



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

替塑赛道领军者，全球份额有望加速提升

—众鑫股份(603091)公司首次覆盖报告

2025 年 7 月 28 日

姜文铨 新消费行业首席分析师

执业编号：S1500524120004

邮箱：jiangwenqiang@cindasc.com

证券研究报告

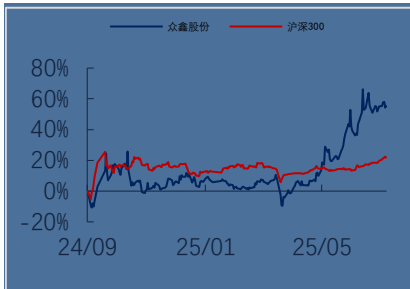
公司研究

公司首次覆盖报告

众鑫股份(603091)

投资评级 买入

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	65.05
52 周内股价波动区间(元)	69.60-37.38
最近一月涨跌幅(%)	6.66
总股本(亿股)	1.02
流通 A 股比例(%)	20.00
总市值(亿元)	45.26

资料来源：聚源，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编：100031

替塑赛道领军者，全球份额有望加速提升

2025 年 07 月 28 日

报告内容摘要：

限塑刻不容缓，替代路径多元。1950 年以来全球产生约 92 亿吨塑料垃圾，其中仅不到 10%被回收。美国（部分洲）、欧盟、英国、日本等发达地区以及我国已出台明确限塑&替塑政策，且海外消费者通常愿意为减塑产品&服务支付溢价，餐饮&快消龙头加速包装转型。替塑路径多元，其中天然植物纤维材料（纸浆模塑）对环境最为友好，可做到常温状态下充分降解。

替塑空间广阔，未来成长可期。根据 Grand View Research 数据，2022 年纸浆模塑包装市场规模为 51.1 亿美元，对塑料渗透率仅为 1.4%，未来受益于全球政策驱动，渗透率有望持续提升。分产品看，全球总产能为 442 万吨（我国为 179 万吨），其中普通缓冲包装为 347 万吨（我国为 113 万吨）、一次性餐饮具为 75 万吨（我国为 51 万吨）、精品工业包装为 20 万吨（我国为 15 万吨）。竞争格局方面，餐饮具赛道众鑫保持绝对领先，2022 年我国产量份额高达 18.2%。尽管近年来新增投产较多，但同行毛利率仍与众鑫有较大差距，且新项目普遍产能爬坡较缓或取消，未来格局有望维持集中趋势。

技术&设备领先，竞争壁垒深厚。众鑫股份 2016 年正式成立，专注于纸浆模塑餐饮具赛道（收入占比常年为 98%左右）。创始团队具备上游模具&设备制造经验，成功在生产制造&技术工艺方面为公司赋能，助力成本领先。2024 年公司人均创收/创利较 2020 年分别增长 40.0%/47.0%，且两项指标均远高于同行；2022 年单吨人工/能源成本仅为行业第二的 30%左右，折旧仅为 20%左右。未来伴随新设备/新产能持续落地，生产效率有望持续提升（下一代研发设备以人效 30 万美元+为目标），持续夯实公司竞争壁垒。

贸易摩擦加剧，泰国产能顺利承接美国订单。2025 年 5 月双反结果落地，目前公司出口美国税率增至 531.62%。2024 年公司对美出口收入占比约 52%，2025 年泰国一期 3.5 万吨项目已全线投产。此外，公司 25 年 4 月向泰国工厂增资 8000 万美元、新增 6.5 万吨产能，落地后泰国年化产能有望增至 10 万吨。根据我们判断，泰国产能均价提升，叠加公司技术&设备迭代，生产效率提升，泰国盈利能力有望相较于国内表现更优。

盈利预测与投资评级：我们预计 2025-2027 年公司归母净利润将分别为 3.6、6.0、7.6 亿元，对应 PE 分别为 18.6X、11.1X、8.8X，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险因素：需求复苏不及预期，原材料&汇率波动超预期，产能爬坡不及预期，贸易摩擦风险。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	1,326	1,546	1,680	2,738	3,514
增长率 YoY %	0.8%	16.6%	8.7%	63.0%	28.3%
归属母公司净利润(百万元)	231	324	358	598	755
增长率 YoY%	21.5%	39.9%	10.5%	67.2%	26.2%
毛利率%	31.8%	35.0%	35.3%	36.8%	36.8%
净资产收益率ROE%	21.2%	16.2%	15.8%	22.3%	23.5%
EPS(摊薄)(元)	2.26	3.17	3.50	5.85	7.38
市盈率 P/E(倍)	28.74	20.54	18.58	11.12	8.81
市净率 P/B(倍)	6.11	3.32	2.93	2.48	2.07

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 7 月 25 日收盘价

目录

1. 从塑料谈起，限塑刻不容缓，替代路径多元	4
1.1 替塑刻不容缓，各国政府加强监管，龙头企业率先转型	4
1.2 替塑路径多元，纸浆模塑降解表现最优	6
2. 纸浆模塑空间广阔，龙头份额持续提升	8
2.1 纸浆模塑成长空间广阔，我国为主要生产基地	8
2.2 竞争格局分明，龙头强势抢占份额	9
3. 聚焦餐饮具，管理团队一线经验丰富	11
3.1 产品聚焦餐饮具，下半年有望重返增长快车道	11
3.2 创始人深耕产业链多年，一线经验丰富	12
4. 核心壁垒坚固，无畏外部干扰	15
4.1 技术实力领先，成本优势显著	15
4.2 贸易摩擦加剧，公司率先转产、份额有望持续提升	17
5. 盈利预测&投资评级	18
5.1 盈利预测	18
5.2 投资评级	19
风险因素：	20

图目录

图 1：若无干预，2010-2050 全球累计塑料垃圾将达 32 亿吨	4
图 2：30%塑料回收利用后全球塑料污染有望降低 29%	4
图 3：部分国家&地区限塑政策	5
图 4：海外消费者对塑料包装态度	5
图 5：部分快消品公司替塑目标	5
图 6：美国部分餐饮公司替塑目标及行动	6
图 7：不同替塑方案价格、降解条件、优劣势对比	7
图 8：纸浆模塑部分物理性能优于可降解塑料	7
图 9：纸浆模塑部分物理性能优于可降解塑料	8
图 10：不同类型纸浆模塑产品特点及价格	8
图 11：2022 年全球&我国纸浆模塑分品类产能（万吨）	9
图 12：2022 年不同品类我国产能占全球比例	9
图 13：2022 年纸浆模塑分地区占比	9
图 14：2022 年我国纸浆模塑分品类产量（万吨）以及产能利用率（右轴）	9
图 15：纸浆模塑餐饮具主要参与者产能、产量、扩产规划（万吨）	10
图 16：产品结构拆分（百万元）	11
图 17：部分产品图例	11
图 18：财务数据速览	12
图 19：公司收入分地区拆分（百万元）	12
图 20：公司发展历程	13
图 21：公司股权结构	13
图 22：高管简历	14
图 23：研发费用投入（亿元）	15
图 24：均价对比（万元/吨）	15
图 25：毛利率对比	15
图 26：人均创收（万元）	16
图 27：人均创利（万元）	16
图 28：单吨材料对比（元）	16
图 29：单吨人工对比（元）	16
图 30：单吨能耗对比（元）	17
图 31：单吨折旧对比（元）	17
图 32：2024 年美国纸浆模塑进口国别量价拆分（亿美元、万吨、美元/吨）	17
图 33：2024 年中国纸浆模塑出口国别占比	17
图 34：产能梳理（亿元）	18
图 35：收入预测（百万元）	18
图 36：同行估值对比	19

1.从塑料谈起，限塑刻不容缓，替代路径多元

1.1 替塑刻不容缓，各国政府加强监管，龙头企业率先转型

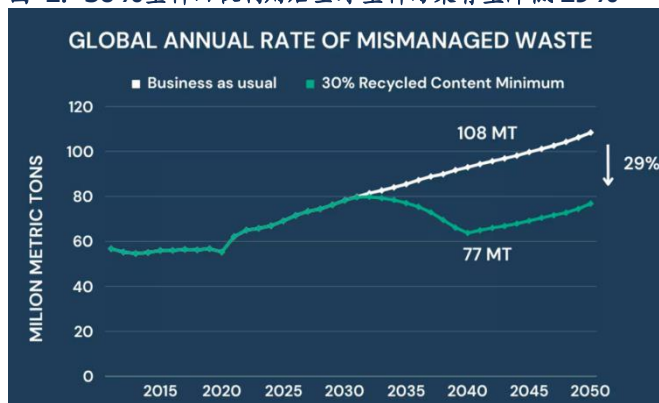
塑料污染严重，限塑刻不容缓。根据 High Ambition Coalition (HAC)，1950 年以来全球产生约 92 亿吨塑料垃圾，其中仅不到 10% 被回收，约 14% 被焚烧，剩余 76% 则被丢弃在垃圾填埋场或释放到环境中，其导致的白色污染&微塑料污染带来严重环境污染，并严重破坏生态系统平衡、危害人类健康。若无有效监管措施，HAC 预计塑料产量将在 20 年内翻倍，到 2040 年泄漏到海洋中的塑料垃圾预计将增加两倍。根据 IHS 统计，2018 年全球塑料污染 50% 以上来源于包装领域，主要系包装类一次塑料具有分离分选技术难度大、回收投资和成本高、二次使用价值低等特点。

