

众鑫股份 (603091)

证券研究报告
2026年04月16日

精益制造为基，全球扩产蓄力成长

纸浆模塑龙头从模具制造向全产业链拓展

公司是国内知名的纸浆模塑餐具用品解决方案提供商，主营业务为自然降解植物纤维模塑产品的研发、生产及销售。公司自2004年起从事纸浆产品模具制造，从模具厂商逐渐发展为产品制造商，积累丰富行业经验，2022年公司纸浆模塑餐饮具产量在国内市场占比达到20%，市占率稳居全球前列，产品销售遍及全球80多个国家和地区。

2019-2025年公司营业收入从5.56亿元提升至15.06亿元，CAGR为18.0%，归母净利润从1.11亿元提升至2.66亿元，CAGR为15.7%，收入及利润实现快速成长。2025年经营承压主要系受到美国商务部“双反”调查影响，为此公司及时调整经营计划，重点加快海外产能建设，我们预计26年经营调整成效有望显现。

纸浆模塑行业：渗透率有望提升，全球供应优势显著

行业需求：根据 Grand View Research 数据显示，2022 年全球纸浆模塑包装市场价值为 51 亿美元，相较全球塑料包装市场渗透率仅 1.4%，预计 2023-2030 年 CAGR 为 7.6%，政策&需求共振背景下行业有望迎来快速发展；由于纸浆模塑在可降解餐饮包材领域具备降解难度更低（自然全降解）、适用温度范围更广、成本更低的特点，我们预计渗透率有望加速提升。

供给情况：我国为纸浆模塑生产及出口大国，根据 UN Comtrade 数据，2015-2024 年中国纸浆模塑产品出口量从 30.6 万吨提升至 100.9 万吨，同期美国纸浆模塑进口量从 16.9 万吨提升至 48.2 万吨，CAGR 为 12.7%，其中美国对我国进口依存度较高（24 年占比 56%），中国供应链稀缺性凸显。

行业格局：贸易摩擦压力测试，有望加速行业洗牌；一方面，国内产能利用率下降带来部分扩产停滞、工厂停产，竞争压力缓和、价格或触底；另一方面，头部厂商加速向海外基地转移产能，我们认为具备一定资金实力、快速应对能力、成本优势及客户拓展能力的龙头厂商海外产能爬坡速度更快、盈利空间更可观，有望长期享受市场份额提升。

精益制造+全球布局尽显龙头底色

1) 精益制造+规模经济铸就超额盈利根基：公司单吨成本较友商平均节约 2500-4000 元/吨，盈利能力表现优异，我们认为主要系公司坚持精益制造，从原料布局（贴近原料产地&规模采购）、能源利用（生物质与天然气结合可节约单位能源成本 500-1000 元/吨）、设备及模具自研（单吨投资额较友商节约 1000 元/吨+，设备折旧&生产效率具备优势）、生产工艺精进到产能规模放量的制造链路上持续节降成本、提升效率。

2) 客户资源优质：凭借多年行业深耕经验，公司能独立为客户提供从前道的外观设计、结构设计、样品制造、产品生产到后续风险的管控的一站式点对点的整体解决方案，响应速度快、服务能力强，与国内外大型餐饮和食品包装产品制造商合作密切。

3) 产能全球布局提速：为应对贸易摩擦战略布局泰国基地承接美国市场订单需求，据公司公告，25 年泰国基地净利率 38%（公司整体为 17.6%），我们预计伴随产能爬坡，竞争优势有望进一步凸显；此外，公司拟对美投资年产 2 万吨纸浆模塑餐具项目，提升美国市场竞争力。

首次覆盖，给予“买入”评级

公司具备从原料&能源把控、设备及模具自研、生产工艺精进到产能规模放量的制造优势，后续泰国生产基地规模效应有望释放，国内产能利用率有望稳步抬升，我们预计公司 26-28 年归母净利润分别为 5.9/7.6/9.1 亿元，对应 PE 分别为 13X/10X/9X。我们采用可比公司估值法，给予公司 26 年

投资评级

行业	轻工制造/包装印刷
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	76.69 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	102.24
流通 A 股股本(百万股)	31.44
A 股总市值(百万元)	7,840.69
流通 A 股市值(百万元)	2,411.26
每股净资产(元)	21.46
资产负债率(%)	23.66
一年内最高/最低(元)	88.88/40.30

作者

孙海洋	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004	
sunhaiyang@tfzq.com	
张彤	分析师
SAC 执业证书编号: S1110525100002	
zhangtong@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

15-19X PE，对应目标价为 87-110 元/股，给予“买入”评级。

风险提示：市场竞争加剧风险，汇率波动的风险，产能消化的风险，技术创新不及预期的风险，主要原材料价格波动的风险，国际贸易政策风险等

财务数据和估值	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	1,546.20	1,505.61	2,458.97	3,142.84	3,656.51
增长率(%)	16.60	(2.62)	63.32	27.81	16.34
EBITDA(百万元)	502.64	513.03	828.58	1,005.42	1,176.98
归属母公司净利润(百万元)	323.86	266.23	591.07	760.04	905.16
增长率(%)	39.93	(17.79)	122.01	28.59	19.09
EPS(元/股)	3.17	2.60	5.78	7.43	8.85
市盈率(P/E)	24.21	29.45	13.27	10.32	8.66
市净率(P/B)	3.92	3.57	2.82	2.22	1.76
市销率(P/S)	5.07	5.21	3.19	2.49	2.14
EV/EBITDA	8.62	15.40	8.95	6.75	4.91

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 纸浆模塑龙头从模具制造向全产业链拓展.....	5
2. 财务概览：收入规模持续扩张，业绩韧性凸显.....	6
3. 纸浆模塑行业：渗透率有望提升，全球供应优势显著.....	8
3.1. 政策+需求共振，纸浆模塑渗透率有望提升.....	8
3.2. 纸浆模塑具备易降解、耐高温、成本低等特点.....	10
3.3. 我国为生产&出口大国，贸易摩擦驱动全球扩产.....	12
3.4. 国内竞争企稳，海外布局提速，龙头份额向上.....	14
4. 众鑫股份：精益制造+全球布局尽显龙头底色.....	15
4.1. 精益制造+规模经济铸就超额盈利根基.....	15
4.2. 客户资源优质，系统化服务能力持续精进.....	17
4.3. 压力测试下韧性凸显，产能全球布局提速.....	18
5. 盈利预测与投资评级.....	19
6. 风险提示.....	20

图表目录

图 1：公司主营产品.....	5
图 2：公司发展历程.....	6
图 3：公司股权结构图.....	6
图 4：公司收入规模（百万元）及同比增速（%，右）.....	7
图 5：公司归母净利润规模（百万元）及同比增速（%，右）.....	7
图 6：收入按产品拆分.....	7
图 7：公司按渠道收入结构.....	7
图 8：外销按区域收入结构.....	7
图 9：公司盈利能力变化趋势.....	8
图 10：公司各项费用率变化趋势.....	8
图 11：公司成本结构拆分.....	8
图 12：纸浆模塑产品主要产品类型.....	9
图 13：2022 年全球及中国纸浆模塑细分产品产能（万吨）.....	9
图 14：2022 全球纸浆模塑包装市场价值按应用领域拆分（亿美元）.....	9
图 15：2017-2022 年中国餐饮外卖市场份额及占比.....	10
图 16：国内外相关政策梳理.....	10
图 17：餐饮包材各类产品优势劣势对比.....	11
图 18：纸浆模塑产品与 PLA/PBAT 产品可降解性对比.....	11
图 19：纸浆模塑与 PLA/PBAT 产品性能对比.....	11
图 20：我国蔗渣浆、PLA 与 PBAT 市场价格比较（元/吨）.....	12
图 21：我国纸浆模塑发展历程.....	12

图 22: 我国纸浆模塑产品出口量	13
图 23: 我国纸浆模塑产品出口总额	13
图 24: 2024 年中国对世界各国纸浆模塑出口情况	13
图 25: 中国对美国纸浆模塑出口情况	13
图 26: 美国纸浆模塑进口情况	13
图 27: 2024 年美国纸浆模塑主要进口国分布	13
图 28: 2022 年我国纸浆模塑行业竞争格局	14
图 29: 各公司纸浆模塑单吨成本对比 (元)	15
图 30: 各公司纸浆模塑毛利率对比 (%)	15
图 31: 公司主要原材料采购金额比例 (2023 年)	16
图 32: 公司主要原材料采购价与市场价变化 (元/吨)	16
图 33: 公司能源采购结构	16
图 34: 单吨耗用燃料成本对比 (元/吨)	16
图 35: 人均创收对比 (万元)	17
图 36: 人均创利对比 (万元)	17
图 37: TOP5 客户集中度	17
图 38: 2023 年 TOP5 客户销售情况	17
图 39: 公司产销情况	18
图 40: 公司产能利用率及产销量	18
图 41: 公司新增产能规划	19
图 42: 公司收入拆分预测	19
图 43: 可比公司 PE (截至 2026 年 4 月 13 日)	20
表 1: 纸浆模具核心参与者产能规模及扩产计划	14

1. 纸浆模塑龙头从模具制造向全产业链拓展

公司是中国知名的纸浆模塑餐具用品解决方案提供商，主营业务为自然降解植物纤维模塑产品的研发、生产及销售，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。公司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。

