仅供内部参考，请勿外传！

紫江企业(600210)

报告日期：2026 年 10 月 08 日

聚焦塑包主业、强化一体化能力，高股息价值突出

——紫江企业深度报告

投资要点

- **核心看点：紫江企业是全国性布局的塑料包装龙头，收缩战线聚焦主业、竞争格局优，有望保持稳健增长的同时高股息价值突出。**公司聚焦饮料包装主业，传统基本盘稳固，商业模式加速向高附加值“无菌冷充填 OEM 代工”及深度一体化服务升维；同时，纸塑包装加速渗透新茶饮与餐饮龙头，第二曲线高增，海外产能紧跟核心大客户开启全球复制。随着非核心资产有序出清、地产迎集中结算以及持续高分红回报，公司盈利质量与 ROE 迎来持续上行。

- **中国塑料包装市场领导者，重塑千亿市场竞争版图。**
包装龙头主业聚焦，盈利质量稳步提升

2024 年公司实现营收 106.37 亿元（同比+16.69%）；2025 年受铝塑膜业务剥离等影响，营收回落至 96.04 亿元，但归母净利润达 10.37 亿元（同比+28.25%），2026H1 归母净利润同比+15.10%，呈延续高增态势。得益于产品结构优化与精益运营，2025 年销售毛利率与归母净利率分别升至 23.21%/10.80%，ROE 与 ROIC 分别升至 16.25%/10.91%（较 2023 年低点分别+6.26/+3.83pct）。经营现金流充沛，资本开支聚焦 Husky 144 腔注塑系统、无菌产线等核心产能。

品类结构：以饮料包装为核心，非核心业务有序出清

公司持续推进主业聚焦，2025 年核心包装业务（饮料包装+纸塑包装）合计营收 77.48 亿元，营收占比由 2024 年的 69.31%提升至 80.67%（2026H1 达 90.08%）。其中，饮料包装 2025 年实现营收 47.81 亿元（占比 49.78%），基本盘稳固；纸塑包装 2025 年实现营收 29.67 亿元（同比+9.38%，占比 30.89%），成为第二增长引擎。房地产、铝塑膜及传统商贸等非核心业务有序收缩剥离，历史包袱释放。

- **饮料大盘托底，无菌代工与低成本驱动增长**
下游需求：软饮料产业提质扩容，无糖茶与功能饮料快速增长

万亿软饮料产业托底，PET 瓶作为第一大封装载体，需求基本盘稳固。无糖茶与功能/电解质饮料迅猛爆发，此类产品不含防腐剂且无菌要求极高，品牌方倾向将“吹瓶+灌装+贴标”全流程外包，推动行业商业模式向“无菌冷充填 OEM 代工”升维。

行业竞争格局：硬软赛道分化，紫江凭规模与盈利双跃升突围

PET 硬包装赛道呈“整体分散、头部两家领跑”格局，紫江企业与珠海中富是两家全国性布局且通过双可乐全球供应商认证的企业。紫江企业在规模（2025 年营收 96.04 亿 vs 珠海中富 9.87 亿）、盈利能力（归母净利润 10.37 亿 vs 亏损 1.15 亿，净利率 10.80% vs -11.69%）及商业模式等方面具备较为明显的竞争优势，伴随客户资源与全国化产能布局的持续积累，行业份额有望进一步向头部企业集中。

上游供给：瓶级 PET 产能充沛，原料成本保持低位震荡

瓶级 PET 处于扩产周期，据 CCF 统计，2025 年底国内名义产能达 2147 万吨/年，CR4 达 80.11%，现货价格在供给充沛背景下与油价脱钩走低并维持 6500–7200 元/吨。公司占比超 2/3 的战略客户采用来料加工模式，中小客户建立 1–2 个季度调价传导机制，有效隔离油价与原料波动。

- **未来增长展望：多重壁垒巩固龙头地位，多曲线打开成长空间**
下游客户资源优质，构筑需求基本盘

CR5 营收占比长年维持在 15%–25%的合理区间，兼具规模效应与风险分散能力。深度绑定太古/中粮可口可乐、百事可乐、农夫山泉、东鹏饮料、三得利等

投资评级：买入(首次)

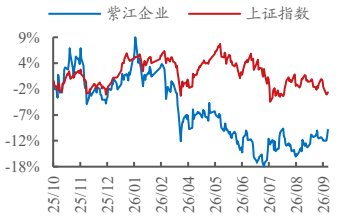
分析师：史凡可
执业证书号：S1230520080008
shifanke@stocke.com.cn

分析师：傅嘉成
执业证书号：S1230521090001
fujiacheng@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	￥6.40
总市值(百万元)	9,707.14
总股本(百万股)	1,516.74

股票走势图



相关报告

仅供内部参考，请勿外传！

水饮巨头；PET 注塑及包装能力横向复用至千禾、海天、蓝月亮等调味品与日化客户；纸塑业务切入麦当劳、蜜雪冰城、霸王茶姬、星巴克等餐饮与新茶饮龙头。

从“传统包材制造”向“深度一体化与运营赋能”升维

1）供应链深度绑定，推行“厂中厂”连线模式与托管运营模式，提高客户转换成本，由“供应商”升级为“专属工厂运营官”；

2）商业模式升维，聚焦高附加值无菌冷充填（OEM），承接东鹏“补水啦”（2025 年营收 32.74 亿，同比+118.99%）、三得利等爆款红利，2025 年饮料 OEM 销量同比+11%（非战略客户同比+54%）；

3）跨品类与环保解决方案，纸塑第二曲线顺应“禁塑令”，提供全套环保解决方案，2025 年纸塑营收 29.67 亿元（同比+9.38%，占比 30.89%）。

多维成本防线坚实，随行出海开启海外产能复制

全国布局 7 大区 50 余家工厂/9 大 OEM 基地实现就近供货降运费；上市 27 年来老设备折旧基本见底但高效运维，年折旧稳定在 5-6 亿元而总产能扩至 200 亿瓶以上，固定成本大幅摊薄。东南亚 PET 瓶市场高速扩容（2025 年产量 420 亿只）。公司紧跟可口可乐、东鹏等核心客户出海，首家海外全资工厂越南紫日包装于 2025 年投产批量供货，持股 49%埃塞俄比亚工厂平稳运行，开启产能全球复制。

❑ 盈利预测与估值

综合来看，公司传统饮料包装基本盘稳固，无菌冷充填 OEM 及纸塑第二曲线加速放量，出海开启产能全球复制，且具备高分红与地产结算收益加持。我们预计公司 26-28 年收入 91.66 亿（-4.56%）、98.75 亿（+7.73%）、114.99 亿（+16.44%），归母净利润 8.51 亿（-17.93%）、9.74 亿（+14.46%）、12.99 亿（+33.33%），对应 PE 为 11.40X、9.96X、7.47X，首次覆盖给予“买入”评级。

❑ 风险提示

原材料价格波动、下游需求季节性波动、市场竞争加剧、海外产能爬坡不及预期。

财务摘要

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	9,604	9,166	9,875	11,499
(+/-) (%)	-9.71%	-4.56%	7.73%	16.44%
归母净利润	1,037	851	974	1,299
(+/-) (%)	28.25%	-17.93%	14.46%	33.33%
每股收益(元)	0.68	0.56	0.64	0.86
P/E	9.36	11.40	9.96	7.47

资料来源：浙商证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

正文目录

1 中国塑料包装市场领导者，重塑千亿市场竞争版图 5
1.1 紫江企业：包装龙头主业聚焦，盈利质量稳步提升 5
1.1.1 深耕包装行业三十载，打造一体化产业链 5
1.1.2 财务数据一览：盈利质量稳步提升，净利率&ROE 双上行 5
1.2 品类结构：以饮料包装为核心，非核心业务有序出清 6
1.3 股权结构清晰稳固，管理层深耕行业且注重股东回报 8
2 行业：饮料大盘托底，无菌代工与低成本驱动增长 9
2.1 下游需求：软饮料产业提质扩容，无糖茶与功能饮料快速增长 9
2.1.1 万亿软饮料产业托底，PET 瓶包装体量大且稳健增长 9
2.1.2 双轮驱动分化，商业模式从“传统包材”向“高壁垒 OEM 代工”升维 10
2.2 行业竞争格局：硬软赛道分化，紫江凭规模与盈利双跃升突围 11
2.2.1 PET 硬包装集中度高，软包装相对分散 11
2.2.2 紫江企业规模、盈利与商业模式优势突出 11
2.3 上游供给：瓶级 PET 产能充沛，原料成本保持低位震荡 12
3 未来增长展望：多重壁垒巩固龙头地位，多曲线打开成长空间 13
3.1 下游客户资源优质，构筑需求基本盘 13
3.1.1 客户结构均衡多元，风险分散能力突出 13
3.1.2 下游赛道景气向上，驱动订单持续增长 14
3.2 从“传统包材制造”向“深度一体化与运营赋能”升维 15
3.2.1 供应链深度绑定，“厂中厂”连线＋托管运营输出 15
3.2.2 商业模式升维：高附加值无菌冷充填（OEM），从“卖容器”升级为“成品代工” 16
3.2.3 跨品类柔性制造与环保解决方案：工艺横向复用，打造全场景交付方案 16
3.3 多维成本防线，构筑重资产竞争壁垒 17
3.3.1 多重降本体系落地，构筑全方位成本竞争壁垒 17
3.3.2 设备折旧见底，构筑行业低成本竞争壁垒 17
3.3.3 原料供给充裕，多重机制对冲成本波动 18
3.4 出海业务：东南亚红利爆发，海外布局开启 19
3.4.1 东南亚市场机遇：人口红利驱动大盘放量 19
3.4.2 紫江的出海战略与布局：紧跟核心大客户“随行出海”，开启产能全球复制 19
3.5 价值增厚：非主业资产清理、结算与战略期权 19
4 盈利预测与估值 20
4.1 核心假设与收入预测 20
4.2 盈利预测 21
5 风险提示 22

仅供内部参考，请勿外传！

图表目录

图 1： 公司发展历程 5
图 2： 公司股权结构（截至 2025 年 12 月 31 日） 8
图 3： 2016-2025 中国软饮料产量及增速（万吨，%） 10
图 4： 中国瓶级 PET 下游需求 10
图 5： 部分企业无糖茶与功能饮料业务营收（百万元，%） 10
图 6： 中国无糖饮料行业市场规模及预测（亿元，%） 10
图 7： 紫江企业可比公司营收（百万元）及 YOY（%）对比 12
图 8： 紫江企业可比公司净利率对比（单位：%） 12
图 9： 重要供货商聚酯瓶片产量（单位：万吨） 13
图 10： 2021-2026 PET 瓶片国内现货价与 Brent 原油价格 13
图 11： 紫江企业前五大客户占营业收入比（单位：%） 14
图 12： 2025 年主营业务营收占比饼状图 14
图 13： 2019-2025 东鹏饮料营收和同比增速（单位：百万元，%） 15
图 14： 东鹏饮料产品占比图 15
图 15： OEM 饮料销量及增速（单位：亿瓶，%） 16
图 16： 纸塑包装营收占比（单位：%） 17
图 17： 2022-2025 折旧费用（右轴）与主要产量（左轴）比较（单位：百万元，亿只） 18
图 18： 2019-2025 固定资产周转率对比同行（单位：次） 18
图 19： 2021-2026 PET 国内现货价与紫江毛利率比较（单位：元/吨，%） 18
图 20： 资本开支和扣非归母净利润对比（单位：百万元） 19
图 21： 资本利差与现金分红（单位：%） 19

