



众鑫股份 (603091.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

乘势纸浆模塑渗透率高速提升，范围经济与成本定价权构筑全球龙头

公司简介

公司作为国内纸浆模塑龙头企业，业绩表现保持行业领先。2019-2024 年，公司营收 CAGR 为 22.79%，归母净利润 CAGR 为 23.89%，外销占比长期保持在 85%以上。公司高管团队经营稳健，模具设计和设备改造能力突出，已形成模具—原料—生产全链条高壁垒优势，盈利表现领先同行。2025Q1-Q3，公司营收/归母净利润分别-8.07%/-16.16%至 10.56/1.98 亿元，主因美国征收额外关税影响，海外客户下单节奏放缓。贸易摩擦加剧背景下，公司完善的泰国产能可基本覆盖对美出口，长期增长动力充沛。

投资逻辑：

多种替塑选项中纸浆模塑优势突出，未来渗透率有望持续提升。全球范围内限制塑料制品的生产与使用、加速寻找相应替代品，已成为各国的共识，政策驱动为纸浆模塑行业的长期发展注入核心动力。纸浆模塑的原材料 100%可降解可回收，且生产过程中不会造成环境污染。其他替塑选项中，淋膜原纸的产品形态较为单一，适用范围较窄。PLA 和 PBAT 需要在特定条件下进行工业堆肥降解，降解成本和时间均远高于纸浆模塑，综合来看纸浆模塑的替代优势最为突出。预计纸浆模塑工艺标准化程度提高后，生产成本将得到显著下降，对塑料制品的替代性将进一步提高，叠加各国限塑环保力度持续强化，纸浆模塑的渗透率有望快速提升。

模具设计制造优势突出，模具—原料—生产全链条能力带来高盈利表现的同时，为后续增长奠定坚实基础。2019-2024 年，公司的平均 ROE 和毛利率水平分别为 30.26%和 34.89%，盈利能力均保持行业领先。通过构建自主设计+定制制造+工艺迭代的全链条能力，确保模具与产品需求、生产场景的高度适配，在降低能耗成本、全流程自动化生产和提升产品品质等方面构筑了显著的生产效率和产品性能优势。且公司独特的模具研发制造能力，是保证长期成本优势的核心支撑，为公司带来领先同行的毛利率及人均创利水平。公司强大的成本控制能力确保在培育对核心客户供给粘性的同时，还不断开拓新客户，为后续增长奠定坚实基础。

泰国产能建设完备，规避双反风险同时盈利弹性可期。2025 年 9 月，美国发起的双反调查初裁结果公布，国内涉诉的纸浆模塑企业税率已远超对美出口毛利率，短时间难以有效满足美国市场需求。公司前瞻布局泰国基地，一期 3.5 万吨已投产，二期 6.5 万吨正在筹备中，截止 25 年 10 月泰国基地已有 5 万吨产能投产。泰国基地作为建设完备的海外稀缺产能，在先进生产技术和更高客户报价优势加持下盈利水平较国内更高，后续盈利弹性可期。

盈利预测、估值和评级

我们预计 2025-2027 年公司营业收入 15.68/25.05/31.31 亿元，同比+1.40%/+59.80%/+24.99%，公司归母净利润 2.96/5.68/7.55 亿元，同比-8.67%/+92.04%/+32.91%。2025-2027 年 EPS 分别为 2.89/5.56/7.38 元，对应 PE 分别为 25X/13X/10X。参考可比公司 PE 均值，给予公司 2026 年 16XPE，对应目标股价为 88.89 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

原材料价格波动的风险；海外市场拓展不及预期；贸易摩擦加剧风险；产能建设爬坡不及预期；股份解禁造成股价波动的风险；泰国新产能因竞争激烈使业绩不及预期。

国金证券研究所

分析师：赵中平 (执业 S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：张杨桓 (执业 S1130522090001)

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：72.72 元

目标价 (人民币)：88.89 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	1,326	1,546	1,568	2,505	3,131
营业收入增长率	0.78%	16.60%	1.40%	59.80%	24.99%
归母净利润 (百万元)	231	324	296	568	755
归母净利润增长率	21.48%	39.93%	-8.67%	92.04%	32.91%
摊薄每股收益 (元)	3.018	3.168	2.893	5.556	7.384
每股经营性现金流净额	2.86	3.13	4.24	6.54	9.46
ROE (归属母公司) (摊薄)	21.25%	16.19%	13.96%	12.00%	28.51%
P/E	0.00	14.77	25.14	13.09	9.85
P/B	0.00	2.39	3.51	3.17	2.81

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、深耕纸浆模塑细分赛道，模具设计制造优势突出	4
1.1、起步于模具制造，全球化征程已然开启	4
1.2、聚焦纸浆模塑细分赛道，业绩表现行业领先	4
1.3、公司股权集中，管理层一线生产经验丰富	6
二、纸浆模塑需求广阔，公司龙头地位突出	7
2.1、全球范围内替塑趋势不可阻挡，监管力度持续强化	7
2.2、多种替塑选项中纸浆模塑优势突出，叠加低成本优势渗透率有望快速提升	8
2.3、目前以低附加值的餐饮包装为主，公司头部优势明显	10
三、原料—模具—生产全链条优势突出，完备海外产能提供长期增长动力	13
3.1、对上游甘蔗浆纸浆掌控力强，原材料成本可控	14
3.2、依靠自主研发模具优势壁垒，盈利表现行业领先	15
3.3、凭借稳定批量定制化交付能力，深度绑定核心客户	17
3.4、泰国产能建设完备，规避双反风险同时贡献高毛利增量	18
四、盈利预测与估值	19
五、风险提示	21

图表目录

图表 1：公司发展历程	4
图表 2：公司主营产品一览	5
图表 3：公司营业收入变动	5
图表 4：公司归母净利润变动	5
图表 5：公司分地区营业收入变动	6
图表 6：公司外销收入以北美洲为主	6
图表 7：公司毛利率及净利率变动	6
图表 8：公司各项费率管控较好	6
图表 9：公司主要管理人员任职经历一览	6
图表 10：欧美各国不蹲强化对塑料污染的整治力度	7
图表 11：中国不断推出促进绿色环保包装相关法规	8
图表 12：传统塑料与相应替代品优劣势对比	9
图表 13：纸浆模塑的可降解性优于 PLA 和 PBAT	9
图表 14：传统塑料与纸浆模塑企业营业成本构成对比	10



图表 15:	传统塑料和纸浆模塑原材料价格对比	10
图表 16:	全球塑料软包装行业市场规模	10
图表 17:	中国塑料软包装行业市场规模	10
图表 18:	纸浆模塑下游应用场景分类	10
图表 19:	全球纸浆模塑市场仍以食品饮料包装需求为主	11
图表 20:	中国纸浆模塑市场以普通工业包装为主	11
图表 21:	中国塑料替代品出口主要国家分布	11
图表 22:	中国塑料替代品出口主要产品分布	11
图表 23:	中国纸浆模塑行业仍以中小企业为主	12
图表 24:	中国餐饮类纸浆模塑竞争格局	12
图表 25:	中国精品工业包装纸浆模塑竞争格局	12
图表 26:	国内主要纸浆模塑企业产能布局一览	12
图表 27:	公司历年产品价格变动幅度较小（单位：万元/吨）	13
图表 28:	可比公司营业收入比较（单位：亿元）	14
图表 29:	可比公司毛利率比较	14
图表 30:	公司直接材料占营业成本比重超 50%.....	14
图表 31:	公司纸浆占原材料成本近 70%.....	14
图表 32:	公司单位成本优势突出（单位：万元/吨）	14
图表 33:	公司单位材料成本缓慢下降	14
图表 34:	纸浆模塑主要原材料价格变动（单位：元/吨）	15
图表 35:	公司原料采购单价与市场价格对比	15
图表 36:	公司在生产工艺上实现低能耗、自动化和高品质的三重优势	16
图表 37:	纸浆模塑企业人均创利比较（单位：万元/人）	16
图表 38:	公司前五大客户营收占比缓慢下降	17
图表 39:	2023 年公司前五大客户销售占比.....	17
图表 40:	2024 年中国纸浆模塑制品出口分布.....	18
图表 41:	2024 年美国纸浆模塑进口来源分布.....	18
图表 42:	中国对美出口纸浆模塑保持较高增速	18
图表 43:	2024 年中国纸浆模塑对美出口占比为 47%	18
图表 44:	公司在北美地区营收变动	19
图表 45:	国内纸浆模塑企业海外产能建设进度	19
图表 46:	公司营收拆分	20
图表 47:	可比公司估值	21



一、深耕纸浆模塑细分赛道，模具设计制造优势突出

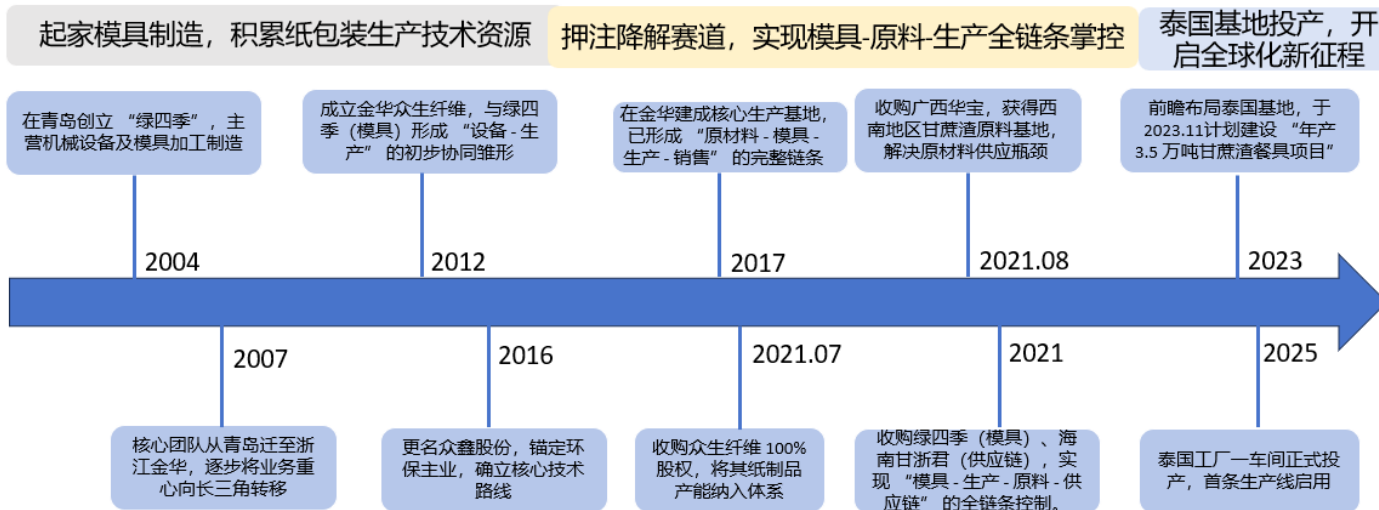
1.1、起步于模具制造，全球化征程已然开启

模具设计制造期间，积累丰富生产技术资源。2004 年，公司创始人滕步彬在青岛创立“绿四季”公司，主营机械设备及模具加工制造。因行业缺乏标准化设备，此时公司以自主研发装备为核心，逐步积累起模具设计和设备改造能力，成为后续纸浆模塑生产的核心技术基础。2007 年，公司迁往浙江金华，逐步将业务重心向长三角转移，并开始接触包装领域，为后续切入餐具制造积累资源。2012 年，金华众生纤维注册成立，业务以传统纸加工为主，与绿四季（模具）、后续成立的众鑫有限形成设备&生产的初步协同雏形。

