

固本培元，打造多元特种纸龙头

—— 恒丰纸业首次覆盖报告

2025年8月27日

核心观点

- 事件：**公司发布2025年半年报，25H1公司实现营业收入13.5亿元，同比+12.8%；实现归母净利润0.95亿元，同比增长+69.2%；毛利率17.1%，同比+1.6pct；管理费用率/销售费用率分别为3.6%/1.9%，同比-0.3/+0.2pct；净利率7.0%，同比+2.3pct。其中单25Q2实现营业收入6.8亿元，同比+1.6%；归母净利润0.67亿元，同比+96.9%。净利率9.9%，同比+4.8pct。
- 发展历程：从卷烟纸龙头到多元特种纸供应商。**公司是国内领先的特种纸制造商，其发展主要经过四个阶段：战略发展期（1952-2000），高度聚焦核心品类，产品线围绕卷烟工业所需的各种特种纸；资本赋能期（2001-2011）通过连续的资金投入与精准的产能建设，巩固了核心主业的优势地位；多元化发展期（2012-2020），拓展新特种纸品类，尝试开发诸如医疗包装纸、工业技术用纸等非烟新产品；创新引领期（2021-至今），巩固基本盘，突破新领域。以国内+国外+新品寻求市场突破，构建新一轮增长点。
- 烟草工业用纸：底蕴深厚，布局深化。**烟草工业用纸为公司主营产品，包括传统烟草及新型烟草，包括卷烟纸、滤棒成形纸、烟用接装纸原纸和新型烟草用纸等系列产品。公司通过四轮产能扩张奠定长足发展；通过收购锦丰纸业进一步整合行业资源，完善西南布局；并立足国际化，在国内市占率逐步达到天花板的背景下，重点聚焦东南亚、日韩等市场的开拓，核心主业稳步发展。
- 新品加速布局，构建第二增长曲线。**在卷烟纸主业以外，公司近年亦积极加强食品用涂硅纸原纸、美耐皿贴花原纸、淋膜纸原纸、吸管纸原纸、吸管包装纸、低定量热转印纸、吸油面纸和纸线原纸等特种纸新品开发，向多元特种纸企业转型。近年来新品占比持续提升。25H1公司烟草工业纸/机械光泽纸/薄型印刷纸/其他纸类分别实现营收8.9/1.6/0.8/2.1亿元，同比分别+15.3%/+16.7%/+11.5%/+14.5%，其中烟草工业纸占比自2015年的77.9%下降至25H1的64.1%。
- 投资建议：**公司为多元特种纸行业龙头，国内/国外/新品布局日益完善，未来成长动力充足，预计公司25/26/27年EPS分别为0.56/0.63/0.71元，8月27日收盘价10.31元对应PE为18X/16X/15X，首次覆盖给予“推荐”评级。
- 风险提示：**原材料价格波动的风险，市场竞争加剧的风险，宏观经济波动和关税政策变化的风险。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2773.51	3235.29	3633.88	4072.12
收入增长率%	4.74	16.65	12.32	12.06
归母净利润(百万元)	115.82	167.30	188.01	211.02
利润增速%	-14.94	44.45	12.38	12.24
毛利率%	17.82	18.50	18.70	18.90
摊薄EPS(元)	0.39	0.56	0.63	0.71
PE	26.59	18.41	16.38	14.60
PB	1.20	1.15	1.09	1.04
PS	1.11	0.95	0.85	0.76

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

恒丰纸业 (股票代码：600356)**推荐** 首次覆盖**分析师****陈柏儒**

电话：010-8092-6000

邮箱：chenbairu_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130521080001

韩勉

电话：010-8092-7653

邮箱：hanmian_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525080001

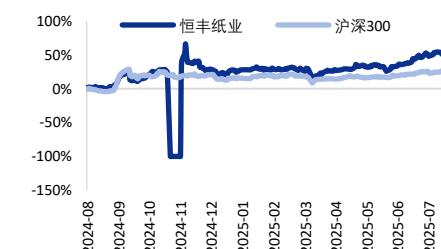
市场数据

2025-8-27

股票代码	600356
A股收盘价(元)	10.31
上证指数	3,868.38
总股本	29,873
实际流通A股(万股)	29,873
流通A股市值(亿元)	30.80