图 1：若无干预，2010-2050 全球累计塑料垃圾将达 32 亿吨



资料来源：World Economic Forum、University of California Berkeley、University of California Santa Barbara、信达证券研发中心（图为累计塑料垃圾体积与曼哈顿体积对比）

图 2：30% 塑料回收利用后全球塑料污染有望降低 29%



资料来源：World Economic Forum、University of California Berkeley、University of California Santa Barbara、信达证券研发中心

监管力度加强。2022 年 3 月 2 日第五届联合国环境大会通过《终止塑料污染决议（草案）》，来自 175 个国家的国家元首、环境部长和其他代表批准签署了该决议，拟在未来达成一项具有国际法律约束力的协议，涉及塑料制品的整个生命周期，包括其生产、设计、回收和处理等。尽管目前全球性协议尚未达成，但各国政府近年来已强化自身监管，其中美国（部分洲）、欧盟、英国、日本等发达地区以及我国已出台明确限塑&替塑政策。

图 3：部分国家&地区限塑政策

颁布时间	国家/地区	文件名称	主要内容
2022年6月	加拿大	《一次性塑料禁令条例》	2022年12月起， 分阶段实施，禁止制造、进口和销售六类一次性塑料物品 （即一次性塑料收银袋、餐具、由含有问题塑料制成的食品服务用具、环形托架、搅拌棒和吸管）
2021年8月	日本	《促进塑料资源循环利用法》	拟将所有塑料制品从生产到回收的可循环资源， 国家政府将对易于回收的产品进行认证，同时便利店和其他零售企业将被要求对勺子和吸管等一次性塑料物品收费或使用替代品代替它们 。不采取行动并无视政府命令的企业可能会被处以最高50 万日元的罚款
2021年5月	美国华盛顿州	《SB5022 法案》	2022年1月起，所有一次性用具，如吸管、器皿、调味品包和盖子，只能根据客户要求提供。 2024年起，禁止使用聚苯乙烯发泡食品容器。
2021年3月	英国	《2021年财政法案》	2022年4月起英国开始向销售新“成品塑料包装”的生产商或进口商征收塑料包装税， 对含量低于30%回收塑料的塑料包装每吨征收200英镑。
2020年4月	美国纽约州	《泡沫塑料禁令》	2022年1月起， 纽约州禁止任何从事销售或分发预制食品或饮料供室内或室外消费的人销售、提供销售或分发装有泡沫塑料的一次性餐饮具 。此外，任何制造商或商店都不允许在纽约州销售、提供销售或分发泡沫塑料填充包装
2019年6月	欧盟	《一次性塑料指令》 (EU) 2019/904	适用于一次性塑料制品，指令中明确逐步禁止使用的塑料产品包括：餐具、盘子、吸管、棉签、饮料搅拌器、气球支撑棒、由聚苯乙烯制成的食品容器和可氧化降解塑料制成的产品等，该指令规定成员国应在 2021年7月3日前使符合本指令的必要法律法规和行政规定生效； 到 2029年，欧盟成员国必须达到90%的塑料瓶回收目标；到2025年塑料瓶必须含有至少25%的再生成分；到2030年必须含有30%的再生成分。

资料来源：众鑫股份公司公告，信达证券研发中心

消费者愿为环保付费，龙头企业带头转型。根据 Food Print 调查，76%受访者认为生产公司&品牌更应承担减塑责任，57%积极寻找使用绿色包装的品牌、并表示愿意为相关产品&服务支付溢价。因此品牌可直接从包装转型中受益，美国餐饮企业 Chipotle、Burger King、Taco Bell，全球快消品龙头雀巢、百事、联合利华、可口可乐、玛氏等均已公布自身替塑计划、引领行业转型，其中 Chipotle 在 2018 年就已将 100%碗&儿童托盘替换成植物纤维制品。此外，欧洲消费者普遍对替塑更加积极，英国/法国/德国分别有 87%/86%/83%的受访者认为外卖店需要更换替代塑料包装、美国比例仅为 67%。

图 4：海外消费者对塑料包装态度

	美国	英国	法国	德国	荷兰
外卖店需要更快地采取行动来摆脱塑料包装	67%	87%	86%	83%	76%
订购外卖时选择拒绝使用一次性塑料制品	59%	66%	68%	69%	57%
更有可能选择使用可持续包装的品牌、商店或餐厅	67%	87%	86%	83%	76%
	生产公司或品牌	终端零售店	国家&地方政府		
在减少塑料包装浪费方面，认为谁应该承担责任？	76%	62%	57%		

资料来源：FOOT PRINT，信达证券研发中心（备注：受访者分布于美国、英国、法国、德国和荷兰）

图 5：部分快消品公司替塑目标

品牌商	2020年塑料包装总量/万吨	可重复使用、可回收、可堆肥包装设计占比/%		塑料包装中高品质再生塑料含量/%	
		2020年	2025年目标	2020年	2025年目标
雀巢	126.7	61.0	100	4.0	30
百事	235.0	77.0	100	5.0	25
联合利华	69.0	52.0	100	11.0	25
可口可乐	296.1	99.0	100	11.5	25
玛氏	17.9	22.0	100	0	30
欧莱雅	13.8	41.7	100	15.8	50
达能	71.7	67.0	100	10.3	50
亿滋	19.0	5.0	100	0.3	5
汉高	34.8	79.0	100	12.0	30
高露洁	28.8	60.8	100	10.0	25
帝亚吉欧	4.2	66.8	100	5.4	40
利洁时	22.5	61.8	100	3.5	25
庄臣	9.4	65.3	100	18.8	25
家乐氏	6.5	14.1	100	0.1	10
爱适瑞	4.0	18.0	100	2.0	25
菲仕兰康帕尼	6.9	28.2	100	1.0	15

资料来源：何恒，廖彦，押浩博，丁丽莲《全球“限塑令”对我国东部沿海省份的影响预测及对策建议——以浙江省为例》，信达证券研发中心

图 6：美国部分餐饮公司替塑目标及行动

公司名称	具体目标&行动
Chipotle	2023年&2024年可重复使用、可回收、可降解包装材料占比分别为78%、84%；2018年碗&儿童托盘已100%为植物纤维材料， 2024年76%整包装耗材为植物纤维材料
Burger King	2021年推出“绿色包装”试点项目，聚焦常见8种包装耗材； 杯架将由可再生的未漂白原生纸板制成，叉子、勺子、刀子将由cPLA、a植物基塑料制成，餐巾纸将由100%回收纤维制成
Taco Bell	到 2025年 全球餐厅的所有面向消费者的包装都是可回收、可堆肥或可重复使用的

资料来源：Chipotle 可持续发展报告，The Food Institute，信达证券研发中心

1.2 替塑路径多元，纸浆模塑降解表现最优

替塑路径多元，应用于不同领域。目前对于包装塑料引起的污染主要有四大解决方案，分别为再生塑料、以纸代塑、可降解塑料以及植物纤维制品（纸浆模塑）。其中再生塑料价格便宜，但出于卫生考虑不适用于食品包装；纸基材料工艺简单，自动化程度高，但难以制作立体产品且强度较低；生物可降解塑料性能优异，但真实环境下降解难度较大（**2021年欧盟在《一次性塑料制品指南》问答中正式称生物塑料、纸基覆模材料均为塑料制品**）；天然植物纤维材料（纸浆模塑）对环境最为友好，但由于性能原因、目前使用场景尚有局限。

- **再生塑料**：通过物理或化学的方法对废旧塑料进行加工处理后得到的塑料原料。其最大的优点是价格便宜，且可以根据不同的性能需要制造出对应的产品。但是，多次循环之后性能下降很大，而且较难保持良好的卫生性能。因此，再生塑料主要适用于使用时间长、易于分类回收的生活用具、建筑材料、电器等领域，而对于包装塑料领域适用性不强，未从根本上解决白色污染。
- **以纸代塑**：可以应用于普通购物包装、餐饮用具和快递包装等领域，纸包装环境成本并不低且部分纸包装价格高于塑料包装。塑料包装的部分功能纸包装难以替代（难以制作立体产品且强度低），且需要覆膜、无法自然降解。
- **生物可降解塑料**：理想条件下，能被微生物完全降解成无害物质，且性能与塑料接近。其中 PLA 和 PBAT 市场占比较大，是目前可降解材料替塑主要产品，但在降解过程中对环境高度依赖，且全球范围内的工业堆肥设施并不普及，因此通常难以实现完全降解。不过，生物可降解塑料研究仍在持续深入，未来若 PHA、PGA 等新材料发展得到突破，或工业堆肥技术&成本持续改善，仍有望成为替塑主力军。
- **天然植物纤维材料（纸浆模塑）**：较 PLA 等化学合成的降解材料具有降解难度更低、成本更低、效率更高，降解程度更彻底的优势；但产成品透明度角度较低，抗氧、抗蒸汽、阻隔性较弱，使用场景具有局限性。

