及集团运营管理方面经验丰富。年 月王大伟先生获委任为执行董事，

2026 年 9 月起进一步任职纷美包装行政总裁。核心职业经理人王大伟先生具备 SIG、西得乐背景，为设备一体化与国际业务拓展储备了关键人才。

技术融合：新巨丰已与纷美包装研发团队在灌装机研发、配件及售后技术服务等方面积极开展交流学习，进一步积累公司在高端产品及灌装设备市场的技术与经验，双方在产品结构与灌装技术等方面形成合力，维护供应链自主可控和安全，提升国内无菌包装企业的竞争力，从而扩大国产无菌包装产品的市场份额。

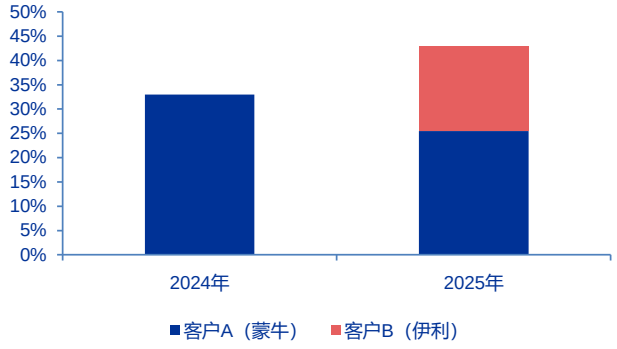
新巨丰与纷美大客户互补，合并实现乳企双寡头全覆盖，优化客户结构。根据新巨丰财报，公司前五大客户收入占比从 2024 年 86.3%，降至 2025 年 67.1%、26H1 65.0%，新客户与新品类导入持续降低单一客户依赖。根据纷美包装财报，2024 年第一大客户蒙牛收入占比 33.0%、第二大客户不足 10%未单列；2025 年蒙牛收入占比降至 25.5%、第二大客户伊利收入占比升至 17.4%，合计 42.9%。纷美导入伊利增量客户，客户结构由“依赖”转向“驱动”。

图 13：新巨丰新客户导入顺畅，前五大客户收入占比下降



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 14：纷美导入伊利大客户，降低单一客户依赖



资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.2 强强联合，构筑“设备+包材+服务”一体化优势

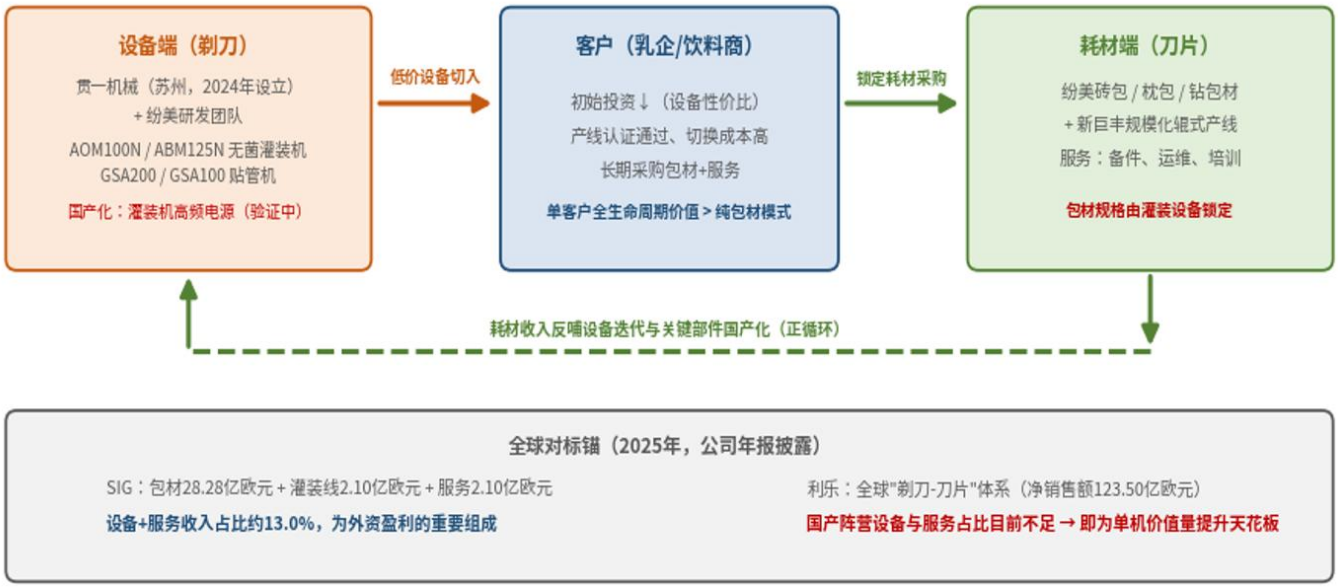
标准定义权是长期竞争力的制高点，设备一体化与标准能力结合，使合并后集团从"卖包材"向"卖系统与标准"升级。利乐 1979 年进入中国市场，逐步形成设备和包材捆绑销售的商业模式，即近乎免费提供灌装机的条件，绑定销售包材，同时提供培训等附加服务，从而获得绝对垄断地位。利乐打造的“剃刀-刀片”模式，本质是用设备性价比和无菌认证能力进入客户产线，用包材规格锁定、备件运维培训和长期服务把客户留下来，再用耗材和服务现金流反哺设备迭代，最终形成“装机越多、锁定越强、现金流越稳、设备越好卖”的正循环。国产阵营的突围，需要补齐设备、包材、服务的整套闭环，通过设备和包材标准的打造，增强客户服务粘性，逐步实现国产替代。