相对沪深300表现图

2025-8-27



资料来源：中国银河证券研究院

目录

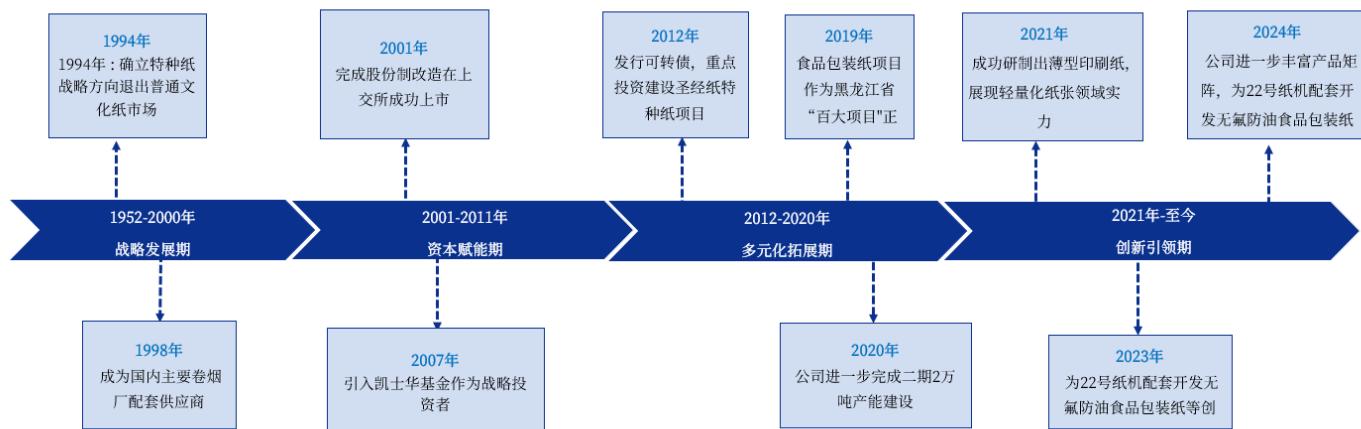
Catalog

一、 发展历程：从卷烟纸龙头到多元特种纸供应商	3
二、 烟草工业用纸：底蕴深厚，布局深化	6
(一) 烟草工业用纸为公司核心主业，龙头地位稳固	6
(二) 四轮产能扩张，奠基长足发展	6
(三) 区域并购+全球化，机遇市场持续放量	7
三、 新品加速布局，构建第二增长曲线	9
四、 投资建议	10
五、 风险提示	10

一、发展历程：从卷烟纸龙头到多元特种纸供应商

公司是国内领先的特种纸制造商，专注于高端特种纸的研发、生产和销售。其发展历程呈现四个阶段：战略发展期（1952-2000），高度聚焦核心品类。产品线围绕卷烟工业所需的各种特种纸；资本赋能期（2001-2011）通过连续的资金投入与精准的产能建设，巩固了核心主业的优势地位；多元化发展期（2012-2020），拓展新特种纸品类，尝试开发诸如医疗包装纸、工业技术用纸等非烟新产品；创新引领期（2021-至今），巩固基本盘，突破新领域。选择性发展高毛利、高增长的非烟产品，进一步巩固其在特种纸行业的领先地位。

图1：恒丰纸业发展历程



资料来源：恒丰纸业官网，中国银河证券研究院

1.1952-2000年：专注高端特种纸，打造国产替代标杆

公司主要从事卷烟配套系列用纸的生产与销售，主要产品有卷烟纸、成型纸、铝箔衬纸。卷烟纸是公司主要利润来源渠道，2000年公司卷烟纸年销量达1万余吨，其中高档卷烟纸销量逐年增长，2000年达到4,700吨，约占国产高档卷烟纸市场的20%。通过引进消化国外先进技术设备，公司实现了这些关键材料的国产化替代，成为国内各大中烟公司的重要供应商。

2.2001-2011年：深度聚焦卷烟配套用纸，拓宽增长边界

2001年4月19日，公司成功在上海交易所上市，募集资金2.8亿元，有效解决了发展资金瓶颈。借助资本力量，公司产能从3万吨快速提升至5.8万吨，卷烟纸市场占有率达到14.64%。2007年7月引入外资战略投资者，融资支持了新一轮的产能扩张，包括年产2万吨高档印刷水松原纸项目、高档卷烟纸生产线技改项目等重点工程，总产能达到11万吨，自此卷烟纸、成形纸、水松纸三大系列成为公司的核心产品，促使公司成为国内卷烟配套用纸龙头企业。

3.2012-2020年：培育非烟增长极，突破单一行业依赖

公司实施了一系列战略转型举措，成功从传统烟草配套企业转型升级为新型烟草材料和高附加

值特种纸领域的创新型企业。2012年，公司发行4.5亿元可转换公司债券，投资年产1.7万吨圣经纸工程项目、年产6000吨高透气度滤棒成形纸工程、年产6000吨特种接装原纸改造项目、年产3000吨麻浆板生产线项目、纸机研发等多个项目，推动产品结构向高端化、多元化升级，后续接连成功研制出包括RRP（减害产品）成形纸、HNB专用卷烟纸、防渗透低温加热纸、高透封口纸等系列产品，其中多项技术成果被鉴定为国际先进水平。