押注可降解餐具赛道，并购整合打造模具—原料—生产全链条。2015 年，联合国大会提出 2025 年禁塑目标，随后欧盟、日本等开始立法限制一次性塑料。公司敏锐捕捉这一市场机遇，将重心全面转向自然降解植物纤维模塑产品的研发与生产，并确立核心技术路线：以甘蔗渣、竹浆等农业废弃物为原料，攻克无氟耐高温、抗氧吸潮、纤维改性等关键技术，产品降解彻底性、成本优势均优于 PLA 等化学合成材料。依托卓越的产品力和自主研发的模具技术，公司迅速扩产并在金华建成核心生产基地，成功切入麦当劳、星巴克等国际客户供应链。2021 年，公司先后并购整合众生纤维、广西华宝、绿四季、海南甘浙君等，实现上游对甘蔗渣原料、中游模具设计制造、下游产品生产的全链条掌控，大幅提升公司盈利空间。

泰国基地已投产放量，全球化征程已然开启。2023 年 11 月，为应对中美贸易关税风险，公司成立泰国众鑫并建设一期“年产 3.5 万吨甘蔗渣餐具项目”。2025 年初，一期项目如期投产并迅速对美国客户出货放量，有效规避了关税风险，成为支撑公司业绩增长的重要支柱。公司以泰国一期项目为基础，目前正筹备二期“年产 6.5 万吨甘蔗渣可降解环保餐具项目”，预计将于 2026 年投产，海外稀缺产能将为公司长远发展注入核心动力。

图表1：公司发展历程



来源：公司招股书，公司官网，国金证券研究所

1.2、聚焦纸浆模塑细分赛道，业绩表现行业领先

公司是一家专业从事自然降解植物纤维模塑产品研发、生产和销售的高新技术企业。公司产品主要利用蔗渣浆、竹浆等天然植物纤维材料，通过模具塑造成型，实现吸塑、注塑工艺的造型效果，是塑料制品的良好替代，广泛应用于餐饮、快消、医疗、工业等领域。主要产品为餐饮具及精品工业包装，餐饮具系用于餐饮或类似用途的器具，主要包括：餐盒、盘、碟、刀、叉、筷、碗、杯等。截止 2022 年底，公司在全球纸浆模塑餐饮具领域的市场占有率约 16%，在全国纸浆模塑餐饮具领域的市占率约为 20%。目前公司在建产能主要集中为泰国甘蔗渣可降解环保餐具项目，其中一期 3.5 万吨已实现达产达标，二期 6.5 万吨预计将于 2026 年投产，为公司长期增长奠定坚实基础。



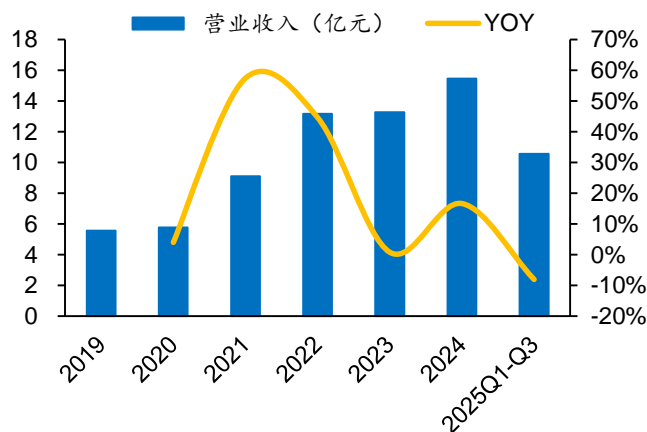
图表2：公司主营产品一览



来源：公司招股书，国金证券研究所

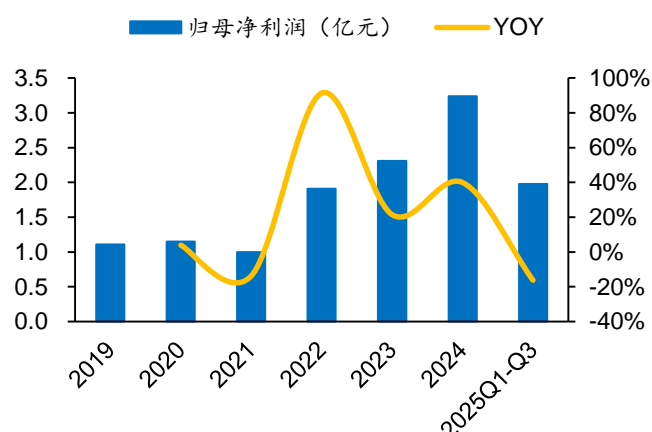
公司凭借多年在纸浆模塑细分赛道领域积累的生产技术优势，整体营收及利润规模均保持较快增速。2019-2024 年，公司营收 CAGR 为 22.79%，归母净利润 CAGR 为 23.89%。营收结构来看，公司外销占比长期保持在 85%以上，其中以美国为主的北美洲是公司主要消费市场。2025Q1-Q3，公司营收同比下降 8.07%至 10.56 亿元，归母净利润同比下降 16.16%至 1.98 亿元。业绩短期下滑，主因美国挑起对各国关税摩擦及对中国及越南热成型模塑纤维产品发起“双反调查”（反倾销、反补贴），使得公司对美销售出现较大波动。预计后续随着关税摩擦和“双反调查”逐渐缓和，且公司泰国产能落地后逐步承接对美需求，美国销售将趋于稳定，公司业绩将重回快速增长轨道。

图表3：公司营业收入变动



来源：公司公告，国金证券研究所

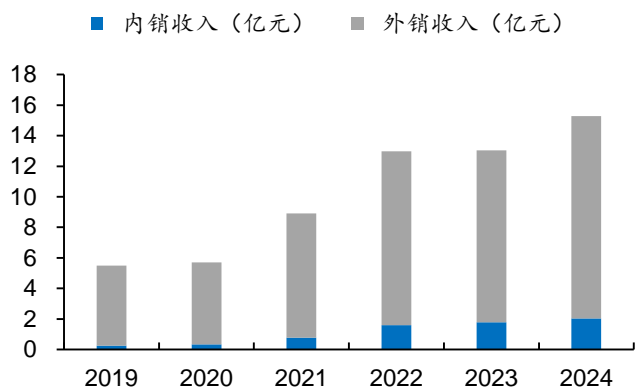
图表4：公司归母净利润变动



来源：公司公告，国金证券研究所

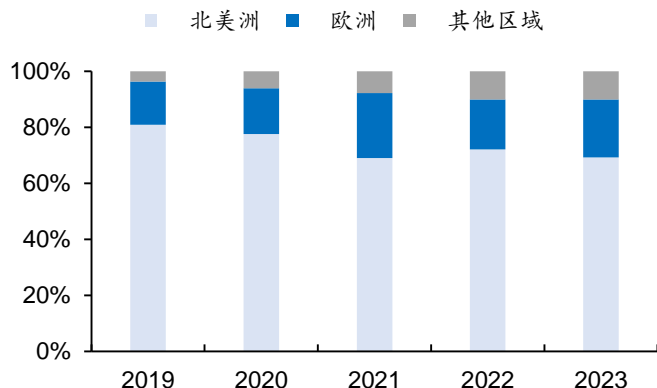


图表5：公司分地区营业收入变动



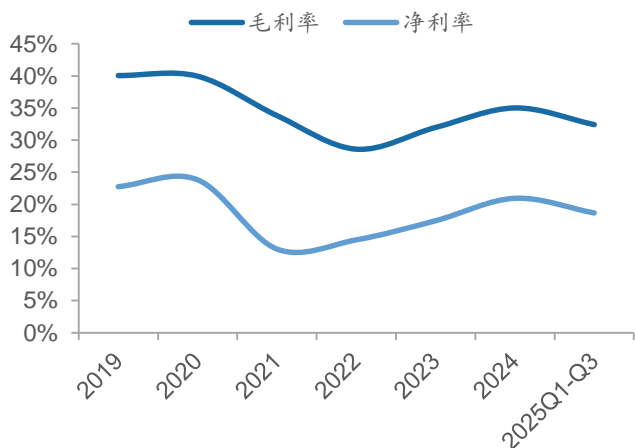
来源：公司公告，国金证券研究所

图表6：公司外销收入以北美洲为主



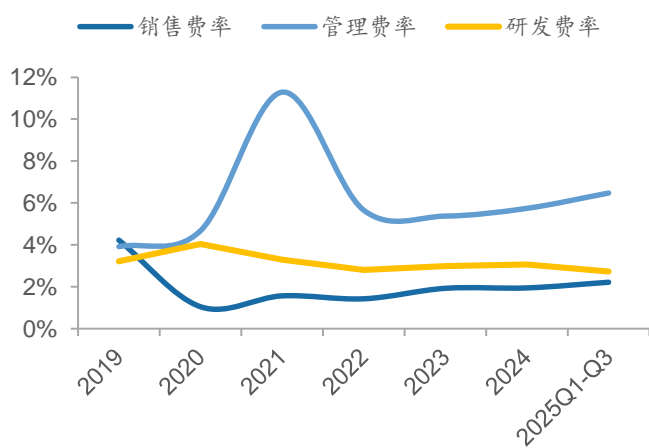
来源：公司公告，国金证券研究所

图表7：公司毛利率及净利率变动



来源：公司公告，国金证券研究所

图表8：公司各项费率管控较好



来源：公司公告，国金证券研究所

1.3、公司股权集中，管理层一线生产经验丰富

股权集中保障公司平稳运行，管理层丰富一线生产研发经验助力保持核心优势。公司股权结构集中，实际控制人为公司董事长、董事滕步彬先生，上市后滕步彬先生及其一致行动人季文虎先生合计持有公司约 54% 的股权。此外，公司高管团队经营稳健，拥有丰富的一线生产经验。董事长兼总经理滕步彬先生出身一线模具工人，一直抓公司纸浆模塑的模具设计、生产技术攻关等工作，具备扎实的机械设计与设备改造功底。副总经理季文虎、董事潘欢欢等人作为公司初创员工，自青岛绿四季时期便在公司任职，从一线员工起参与公司发展壮大全过程，具备丰富的管理经验与纸浆模塑生产技术能力。

图表9：公司主要管理人员任职经历一览

姓名	职务	任职经历
滕步彬	董事长兼 总经理	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，任浙江众鑫环保科技集团股份有限公司第一届、第二届董事会董事、董事长兼总经理。



季文虎	副总经理	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，任浙江众鑫环保科技集团股份有限公司第一届、第二届董事会董事兼副总经理。
滕步相	董事会秘书	2001年7月~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~2016年5月自主创业；2016年6月~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~2023年2月任浙江众鑫环保科技集团股份有限公司董事兼兰溪永昌工厂厂长；2021年3月至今，任浙江众鑫环保科技集团股份有限公司董事；2023年3月至今，董事长助理的职务；2024年1月至今，总经办总监、泰国工厂项目建设总负责人。
宋锐	董事	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2024年12月，任浙江众鑫环保科技集团股份有限公司第一届董事会董事、副总经理2024年12月03日，任浙江众鑫环保科技集团股份有限公司第二届董事会董事；
潘欢欢	董事	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月就职于众鑫有限公司任生产副总经理；2021年8月至今，任浙江众鑫环保科技集团股份有限公司装备工程部经理；2021年12月至今，任浙江众鑫环保科技集团股份有限公司第一届、第二届董事、第一届、第二届董事会审计委员会委员。

来源：公司公告，公司招股书，国金证券研究所

二、纸浆模塑需求广阔，公司龙头地位突出

2.1、全球范围内替塑趋势不可阻挡，监管力度持续强化

塑料污染规模庞大，关键在于从源头限制塑料生产消费。据 nature 期刊，全球塑料废物每年排放量为 5210 (4830-5630) 万公吨，其中露天焚烧和未燃烧的碎片分别约占 57% 和 43%。从地区分布来看，南亚、撒哈拉以南非洲和东南亚国家的塑料污染排放量最高，其中印度的排放量最大，相当于全球塑料排放量的近 1/5，中国塑料排放量有所减少，排名第四。该研究同时表明，单靠废物管理无法有效解决塑料污染问题，唯有从源头上限制原生塑料的生产和消费，才能真正减少全球塑料排放规模，应将这一目标尽早纳入全球塑料污染治理框架的谈判中。