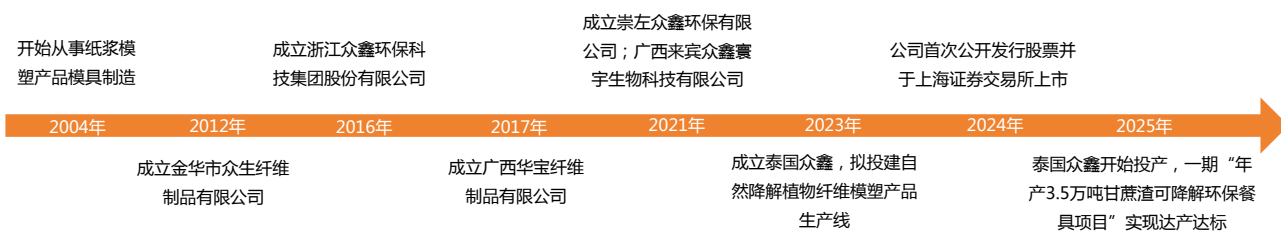
图 1：公司主营产品

品类	产品外观示意图	主要特点	品类	产品外观示意图	主要特点
食堂聚餐系列餐饮具			精品工业包装		
盘类		<ul style="list-style-type: none"> • 可防100°C热水、100°C热油，不渗漏 • 可微波，高达120°C • 可冷藏，低至-20°C • 表面光滑，洁净安全，无碎屑风险 	医疗健康类		<ul style="list-style-type: none"> • 免去消毒环节，节省人工，消除消毒不彻底造成的交叉感染隐患 • 废弃物可直接焚烧，无毒副作用
碗类		<ul style="list-style-type: none"> • 生熟皆可用 • 可防100°C热水、100°C热油，不渗漏 • 加厚设计，高挺度，强度高，不易变形 	食品包装		<ul style="list-style-type: none"> • 抗压耐折 • 材质轻，易于保存和运输 • 良好的防震和防冲击效果
托盘类		<ul style="list-style-type: none"> • 生熟皆可用 • 可防100°C热水、100°C热油，不渗漏 • 可微波，高达120°C • 可设计多格分离，分类放置食物 	电子产品类		<ul style="list-style-type: none"> • 专注精品工业包装领域 • 使用半干压工艺，产品表面光滑；质感好
杯类		<ul style="list-style-type: none"> • 可按需定制化修改尺寸、款式 • 可防100°C热水、100°C热油，不渗漏 • 具有一定的隔热功能，防烫防冷性能好 	宠物用品系列		<ul style="list-style-type: none"> • 加厚设计，抗压挤，强度高，不易破 • 表面光滑，洁净安全，无碎屑风险
刀叉勺类		<ul style="list-style-type: none"> • 符合人体工程学，把手掌握舒适 • 挺度好，实用性强 • 压纹设计，增强美感同时增加摩擦力 	文化系列		<ul style="list-style-type: none"> • 造型立体 • 抗压耐折 • 便于染色和印刷
外卖打包系列餐具			家具装修类		
打包盒类		<ul style="list-style-type: none"> • 多个尺寸，根据需求定制，可搭配不同材质盒盖 • 可防100°C热水、100°C热油，不渗漏 • 可微波，高达120°C • 可增加格挡，分类放置食物 • 盒盖配合紧凑，不撒不漏 • 可冷藏，低至-20°C 	锁盒类		<ul style="list-style-type: none"> • 可防100°C热水、100°C热油，不渗漏 • 盒身与盒盖一体设计，方便运输存放 • 卡扣设计，盒盖不易脱落 • 加厚设计，抗压挤，强度高，不易破 • 多尺寸选择，可堆叠摆放 • 压纹设计，盒身挺度增强

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

从模具厂商发展为产品制造商，积极顺应贸易环境布局海外工厂。公司自 2004 年起从事纸浆产品模具制造，于 2016 年起设立浙江众鑫环保科技有限公司，转型自然降解植物纤维模具产品的研发生产及销售；2022 年公司纸浆模塑餐饮具产量在国内市场占比达到 20%，产品市场占有率稳居全球前列，产品销售遍及全球 80 多个国家和地区，为全球数以亿计的消费者提供了绿色环保的餐具；2025 年在美国“双反”背景下公司积极进行供应链外迁，泰国工厂逐步投产。

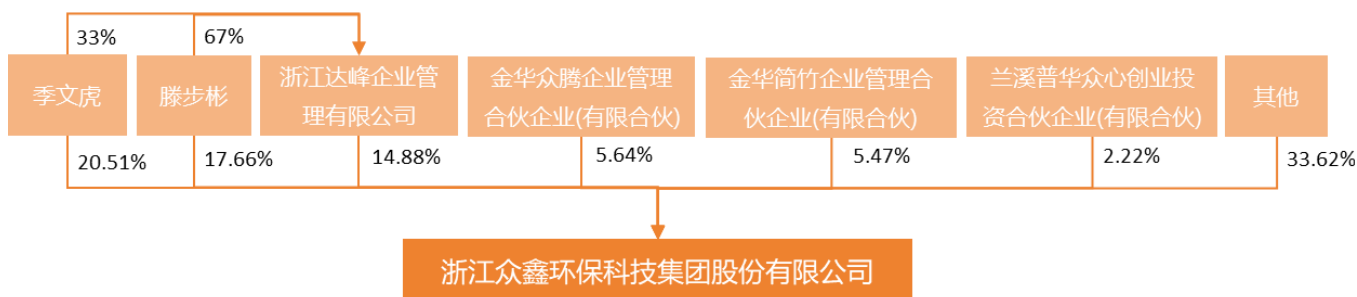
图 2：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司招股说明书，2025 年半年报，天风证券研究所

股权结构集中，创始人具备丰富一线行业经验。众鑫环保公司系由滕步彬、季文虎共同出资组建，浙江达峰、金华众腾、金华简竹等为实控人控制的持股平台，绑定核心员工利益实现共同成长；截至 2025 年 9 月 30 日，实控人及其一致行动人合计持股比例达 64%，股权结构相对集中。此外，公司创始人滕步彬、季文虎深耕包装制造及机械模具行业 20 余年，积累了自主模具设计、设备制造及工艺流程的丰富经验，有望赋能公司长期成长。

图 3：公司股权结构图



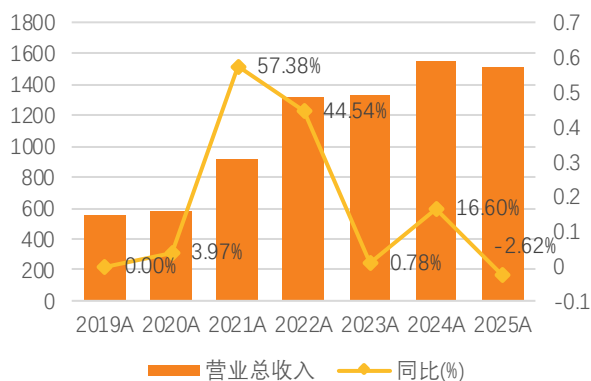
资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 财务概览：收入规模持续扩张，业绩韧性凸显

产能规模稳步扩张支撑收入及业绩成长。2019-2025 年公司营业收入从 5.56 亿元提升至 15.06 亿元，CAGR 为 18.0%，归母净利润从 1.11 亿元提升至 2.66 亿元，CAGR 为 15.7%，收入及利润稳健成长，主要系公司在浙江兰溪、广西来宾、崇左等地实现产能扩张，更好地满足国内外客户需求。

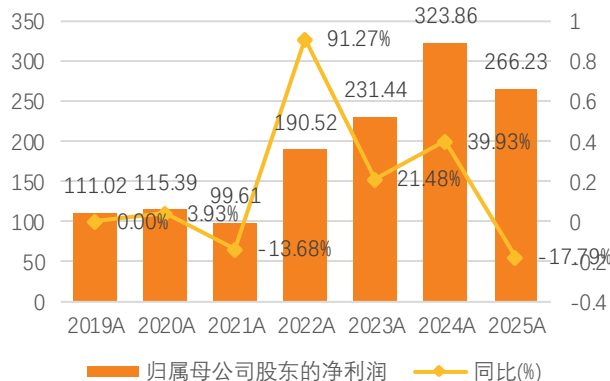
积极应对“双反”，26 年经营调整成效有望显现。2025 公司实现营业收入 15.06 亿元，同比-2.62%，归母净利润 2.66 亿元，同比-17.79%，业绩承压主要系公司业务受到美国商务部的“双反”调查影响以及泰国产能处于爬坡期。截止 2025 年年末，公司泰国一期、二期项目陆续建成并形成 7.5 万吨产能，及时承接部分美国客户订单，有力缓解了“双反”调查带来的不利影响。此外，2025 年以来进一步加大非美市场的拓展力度，优化产能布局和产品结构，打造适配新形势的全球供应链，全力保障包括美国客户在内的全体客户的产品供应与服务质量，降低贸易政策冲击带来的经营风险，我们预计 26 年经营调整成效有望显现。

图 4：公司收入规模（百万元）及同比增速（%，右）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：公司归母净利润规模（百万元）及同比增速（%，右）



资料来源：Wind，天风证券研究所

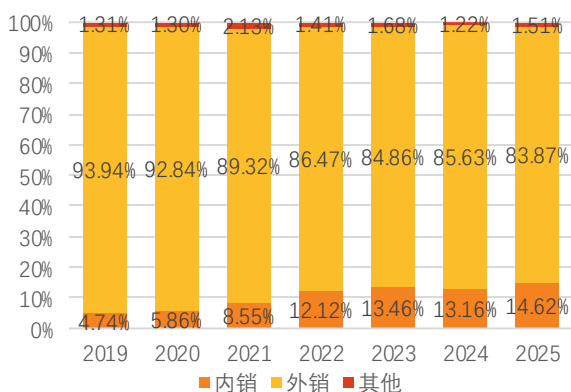
图 6：收入按产品拆分

	2021	2022	2023	2024	2025
营业总收入 (百万元)	910.32	1315.79	1326.06	1546.2	1505.61
yoy	57.38%	44.54%	0.78%	16.60%	-2.62%
毛利率	33.81%	28.57%	31.96%	35.00%	32.94%
环保包装					
收入	890.9	1297.24	1303.82	1527.37	1482.87
yoy	56.05%	45.61%	0.51%	17.15%	-2.91%
销量 (万吨)	5.67	7.81	7.72	9.31	9.18
单价 (万元/吨)	1.57	1.66	1.69	1.64	1.62
餐饮具					
收入	886.42	1291.05	1298.58	1517.15	1441.7
yoy	55.55%	45.65%	0.58%	16.83%	-4.97%
毛利率	33.32%	28.14%	31.32%	34.62%	32.85%
其他环保包装					
收入	4.48	6.2	5.24	10.23	16.8
yoy	328.28%	38.21%	-15.38%	95.18%	64.14%
毛利率	15.95%	9.95%	7.38%	19.65%	28.15%

资料来源：招股说明书，2024 年年报，2025 年年报，天风证券研究所

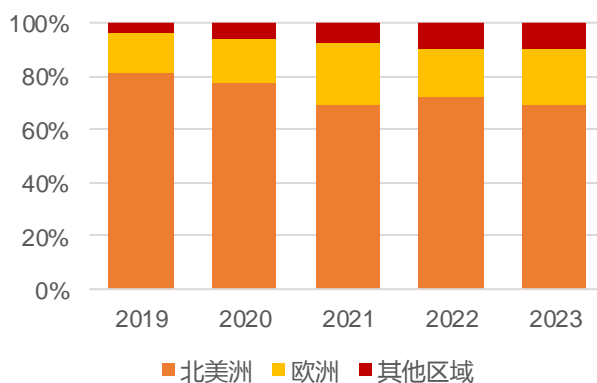
外销贡献主要收入，政策催化国内外市场共振。公司产品以外销为主，2019-2025 年境外收入从 5.23 亿元提升至 12.63 亿元，CAGR 为 15.8%，收入占比维持 80% 以上，外销收入主要来自于北美及欧洲。一方面，限塑令、禁塑令起源于欧美发达国家，公司主要客户多处于美国、英国等欧美国家；另一方面，其他地区国家陆续推行限塑令和禁塑令，公司在其他区域以及国内市场的销售收入均有较快增长。

