

众鑫股份 (603091.SH)

买入 (上调评级)

“双反”初裁落地，纸浆模塑龙头强者恒强

投资要点:

事件：美国对我国纸浆模塑行业“双反”调查初裁落地

根据公司公告，近日美国商务部对来自中国和越南的“热成型模塑纤维产品”反倾销作出初裁，公司为强制应诉企业，税率为470.63%，其他非强制应诉企业平均税率为345.84%，所有未列入清单的中国企业税率为477.97%。此外，反补贴调查初裁结果为公司初裁税率5.99%(中国其他生产商/出口商的税率为6.38%-153.25%)。目前“双反调查”尚未结束，上述结果仅为初裁结果，美国商务部尚需进一步核查后再作出最终裁决。

海外基地稀缺性凸显，逆势提升规模

根据公告，2024年公司出口至美国的销售额占营业收入的52%左右。25Q1公司国内工厂向美国正常出货量累计为1.16万吨左右，占当期销量的52%左右。同期公司泰国工厂“年产3.5万吨甘蔗渣可降解环保餐具项目”的全线投产，可承接后续对美订单。此外，公司前期还披露“年产6.5万吨甘蔗渣可降解环保餐具项目”投资计划，有望进一步提升公司的市场竞争力，同时扭转“双反”带来的不利影响。基于关税波动等不确定性影响下，公司迅速转移订单至泰国基地，已于4月中旬向美国客户出货。25Q2起原计划在国内生产的美国客户的订单转到泰国工厂生产（泰国工厂当前对美出口暂免关税），预计整体生产经营过渡较为平稳。

远期赛道空间广阔，泰国成功经验有望迅速复制

在全球限塑禁塑浪潮下，纸浆模塑凭借其环保可降解、使用便捷等特性有望迎来需求的快速增长，远期空间较为广阔。根据公司公告转引的Grand View Research数据，2022年度全球纸浆模塑包装市场规模约为51.11亿美元，预计从2023年到2030年将以7.60%的复合年增长率增长。除美国市场外，春节后公司第一时间派出精干队伍，在欧洲、中东、南美、澳洲等非美地区积极开拓市场，评估海外建仓的可行性，未来有望借助泰国建厂的成功经验，快速复制全球化产能布局，提高公司的综合抗风险能力。

盈利预测与投资建议

公司作为国内纸浆模塑餐饮具领军企业，具备规模、研发、及优质客户结构的多重壁垒，盈利能力持续领先。此外，在贸易政策波动下，公司前瞻性布局海外基地，目前美国“双反”初裁已落地，公司依托海外产能顺利转移对美订单，业绩确定性有望提升，我们预计公司2025-2027年归母净利润分别为3.57/4.21/4.85亿元（与前值一致），同比+10%/18%/15%，当前市值对应25年估值约13x，安全边际凸显，上调至“买入”评级。

风险提示

行业竞争加剧、贸易政策及关税变动、原材料价格波动、客户集中风险等。

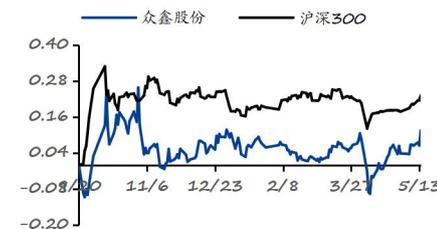
财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,326	1,546	1,888	2,604	3,216
增长率	1%	17%	22%	38%	24%
净利润(百万元)	231	324	357	421	485
增长率	21%	40%	10%	18%	15%
EPS(元/股)	2.26	3.17	3.49	4.11	4.74
市盈率(P/E)	20.6	14.7	13.4	11.4	9.8
市净率(P/B)	4.4	2.4	2.1	1.9	1.7

数据来源：公司公告、华福证券研究所

基本数据

日期	2025-05-14
收盘价:	46.70元
总股本/流通股本(百万股)	102.24/20.45
流通A股市值(百万元)	954.91
每股净资产(元)	20.29
资产负债率(%)	23.56
一年内最高/最低价(元)	54.00/35.53