联合国发布《塑料公约零草案》，禁塑替塑已成为国际共识。2023 年 9 月，联合国发布《塑料公约零草案》，针对塑料全生命周期维度提出 13 个关键的要素，包括关于塑料限产、问题塑料限制、制品设计、生产者责任延伸 EPR 制度、使用再生塑料、废物管理等方面。其中明确提到 1) 各国应采取必要的措施减少全球塑料产量和供应量，且应设定相应的减产目标。2) 各国生产的塑料制品应含最低比例的环保可回收材料，促进更高的回收率。该零草案是联合国环境规划署为制定一项具有法律约束力的塑料污染国际文书而发布的相关资料。目前虽未形成统一的具备国际法律约束力塑料污染公约协议，但全球范围内限制塑料制品的生产与使用、加速寻找相应替代品，已成为各国的共识。

欧美各国对替代塑料已有明确安排。塑料污染造成的切身环境问题，以及环保主义盛行等因素作用下，欧美各国不断强化对塑料污染的整治力度，且在塑料制品的可回收材料占比、推动使用替代品等方面已做出明确规划。欧盟计划至 2030 年，所有包装必须可重复使用、可回收或可堆肥，塑料包装的回收率必须达到 55%，目前已有法国、德国、意大利等多个国家明确提出替塑比例。美国以法案形式规定至 2030 年，塑料包装中的回收材料含量至少达到 30%，以创新美国塑料回收体系，并增加包装中回收材料的使用。

图表10：欧美各国不踌强化对塑料污染的整治力度

国家/地区	法规名称	具体举措
-------	------	------



欧盟	循环经济下的欧洲塑料战略	计划投资 3.5 亿欧元用于现代化改造塑料的生产和回收流程，在 2030 年前使欧盟市场上所有的塑料包装均可回收或可重复使用。
	一次性塑料制品指令	从 2025 年起，PET 瓶中的回收材料含量必须达到 25%，到 2030 年增至 30%，并要求瓶子必须有瓶盖。
	包装和包装废弃物法规	到 2030 年，所有包装必须可重复使用、可回收或可堆肥。塑料包装的回收率必须达到 55%，而塑料食品包装在 2030 年前必须至少含有 10% 的回收材料。一次性饮料瓶必须至少含有 30% 的回收材料，并计划到 2040 年将这一比例提高到 50%-65%。
法国	-	到 2025 年，所有塑料包装必须至少含有 50% 的回收材料。
德国	-	2045 年前：一是逐步提高消费后回收材料的比例，同时提升分类和回收能力；二是增加回收材料在塑料制品中的使用，并根据材料类型进行区分。
意大利	一次性产品的塑料税	该税项旨在减少一次性塑料产品的生产和使用，推动发展危害较小的替代品，并要求根据产品的生产地点进行注册并提交纳税申报表。
美国	防止塑料污染国家战略草案	减少“一次性、不可回收或经常丢弃的塑料产品”的生产和消费的措施，呼吁联邦政府减少购买一次性、不可回收或难以回收的塑料产品。
	加速塑料循环经济和回收创新法案	建议将化学回收归类为生产过程，将塑料焚烧排除在回收方法之外，并为回收塑料建立第三方认证体系。到 2030 年，塑料包装中的回收材料含量至少达到 30%。
日本	修订《海洋污染防止法》	要求产品标签必须标明塑料使用信息，并计划建立全国性微塑料监测数据库。

来源：商务部官网，WTO/FTA 咨询网，国金证券研究所

国内限塑令下环保要求趋严，环保纸包装成为重要替代选项。相较传统的塑料包装产品，纸浆模塑以天然纤维素材料制成，不会对环境造成污染，并且可以循环利用。因此在整治环境污染、达成双碳目标的背景下，以纸代塑的环保包装受政策支持愈发清晰明确。2020 年，发改委等发布《关于进一步加强塑料污染治理的意见》，明确提出在塑料污染问题的电商、快递、外卖等新兴领域，推广使用纸袋等非塑料制品。《“十四五”塑料污染治理行动方案》提出，科学稳妥推广塑料替代产品，充分考虑纸制品等全生命周期资源环境影响。

图表 11：中国不断推出促进绿色环保包装相关法规

发布时间	文件名	政策内容
2020 年	《关于进一步加强塑料污染治理的意见》	在塑料污染问题突出领域和电商、快递、外卖等新兴领域，形成一批可复制、可推广的塑料减量和绿色物流模式。推广使用环保布袋、纸袋等非塑料制品和可降解购物袋。
2020 年	《关于加快推进快递包装绿色转型的意见》	到 2025 年，电商快件基本实现不再二次包装，可循环快递包装应用规模达 1000 万个，快递包装基本实现绿色转型。
2020 年	《固体废物污染环境防治法》修订	电子商务、快递、外卖等行业应当优先采用可重复使用、易回收利用的包装物，优化物品包装，减少包装物的使用，并积极回收利用包装物。
2021 年	《邮件快件包装管理办法》	鼓励寄递企业积极使用可循环、易回收、可降解的替代产品。
2021 年	《“十四五”塑料污染治理行动方案》	科学稳妥推广塑料替代产品，充分考虑竹木制品、纸制品、可降解塑料制品等全生命周期资源环境影响。
2023 年	轻工业稳增长工作方案（2023—2024 年）	加强纸制品和包装纸设计研发，适应多元化个性化市场需求。
2025 年	《快递暂行条例》修订	推进快递包装绿色化、减量化、可循环，鼓励使用可降解可重复利用的环保包装材料。

来源：中国政府网、商务部官网等，国金证券研究所

2.2、多种替塑选项中纸浆模塑优势突出，叠加低成本优势渗透率有望快速提升

众多替代塑料制品选项中，纸浆模塑表现突出。纸浆模塑产品是将可完全回收循环使用的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。一般纸浆模塑产品的原材料主要为蔗渣浆等纯天然植物纤维，生产加工过程为纯物理过程，产成品无污染，经使用后废弃物可回收再利用、可自然降解，是良好的绿色环保型包装产品。

与传统不可降解塑料相比，纸浆模塑的原材料为废纸和植物纤维，100%可降解可回收。且纸浆模塑的生产工艺为纯物理过程，生产过程中不会对环境造成污染问题，较好的契合各国政府对塑料相关制品在生产和使用中的可回收、低污染要求。

除纸浆模塑外，目前主流的代塑制品还包括淋膜纸和 PLA、PBAT 等，其中淋膜原纸的产品形态较为单一，适用范围较窄，因此未见大规模推广。而 PLA 和 PBAT 需要在特定条件下进行工业堆肥降解，降解成本和时间均远高于纸浆模塑。因此综合来看，纸浆模塑对



传统塑料的替代优势最为突出,在全球治理塑料污染的背景下有望持续替代传统不可降解塑料,其渗透率与市场规模有望持续攀升。

图表12: 传统塑料与相应替代品优劣势对比

材料类别	优势	劣势
传统不可降解塑料产品 (如: 发泡塑料)	性价比高、供应链成熟	不可降解, 分解产生塑料微珠, 严重污染环境
PLA/PBAT 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 (传统塑料 2 倍以上)、不耐储存, 货架期短
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
纸浆模塑产品	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

来源: 公司招股书, 国金证券研究所

图表13: 纸浆模塑的可降解性优于 PLA 和 PBAT

	纸浆模塑	PLA	PBAT
处理要求	自然降解	工业堆肥、家庭堆肥	工业堆肥
温度范围	常温	约 60°C (PLA 的玻璃化转变温度 50-60°C)	50-60°C
降解湿度	无特殊要求	60°C 湿度	60°C 湿度
微生物	无特殊要求	需嗜热放线菌等菌群参与	需嗜热放线菌等菌群参与
降解时长	3 个月左右可完全降解	6 个月左右有分解迹象	3 个月左右有分解迹象
降解成本	低	高	高

来源: 公司招股书, 国金证券研究所

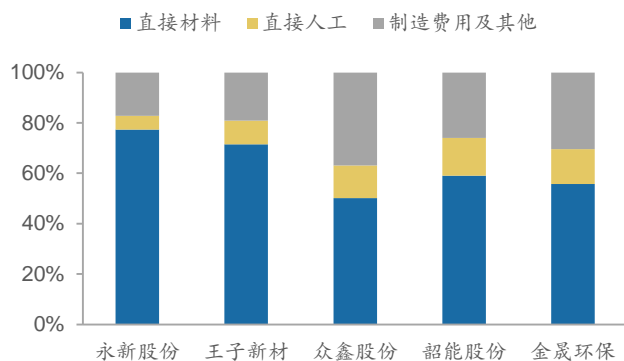
行业发展动力正从环保政策驱动转向工艺优化,整体规模有望持续扩容。纸浆模塑行业发展早期,各国以行政法规强制推行的限塑禁塑是推动纸浆模塑行业快速扩容的核心动力,政策红利优势突出。在此背景下,下游客户更多关注的是以基本性能的替塑产品取代传统塑料制品即可,较少关注纸浆模塑产品的成本及性能优良与否。大量不同资质的企业涌入纸浆模塑生产领域,即使产品性能不十分突出,但在政策监管压力下,仍获得可观的投资回报。随着政策红利的逐步释放与市场竞争的加剧,纸浆模塑行业扩容的核心动力已转向生产工艺优化,通过技术突破—成本下降—品质提升—场景拓宽的循环系统,行业发展瓶颈有望持续突破,支撑纸浆模塑行业规模持续扩容。2024 年全球纸浆模塑市场规模为 54.4 亿美元,纸浆模塑对传统塑料的渗透率仅为 3.40%,未来渗透率提升空间仍较大。

纸浆模塑原料成本远低于传统塑料,未来生产工艺完善后渗透率有望快速提升。纸浆模塑制品的主要原材料为以蔗渣浆和竹浆为主的植物纤维纸浆,其中蔗渣浆为甘蔗制糖中生产的副产品,来源广泛且市场供应充足,价格保持在 4000-5000 元/吨左右。而传统塑料以聚乙烯等化工产品为主要原料,价格保持在 8000 元/吨左右。就生产工艺而言,传统塑料的主要优势在于生产流程高度自动化、产品标准化程度高。原材料成本占比来看,以永新股份、王子新材为代表的传统塑料包装龙头企业的直接材料成本占比在 70%以上,而包括众鑫在内的一众纸浆模塑企业原材料成本占比为 50%+。塑料包装行业生产工艺较纸浆模塑更加成熟,人工及制造费用投入更低,因此直接材料占比更高。

目前纸浆模塑下游产品尚无统一的分类标准,需要投入较高成本以设计更换生产模具,因此虽然原料价格大幅低于传统塑料,但包括制造费用在内的生产成本并无明显优势。而包括众鑫等在内的头部企业正推进设备与产品的匹配优化,以产品为导向重置整条产线,以期提高生产效率、逐步提升标准化水平。预计纸浆模塑工艺标准化程度提高后,生产成本将得到显著下降,从经济效益角度而言纸塑对塑料制品的替代可能性将进一步提高,叠加各国限塑环保力度持续强化,纸浆模塑对传统塑料的渗透率有望快速提升。