图 7：公司按渠道收入结构



资料来源：同花顺，天风证券研究所

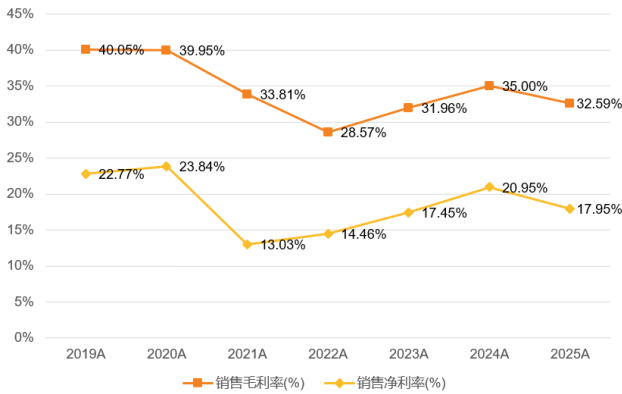
图 8：外销按区域收入结构



资料来源：招股说明书等，天风证券研究所

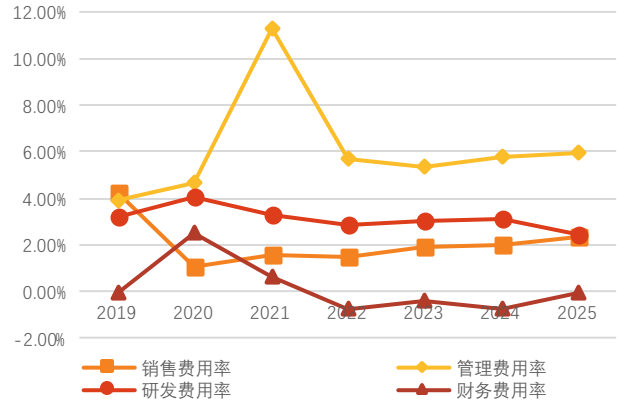
盈利能力稳中向上,生产规模优势有望释放。2021年以来公司毛利率在28%-35%之间波动,净利率在13%-21%之间波动,盈利能力波动主要受原材料价格变动、制造费用摊销等因素影响。2022年毛利率下降主要系一方面上游原材料价格上涨,另一方面公司自动化程度较高的生产设备投入使用带动固定资产折旧、能源消耗快速增加,而新产线投产后设备与工艺调试使得产能爬坡期产能利用率较低,导致单位制造费用快速增加;2025年盈利能力承压主要系贸易摩擦背景下公司调整经营计划所致,我们预计伴随泰国产能爬坡及国内产能利用率提升,盈利能力有望稳步修复。

图 9: 公司盈利能力变化趋势



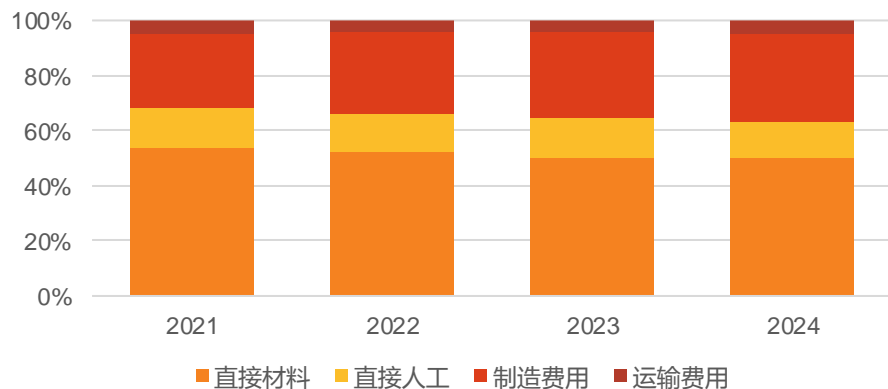
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 10: 公司各项费用率变化趋势



资料来源: 东方财富网, 天风证券研究所

图 11: 公司成本结构拆分



资料来源: 公司招股说明书, 2024 年报, 天风证券研究所

3. 纸浆模塑行业: 渗透率有望提升, 全球供应优势显著

3.1. 政策+需求共振, 纸浆模塑渗透率有望提升

纸浆模塑作为绿色环保型包装产品, 渗透率有望持续提升。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。自然降解植物纤维模塑产品原料来源于自然, 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、不含重金属、塑化剂或荧光粉等有害物质, 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。

纸浆模塑产能以普通缓冲包装为主, 餐饮具为重要发展方向。纸浆模塑产品根据其生产工艺、产品性能及应用领域的不同, 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。产能方面, 根据前瞻产业研究院, 2022 年全球/中国纸浆模塑产能 442/179 万吨,

其中普通缓冲包装产能分别为 347/113 万吨，一次性餐具产能分别为 75/51 万吨，精品工包产能分别为 20/15 万吨。

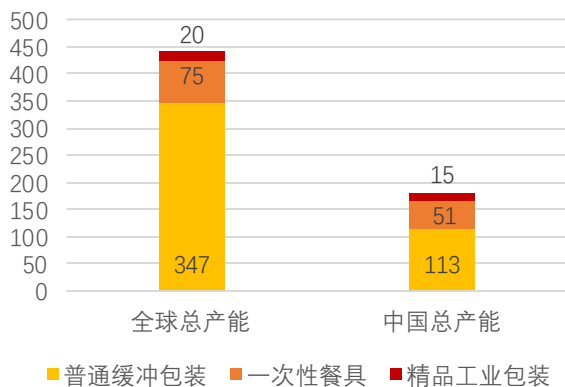
下游应用场景方面，根据 Grand View Research 数据显示，2022 年全球纸浆模塑包装市场价值为 51.11 亿美元，其中食品包装、餐饮具为最主要的应用领域，占比约 70%，相对于全球塑料包装市场而言（2022 年 3692.10 亿美元）渗透率仅 1.4%，预计 2023-2030 年 CAGR 为 7.6%，未来几年是我国纸浆模塑快速发展时期。

图 12：纸浆模塑产品主要产品类型

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°C防水防油；卫生级别高	1.6万元/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	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
普通工业包装	缓冲类包装制品，如鸡蛋托、咖啡打托	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

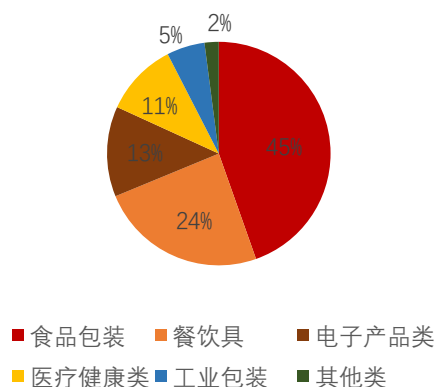
资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图 13：2022 年全球及中国纸浆模塑细分产品产能（万吨）



资料来源：Grand View Research，前瞻产业研究院，天风证券研究所

图 14：2022 全球纸浆模塑包装市场价值按应用领域拆分（亿美元）

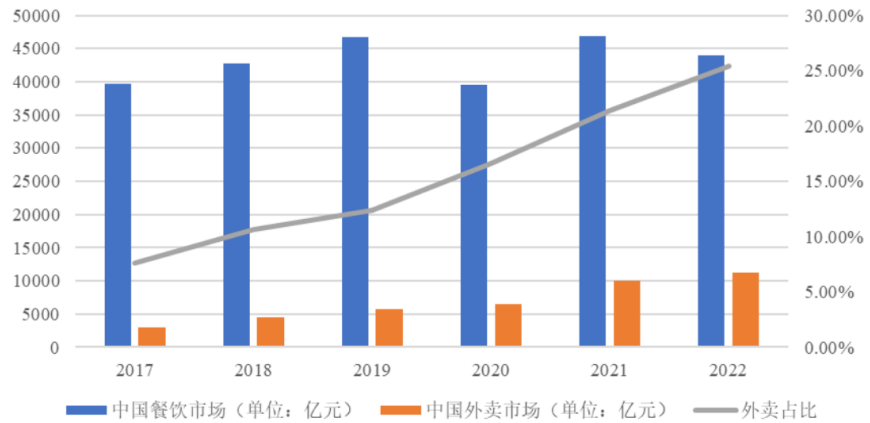


资料来源：Grand View Research，公司招股说明书，天风证券研究所

政策拉动&餐饮外卖需求旺盛，纸浆模塑一次性餐具有望迎来快速发展。

- 1) **“禁塑令”政策目标拉动“以纸代塑”需求：**2015 年在印度召开的世界环境日大会上，联合国达成决议到 2025 年全球要禁止使用一次性塑料制品，全球包括欧盟、荷兰、印度、日本等多个国家或地区已在国家层面立法；我国在“十四五”期间同样进一步明确加强塑料污染治理分阶段的任务目标。
- 2) **“双碳”政策背景下，农作物秸秆材料被重点关注：**纸浆模塑产品是对甘蔗渣等农作物秸秆这一类农业废弃物的有效利用，国家发展改革委发布的《“十四五”循环经济发展规划》明确将秸秆综合利用纳入了循环经济领域的五大重点工程之一的“循环经济关键技术与装备”。“双碳”目标下，农作物秸秆材料因整个生命周期都可减少碳排放的特性，受到了前所未有的关注。
- 3) **餐饮外卖终端市场快速发展：**餐饮外卖市场是全球去塑政策首要针对的领域之一，主要使用纸浆模塑餐饮具替代现有相关塑料及发泡产品，目前星巴克、汉堡王、喜茶、联合利华、雀巢等国内外领先餐饮、快消企业已逐渐减少对塑料杯盖、塑料刀叉等塑料制品的使用，采用可降解植物纤维杯盖、纸浆模塑刀叉等来代替。