图 7：不同替塑方案价格、降解条件、优劣势对比

材料类别	优势	劣势	详细降解条件	产成品价格
传统不可降解塑料产品 (如：发泡塑料)	性价比高，供应链成熟	分解产生塑料微珠，严重污染环境	不可降解	约1.8-2万吨
PLA/PBAT等可降解塑料产品	原材料可生物降解，性能与塑料接近	降解条件严格，需要堆肥；原材料价格最高；不耐储存，货架期短	需工业或家庭堆肥，温度需达到50° -60°，并需添加菌群提高效率， PLA在6个月左右有分解迹象、PBAT在3个月有分解迹象	PLA: 1.9-3.6万/吨 PHA: 4.8万元/吨 PBAT: 1.67-3万元/吨 PBS: 3.6万元/吨 PBSA: 3-3.6万元/吨 PCL: 8.4万元/吨
淋膜纸类产品	工艺简单，自动化程度高；阻隔性好	产品形态单一，难以制作立体产品；结构强度低；需覆膜，不可自然降解	不可自然降解	约1.5-2万元/吨
纸浆模塑产品	原材料取自天然，充分利用秸秆等废弃物，可自然降解，环境友好性最佳；模塑工艺为纯物理过程	产成品不透明；抗氧、抗蒸汽、阻隔性较弱	常温状态自然降解，无湿度、微生物等特殊要求， 3个月左右可完全降解，成本较低	约1.6万元/吨

资料来源：夏伦超等《生物可降解塑料的发展现状及未来展望》，众鑫股份招股书，富岭股份招股书，信达证券研发中心

图 8：纸浆模塑部分物理性能优于可降解塑料

	合适使用的温度范围	可塑性	抗折强度	硬度	阻隔性	透明性	运输条件	能否微波加热	货架期
纸浆模塑	-20-120℃	良好	良好	高	低	低	常温	可以	36个月以上
PLA	PLA产品：-20-50℃； 改性后CPLA产品：-20-80℃	良好	差	高	较高	高	保温	不可以	6个月
PBAT	-30-110~120℃	良好	良好	低	高	低	常温	可以	6个月

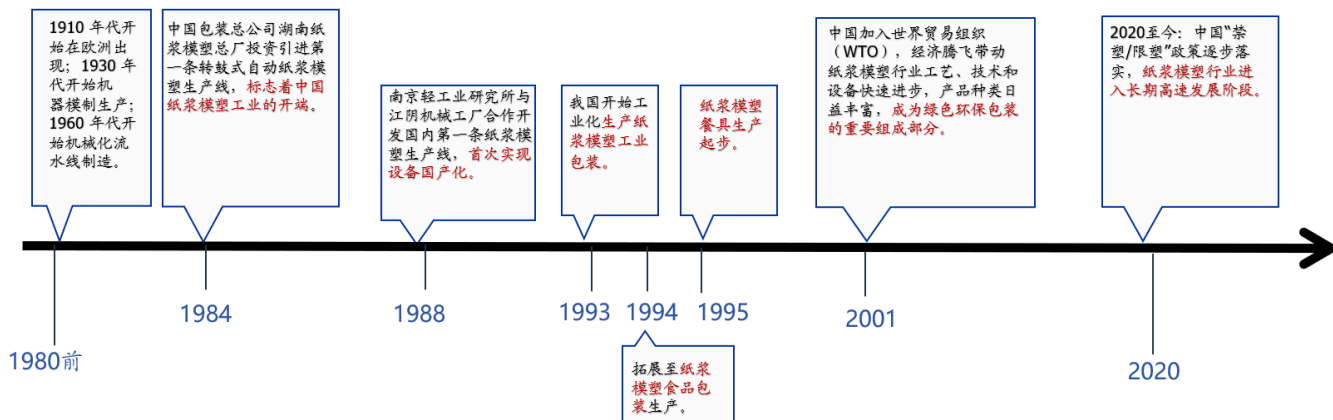
资料来源：众鑫股份招股书，信达证券研发中心

2. 纸浆模塑空间广阔，龙头份额持续提升

2.1 纸浆模塑成长空间广阔，我国为主要生产基地

起源于欧洲，脱胎于中国。纸浆模塑是将植物纤维加工调配成一定比例浓度的浆料，依据产品设计、定制的模具，经真空吸附成型，利用模内干燥的原理形成不同种类和用途的环保纸制品。行业最早于 1910 年代于欧洲起步，我国在 1980 年代引入海外产线，通过多年不停发展，已在低浓度纸浆真空脱水成型技术方面超越欧美，向全世界输出设备和技术。

图 9：纸浆模塑部分物理性能优于可降解塑料



资料来源：众鑫股份招股书，信达证券研发中心

替塑空间广阔，未来成长可期。根据 Grand View Research 数据，2022 年全球塑料包装市场容量已达 3692.1 亿美元，纸浆模塑包装市场为 51.1 亿美元，渗透率仅为 1.4%，未来受益于全球政策驱动，渗透率有望持续提升，GVR 预计 2030 年市场规模有望扩容至 91.8 亿美元 (CAGR 可达 7.6%)。

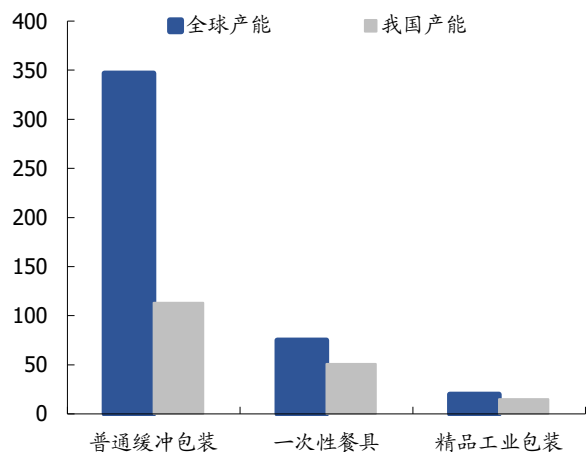
分产品来看，2022 年全球纸浆模塑产能为 442 万吨（我国为 179 万吨），其中普通缓冲包装（普通工业包装）为 347 万吨（我国为 113 万吨）、一次性餐饮具为 75 万吨（我国为 51 万吨）、精品工业包装为 20 万吨（我国为 15 万吨）。

分地区来看，亚太占据全球主导地位，纸浆模塑市场份额接近 40%。其中中国为亚太地区最大纸浆模塑市场；北美和欧盟是第二、第三大纸浆模塑市场，市场份额均在 24% 左右。考虑到我国缓冲包材占全球产能比例较低，我们预计欧美目前主要生产以干压技术为主的缓冲包材（欧美国家起步早、技术先进，国内尚处于起步阶段）。

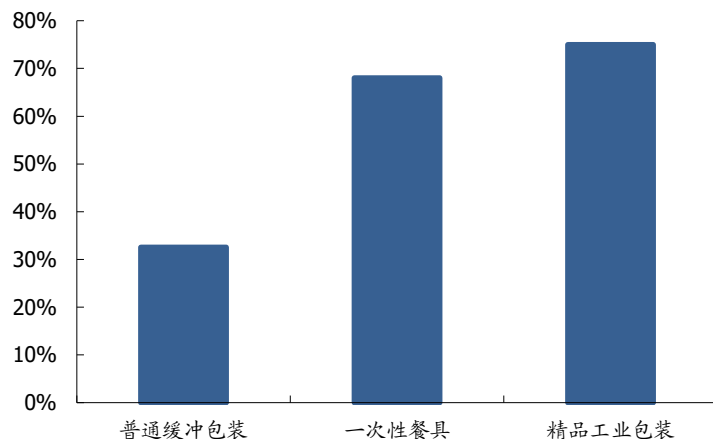
图 10：不同类型纸浆模塑产品特点及价格

产品类型	应用领域	生产工艺	主要原材料	产品性能	产品售价
一次性餐饮具	餐饮领域的纸浆模塑包装，餐盒、盘、碟、刀、叉、筷、碗、杯	湿压工艺结合高温高压技术	蔗渣浆、竹浆等、防水剂、防油剂	100°C 防水防油；卫生级别高	1.6 万元/吨
精品工业包装	高附加值产品包装，电子产品、化妆品、药品、礼品盒等	半干压工艺结合低温高压技术	高档纸浆（针叶浆等）、防水剂	表面光洁度高；挺度好	5-10 万元/吨
普通工业包装	缓冲类包装制品，如鸡蛋托、咖啡打包托	干压技术	回收废纸、松香等防水剂	外观粗糙；缓冲性能好	低于 1 万元/吨

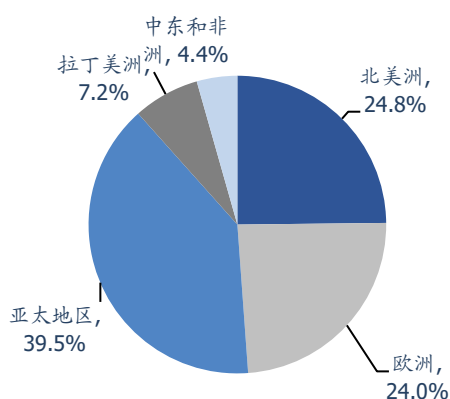
资料来源：众鑫股份招股书，信达证券研发中心

图 11: 2022 年全球&我国纸浆模塑分品类产能 (万吨)


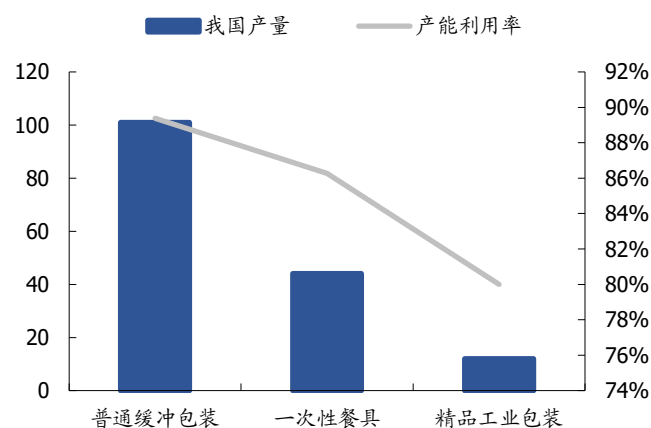
资料来源: 前瞻产业研究院, 信达证券研发中心

图 12: 2022 年不同品类我国产能占全球比例


资料来源: 前瞻产业研究院, 信达证券研发中心

图 13: 2022 年纸浆模塑分地区占比


资料来源: 中国造纸杂志社, 中国造纸学会纸基绿色包装材料及制品专业委员会, 信达证券研发中心

图 14: 2022 年我国纸浆模塑分品类产量 (万吨) 以及产能利用率 (右轴)


资料来源: 前瞻产业研究院, 信达证券研发中心

2.2 竞争格局分明, 龙头持续抢占份额

众鑫份额高居榜首, 竞争优势明确、份额有望持续提升。2022 年众鑫占我国纸浆模塑餐饮具产量份额高达 18.2%, 韶能股份/金昇环保/广西福斯派/远东中乾份额分别为 9.8%/8.0%/7.5%/5.2%, CR5 高达 48.7%、CR23 为 95%, 竞争格局集中。近年来受益于海内外政策催化, 龙头加速扩张步伐, 且家联科技、大胜达、裕同科技等新参与者新增投产, 行业竞争逐步加剧。但是, 目前同行毛利率仍与众鑫有较大差距, 且新项目普遍产能爬坡较缓 (其中大胜达取消纸浆模塑二期项目、裕同科技取消宜宾工厂餐饮具项目), 我们预计主要系近年贸易摩擦加剧背景下、众鑫凭借成本优势抢占订单, 行业份额仍在向龙头集中。

图 15：纸浆模塑餐饮具主要参与者产能、产量、扩产规划（万吨）

		2022	2023	2024	未来新增产能
	全球产能	75	-	-	-
	中国产能	51	-	-	-
	中国产量	44	-	-	-
众鑫股份	产能	9.32	10.57	12.60	2025年泰国新增3.5万吨
	产量	7.78	8.47	10.98	
	产量市占率	18.20%	-	-	
	毛利率	28.14%	31.32%	34.62%	
韶能股份	产能	10.81	-	-	产能利用率仍处低位
	产量	4.30	4.49	5.04	
	产量市占率	9.80%	-	-	
	毛利率	1.26%	5.41%	10.11%	
金晟环保	产能	3.66	-	-	在建四川年产 4万吨植物纤维环保餐具生产线项目
	产量	3.19	-	-	
	产量市占率	8.00%	-	-	
	毛利率	14.70%	13.53%	9.47%	
广西福斯派	产能	3.52	-	-	-
	产量	3.30	-	-	
	产量市占率	7.50%	-	-	
远东中乾	产能	3.01	-	-	2022/2023年四川/海南工厂分别投产；2025Q1泰国工厂投产
	产量	2.29	-	-	
	产量市占率	5.20%	-	-	
家联科技	产能	0.79	-	-	2023旗下家得宝新增0.96万吨产能；25年公司10万吨产能有望落地
	产量	0.65	-	-	
	产量市占率	1.48%	-	-	
	毛利率	-	17.27%	10.37%	
大胜达	产量	-	0.04	0.32	预计2025年产能达3万吨
	毛利率	-	-51.92%	-14.35%	
裕同科技	收入（亿元，部分为工业包装）	11.17	10.62	12.71	
	毛利率	23.08%	22.15%	20.98%	

资料来源：各公司公告，纸视界，Wind，远东中乾集团公司官网，信达证券研发中心

3. 聚焦餐饮具，管理团队一线经验丰富

3.1 产品聚焦餐饮具，下半年有望重返增长快车道

产品聚焦餐饮具，下游客户优质。众鑫成立至今专注于纸浆模塑餐饮具赛道（2019年至今占总收入比例均约98%），产品远销80多个国家和地区。公司依托领先技术优势、优良产品品质、快速响应开发能力，已成为众多全球知名食品供应链企业的环保包装综合解决方案提供商，终端客户囊括 McDonald's（麦当劳）、Chipotle（小辣椒）、Sam's（山姆会员店）、Burger King（汉堡王）、Costco（开市客）等众多知名大型连锁商超和连锁餐厅。

图 16：产品结构拆分（百万元）

	2019	2020	2021 分产品	2022	2023	2024
餐饮具及其他	549.04	570.91	890.90	1,297.25	1,303.82	1,527.37
YOY		3.98%	56.05%	45.61%	0.51%	17.15%
销量	3.34	3.59	5.64	7.81	7.72	9.31
单价	16438.32	15902.79	15796.10	16610.12	16888.86	16405.69
餐饮具	548.18	569.86	886.42	1,291.05	1,298.58	1,517.14
YOY		3.95%	55.55%	45.65%	0.58%	16.83%
毛利率	36.84%	39.71%	33.32%	28.14%	31.32%	34.62%
其他环保包装	0.86	1.05	4.48	6.20	5.24	10.23
YOY		22.09%	326.67%	38.39%	-15.48%	95.23%
毛利率	-2.38%	-10.64%	15.95%	9.95%	7.38%	19.65%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 17：部分产品图例



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

短期经营承压，下半年有望重返增长快车道。2019-2024 年公司收入/归母净利润 CAGR 分别为 22.7%/23.9%，稳健增长主要受益于全球政策利好、公司积极扩产抢占份额；2025Q1 收入/利润同比+9.9%/+14.5%，主要受制于美国关税/双反等因素短期增速放缓。我们预计 Q2 公司经营趋势同比延续承压，但伴随非美订单增长&泰国产能利用率爬坡，25H2 增长有望提速。

图 18：财务数据速览

单位：百万元	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025Q1
营业总收入	556.35	578.42	910.32	1315.79	1326.06	1546.20	371.99
YOY	-	3.97%	57.38%	44.54%	0.78%	16.60%	9.92%
归母净利润	111.02	115.39	99.61	190.52	231.44	323.86	72.19
YOY	-	3.93%	-13.68%	91.27%	21.48%	39.93%	14.45%
扣非归母净利润	53.91	70.25	145.98	205.57	228.48	307.97	69.80
YOY	-	30.31%	107.80%	40.82%	11.15%	34.79%	-
毛利率	40.05%	39.95%	33.81%	28.57%	31.96%	35.00%	34.20%
期间费用率	11.25%	12.24%	16.76%	9.11%	10.02%	10.01%	9.29%
销售费用率	4.23%	1.05%	1.57%	1.43%	1.84%	1.95%	2.04%
研发费用率	3.21%	4.04%	3.30%	2.80%	2.97%	3.06%	2.53%
管理费用率	3.91%	4.67%	11.29%	5.65%	5.60%	5.74%	5.60%
财务费用率	-0.10%	2.49%	0.60%	-0.78%	-0.39%	-0.74%	-0.88%
归母净利率	19.96%	19.95%	10.94%	14.48%	17.45%	20.95%	19.41%

资料来源：Wind，信达证券研发中心

外销为主，内销增速靓丽。2019-2024 年公司外销/内销收入 CAGR 分别为 20.4%/50.4%，2024 年收入占比分别为 86.7%/13.3%。

- **外销：**美国、欧洲为公司主要海外市场，2023 年占总收入比例分别为 59.7%、17.9%，客户为大型餐饮和食品包装产品制造商。公司境外销售主要为 FOB 模式，因此下游海运&关税等成本主要由客户承担，中美贸易纠纷加剧，我们预计 25 年公司对美销量保持平稳，但欧洲、大洋洲等区域增长有望提速。
- **内销：**公司国内客户主要为贸易商，通过其销售未贴牌产品和自有品牌“甘蔗君”，终端客户包括 Sam's（山姆会员店）、盒马鲜生、广州酒家、绝味鸭脖等大型商超与知名连锁餐饮企业。目前在海南禁塑市场中纸浆模塑渗透率约 1/3，公司已占据一半份额，未来内销凭借品牌&制造双重优势有望延续高增。

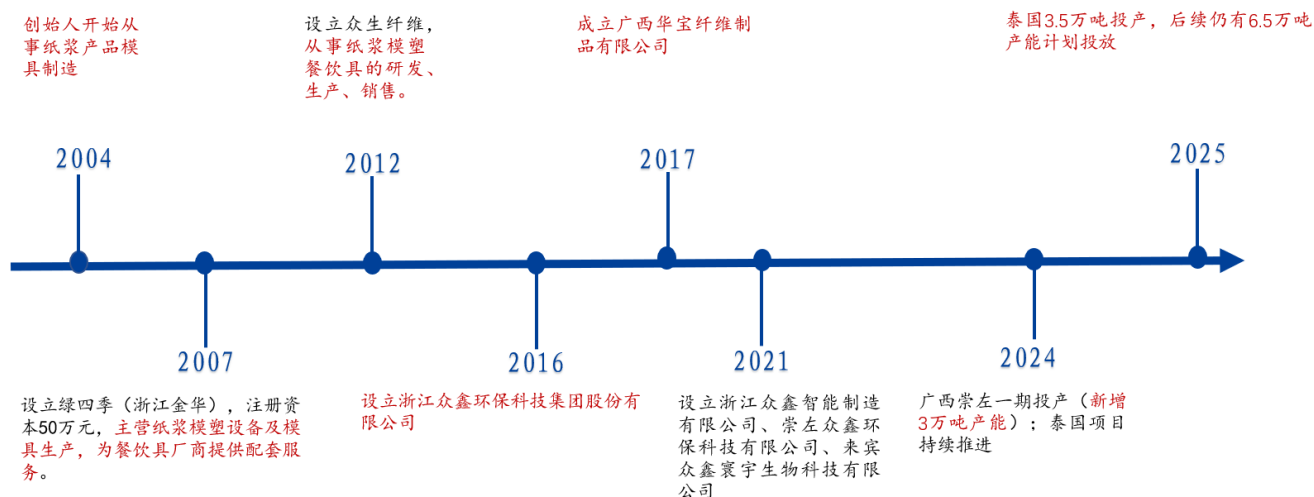
图 19：公司收入分地区拆分（百万元）

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
外销	522.65	537.01	813.11	1137.79	1125.32	1323.96
YOY		2.75%	51.41%	39.93%	-1.10%	17.65%
毛利率						34.41%
其中：北美	422.84	416.79	561.09	820.62	778.88	
YOY		-1.43%	34.62%	46.26%	-5.09%	
其中：欧洲	80.54	87.67	188.33	202.09	233.27	
YOY		8.85%	114.82%	7.31%	15.43%	
内销	26.40	33.90	77.79	159.45	178.50	203.41
YOY		28.43%	129.48%	104.97%	11.95%	13.95%
毛利率						35.22%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

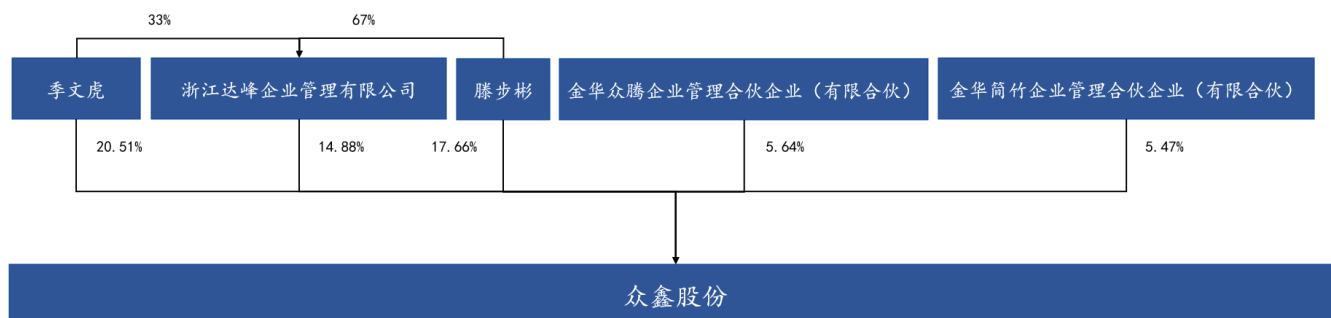
3.2 创始人深耕产业链多年，一线经验丰富

模具起家，产能持续扩张。2004 年创始人滕步彬、季文虎开始从事纸浆产品模具制造，2007 年共同成立绿四季为纸浆模塑餐饮具厂商开发配套模具&设备。2012 年创始团队成立众生纤维，正式转型餐饮具成品的研发、生产和销售，同时绿四季模具&设备生产职能逐步转移至众生纤维。2016 年众鑫股份正式成立，次年新设子公司广西华宝并引入财务投资人。自从公司发展加速，2023 年规划投资 5000 万美元建设泰国 5 万吨生产基地、2024 年广西崇左项目一期 3 万吨投产、2025 年泰国一期 3.5 万吨投产。

图 20：公司发展历程


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

管理层经验丰富，与员工共享公司成长红利。董事长兼总经理滕步彬为公司实控人，持股比例（含间接）为 27.6%；一致行动人李文虎为公司副总经理，持股比例为 25.4%。公司成立以来，滕步彬负责日常经营决策管理，李文虎主要负责技术与研发工作、不具有特殊决策地位。董秘程明曾在韶能股份（总经理助理）、金晟环保（总经理）等行业龙头担任重要岗位，并曾任美国 Primelink 公司中国区采购主管，在产品、技术、销售等领域积累丰富一线经验。此外，公司设立多个员工持股平台，深度绑定关键人才、与员工共享成长红利。

图 21：公司股权结构


资料来源：Wind，信达证券研发中心（截止 2025 年一季度）

图 22：高管简历

姓名	职位	简历
滕步彬	董事长、总经理	1978年6月出生，中国国籍，无境外永久居留权，中专学历。2000年6月至2001年9月就职于杭州庆余电子有限公司；2001年9月至2002年9月就职于杭州伟东包装有限公司；2002年10月至2004年3月就职于金华市高原机械模具有限公司；2004年6月至2005年12月就职于青岛市李沧区绿四季机械模具加工厂；2006年1月至2007年2月就职于青岛隆鑫达工贸有限公司任执行董事兼总经理；2007年3月至2021年12月就职于绿四季；2012年12月至今，任众生纤维执行董事兼总经理；2016年1月至2021年12月任众鑫有限执行董事兼总经理；2021年12月至今，任公司董事长兼总经理。
李文虎	董事、副总经理	1974年10月出生，中国国籍，无境外永久居留权，专科学历。1996年9月至1997年9月就职于金华市塑料总厂；2000年1月至2004年3月就职于金华市高原机械模具有限公司；2004年6月至2005年12月就职于青岛市李沧区绿四季机械模具加工厂；2006年1月至2007年2月就职于青岛隆鑫达工贸有限公司任技术总监；2007年3月至2021年12月就职于绿四季历任技术总监、执行董事兼总经理；2012年12月至今，任众生纤维技术总监；2016年1月至2021年12月任众鑫有限技术总监；2021年12月至今，任公司董事兼副总经理。
程明	董事、董事会秘书	1967年6月出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历。1990年7月至1995年3月就职于广东省坪石矿务局任助理工程师；1995年6月至2001年10月就职于济南三株集团有限公司任区域经理；2001年10月至2009年6月就职于韶能集团广东绿洲纸模包装制品有限公司任总经理助理；2009年7月至2013年3月就职于美国Primelink公司任中国区采购主管；2013年5月至2015年9月就职于台州金晟环保制品有限公司任总经理；2015年9月至2017年2月就职于浙江金晟环保股份有限公司任董事兼总经理；2017年7月至2018年6月就职于众鑫有限任副总经理；2018年6月至2022年9月就职于广西华宝任总经理；2021年12月至今，任公司董事兼董事会秘书。
宋锐	董事、副总经理	1979年9月出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历，高级工程师。2000年7月至2008年12月就职于海尔集团公司任海尔软件管理咨询事业部总监；2009年2月至2012年11月就职于全友家私有限公司任供应链中心总经理及流程与系统中心总监；2012年12月至2014年1月，就职于青岛联合资信通网络股份有限公司任总经理；2014年2月至2014年8月就职于公牛集团股份有限公司任总裁助理；2014年9月至2021年8月就职于天能控股集团有限公司任数字化创新中心总经理及电池业务总裁助理；2021年12月至今，任公司董事；2022年1月至今，任公司副总经理。
滕步相	董事、董事长助理	1980年10月出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历。2001年7月至2009年12月就职于杭州之江市政建设有限公司历任技术员、项目经理；2010年1月至2016年5月自主创业；2016年6月至2021年12月就职于众鑫有限历任部门经理、副总经理；2021年12月至2023年2月任公司董事兼溪溪永昌工厂厂长；2023年3月至今任公司董事。
潘欢欢	董事、永昌工厂总经理	1988年12月出生，中国国籍，无境外永久居留权，专科学历。2005年6月至2005年12月就职于青岛市李沧区绿四季机械模具加工厂；2006年1月至2007年2月就职于青岛隆鑫达工贸有限公司；2007年3月至2014年6月就职于绿四季；2014年7月至2017年2月就职于众生纤维任生产经理；2017年3月至2021年8月就职于众鑫有限任生产副总经理；2021年8月至今，任公司装备工程部经理；2021年12月至今，任公司董事。
宋清福	监事会主席、广西片区总经理	1968年6月出生，中国国籍，无境外永久居留权，专科学历。1991年7月至2004年7月就职于湛江造纸厂历任助理工程师、工艺员、二分厂造纸车间主任、制浆车间主任、分厂厂长；2005年1月至2008年5月就职于临沂兰华环保包装有限公司任副经理；2009年11月至2012年11月就职于绿四季任副总经理；2012年12月至2016年6月就职于众生纤维任副总经理；2016年7月至2017年9月就职于众鑫有限任副总经理；2017年10月至今，任广西华宝副总经理；2021年4月至今，任来宾冀宇执行董事兼总经理；2021年8月至今，任崇左众鑫执行董事；2021年12月至今，任公司监事兼总经理助理。
胡旭翠	监事、采购部经理	1986年1月出生，中国国籍，无境外永久居留权，专科学历。2003年6月至2008年2月自主创业；2008年3月至2015年3月就职于绿四季历任出纳、办公室行政人员、采购助理；2015年4月至今，任公司采购管理部经理；2021年12月至今，任公司监事。
姬中山	职工监事、崇左众鑫工厂厂长	1979年2月出生，中国国籍，无境外永久居留权，专科学历。2002年2月至2003年9月就职于海尔机器人有限公司；2003年10月至2011年2月就职于青岛华宁工贸有限公司；2011年3月至2012年12月就职于山东海韵生态纸业业有限公司；2013年3月至今，任众生纤维副总经理；2022年1月至今，担任崇左众鑫工厂厂长；2022年2月至今，任公司监事。
朱建	财务总监	1970年7月出生，中国国籍，无境外永久居留权，硕士研究生学历，正高级会计师、注册资产评估师、注册税务师。1991年8月至1994年4月就职于杭州蓝孔雀化学纤维（股份）有限公司；1994年4月至1996年7月就职于浙江钱江会计师事务所任项目经理；1996年8月至2002年12月就职于中国华能集团公司浙江分公司、中国华能浙江公司任会计主管；2002年12月至2020年9月就职于钱江水利开发股份有限公司历任主办会计、财务部副经理、财务部经理、财务总监、财务总监兼董事会秘书；2022年8月至2024年6月，任浙江祥邦科技股份有限公司独立董事；2021年6月至今，任浙江金盾风机股份有限公司独立董事；2021年1月至今，任浙江佐力药业股份有限公司独立董事；2022年12月至今，任浙江万得凯流体设备科技股份有限公司独立董事；2021年12月至今，任公司财务总监。