表 1： 紫江企业财务数据一览（单位：百万元） 6
表 2： 紫江企业营收拆分（单位：百万元） 7
表 3： 公司主要产品情况 8
表 4： 紫江企业与同行业公司对比 12
表 5： 紫江企业非核心资产处置及战略投资 20
表 6： 紫江企业收入预测（单位：亿元） 21
表 7： 可比公司估值对比（收盘价为 10 月 8 日数据，除紫江外均为 Wind 一致预测） 22
表 8： 紫江企业历年分红一览 22
表附录：三大报表预测值 23

仅供内部参考，请勿外传！

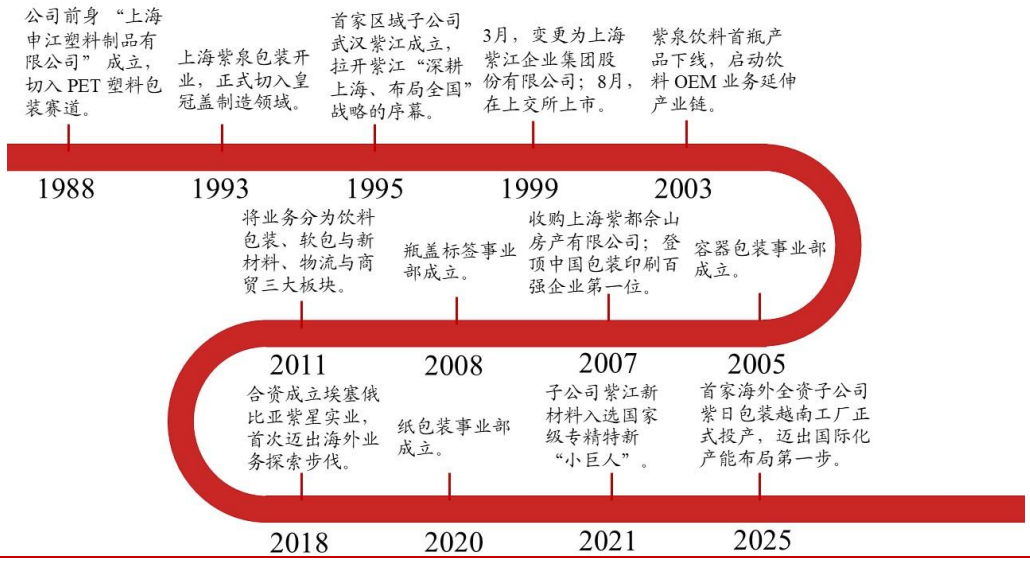
1 中国塑料包装市场领导者，重塑千亿市场竞争版图

1.1 紫江企业：包装龙头主业聚焦，盈利质量稳步提升

1.1.1 深耕包装行业三十载，打造一体化产业链

紫江企业历经三十余年深耕，已从单一 PET 塑料制品厂发展为国内全产业链、全国性布局的包装龙头。上海紫江企业集团股份有限公司（600210.SH）前身为 1988 年成立的上海申江塑料制品有限公司，最初切入 PET 塑料包装赛道；1993 年上海紫泉包装开业，正式切入皇冠盖制造领域；1995 年成立武汉紫江并开启全国布局；1998 年整合核心资产形成“瓶、盖、标”一体化产业链；1999 年于上交所主板上市；2003 年启动饮料 OEM 代工业务；2011 年确立以饮料包装为核心的三大板块格局；2025 年越南工厂投产，迈出海外产能扩张的关键一步。目前公司生产基地覆盖全国 20 余个区域，深度绑定可口可乐、百事可乐等知名巨头。**展望未来，公司将聚焦包装主业，打造“高端化、绿色化、国际化”行业标杆。面对行业高端化升级与绿色转型机遇，公司依托全产业链优势**深化精益管理与数字化工厂建设，推进可回收及无塑环保材料研发，稳步落地海外产能，持续巩固龙头地位并拓宽长期业绩增长空间。

图1： 公司发展历程



资料来源：公司招股书、官网，浙商证券研究所

1.1.2 财务数据一览：盈利质量稳步提升，净利率&ROE 双上行

1）2024 年公司实现营收 106.37 亿元（同比+16.69%），创历史新高，主要得益于房地产业务营收的大幅增加；2025 年受铝塑膜业务剥离影响，营收回落至 96.04 亿元（同比-9.71%），归母净利润达 10.37 亿元（同比+28.25%），投资收益 3.51 亿元（同比+1,106.79%），主要原因是转让紫江新材股权产生的处置收益；归母净利润 2020-2025 年 CAGR 为 12.91%。扣非归母净利润从此前 5.2-5.6 亿元的区间提升至 7.8 亿元以上，核心包装业务盈利能力明显增强。2026H1 归母净利润同比+15.10%，延续增长态势。

2）受益于产品结构优化与精益运营提效，公司盈利水平持续改善。销售毛利率较 2022 年低点提升 2.63pct 至 23.21%，归母净利率由 2020 年 6.71%升至 2025 年 10.80%。费

仅供内部参考，请勿外传！

用管控效果突出，销售费用率较 2024 年下降 0.81pct，财务费用率小幅上升 0.16pct；研发费用率提升至 3.58%，公司持续加码产品与技术投入。

3）资本回报水平稳步提升，2025 年 ROE 达 16.25%、ROIC 达 10.91%，较 2023 年低点分别提升 6.26pct、3.83pct。这一提升主要由净利率改善驱动，并未依赖财务杠杆，盈利质量扎实。

4）公司持续加大资本开支，规模从 2020 年的 3.71 亿元提升至 2024 年、2025 年的 12 亿元以上，近两年重点投向无菌饮料生产线建设、Husky 144 腔注塑系统引进、高端医用包装及薄膜材料生产基地等在建项目；有息负债规模平稳增长，财务结构稳健，经营现金流充足，为长期发展提供有力支撑。

表1： 紫江企业财务数据一览（单位：百万元）

单位：百万元	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026H1
营业收入	**8417.64**	**9528.59**	**9607.94**	**9115.51**	**10636.95**	**9604.07**	**4838.49**
YoY	-8.61%	13.2%	0.83%	-5.13%	16.69%	-9.71%	-7.80%
归母净利润	**565.21**	**553.18**	**603.19**	**559.55**	**808.81**	**1037.28**	**544.17**
YoY	14.37%	-2.13%	9.04%	-7.24%	44.55%	28.25%	15.10%
扣非归母净利润	**536.03**	**533.28**	**524.32**	**564.52**	**787.17**	**780.54**	**499.20**
YoY	28.35%	-0.51%	-1.68%	7.67%	39.44%	-0.84%	6.45%
归母净利率	**6.71%**	**5.81%**	**6.28%**	**6.14%**	**7.60%**	**10.80%**	**11.25%**
营业总成本	7773.97	8848.84	8931.50	8462.29	9743.05	8726.75	4267.28
销售毛利率	21.36%	21.2%	20.58%	21.38%	23.8%	23.21%	24.62%
销售费用率	2.59%	2.3%	2.21%	2.04%	2.33%	1.52%	1.17%
管理费用率	6.18%	6.17%	6.18%	6.88%	6.34%	6.87%	6.90%
财务费用率	1.48%	1.17%	1%	0.86%	0.59%	0.75%	0.71%
研发费用率	2.64%	3.13%	3.34%	3.53%	3.23%	3.58%	3.13%
总资产	11066.60	12159.56	12076.75	13694.32	13188.78	13175.22	14011.33
有息负债	2860.19	3348.76	3570.00	3296.26	3477.12	3507.13	3774.80
经营活动产生的现金流量	1068.75	1032.73	762.94	2695.78	988.84	1195.62	-156.78
投资活动产生的现金流量	-344.91	-501.83	-452.89	-1019.51	-1127.19	-885.23	-347.72
资本开支	371.43	613.16	601.00	966.35	1214.19	1251.28	434.45
ROE	**11.06%**	**10.16%**	**10.88%**	**9.99%**	**13.59%**	**16.25%**	**7.82%**
ROIC	8.05%	7.72%	8%	7.08%	9.09%	10.91%	5.47%

资料来源：iFinD，浙商证券研究所

1.2 品类结构：以饮料包装为核心，非核心业务有序出清

以饮料包装为核心支柱，纸塑包装协同发力，公司持续推进主业聚焦战略，业务结构持续优化。2025 年核心包装业务合计营收 77.48 亿元，营收占比由 2024 年的 69.31% 提升至 80.67%，2026H1 进一步攀升至 90.08%，主业集中度显著增强。

仅供内部参考，请勿外传！

表2：紫江企业营收拆分（单位：百万元）

单位：百万元	2020	2021	2022	2023	单位：百万元	2024	2025	2026H1
营业收入	**8417.64**	**9528.59**	**9607.94**	**9115.51**	营业收入	**10636.95**	**9604.07**	**4838.49**
YoY	-8.61%	13.20%	0.83%	-5.13%	YoY	16.69%	-9.71%	-7.80%
归母净利润	**565.21**	**553.18**	**603.19**	**559.55**	归母净利润	**808.81**	**1037.28**	**544.17**
YoY	14.37%	-2.13%	9.04%	-7.24%	YoY	44.55%	28.25%	15.10%
饮料包装								
PET 瓶及瓶坯	**1,365.67**	**1,580.03**	**1,711.22**	**1,647.54**	**饮料包装**	**4,660.03**	**4,780.63**	**2,791.08**
皇冠盖及标签	**1,093.96**	**1,420.18**	**1,522.98**	**1,329.55**				
塑料防盗盖	418.51	503.65	326.96	558.64	YoY	--	2.59%	11.01%
饮料 OEM	639.12	795.87	790.59	882.46	收入占比	43.81%	49.78%	57.68%
纸塑包装								
彩色纸包装印刷	1,517.80	1,733.78	1,794.63	1,948.13	**纸塑包装**	**2,712.69**	**2,967.06**	**1,567.67**
PA/PE 膜	--	384.02	400.46	325.98				
薄膜	602.28	--	--	--	YoY	--	9.38%	5.47%
喷铝纸及纸板	260.37	323.13	312.04	277.71	收入占比	25.50%	30.89%	32.40%
其他								
房地产开发	80.67	53.37	235.99	40.14	房地产开发	1,425.55	359.87	--
YoY	-56.30%	-33.84%	342.19%	-82.99%	YoY	3451.71%	-74.76%	--
收入占比	0.96%	0.56%	2.46%	0.44%	收入占比	13.40%	3.75%	--
铝塑膜	--	364.64	695.56	707.25	铝塑膜	617.91	505.99	--
YoY	--	--	90.75%	1.68%	YoY	-12.63%	-18.11%	--
收入占比	--	3.83%	7.24%	7.76%	收入占比	5.81%	5.27%	--
快速消费品商贸	1,670.45	1,354.65	1,024.16	691.47	其他业务	1220.77	990.51	479.74
其他业务	768.81	1,015.27	793.35	706.65	收入占比	11.47%	10.31%	9.92%

资料来源：iFinD，浙商证券研究所

饮料包装：基本盘稳如磐石，具有较强的客户粘性。涵盖 PET 瓶及瓶坯、皇冠盖、标签、饮料 OEM 等多元品类，依托与可口可乐、百事可乐等核心客户的长期稳定合作，展现出较强的经营韧性。2025 年实现营收 47.81 亿元（同比+2.59%），营收占比提升至 49.78%（2026H1 达 57.68%），持续夯实业绩基本盘。

纸塑包装：第二增长引擎放量，顺应高端与绿色无塑趋势。产品覆盖彩色纸包装、喷铝纸及纸板等，受益于下游高端消费包装升级及绿色无塑化趋势，增速显著领先公司整体。2025 年实现营收 29.67 亿元（同比+9.38%），营收占比从 2024 年的 25.50% 提升至 30.89%（2026H1 达 32.40%），成长边界不断拓宽。

非核心业务：有序收缩出清，历史包袱彻底释放。房地产业务在 2024 年集中结算后快速收尾，2025 年营收同比下降 74.76% 至 3.60 亿元，占比缩减至 3.75%；铝塑膜业务随子公司剥离逐步出表，2025 年营收同比下滑 18.11%；随着电商普及与新型零售的爆发式增长，传统商贸业务营收从 2020 年的 16.70 亿元持续下滑至 2023 年的 6.91 亿元。多元非主业板块的有序收缩，推动公司资本与资源全面向高附加值的包装主业倾斜。

仅供内部参考，请勿外传！

表3： 公司主要产品情况

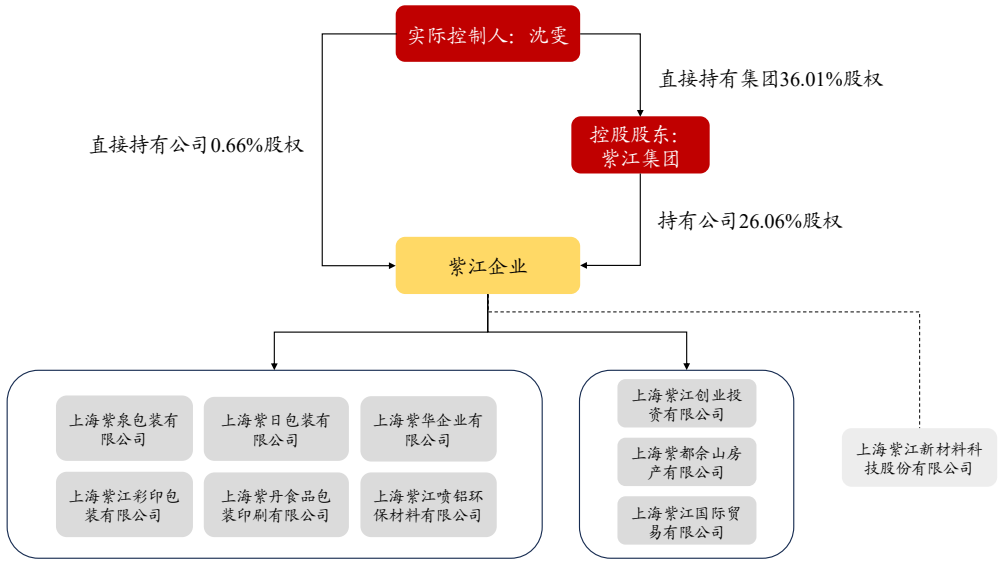
产品	所属细分行业	主要上游原材料	主要下游应用领域	主要价格影响因素
PET 瓶及瓶胚	食品包装	PET 切片	饮料包装	石油价格
皇冠盖及标签	食品包装	马口铁/PE 切片/OPP 薄膜/PET 薄膜/PVC 薄膜	啤酒瓶/食品塑料包装	马口铁价格/石油价格
塑料防盗盖	食品包装	PE 切片	饮料包装	石油价格
OEM 饮料	食品包装	PET 瓶、瓶盖、标签、糖等	食品包装	饮料市场代工费行情
喷铝纸及纸板	包装	白卡纸	社会产品包装	原纸价格
薄膜	包装	PE 切片/PA 切片	卫生用品/食品包装	石油价格
彩色纸包装印刷	食品包装	白卡纸/灰板纸	食品包装/社会产品包装	原纸价格

资料来源：公司公告、公司官网，浙商证券研究所

1.3 股权结构清晰稳固，管理层深耕行业且注重股东回报

公司股权结构清晰且高度集中。截至 2026 年 6 月 30 日，公司控股股东为上海紫江（集团）有限公司（持有公司 26.06% 股权）。沈雯先生直接持有公司 0.66% 股权，并通过上海紫江（集团）有限公司间接控制公司 26.06% 股权，是公司的实际控制人，控制权清晰稳固。公司旗下拥有完整的包装全产业链控股子公司与事业部（覆盖 PET 瓶及瓶坯、皇冠盖、塑料标签、塑料柔性包装及饮料 OEM 等）；此外，公司持有重点新材料平台——上海紫江新材料科技股份有限公司 31.05% 的股权（2025 年 9 月转让 27.89% 股权后仍保持重要参股地位），形成了“传统包装稳定现金流＋战略参股新材料成长弹性”的资产架构。

图2： 公司股权结构（截至 2025 年 12 月 31 日）



资料来源：公司公告、iFinD 等，浙商证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

核心管理团队深耕产业数十年，利益深度绑定且现金回报丰厚。公司高管及核心治理团队高度稳定，创始人及实控人沈雯先生具备长达数十年的包装与产业投资管理经验，核心高管团队多在集团与上市公司深耕多年，兼具深刻的行业洞察与战略协同执行力。实际控制人及管理层与公司利益深度一致，2024 年完成二级市场增持，彰显对公司长期价值的信心；2025 年公司延续高比例分红传统，现金分红率达 51.18%（每 10 股派现金红利 3.50 元），合计拟派发现金红利 5.31 亿元，持续保持高股东回报的稳健治理风格，为公司长期健康发展提供了有力保障。

2 行业：饮料大盘托底，无菌代工与低成本驱动增长

2.1 下游需求：软饮料产业提质扩容，无糖茶与功能饮料快速增长

2.1.1 万亿软饮料产业托底，PET 瓶包装体量大且稳健增长

PET 瓶主要应用于软饮料领域，软饮料市场是支撑 PET 包装市场需求的核心基础。

1）**软饮料行业规模稳居万亿级别，包装需求基本盘稳固。**依托国内庞大的消费市场，软饮料行业整体体量稳定在万亿规模，为上游包装赛道提供了坚实的需求支撑。结合国家统计局、智研咨询、艾媒咨询公开数据，中国饮料累计产量从 2020 年 16347.30 万吨增长至 2025 年 17925.30 万吨（CAGR 为 1.86%）。另据勤策消费研究，2019-2024 年中国软饮料行业市场规模从 8,216 亿元增至 2024 年的 9,942 亿元，年复合增长率达 4.9%。软饮料属于大众刚需消费品，市场抗风险能力强、增长态势稳定，能够持续消化上游大量的 PET 包装产品。

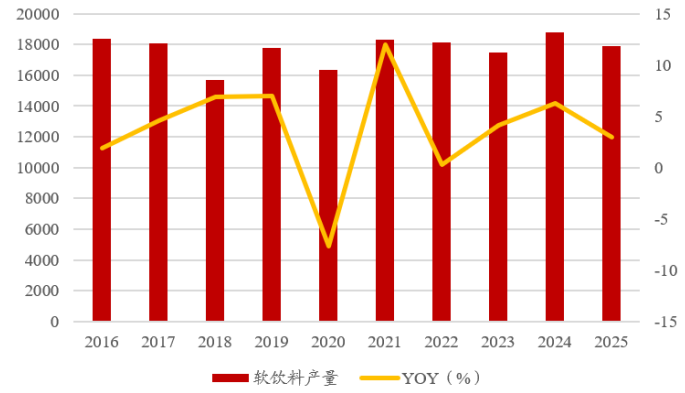
2）**PET 瓶为软饮料第一大封装载体，高度集中于水饮领域且市场规模持续扩容。**据万凯新材 2025 年度报告转引 CCF 数据显示，2025 年 1—12 月聚酯瓶片国内需求约为 933.5 万吨，同比增长 8.3%。根据中国日化及食品领域 PET 硬包装物质流分析报告，对比玻璃瓶、铝罐，PET 瓶具备轻量化、运输成本低、可回收、安全性高等优势，PET 瓶片在饮用水包装和饮料包装领域用量占比共计 71%。

3）**细分结构分化，包装水与碳酸占主导，无糖茶与功能饮料增速领跑。**据国贸期货《聚酯瓶片 PET：聚酯瓶片产业链报告》显示，在软饮料市场，包装饮用水和碳酸饮料是消耗 PET 瓶最多的两大核心品类，分别占比约 30%和 20%，构成行业存量基本盘；而茶饮料、功能性饮料的市场占比均在 15% 左右，正在快速提升，成为拉动 PET 包装需求增长的增量赛道。

放眼全球市场，PET 包装行业同样保持稳定扩容态势。据 Fortune Business Insights 统计，2025 年全球 PET 包装市场规模为 444.5 亿美元，预计从 2026 年 468.3 亿美元增至 2034 年 751.4 亿美元，期间 CAGR 将维持在 6.09%，全球需求大盘稳中有升。聚焦国内市场，数据显示我国家庭包装每年 PET 瓶消费量达 547.4 万吨，预计 2026 年中国 PET 包装市场规模将达到 26.6 亿美元。

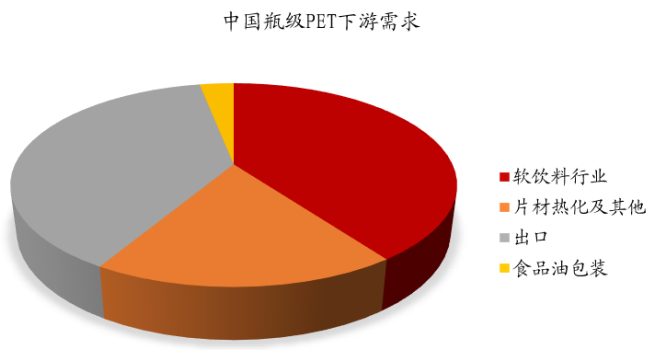
仅供内部参考，请勿外传！

图3： 2016-2025 中国软饮料产量及增速（万吨，%）



资料来源：iFinD，浙商证券研究所

图4： 中国瓶级 PET 下游需求



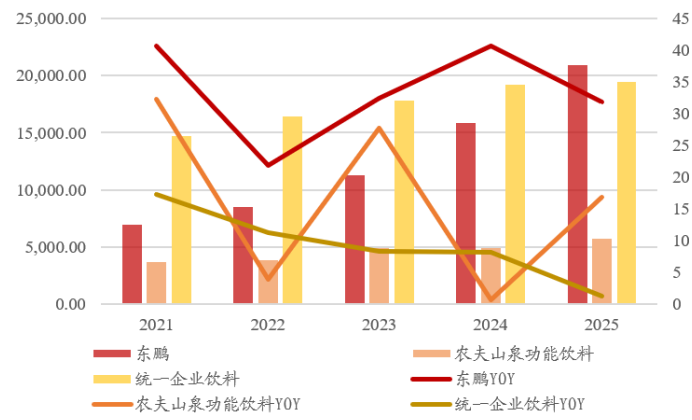
资料来源：中国期货业协会，浙商证券研究所

2.1.2 双轮驱动分化，商业模式从“传统包材”向“高壁垒 OEM 代工”升维

PET 包装行业正经历从“传统简单代工”向“高壁垒一体化服务”的深刻演进。传统 PET 包装行业主要向下游客户提供瓶坯、瓶盖等单一包材的简单代工生产，附加值较低，门槛相对较低。随着消费升级与下游饮品品类的分化，品牌方对包装供应商的一体化深度服务能力提出了更高要求。面对成熟水饮巨头品牌，从单一包材供应升级为“厂中厂”深度嵌入的模式，极大降低了运输与沟通成本。无糖茶与功能饮料市场强劲爆发，由于无糖茶无防腐剂、对生产环境无菌要求严苛，且品牌方为了控制 Capex 并加快新品试错迭代，倾向于将“吹瓶+灌装+贴标”全流程外包。以东鹏饮料（2025 年营收 208.75 亿元，同比 +31.80%；爆款“补水啦”收入占比攀升至 15.70%）、三得利、果子熟了等为代表的新锐与高增客户，直接驱动包装模式向“无菌冷充填 OEM + 高端环保包材”的一体化服务升级。