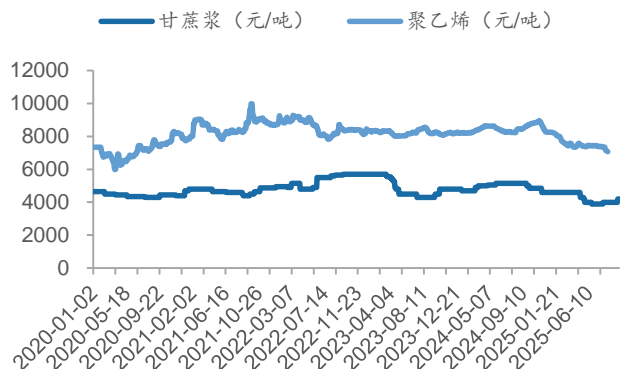


图表14：传统塑料与纸浆模塑企业营业成本构成对比



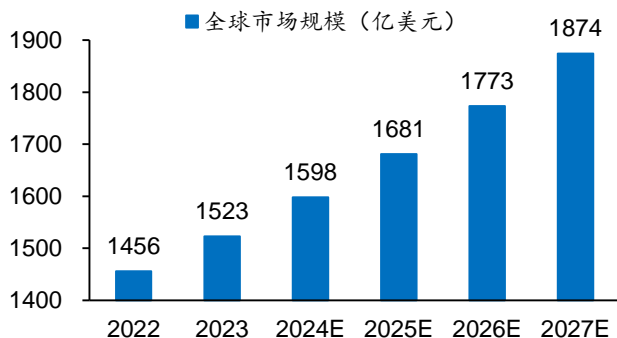
来源：公司公告，国金证券研究所

图表15：传统塑料和纸浆模塑原材料价格对比



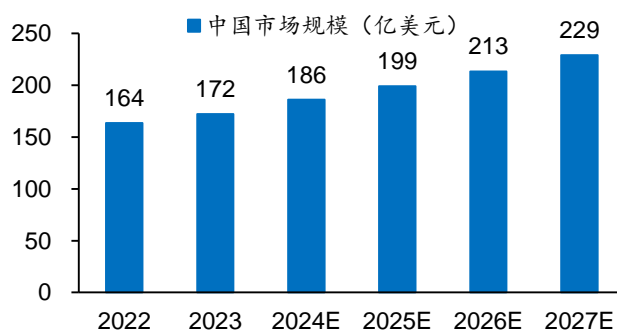
来源：ifind，国金证券研究所

图表16：全球塑料软包装行业市场规模



来源：中商情报网，国金证券研究所

图表17：中国塑料软包装行业市场规模



来源：中商情报网，国金证券研究所

2.3、目前以低附加值的餐饮包装为主，公司头部优势明显

目前仍以低附加值的餐饮包装为主，工业包装领域拓展空间充足。依据产品性能的不同，纸浆模塑主要可分为一次性餐饮具、精品工业包装和普通工业包装三类。而为整治塑料污染问题而推广的环保纸包装，其主要应用方向为快递和外卖等领域。一次性餐饮具主要应用于餐饮领域，普通工业包装主要应用于缓冲类包装制品。而精品工业包装应用于高附加值工业品的精细包装，生产工艺最为复杂，产品附加值最高，其售价也远超普通工业包装和餐饮具包装。2022 年全球纸浆模塑包装市场价值为 51.11 亿美元，按应用领域区分，食品包装最多，为 22.79 亿美元，占 44.6%；其次是餐饮具，为 12.36 亿美元，占 24.2%。2022 年，我国纸浆模塑产品全国合计产能约 179 万吨，按应用领域区分，其中一次性餐饮类包装 51 万吨，精品工业包装 15 万吨，普通工业包装 113 万吨以上，其中餐饮类纸浆模塑包装制品约为 40 万吨。纸浆模塑整体市场规模仍较小，且以低附加值的餐饮具和普通工业包装为主，在精品工业包装领域的拓展空间仍较大。

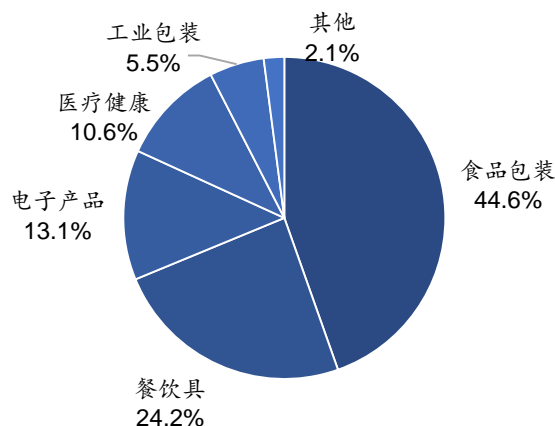
图表18：纸浆模塑下游应用场景分类

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	湿压工艺结合高温模压技术	蔗渣浆、竹浆等、防水剂、防油剂	100℃防水防油，卫生级别高	1.6 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
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模压技术	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

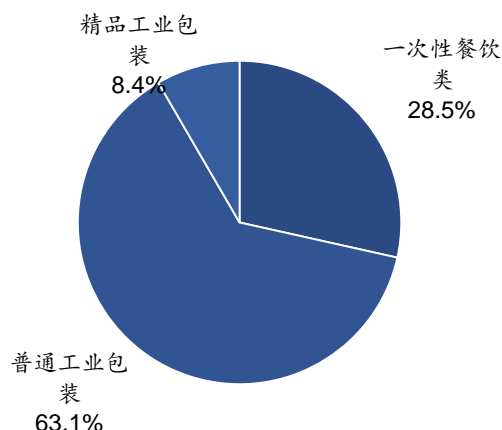
来源：公司招股书，国金证券研究所



图表19：全球纸浆模塑市场仍以食品饮料包装需求为主



图表20：中国纸浆模塑市场以普通工业包装为主

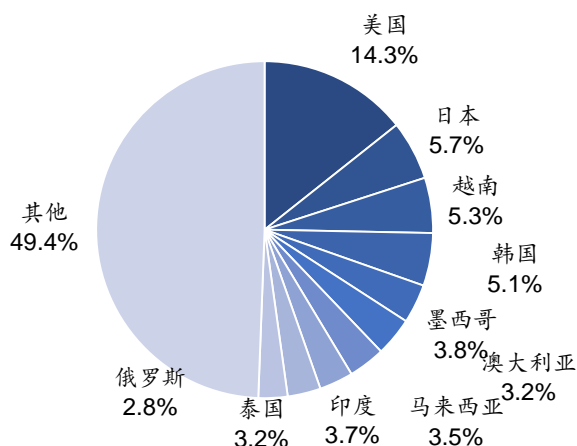


来源：公司招股书，国金证券研究所

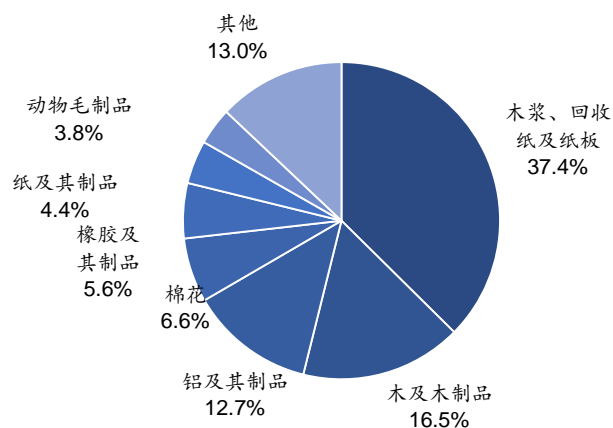
来源：公司招股书，国金证券研究所

2023 年，中国塑料替代品主要向美国、日本、越南等国出口，出口占比分别为 14.3%/5.7%/5.3%，出口集中在欧美日等发达国家及东南亚诸国。美国、日本等国为塑料替代品主要消费市场，越南、泰国等为我国包装企业海外产能布局目的地。依托当地丰富的纸浆原料与劳动力优势，近年来我国企业正不断加速向东南亚投资设厂，以更好的服务国际客户。

图表21：中国塑料替代品出口主要国家分布



图表22：中国塑料替代品出口主要产品分布



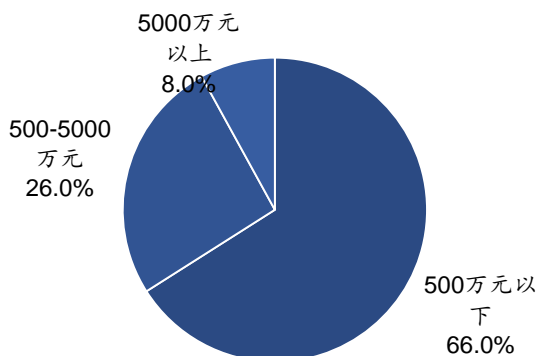
来源：《塑料公约谈判背景下塑料替代品贸易的发展趋势与中国对策》，国金证券研究所

来源：《塑料公约谈判背景下塑料替代品贸易的发展趋势与中国对策》，国金证券研究所

据中国制浆造纸研究院，国内约 4000 家纸浆模塑企业中大部分是注册资本在 500 万元以下的小微企业，占比约 66%。注册资本 500-5000 万元的中小企业 1000 余家，占比约 26%。注册资本 5000 万元以上的大中型企业仅约 300 家，占比 8%。我国纸浆模塑行业处于行业发展初期，行业集中度较低，分布较为分散，主要为小型零售企业。中小厂商主营禽蛋托等低附加值产品，利润水平较低，竞争激烈。领先厂商聚焦于餐饮具工业包装等产品，保有相对较高的利润水平。



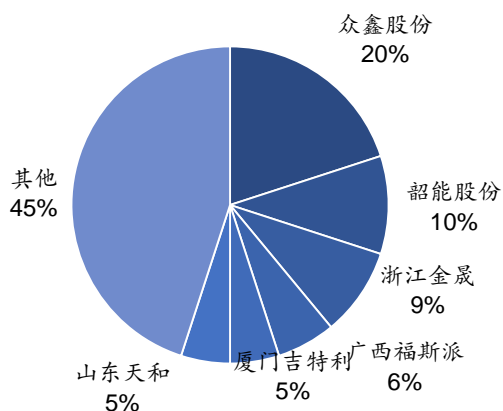
图表23：中国纸浆模塑行业仍以中小企业为主



来源：公司招股书，国金证券研究所

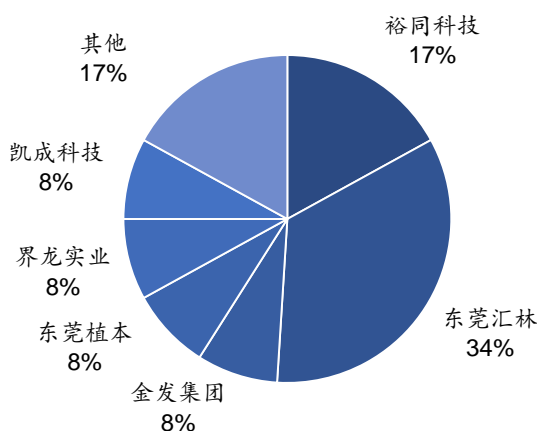
依靠完善产能布局与领先的生产技术优势，公司行业头部优势突出。与其他将纸浆模塑业务作为营收补充的纸包装或塑料包装企业不同，公司的营收全部来自于纸浆模塑，其中绝大部分为针对餐饮具需求。2024年，公司实现营收增长16.60%至15.46亿元，2019-2024年营收CAGR为22.79%，整体保持较快的营收增速。截止2022年底，公司在全球纸浆模塑餐饮具领域的市场占有率约16%，在全国纸浆模塑餐饮具领域的市占率约为20%。目前公司在建产能主要集中为泰国甘蔗渣可降解环保餐具项目，其中一期3.5万吨已实现达产达标，二期6.5万吨预计将于2026年投产，为公司长期发展提供核心增长动力。