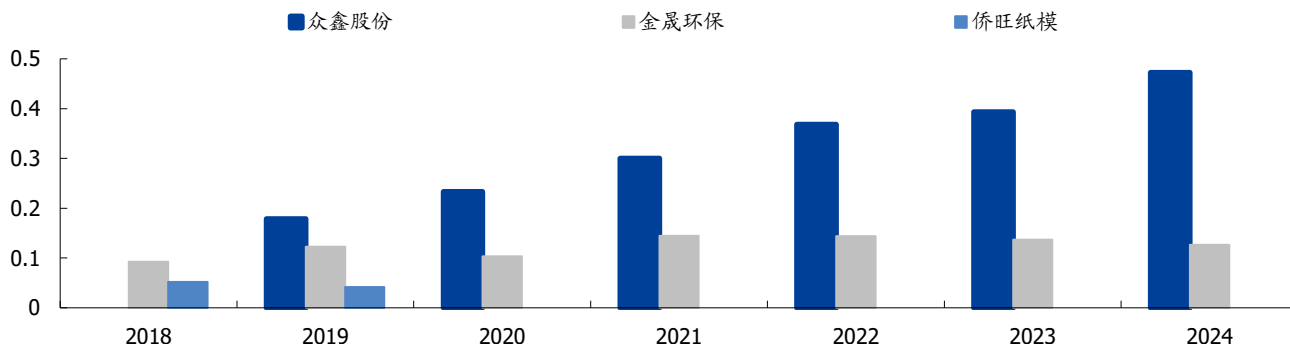
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

4. 核心壁垒坚固，无畏外部干扰

4.1 技术实力领先，成本优势显著

具备上游模具&设备经验，技术实力赋能生产&产品。创始团队早在 2007 年就已成立公司专门为纸浆模塑餐饮具厂商开发配套模具&设备，成功积累自主模具设计、设备制造及工艺流程的丰富经验。**1) 在生产方面**，公司利用自主研发的热膨胀智能控制技术、智能湿干双转快速转移技术、热压模具专用排气技术，可以根据不同产品的成型节拍，实现自动注浆、自动热压、自动成型、自动抓取、自动收料、自动切边冲孔、自动洗网工艺。同时，生产过程中对于注浆方式、真空抽吸方式、成型含水量、导热方式、热压温度等的细节设计保证了单机产能提升、能耗降低、产品质量提升，有效提高生产的精度和效率。**2) 在产品方面**，公司掌握模塑环保纸餐具无氟耐高温技术、抗氧吸潮性能改良技术、纤维改性技术等一系列纸浆模塑生产核心技术，保障产品多样化。2019-2024 年公司累积投入研发费用 2 亿元（金晟为 0.8 亿元），领先行业。

图 23：研发费用投入（亿元）

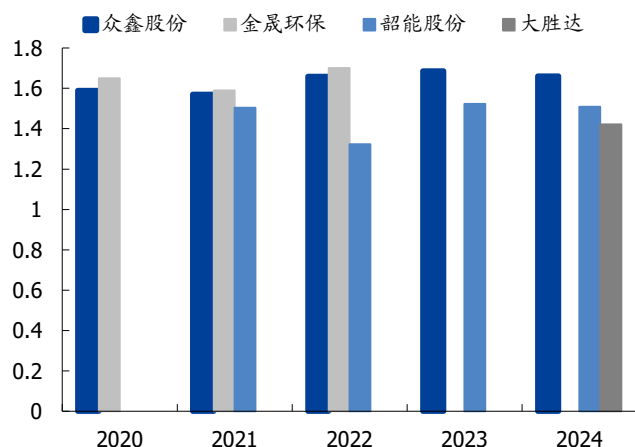


资料来源：Wind，信达证券研发中心

成本优势领先，不惧竞争加剧。根据我们对比，行业内产品均价差距有限，公司盈利能力远超同行主要系自制模具&设备、生产工艺领先、规模优势，三者叠加夯实公司成本优势。

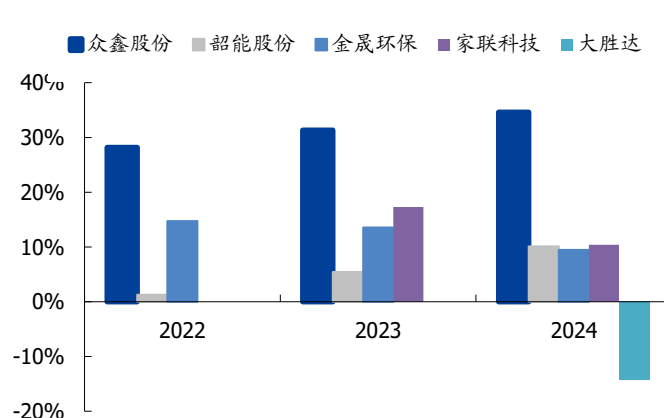
➤ **设备优势：**公司生产设备从设计开始就以降低产品成本和提高单位产出为导向，近年来通过持续迭代，2024 年公司人均创收/创利较 2020 年分别增长 40.0%/47.0%，且两项指标均远高于同行。我们预计伴随公司新设备/新产能持续落地，未来人均创收/创利仍有望持续提升（公司下一代研发设备的重点方向以人效 30 万美元+为目标）。