图 15：2017-2022 年中国餐饮外卖市场份额及占比



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图 16：国内外相关政策梳理

地区	颁布时间	颁布单位/国家	政策名称	主要内容
国内	2025年	中共中央办公厅	《国务院办公厅关于推进绿色低碳转型加强全国碳市场建设的意见》	努力实现碳排放资源配置效率最优化和效益最大化，推动传统产业深度转型，培育发展新质生产力，激发全社会绿色低碳发展内生动力，稳妥推进碳达峰碳中和。
	2021年	国家发展改革委生态环境部	《关于印发“十四五”塑料污染治理行动方案的通知》	科学合理推进塑料源头减量，严格禁止生产超薄农用地膜等危害环境和人体健康的产品，提出因地制宜、积极稳妥推广可降解塑料，健全标准体系，提升检验检测能力，规范应用和处置。
	2020年	商务部	《商务部办公厅关于进一步加强商务领域塑料污染治理工作的通知》	进一步加强塑料污染治理，建立健全塑料制品长效管理机制；分阶段提出2020年、2022年、2025年限制塑料制品生产、销售和使用的具体目标和具体举措，并推广可降解、可循环材料作为替代产品。
	2020年	2020年国家发展改革委等九部门	《关于扎实推进塑料污染治理工作的通知》	加强对禁止生产销售塑料制品、零售餐饮等领域禁限塑的监督检查，强化日常监管与宣传引导，并颁布“相关塑料制品禁限管理细化标准（2020年版）”。
	2018年	国家市场监督管理总局	《食品用纸包装、容器等制品食品相关产品生产许可实施细则》	统一管理食品用纸包装、容器等制品的生产许可，企业应当有营业执照、相适应的专业技术人员、生产条件、检验手段、技术文件和工艺文件。产品质量须符合国家标准、行业标准及保障人体健康和人身、财产安全的要求。
国外	2022年	加拿大	《一次性塑料禁令条例》	2022年12月起，分阶段实施，禁止制造、进口和销售六类一次性塑料物品（即一次性塑料收银袋、餐具、由含有问题塑料制成的食品服务用具、环形托架、搅拌棒和吸管）
	2021年	美国华盛顿州	《SB5022法案》	2022年1月起，所有一次性用具，如吸管、器皿、调味品包和盖子，只能根据客户要求提供。2024年起，禁止使用聚苯乙烯发泡食品容器。
	2020年	美国纽约州	《泡沫塑料禁令》	2022年1月起，纽约州禁止任何从事销售或分发预制食品或饮料供室内或室外消费的人销售、提供销售或分发装有泡沫塑料的一次性餐具，任何制造商或商店都不允许在纽约州销售、提供销售或分发泡沫塑料填充包装。
	2019年	欧盟	《一次性塑料指令》	逐步禁止使用塑料产品包括：餐具、盘子、吸管、由聚乙烯制成的食品容器和可氧化降解塑料制成的产品等，到2029年，欧盟成员国必须达到90%的塑料瓶回收目标；到2025年塑料瓶必须含有至少25%的再生成分；到2030年必须含有30%的再生成分。

资料来源：公司招股说明书，公司25年半年报，天风证券研究所

3.2. 纸浆模塑具备易降解、耐高温、成本低等特点

在餐饮包材领域，相较于传统不可降解塑料，纸浆模塑、PLA/PBAT可降解塑料及淋膜纸类产品为可替代的选项。其中，纸浆模塑具备降解难度更低、适用温度范围更广、成本更低的特点。

图 17：餐饮包材各类产品优势劣势对比

材料类别	优势	劣势
传统不可降解塑料产品 (如：发泡塑料)	<ul style="list-style-type: none"> • 性价比高 • 供应链成熟 	<ul style="list-style-type: none"> • 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	<ul style="list-style-type: none"> • 原材料可生物降解 • 性能与塑料接近 	<ul style="list-style-type: none"> • 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	<ul style="list-style-type: none"> • 工艺简单，自动化程度高 • 阻隔性好 	<ul style="list-style-type: none"> • 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	<ul style="list-style-type: none"> • 原材料取自天然，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 	<ul style="list-style-type: none"> • 产成品不透明 • 抗氧、抗蒸汽、阻隔性较弱

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

1) 可降解性：纸浆模塑原材料主要选用蔗渣浆、竹浆、木浆等多种天然植物纤维，产品生产过程中仅发生物理变化，产品使用后无需专门的回收处理，可经土壤掩埋后自然降解；而 PLA 是生物基的化学聚合物，上游原材料主要是乳酸（淀粉），PBAT 是石油基可降解材料，以脂肪族酸、丁二醇为原料化学合成，二者均可以在特定条件下进行生物降解（如需要较高温度和湿度以及大量微生物，需进行工业堆肥，需要配套的垃圾回收处理体系）。**因此纸浆模塑产品所需的降解条件较简单、降解成本较低，自然全降解性远优于 PLA 等可降解塑料产品。**

图 18：纸浆模塑产品与 PLA/PBAT 产品可降解性对比

项目	纸浆模塑	PLA	PBAT
处理要求	自然降解	工业堆肥	工业堆肥、家庭堆肥
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%湿度	60%湿度
微生物	无特殊要求	需嗜热放线菌等菌群参与	需添加菌群提高效率
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

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

2) 产品性能：纸浆模塑产品较 PLA 等由于适用温度范围、阻隔性及透明性等方面存在一定差异，在不同应用领域各具优劣势。如纸浆模塑的阻隔性及透明性处于相对劣势，但适用温度范围、成型性能方面不输于 PLA/PBAT 可降解塑料产品，PLA 产品适用温度仅为-20°C -50°C，在温度高或富氧及微生物的情形下会发生分解形变，因此运输存储要求高、不可微波加热。**因此纸浆模塑产品在产品保质期、高温环境中更具优势。**

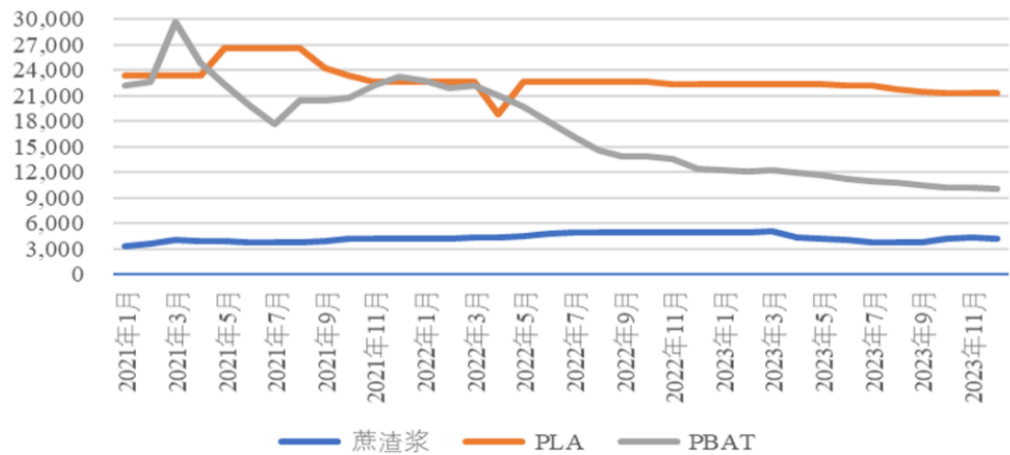
图 19：纸浆模塑与 PLA/PBAT 产品性能对比

项目	纸浆模塑	PLA	PBAT
合适使用的温度范围	-20-120°C	PLA产品：-20-50°C；改性后CPLA产品：-20-80°C	工业堆肥、家庭堆肥
可塑性	良好	良好	良好
抗折强度	良好	差	良好
硬度	高	高	低
阻隔性	低	较高	高
透明性	低	高	低
运输条件	常温	保温	常温
能否微波加热	可以	不可以	可以
货架期	36个月以上	6个月	6个月

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

3) 成本&价格：纸浆模塑产品原材料成本远低于 PLA/PBAT，其以重量为单位的售价通常低于 PLA/PBAT 等可降解塑料产品，因此纸浆模塑产品在价格上更具竞争力。

图 20：我国蔗渣浆、PLA 与 PBAT 市场价格比较（元/吨）

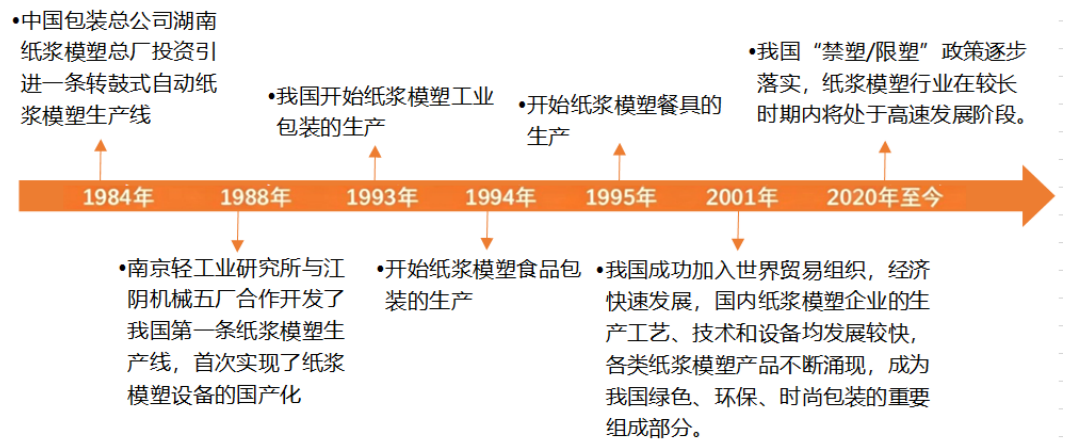


资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

3.3. 我国为生产&出口大国，贸易摩擦驱动全球扩产

中国为全球纸浆模塑生产领军国家，产业集群优势显著，产品远销海外。我国纸浆模塑行业自 1980 年代开始起步，已走过 40 余年发展历程，通过设备引进和自主创新，走出了国产化、多元化、特色化发展之路；根据 IPFM 数据，2024 年纸浆模塑年产能已达到约 200 万吨，纸浆模塑生产企业数量激增至 4200 家，并逐步形成了以广西、广东、浙江和山东为四大核心区域的产业集群。