在非烟领域，公司积极响应绿色产业政策导向，依托技术积累向高附加值特种纸延伸。2019年，公司5万吨食品包装纸项目作为黑龙江省“百大项目”正式投产，引进智能化生产线和立体仓储系统，总产能提升至23万吨。项目产品涵盖食品级防油纸、环保内衬纸等系列，符合食品安全和环保政策要求。2020年，公司进一步完成二期2万吨产能建设，食品包装纸总产能达到7万吨，成为东北地区最大的食品包装纸生产基地，显著提升了区域市场竞争力。公司营业收入也从2012年的约14.5亿元增长至2020年的近18.3亿元，在行业调整期保持了稳健发展。此外，重点开发的装饰原纸、食品涂硅原纸、吸管纸、艾灸纸等产品均成功实现量产，产品质量获客户认可，多项达到国内领先水平并形成自主知识产权，构建了新的多元化增长极。

通过本轮产品多元化转型，公司成功实现了从传统卷烟配套用纸向多元特种纸领域的拓展，有效培育了新的利润增长点，降低了单一行业依赖风险，为可持续发展奠定了坚实基础。

图2：艾灸纸



资料来源：恒丰纸业官网，中国银河证券研究院

图3：食品包装纸



资料来源：恒丰纸业官网，中国银河证券研究院

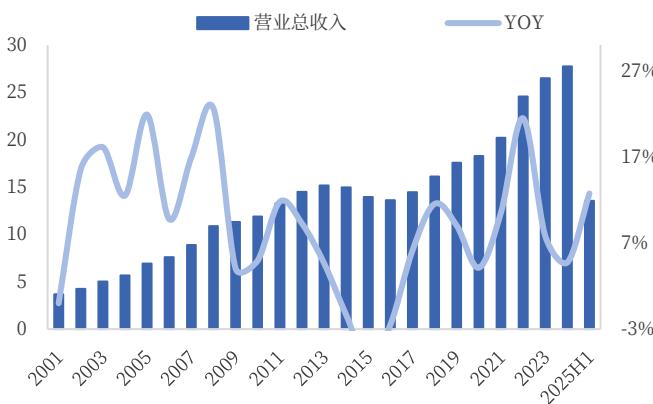
4.2021年至今：内生外延并举，新品布局培育新兴动能

公司通过清晰的国内整合、国际拓展与新品孵化战略，实现了从区域龙头向全球特种纸平台企业的跨越式发展。**国内方面**，公司在2024年启动对四川锦丰纸业的战略性收购，一举获取稀缺的烟草生产许可证和西南区域约5万吨产能，形成“东北-西南”双基地布局，有效覆盖云、贵、川核心烟草市场并辐射东南亚，产能利用率从2023年的91.56%得到显著缓解，供应链安全与区域响应能力大幅提升。**国际方面**，公司持续深化全球化布局，产品远销全球60余个国家和地区，成为菲莫国际（PMI）等国际巨头稳定供应商，并在收购锦丰纸业后依托成都中欧班列枢纽进一步强化对“一带一路”市场的渗透效率。**在新品布局方面**，积极构建第二增长曲线。公司力争在技术领域取得新突破。2022-2024年研发投入累计达2.42亿元，不断展现轻量化纸张领域的技术实力，2023年突破技术壁垒，研发出世界最薄的19克印刷用纸（单页厚度仅0.025毫米），打破了欧洲企业的长期垄断，彰显在高端印刷纸领域的全球竞争力。2024年，公司进一步丰富产品矩阵，为22号纸机配套开发无氟防油食品包装纸、环保内衬纸等创新产品，持续巩固其全球高端特种纸领军者地位。

通过持续的产品结构优化和技术升级，恒丰纸业已在环保包装纸、高性能工业用纸等高附加值

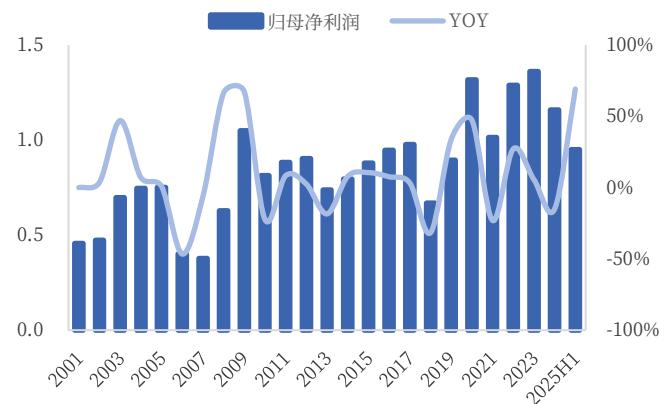
领域取得显著突破，不仅增强了企业的抗风险能力，更提升了在特种纸行业的综合竞争力和市场影响力，为长期可持续发展奠定了坚实基础。