一年内股价相对走势



团队成员

分析师:	李宏鹏(S0210524050017)
lh30568@hfzq.com.cn	
分析师:	汪浚哲(S0210524050024)
wjz30579@hfzq.com.cn	

相关报告

- 1、众鑫股份 年报点评 盈利符合预期，加码海外投资显信心——2025.04.14
- 2、众鑫股份首次覆盖 纸浆模塑第一股，“双碳”变革下成长可期——2024.11.28



图表 1: 财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	691	850	1,172	1,447
应收票据及账款	177	205	262	314
预付账款	19	19	27	34
存货	372	480	619	774
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	93	74	89	97
流动资产合计	1,351	1,628	2,168	2,666
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	827	1,029	1,288	1,517
在建工程	229	309	409	429
无形资产	123	139	142	149
商誉	0	0	0	0
其他非流动资产	68	69	70	71
非流动资产合计	1,247	1,546	1,909	2,165
资产合计	2,598	3,174	4,077	4,831
短期借款	215	433	970	1,323
应付票据及账款	146	198	260	333
预收款项	0	0	0	0
合同负债	22	34	47	58
其他应付款	3	3	3	3
其他流动负债	126	133	152	168
流动负债合计	512	801	1,431	1,884
长期借款	50	56	61	69
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	35	35	35	35
非流动负债合计	85	91	97	104
负债合计	598	892	1,528	1,988
归属母公司所有者权益	2,001	2,282	2,549	2,843
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	2,001	2,282	2,549	2,843
负债和股东权益	2,598	3,174	4,077	4,831

现金流量表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	320	411	440	552
现金收益	409	463	567	675
存货影响	-137	-108	-138	-156
经营性应收影响	-41	-25	-62	-58
经营性应付影响	14	51	62	73
其他影响	76	30	12	17
投资活动现金流	-444	-407	-496	-421
资本支出	-347	-408	-498	-421
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-97	1	1	0
融资活动现金流	661	155	378	145
借款增加	110	224	542	360
股利及利息支付	-8	-121	-157	-178
股东融资	603	26	0	0
其他影响	-44	27	-6	-37

利润表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,546	1,888	2,604	3,216
营业成本	1,005	1,284	1,828	2,295
税金及附加	16	16	23	29
销售费用	30	32	43	52
管理费用	89	102	138	167
研发费用	47	58	80	98
财务费用	-12	-4	10	24
信用减值损失	-5	-2	-4	0
资产减值损失	-4	-3	-3	-1
公允价值变动收益	-3	1	1	0
投资收益	1	1	1	1
其他收益	27	25	20	24
营业利润	384	423	498	574
营业外收入	2	2	2	2
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	383	422	498	574
所得税	59	65	77	89
净利润	324	357	421	485
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	324	357	421	485
EPS (按最新股本摊薄)	3.17	3.49	4.11	4.74

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入增长率	16.6%	22.1%	37.9%	23.5%
EBIT 增长率	39.2%	12.6%	21.5%	17.6%
归母公司净利润增长率	39.9%	10.2%	17.9%	15.3%
获利能力				
毛利率	35.0%	32.0%	29.8%	28.6%
净利率	20.9%	18.9%	16.2%	15.1%
ROE	16.2%	15.6%	16.5%	17.1%
ROIC	16.6%	15.2%	14.3%	14.2%
偿债能力				
资产负债率	23.0%	28.1%	37.5%	41.2%
流动比率	2.6	2.0	1.5	1.4
速动比率	1.9	1.4	1.1	1.0
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7
应收账款周转天数	36	36	32	32
存货周转天数	109	119	108	109
每股指标 (元)				
每股收益	3.17	3.49	4.11	4.74
每股经营现金流	3.13	4.02	4.30	5.40
每股净资产	19.57	22.32	24.94	27.81
估值比率				
P/E	15	13	11	10
P/B	2	2	2	2
EV/EBITDA	73	65	53	45

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn