

# 众鑫股份 (603091.SH)

## 买入 (维持评级)

### 泰国步入业绩兑现期，底部蓄力反转可期

#### 投资要点:

##### 公司发布 2025 年半年度报告

公司 2025 年上半年实现营收 6.75 亿元，同比-4.57%，归母净利润 1.17 亿元，同比-14.76%，扣非归母净利润 1.09 亿元，同比-21.25%。单季度来看，25Q2 公司营收 3.03 亿元，同比-17.87%，归母净利润 0.44 亿元，同比-39.8%，扣非归母净利润 0.39 亿元，同比-48.08%。

##### 泰国基地进入兑现期，积极培育新增长极

25H1 在中美关税扰动及美国对中、越两国纸浆模塑产品发起“双反调查”的影响下，公司经营阶段性承压。目前双反调查的初裁结果为反倾销税率 136.27%，反补贴税率 5.99%。面对外部环境的严峻挑战，公司坚定推进海外布局，增强供应链韧性。上半年，公司泰国一期 3.5 万吨产能已实现达产达标，运营稳定；二期年产 6.5 万吨产能正加速推进建设，预计将于 2026 年投产，为未来增长奠定坚实基础。泰国当前对美关税为 19%，远低于“双反”税率，2025 年 4 月份泰国一期项目投产后，各项生产数据表现优异，生产总成本得到有效管控，已经步入业绩兑现期，25H1 泰国基地营收 6198 万元，净利润 1437 万元，净利率达 23.2%，已超过 2024 年净利率水平。我们预计随泰国基地规模扩张，盈利能力还将有进一步提升空间。此外，公司正逐步从餐饮具赛道扩张至其他应用场景，上半年收购东莞达峰，快速切入电子产品/化妆品/保健品/高档烟酒等精品工业包装赛道。在生鲜托盘领域的技术攻关也取得阶段性进展，积极培育新增长极。

##### Q2 转型阵痛期，底部蓄力拐点在即

25H1 公司毛利率、净利率分别为 31.6%/17.3%，同比分别-3.2/-2.1pct，分地区来看，上半年内销/外销毛利率分别为 30.93%/38.42%，外销毛利率显著高于内销。25Q2 毛利率、净利率分别为 28.5%/14.62%，同比分别-7.9/-5.3pct。在“双反”背景下，公司 Q2 正处于产能转移的阵痛期，盈利阶段性承压。我们认为随着海外基地步入产能释放与业绩兑现期，国内加速产业转型与客户结构优化，公司经营有望逐步迎来反转。期间费用方面，25H1 期间费用率 11.6%，同比提升 2.4pct，其中销售费率/管理费率/研发费率/财务费率分别 2.5%/6.8%/2.8%/-0.4%，同比+0.9/+1.4/-0.6/+0.6pct。

##### 盈利预测与投资建议

公司作为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。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，我们小幅下调公司 25 年同时提高 26-27 年的盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 3.12/5.29/6.48 亿元（前值 3.57/4.21/4.85），同比-4%/+70%/+23%，维持“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

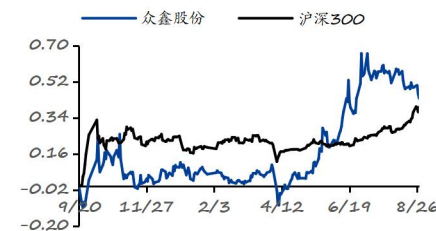
财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	1,326	1,546	1,564	2,485	3,116
增长率	1%	17%	1%	59%	25%
净利润 (百万元)	231	324	311	529	648
增长率	21%	40%	-4%	70%	23%
EPS (元/股)	2.26	3.17	3.05	5.17	6.34
市盈率 (P/E)	26.2	18.7	19.5	11.5	9.4
市净率 (P/B)	5.6	3.0	2.7	2.3	2.0

数据来源：公司公告、华福证券研究所

#### 基本数据

日期	2025-08-28
收盘价:	59.36 元
总股本/流通股本(百万股)	102.24/20.45
流通 A 股市值(百万元)	1,213.78
每股净资产(元)	19.86
资产负债率(%)	26.33
一年内最高/最低价(元)	69.70/35.53

#### 一年内股价相对走势



#### 团队成员

分析师:	李宏鹏(S0210524050017)
lhp30568@hfzq.com.cn	
分析师:	汪浚哲(S0210524050024)
wjz30579@hfzq.com.cn	

#### 相关报告

- 1、众鑫股份\_“双反”初裁落地，纸浆模塑龙头强者恒强——2025.05.14
- 2、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
- 3、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					利润表				
单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	691	704	1,118	1,402	营业收入	1,546	1,564	2,485	3,116
应收票据及账款	177	169	250	304	营业成本	1,005	1,062	1,629	2,029
预付账款	19	16	24	30	税金及附加	16	13	21	28
存货	372	397	551	685	销售费用	30	27	41	50
合同资产	0	0	0	0	管理费用	89	84	132	162
其他流动资产	93	69	87	95	研发费用	47	47	75	93
流动资产合计	1,351	1,355	2,031	2,516	财务费用	-12	-7	5	13
长期股权投资	0	0	0	0	信用减值损失	-5	0	5	0
固定资产	827	1,029	1,288	1,517	资产减值损失	-4	2	8	-1
在建工程	229	309	409	429	公允价值变动收益	-3	3	1	0
无形资产	123	139	142	149	投资收益	1	1	1	1
商誉	0	0	0	0	其他收益	27	25	28	27
其他非流动资产	68	69	70	71	<b>营业利润</b>	<b>384</b>	<b>369</b>	<b>626</b>	<b>767</b>
非流动资产合计	1,247	1,546	1,909	2,165	营业外收入	2	2	2	2
<b>资产合计</b>	<b>2,598</b>	<b>2,901</b>	<b>3,940</b>	<b>4,681</b>	营业外支出	2	2	2	2
短期借款	215	280	799	948	<b>利润总额</b>	<b>383</b>	<b>368</b>	<b>626</b>	<b>767</b>
应付票据及账款	146	163	231	294	所得税	59	57	97	119
预收款项	0	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>324</b>	<b>311</b>	<b>529</b>	<b>648</b>
合同负债	22	28	45	56	少数股东损益	0	0	0	0
其他应付款	3	3	3	3	<b>归属母公司净利润</b>	<b>324</b>	<b>311</b>	<b>529</b>	<b>648</b>
其他流动负债	126	125	148	164	EPS (按最新股本摊薄)	3.17	3.05	5.17	6.34
流动负债合计	512	599	1,226	1,465					
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					
<b>负债合计</b>	<b>598</b>	<b>690</b>	<b>1,323</b>	<b>1,569</b>					
归属母公司所有者权益	2,001	2,211	2,617	3,112					
少数股东权益	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>2,001</b>	<b>2,211</b>	<b>2,617</b>	<b>3,112</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,598</b>	<b>2,901</b>	<b>3,940</b>	<b>4,681</b>					

现金流量表				
单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	<b>320</b>	<b>438</b>	<b>515</b>	<b>714</b>
现金收益	409	414	669	828
存货影响	-137	-25	-154	-133
经营性应收影响	-41	9	-97	-59
经营性应付影响	14	17	68	63
其他影响	76	24	28	16
<b>投资活动现金流</b>	<b>-444</b>	<b>-405</b>	<b>-496</b>	<b>-420</b>
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	3	1	1
<b>融资活动现金流</b>	<b>661</b>	<b>-20</b>	<b>397</b>	<b>-10</b>
借款增加	110	71	524	156
股利及利息支付	-8	-105	-183	-211
股东融资	603	0	0	0
其他影响	-44	14	56	44

主要财务比率				
	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	16.6%	1.1%	58.9%	25.4%
EBIT 增长率	39.2%	-2.8%	74.6%	23.7%
归母公司净利润增长率	39.9%	-3.8%	69.8%	22.6%
<b>获利能力</b>				
毛利率	35.0%	32.1%	34.5%	34.9%
净利率	20.9%	19.9%	21.3%	20.8%
ROE	16.2%	14.1%	20.2%	20.8%
ROIC	16.6%	14.3%	18.3%	19.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	23.0%	23.8%	33.6%	33.5%
流动比率	2.6	2.3	1.7	1.7
速动比率	1.9	1.6	1.2	1.3
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.7
应收账款周转天数	36	40	30	32
存货周转天数	109	130	105	110
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	3.17	3.05	5.17	6.34
每股经营现金流	3.13	4.29	5.03	6.99
每股净资产	19.57	21.63	25.60	30.44
<b>估值比率</b>				
P/E	19	19	11	9
P/B	3	3	2	2
EV/EBITDA	73	73	45	36

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：hfyjs@hfzq.com.cn