图4：公司营业收入及 YOY (亿元)



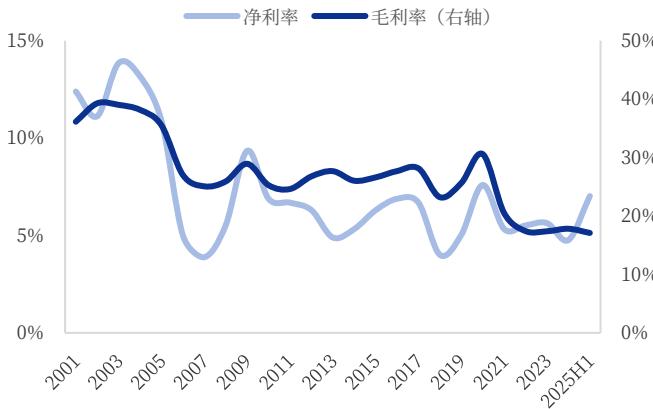
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图5：公司归母净利润及 YOY (亿元)



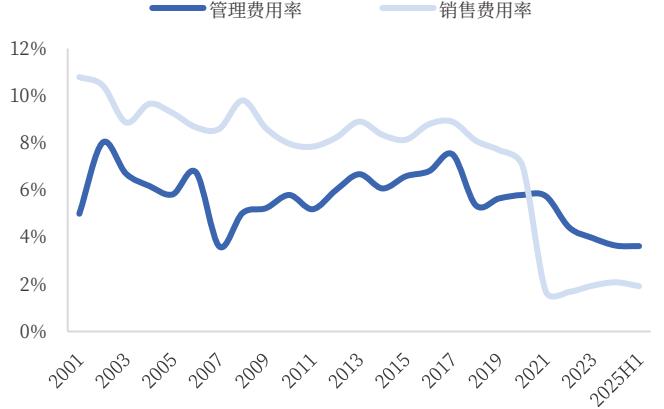
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图6：公司毛利率及净利率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图7：公司费用率情况



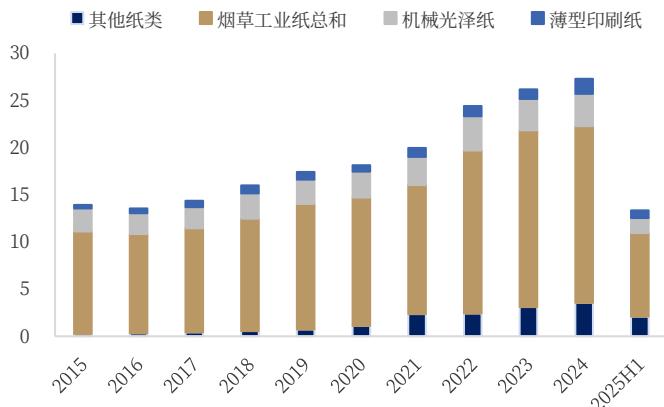
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图8：公司国内外收入情况 (亿元)



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图9：公司分产品收入情况 (亿元)