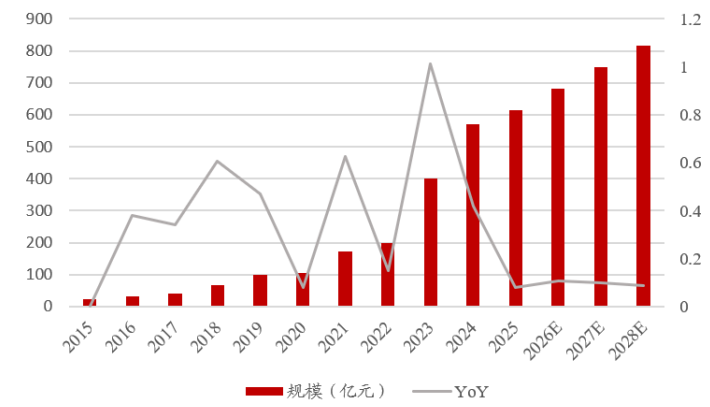
下游对供应商一体化服务能力要求的提升，驱动行业格局持续向头部优化。一体化及无菌冷充填服务要求供应商具备单条数千万元级别的高端产线投入能力、严苛的无菌控制技术以及全产业链响应能力。资金与技术双重壁垒大幅抬升了行业准入门槛，加速了落后中小产能的出清，推动订单与客户资源向具备全产业链能力的头部企业集中，行业竞争格局持续改善，头部企业迎来量利齐升。

图5： 部分企业无糖茶与功能饮料业务营收（百万元，%）



资料来源：iFinD，浙商证券研究所

图6： 中国无糖饮料行业市场规模及预测（亿元，%）



资料来源：艾媒咨询，浙商证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

2.2 行业竞争格局：硬软赛道分化，紫江凭规模与盈利双跃升突围

2.2.1 PET 硬包装集中度高，软包装相对分散

国内塑料包装行业整体呈现典型的“大行业、小公司”发展特征。结合前瞻产业研究院和中国包装联合会公开数据，我国规模以上塑料包装企业整体营收规模从 2021 年的 5,373.02 亿元增至 2024 年的 5,620.31 亿元（CAGR 为 1.51%），但行业头部集中程度极低，据观研天下《中国塑料软包装行业发展趋势分析与未来前景研究报告（2024-2031 年）》，2020 年 CR5 为 6.26%，整体市场格局分散。

在整体行业分散的大背景下，若按照产品形态拆分，塑料包装可分为以 PET 瓶、瓶坯、瓶盖为主的硬包装，以及彩印复合膜、包装袋为主的软包装两大赛道。

PET 硬包装——行业相对集中，头部两家优势显著，集中度持续提升。1）PET 饮料硬包装行业呈现“整体分散、头部两家领跑”的格局。国内市场中，**紫江企业（600210.SH）与珠海中富（000659.SZ）**是两家完成全国性产能布局、并通过可口可乐、百事可乐全球供应商体系深度认证的 PET 硬包装企业，稀缺性与行业壁垒较高。紫江企业在热灌装茶饮瓶及无菌冷充填 OEM 领域布局较早，具备较强的产能和客户资源优势。2）**第二梯队：金富科技（003015.SZ）**聚焦瓶盖单项冠军；**达意隆（002209.SZ）**延伸“设备+驻厂吹瓶”服务；**奥瑞金（PET 板块）、万容包装**等则立足区域与既有客户，主攻传统热灌装瓶及日化容器。3）行业份额加速向头部企业集中。下游饮品品牌集中度持续抬升，叠加 VOCs 环保治理及安监门槛提高，加速了中小型落后产能的出清。头部企业凭借规模效应、客户粘性与成本优势持续收割份额，行业集中度逐年上行。

塑料软包装——高度分散，区域化竞争为主。塑料软包装主要涵盖彩印复合膜、各类包装袋等产品，广泛应用于食品、日化、医药等领域，赛道应用场景碎片化特征明显，下游客户分散且需求差异化强，导致行业整体集中度处于极低水平。该赛道以区域化竞争为主，与紫江企业的 PET 饮料硬包装赛道在生产工艺及客户形态上交叉较少。

2.2.2 紫江企业规模、盈利与商业模式优势突出

与 PET 硬包装竞品对比：紫江规模与盈利双重优势，头部竞争优势较为突出。从 2025 年财报来看，珠海中富 2025 年实现营收 9.87 亿元，归母净利润亏损 1.15 亿元，净利率降至 -11.69%，业绩承压主要源于产能利用率不足、财务费用偏高两大核心问题，整体经营效率偏弱。相比之下，紫江企业 2025 年营收规模（96.04 亿元）约为珠海中富的 10 倍，归母净利润达 10.37 亿元，归母净利率攀升至 10.80%。依托“厂中厂”模式实现成本管控，同时布局重资产无菌代工核心产能，紫江企业的核心竞争力持续强化，不断承接优质头部客户订单，市场份额持续提升。

与软包龙头永新股份对比：盈利稳定性体现头部企业竞争优势，紫江企业商业模式具备较强的延伸能力。永新股份 2025 年实现营收 37.23 亿元、归母净利润 4.38 亿元，毛利率和净利率分别为 23.01%和 11.77%。紫江企业与永新股份作为各自细分赛道的头部企业，毛利率均保持在 23%以上，反映出高端消费品包材业务较强的客户黏性和盈利稳定性。相较于以软包装产品为主的业务模式，紫江企业依托全国化产能和“厂中厂”布局贴近核心客户，并由 PET 瓶坯、瓶盖等包装环节向饮料 OEM 延伸，形成“包装+灌装”协同服务；该模式可随客户区域扩张进行复制，有助于提升单客价值量并拓展业务边界。

仅供内部参考，请勿外传！

表4： 紫江企业与同行业公司对比

对比维度（2025 年）	紫江企业（600210.SH）	珠海中富（000659.SZ）	永新股份（002014.SZ）
营业收入（亿元）	96.04	9.87	37.23
归母净利润（亿元）	10.37	-1.15	4.38
销售毛利率	23.21%	15.66%	23.01%
归母净利率	10.80%	-11.69%	11.77%
主营赛道	PET 饮料硬包装（主导）	PET 饮料硬包装（直接竞品）	塑料软包装（交叉少）
核心产品	PET 瓶及瓶坯、瓶盖、标签、饮料 OEM、彩印纸塑	PET 瓶、瓶坯、标签、外包装薄膜、饮料 OEM	彩印复合软包装材料、塑料薄膜
客户结构与模式	CR5 占比约 23%，绑定双可乐/农夫/东鹏；厂中厂+无菌 OEM	CR5 占比约 63%，绑定双可乐/康师傅；传统区域工厂供货	CR5 占比约 21%，绑定伊利/蒙牛/宝洁；定制化软包供货

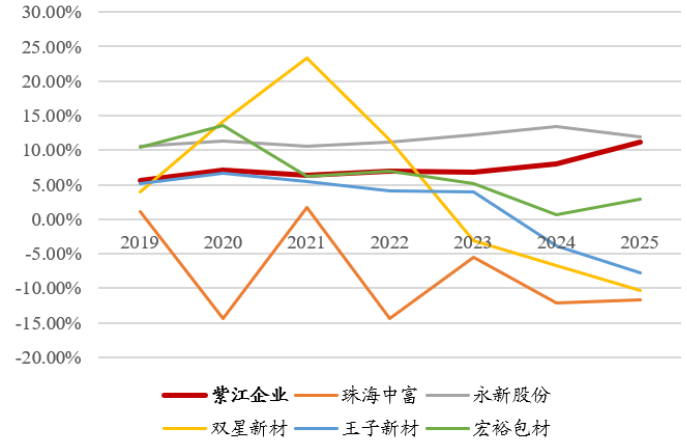
资料来源：iFinD、公司公告、公司官网，浙商证券研究所

图7： 紫江企业可比公司营收（百万元）及 YOY（%）对比



资料来源：iFinD，浙商证券研究所

图8： 紫江企业可比公司净利率对比（单位：%）



资料来源：iFinD，浙商证券研究所

2.3 上游供给：瓶级 PET 产能充沛，原料成本保持低位震荡

紫江企业饮料包装业务属于材料驱动型制造业，聚酯切片（PET）是瓶坯与瓶身生产最核心的单一主料，其价格走势是决定公司包装业务毛利率与盈利弹性的核心变量。

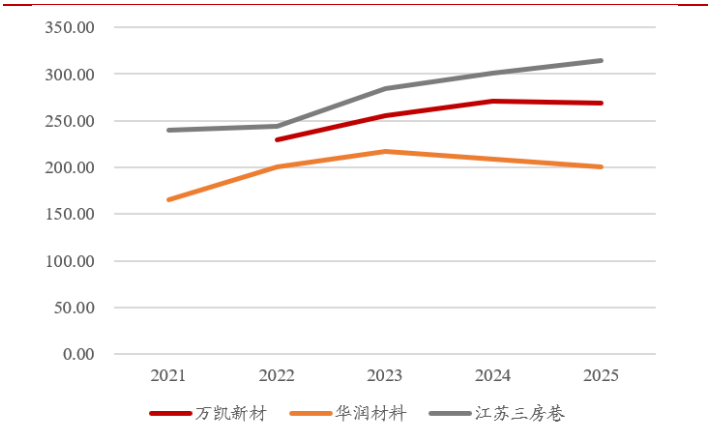
上游扩产周期打破传统油价联动，PET 切片价格在供给过剩背景下实现与油价脱钩走低。瓶级 PET 位于石化产业链下游，价格传导路径清晰，即国际原油→PX→PTA/MEG→瓶级 PET。从历史走势看，原油长期决定 PET 价格中枢，但传导并非刚性。2023 年之前行业供需偏紧，PET 价格与 Brent 原油走势高度同步；2024 年起国内产能集中释放，二者出现明显背离——原油从 80 美元 / 桶回升至 110 美元 / 桶以上，PET 价格反而从 7000 元 / 吨下行至 6000 元 / 吨区间，充分体现供给过剩对油价传导的弱化效应。据万凯新材 2025 年年报及 CCF（中国化纤信息网）统计，截至 2025 年底国内瓶级 PET 名义产能 2147 万吨 / 年，占全球总产能约 49%；2025 年产量 1753 万吨，同比增长 12.7%，行业前四大龙头 CR4 产能集中度达 80.11%。当前行业处于产能消化期，PET 价格中枢维持在 6500–7200 元 / 吨，以往“油价大涨、成本剧增”的单向挤压效应显著减弱。