合并推动商业模式升级“设备+包材+服务”一体化，增强竞争力对标全球头部企业。纷美无菌灌装机与纷美包材及第三方高品质包材高度匹配、设备标准件严选国际供应商；新巨丰境内设备平台贯一机械（年苏州设立、全资控股）联合纷美研发团队，聚焦灌

仅供内部参考，请勿外传

装机、后段辅机、核心部件及高价值易损件国产化，“灌装机高频电源开发”项目已进入验证阶段，指向打破外资关键部件垄断。产品端，新巨丰无菌灌装机 AOM100N/ABM125N 与贴管机 GSA200/GSA100 配套纷美砖/枕/钻包材，构成“设备降门槛、包材锁耗材”的组合，设备降低客户初始投资、包材锁定长期耗材、服务提升粘性，单客户全生命周期价值显著高于纯包材模式。对照 SIG 2025 年包材 28.28 亿欧元、灌装线 2.10 亿欧元、服务 2.10 亿欧元的收入结构，设备与服务占比约 12.9%；新巨丰后续设备与服务收入提升空间充足。

图 15：新巨丰“设备+包材+服务”一体化模式对标利乐“剃刀-刀片”模式

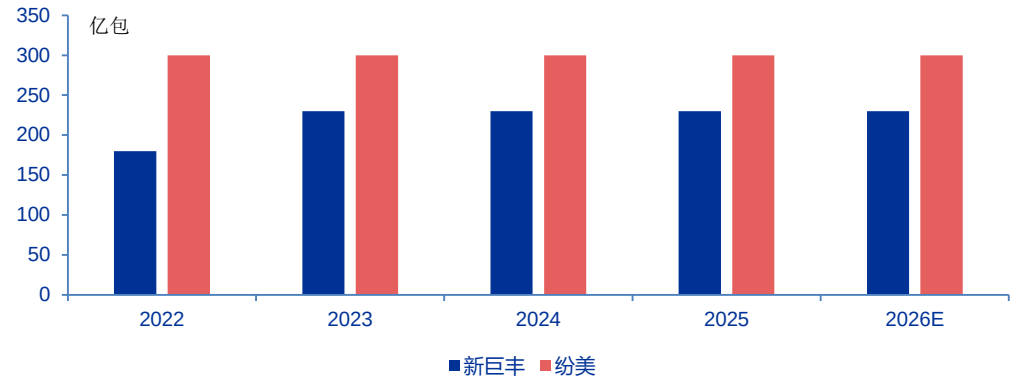


资料来源：公司公告、利乐公司官网，申万宏源研究

3.3 产能协同提效，中长期出海空间广阔

产能“内生扩产+并购并表”双轮驱动，跃升全国第二，规模效应提升，提供中长期成本优化空间。根据公司公告，2022 年末新巨丰产能 180 亿包，23Q2 投产 50 亿包产能，预计公司 2026 年末产能达到 230 亿包。纷美自 2022 年以来维持约 300 亿包产能，两家企业产能合计达到 530 亿包，居于国内第二，全球产能量领先，两强联合原材料集采、制造提效、规模化效应有望继续提升，中长期成本、费用具备优化空间。