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

二、烟草工业用纸：底蕴深厚，布局深化

(一) 烟草工业用纸为公司核心主业，龙头地位稳固

卷烟原纸产量整体稳定。2024年我国卷烟产量24655亿支，同比+1.0%，十年复合增长率0.6%，近年来我国卷烟产量整体维持稳定，卷烟原纸产量亦较为稳定。

图10：请我国卷烟产量（亿支）



图11：我国卷烟原纸产量（万吨）



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

资料来源：观研天下，中国银河证券研究院

烟草工业用纸为公司主营产品，适用于传统烟草及新型烟草。包括卷烟纸、滤棒成形纸、烟用接装纸原纸和新型烟草用纸等系列产品。

表1：公司烟草工业用纸细分品类情况

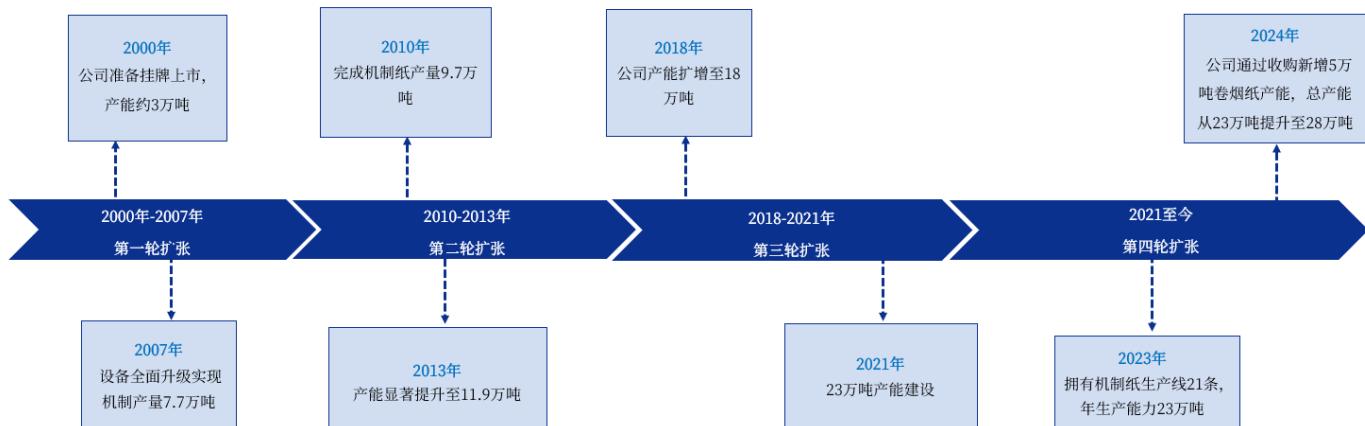
产品系列	产品用途	公司优势
卷烟纸	用来包裹烟丝使之成为卷烟的特种纸，主要分为机卷烟纸和手卷烟纸两大类。	公司2024年国内国际卷烟纸总销量超4.9万吨继续保持全球第一领先地位。
滤棒成形纸	用于加工烟用滤棒时卷包丝束滤材的专用纸。主要包括普通滤棒成形纸、高透气度滤棒成形纸、高定量硬成形纸、沟槽滤棒成形纸、复合滤棒成形纸和用于替代纤维素丝束滤材的纸质嘴棒原纸等系列产品。	滤棒成形纸的国内市场覆盖率达到100%，公司产品可满足嘴棒不同结构的设计需求、赋予嘴棒更多功能，实现品牌差异化；产品质量符合烟用材料的安全性要求，满足卷烟的减害降焦需求，同时带给用户舒适的感官体验。
烟用接装纸原纸	烟用接装纸的基纸，经印刷或涂布加工后作为滤棒与烟支卷接材料使用。	公司产品性能具有高平滑度、高光泽度、印刷适性强，印刷色彩亮丽饱满，图文再现清晰等优点；产品纸质柔软细腻，搭口结实美观，产品尺寸稳定，湿变形小，能满足五色以上套印的要求，可根据客户需求调整正反两面吸收性能。
新型烟草用纸	产品性能及加工方法与传统卷烟不同，相关的配套纸质材料也有较大区别。	公司目前研制开发的产品包括：专用片基用纸、封口纸、防渗透成形纸、RRP成形纸、螺旋空管用纸、HNB接装纸、HNB卷烟纸等多种新型烟草制品用纸，根据用途不同，可赋予产品高吸收性、导热性、阻燃性、防渗透性等设计功能。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(二) 四轮产能扩张，奠基长足发展

公司自成立以来历经四轮产能扩张，为业务长期发展奠定了扎实根基：

图12：恒丰纸业产能扩张时间轴



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

2000-2007年，第一轮扩张为公司奠定产业基础，通过初步的技术改造和生产线建设，形成了稳定的生产基础和初具规模的产能体系，2007年对生产设备进行了全面升级，公司产能由上市前的3万吨跃然提升至7.7万吨。

2010-2013年，伴随着市场需求的增长，公司启动了规模化扩建项目，公司通过引进先进设备、优化生产流程，实现了产能的显著提升，进一步巩固了行业地位。2010年公司机制纸产量达9.7万吨，2013年产能提升至11.9万吨。

2018-2021年，公司聚焦绿色产业政策，积极推进智能化与绿色化转型，对原有生产线进行技术升级和扩产改造，2018年随着年产4万吨高档特种纸项目正式投产，公司的机制纸生产线达到20条，产能扩增到18万吨，不仅大幅提高了生产效率，也进一步拓展了高端纸品的生产能力。

2023年以来，公司开始第四轮产能优化与结构性扩张期，通过区域并购等战略建设新的生产基地和布局高端生产线，持续聚焦高附加值、特种纸产品的研发与生产，积极调整产品结构，不断增强供给能力，响应市场需求，实现高质量可持续发展。

