

众鑫股份 (603091.SH)

Q3 符合预期，低谷已过柳暗花明

投资要点:

► 公司发布 2025 年前三季度报告。公司 2025 年前三季度实现营收 10.56 亿元，同比-8.07%，归母净利润 1.98 亿元，同比-16.16%，扣非归母净利润 1.9 亿元，同比-13.07%。单季度来看，25Q3 营收实现 3.8 亿元，同比-13.69%，归母净利润 8134 万元，同比-18.1%，扣非归母净利润 8137 万元，同比+0.99%。

► 泰国工厂持续兑现，低点已过，向上动能充足。公司泰国基地一期 3.5 万吨已于上半年达产达标，二期正在加速建设。受同期高基数影响，公司 Q3 收入及利润同比下滑，但降幅环比 Q2 显著收窄，侧面印证泰国基地仍在持续兑现，25H1 泰国基地营收 6198 万元，净利润 1437 万元，净利率达 23.2%。25Q3 公司营收环比+25.5%，归母净利润环比+83.6%，增长斜率修复显著，我们判断随规模及效益提升，Q3 泰国基地的盈利能力将进一步提升。且单三季度公司净利率增长至 21.38%，较 Q2 环比提升 6.76pct，已超过 2024 年净利率水平 (20.95%)。公司低谷已过，向上动能充足。

► “双反”加速行业集中，强者恒强。10 月 15 日，加拿大对原产于或出口自中国的热成型模制纤维餐具启动“双反”调查。我们认为此次调查对影响有限，公司对加拿大销售占比较低，24 年 10 月 1 日至 25 年 6 月 30 日仅占同期销售收入 7.7%。参考美国对中、越纸浆模塑的双反调查，自立案至终裁历经 11 个月，对短期经营影响较小。公司泰国产能正在加速建设中，建设完毕后产能将达 10 万吨。目前加拿大对泰国并未实行“对等关税”等贸易壁垒措施，若 26 年“双反”裁决落地，公司可通过泰国基地承接对加订单。根据公告，前期美国对中国的“双反”调查最终裁决结果为公司反倾销/反补贴税率分别为 283.89%/97.82%，合计 381.71%；国内其余企业反倾销税率为 49.08%-477.97%，反补贴税率为 7.56%-319.92%。美国对越南的“双反”调查结果裕展包装、宁波昌亚反倾销税率为 4.58%，其余企业反倾销税为 260.56%，越南反补贴税率绝大多数为 5.06% (其中 HC Packing Asia、Honha Eco Pulp Viet Nam Paper Tray、Pulp Tray, Martin Vietnam 三家反补贴税率为 200.7%)。公司于 2023 年便提前规划布局泰国工厂，先发优势明显；美国“双反”调查启动后加快建设进度，25Q2 起美国客户订单转至泰国生产。行业需求无虞、公司成本优势领先，我们认为贸易冲突将加速市场份额与优质客户向头部供给商集中。

► 盈利预测与投资建议。公司作为纸浆模塑餐饮具领军企业，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，产能爬坡看好短期业绩修复及长期市场份额提升，考虑到公司利润修复斜率向上，市场份额加速向头部集中，短期基数影响下调 25 年预期，并上调 26-27 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 3.02/5.72/7.22 亿元 (前值 3.12/5.29/6.48 亿元)，同比-7%/+90%/+26%，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	2,563	3,254
增长率	1%	17%	1%	64%	27%
净利润 (百万元)	231	324	302	572	722
增长率	21%	40%	-7%	90%	26%
EPS (元/股)	2.26	3.17	2.95	5.60	7.06
市盈率 (P/E)	32.5	23.2	24.9	13.1	10.4
市净率 (P/B)	6.9	3.8	3.4	2.8	2.3

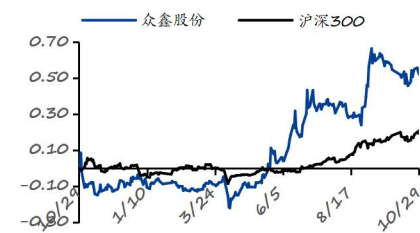
数据来源：公司公告、华福证券研究所

买入 (维持评级)

基本数据

日期	2025-10-29
收盘价:	72.81 元
总股本/流通股本(百万股)	102.24/30.82
流通 A 股市值(百万元)	2,243.77
每股净资产(元)	20.71
资产负债率(%)	24.31
一年内最高/最低价(元)	80.88/35.53

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_25H1 点评_泰国步入业绩兑现期，底部蓄力反转可期——2025.08.29
- 2、众鑫股份_“双反”初裁落地，纸浆模塑龙头强者恒强——2025.05.14
- 3、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

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	704	1,153	1,464
应收票据及账款	177	169	257	317
预付账款	19	16	25	31
存货	372	402	557	697
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	93	69	88	97
流动资产合计	1,351	1,360	2,081	2,607
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	2,906	3,990	4,772
短期借款	215	292	809	921
应付票据及账款	146	165	234	300
预收款项	0	0	0	0
合同负债	22	28	46	59
其他应付款	3	3	3	3
其他流动负债	126	125	150	167
流动负债合计	512	613	1,242	1,449
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	704	1,339	1,553
归属母公司所有者权益	2,001	2,202	2,651	3,219
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	2,001	2,202	2,651	3,219
负债和股东权益	2,598	2,906	3,990	4,772

现金流量表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	320	426	552	779
现金收益	409	405	713	900
存货影响	-137	-30	-155	-140
经营性应收影响	-41	8	-105	-65
经营性应付影响	14	19	68	66
其他影响	76	25	30	18
投资活动现金流	-444	-405	-496	-420
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
融资活动现金流	661	-8	394	-47
借款增加	110	83	522	119
股利及利息支付	-8	-102	-197	-230
股东融资	603	0	0	0
其他影响	-44	11	69	64

利润表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,546	1,564	2,563	3,254
营业成本	1,005	1,074	1,646	2,066
税金及附加	16	13	22	29
销售费用	30	27	42	53
管理费用	89	84	136	169
研发费用	47	47	77	98
财务费用	-12	-7	5	12
信用减值损失	-5	0	5	0
资产减值损失	-4	3	8	-1
公允价值变动收益	-3	3	1	0
投资收益	1	1	1	1
其他收益	27	25	28	27
营业利润	384	357	678	854
营业外收入	2	2	2	2
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	383	357	677	854
所得税	59	55	105	132
净利润	324	302	572	722
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	324	302	572	722
EPS（按最新股本摊薄）	3.17	2.95	5.60	7.06

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入增长率	16.6%	1.1%	63.9%	27.0%
EBIT 增长率	39.2%	-5.8%	94.9%	26.9%
归母公司净利润增长率	39.9%	-6.8%	89.6%	26.1%
获利能力				
毛利率	35.0%	31.3%	35.8%	36.5%
净利率	20.9%	19.3%	22.3%	22.2%
ROE	16.2%	13.7%	21.6%	22.4%
ROIC	16.6%	13.9%	19.5%	20.7%
偿债能力				
资产负债率	23.0%	24.2%	33.6%	32.5%
流动比率	2.6	2.2	1.7	1.8
速动比率	1.9	1.6	1.2	1.3
营运能力				
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	109
每股指标（元）				
每股收益	3.17	2.95	5.60	7.06
每股经营现金流	3.13	4.17	5.39	7.62
每股净资产	19.57	21.53	25.93	31.49
估值比率				
P/E	23	25	13	10
P/B	4	3	3	2
EV/EBITDA	77	79	44	35

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