图 16：新巨丰+纷美产能国内第二，生产制造协同凸显规模效应



资料来源：公司公告，申万宏源研究

两家企业优势互补，新巨丰制造效率优秀，纷美研发能力领先，合并构成“制造效率×研发能力”乘法关系。制造效率保证"造得出、造得便宜"，研发能力保证"造得好、卖得贵"，合并后提升集团整体竞争力与制造效率，并加强新产品、高附加值产品的研发与销售转化。**新巨丰效率领先，**智能制造体系完整，建有辊式包材规模化产线、智能仓储、全流程在线检测与精细化批次追溯；全链路成本管控体系精细化，升级效率分析报表工具，以时间利用率与设备性能利用率为双核心驱动指标，持续推动生产流程的精益化与高效化，确保了生产系统的稳定运行与成本优势；数字化转型领先，构建高效数字化运营平台，在各个管理环节实现标准统一、流程明晰与数据驱动；全国化制造布局，生产基地贴近客户、物流半径短。

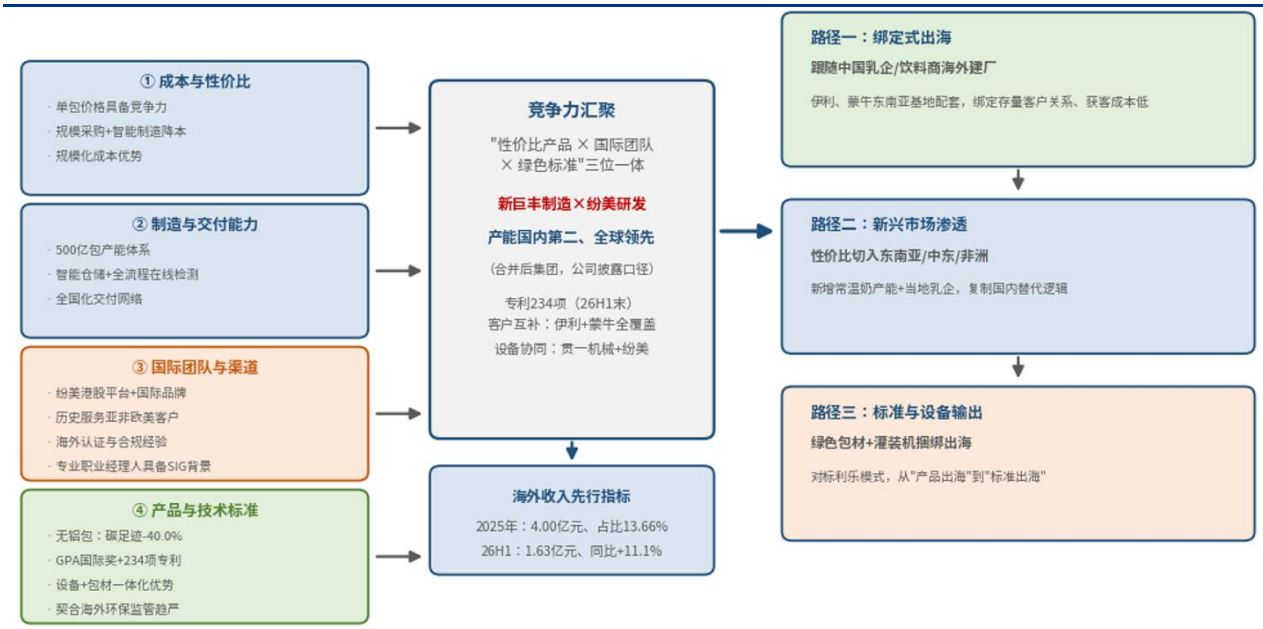
纷美的研发优势突出，截至 26H1 末新巨丰（含纷美）共取得有效专利权 234 项。纷美将质量管控体系整体划归研发部门，提出“Quality by Design（质量由研发设计决定）”理念，从材料分子结构、灌装流体力学、终端内容物适配性等底层逻辑出发，由研发端统一设定生产参数；并搭建了“全生命周期四级品质管控体系”，涵盖原材料端、生产端、客户端、研发端，并由研发质量板块统一协调其余三大环节，实现从原料到终端客户的完整品控闭环。依托研发优势，形成差异化包型产品矩阵，如无木包、源植包、低温冠包、预制砖包等，有利未来向高附加、高单价品类拓展。