图表24：中国餐饮类纸浆模塑竞争格局



来源：中国造纸杂志社，国金证券研究所

图表25：中国精品工业包装纸浆模塑竞争格局



来源：中国造纸杂志社，国金证券研究所

图表26：国内主要纸浆模塑企业产能布局一览

公司	业务营收	产能布局推进
众鑫股份	餐饮具：2024 年营收 15.17 亿元，同比 +16.83%	泰国一期 3.5 万吨已达标投产，二期 6.5 万吨正在规划中，截止 2025 年 10 月底泰国达产产能已达 5 万吨。
裕同科技	环保纸塑产品：2024 年营收 12.71 亿元，同比 +19.45%	新设境外子公司“印尼裕同环保科技有限公司”，明确推进纸塑业务
家联科技	植物纤维制品：2024 年营收 1.27 亿元，同比 +35.05%	广西来宾基地产房建设完毕，已初步投产；宁波岚山工厂建设完成，产能已释放；泰国基地租赁厂房已正式投产
金晟环保	一次性可降解餐具：2024 年营收 5.25 亿元，同比 +4.17%	四川金晟竹科技项目分两期建设，预计年产 4 万吨。广西来宾的纸浆模塑制品扩建一期工程正在推进



韶能科技

生态纸餐具：2024 年营收 7.67 亿元，同比
+14.98%。

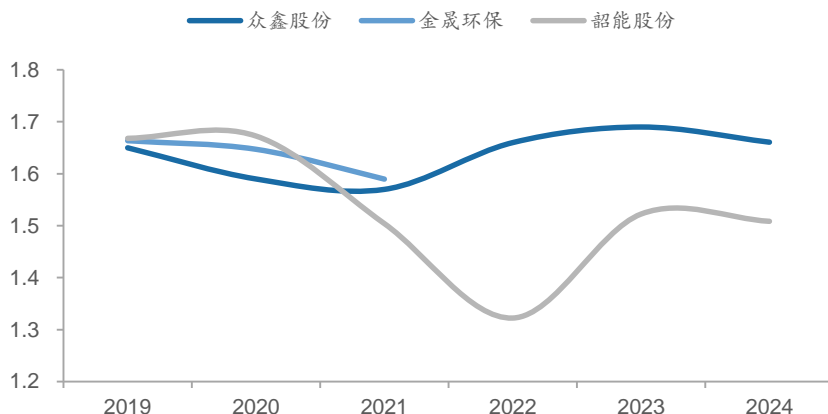
2025 年 4 月，泰国武里南府纸浆模塑生产基地投产。

来源：各公司公告，ifind，纸视界，韶能绿洲公众号，国金证券研究所

三、原料-模具-生产全链条优势突出，完备海外产能提供长期增长动力

历年价格变动幅度有限，毛利提升关键在于成本管控能力。公司的产品价格稳定在 1.6 万元/吨左右，2022 年与 2023 年，公司产品单价有一定上升，主因当年美元兑人民币汇率上升且主要原材料纸浆价格上涨较快。历年来公司产品单价波动不大，毛利率变动主要来自原材料及制造费用等有所波动。与金晟环保、韶能股份等相比，公司产品虽有一定价格优势但整体差距并不大，主因 1) 纸浆模塑制品原材料成本占比较高，企业议价能力不足，缺乏对上游原材料的掌控。2) 目前纸浆模塑产品仍以餐饮具等中低端需求为主，产品附加值低，企业难以通过优化设计或提升品质等形成产品差异化竞争优势。3) 纸浆模塑的核心替代对象仍是环保监管趋严下的塑料包装，尚未形成对塑料包装或其他可降解制品的核心成本或产品优势，企业提价能力不足。因此在此背景下，着力优化生产工艺、加强对上游原料的掌控，同时以规模化定制生产能力保证大批量交付，便成为不同纸浆模塑企业拉开盈利能力的主要竞争领域。

图表27：公司历年产品价格变动幅度较小（单位：万元/吨）

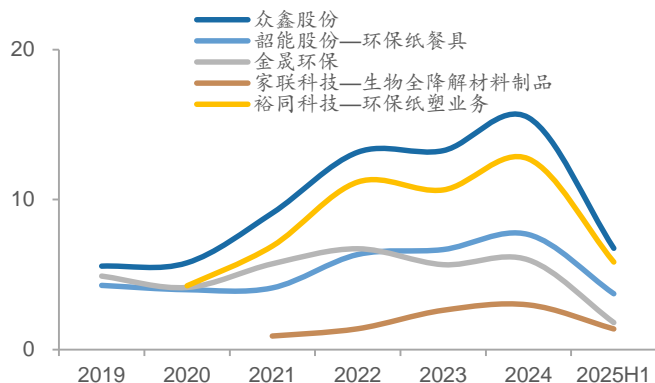


来源：各公司公告，国金证券研究所

原材料管控+模具设备技术领先+深度绑定下游核心客户，多重优势加持下公司盈利能力处于行业领先水平。2019-2024 年，公司的平均 ROE 和毛利率水平分别为 30.26% 和 34.89%，最近几年的 ROE 与毛利率水平稳定在 20% 与 30% 左右。近几年公司的毛利率波动主要受原材料价格波动及汇率波动影响，ROE 水平持续下滑，主因公司持续扩充产能规模，新投产项目的产能利用率不及成熟产能，因此虽然公司利润水平保持较快增长，但 ROE 仍是持续下滑，预计后续随着新建产能逐步渡过爬坡期持续贡献高毛利增量，公司的 ROE 水平有望重回 30%+ 水平。整体来看，公司的盈利水平大幅领先同业公司，主因：1) 公司通过收并购等方式直接锁定广西甘蔗渣核心供应基地，较低的蔗渣收购价有效增厚盈利空间，2) 公司起家于模具制造，依靠在纸浆模塑设备设计及制造上的丰富技术储备和生产经验优势，且保持高研发投入不断革新技术设备，生产效率大幅领先同行。3) 公司产能规模保持行业绝对优势，依靠低生产成本和高效交付能力等优势深度绑定下游核心客户，纸浆模塑生产的范围经济效益突出。

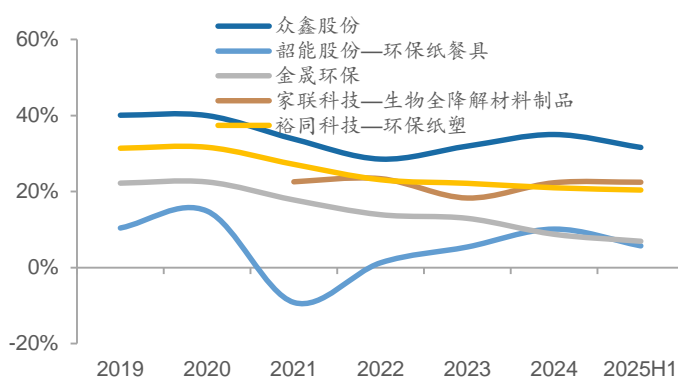


图表28：可比公司营业收入比较（单位：亿元）



来源：各公司公告，国金证券研究所

图表29：可比公司毛利率比较

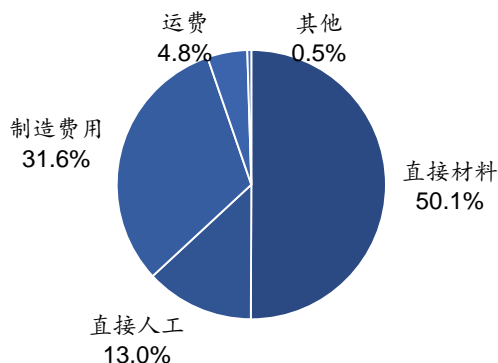


来源：各公司公告，国金证券研究所

3.1、对上游甘蔗浆纸浆掌控力强，原材料成本可控

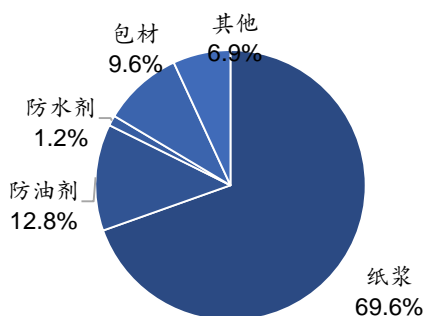
原材料占比较大，公司单位成本管控领先同行。纸浆模塑制品的主要原材料为植物纤维纸浆，其中蔗渣浆和竹浆因来源广泛、成本较低，被众鑫等头部企业大量使用。据公司年报，原材料成本占公司营业成本比重超 50%，其中浆成本占比近 70%。对原材料成本的掌控力度，直接关系到公司的盈利空间。与同行业公司相比，公司的单位成本保持在 1 万元/吨左右，一直处于相对低位。2023 年以来，公司的单位材料成本持续下降，主因包括甘蔗渣在内的采购价格有所下降，且公司与上游采购商的合作力度不断加深，原料价格下降可充分改善公司成本。

图表30：公司直接材料占营业成本比重超 50%



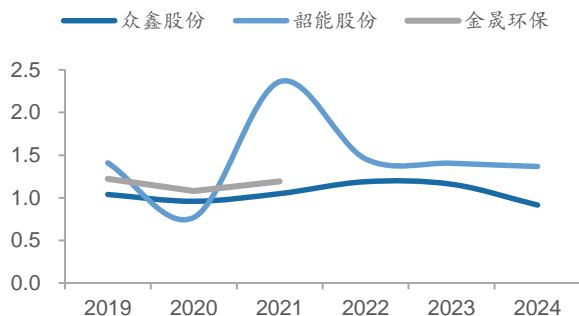
来源：公司公告，国金证券研究所

图表31：公司纸浆占原材料成本近 70%



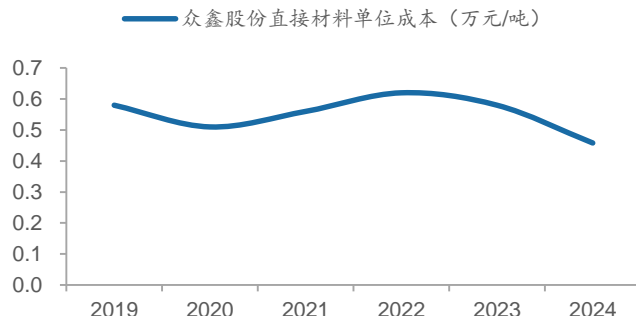
来源：公司公告，国金证券研究所

图表32：公司单位成本优势突出（单位：万元/吨）



来源：各公司公告，国金证券研究所

图表33：公司单位材料成本缓慢下降

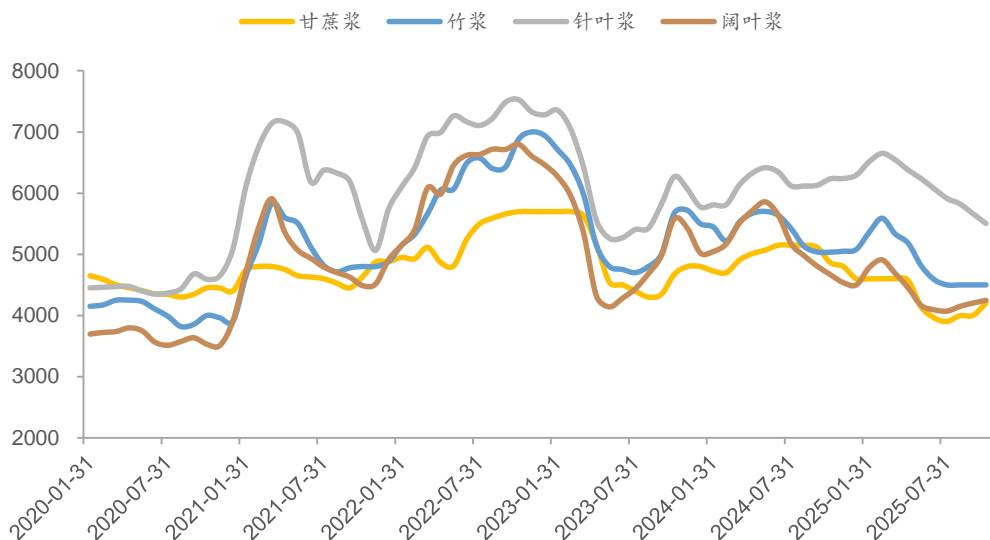


来源：公司公告，国金证券研究所



市场整体供需关系均衡，蔗浆价格有望维持 4000-5000 元/吨运行。2020 年以来，国内甘蔗浆价格长期保持在 4000-5000 元/吨左右，其中 2022 年至 2023 年甘蔗浆价格有所上升，主因蔗渣等原料供应偏紧，价格上涨直接推高甘蔗浆生产成本。供应链不稳定导致甘蔗浆区域阶段性货源紧张，而下游纸厂对甘蔗浆的采购需求稳定，且进口木浆价格维持高位运行，涨价氛围蔓延至甘蔗浆，使得蔗浆价格维持高位运行。2023 年年中以来，进口纸浆价格逐渐下降，且甘蔗浆上游供应充足，市场整体供需格局较平衡，蔗浆价格呈震荡下行态势。甘蔗浆的核心原料为蔗渣，其供应和价格直接决定甘蔗浆的生产成本。我国甘蔗播种面积充足，可有效满足甘蔗浆制备需求，长期看甘蔗浆市场整体供需格局较稳定，蔗浆价格有望维持 4000-5000 元/吨区间运行。