(三) 区域并购+全球化，机遇市场持续放量

收购进程提速，产能突破+西南布局双利并举。

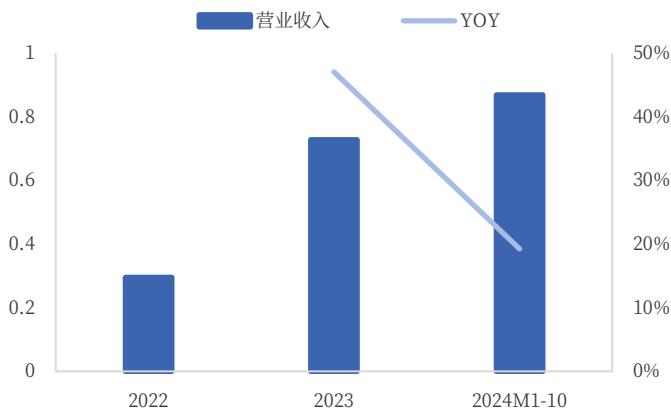
公司2022年与四川锦丰纸业签署《委托经营管理协议》，托管期自2023年1月1日至2025年12月31日。恒丰纸业向锦丰纸业提供订单，锦丰纸业负责生产，产品以加工费形式返销恒丰纸业。2025年5月公司发布公告拟以发行股份方式收购锦丰纸业100%股权，交易对价2.68亿元，发行价格定为8.37元/股。

本次收购完成后，公司将从以下方面受益：

1、完善西南布局，为进一步布局东南亚市场奠基。锦丰纸业位于西南，交易完成后，公司将通过标的公司产能覆盖现有四川、贵州、云南等国内烟草生产核心的西南地区客户，大幅节省运费及经营成本，直接提升公司整体盈利能力。并以“西南-东北”双线布局进一步外拓东南亚国际市场。

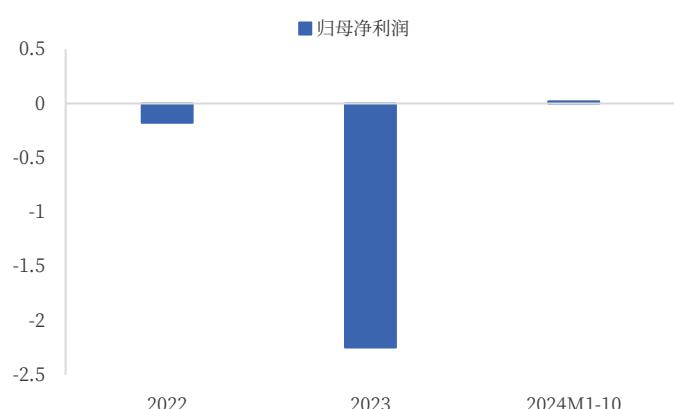
2、突破产能瓶颈，巩固行业龙头地位。锦丰纸业成都生产基地占地180亩，拥有四条生产线，改造项目完成后整体产能将达5.2万吨，业务涵盖卷烟纸、食品包装用纸及特种纸。本次收购将实现对锦丰现有产能的有效整合和优化配置，同时锦丰纸业持有的《烟草专卖生产企业许可证》作为行业稀缺资源，可以进一步巩固公司行业龙头地位。

图13: 锦丰纸业营业收入情况 (亿元)



资料来源: 恒丰纸业公司公告, 中国银河证券研究院

图14: 锦丰纸业归母净利润情况 (亿元)



资料来源: 恒丰纸业公司公告, 中国银河证券研究院

向海而兴, 国际市场构建新增量

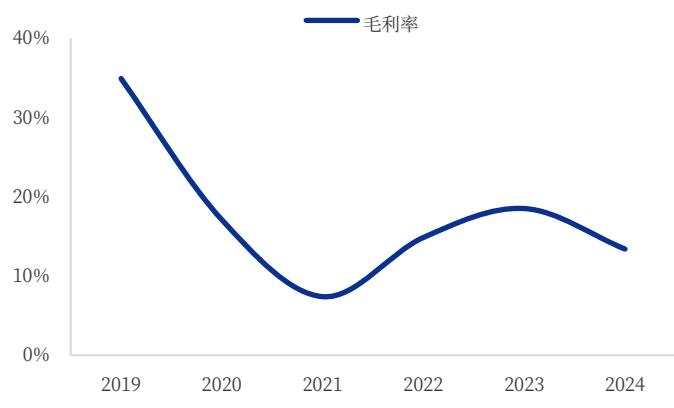
公司 2010 年开始面向海外市场销售产品, 在国内市占率逐步达到天花板的背景下, 重点聚焦东南亚、日韩等市场的开拓。其中, 卷烟直接材料用纸出口保持行业领先水平, 连续多年实现超过 20% 以上产品出口的成绩, 与菲莫国际、英美烟草及日烟国际建立了稳定的合作关系。