“性价比产品×国际团队×绿色标准”三位一体构成组合竞争力，合并后集团海外收入体量与占比大幅提升，中长期协同出海空间广阔。从收入结构看，新巨丰境外收入 2025 年达 4.00 亿元、占总收入 13.7%，26H1 收入同比+11.1%。新巨丰合并纷美双方能力相互补齐，**从产能和价格维度，**依托新巨丰智能制造和精细化管理经验，以及合并后的规模效应优势强化制造和成本竞争力，从价格端增强国际市场竞争力。**从国际业务拓展维度，**纷美港股上市平台，具备国际知名度，长期积累的历史海外服务网络、海外认证与合规经验，并引入国际包材背景专业职业经理人，赋能新巨丰有望推进两家企业国际市场齐头并进发展。**从产品和服务维度，**依托产品研发和质量优势，无铝包碳足迹有效降低，契合全球环保监管趋严方向；两强合并后具备“设备+包材+服务”一体化能力，从业务维度与国际巨头可比，短期有望跟随国内乳企出海，中期有望通过一体化服务能力渗透新兴市场，长期对标利乐持续提升全球市占率。**新巨丰合并纷美大幅提升国际化竞争力，有望推动国产替代，短期有**

仅供内部参考，请勿外传

望跟随中国乳企销售出货，中长期有望直接切入海外本土市场，以绿色包材与灌装机捆绑实现“产品出海→标准出海”。

图 17：新巨丰合并纷美大幅提升国际化竞争力，有望推动国产替代



资料来源：公司公告，申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传

4. 盈利预测与估值分析

4.1 盈利预测

包材业务：假设 2026-2028 年销量同比+0%/+11%/+12%，单价同比+3%/+1%/+1%，收入同比+3%/+12%/+13%，毛利率假设为 19.1%/20.3%/21.4%。具体分国内和海外市场假设如下：

国内市场：2026 年行业阶段性承压，2027 年后有望逐步恢复增长，假设国内包材销量 2026-2028 年同比-2%/+10%/+5%。考虑公司后续砖包业务拓展，以及纷美并表影响，产品结构因素影响，预计平均单价呈现小幅提升趋势，假设 2026-2028 年单价同比+3%/+1%/+1%。根据上述假设国内包材收入同比+1%/+11%/+6%。考虑两家企业并表后协同提效，以及合并导致的一次性费用因素影响弱化，假设 2026-2028 年毛利率为 19%/20%/21%。

海外市场：2026 年新巨丰与纷美开始协同加大海外市场拓展，考虑客户储备和订单放量周期，假设 2026-2028 年海外销量同比+13%/+15%/+50%。我们假设海外单价高于国内市场，海外市场较为成熟预计价格相对稳定，假设 2026-2028 年海外单价维持 0.17 元/包。根据上述假设海外包材收入同比+13%/+15%/+50%。考虑规模效应释放，假设 2026-2028 年毛利率为 19.5%/22%/23%。

其他业务：包含灌装机等设备收入，考虑纷美设备业务能力补充协同，中长期预计实现“设备+包材+服务”一体化销售，预计其他业务维持稳健增长，假设 2026-2028 年收入增速+10%/+15%/+20%；毛利率预计逐步爬坡，假设 2026-2028 年毛利率 21%/22%/23%。

考虑新巨丰与纷美协同提效，国内份额提升+中长期出海，预计开工率逐步提升，规模效应逐步体现，有利于刚性费用摊销；并考虑公司并购贷款逐步下降，财务费用减少，我们假设 2027-2028 年公司期间费用率呈现下降趋势，体现较强劲的利润弹性。

根据上述假设，我们预计公司 2026-2028 年收入 30.13、33.69、38.19 亿元，同比+2.9%、+11.8%、+13.4%；归母净利润 0.51、1.47、2.04 亿元，同比+17.9%、+184.9%、+39.2%。