对公司主业毛利率来说，PET 价格波动的实际影响已被大幅对冲。超六成的战略客户采用来料加工模式，公司仅收取固定加工费，盈利不受原料涨跌影响；中小客户配套 1–2

仅供内部参考，请勿外传！

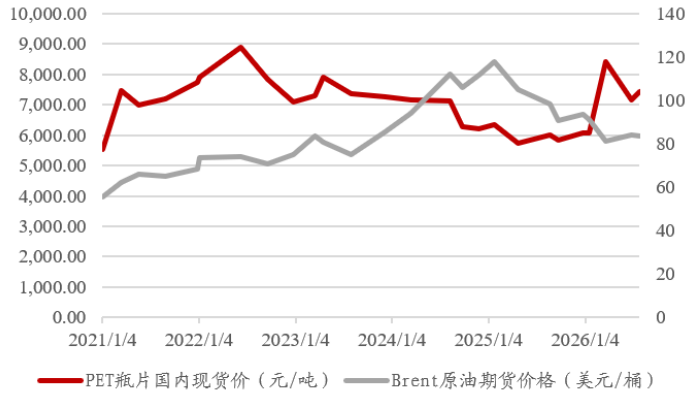
个季度的调价机制，成本压力可顺畅向下传导。叠加无菌冷充填 OEM 等高附加值业务占比持续提升，产品结构升级成为盈利核心驱动，当前 PET 价格低位进一步为毛利率修复提供了宽松的成本环境。

图9： 重要供货商聚酯瓶片产量（单位：万吨）



资料来源：iFinD，浙商证券研究所

图10： 2021-2026 PET 瓶片国内现货价与 Brent 原油价格



资料来源：iFinD，浙商证券研究所

3 未来增长展望：多重壁垒巩固龙头地位，多曲线打开成长空间

3.1 下游客户资源优质，构筑需求基本盘

3.1.1 客户结构均衡多元，风险分散能力突出

1） **客户结构健康，抗风险能力强。**从客户集中度看，公司前五大客户（CR5）营收占比长年维持在 15%~25% 的合理水平，这一集中度既保证了公司能深度承接头部水饮巨头的大规模订单以发挥规模效应，又有效规避了单一客户经营波动或议价压制给公司带来的重大风险。

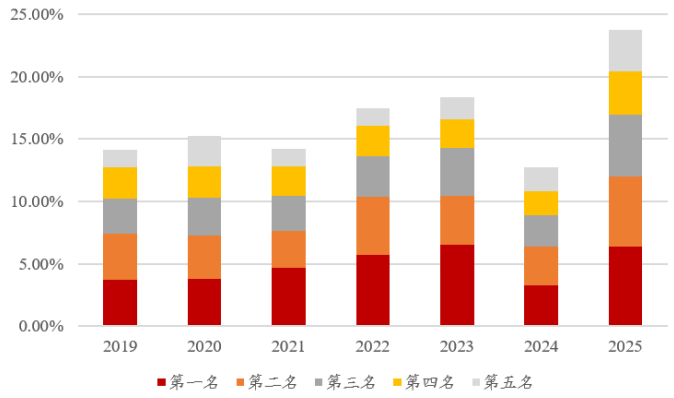
2） **深度绑定全球及国内水饮巨头，基本盘稳固。**国际市场深度合作太古可口可乐、中粮可口可乐、百事可乐等全球碳酸及饮料巨头，合作历史长达数十年。国内市场紧密绑定农夫山泉、统一、东鹏特饮等本土巨头，稳定支撑其 PET 瓶及瓶坯的大规模需求。

3） **非饮料包材拓客。**公司将 PET 瓶/瓶坯及精密注塑能力横向复用至非饮料领域：调味品（千禾味业、海天味业等），日化洗护（蓝月亮、利洁时等），低温乳品领域（卡士、蒙牛等）。非饮料包装的引入拉长了业务周期，有效平滑了传统饮料包装明显的夏季旺季与冬季淡季波动。

4） **发展环保纸塑客户，切入新茶饮与高端咖啡。**纸塑包装板块顺应绿色无塑趋势，2025 年实现营收 29.67 亿元（同比 +9.38%），营收占比提升至 30.89%。一方面，稳固麦当劳等传统快餐的纸质包装供应；另一方面，积极拓展手捧袋、环保纸袋及纸杯，成功切入蜜雪冰城、霸王茶姬、星巴克等供应链。

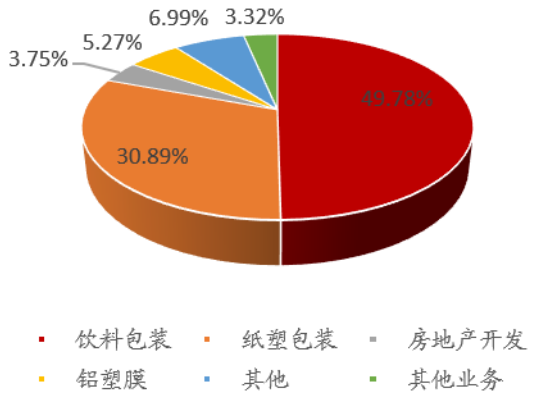
仅供内部参考，请勿外传！

图11： 紫江企业前五大客户占营业收入比（单位： %）



资料来源：iFinD，浙商证券研究所

图12： 2025 年主营业务营收占比饼状图



资料来源：iFinD，浙商证券研究所

3.1.2 下游赛道景气向上，驱动订单持续增长

下游客户自身的扩张速度与品类结构升级，是紫江企业包装订单爆发的根本驱动力。

1）稳定客户，万亿软饮料传统基本盘筑牢根基。

根据国家统计局及勤策消费研究数据，国内软饮料市场整体处于万亿级规模（2024 年市场规模为 9,942 亿元），2025 年中国软饮料累计产量达 17,925.30 万吨。据国贸期货《聚酯瓶片产业链报告》，包装饮用水（占 30%）与碳酸饮料（占 20%）合计占据 PET 瓶下游消耗量的 50%。太古/中粮可口可乐、农夫山泉等基本盘需求刚性强、抗风险能力高，为紫江企业提供了极其稳固的产能利用率保障。

2）高增客户，无糖茶与功能/电解质饮料领跑者

随着国民健康意识提升，无糖茶与电解质水成为软饮料行业增速最高的细分赛道。根据艾媒咨询（iiMedia Research）数据，2025 年中国无糖饮料行业市场规模已达 615.6 亿元；无糖茶与电解质水赛道快速放量。无糖茶与电解质水不含防腐剂，对生产环境的无菌要求极高，品牌方倾向于将“吹瓶+灌装+贴标”全流程外包。紫江凭借无菌冷充填（OEM）高附加值产线，精准承接赛道红利。

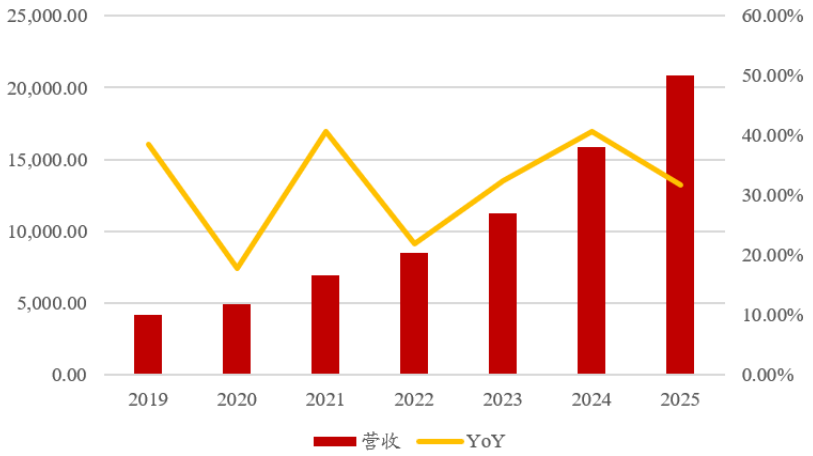
公司深度绑定头部高增长饮料企业，核心合作标的成长势能强劲。根据东鹏饮料 2025 年年度报告，东鹏饮料 2025 年实现营业收入 208.75 亿元（同比 +31.80%），归母净利润 44.15 亿元（同比 +32.72%）。其中，第二增长曲线电解质饮料“东鹏补水啦”在 2025 年实现营收 32.74 亿元（同比大幅增长 118.99%），占主营收入比重提升至 15.70%。同时深度服务三得利（乌龙茶系列）、果子熟了等。

3）新兴客户，新茶饮与高端咖啡拓展新空间

生态环境部、发改委持续推动《关于进一步加强塑料污染治理的意见》（禁塑令）落地，持续推动餐饮、新茶饮行业淘汰传统塑料包装，加速向环保纸质包装迭代升级，行业替代红利持续释放。依托环保包装产品优势，紫江企业持续拓展下游新兴客户群体，与麦当劳、蜜雪冰城、华莱士、霸王茶姬、达能等餐饮、新茶饮及食品头部品牌的合作规模持续扩大，打开了全新的业绩增长空间。

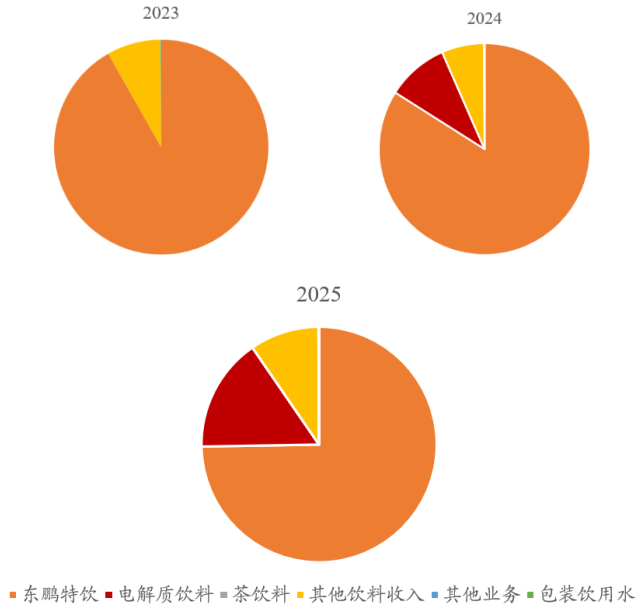
仅供内部参考，请勿外传！

图13： 2019-2025 东鹏饮料营收和同比增速（单位：百万元，%）



资料来源：iFinD，浙商证券研究所

图14： 东鹏饮料产品占比图



资料来源：iFinD，浙商证券研究所

3.2 从“传统包材制造”向“深度一体化与运营赋能”升维

3.2.1 供应链深度绑定，“厂中厂”连线＋托管运营输出

公司凭借三十余年积累的精细化运营能力，将与下游巨头客户的合作由传统的购销合作关系，逐步构建起深度绑定的供应链共生体系。一方面，公司持续推进“厂中厂”、直接连线等紧密合作模式，将部分包装产能嵌入客户生产体系，并通过自动输送系统将瓶胚、瓶盖实时输送至客户灌装线，减少中间物流环节和运输次数；目前已在长沙、天津和中山等地推进东鹏饮料配套项目。另一方面，公司逐步拓展托管运营模式，已获得中粮可乐、太古可乐多家装瓶厂瓶胚中心的长期托管运营及配套合作，反映出客户对公司品控及运营能力的认可。由产品供应向包装制造服务延伸，有助于深化公司与核心客户的合作关系，并逐步形成差异化的运营管理能力。