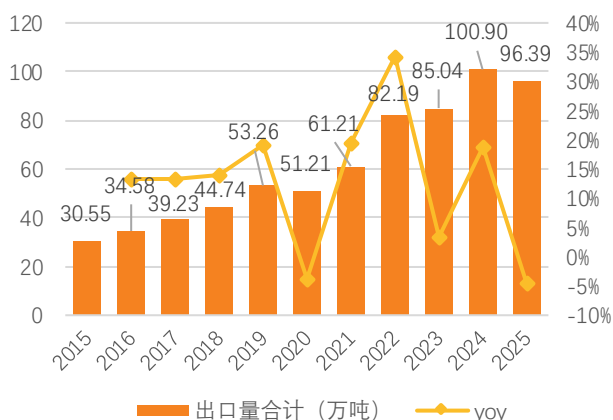
图 21：我国纸浆模塑发展历程



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

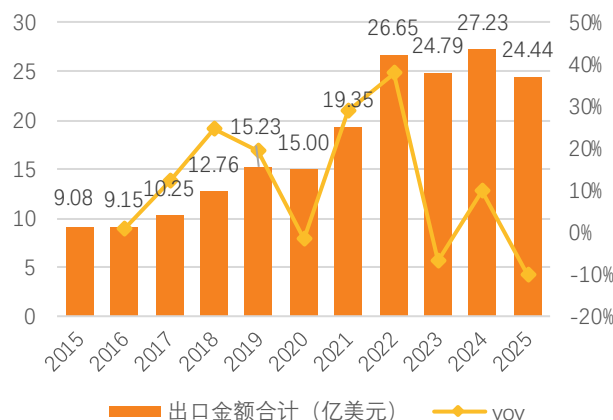
根据海关总署数据，2015-2024 年，中国纸浆模塑产品出口数量和出口金额整体呈上升态势，2024 年出口数量达到 100.9 万吨，同比+19%，出口金额达到 27.23 亿美元，同比+10%，2025 年同比略下滑或系反倾销关税影响。根据 UN Comtrade 数据，从出口分布区域看，美国及欧洲为我国主要出口市场，2024 年出口量分别为 30.5 万吨/25.9 万吨，占比 30%/26%。

图 22：我国纸浆模塑产品出口量



资料来源：海关总署，天风证券研究所

图 23：我国纸浆模塑产品出口总额



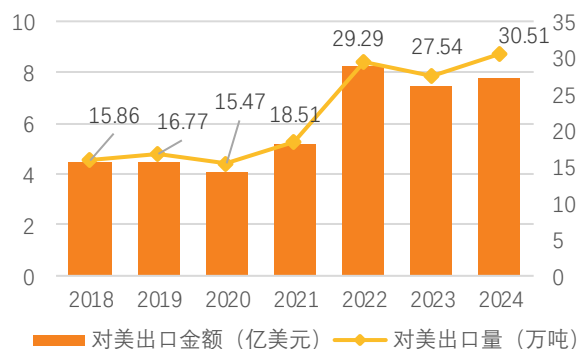
资料来源：海关总署，天风证券研究所

图 24：2024 年中国对世界各国纸浆模塑出口情况

	出口金额 (亿美元)	出口量 (万吨)	出口量占比
World	27.23	100.90	100%
USA	7.78	30.51	30%
Europe	7.06	25.92	26%
Australia	1.93	6.63	7%
Canada	1.37	5.58	6%
Japan	1.19	3.72	4%
Saudi Arabia	0.54	2.73	3%
Israel	0.45	2.38	2%
Viet Nam	0.58	1.57	2%
China, Hong Kong SAI	0.48	1.46	1%
Malaysia	0.70	1.45	1%

资料来源：UN Comtrade，天风证券研究所

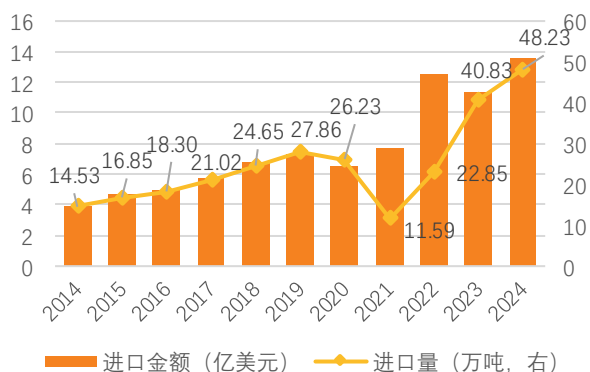
图 25：中国对美国纸浆模塑出口情况



资料来源：UN Comtrade，天风证券研究所

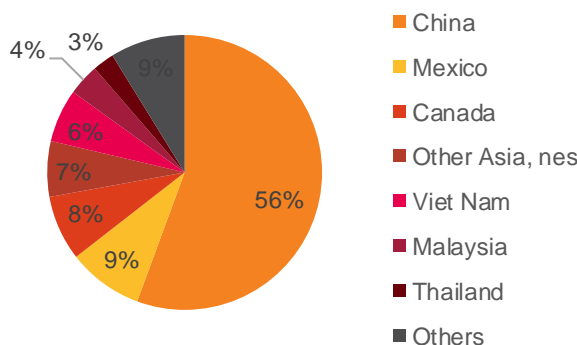
美国进口需求旺盛，中国供应链稀缺性凸显。根据 UN Comtrade 数据，2015-2024 年美国纸浆模塑进口量 CAGR 为 12.4%，而中国为美国最主要的纸浆模塑进口市场，2024 年美国从中国进口占比达 56%；我国对美纸浆模塑出口量从 2018 年的 15.9 万吨持续攀升至 2024 年的 30.5 万吨，CAGR 为 12%，彰显美国纸浆模塑终端市场需求旺盛，以及中国在全球纸浆模塑供应链的产业地位。我们认为在“双反”背景下，具备一定资金实力的中国厂商加速向东南亚及美国本土转移产能，全球供应优势有望进一步显现。

图 26：美国纸浆模塑进口情况



资料来源：UN Comtrade，天风证券研究所

图 27：2024 年美国纸浆模塑主要进口国分布

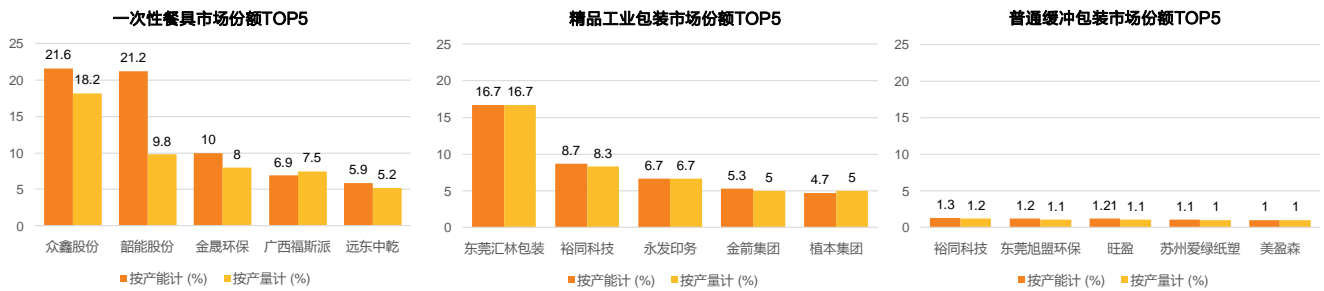


资料来源：UN Comtrade，天风证券研究所

3.4. 国内竞争企稳，海外布局提速，龙头份额向上

技术&生产壁垒各异，行业格局分化，龙头优势显著。从我国纸浆模塑市场竞争情况来看，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；而头部厂商聚焦于餐具、精品工业包装等产品，利润水平较高。根据前瞻产业研究院数据，以产量计，2022年一次性餐具领域 CR5 为 49%，行业集中度较高，其中众鑫股份以 18% 的份额位列行业 TOP1；精品工包领域 CR5 为 42%，东莞汇林、裕同科技等位居前列；普通缓冲包装领域 CR5 仅为 5%，因行业门槛较低格局较为分散。

图 28：2022 年我国纸浆模塑行业竞争格局



资料来源：各公司官网，前瞻产业研究院，纸塑知事公众号，天风证券研究所

贸易摩擦背后实力角逐，龙头份额有望进一步提升。随着“禁塑令”的逐步升级，以纸代塑的呼声越来越高，近年来多家包装制品企业正加速布局餐具纸浆模塑产能，如家联科技收购家得宝&规划来宾生产基地、金晟环保加码四川产能建设等，行业竞争或有加剧。2024年10月我国纸浆模塑受到美国商务部的“双反”调查，初裁结果为反倾销税率 136.27%、反补贴税率 5.99%，贸易摩擦对厂商提出严峻考验、加速行业洗牌：

国内方面，伴随产能利用率持续下降，国内部分扩产停滞、工厂停产，如大胜达 25 年终止海南纸浆模塑数字工厂二期项目建设，宜宾裕同削减纸浆模塑产能等；我们认为伴随国内竞争压力趋缓、价格或触底，后续具备生产规模&成本优势、产业链整合能力、客户交付&服务能力的头部厂商有望保持市场份额、提升盈利水平。

海外方面，国内厂商加速向海外基地转移产能，如众鑫、韶能、家联等均在泰国建设生产基地，裕同、富岭等在印尼规划新增产能；我们认为压力测试下具备一定资金实力、快速应对能力、成本优势及客户拓展能力的龙头厂商海外产能爬坡速度更快、盈利空间更可观，有望长期享受市场份额提升。

表 1：纸浆模具核心参与者产能规模及扩产计划

公司名称	营收情况	产销情况	盈利情况	后续产能规划
众鑫股份	2024 年环保餐具营收 15.17 亿元，同比+16.83%	2024 年环保餐具生产量 10.98 万吨，销售量 9.31 万吨	2024 年环保餐具毛利率 34.5%	1) 国内：2026 年初产能利用率约 50%左右，2026 年公司有信心进一步提高； 2) 泰国：25Q3 对外公告 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； 3) 美国：拟投资不超过 3600 万美元建设年产 2 万吨纸浆模塑餐具。
裕同科技	2024 年环保纸塑产品营收 12.71 亿元，同比+19.45%	-	2024 年环保纸塑产品毛利率 20.98%	海外：越南已投产，25 年落子印尼。
韶能股份	2024 年生态纸餐具营收 7.67 亿元，同比+14.98%	2024 年生态纸餐具生产量 5.04 万吨，销售量 5.09 万吨	2024 年生态纸餐具毛利率 10.11%	1) 25 年 12 月，韶能绿洲拟投资 2100 万元对现有植物纤维餐具生产线实施工艺技术改造，改造后年产能达 4.1 万吨纸浆模塑产品，叠加 7300 吨卡纸产品； 2) 泰国：2025 年 4 月正式投产并完成首批订单发货。
金晟环保	2024 年一次性可降解餐具营收 5.25 亿元，同比+4.17%	2022 年一次性可降解餐具销量 3.24 万吨	2024 年一次性可降解餐具毛利率 9.47%	1) 国内：于四川省兴文县经济开发区投资建设年产 4 万吨环保纸浆模塑制品项目，截至 25 年 8 月一期项目建成投产，二期建设中；