仅供内部参考，请勿外传

表 4：新巨丰收入拆分表

项目	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（亿元）	17.37	17.06	29.28	30.13	33.69	38.19
同比	8%	-2%	72%	2.9%	11.8%	13.4%
营业成本（亿元）	13.61	13.00	23.69	24.36	26.82	29.99
毛利率	21.66%	23.78%	19.09%	19.1%	20.4%	21.5%
分业务拆分						
1、包材						
收入（亿元）	**17.31**	**16.99**	**28.27**	**29.02**	**32.42**	**36.66**
同比	8%	-2%	66%	3%	12%	13%
销量（亿包）	**123**	**121**	**191**	**191**	**211**	**235**
同比	7%	-1%	58%	0%	11%	12%
单价（元/包）	0.141	0.141	0.148	0.152	0.154	0.156
同比	1%	0%	5%	3%	1%	1%
成本（亿元）	13.61	13.01	22.88	23.48	25.83	28.81
毛利率	**21.39%**	**23.44%**	**19.05%**	**19.1%**	**20.3%**	**21.4%**
其中：1）国内市场						
收入（亿元）	**17.31**	**16.99**	**24.27**	**24.50**	**27.22**	**28.86**
同比		-2%	43%	1%	11%	6%
销量（亿包）	**123**	**121**	**168**	**164**	**181**	**190**
同比		-1%	39%	-2%	10%	5%
单价（元/包）	0.141	0.141	0.145	0.149	0.151	0.152
同比		0%	3%	3%	1%	1%
成本（亿元）	13.61	13.01	19.45	19.84	21.77	22.80
毛利率	**21.39%**	**23.44%**	**19.85%**	**19.0%**	**20%**	**21%**
2）海外市场						
收入（亿元）			**4.00**	**4.52**	**5.20**	**7.80**
同比				13%	15%	50%
销量（亿包）			**24**	**27**	**31**	**46**
同比				13%	15%	50%
单价（元/包）			0.170	0.170	0.170	0.170
同比				0%	0%	0%
成本（亿元）			3.43	3.64	4.05	6.00
毛利率			**14.21%**	**19.5%**	**22%**	**23%**
占总收入比例			13.7%	15.0%	15.4%	20.4%
2、其他（灌装机及其他业务）						
收入（亿元）	0.06	0.07	1.01	1.11	1.28	1.53
同比	0%	17%	1343%	10%	15%	20%
成本（亿元）	0.00	0.00	0.81	0.88	1.00	1.18
毛利率	99.55%	106.30%	20.21%	21.0%	22.0%	23.0%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

4.2 估值分析

国内无菌纸包市场增长表现稳健，全球市场空间广阔，新巨丰合并纷美销量跃居国内第二，全球表现领先。新巨丰、纷美强强联合，双方制造效率和研发优势互补提升，逐步形成“设备+包材+服务”一体化竞争优势，提升国产无菌纸包全球竞争力，加速国产替代过程，国内市场继续提升份额，中长期海外市场空间广阔。

我们选取可比公司裕同科技、美盈森、金富科技、华源控股，其中裕同科技、美盈森为纸包装赛道头部企业，金富科技为塑料包装赛道头部企业、华源控股为金属及塑料包装头部企业，与公司所做无菌纸包均具备较强可比性。可比公司　　年平均 PE 估值为 X，

以此作为目标，公司 2027 年归母利润预计 1.47 亿元，对应目标市值 37 亿元，较当前 38%向上空间，首次覆盖给予“买入”评级。

表 5：可比公司估值表

公司代码	公司名称	总市值	归母净利润（亿元）			PE		
		(亿元)	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
002831.SZ	裕同科技	356	17.13	20.47	23.74	21	17	15
002303.SZ	美盈森	93	3.49	4.42	5.02	27	21	19
003018.SZ	金富科技	145	2.50	5.84	8.18	58	25	18
002787.SZ	华源控股	83	1.71	2.21	3.09	49	38	27
行业平均						39	25	20
301296.SZ	新巨丰	27	0.51	1.47	2.04	53	19	13