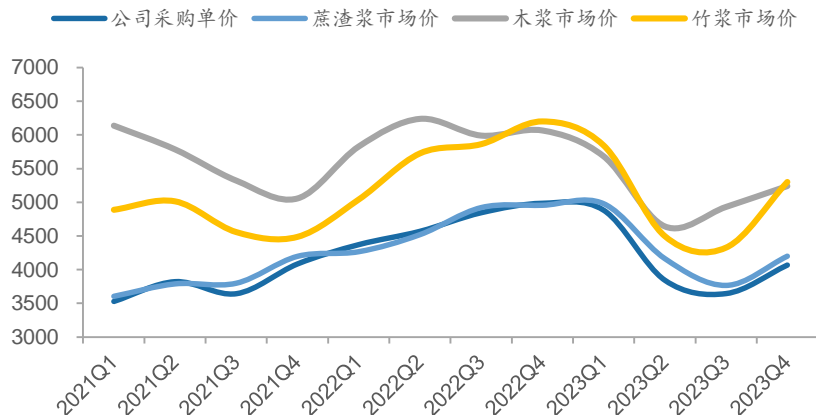
图表34：纸浆模塑主要原材料价格变动（单位：元/吨）



来源：隆众资讯，国金证券研究所

控股广西华宝，精准保障甘蔗渣核心供应。2021 年，公司斥资 2.1 亿元控股广西华宝 42% 股权，直接锁定西南地区甘蔗渣核心供应基地。广西作为全国甘蔗种植第一大省，年产甘蔗渣超 2000 万吨，为蔗渣浆生产提供充足原料。通过控股本地企业，公司不仅解决了原料运输半径过长的行业痛点，有效降低物流成本，更通过参与上游加工环节，将蔗渣收购价稳定在 4000 元/吨左右，较进口木浆（6000 元/吨）形成显著成本优势。为进一步提升供应稳定性，公司自 2021 年起直接对接广西来宾东糖纸业、龙州南华纸业等头部浆厂，绕开中间贸易环节。原料收购—浆板加工—运输配送链条的打造，既保障上游原料供应的连续性，又通过长期协议有效规避价格波动风险。

图表35：公司原料采购单价与市场价格对比



来源：公司公告，公司招股书，国金证券研究所

3.2、依靠自主研发模具优势壁垒，盈利表现行业领先



纸浆模塑生产工艺高度定制化，难以平衡柔性生产与规模化定制。纸浆模塑制品的核心流程包括制浆（打浆、调浓）、成型（真空吸塑、液压模压）、烘干、整型（切边、打磨）、质检，部分高端产品需额外增加防水和防油涂层工艺，环节多且参数需精准控制。企业需根据客户需求设计模具（如餐饮具的形状、厚度，工业包装的缓冲结构），单套模具成本从数万元到数十万元不等，且换模周期长，难以快速切换小批量订单。规模化生产依赖大订单和标准化产品（如一次性餐盒），而定制化产品（如电子产品缓冲内托）产能利用率较低，企业需在柔性接单与规模降本间寻找平衡。

多年模具设计制造优势突出，研发投入领先同行。公司的模具优势并非局限于单一环节，而是构建自主设计+定制制造+工艺迭代的全链条能力，确保模具与产品需求、生产场景的高度适配。公司深耕行业近 20 年，充分积累从模具结构设计、材料选型到工艺参数优化的全经验储备，可针对不同客户需求快速输出定制化模具方案。

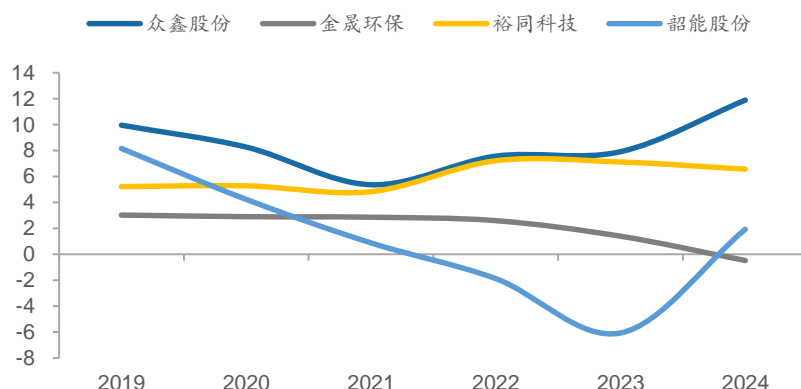
低能耗+高度自动化+产品品质优秀，持续优化生产工艺保证领先地位。公司通过自主研发的关键技术工艺，在降低能耗成本、全流程自动化生产和提升产品品质等方面构筑了显著的生产效率和产品性能优势。在能耗优化上，公司以能源替代技术和湿浆直用技术大幅节约单吨浆料成本和用电能耗。公司实现了从自动注浆到自动洗网的全流程自动化生产，有效提升了单机产能和产品合格率。针对传统纸浆模塑制品易吸潮、不耐高温、防油防渗漏效果差等缺点，公司自主研发无氟耐高温等核心技术，旗下产品可实现轻量化+高强度的性能要求，满足山姆超市、麦当劳等优质快餐连锁的客户热食盛放需求。公司持续优化生产工艺，在保证高研发投入、不断进行技术迭代的基础上保证行业领先地位。2024 年，公司人均创利为 12 万元，大幅领先同业公司。

图表36：公司在生产工艺上实现低能耗、自动化和高品质的三重优势

技术应用领域	技术应用效果
能耗优化	能源替代技术采用生物质锅炉（以生物颗粒、树皮等为燃料）替代化石燃料。湿浆直用技术直接处理湿浆原料，大幅节约单吨浆料成本。通过设备变频节能改造、缩短浆料管道流动时间等工艺优化，产品平均用电能耗大幅下降。
全流程自动化生产	自主研发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三大核心技术协同，实现了从自动注浆、自动热压、自动成型，到自动抓取、自动收料、自动切边冲孔、自动洗网的全流程无人化生产，对关键参数的精细化智能控制大幅提升单机产能和产品合格率。
产品性能改良	模塑环保纸餐具无氟耐高温技术、抗氧吸潮性能改良技术、纤维改性技术三大核心产品技术较好解决了传统纸浆模塑产品易吸潮、不耐温、防油防渗漏效果差的缺陷。有效满足快餐连锁的热食盛放需求，实现轻量化+高强度平衡严苛要求。

来源：公司公告。公司招股书，国金证券研究所

图表37：纸浆模塑企业人均创利比较（单位：万元/人）



来源：各公司公告，国金证券研究所

自主研发制造模具优势突出，多场景适配能力提供多样定制化模具解决方案。截止 2025



年6月底，公司拥有发明专利15项和实用新型专利91项。作为纸浆模塑行业内少数具备模具制造与定制化生产能力的企业，公司自主研发构建的模具研发制造能力是保证公司长期成本优势的核心支撑。公司创始团队具备20年以上的模具和设备制造经验，模具设计从源头端贴近生产工艺需求。公司自主研发的热压模具专用排气技术可有效解决模塑在成型过程中气泡残留导致的产品瑕疵问题，同时公司采用的模具精密加工工艺可大幅提升模具的使用寿命，显著降低模具的更换频率和折旧成本分摊。

3.3、凭借稳定批量定制化交付能力，深度绑定核心客户

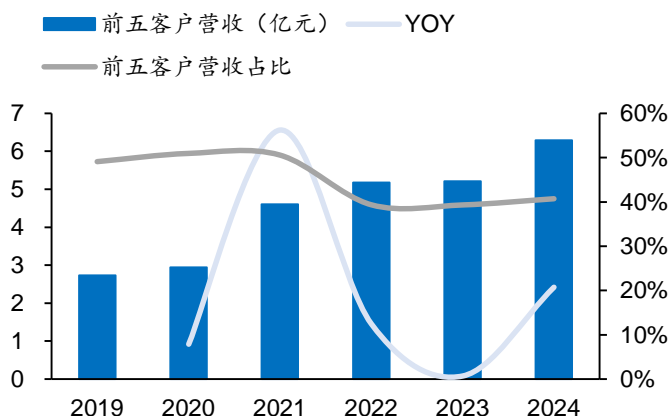
上游技术与产能资源复用率高，可向客户提供多场景解决方案。纸浆模塑生产流程中的制浆、成型、干燥、后处理等基础工艺可跨产品复用，公司已有的针对环保、安全的核心专利（如可降解配方、无菌生产标准），可覆盖全品类产品，避免单一产品单独认证的重复投入。通过“一机多模”、“模块化产线”设计，公司的同一生产线可切换生产不同形态、规格的产品（如从纸杯盖到手机内衬、从鸡蛋托到医药托盘），提升设备复用率，摊薄固定资产折旧成本。凭借在生产技术与制造工艺上的高度复用率，公司依靠完备的模具设计制造优势，可及时响应下游客户的多样化需求，且与其他公司相比，生产成本大幅压缩，整体盈利空间显著提升。

下游客户愈发强调标准化与定制化结合需求，公司保持高度合作粘性。餐饮消费场景中的纸浆模塑需求已从“能用”升级为“好用+品牌适配”，连锁餐饮如麦当劳、星巴克等在替塑需求下愈发强调定制化规格的餐盒、杯盖、刀叉等。同一应用场景下，客户对产品的材质、功能、外观要求差异显著，进一步拆分SKU维度，形成基础款+定制款+高端款的产品矩阵。且不同规模、不同行业的客户，对SKU的数量、批次、交付要求不同，进一步推动产品体系的多样化。考虑纸浆模塑单个产品的价值量较低，且一次性制品消耗量巨大，因此下游客户希望通过单一供应商满足全场景包装需求。公司通过模块化产线、快速换模技术实现小批量、多品类生产，通过技术复用、供应链协同降低多SKU运营成本，以此有效绑定下游核心客户，合作粘性不断加深。

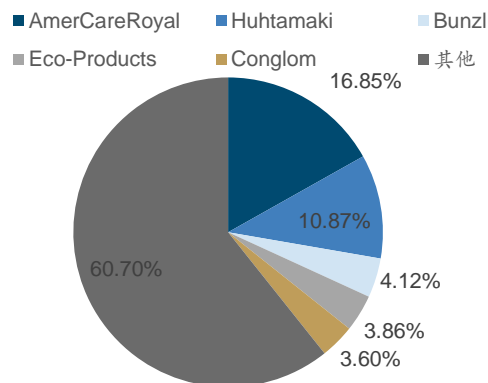
凭借大批量定制化交付能力，范围经济效益显著。公司通过原料、技术、产能的跨品类协同，既降低了多元化扩张的成本风险，又打开了收入增长空间。且公司范围经济带来的成本优势可形成有效的价格护城河，提升公司在行业内的话语权与定价权，一定程度上抬高了行业进入壁垒。随着限塑禁塑环保政策深化与应用场景拓宽，公司的范围经济的效应将进一步放大，推动公司从“单一品类竞争”走向“综合解决方案竞争”。