				2)美国:25年首座工厂已正式在北卡罗来纳州罗宾斯维尔投产。
富岭股份	2024年生物降解材料餐饮具营收1.28亿元,同比+2.7%	2024年生物降解材料餐饮具产量0.41万吨,销量0.41万吨	2024年生物降解材料餐饮具毛利率24.11%	印尼:初期规划年产纸浆模塑产品1.5万吨,2025年以来公司加快推进印尼新生产基地建设,2025年7月已实现部分投产。
家联科技	2024年生物全降解制品营收2.98亿元,同比+13.65%;植物纤维制品1.27亿元,同比+35.05%	2024年生物全降解制品产量1.17万吨,销量1.18万吨;	2024年生物全降解制品毛利率22.31%;植物纤维制品毛利率10.37%	1)国内:计划投资约9亿元在广西来宾建设“年产10万吨甘蔗渣可降解环保材料制品项目”; 2)泰国:泰国工厂目前处于产能爬坡的关键阶段,生产设备调试及工艺优化工作正在有序推进。
大胜达	2024年环保餐具营收0.38亿元,同比+1707.23%	2024年环保餐具生产量0.32万吨,销售量0.26万吨	2024年环保餐具毛利率-14.35%	1)国内:截至2025H1纸浆模塑环保餐具智能研发生产基地项目一期工程已经投产运行,二期厂房、车间等主体工程已基本完成,二期项目不再进一步投入; 2)泰国:25年8月拟以现金方式受让泰国远东30%股权并增资,以应对双反调查。
昌亚股份	2022年生物可降解餐饮具营收0.28亿元,同比+25.48%;纸质餐饮具营收0.42亿元,同比+124.09%	2022年生物可降解餐饮具产量844.97吨,销量839.04吨,纸质餐饮具产量1725.57吨,销量1814.69吨	2022年生物可降解餐饮具毛利率52.22%;纸质餐饮具毛利率43.26%	1)国内:2024年,公司拟在厂区建设年产38,000吨生物基降解新材料制品及高端塑料制品产线,本项目达产后,公司将新增生物基降解新材料制品产能24,500吨 2)越南:2024年拟在越南生产基地建设年产19,900吨纸制品生产线。
侨旺纸模	2023年模压纸餐具营收0.50亿元,同比-49.66%	-	2023年模压纸餐具毛利率-17.66%	国内:年产4万吨纸浆模塑餐具、工业包装项目(一期)项目于2025年9月10日顺利通过自治区专家竣工验收
南王科技	2024年环保纸袋营收6.53亿元,同比+4.84%;食品包装营收5.35亿元,同比+5.72%	2024年纸制品及无纺布包装销量87.30亿个,产量91.58亿个	2024年环保纸袋毛利率18.42%;食品包装毛利率13.58%	1)国内:广东南王“年产38亿个环保纸制品建设项目”预计2026年投产; 2)印尼1.2万平工厂于25年9月正式投产。

资料来源:裕同科技2024年年报,裕同科技2025年半年报,韶能股份2024年年报,韶能股份2025年半年报等,天风证券研究所

4. 众鑫股份：精益制造+全球布局尽显龙头底色

4.1. 精益制造+规模经济铸就超额盈利根基

全产业链条深耕提效，公司低成本&高毛利超额优势显著。纸浆模塑生产具有典型的制造业特征，一方面涉及环节及固定资产投入较多，包括置办土地厂房、购置成型机、切边机和导热油炉等一系列专用生产设备等，另一方面具备高质量、大批量、差异化产品生产能力的企业更能赢得市场主动权；因此行业规模经济效益较为明显，企业达到一定生产规模才能有效降低生产成本，保证合理的利润空间。

公司纸浆模塑产品的料工费成本结构基本稳定，近年来伴随自动化设备投入及规模效应放大，单吨成本从2022年的1.19万元/吨下降至2024年的1.07万元/吨，年均下降5%，较部分同行友商平均节约2500-4000元/吨；同期公司毛利率水平从28.1%提升至34.5%，而同行友商相同产品毛利率在2024年仅为约10%。公司在成本及盈利能力方面表现优异，我们认为主要系公司以精益制造为根基，从原料&能源把控、设备及模具自研、生产工艺精进到产能规模放量的制造链路上持续节降成本、提升效率。

图 29：各公司纸浆模塑单吨成本对比（元）

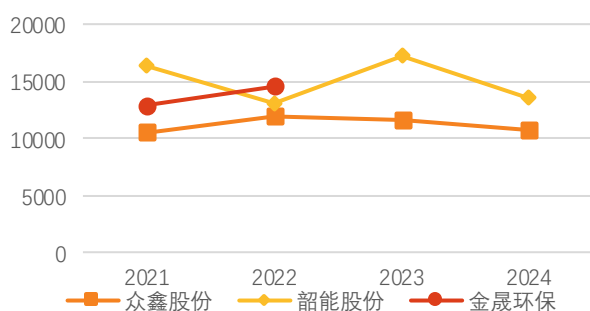
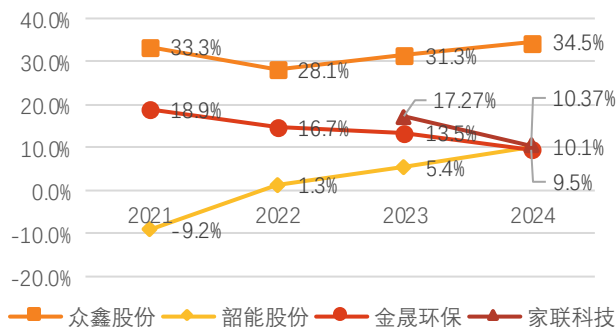


图 30：各公司纸浆模塑毛利率对比（%）



资料来源：各公司公告，天风证券研究所

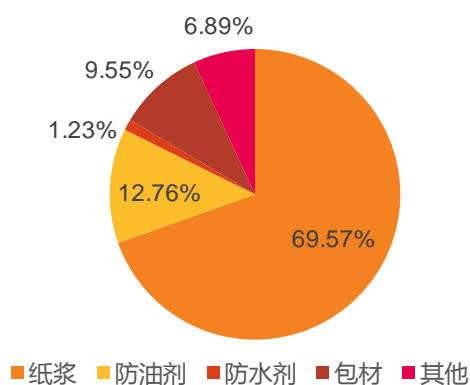
资料来源：各公司公告，天风证券研究所

原料方面：贴近式布局原料产地，规模采购价格优势明显。公司采购的原材料主要为蔗渣浆、竹浆等纸浆以及防水剂、防油剂等各类助剂辅料，其中纸浆采购额占比约 70%、辅料采购额占比 15%-20%左右；纸浆类原料属于大宗商品，价格受宏观经济波动、供需关系等影响。公司凭借规模效应，在采购原材料时，既可以保证主要原材料供应及其质量的稳定性，又具备相对较强的议价能力，从信用期、价格都具备比较优势，充分控制好成本。

此外，公司贴近式布局原料基地。根据泛糖科技，广西蔗渣产量约 1150 万吨/年，其中约 40%用于蔗渣制浆及下游制品；公司目前在广西崇左、来宾布局产能，广西来宾东糖纸业有限公司、龙州南华纸业有限公司等纸浆生产商是公司重要供应商，我们预计规模采购更具议价权，且贴近式布局有效节约运输成本。

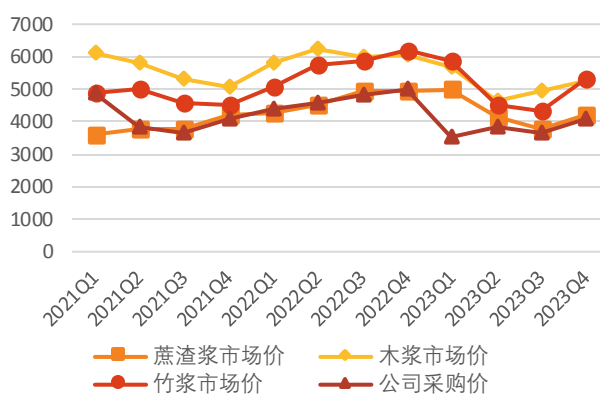
根据卓创资讯，2025 年我国漂白蔗渣湿浆均价约 4133 元/吨，同比-10.15%，整体低于历史均值，预计 2026 年价格或于历史平均水平附近震荡，并延续季节性走势，对公司成本影响相对可控。

图 31：公司主要原材料采购金额比例（2023 年）



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图 32：公司主要原材料采购价与市场价变化（元/吨）



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

能源方面：生物质燃料与天然气相结合，能耗成本较低。纸浆模塑生产加工过程中的成型环节需要大量的热能对产品进行烘干塑形，热能和电能的能耗一直是生产成本中两项主要的成本大项；特别是双控和碳中和形势下对燃煤、天然气等加热方式的限制，造成了一些地区的纸浆模塑工厂只能依靠使用电加热方式，成本极高、耗能极大，在市场竞争中失去了价格竞争优势。

而公司主要耗用燃料为生物颗粒与树皮，相较于天然气而言单位燃值成本较低，据公司招股书测算，使用天然气及生物质结合为燃料相比完全使用天然气为燃料，可节约单位能源成本 500-1000 元/吨。此外，广西崇左龙州有丰富的农林废弃物（桉树皮、甘蔗叶、秸秆等），公司通过收集这些农林废弃物作为生物质燃料降低了能源成本。

图 33：公司能源采购结构

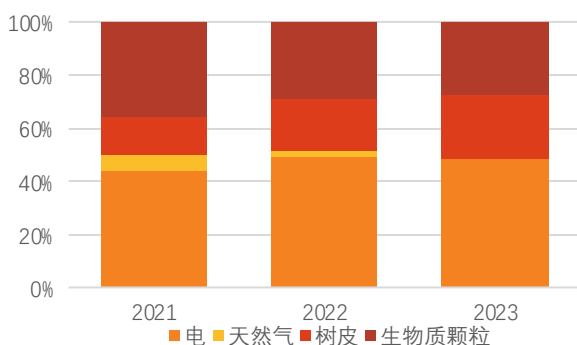
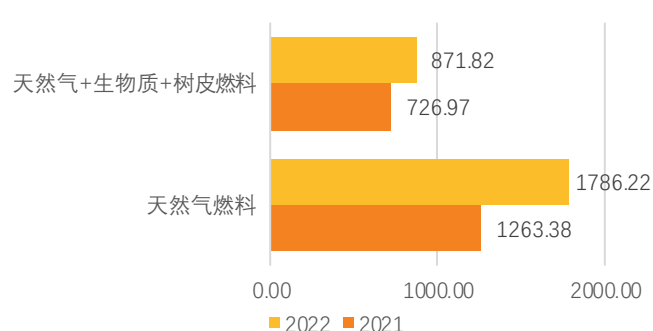


图 34：单吨耗用燃料成本对比（元/吨）



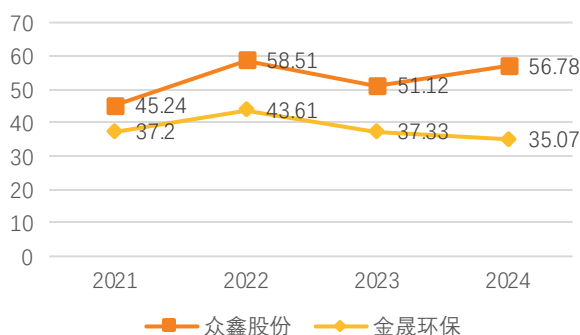
资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

制造方面：自主研发设备&模具赋能生产效率提升。公司董事长过往具备丰富机械模具制造从业经验，公司于2004年开始从事纸浆产品模具制造，积累了20余年的自主模具设计、设备制造到工艺流程的技术创新优势和产业经验，且生产的自动化设备从设计开始就以降低产品成本和提高单位产出为导向，可以极大缩短生产周期、提升生产效率、降低能耗，因此公司在机器及模具使用寿命、达产速度、设备折旧、能源效率、人工成本上均具备一定优势，如公司东南亚纸浆模塑产能单吨投资额仅为9000元+，相较友商节降1000元+，单位人效有望持续提升。

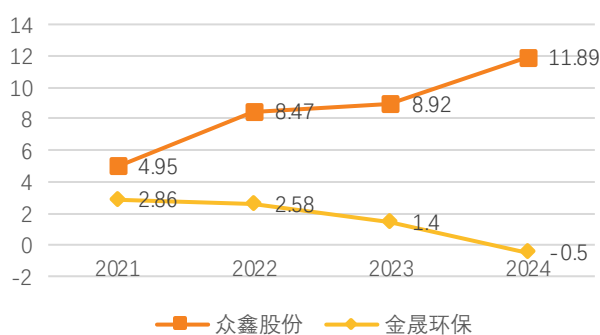
公司崇左众鑫项目为国内最新投资项目，在设备的高稳定性、高产率、低能耗方面有大幅提升，形成了良好的设备稼动率，带来显著成本优势，25H1 崇左众鑫子公司净利率高达30%。

图 35：人均创收对比（万元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 36：人均创利对比（万元）

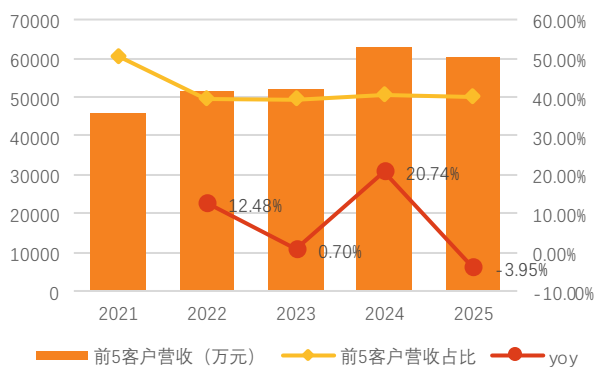


资料来源：Wind，天风证券研究所

4.2. 客户资源优质，系统化服务能力持续精进

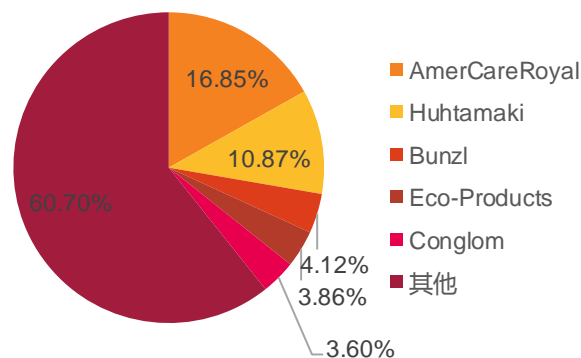
全球纸浆模塑解决方案供应商，客户结构多元。公司通过直销模式进行产品销售，客户主要包括品牌商客户和贸易商客户两类，在产品定价、销售管理、信用政策等方面基本相同。公司利用自身在植物纤维模塑餐饮具研发、生产的经验与在植物纤维模塑模具、生产设备上的技术积累，成为了植物纤维模塑解决方案的供应商，能独立为客户提供从前道的外观设计、结构设计、样品制造、产品生产到后续风险的管控的一站式点对点的整体解决方案。2021-2025 年公司 TOP5 客户销售占比从 50% 下降至约 40%，客户集中度下降或避免单一客户经营波动风险，侧面印证公司凭借自身竞争优势持续开拓新的全球优质客户，如星巴克、澳洲知名环保食品包装企业 Biopak 等。

图 37：TOP5 客户集中度



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 38：2023 年 TOP5 客户销售情况



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

外销方面，公司客户主要为大型餐饮和食品包装产品制造商，如 AmerCareRoyal、Huhtamaki、Bunzl、Sabert、World Centric、Eco-Products、Berk Enterprises、Clark Associate 等。公司主要通过参加国内、国际行业展会、网络推广、资深行业从业者推荐、行业口碑传播等方式不断扩大影响力并开发新客户，或与长期合作伙伴直接洽谈年度采购意向，并根据客户合作历史、交易金额等不同情况给予不同信用期（一般在 3 个月内）；客户根据需求，确定具体产品型号、数量后，向公司逐笔下单。

内销方面，国内客户主要为贸易商，公司通过贸易商销售未贴牌产品和自有品牌“甘蔗君”的自然降解植物纤维模塑餐饮具，终端客户包括大型商超与知名连锁餐饮企业如 Sam's、盒马鲜生、广州酒家、绝味鸭脖等。公司主要通过参加国内行业展会、行业口碑传播等方式开发国内客户，国内销售下单流程与境外销售基本一致，产品一般由公司客户自行到厂区提货。

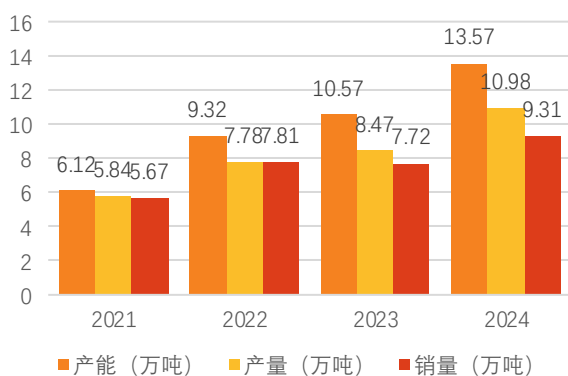
公司响应速度快、服务能力强，客户忠诚度较高。纸浆模塑行业作为一个充分竞争行业，前期客户产品检验及资质认证周期较长，然而一旦形成稳定合作关系后客户对于供应商依赖程度更高，通常不会轻易更换供应商；同时，下游餐饮行业需求多样、定制化程度高，客户对餐饮具的交货期要求严格，响应速度是下游客户评价和选择供应商的重要考量因素。

依托在纸浆模塑行业的多年深耕，公司具备先进的模具开发技术、原材料制浆技术及植物纤维产品成型技术，能够及时地响应下游客户的技术要求及方案的改进，实现快速设计方案提交、快速样品提供和快速产品检验。收到客户要求后，最快一周就能将产品小样交由客户检测、试生产。并且凭借多年在纸浆模塑领域的积累以及对于行业前沿技术的持续关注，公司能够快速理解客户的需求，与客户高效沟通，合理配置资源，及时为客户提供优质产品和服务。

4.3. 压力测试下韧性凸显，产能全球布局提速

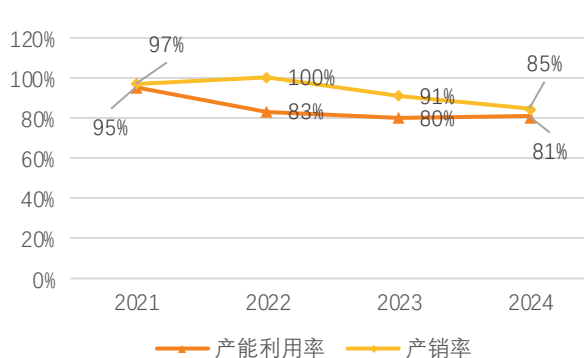
海内外需求旺盛，国内扩产稳步推进。在全球环保意识不断普及、各国环保政策推动、外卖市场迅速发展等有利因素影响之下，植物纤维模塑餐饮包装产品在全球市场的需求快速增加，境内外订单量增加促使公司新建生产线扩大产能以应对不断增长的客户需求。2021-2024 年公司产能规模从 6.12 万吨提升至 13.57 万吨，产能利用率维持在 80% 以上。

图 39：公司产销情况



资料来源：公司招股说明书等，天风证券研究所

图 40：公司产能利用率及产销率



资料来源：公司招股说明书等，天风证券研究所

“双反”背景下积极扩张泰国及美国产能，强化供应链韧性。2024 年 10 月美国开启对中国的双反调查，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%，美国双反惩罚性关税导致列入双反调查的纸浆模塑产品从中国出口到美国可能性很小，因此公司战略布局泰国生产基地承接美国市场订单需求。截止 2025 年 10 月，公司国内产能 12 万吨，产能利用率在 50% 左右，后续计划通过开发非美市场等进一步提升；泰国 5 万吨产能已顺利达产，第二阶段 5 万吨产能计划在 26Q1 完成试生产。

据公司公告，25 年泰国基地净利率已达到 38%，高于公司平均水平（25 年约 17.6%），我们预计伴随产能爬坡、规模效应释放，泰国基地竞争优势有望进一步凸显。

2026 年 1 月公司公告拟对美投资年产 2 万吨纸浆模塑餐具项目，拟使用“泰国众鑫”自有资金进行投资，投资总金额预计不超过 3600 万美元。美国是现在和未来纸浆模塑产品的重要消费市场，赴美建厂是公司销售和研发前置的一个重要布置，泰国工厂的建立已经为公司积累了一定的经验；此外在美国制造的产品在参与比较特定的市场招标时具有一定的优势，也有利于进一步加快公司纸浆模塑产品在美国市场竞争力的提升。

图 41：公司新增产能规划

项目规划	拟使用资金量	产能规划	单吨投资额	项目进展
年产10万吨甘蔗渣可降解环保餐具项目（崇左众鑫一期）	68188.40 (万元)	6万吨	11365 (元/吨)	2024年开始投产，新增产能3万吨
年产10万吨甘蔗渣可降解环保餐具项目（来宾众鑫一期）	40462.15 (万元)	3万吨	13487 (元/吨)	
泰国众鑫年产10万吨植物纤维可降解环保餐具项目	36250.00 (万元)	3.5万吨	10357 (元/吨)	2025H1已实现达产达标
美国年产2万吨纸浆模塑餐具项目	57920.00 (万元)	6.5万吨	8911 (元/吨)	预计将于2026Q1投产
	不超过3600.00 (万美元)	2万吨	1800 (美元/吨)	

资料来源：公司招股说明书、2024 年年报等，天风证券研究所

5. 盈利预测与投资评级

我们预计 26-28 年公司收入规模分别为 24.6/31.4/36.6 亿元，同比+63.3%/+27.8%/+16.3%，其中：

国内工厂：25 年国内收入承压主要系受到美国商务部的“双反”调查影响，国内产能利用率约 50%，我们预计伴随非美市场客户开发，2026 年国内产能利用率有望进一步提升，我们预计 26-28 年国内工厂收入规模分别为 11.2/15.0/16.8 亿元，同比+4%/+33%/+13%。

泰国工厂：25 年公司重点加快海外产能建设，截止 2025 年年末，公司泰国一期、二期项目陆续建成并形成 7.5 万吨产能，及时承接部分美国客户订单，我们预计 26-28 年泰国工厂收入规模分别为 13.1/16.2/19.4 亿元，同比+204%/+23%/+20%。

图 42：公司收入拆分预测

	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	1315.79	1326.06	1546.2	1,505.61	2,458.96	3,142.83	3,656.50
同比(%)	44.54%	0.78%	16.60%	-2.63%	63.32%	27.81%	16.34%
销售毛利率(%)	28.57%	31.96%	35.00%	32.95%	37.37%	36.89%	37.36%
国内工厂							
收入 (百万元)	1297.24	1303.82	1527.37	1073.83	1121	1495	1682
yoy	45.61%	0.51%	17.15%	-29.69%	4.44%	33.33%	12.50%
占比	98.59%	98.32%	98.78%	71.32%	45.61%	47.58%	46.01%
泰国工厂							
收入 (百万元)				432	1312	1620	1944
yoy					204%	23%	20%
占比				28.68%	53.37%	51.55%	53.17%
其他业务							
收入	18.55	22.24	18.83	22.74	25.01	27.52	30.27
yoy	-4.48%	19.90%	-15.35%	20.78%	10.0%	10.0%	10.0%
占比	1.41%	1.68%	1.22%	1.51%	1.02%	0.88%	0.83%

资料来源：Wind，天风证券研究所预测

首次覆盖，给予“买入”评级。公司具备从原料&能源把控、设备及模具自研、生产工艺精进到产能规模放量的制造优势，后续泰国生产基地规模效应有望释放，国内产能利用率有望稳步抬升，我们预计公司 26-28 年归母净利润分别为 5.9/7.6/9.1 亿元，对应 PE 分别为 13X/10X/9X。

我们采用可比公司估值法，选取同为从事可降解产品包装生产及销售的家联科技、裕同科技、恒鑫生活作为可比公司，可比公司 26 年平均 PE 为 19X，给予公司 26 年 15-19X PE，对应目标价为 87-110 元/股，给予“买入”评级。

图 43：可比公司 PE（截至 2026 年 4 月 13 日）

	公司名称	PE		
		2025E	2026E	2027E
301193.SZ	家联科技	-	22.05	14.32
002831.SZ	裕同科技	21.10	18.57	16.32
301501.SZ	恒鑫生活	20.95	17.21	14.21

资料来源：Wind，天风证券研究所

6. 风险提示

市场竞争加剧的风险。受美国关税政策及“双反”调查影响，若大量企业转向国内市场或第三方市场，可能导致市场竞争进一步加剧，公司主营业务毛利率及净利率存在被挤压的压力，短期内可能对现金流及盈利水平产生不利影响。

汇率波动的风险。2025 年全球贸易形势复杂，美元兑人民币汇率若出现大幅波动，将直接影响公司出口业务结算价格及汇兑损益，可能导致收入不及预期或财务费用增加。

产能消化的风险。若美国市场受阻且国内及其他国家替代市场开拓不及预期，国内产能可能出现阶段性闲置，产能利用率下降，导致固定资产折旧压力上升、单位成本增加，进而对公司经营业绩产生重大不利影响。

技术创新不及预期的风险。纸浆模塑企业的核心竞争力取决于其是否能够在材料改性、设备改良、生产自动化、工艺流程优化等方面持续的创新和经验积累，从而形成低成本高效率的规模生产能力、新产品的开发能力，客户需求的快速响应和供给能力，拥有更加环保高效、符合多元化应用场景、具有特殊功能的产品。若未来公司不能持续进行技术创新或者技术创新不及预期，将面临来自行业竞争对手的竞争风险和新产品的替代风险。

主要原材料价格波动的风险。蔗渣浆等植物纤维浆为公司的主要原材料，与纸浆市场价格的波动存在相关性。如果未来国际国内纸浆市场价格波动频繁且幅度加大，公司无法通过扩大销售规模摊薄单位固定成本及采取其他有效的成本控制措施，不能将材料成本上升及时转嫁给客户或者通过提升产品附加值以提高产品价格，则会影响公司的盈利水平。

国际贸易政策风险。全球经济环境、国际形势复杂且多变，关税加征等或对公司对外贸易产生不利影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	690.72	325.55	563.84	1,171.53	2,155.11	营业收入	1,546.20	1,505.61	2,458.97	3,142.84	3,656.51
应收票据及应收账款	177.42	214.83	282.42	346.15	364.84	营业成本	1,005.08	1,009.53	1,540.00	1,983.31	2,290.43
预付账款	18.74	18.72	32.61	44.52	57.28	营业税金及附加	16.13	12.10	19.67	25.14	29.25
存货	371.89	395.08	460.47	586.27	558.94	销售费用	30.19	35.00	54.10	66.00	73.13
其他	92.54	275.61	263.69	263.76	274.31	管理费用	88.78	88.85	140.16	176.00	201.11
流动资产合计	1,351.31	1,229.79	1,603.04	2,412.23	3,410.48	研发费用	47.25	36.76	56.56	69.14	76.79
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	(11.51)	(1.08)	(8.36)	(10.43)	(7.66)
固定资产	826.67	1,270.20	1,524.25	1,506.46	1,488.32	资产/信用减值损失	(8.76)	(27.08)	(14.34)	(6.57)	(5.76)
在建工程	257.87	170.46	156.36	142.69	128.55	公允价值变动收益	(3.40)	4.72	0.00	0.00	0.00
无形资产	123.46	182.61	244.82	270.28	279.74	投资净收益	1.18	5.51	2.20	2.97	3.56
其他	39.05	24.38	30.47	26.89	28.68	其他	24.72	2.11	11.18	11.76	12.44
非流动资产合计	1,247.05	1,647.65	1,955.91	1,946.32	1,925.29	营业利润	383.99	309.71	655.88	841.83	1,003.71
资产总计	2,598.37	2,877.44	3,558.95	4,358.55	5,335.78	营业外收入	1.57	1.34	1.69	1.53	1.52
短期借款	215.48	168.62	160.00	158.90	145.00	营业外支出	2.35	21.14	10.50	11.33	14.32
应付票据及应付账款	146.25	154.63	281.70	291.25	383.15	利润总额	383.22	289.91	647.06	832.04	990.90
其他	150.56	134.32	130.87	170.02	175.54	所得税	59.36	25.09	55.99	72.00	85.75
流动负债合计	512.29	457.58	572.57	620.17	703.69	净利润	323.86	264.82	591.07	760.04	905.16
长期借款	50.04	179.88	168.00	156.00	144.00	少数股东损益	0.00	(1.41)	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	323.86	266.23	591.07	760.04	905.16
其他	35.22	43.41	39.31	41.36	40.34	每股收益(元)	3.17	2.60	5.78	7.43	8.85
非流动负债合计	85.26	223.29	207.31	197.36	184.34						
负债合计	597.55	680.87	779.88	817.53	888.02						
少数股东权益	0.00	2.20	2.20	2.20	2.20	主要财务比率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
股本	102.24	102.24	102.24	102.24	102.24	成长能力					
资本公积	1,145.52	1,159.59	1,159.59	1,159.59	1,159.59	营业收入	16.60%	-2.62%	63.32%	27.81%	16.34%
留存收益	750.13	918.21	1,509.28	2,269.32	3,174.48	营业利润	38.08%	-19.35%	111.77%	28.35%	19.23%
其他	2.93	14.34	5.76	7.67	9.25	归属于母公司净利润	39.93%	-17.79%	122.01%	28.59%	19.09%
股东权益合计	2,000.82	2,196.57	2,779.06	3,541.02	4,447.75	获利能力					
负债和股东权益总计	2,598.37	2,877.44	3,558.95	4,358.55	5,335.78	毛利率	35.00%	32.95%	37.37%	36.89%	37.36%
						净利率	20.95%	17.68%	24.04%	24.18%	24.75%
						ROE	16.19%	12.13%	21.29%	21.48%	20.36%
						ROIC	27.16%	18.22%	29.59%	32.35%	36.57%
						偿债能力					
						资产负债率	23.00%	23.66%	21.91%	18.76%	16.64%
						净负债率	-18.60%	2.59%	-6.92%	-23.10%	-41.03%
						流动比率	2.64	2.69	2.80	3.89	4.85
						速动比率	1.91	1.82	2.00	2.94	4.05
						营运能力					
						应收账款周转率	9.87	7.68	9.89	10.00	10.29
						存货周转率	5.10	3.93	5.75	6.00	6.39
						总资产周转率	0.75	0.55	0.76	0.79	0.75
						每股指标(元)					
						每股收益	3.17	2.60	5.78	7.43	8.85
						每股经营现金流	3.13	4.08	6.79	7.63	11.31
						每股净资产	19.57	21.46	27.16	34.61	43.48
						估值比率					
						市盈率	24.21	29.45	13.27	10.32	8.66
						市净率	3.92	3.57	2.82	2.22	1.76
						EV/EBITDA	8.62	15.40	8.95	6.75	4.91
						EV/EBIT	10.62	20.00	11.20	8.19	5.83

资料来源:公司公告,天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com