资料来源：Wind，申万宏源研究（注：美盈森、华源控股使用 wind 一致预测，其余为申万宏源研究预测，数据截至 26/9/28）

5. 风险提示

客户集中度较高的风险。公司国内主要客户均为行业知名企业、合作稳定，若主要客户因自身经营或终端消费重大不利变化而大幅削减采购，公司经营业绩将受到较大影响。

原材料价格、汇率波动的风险。公司主要原材料包括原纸、聚乙烯、铝箔等，价格波动受市场价格、进口与境内采购结构及人民币汇率影响。

协同整合不及预期的风险。新巨丰与纷美优势互补，若协同整合不及预期可能导致全球市场竞争力不足，国产替代和份额提升不及预期。

行业需求走弱、竞争加剧的风险。无菌纸包下游主要为常温液态奶，若常温液态奶销量持续走弱，影响行业市场规模，且行业价格竞争可能加剧，影响企业净利率。

纷美包装国际业务整合风险。截至 2026 年 9 月新巨丰仍在继续推进纷美国际整合工作（即纷美海外资产 GHIL，正文中内容及盈利预测未涉及该部分），并依法推进与纷美包装原管理层相关争议解决程序；根据 2026 年中报，新巨丰尚未取得纷美包装国际业务的相关财务资料，用以评估和确认金融资产的公允价值，能否撤销纷美包装国际业务重组事项并完成对于国际业务的整合仍然存在不确定。

财务摘要

合并损益表

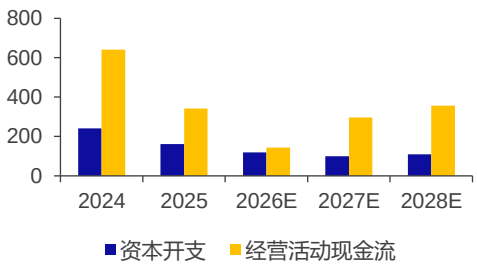
百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	1,706	2,928	3,013	3,369	3,819
营业收入	1,706	2,928	3,013	3,369	3,819
营业总成本	1,532	2,843	2,954	3,197	3,576
营业成本	1,301	2,369	2,436	2,682	2,999
税金及附加	11	26	27	30	34
销售费用	41	65	69	77	88
管理费用	148	277	307	290	325
研发费用	12	37	48	54	69
财务费用	19	68	66	63	62
其他收益	22	8	8	6	7
投资收益	41	5	5	5	5
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
信用减值损失	-1	-1	0	0	0
资产减值损失	-5	-5	0	0	0
资产处置收益	0	1	0	0	0
营业利润	233	94	72	183	255
营业外收支	10	-2	0	0	0
利润总额	243	92	72	183	255
所得税	59	48	20	36	50
净利润	184	44	52	147	205
少数股东损益	0	0	0	1	1
归母净利润	184	44	51	147	204

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	184	44	52	147	205
加：折旧摊销减值	53	140	136	153	171
财务费用	24	65	66	63	62
非经营损失	-50	-46	-5	-5	-5
营运资本变动	426	129	-105	-62	-77
其它	6	11	0	0	0
经营活动现金流	642	342	144	297	356
资本开支	241	162	120	100	110
其它投资现金流	-547	-1,311	84	5	5
投资活动现金流	-788	-1,472	-36	-95	-105
吸收投资	0	0	0	0	0
负债净变化	-86	1,804	45	-164	-222
支付股利、利息	30	121	66	63	62
其它融资现金流	-49	-41	0	0	0
融资活动现金流	-165	1,642	-22	-227	-284
净现金流	-			-	-

资本开支与经营活动现金流(百万元)



仅供内部参考，请勿外传

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并资产负债表

百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	1,797	2,737	2,884	3,023	3,198
现金及等价物	654	1,198	1,205	1,179	1,146
应收款项	412	925	1,014	1,116	1,245
存货净额	203	559	609	671	750
合同资产	0	10	10	11	13
其他流动资产	528	45	45	45	45
长期投资	909	1,055	1,055	1,055	1,055
固定资产	680	1,439	1,423	1,371	1,310
无形资产及其他资产	194	700	700	700	700
资产总计	3,580	5,931	6,063	6,149	6,264
流动负债	738	1,792	2,072	2,211	2,321
短期借款	62	700	944	981	959
应付款项	633	980	1,015	1,118	1,249
其它流动负债	42	113	113	113	113
非流动负债	201	1,445	1,245	1,045	845
负债合计	939	3,237	3,317	3,256	3,166
股本	420	420	428	428	428
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	1,245	1,239	1,231	1,231	1,231
其他综合收益	-46	-44	-44	-44	-44
盈余公积	77	77	77	77	77
未分配利润	945	934	986	1,132	1,336
少数股东权益	0	68	68	69	70
股东权益	2,641	2,694	2,745	2,893	3,098
负债和股东权益合计	3,580	5,931	6,063	6,149	6,264