新客户开拓卓有成效，前五客户营收占比缓慢下降。公司核心客户聚焦国际餐饮/快消巨头、头部包装服务商、境内知名连锁品牌。依托丰富的技术储备，叠加在模具设计制造领域丰富的经验积累，公司可快速响应下游客户的定制化需求，不断开发调整模具适配场景，从产品外观设计、模具开发到批量化生产的全流程周期时间大幅缩短，以高效稳定的大规模批量化交付能力满足下游核心客户的多样化定制化需求。在全球“限塑令”政策红利与海外产能布局支撑下，公司深度绑定头部核心客户，快速扩容新客。2019-2024年，公司对前五大客户实现的营收由2.73亿元增长至6.29亿元，CAGR为18.18%，营收占比由49.07%下降至40.70%。这表明公司在培育起对核心客户供给粘性的同时，还不断开拓新客户，营收增长空间不断扩大。

图表38：公司前五大客户营收占比缓慢下降



图表39：2023年公司前五大客户销售占比



来源：公司公告，公司招股书，国金证券研究所

来源：公司公告，公司招股书，国金证券研究所

收购东莞达峰进军工包领域，持续向全场景环保包装方案提供商转型。2025年3月，公



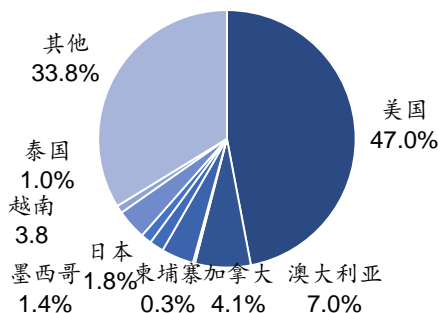
司收购东莞达峰 60% 股权，成功切入工业精品包装赛道。餐饮包装产品价格 1.6 万元/吨左右，而工业精品包装的价格在 5-10 万元/吨，产品附加值更高、下游应用场景更广泛。公司核心业务集中于餐饮具领域，对消费电子、医疗器械、高端制造等工业精品包装的布局。公司通过收购东莞达峰进军工包领域，依靠在餐包领域积累起的丰富生产制造优势和广阔的下游客户资源，有望依托现有禁塑政策红利快速实现在新赛道上的突破，实现餐饮具包装+工业包装的双轮驱动，持续拓展在替塑领域的增量发展空间。

3.4、泰国产能建设完备，规避双反风险同时贡献高毛利增量

美国为国内纸浆模塑主要出口市场，出口占比保持近 50%。2024 年中国出口纸浆模塑制品共 25.38 万吨，其中销往美国 11.93 万吨，占比为 47.01%。而 2024 年美国进口纸浆模塑制品共 24.80 万吨，其中进口自中国占比为 59.02%。2019-2024 年，中国出口至美国的纸浆模塑制品由 1.92 万吨增长至 11.93 万吨，CAGR 为 48.75%，美国出口占比自 2019 年的 23.94% 提升至 2024 年的 47.01%。中美两国互为对方纸浆模塑制品的最大进口/出口国，美国是中国纸浆模塑企业的主要出口市场，其大部分需求仍需中国企业承接。

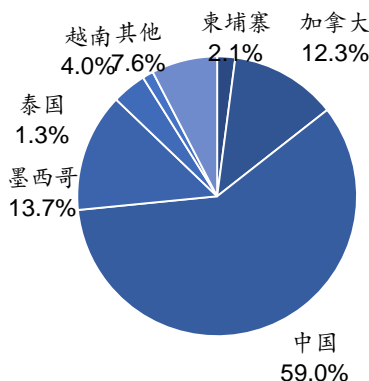
美国双反调查落地，国内纸浆模塑企业难以有效承接美国市场需求。2024 年 10 月，美国商务部应其国内相关企业和工会的申请，对进口自中国和越南的热成型模压纤维产品发起反倾销和反补贴调查。2025 年 3 月和 5 月，美国商务部做出反补贴与反倾销初裁。2025 年 9 月，双反终裁结果发布。公司作为强制应诉企业，反倾销税率为 283.89%（中国其他生产商/出口商的税率为 49.08%-477.97%），反补贴税率为 97.82%（中国其他生产商/出口商的税率为 7.56%-319.92%）。即使不考虑未来可能的关税上涨风险，双反税率已大幅超过国内纸浆模塑企业对美国出口业务的毛利率，且考虑到纸浆模塑制品的产品单价较低、盈利弹性较小，向下游客户转嫁税负的空间较少，依照双反终裁结果，国内纸浆模塑企业短时间内难以有效承接美国市场需求。

图表40：2024 年中国纸浆模塑制品出口分布



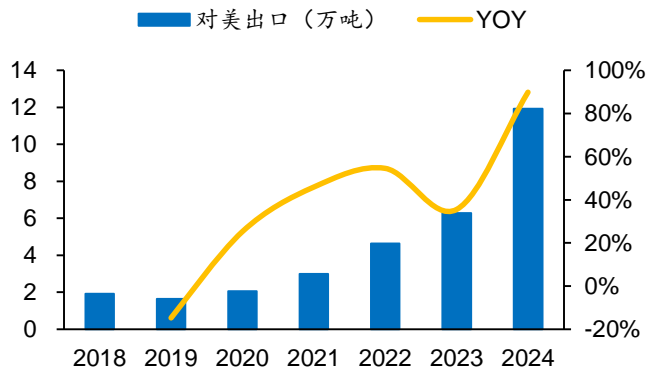
来源：UN COMTRADE，国金证券研究所

图表41：2024 年美国纸浆模塑进口来源分布



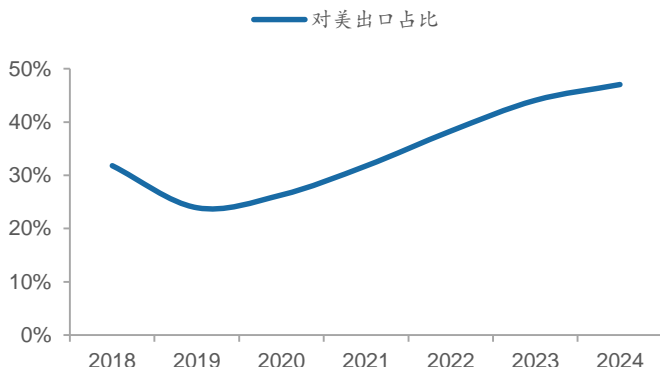
来源：UN COMTRADE，国金证券研究所

图表42：中国对美出口纸浆模塑保持较高增速



来源：UN COMTRADE，国金证券研究所

图表43：2024 年中国纸浆模塑对美出口占比为 47%



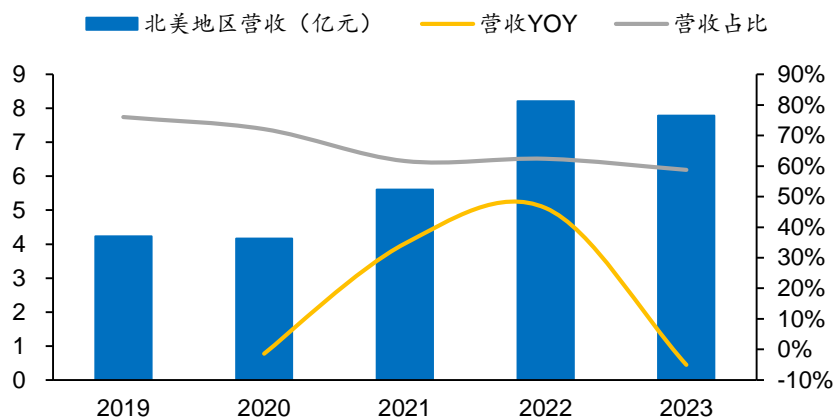
来源：UN COMTRADE，国金证券研究所

公司前瞻布局泰国基地，一期 3.5 万吨已满足负荷投产。2023 年 11 月，为规避潜在的关税



和贸易摩擦风险，公司在泰国金池建设年产 5 万吨纸浆模塑餐饮具生产基地。2025 年 2 月，泰国基地一车间顺利投产，二车间已开始安装设备。2025 年 4 月，为更好地承接国际客户需求，公司决定向泰国工厂增资 8000 万美元，泰国基地的年产能预计将达到 10 万吨/年，可无缝承接美国市场订单。且公司为泰国基地配置了最新研发的生产设备，生产效率及成本优势较国内会更显著，预计盈利能力会更高。泰国基地的原材料供应全部来源于泰国本地，可有效规避反倾销、反补贴调查。目前国内纸浆模塑企业海外产能布局较少，双反调查最终落地后，国内企业短时间内或难以有效承接美国市场需求。公司泰国基地作为建设完备的稀缺海外产能，预计有望从中充分受益。

图表44：公司在北美地区营收变动



来源：公司公告，国金证券研究所

图表45：国内纸浆模塑企业海外产能建设进度

公司	海外产能建设进度
众鑫股份	泰国一期 3.5 万吨已投产，预计 2025 年产量 3 万吨以上。二期正在筹备中，总产能为 10 万吨/年，截止 2025 年 10 月底泰国达产产能已达 5 万吨。
裕同科技	海外产能大多位于越南，印尼工厂短时间难以承接美国全部需求
金晟环保	2025 年 7 月宣布建设美国基地，总投资为 8050 万美元。目前处于旧厂改造与产能筹备阶段
韶能股份	泰国基地于 2025 年 4 月正式投产并完成首批订单发货
大胜达	泰国基地目前已完成子公司设立登记，境内外投资备案手续有序推进中
家联科技	目前泰国基地处于产能爬坡期，产能利用率仍处于逐步提升中

来源：各公司公告，纸视界，韶能绿洲公众号，国金证券研究所

四、盈利预测与估值

收入端：

2025Q1-Q3，公司营收表现欠佳，主因美国关税政策影响，美国市场核心客户下单意愿受阻。预计后续随着关税政策风险的出清，且公司泰国基地逐步覆盖美国市场消费需求，公司营收将重回增长轨道。2025 年 4 月公司泰国一期 3.5 万吨产能已达产达标，二期 6.5 万吨产能预计将于 2026 年投产。在美国针对中国内地发起双反调查最终落地的背景下，国内纸浆模塑企业短时间内或难以有效承接美国市场需求。公司在泰国完备的产能建设有望持续抢占美国客户需求，为公司带来可观的营收增长。且目前纸浆模塑对传统塑料制品的渗透率仍较低，预计未来依靠纸浆模塑优秀的产品性能，叠加各国政府不断强化对塑料污染的整治力度，纸浆模塑整体市场规模有望持续扩容。公司作为全球纸浆模塑龙头企业，凭借多年来积累的客户资源和生产技术优势，有望不断抢占市场份额、持续拓展营收空间。

展望后续，2025 年因泰国产能新投产使国内部分对美出口转移至泰国基地，因此预计 2025 年国内餐饮具销量会有一定下滑。公司正积极开拓国内再生纸业务，预计可有效抬升国内产能利用率，因此预计国内业务仍将实现稳健增长。预计 2025-2027 年公司原国内餐饮具产品销量分别增长-28.96%/+9.09%/+16.67%，产能利用率分别为 55.00%/60.00%



70.00%，产品单价分别为 1.55/1.54/1.58 万元/吨。预计 2026-2027 年公司泰国基地产品销量分别增长+166.67%/+25.00%，2025-2027 年产能利用率分别为 55.00%/80.00%/100.00%，产品单价分别为 1.71/1.69/1.74 万元/吨。