图15: 公司海外收入及增速情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图16: 公司海外业务毛利率情况

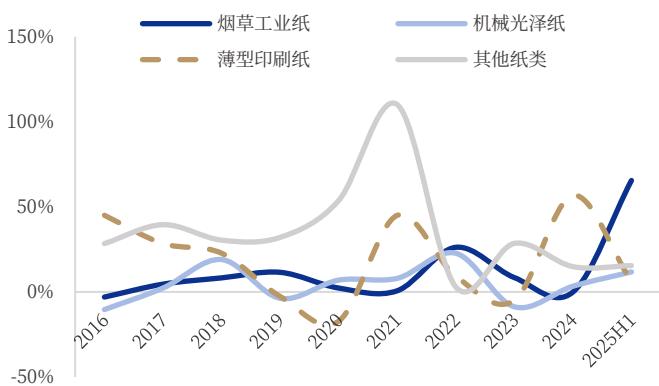


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

三、新品加速布局，构建第二增长曲线

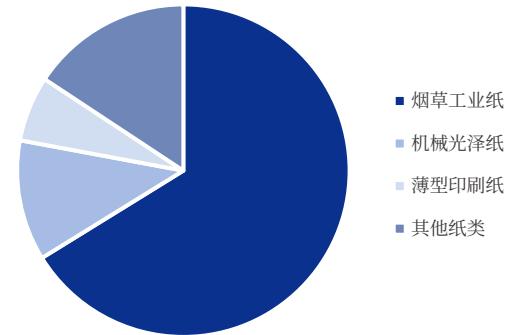
新品占比持续提升，抗周期能力有效增强。在卷烟纸主业以外，公司近年亦积极加强食品用涂硅纸原纸、美耐皿贴花原纸、淋膜纸原纸、吸管纸原纸、吸管包装纸、低定量热转印纸、吸油面纸和纸线原纸等特种纸新品开发，向多元特种纸企业转型。公司 2019 年提出围绕“内贸、外贸、新品三个市场”狠抓落实、强化提升，建立新品事业部，主要进行烟草以外纸制品的开发和销售，近年来新品占比持续提升，25H1 公司烟草工业纸/机械光泽纸/薄型印刷纸/其他纸类分别实现营收 8.9/1.6/0.8/2.1 亿元，同比分别 +15.3%/16.7%/11.5%/14.5%，占公司总收入的比重分别为 64.1%/11.4%/6.2%/15.2%，其中烟草工业纸占比自 2015 年的 77.9% 下降至 25H1 的 64.1%。

图17：公司各品类收入增速情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图18：公司 25H1 各品类收入占比情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司新品大多为定制产品，非标准化属性强，公司未来将持续加强产能匹配和订单承接能力，致力于快速响应客户需求，抢占高附加值市场。

四、投资建议

公司为多元特种纸行业龙头，国内/国外/新品布局日益完善，未来成长动力充足，预计公司25/26/27年EPS分别为0.56/0.63/0.71元，8月27日收盘价10.31元对应PE为18X/16X/15X，首次覆盖给予“推荐”评级。

五、风险提示

原材料价格波动的风险：作为原材料主要依赖进口的造纸生产企业，国外浆纸市场的波动极有可能导致公司原材料的价格波动；

市场竞争加剧的风险：市场竞争加剧可能造成行业产能过剩、价格恶行竞争等情况，影响公司利润水平；

宏观经济波动和关税政策变化的风险：公司出口业务会受到国际贸易格局、关税政策及宏观经济周期性波动的影响。

图表目录

图 1: 恒丰纸业发展历程.....	3
图 2: 艾灸纸	4
图 3: 食品包装纸.....	4
图 4: 公司营业收入及 YOY (亿元)	5
图 5: 公司归母净利润及 YOY (亿元)	5
图 6: 公司毛利率及净利率	5
图 7: 公司费用率情况.....	5
图 8: 公司国内外收入情况 (亿元)	5
图 9: 公司分产品收入情况 (亿元)	5
图 10: 请我国卷烟产量 (亿支)	6
图 11: 我国卷烟原纸产量 (万吨)	6
图 12: 恒丰纸业产能扩张时间轴.....	7
图 13: 锦丰纸业营业收入情况 (亿元)	8
图 14: 锦丰纸业归母净利润情况 (亿元)	8
图 15: 公司海外收入及增速情况 (亿元)	8
图 16: 公司海外业务毛利率情况.....	8
图 17: 公司各品类收入增速情况.....	9
图 18: 公司 25H1 各品类收入占比情况	9
表 1: 公司烟草工业用纸细分品类情况	6