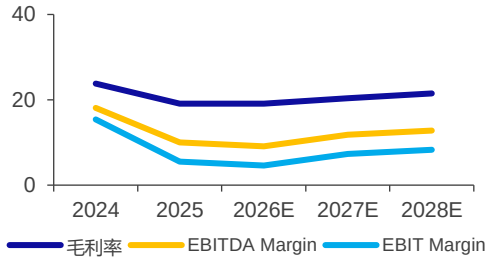
资料来源：聚源数据，申万宏源研究

重要财务指标

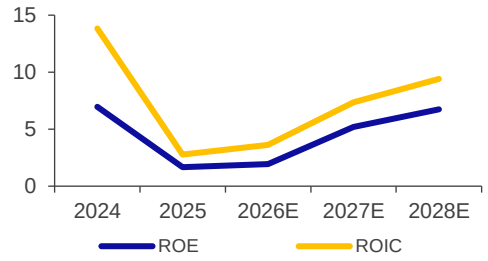
报告期	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标(元)					
每股收益	0.43	0.10	0.12	0.34	0.48
每股经营现金流	1.50	0.80	0.34	0.69	0.83
每股红利	0.00	0.06	0.00	0.00	0.00
每股净资产	6.18	6.14	6.26	6.60	7.08
关键运营指标(%)					
ROIC	13.8	2.8	3.6	7.3	9.4
ROE	7.0	1.7	1.9	5.2	6.7
毛利率	23.8	19.1	19.1	20.4	21.5
EBITDA Margin	18.1	10.0	9.1	11.8	12.8
EBIT Margin	15.4	5.5	4.6	7.3	8.3
营业总收入同比增长	-1.8	71.6	2.9	11.8	13.4
归母净利润同比增长	8.0	-76.2	17.9	184.9	39.2
资产负债率	26.2	54.6	54.7	53.0	50.5
净资产周转率	0.65	1.12	1.13	1.19	1.26
总资产周转率	0.48	0.49	0.50	0.55	0.61
有效税率	29.2	55.1	30.0	20.0	20.0
股息率	0.0	0.9	0.0	0.0	0.0
估值指标(倍)					
P/E	14.7	61.8	52.5	18.4	13.2
P/B	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9
EV/Sale	1.7	1.7	1.7	1.4	1.2
EV/EBITDA	9.6	16.7	18.1	12.0	9.4
股本	420	420	428	428	428

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

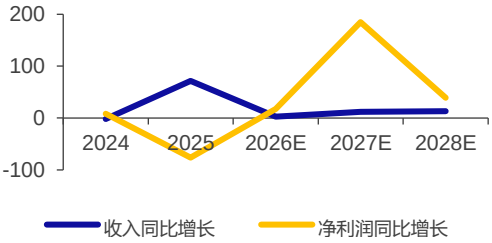
经营利润率(%)



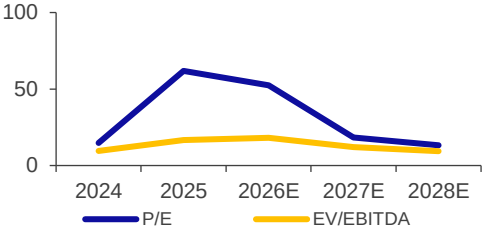
投资回报率趋势(%)



收入与利润增长趋势(%)



相对估值(倍)



信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）：相对强于市场表现 20%以上；

增持（Outperform）：相对强于市场表现 5%～20%；

中性（Neutral）：相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；

减持（Underperform）：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（Underweight）：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（A 股）、恒生中国企业指数（H 股）、纳斯达克指数（美股）

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。