仅供内部参考，请勿外传！

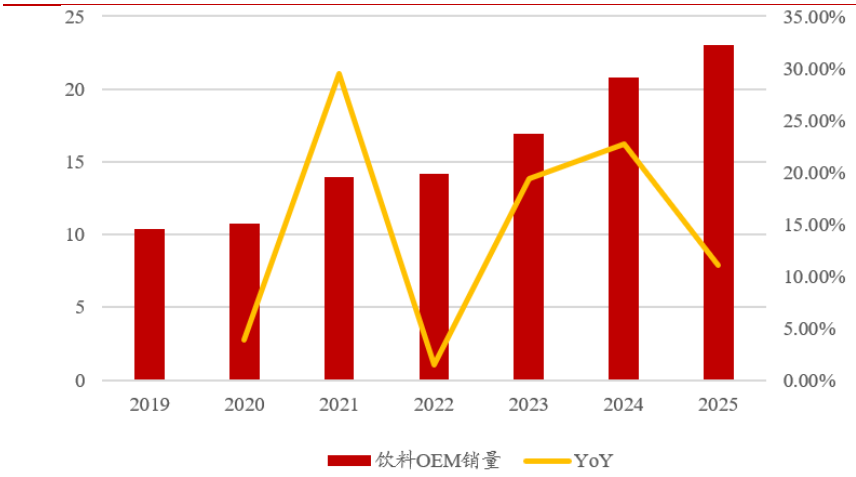
3.2.2 商业模式升维：高附加值无菌冷充填（OEM），从“卖容器”升级为“成品代工”

针对无糖茶与功能/电解质饮料对无菌控制的严苛要求，公司推动商业模式由“售卖包材”向“高附加值无菌代工”升维。

当前下游饮品品牌普遍呈现固定资产外包的发展趋势。无菌冷充填产线单条造价高达数千万元，且技术门槛极高。东鹏“补水啦”、三得利等高增品牌为控制固定资产投资、降低新品试错成本并加快推新节奏，普遍倾向将“吹瓶+灌装+贴标”全流程外包。

随着高毛利无菌代工产能集中释放，公司整体盈利结构持续优化。根据紫江企业 2025 年年度报告，2025 年公司新增无菌生产线顺利投产放量。全年饮料 OEM 业务销量同比增长超 11%，其中非战略客户销量同比增长超 54%，高毛利代工业务占比提升带动公司整体盈利能力持续改善。

图15： OEM 饮料销量及增速（单位：亿瓶，%）



资料来源：iFinD，浙商证券研究所

3.2.3 跨品类柔性制造与环保解决方案：工艺横向复用，打造全场景交付方案

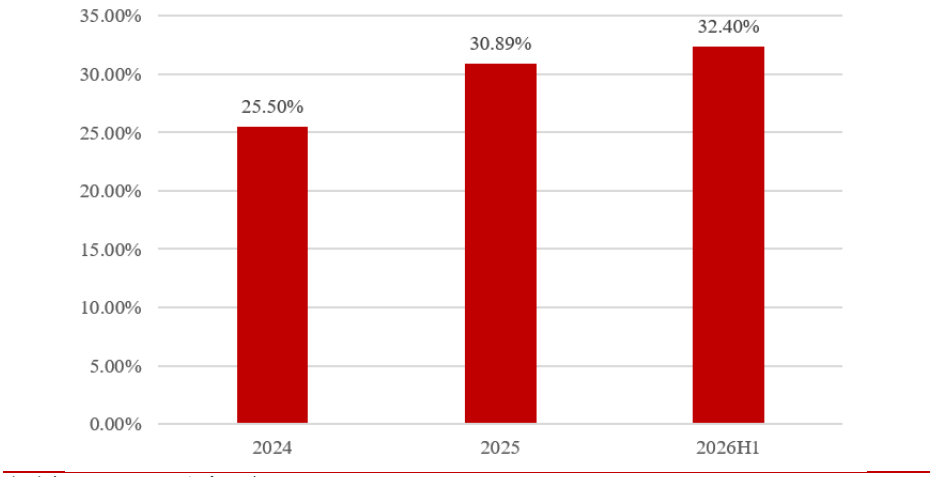
公司将精细化制造、高精度注塑与材料调配能力向非饮料及环保纸塑领域横向迁移，展现出极强的跨场景技术适配与全流程一站式解决方案交付能力。

高精度注塑与材料技术迁移，平滑季节性波动。公司将瓶坯模具开发、精密注塑及耐酸碱/防氧化材料调配技术复用至调味品（海天、千禾）、日化洗护（蓝月亮）及低温乳品（卡士、蒙牛等）领域。凭借全国分布式网点，公司具备在同一节点内柔性调度生产的能力，有效拉平传统饮料“夏旺冬淡”的产能利用率曲线，平滑营运现金流。

“禁塑”驱动环保定制升级，第二曲线加速变现。在“禁塑令”政策驱动下，公司纸塑事业部由基础餐盒向高附加值环保纸袋、手捧袋及纸杯延伸，具备从无塑淋膜、涂布模切到防烫防水结构设计的全套解决方案能力，成功切入喜茶、星巴克等新茶饮及高端咖啡供应链。2025 年纸塑包装实现营收 29.67 亿元（同比 +9.38%），营收占比升至 30.89%，2026H1 进一步升至 32.40%，第二增长曲线放量显著。

仅供内部参考，请勿外传！

图16：纸塑包装营收占比（单位：%）



资料来源：iFinD，浙商证券研究所

3.3 多维成本防线，构筑重资产竞争壁垒

3.3.1 多重降本体系落地，构筑全方位成本竞争壁垒

全国分布式网点，就近供货降低运费。PET 瓶及瓶坯业务，公司在全国布局了 7 大区、50 余家工厂；饮料 OEM 业务，在全国布局 9 大生产基地。包装产品（特别是空瓶与大体积包材）具有高运输成本属性，通过“贴近客户建厂”实现就近供货，大幅压低了跨区域物流与运输损耗成本。

“厂中厂”深度嵌入。生产线直接建设在太古/中粮可口可乐、东鹏饮料等客户工厂内部（如在东鹏的长沙、天津、中山工厂设置厂中厂），实现吹灌贴一体化与无缝连线传送，消除了中间运输与二次仓储成本。

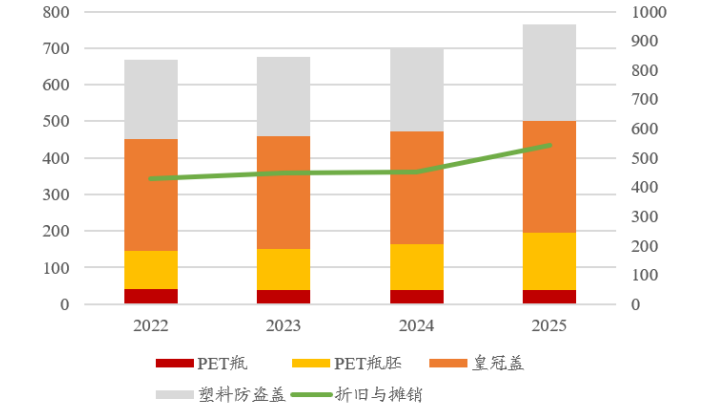
数字化管理与绿色能源降本。公司将能源管理与数字化平台相结合，建设并持续优化总部能源管理看板，对各业务板块能源消耗数据进行实时监控和分析；同时持续推进分布式光伏建设，2025 年光伏发电量达 6,373.6 万千瓦时，有助于降低外购电需求与用能成本。

3.3.2 设备折旧见底，构筑行业低成本竞争壁垒

老设备折旧较为充分，运维保持高效。 公司上市以来，早期募投项目引进的部分设备已计提完折旧，在精细化运维管理下仍保持稳定运行。随着瓶装及瓶坯总产能由早期约 30 亿瓶提升至 200 亿瓶以上，公司生产规模显著扩大，存量设备的折旧成本能够由更多产量分摊，有助于降低单位固定成本、增强成本控制能力。相比之下，行业新进入者及后发企业新建生产线通常需要承担较大的前期资本投入和折旧摊销压力，产能爬坡阶段的固定资产利用效率亦可能受到影响。紫江企业凭借长期产能投入、较为充分的资产折旧、规模化生产能力及设备运营经验，在成本控制方面形成一定优势，并构成较高的行业进入门槛，有助于巩固公司的竞争地位。

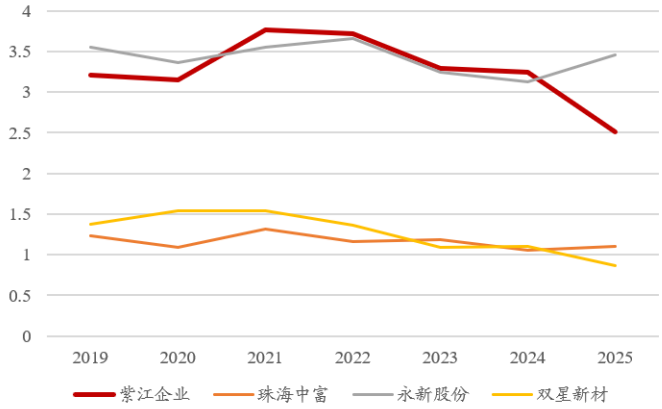
仅供内部参考，请勿外传！

图17： 2022-2025 折旧费用（右轴）与主要产量（左轴）比较（单位：百万元，亿只）



资料来源：iFinD，浙商证券研究所

图18： 2019-2025 固定资产周转率对比同行（单位：次）



资料来源：iFinD，浙商证券研究所

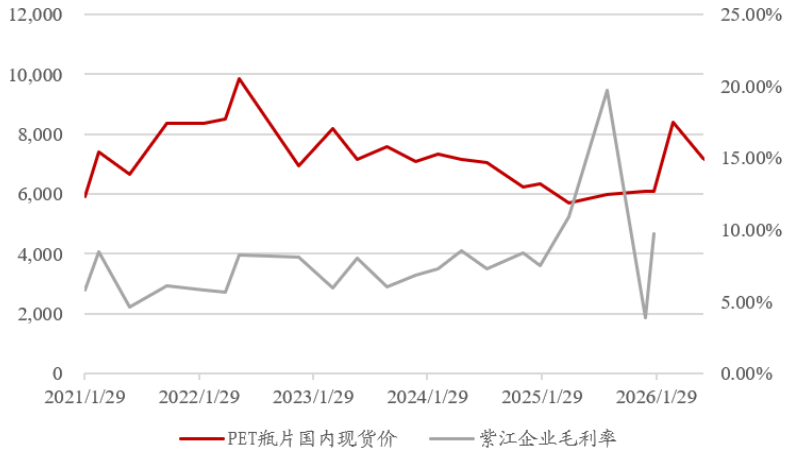
3.3.3 原料供给充裕，多重机制对冲成本波动

上游供给充沛，价格低位脱钩油价。核心原料瓶级 PET 切片占瓶坯/瓶身制造成本的 70%–80%。据万凯新材 2025 年年度报告及 CCF（中国化纤信息网）最新统计，目前国内瓶级 PET 名义产能达 2147 万吨/年（占全球 49%），前四大龙头 CR4 达 80.11%。处于供给过剩期的 PET 现货价格长期维持在 6000–8000 元/吨，弱化了国际油价波动对公司毛利率的挤压。