图 24：均价对比（万元/吨）

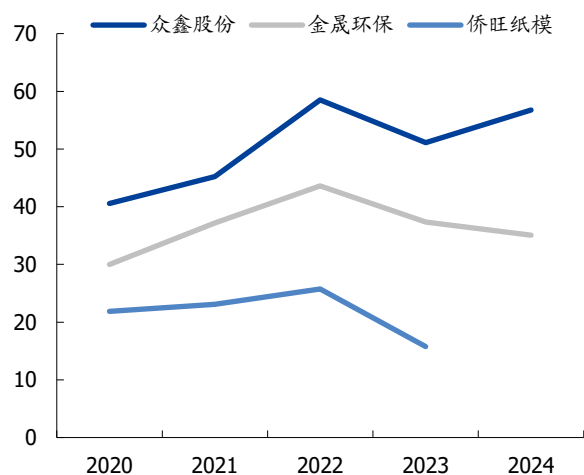


资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

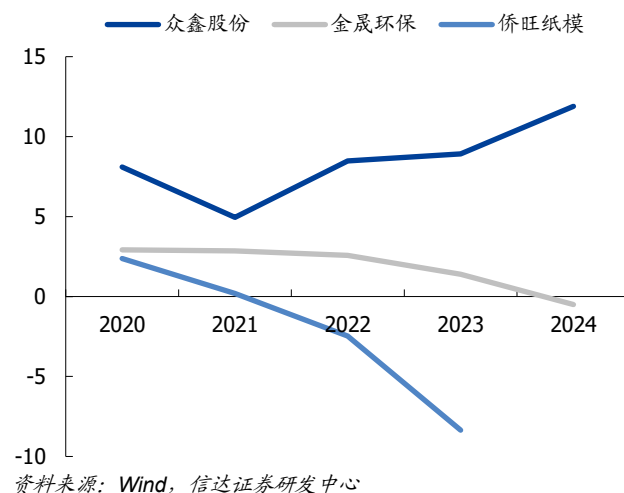
图 25：毛利率对比



资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

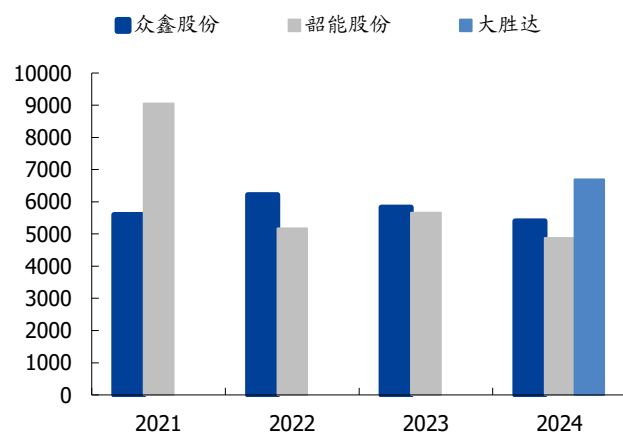
图 26：人均创收（万元）


资料来源：Wind，信达证券研发中心

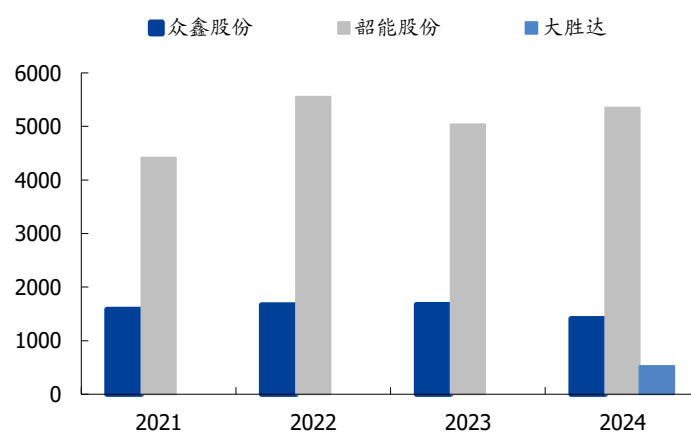
图 27：人均创利（万元）


资料来源：Wind，信达证券研发中心

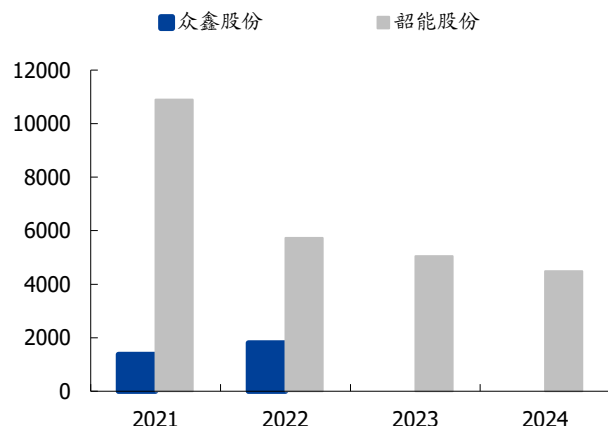
- **生产&规模优势：**纸浆模塑餐饮具原材料主要为蔗渣浆、竹浆等天然植物纤维材料，价格走势与木浆等大宗原料相似，制造端议价空间有限，因此行业内各公司单吨原材料成本表现相近。众鑫凭借自身优质生产工艺，单吨人工/能源成本显著优于同行，2022 年仅为同行韶能股份的（市占率第二）30%。此外，由于公司产能利用率较高，规模效应显现充分，2022 年单吨折旧为 715 元/吨（约为韶能股份的 19%）。

图 28：单吨材料对比（元）


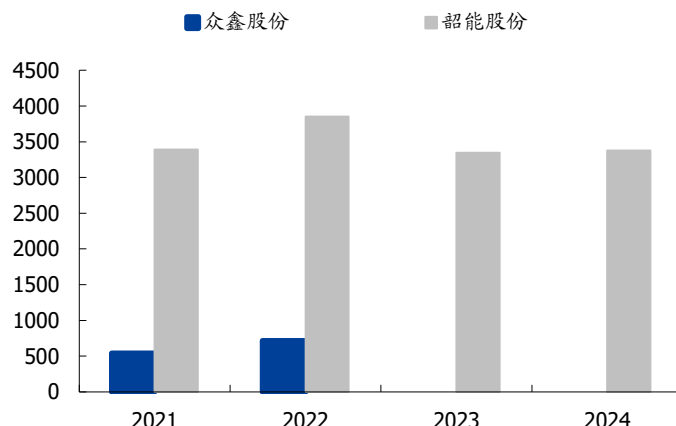
资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

图 29：单吨人工对比（元）


资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

图 30：单吨能耗对比（元）


资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

图 31：单吨折旧对比（元）


资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

4.2 贸易摩擦加剧，公司率先转产、份额有望持续提升

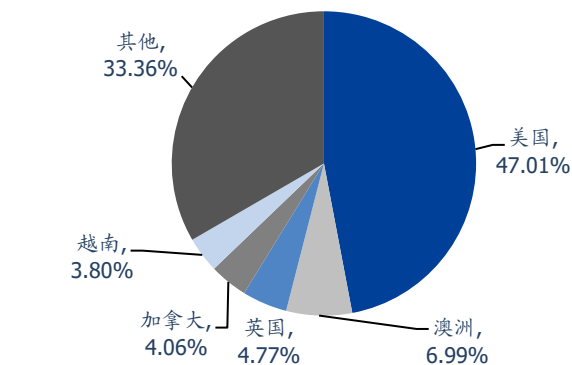
双反初步落地，贸易摩擦加剧。美国商务部于 2024 年 10 月对原产自中国、越南热成型模塑纤维产品正式发起反倾销、反补贴调查；2025 年 5 月反倾销初裁结果落地，公司为强制应诉企业，税率为 470.63%（其他非强制应诉企业平均税率为 345.84%，未列入清单的中国企业税率为 477.97%）；反补贴税率为 5.99%（中国其他生产商/出口商的税率为 6.38%-153.25%）。叠加此前 25%以及 30%加征关税，公司对美产品累计税率高达 531.62%。

中国为美国主要进口国，海外产能需求激增。2024 年美国纸浆模塑进口总量约为 25 万吨（我们预计多数为餐饮具），其中自中国进口约 15 万吨（占比为 60%），墨西哥/加拿大占比紧随其后（约为 13%/12%）。面对 531.62%税率，国内产能已无法正常出货，因此我们判断美国订单寻找中国外产能需求激增，海外价格有望提升。此外，美国亦为中国第一大出口国，2024 年占出口总量 47%，因此税率落地后大量产能将步入闲置状态，非美区域价格竞争预计加剧。

图 32：2024 年美国纸浆模塑进口国别量价拆分（亿美元、万吨、美元/吨）

	进口金额	进口量	进口单价
中国	3.92	14.64	2677.96
加拿大	0.94	3.06	3076.70
墨西哥	0.74	3.40	2172.93
越南	0.27	0.98	2695.52
柬埔寨	0.14	0.52	2721.09
台湾	0.13	0.48	2816.12
丹麦	0.11	0.18	5865.14
挪威	0.10	0.03	32002.54
多米尼加	0.09	0.30	2904.67
泰国	0.08	0.32	2652.53
印度	0.07	0.23	2841.16

资料来源：UN COMTRADE，信达证券研发中心

图 33：2024 年中国纸浆模塑出口国别占比


资料来源：UN COMTRADE，信达证券研发中心

公司泰国产能落地，顺利承接美国订单。2024 年公司对美出口收入占比约 52%，2025 年泰国一期 3.5 万吨项目已全线投产，于 4 月中旬开始向美国客户出货，25Q2 起原计划在国内生产的美国订单均已转移至泰国。此外，公司加速泰国产能扩产，25 年

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 17

4月向泰国工厂增资8000万美元，拟新增6.5万吨产能，落地后泰国年化产能有望增至10万吨。根据我们判断，泰国产能均价拉升，叠加公司技术&设备迭代，生产效率持续提升，泰国盈利能力有望表现更优。

图 34：产能梳理（亿元）

	2021	2022	2023	2024	2025	2026E
年化产能	6.12	9.32	10.57	12.77	16.1	22.6
其中：泰国	-	-	-	-	3.5	6.5
产量	5.84	7.78	8.47	10.98	-	-
产能利用率	95.36%	83.45%	80.15%	86%	-	-

资料来源：公司公告，Wind，信达证券研发中心

5. 盈利预测&投资评级

5.1 盈利预测

根据我们测算，预计公司 2025-2027 年收入分别为 16.8/27.4/35.1 亿元（同比分别 +8.7%、+63.0%、+28.3%），毛利率分别为 35.3%、36.8%、36.8%。拆分来看：

收入端：尽管受关税&双反影响，公司 Q2 业绩预计承压，但伴随非美订单增长、泰国产能爬坡以及二期 6.5 万吨投产，H2 收入有望重返高增通道。我们预计 2025-2027 年纸浆模塑餐饮具销量分别为 10.1/17.0/22.0 万吨，均价分别为 1.63/1.59/1.58 万元/吨，均价略下滑主要考虑到国内产能竞争加剧，以及未来同行加速海外产能建设。

盈利端：考虑到海外产能稀缺，泰国价格有望更优，且公司自身技术&设备迭代，综合成本有望持续改善，我们预计泰国基地盈利表现优于国内；国内产能 25 年开工率预计下滑，折旧等固废摊销不足压制利润空间，且内销&非美区域竞争加剧，国内基地盈利能力预计承压。费用投入方面，公司规模稳健增长，但未来产品&区域扩张有望加速，预计费用率保持高位，2025-2027 年销售费用率分别为 2.0%、2.3%、2.4%；管理费用率分别为 5.5%、5.8%、5.9%；研发费用率分别为 3.0%、3.3%、3.5%。

图 35：收入预测（百万元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	1315.80	1326.06	1546.20	1680.38	2738.42	3514.30
YOY	44.54%	0.78%	16.60%	8.68%	62.96%	28.33%
毛利率	28.57%	31.96%	35.00%	35.32%	36.80%	36.79%
餐饮具及其他	1,297.25	1,303.82	1,527.37	1,655.91	2,706.60	3,472.94
YOY	45.61%	0.51%	17.15%	8.42%	63.45%	28.31%
销量	7.81	7.72	9.31	10.13	17.00	22.00
单价	16610.09	16888.86	16405.69	16345.34	15921.17	15786.10
毛利润	363.92	407.10	527.24	575.72	984.37	1262.59
毛利率	28.05%	31.22%	34.52%	34.77%	36.37%	36.36%
单吨毛利润	4659.64	5273.34	5663.20	5682.87	5790.44	5739.06
餐饮具	1,291.05	1,298.58	1,517.14	1,638.51	2,670.77	3,418.59
YOY	45.65%	0.58%	16.83%	8.00%	63.00%	28.00%
毛利率	28.14%	31.32%	34.62%	34.90%	36.75%	36.60%
其他环保包装	6.20	5.24	10.23	17.40	35.83	54.35
YOY	38.39%	-15.48%	95.23%	70.06%	105.93%	51.71%
毛利率	9.95%	7.38%	19.65%	22.29%	8.00%	20.95%
其他业务	18.55	22.24	18.83	24.48	31.82	41.36
YOY	-4.48%	19.92%	-15.36%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利率	64.62%	74.97%	73.74%	73.00%	73.00%	73.00%

资料来源：Wind，信达证券研发中心

5.2 投资评级

众鑫股份为全球领先纸浆模塑餐饮具生产制造企业，双反干扰下产能出海强势扩张全球份额；此外，公司技术&设备领先，成本优势明确，身具创新基因，未来有望持续开拓产品&地区矩阵，成长路径多元。预计 **2025-2027** 年公司归母净利润将分别为 **3.6、6.0、7.6** 亿元，对应 **PE** 分别为 **18.5X、11.1X、8.8X**。选取同样出口美国、海外制造充沛的匠心家居、共创草坪、永艺股份作为同行业可比公司，2025 年可比公司平均估值为 18.0X，首次覆盖，给予“买入”评级。

图 36：同行估值对比

证券代码	证券名称	收盘价	EPS			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
301061.SZ	匠心家居	94.06	4.1	4.8	5.9	23.0	19.8	15.9
603600.SH	永艺股份	11.06	1.1	1.3	1.6	9.8	8.2	7.0
605099.SH	共创草坪	32.20	1.5	1.8	2.0	21.2	18.4	15.8
	行业平均	52.56	2.2	2.6	3.2	18.0	15.4	12.9
603091.SH	众鑫股份	65.05	3.50	5.85	7.38	18.6	11.1	8.8

资料来源：Wind，信达证券研发中心（估值日期：采用 2025 年 7 月 25 日收盘价，一致预期来自于 Wind）

风险因素:

需求复苏不及预期。若海外下游需求复苏停滞，可能影响公司收入。

原材料&汇率波动超预期。若原材料&汇率波动超预期，可能影响公司盈利能力。

产能爬坡不及预期。公司泰国投产较多，若产能利用率爬坡不及预期，影响公司盈利能力。

贸易摩擦风险。美国若向泰国展开反倾销调查，或对泰国增加关税税率，公司盈利能力或竞争力将被影响。

资产负债表					
单位: 百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	559	1,351	1,087	1,408	2,065
货币资金	128	691	523	583	1,014
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	136	177	174	293	381
预付账款	15	19	18	24	29
存货	235	372	286	409	527
其他	45	93	86	100	114
非流动资产	948	1,247	1,779	1,964	1,916
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	722	827	1,241	1,520	1,621
无形资产	109	123	119	115	111
其他	117	297	418	329	184
资产总计	1,507	2,598	2,866	3,372	3,982
流动负债	371	512	513	602	686
短期借款	168	215	215	215	215
应付票据	1	1	2	2	2
应付账款	133	145	149	196	240
其他	69	151	147	189	228
非流动负债	47	85	85	85	85
长期借款	40	50	50	50	50
其他	7	35	35	35	35
负债合计	418	598	598	687	771
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	1,089	2,001	2,268	2,685	3,211
负债和股东权益	1,507	2,598	2,866	3,372	3,982

重要财务指标					
单位: 百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,326	1,546	1,680	2,738	3,514
同比(%)	0.8%	16.6%	8.7%	63.0%	28.3%
归属母公司净利润	231	324	358	598	755
同比(%)	21.5%	39.9%	10.5%	67.2%	26.2%
毛利率(%)	31.8%	35.0%	35.3%	36.8%	36.8%
ROE%	21.2%	16.2%	15.8%	22.3%	23.5%
EPS(摊薄)(元)	2.26	3.17	3.50	5.85	7.38
P/E	28.74	20.54	18.58	11.12	8.81
P/B	6.11	3.32	2.93	2.48	2.07
EV/EBITDA	0.23	9.27	10.94	6.98	5.27

利润表					
单位: 百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,326	1,546	1,680	2,738	3,514
营业成本	904	1,005	1,087	1,731	2,222
营业税金及附加	11	16	15	25	33
销售费用	26	30	34	63	84
管理费用	71	89	92	159	207
研发费用	40	47	50	90	123
财务费用	-5	-12	0	-5	-6
减值损失合计	-9	-4	0	0	0
投资净收益	0	1	2	3	4
其他	7	17	17	27	35
营业利润	278	384	421	705	890
营业外收支	-6	-1	0	0	0
利润总额	272	383	421	705	890
所得税	41	59	63	107	135
净利润	231	324	358	598	755
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	231	324	358	598	755
EBITDA	353	476	589	915	1,131
EPS(当年)(元)	3.02	3.90	3.50	5.85	7.38

现金流量表					
单位: 百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金	219	320	633	650	867
净利润	231	324	358	598	755
折旧摊销	81	98	168	215	248
财务费用	-2	-8	11	11	11
投资损失	0	-1	-2	-3	-4
营运资金变动	-109	-108	97	-172	-143
其它	17	15	0	0	0
投资活动现金流	-200	-444	-698	-397	-196
资本支出	-201	-382	-700	-400	-200
长期投资	0	0	0	0	0
其他	1	-62	2	3	4
筹资活动现金流	-7	661	-120	-192	-240
吸收投资	0	603	0	0	0
借款	10	58	0	0	0
支付利息或股息	-17	-8	-120	-192	-240
现金流净增加额	17	555	-168	60	431

研究团队简介

姜文锬，信达证券研究开发中心所长助理，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇 SCI+EI 论文，曾就职于国盛证券，带领团队获 2024 年新财富最佳分析师第四名、2023/2024 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

李晨，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

骆崢，本科毕业于中国海洋大学，硕士毕业于伦敦国王学院大学。曾就职于开源证券研究所，有 3 年左右消费行业研究经验，跟随团队在金麒麟、21 世纪金牌分析师等评选中获得佳绩。2025 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖跨境电商、黄金珠宝、两轮车等赛道。

陆亚宁，美国伊利诺伊大学香槟分校经济学硕士，曾就职于浙商证券、西部证券，具备 3 年以上新消费行业研究经验。2025 年加入信达证券研究所，主要覆盖 IP 零售、母婴、电商、美护等赛道。

龚轶之，CFA，毕业于伦敦政治经济学院。曾就职于国金证券研究所，4 年消费行业研究经验，跟随团队在水晶球、金麒麟、Wind 金牌分析师等评选中获得佳绩。主要覆盖民用电工、文具、电动工具、照明、智能家居赛道。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。