

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

众鑫股份(603091)

投资评级 买入

上次评级 买入

姜文镒 新消费行业首席分析师

执业编号: S1500524120004

邮箱: jiangwenqiang@cindasc.com

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

## 众鑫股份：泰国盈利优异，静待拐点显现

2025年08月31日

### 报告内容摘要：

**事件：公司发布 2025 半年度业绩公告。**25H1 实现收入 6.75 亿元(同比-4.6%)，归母净利润 1.17 亿元(同比-14.8%)，扣非归母净利润 1.09 亿元(同比-21.3%)；25Q2 实现收入 3.03 亿元(同比-17.9%)，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-48.1%)。我们判断，Q2 受美国关税&反倾销影响，公司对美订单逐步向泰国迁移，但受制于产能爬坡，收入承压；盈利能力下滑主要系国内开工率不足、竞争加剧。

**泰国盈利表现优异，H2 成长加速。**公司泰国基地 H1 收入实现 0.62 亿元、利润 0.14 亿元(我们预计均在 Q2 体现)，净利率为 23.2%(25Q1 公司整体净利率仅为 19.4%)。我们判断由于海外产能稀缺，公司泰国基地定价优于国内，且公司技术&设备积累深厚，生产效率持续提升，单吨成本较国内基地亦有优势。目前泰国基地仍在爬坡，我们预计当地基础配套尚不完善，产量大于发货量导致部分费用无法正常摊销；H2 伴随发货规模提升，泰国基地盈利能力有望稳步提升。此外，6.5 万吨泰国二期加速建设，落地后成长有望高斜率加速。

**国内短暂承压，静待拐点显现。**25H1 公司国内基地贡献收入 2.41 亿元(同比-34.7%)、利润 0.22 亿元(同比-70.7%)，净利率为 9.0%(同比-11.0pct)，承压主要系美国订单外移，以及竞争加剧导致价格下滑。受益于设备&工艺领先，公司成本优势显著，即便 Q2 外部环境残酷，盈利能力仍远超同行。我们预计目前国内纸浆模塑餐饮具价格已令多数国内竞对生存承压，伴随供需边际改善，公司产能利用率有望稳步提升，届时盈利能力亦有望逐步修复。

**盈利短暂承压，费用管控优异。**2025Q2 公司毛利率为 28.5%(同比-7.9pct)，净利率为 14.6%(同比-5.3pct)，销售/研发/管理/财务费用率分别为 3.1%/3.0%/8.2%/0.2%(同比分别+1.5/-0.6/+3.1/+1.2pct)。营运能力方面，25Q2 经营性净现金流净额为 1.13 亿元(同比+1.31 亿元)，存货/应收/应付账款天数分别为 137.81/44.03/50.54 天(同比分别+27.9/+5.25/+3.01 天)。

**盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 3.4、6.1、7.8 亿元，对应 PE 估值分别为 19.5X、10.8X、8.4X，维持“买入”评级。

**风险提示：**海外产能提升不及预期，海外需求修复不及预期，汇率波动超预期

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	1,326	1,546	1,685	2,748	3,528
增长率 YoY %	0.8%	16.6%	9.0%	63.0%	28.4%
归属母公司净利润(百万元)	231	324	336	606	782
增长率 YoY%	21.5%	39.9%	3.8%	80.2%	29.1%
毛利率%	31.8%	35.0%	33.9%	36.8%	37.5%
净资产收益率ROE%	21.2%	16.2%	14.9%	22.6%	24.3%
EPS(摊薄)(元)	2.26	3.17	3.29	5.92	7.65
市盈率 P/E(倍)	28.24	20.18	19.45	10.79	8.36
市净率 P/B(倍)	6.00	3.27	2.90	2.44	2.03

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 08 月 29 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
<b>流动资产</b>	559	1,351	1,476	1,780	2,431	
货币资金	128	691	882	921	1,343	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	136	177	174	294	382	
预付账款	15	19	18	24	30	
存货	235	372	293	419	540	
其他	45	93	108	121	136	
<b>非流动资产</b>	948	1,247	1,511	1,720	1,698	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产(合计)	722	827	1,060	1,313	1,415	
无形资产	109	123	119	115	111	
其他	117	297	331	292	172	
<b>资产总计</b>	1,507	2,598	2,987	3,499	4,129	
<b>流动负债</b>	371	512	493	584	669	
短期借款	168	215	165	165	165	
应付票据	1	1	2	2	2	
应付账款	133	145	152	201	246	
其他	69	151	174	216	256	
<b>非流动负债</b>	47	85	239	239	239	
长期借款	40	50	200	200	200	
其他	7	35	39	39	39	
<b>负债合计</b>	418	598	732	823	908	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司股东权益	1,089	2,001	2,254	2,676	3,221	
<b>负债和股东权益</b>	1,507	2,598	2,987	3,499	4,129	

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	1,685	2,748	3,528	
同比(%)	0.8%	16.6%	9.0%	63.0%	28.4%	
归属母公司净利润	231	324	336	606	782	
同比(%)	21.5%	39.9%	3.8%	80.2%	29.1%	
毛利率(%)	31.8%	35.0%	33.9%	36.8%	37.5%	
ROE%	21.2%	16.2%	14.9%	22.6%	24.3%	
EPS(摊薄)(元)	2.26	3.17	3.29	5.92	7.65	
P/E	28.24	20.18	19.45	10.79	8.36	
P/B	6.00	3.27	2.90	2.44	2.03	
EV/EBITDA	0.23	9.27	11.14	6.77	4.98	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
<b>营业总收入</b>	1,326	1,546	1,685	2,748	3,528	
营业成本	904	1,005	1,114	1,736	2,206	
营业税金及附加	11	16	15	25	33	
销售费用	26	30	34	63	85	
管理费用	71	89	93	159	208	
研发费用	40	47	51	91	123	
财务费用	-5	-12	3	-10	-11	
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	
<b>营业利润</b>	278	384	395	713	922	
营业外收支	-6	-1	0	0	0	
<b>利润总额</b>	272	383	395	713	922	
所得税	41	59	59	108	140	
<b>净利润</b>	231	324	336	606	782	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
<b>归属母公司净利润</b>	231	324	336	606	782	
EBITDA	353	476	547	895	1,132	
EPS(当年)(元)	3.02	3.90	3.29	5.92	7.65	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
<b>经营活动现金</b>	219	320	590	636	872	
净利润	231	324	336	606	782	
折旧摊销	81	98	149	191	221	
财务费用	-2	-8	14	17	17	
投资损失	0	-1	-2	-3	-4	
营运资金变动	-109	-108	94	-174	-145	
其它	17	15	-2	0	0	
<b>投资活动现金流</b>	-200	-444	-431	-397	-196	
资本支出	-201	-382	-400	-400	-200	
长期投资	0	0	0	0	0	
其他	1	-62	-31	3	4	
<b>筹资活动现金流</b>	-7	661	25	-200	-254	
吸收投资	0	603	7	0	0	
借款	10	58	100	0	0	
支付利息或股息	-17	-8	-116	-200	-254	
<b>现金流净增加额</b>	17	555	191	39	422	

## 研究团队简介

姜文锲，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。

骆峥，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。

## 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。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准15%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：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了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。