分层避险机制隔离波动风险。战略客户采用来料加工模式，主料由客户采购，公司仅收取固定加工费，零原料价格波动风险；中小客户建立 1–2 个季度的定期调价传导机制，可顺畅将成本压力向下游转移。

集中采购与财务资本利差加持。通过集团集中采购优势压低采购单价；结合低至约 2.2% 的综合银行债务融资成本与 15%+ 的加权 ROE，形成 12.8%+ 的资本利差，为原材料备货与设备 CapEx 提供充沛而低成本的资金保障。

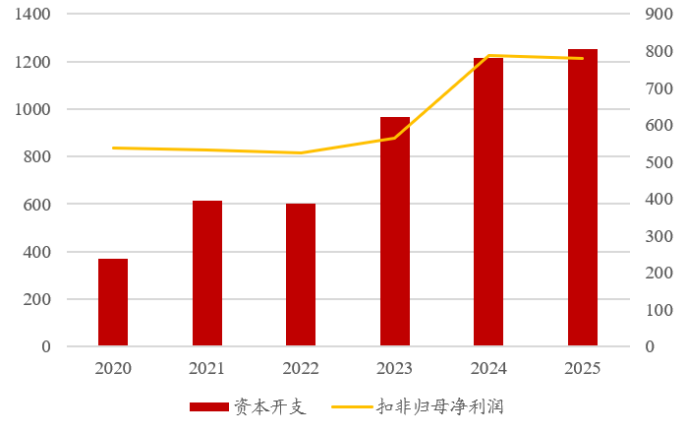
图19： 2021-2026 PET 国内现货价与紫江毛利率比较（单位：元/吨，%）



资料来源：iFinD，浙商证券研究所

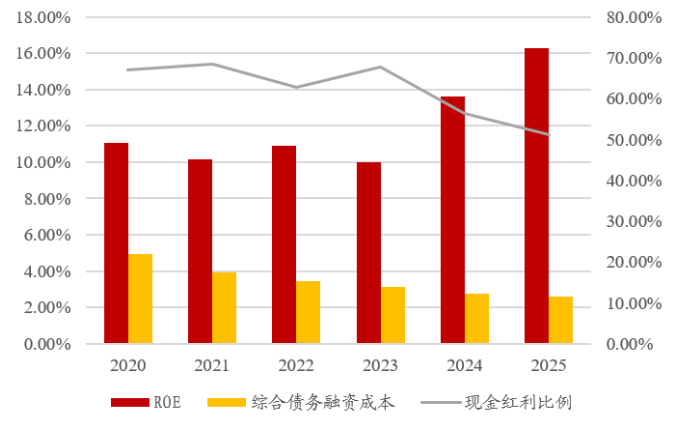
仅供内部参考，请勿外传！

图20：资本开支和扣非归母净利润对比（单位：百万元）



资料来源：iFinD，浙商证券研究所

图21：资本利差与现金分红（单位：%）



资料来源：iFinD，浙商证券研究所

3.4 出海业务：东南亚红利爆发，海外布局开启

3.4.1 东南亚市场机遇：人口红利驱动大盘放量

东南亚大盘快速扩容，饮料占比超七成，高增赛道催化高规格包材需求。据 GEP Research 数据，2025 年东南亚 PET 瓶产量达 420 亿只（同比 +8.3%），市场规模突破 180 亿美元（印尼、越南需求增速分别达 11.2%、9.7%）。预计 2026-2030 年将以 5.8% 的 CAGR 增至 590 亿只，市场规模突破 260 亿美元。饮料占据东南亚 PET 瓶 72% 的主导份额（2025 年碳酸饮料、瓶装水及即饮茶分别消耗 135 亿、122 亿与 68 亿只），受消费升级驱动，功能性饮料（15.3%）与乳制品（13.8%）的 PET 瓶用量增速最为迅猛，带动高品质无菌包材与灌装代工需求爆发。

3.4.2 紫江的出海战略与布局：紧跟核心大客户“随行出海”，开启产能全球复制

公司将国内验证成功的重资产运营与“贴近客户建厂”模式复制至海外。可口可乐、百事可乐等全球巨头持续加大东南亚投资，东鹏饮料、农夫山泉等国内龙头亦加速出海。紫江凭借长期合作形成的极强客户粘性，跟随核心客户需求设立海外生产基地，直接获取高确定性的本地化订单。首家海外全资生产基地——越南紫日包装于 2025 年正式建成投产并实现批量供货，成功迈出东南亚产能本地化建设与业务拓展的关键一步。持股 49% 的埃塞俄比亚工厂平稳投产，顺畅承接东非地区快速增长的包装需求，形成了“东南亚 + 非洲”的新兴市场产能纵深布局。

3.5 价值增厚：非主业资产清理、结算与战略期权

房地产业务方面，上海佘山的高端项目“紫月桃院”，占地 333 亩，共 128 幢中式合院，目前主体结构已经全部封顶，后续建设工作有序推进；未来预售及收入有望为公司贡献一定业绩增量。项目回笼的现金流可以在一定程度上支撑包装主业每年 10 亿元以上的资本开支，也能保障公司 50% 以上的高分红比例。2025 年公司分红比例达 51.18%，累计派现超 5.3 亿元，进一步夯实了业绩的稳定性。

战略期权方面，公司控股子公司紫江创投以现金 6.75 亿元并持有中航民用 15%股权；截至 2026 年 6 月末，该项投资账面价值为 8.277 亿元，累计计入其他综合收益的利得为 1.527 亿元。中航民用持有昂际航电 50%股权，昂际航电为 C919 核心航电供应商，为其提供 3 个大包和 5 个子系统，并积极应标 C929 项目。2024 年 10 月，昂际航电成立全资子公

仅供内部参考，请勿外传！

司昂际智航，发布面向低空航空器的航电及飞控解决方案。随着大飞机规模化交付与低空经济爆发，这部分战略股权资产具备一定的增值空间。

紫江新材方面，在锂电材料板块，2025 年 9 月公司以 2.985 亿元将紫江新材 27.89%的股权出让至威尔泰（与紫江企业受同一实际控制人控制），确认税前处置收益 2.957 亿元。本次交易帮助公司顺畅回笼大额现金、聚焦包装主业；同时，交易后公司仍保持 31.05% 的重要持股比例。这既隔离了锂电材料赛道的短期波动风险，又完整保留了未来固态电池及高端铝塑膜放量带来的长期收益与估值弹性。

表5： 紫江企业非核心资产处置及战略投资

资产类型	涉及实体/项目	交易/持股动作	财务/战略影响
大飞机航电期权	中航民用（昂际航电）	紫江创投持股 15%（C919 核心供应商）	投资账面价值 8.28 亿元，累计增值 1.53 亿元；昂际航电配套 C919，并积极推进 C929 项目合作
锂电铝塑膜资产变现	紫江新材	出让 27.89% 股权（回笼 2.985 亿元），保留 31.05%	确认处置收益 2.957 亿元；2026H1 确认投资收益 0.14 亿元，期末账面价值 3.34 亿元
非核心商贸物流	部分快消商贸子公司	关停、转让或注销部分低效业务	消除亏损拖累，合并报表真实反映主业盈利

资料来源：iFinD、公司公告、公司官网，浙商证券研究所

4 盈利预测与估值

4.1 核心假设与收入预测

1）**饮料包装方面，**2026H1 PET 切片采购价格同比上涨 10.9%，但公司超 60%的 PET 瓶及瓶坯采用来料加工，叠加价格联动、集中采购及降本增效，上半年饮料包装毛利率仍达到约 27.3%，原料涨价影响整体可控。预计 2026/2027/2028 年销量分别增长 12%/11%/10%，平均售价同比下降 3%/1%/1%。考虑 2026 年已有较好的降本效果，未来降本空间逐渐收窄，综合单位成本预计分别下降 6.0%/1.2%/1.1%。据此，饮料包装收入分别为 52 亿元、57 亿元和 62 亿元，毛利率分别为 27.09%/27.24%/27.31%。

2）**纸塑包装方面**，受益于环保包装需求提升及餐饮、食品和医药包装客户拓展，预计 2026/2027/2028 年销量分别增长 6%/7%/6%，综合售价分别上涨 2.5%/2.0%.2.0%，单位成本分别上涨 1.5%/1.5%/1.5%。预计收入分别为 32.24 亿元、35.18 亿元和 38.04 亿元，毛利率分别为 19.00%/19.51%/20.14%。

3）**房地产业务方面**，佘山·紫月桃院规划建设 128 幢中式合院，目前主体结构已经封顶，但具体预售和交付时间仍存在不确定性；8 月 28 日现房销售政策落地后，我们预计公司 2027 年少量交付、2028 年首批集中交付并进入主要结算期，2027-2028 年分别确认收入 0.5 亿元和 12 亿元，毛利率均按 40%估算。

4）**其他业务方面**，紫江新材已经出表，传统商贸及低效业务继续收缩。预计 2026/2027/2028 年其他业务收入分别为 7.5 亿元、6 亿元和 4.8 亿元，毛利率维持在 8%左右。该业务收缩会拖累收入规模，但由于毛利率较低，对公司利润影响相对有限。

5）**毛利率方面**，根据各业务收入和毛利率加权计算，预计 2026/2027/2028 年综合毛利率分别为 22.69%/23.38%/25.24%。2026 年毛利率下降主要受高毛利房地产收入减少和紫江

仅供内部参考，请勿外传！

新材出表影响；2027—2028 年，随着包装业务盈利能力改善、低毛利业务收缩以及房地产逐步结算，综合毛利率恢复上升。

表6： 紫江企业收入预测（单位：亿元）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**106.36**	**96.04**	**91.66**	**98.75**	**114.99**
YOY	16.69%	-9.71%	-4.56%	7.73%	16.44%
营业成本	81.05	73.75	70.87	75.66	85.97
毛利额	25.31	22.29	20.80	23.09	29.02
毛利率	23.80%	23.21%	22.69%	23.38%	25.24%
按业务拆分预测					
饮料包装					
营业收入	**46.60**	**47.81**	**51.94**	**57.08**	**62.16**
YOY	5.47%	2.59%	8.64%	9.89%	8.90%
产量	557.79	597.03	664.57	737.67	811.44
产销率	96.96%	99.39%	100.00%	100.00%	100.00%
总销量	540.85	593.37	664.57	737.68	811.45
YOY	-	9.71%	12.00%	11.00%	10.00%
单位成本(元/只)	0.066	0.061	0.057	0.056	0.056
YOY	-	-7.58%	-6.00%	-1.20%	-1.10%
均价（元/只）	0.0862	0.0806	0.0782	0.0774	0.0766
YOY	-	-5.81%	-3.00%	-1.00%	-1.00%
毛利率	**23.83%**	**24.76%**	**27.09%**	**27.24%**	**27.31%**
纸塑包装					
营业收入	**27.13**	**29.67**	**32.24**	**35.18**	**38.04**
YOY	6.30%	9.38%	8.65%	9.14%	8.12%
产销率	-	-	100.00%	100.00%	100.00%
总销量 YOY	-	-	6.00%	7.00%	6.00%
单位成本 YOY	-	-	1.50%	1.50%	1.50%
均价 YOY	-	-	2.50%	2.00%	2.00%
毛利率	**16.62%**	**18.47%**	**19.00%**	**19.51%**	**20.14%**
房地产业务					
营收	**14.27**	**3.60**	**0.00**	**0.50**	**10.00**
YOY	34.52%	-74.76%	-	-	1900.00%
毛利率	**38.50%**	**36.20%**	**-**	**40.00%**	**40.00%**
其他业务					
营收	**18.39**	**14.97**	**7.49**	**5.99**	**4.79**
YOY	-	-18.60%	-50.00%	-20.00%	-20.00%
毛利率	**8.20%**	**7.50%**	**8.00%**	**8.00%**	**8.00%**

资料来源：iFinD，浙商证券研究所

4.2 盈利预测

综合来看，公司包装主业保持稳健增长。饮料包装受益于无菌冷灌装 OEM 产能释放及重点客户需求增长，销量提升有望抵消产品均价小幅下降；纸塑包装则受益于环保包装替代及餐饮、新茶饮客户拓展，延续量价齐升趋势。与此同时，公司持续收缩低效商贸等非核心业务，紫江新材股权转让完成后不再纳入合并报表。房地产方面，上海佘山紫月桃院项目预计 2026 年少量结算、2027 年逐步交付，2028 年进入主要集中结算期，为公司带来较明显的业绩弹性。**我们预计公司 26-28 年收入 91.66 亿（-4.56%）、98.75 亿（+7.73%）、114.99 亿（+16.44%），归母净利润 8.51 亿（-17.93%）、9.74 亿（+14.46%）、12.99 亿（+33.33%），对应 PE 为 11.40X、9.96X、7.47X。其中，2028 年利润增速明显提升，主要来自房地产项目集中结算。**

仅供内部参考，请勿外传！

我们选取 Wind 一致盈利预测且业务相近的永新股份、众鑫股份、奥瑞金和金富科技作为可比公司，其 2026/2027/2028 年 PE 均值分别为 23.57X/15.74X/12.77X，紫江企业预测期估值低于同行平均水平。公司在饮料包装规模、客户资源及全国产能布局方面具备优势，无菌 OEM 业务构成新的增长动力，同时较高的分红比例（**分红金额持续提升、股息率维持在 5%上下**）提供一定安全边际。综合考虑包装主业增长、非核心业务收缩、房地产结算弹性及当前估值水平，**首次覆盖给予“买入”评级。**

表7： 可比公司估值对比（收盘价为 10 月 8 日数据，除紫江外均为 Wind 一致预测）

单位：亿元		归母净利润			YOY			总市值	PE		
证券代码	公司名称	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E		2026E	2027E	2028E
002014.SZ	永新股份	4.65	5.20	5.75	6.2%	11.7%	10.7%	68.54	14.73	13.18	11.91
603091.SH	众鑫股份	5.45	7.33	9.10	104.5%	34.6%	24.1%	65.56	12.04	8.94	7.20
003018.SZ	金富科技	2.39	4.29	5.72	136.6%	79.6%	33.3%	139.44	58.41	32.53	24.40
002701.SZ	奥瑞金	12.19	13.35	14.62	21.1%	9.5%	9.5%	110.84	9.09	8.30	7.58
	平均值								**23.57**	**15.74**	**12.77**
600210.SH	**紫江企业**	**8.51**	**9.74**	**12.99**	**-17.9%**	**14.5%**	**33.3%**	**97.07**	**11.40**	**9.96**	**7.47**

资料来源：Wind，浙商证券研究所

表8： 紫江企业历年分红一览

年度	归母净利润(亿元)	现金分红总额(亿元)	未未分配母公司利润(亿	股利支付率(%)	股息率(%)
2025-12-31	10.37	**5.31**	22.01	51.18	**4.76**
2024-12-31	8.09	**4.55**	17.00	56.26	**4.54**
2023-12-31	5.60	**3.79**	15.49	67.77	**5.32**
2022-12-31	6.03	**3.79**	15.56	62.86	**5.00**
2021-12-31	5.53	**3.79**	15.56	68.55	**2.72**
2020-12-31	5.65	**3.79**	15.52	67.09	**5.75**
2019-12-31	4.94	**3.03**	14.71	61.38	**5.31**
2018-12-31	4.33	**2.28**	14.18	52.57	**4.12**

资料来源：Wind，浙商证券研究所

5 风险提示

1） 宏观经济与贸易波动风险：国内消费复苏及全球经济复苏存在不确定性，贸易保护主义升温可能影响公司进出口业务与海外产能布局，进而扰动包装下游需求。

2） 原材料价格波动风险：PET 切片、马口铁、树脂等核心原材料价格受原油、纸浆行情影响较大。尽管公司通过来料加工、定期调价、集中采购等机制对冲波动，但若原料价格持续大幅上涨，仍可能阶段性挤压盈利。

3） 下游需求与季节性波动风险：软饮料行业具备淡旺季交替特征，若消费复苏不及预期或高增细分赛道增速放缓，将影响公司产能利用率；上海佘山紫月桃院项目结算节奏受地产市场环境影响，业绩释放时点存在不确定性。

4） 市场竞争与新业务拓展风险：包装行业竞争持续加剧，无菌 OEM 等高增长赛道或吸引新进入者；同时公司新产品推广、新产能爬坡及海外基地运营受技术、市场、管理等因素制约，存在拓展进度不及预期的可能。

仅供内部参考，请勿外传！

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	5,872	6,679	7,536	8,777
现金	2,171	2,813	3,421	4,112
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账项	1,348	1,324	1,426	1,661
其它应收款	36	34	37	43
预付账款	124	119	127	145
存货	1,781	1,969	2,102	2,388
其他	413	421	423	428
非流动资产	7,303	7,167	6,973	6,745
金融资产类	1,272	1,272	1,272	1,272
长期投资	574	574	574	574
固定资产	4,001	3,790	3,546	3,268
无形资产	248	248	248	248
在建工程	531	581	631	681
其他	678	703	703	703
资产总计	13,175	13,846	14,508	15,521
流动负债	4,465	4,700	4,857	5,195
短期借款	1,893	1,893	1,893	1,893
应付款项	1,760	1,673	1,786	2,030
预收账款	5	5	5	6
其他	807	1,130	1,173	1,267
非流动负债	1,781	1,778	1,778	1,778
长期借款	1,414	1,414	1,414	1,414
其他	367	364	364	364
负债合计	6,246	6,478	6,635	6,973
少数股东权益	246	273	303	343
归属母公司股东权益	6,683	7,095	7,571	8,205
负债和股东权益	13,175	13,846	14,508	15,521

现金流量表

(百万元)	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1,196	1,245	1,540	1,783
净利润	1,070	878	1,005	1,339
折旧摊销	544	561	594	628
财务费用	92	57	76	76
投资损失	(351)	(37)	(39)	(46)
营运资金变动	(226)	(212)	(92)	(211)
其它	67	(2)	(4)	(3)
投资活动现金流	(885)	(386)	(357)	(351)
资本支出	(1,222)	(399)	(396)	(397)
长期投资	299	0	0	0
其他	37	13	39	46
筹资活动现金流	(281)	(216)	(574)	(741)
短期借款	(5)	0	0	0
长期借款	(89)	0	0	0
其他	(187)	(216)	(574)	(741)
现金净增加额	29	642	608	691

利润表

(百万元)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	9,604	9,166	9,875	11,499
营业成本	7,375	7,087	7,566	8,597
营业税金及附加	131	73	79	92
营业费用	146	137	140	155
管理费用	659	596	649	764
研发费用	344	316	338	400
财务费用	72	35	48	59
资产减值损失	(35)	0	0	0
公允价值变动损益	(4)	0	0	0
投资净收益	351	37	39	46
其他经营收益	85	74	83	97
营业利润	1,253	1,033	1,178	1,573
营业外收支	9	0	4	4
利润总额	1,262	1,034	1,182	1,578
所得税	192	156	177	238
净利润	1,070	878	1,005	1,339
少数股东损益	33	26	30	40
归属母公司净利润	1,037	851	974	1,299
EBITDA	1,538	1,630	1,824	2,264
EPS（最新摊薄）	0.68	0.56	0.64	0.86

主要财务比率

	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入	-9.71%	-4.56%	7.73%	16.44%
营业利润	29.21%	-17.55%	13.99%	33.57%
归属母公司净利润	28.25%	-17.93%	14.46%	33.33%
获利能力				
毛利率	23.21%	22.69%	23.38%	25.24%
净利率	10.80%	9.29%	9.87%	11.30%
ROE	15.52%	12.00%	12.87%	15.83%
ROIC	7.99%	8.06%	8.88%	11.17%
偿债能力				
资产负债率	47.41%	46.79%	45.73%	44.93%
净负债比率	20.78%	14.66%	5.99%	-2.57%
流动比率	1.32	1.42	1.55	1.69
速动比率	0.80	0.89	1.01	1.12
营运能力				
总资产周转率	0.73	0.68	0.70	0.77
应收账款周转率	6.41	7.13	7.47	7.75
应付账款周转率	5.06	5.02	5.31	5.47
每股指标(元)				
每股收益	0.68	0.56	0.64	0.86
每股经营现金	0.79	0.82	1.02	1.18
每股净资产	4.41	4.68	4.99	5.41
估值比率				
P/E	9.36	11.40	9.96	7.47
P/B	1.45	1.37	1.28	1.18
EV/EBITDA	8.19	6.62	5.58	4.19

资料来源：浙商证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：
1.买 入： 相对于沪深 300 指数表现 + 20％以上；
2.增 持： 相对于沪深 300 指数表现 + 10％ ~ + 20％；
3.中 性： 相对于沪深 300 指数表现 - 10％ ~ + 10％之间波动；
4.减 持： 相对于沪深 300 指数表现 - 10％以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：
1.看 好： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10%以上；
2.中 性： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
3.看 淡： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10%以下。
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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。
本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。
本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。
本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层
北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层
深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层
上海总部邮政编码：200127
上海总部电话：(8621) 80108518
上海总部传真：(8621) 80106010
浙商证券研究所：https://www.stocke.com.cn