附录：

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1987.05	2300.50	2612.51	3007.88
现金	320.76	444.14	683.15	1016.15
应收账款	661.42	710.95	689.29	650.72
其它应收款	19.73	22.47	24.23	26.02
预付账款	80.34	105.47	118.17	132.10
存货	748.39	842.30	902.72	963.23
其他	156.42	175.18	194.96	219.67
非流动资产	1485.56	1296.16	1153.42	1000.42
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	924.41	831.94	738.45	638.22
无形资产	290.27	231.81	174.59	113.84
其他	270.88	232.41	240.39	248.36
资产总计	3472.62	3596.67	3765.93	4008.30
流动负债	564.48	543.03	491.18	457.70
短期借款	225.21	215.53	208.30	178.30
应付账款	221.27	219.73	164.13	137.60
其他	118.01	107.78	118.75	141.79
非流动负债	258.43	263.00	316.21	395.39
长期借款	187.99	216.57	269.78	348.96
其他	70.45	46.43	46.43	46.43
负债合计	822.91	806.03	807.39	853.09
少数股东权益	76.49	101.91	140.00	190.96
归属母公司股东权益	2573.21	2688.73	2818.55	2964.25
负债和股东权益	3472.62	3596.67	3765.93	4008.30

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	233.09	228.46	343.34	443.30
净利润	132.15	192.71	226.10	261.98
折旧摊销	137.57	160.85	167.28	173.76
财务费用	11.74	10.66	11.22	11.99
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-103.55	-193.88	-126.92	-76.52
其它	55.18	58.12	65.65	72.10
投资活动现金流	-301.30	-21.57	-80.89	-82.19
资本支出	-301.30	-67.91	-80.89	-82.19
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	46.34	0.00	0.00
筹资活动现金流	28.79	-83.51	-23.43	-28.12
短期借款	-73.07	-9.68	-7.23	-30.00
长期借款	155.75	28.58	53.21	79.18
其他	-53.88	-102.41	-69.41	-77.30
现金净增加额	-40.46	123.38	239.02	333.00

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2773.51	3235.29	3633.88	4072.12
营业成本	2279.34	2636.76	2954.34	3302.49
营业税金及附加	21.07	24.26	27.25	30.54
营业费用	57.89	64.71	72.68	81.44
管理费用	101.09	117.12	130.82	145.78
财务费用	9.51	10.66	11.22	11.99
资产减值损失	-50.64	-52.61	-52.06	-56.41
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	183.58	240.29	286.92	332.49
营业外收入	2.29	3.10	2.01	2.47
营业外支出	13.65	2.50	6.31	7.49
利润总额	172.22	240.89	282.63	327.47
所得税	40.07	48.18	56.53	65.49
净利润	132.15	192.71	226.10	261.98
少数股东损益	16.33	15.42	18.09	20.96
归属母公司净利润	115.82	167.30	188.01	211.02
EBITDA	337.36	412.40	461.13	513.22
EPS (元)	0.39	0.56	0.63	0.71

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4.74%	16.65%	12.32%	12.06%
营业利润	6.05%	30.89%	19.41%	15.88%
归属母公司净利润	-14.94%	44.45%	12.38%	12.24%
毛利率	17.82%	18.50%	18.70%	18.90%
净利率	4.18%	5.17%	5.17%	5.18%
ROE	4.50%	6.22%	6.67%	7.12%
ROIC	4.97%	6.23%	6.82%	7.36%
资产负债率	23.70%	22.41%	21.44%	21.28%
净负债比率	4.42%	-0.12%	-6.64%	-15.22%
流动比率	3.52	4.24	5.32	6.57
速动比率	2.04	2.47	3.21	4.14
总资产周转率	0.84	0.92	0.99	1.05
应收账款周转率	4.77	4.71	5.19	6.08
应付账款周转率	12.77	11.96	15.39	21.89
每股收益	0.39	0.56	0.63	0.71
每股经营现金	0.78	0.76	1.15	1.48
每股净资产	8.61	9.00	9.44	9.92
P/E	26.59	18.41	16.38	14.60
P/B	1.20	1.15	1.09	1.04
EV/EBITDA	7.10	7.46	6.25	5.07
P/S	1.11	0.95	0.85	0.76

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

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

韩勉，轻工行业分析师，浙江大学本硕，2023年加入中国银河证券研究院，从事轻工行业研究工作。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

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

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址: www.chinastock.com.cn

机构请致电:

深广地区: 程 翔 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区: 陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

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

褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn