

众鑫股份 (603091.SH)

买入 (维持评级)

公司点评

证券研究报告

加拿大双反调查影响或有限，海外产能加速释放长期增长动力充沛

事件简评

3月3日晚，公司公告称，加拿大调查机关就进口自中国的热成型模制纤维餐具作出反补贴与反倾销初裁。公司及全资子公司广西华宝纤维作为积极应诉企业，反补贴税率分别为11.8%和5.7%，反倾销税率均为26.1%。

经营分析

双反调查期（2024.10.1-2025.9.30）内，公司对加拿大出口销售额占总营收约7.7%，因此公司判断预计本次“双反调查”不会对公司经营业绩产生重大不利影响。且公司泰国产能建设完备，全球化供应链体系不断完善，目前海外产能建设可基本覆盖相关客户出口需要，可有效规避双反调查风险。

抢先布局美国产能，进一步强化全球化供应链韧性。2026年1月，公司正式启动美国本土化生产基地建设，通过泰国众鑫在美国设立两家全资子公司，投建年产2万吨纸浆模塑餐具项目。此次投资使用泰国众鑫自有资金，不占用上市公司直接现金流，总投资不超过3600万美元。美国建厂或可实现彻底豁免关税，并在政府采购、大客户招标中获得原产地优势。且美国基地主打高端定制、快速交付，与泰国基地形成协同互补优势，为后续欧洲、东南亚等区域建厂积累本土化运营经验。公司在纸浆模塑行业内率先布局美国产能，抢占北美本土化供给先机，成长确定性进一步增强。

乘势纸浆模塑渗透率持续提升期，海外产能布局优势加速释放。公司通过构建自主设计+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，构筑了显著的生产效率和产品性能优势。25Q3泰国基地5吨产能已顺利达产，第二阶段5万吨产能计划在2026年一季度完成试生产。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、估值与评级

我们预计2025-2027年公司营业收入15.68/25.39/33.32亿元，同比+1.40%/+61.92%/+31.25%，公司归母净利润2.96/5.85/8.03亿元，同比-8.67%/+97.86%/+37.20%。我们预计公司25-27年EPS分别为2.89/5.72/7.85元，当前股价对应PE为28/14/11倍，维持“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。

国金证券研究所

分析师：赵中平（执业S1130524050003）

zhaozhongping@gjzq.com.cn

市价（人民币）：82.06元

相关报告：

1.《众鑫股份：乘势纸浆模塑渗透率高速提升，范围经济与成本定价机构...》，2025.12.17



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	2,539	3,332
营业收入增长率	0.78%	16.60%	1.40%	61.92%	31.25%
归母净利润(百万元)	231	324	296	585	803
归母净利润增长率	21.48%	39.93%	-8.67%	97.86%	37.20%
摊薄每股收益(元)	3.018	3.168	2.893	5.724	7.853
每股经营性现金流净额	2.86	3.13	4.24	6.67	9.59
ROE(归属母公司)(摊薄)	21.25%	16.19%	13.96%	12.00%	30.02%
P/E	0.00	14.77	28.36	14.34	10.45
P/B	0.00	2.39	3.96	3.57	3.14

