

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

姜文锬 新消费行业首席分析师

执业编号: S1500524120004

邮箱: jiangwenqiang@cindasc.com

李晨 新消费行业分析师

执业编号: S1500525060001

邮箱: lichen@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：加拿大反倾销&反补贴初裁落地，整体影响有限

2026年03月04日

报告内容摘要：

事件：1) 25年10月15日，加拿大宣布对中国纸浆模塑展开反倾销&反补贴调查；2) 26年3月2日公司发布公告，初裁结果落地，公司&广西华宝反补贴税率分别为11.8%、5.7%；反倾销税率均为26.1%。根据我们跟踪，加拿大初裁结果远低于美国初裁；且公司外贸模式主要为FOB；新增税率&近期海运上涨对公司影响均有限。

我们认为：1) 24年10月-25年9月（追溯期）众鑫出口加拿大收入约0.83亿元（收入占比7.7%），此次税率合计约30%—40%，我们判断客户未来采购成本高于东南亚，若订单转移至泰国、对国内产能利用率影响有限（同时泰国加速放量）；3) 自美国双反调查以来，我们认为部分订单由加拿大转口进入美国市场，若加拿大监管趋严，美国订单有望加速迁移，拥有海外产能的龙头合规企业份额或将持续提升。

成长路径清晰。在全球经济环境不明确的背景下，公司充分受益于自身成本优势+贸易链重构下的先发优势+扩地区&产品带来的成长性。尽管市场会对泰国竞争加剧有所担忧，但我们认为泰国终局竞争态势仍要优于24年国内格局。此外，我们预计Q1基本面或略受季节性因素影响，但泰国产能持续爬坡、成本持续优化，同比仍有望实现靓丽增长、且后续收入&利润逐季提升趋势清晰。

从未来成长性来看。根据公司2025半年报，未来仍在国内规划建设崇左新产线；美国亦有增量布局计划。若贸易摩擦再次加剧、公司先发优势或将重塑成长逻辑。

盈利预测及投资评级：我们预计2025-2027年公司归母净利润实现3.1、6.0、8.2亿元，对应PE估值分别为26.7X、13.7X、10.0X，维持“买入”评级。

风险提示：贸易摩擦加剧，国内外产能爬坡不及预期，人民币&成本振幅提升。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	1,326	1,546	1,550	2,523	3,368
增长率 YoY %	0.8%	16.6%	0.2%	62.8%	33.5%
归属母公司净利润(百万元)	231	324	305	596	815
增长率 YoY%	21.5%	39.9%	-5.7%	95.3%	36.7%
毛利率%	31.8%	35.0%	33.3%	38.4%	39.3%
净资产收益率ROE%	21.2%	16.2%	13.7%	22.5%	25.3%
EPS(摊薄)(元)	2.26	3.17	2.99	5.83	7.97
市盈率 P/E(倍)	35.19	25.14	26.67	13.66	10.00
市净率 P/B(倍)	7.48	4.07	3.65	3.07	2.53

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为2026年3月3日收盘价

会计年度	单位:百万元				
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	559	1,351	1,417	1,679	2,320
货币资金	128	691	818	905	1,390
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	136	177	160	270	365
预付账款	15	19	17	22	28
存货	235	372	316	363	404
其他	45	93	106	119	134
非流动资产	948	1,247	1,528	1,766	1,775
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	722	827	1,032	1,288	1,428
无形资产	109	123	121	118	115
其他	117	297	376	360	232
资产总计	1,507	2,598	2,946	3,445	4,095
流动负债	371	512	475	559	641
短期借款	168	215	165	165	165
应付票据	1	1	1	2	2
应付账款	133	145	141	187	228
其他	69	151	167	205	245
非流动负债	47	85	238	238	238
长期借款	40	50	200	200	200
其他	7	35	38	38	38
负债合计	418	598	713	797	879
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	1,089	2,001	2,233	2,648	3,216
负债和股东权益	1,507	2,598	2,946	3,445	4,095

会计年度	单位:百万元				
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,326	1,546	1,550	2,523	3,368
同比(%)	0.8%	16.6%	0.2%	62.8%	33.5%
归属母公司净利润	231	324	305	596	815
同比(%)	21.5%	39.9%	-5.7%	95.3%	36.7%
毛利率(%)	31.8%	35.0%	33.3%	38.4%	39.3%
ROE%	21.2%	16.2%	13.7%	22.5%	25.3%
EPS(摊薄)(元)	2.26	3.17	2.99	5.83	7.97
P/E	35.19	25.14	26.67	13.66	10.00
P/B	7.48	4.07	3.65	3.07	2.53
EV/EBITDA	0.23	9.27	15.96	8.97	6.31

会计年度	单位:百万元				
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,326	1,546	1,550	2,523	3,368
营业成本	904	1,005	1,033	1,553	2,043
营业税金及附加	11	16	14	23	32
销售费用	26	30	31	58	81
管理费用	71	89	85	146	199
研发费用	40	47	42	76	101
财务费用	-5	-12	3	-8	-11
减值损失合计	-9	-4	0	0	0
投资净收益	0	1	2	3	3
其他	7	17	15	25	34
营业利润	278	384	359	702	960
营业外收支	-6	-1	0	0	0
利润总额	272	383	359	702	960
所得税	41	59	53	106	146
净利润	231	324	305	596	815
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	231	324	305	596	815
EBITDA	353	476	487	857	1,141
EPS(当年)(元)	3.02	3.90	2.99	5.83	7.97

会计年度	单位:百万元				
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金	219	320	512	682	945
净利润	231	324	305	596	815
折旧摊销	81	98	125	162	191
财务费用	-2	-8	14	17	17
投资损失	0	-1	-2	-3	-3
营运资金变动	-109	-108	71	-91	-74
其它	17	15	-1	0	0
投资活动现金流	-200	-444	-425	-397	-197
资本支出	-201	-382	-400	-400	-200
长期投资	0	0	0	0	0
其他	1	-62	-25	3	3
筹资活动现金流	-7	661	34	-197	-264
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	-106	-197	-264
现金流净增加额	17	555	127	87	485

研究团队简介

姜文镒，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，2025 年 12 月起担任轻工行业负责人。

骆崢，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 年以上消费行业研究经验，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，主要覆盖黄金珠宝、跨境电商、两轮车、宠物等赛道。

刘田田，对外经济贸易大学金融硕士。2017-2018 年 2 年买方经验，覆盖大消费行业研究，积累了买方研究思维。2019 年 1 月-2025 年 11 月就职于东兴证券研究所，任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2025 年 12 月加入信达证券研究开发中心，任纺织服装行业联席首席分析师，覆盖纺织服装全行业，擅长产业链视角研究和跟踪公司。

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