毛利率：受美国关税政策扰动影响，2025Q1-Q3 公司毛利率同比下滑 2.17pct 至 32.40%。公司依靠多年来积累的纸浆模塑生产研发经验，不断压缩单位成本以改善盈利空间，同时凭借优秀的产品品质和稳定的大批量交付能力保持对下游核心客户的供给粘性，预计公司毛利率仍有较大提升空间。我们预计 2025-2027 年公司国内毛利率分别 30.00%/32.00%/34.00%，预计 2025 年毛利率下滑较多，主因美国关税政策影响及高毛利的对美出口逐渐由泰国基地承接。公司不断将浙江部分产能转移至广西新基地，同时持续推进国内产能的更新迭代，生产工艺的优化预计将带来公司国内产能毛利率的持续提升。公司泰国基地采用最新研发的机器设备，整体生产效率及成本优势较国内更高，且美国市场客户报价更高，因此预计 2025-2027 年泰国基地毛利率分别为 40.00%/45.00%/46.00%。预计 2025-2027 年公司整体毛利率水平为 33.75%/39.45%/41.11%。

图表46：公司营收拆分

单位：（亿元）	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	13.16	13.26	15.46	15.68	25.05	31.31
营收 YOY	44.54%	0.78%	16.60%	1.40%	59.80%	24.99%
毛利率	28.57%	31.96%	35.00%	33.75%	39.45%	41.11%
销量（万吨）	7.79	7.70	9.29	9.60	15.20	18.40
产能利用率	83.49%	80.13%	91.50%	56.47%	69.09%	83.64%
单价（万元/吨）	1.69	1.72	1.66	1.63	1.65	1.70
餐饮具-国内产能						
营业收入	12.91	12.99	15.17	10.24	11.06	13.29
营收 YOY	45.65%	0.58%	16.83%	-32.51%	8.00%	20.17%
毛利率	28.14%	31.32%	34.62%	30.00%	32.00%	34.00%
销量（吨）	77913	77036	92905	66000	72000	84000
销量 YOY	38.03%	-1.13%	20.60%	-28.96%	27.27%	7.14%
单价（万元/吨）	1.66	1.69	1.63	1.55	1.54	1.58
单价 YOY	5.52%	1.73%	-3.13%	-5.00%	-1.00%	3.00%
其他环保包装						
营业收入	0.06	0.05	0.10	0.11	0.17	0.22
营收 YOY	38.21%	-15.38%	95.18%	10.00%	50.00%	30.00%
毛利率	9.95%	7.38%	19.65%	19.00%	20.00%	21.00%
泰国项目						
营业收入				5.12	13.52	17.40
营收 YOY					164.00%	28.75%
销量（吨）				30000	80000	100000
销量 YOY					166.67%	25.00%
毛利率				40.00%	45.00%	46.00%
其他业务						
营业收入	0.19	0.22	0.19	0.21	0.31	0.40
营收 YOY	-4.48%	19.92%	-15.36%	10.00%	50.00%	30.00%
毛利率	64.62%	74.97%	73.74%	73.00%	74.00%	75.00%

来源：公司公告，国金证券研究所

费用端：

2025 年 4 月，公司公告称将推动泰国基地二期 6.5 万吨产能建设，预计泰国基地总体产能将达到 10 万吨/年。公司不断完善海外产能建设以抢占更多纸浆模塑的存量和增量市场份额，因此预计公司的销售和管理费用率将有所上升。公司多年来保持高研发投入以巩



固在纸浆模塑模具设计制造和产品生产工艺上的优势地位,预计未来仍将继续增加研发投入。因此我们预计 2025-2027 年公司销售费率分别为 2.50%/2.40%/2.40%, 管理费率分别为 6.50%/6.50%/6.40%, 研发费率分别为 2.90%/2.80%/2.60%。

我们预计 2025-2027 年公司营业收入 15.68/25.05/31.31 亿元, 同比+1.40%/+59.80%/+24.99%, 归母净利润 2.96/5.68/7.55 亿元, 同比-8.67%/+92.04%/+32.91%。2025-2027 年 EPS 分别为 2.89/5.56/7.38 元, PE 分别为 25X/13X/10X。参考可比公司 PE 均值, 给予公司 2026 年 16XPE, 对应目标股价为 88.89 元。首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表47: 可比公司估值

代码	名称	股价 (元)	EPS					PE			
			2023	2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
002831.SZ	裕同科技	28.93	1.57	1.54	1.75	1.96	2.25	17.90	16.56	14.78	12.88
000601.SZ	韶能股份	4.80	-0.25	0.07	0.11	0.13	0.16	57.20	43.64	36.92	30.00
301193.SZ	家联科技	20.85	0.24	0.30	0.14	0.53	0.00	55.68	148.93	39.34	-
301296.SZ	新巨丰	8.32	0.41	0.44	0.49	0.55	0.66	23.19	16.98	15.04	12.70
平均值									56.53	26.52	18.53
603091.SH	众鑫股份	72.72	3.02	3.17	2.89	5.56	7.38	22.96	25.14	13.09	9.85

来源: ifind, 国金证券研究所。注: 股价数据截止至 2025/12/16, 除裕同科技外, 其余公司均采用 ifind 一致预期。

五、风险提示

- 原材料价格波动的风险。在公司成本结构中, 原材料占比相对较高, 若未来原材料价格或供应情况发生大幅波动, 将导致公司盈利能力发生波动。
- 海外市场拓展不及预期。公司着力开拓非美国市场, 虽然全球范围内限塑禁塑是不可逆转的大趋势, 纸浆模塑市场需求在稳步提升, 但仍存在在客户开拓不畅的风险。
- 贸易摩擦加剧的风险。截止 2025 年 12 月, 美国仅针对中国和越南的纸浆模塑制品发起双反调查, 但不排除未来会对其他国家挑起贸易摩擦, 也不排除其他国家会效仿美国的做法发起类似调查。若贸易摩擦不断加剧, 公司的盈利表现将遭受大幅波动。
- 海外产能建设及爬坡不及预期。目前公司泰国二期 6.5 万吨项目正在实施中。若未来公司产能建设进度和爬坡速度不及预期, 将直接影响公司业绩表现。
- 股份解禁造成股价波动的风险。截止 2025 年 12 月, 公司仍有 69.86% 的股份尚未解禁。若未来公司股份集中解禁, 存在股东抛售使股价短期波动的风险。
- 泰国新产能因行业竞争激烈使业绩不及预期的风险。截止 2025 年 12 月, 家联科技已在泰国布局纸浆模塑产能并逐步投产, 若未来其他企业在海外建厂, 公司泰国基地可能因新增产能集中投放使业绩不及预期。


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	1,316	1,326	1,546	1,568	2,505	3,131
增长率		0.8%	16.6%	1.4%	59.8%	25.0%
主营业务成本	-940	-902	-1,005	-1,039	-1,517	-1,844
%销售收入	71.4%	68.0%	65.0%	66.2%	60.5%	58.9%
毛利	376	424	541	529	988	1,287
%销售收入	28.6%	32.0%	35.0%	33.8%	39.5%	41.1%
营业税金及附加	-10	-11	-16	-16	-25	-31
%销售收入	0.7%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-19	-24	-30	-39	-60	-75
%销售收入	1.4%	1.8%	2.0%	2.5%	2.4%	2.4%
管理费用	-74	-74	-89	-102	-163	-200
%销售收入	5.7%	5.6%	5.7%	6.5%	6.5%	6.4%
研发费用	-37	-39	-47	-45	-70	-81
%销售收入	2.8%	3.0%	3.1%	2.9%	2.8%	2.6%
息税前利润 (EBIT)	236	275	359	327	670	899
%销售收入	17.9%	20.7%	23.2%	20.9%	26.8%	28.7%
财务费用	10	5	12	-6	-25	-33
%销售收入	-0.8%	-0.4%	-0.7%	0.4%	1.0%	1.0%
资产减值损失	-9	-12	-9	0	-2	-2
公允价值变动收益	-3	1	-3	0	0	0
投资收益	0	0	1	0	0	0
%税前利润	0.1%	n.a	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	243	278	384	351	673	894
营业利润率	18.5%	21.0%	24.8%	22.4%	26.9%	28.6%
营业外收支	-21	-6	-1	-1	-1	-1
税前利润	222	272	383	350	672	893
利润率	16.9%	20.5%	24.8%	22.3%	26.8%	28.5%
所得税	-32	-41	-59	-54	-104	-138
所得税率	14.2%	15.0%	15.5%	15.5%	15.5%	15.5%
净利润	190	231	324	296	568	755
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	191	231	324	296	568	755
净利率	14.5%	17.5%	20.9%	18.9%	22.7%	24.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	190	231	324	296	568	755
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	67	93	107	136	205	257
非经营收益	-1	4	-3	17	43	52
营运资金变动	-86	-109	-108	-15	-147	-96
经营活动现金净流	171	219	320	434	669	968
资本开支	-291	-201	-382	-646	-661	-336
投资	0	0	0	-4	-5	-5
其他	22	1	-62	0	0	0
投资活动现金净流	-269	-200	-444	-650	-666	-341
股权募资	31	0	603	0	0	0
债权募资	151	11	106	420	552	-145
其他	-44	-18	-47	-198	-382	-504
筹资活动现金净流	138	-7	661	222	170	-648
现金净流量	46	17	555	6	173	-22

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	113	128	691	696	868	846
应收款项	136	146	203	229	330	412
存货	151	235	372	398	540	606
其他流动资产	26	50	85	78	85	90
流动资产	425	559	1,351	1,402	1,824	1,955
%总资产	34.4%	37.1%	52.0%	44.5%	45.3%	46.0%
长期投资	0	0	21	5	10	15
固定资产	689	829	1,085	1,505	1,916	1,925
%总资产	55.6%	55.0%	41.7%	47.8%	47.5%	45.3%
无形资产	109	112	125	198	244	315
非流动资产	812	948	1,247	1,745	2,206	2,291
%总资产	65.6%	62.9%	48.0%	55.5%	54.7%	54.0%
资产总计	1,238	1,507	2,598	3,146	4,030	4,245
短期借款	159	168	268	717	1,269	1,124
应付款项	126	135	149	169	229	257
其他流动负债	60	68	95	85	130	160
流动负债	345	371	512	971	1,628	1,541
长期贷款	40	40	50	50	50	50
其他长期负债	9	7	35	6	6	6
负债	394	418	598	1,027	1,684	1,597
普通股股东权益	844	1,089	2,001	2,119	2,346	2,648
其中：股本	77	77	102	102	102	102
未分配利润	186	407	717	836	1,063	1,365
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,238	1,507	2,598	3,146	4,030	4,245

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	2.485	3.018	3.168	2.893	5.556	7.384
每股净资产	11.006	14.205	19.570	20.727	22.950	25.903
每股经营现金净流	2.225	2.856	3.131	4.242	6.545	9.465
每股股利	0.330	0.950	0.930	1.736	3.334	4.431
回报率						
净资产收益率	22.58%	21.25%	16.19%	13.96%	24.21%	28.51%
总资产收益率	15.39%	15.35%	12.46%	9.40%	14.09%	17.78%
投入资本收益率	19.41%	17.99%	13.07%	9.57%	15.45%	19.87%
增长率						
主营业务收入增长率	44.54%	0.78%	16.60%	1.40%	59.80%	24.99%
EBIT 增长率	53.07%	16.34%	30.64%	-8.87%	104.99%	34.11%
净利润增长率	91.27%	21.48%	39.93%	-8.67%	92.04%	32.91%
总资产增长率	35.86%	21.79%	72.39%	21.09%	28.10%	5.33%
资产管理能力						
应收账款周转天数	32.3	35.5	37.0	50.0	45.0	45.0
存货周转天数	53.5	78.0	110.2	140.0	130.0	120.0
应付账款周转天数	36.1	49.4	50.5	45.0	45.0	45.0
固定资产周转天数	157.8	198.7	195.1	278.8	219.7	172.2
偿债能力						
净负债/股东权益	10.24%	7.32%	-20.74%	1.33%	17.39%	10.77%
EBIT 利息保障倍数	-23.1	-52.5	-31.2	55.3	26.3	27.3
资产负债率	31.81%	27.74%	23.00%	32.65%	41.78%	37.62%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	2	3	7
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究