来源：公司年报、国金证券研究所

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	2,539	3,332
增长率		0.8%	16.6%	1.4%	61.9%	31.2%
主营业务成本	-940	-902	-1,005	-1,039	-1,526	-1,962
%销售收入	71.4%	68.0%	65.0%	66.2%	60.1%	58.9%
毛利	376	424	541	529	1,013	1,370
%销售收入	28.6%	32.0%	35.0%	33.8%	39.9%	41.1%
营业税金及附加	-10	-11	-16	-16	-25	-33
%销售收入	0.7%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-19	-24	-30	-39	-61	-80
%销售收入	1.4%	1.8%	2.0%	2.5%	2.4%	2.4%
管理费用	-74	-74	-89	-102	-165	-213
%销售收入	5.7%	5.6%	5.7%	6.5%	6.5%	6.4%
研发费用	-37	-39	-47	-45	-71	-87
%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	691	957
%销售收入	17.9%	20.7%	23.2%	20.9%	27.2%	28.7%
财务费用	10	5	12	-6	-26	-34
%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	694	951
营业利润率	18.5%	21.0%	24.8%	22.4%	27.3%	28.5%
营业外收支	-21	-6	-1	-1	-1	-1
税前利润	222	272	383	350	693	950
利润率	16.9%	20.5%	24.8%	22.3%	27.3%	28.5%
所得税	-32	-41	-59	-54	-107	-147
所得税率	14.2%	15.0%	15.5%	15.5%	15.5%	15.5%
净利润	190	231	324	296	585	803
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	585	803
净利率	14.5%	17.5%	20.9%	18.9%	23.1%	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	585	803
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	53
营运资金变动	-86	-109	-108	-15	-151	-133
经营活动现金净流	171	219	320	434	682	981
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	558	-75
其他	-44	-18	-47	-198	-393	-534
筹资活动现金净流	138	-7	661	222	165	-609
现金净流量	46	17	555	6	181	31

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	876	907
应收款项	136	146	203	229	335	438
存货	151	235	372	398	543	645
其他流动资产	26	50	85	78	86	92
流动资产	425	559	1,351	1,402	1,840	2,082
%总资产	34.4%	37.1%	52.0%	44.5%	45.5%	47.6%
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%	47.4%	44.0%
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%	54.5%	52.4%
资产总计	1,238	1,507	2,598	3,146	4,046	4,373
短期借款	159	168	268	717	1,274	1,199
应付款项	126	135	149	169	231	273
其他流动负债	60	68	95	85	132	170
流动负债	345	371	512	971	1,637	1,643
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	1,693	1,698
普通股股东权益	844	1,089	2,001	2,119	2,353	2,674
其中：股本	77	77	102	102	102	102
未分配利润	186	407	717	836	1,070	1,391
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	4,046	4,373

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	5.724	7.853
每股净资产	11.006	14.205	19.570	20.727	23.017	26.158
每股经营现金净流	2.225	2.856	3.131	4.242	6.670	9.595
每股股利	0.330	0.950	0.930	1.736	3.434	4.712
回报率						
净资产收益率	22.58%	21.25%	16.19%	13.96%	24.87%	30.02%
总资产收益率	15.39%	15.35%	12.46%	9.40%	14.46%	18.36%
投入资本收益率	19.41%	17.99%	13.07%	9.57%	15.87%	20.61%
增长率						
主营业务收入增长率	44.54%	0.78%	16.60%	1.40%	61.92%	31.25%
EBIT 增长率	53.07%	16.34%	30.64%	-8.87%	#####	38.55%
净利润增长率	91.27%	21.48%	39.93%	-8.67%	97.86%	37.20%
总资产增长率	35.86%	21.79%	72.39%	21.09%	28.60%	8.07%
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	216.9	161.8
偿债能力						
净负债/股东权益	10.24%	7.32%	-20.74%	1.33%	17.24%	11.22%
EBIT 利息保障倍数	-23.1	-52.5	-31.2	55.3	27.1	28.2
资产负债率	31.81%	27.74%	23.00%	32.65%	41.84%	38.84%

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	1	17	20	34
增持	0	1	1	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.50	1.06	1.09	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2024-04-07	增持	25.15	32.00~32.00
2	2024-10-29	买入	24.68	N/A
3	2025-08-27	买入	25.55	N/A
4	2025-09-04	买入	26.12	30.66~30.66
5	2025-10-28	买入	26.41	N/A

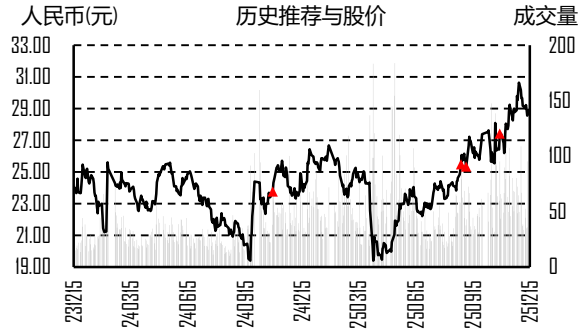
来源：国金证券研究所

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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