

## 泰国产能表现靓丽, 品类与区域双优化

### 投资要点

- 业绩摘要:** 2025年公司实现营收15.1亿元, 同比-2.6%; 实现归母净利润2.66亿元, 同比-17.8%; 实现扣非净利润2.75亿元, 同比-10.8%。利润下滑主要受汇兑收益减少以及减值损失计提充分的影响。单季度25Q4公司实现营收4.5亿元, 同比+13.1%, 环比+18.3%; 实现归母净利润6839.6万元, 同比-22.2%; 实现扣非净利润8429.8万元, 同比-5.1%, 环比+3.6%, 经营逐季向好。
- 毛利率暂时回落, 费控良好。** 2025年公司整体毛利率为32.9%, 同比-2pp, 其中餐饮具/其他环保包装毛利率分别为32.8%/28.2%, 分别同比-1.8pp/+8.5pp, 国外/国内毛利率分别为33.5%/25.0%, 同比-0.9pp/-10.2pp。费用率方面, 2025年公司总费用率为10.6%, 同比+0.6pp, 其中销售/管理/财务/研发费用率分别为2.3%/5.9%/-0.1%/2.4%, 同比+0.4pp/+0.2pp/+0.7pp/-0.6pp。综合来看, 25年公司净利率为17.7%, 同比-3.3pp。单季度25Q4毛利率为34.2%, 同比-2pp; 净利率为15.2%, 同比-6.9pp。
- 泰国工厂表现靓丽, 加大非美市场的拓展力度。** 分地区来看, 公司25年外销/内销/其他业务分别实现营收12.6/2.2/0.2亿元, 同比-4.6%/+8.2%/+20.8%, 分别占总营业收入的83.9%/14.6%/1.5%。受美国“双反”政策影响, 公司国内工厂对美出口受限, 公司前瞻性布局的泰国基地于2025年4月投产, 至年底已形成7.5万吨产能, 并成功承接美国客户订单, 经营表现亮眼。25年泰国子公司实现营收4.3亿元, 净利润1.6亿元, 净利率37.7%, 成为公司利润的重要增长极。同时, 公司拟通过泰国众鑫在美国设立全资投资主体, 并计划依托该投资平台, 在宾夕法尼亚州投建年产2万吨纸浆模塑餐具项目, 进一步规避海外经营及贸易风险。非美市场方面, 公司积极调整经营策略, 在欧洲、中东、澳洲等区域新客户拓展取得突破, 新增两家海外知名供应链企业, 区域结构持续优化。
- 拓展工业包装, 成本优势构筑核心壁垒。** 公司于25年收购东莞达峰, 切入消费电子等精品工业包装领域, 逐步形成“餐饮具+工业包装”双轮驱动格局。分产品来看, 公司2025年餐饮具/其他主营业务/其他环保包装分别实现收入14.4亿元/4711.9万元/1679.9万元; 餐饮具同比-5.0%, 其他环保包装同比+64.1%。公司凭借自研设备与模具、靠近原材料产地的区位优势及生物质能源利用, 构筑成本护城河。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2026-2028年EPS分别为5.39元、7.12元、8.35元, 对应PE分别为14倍、11倍、9倍。考虑到公司所处纸浆模塑赛道成长性突出, 叠加泰国产能稀缺性带来显著利润弹性, 给予2026年18倍估值, 对应目标价97.02元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示:** 国际贸易摩擦加剧的风险, 原材料价格大幅波动的风险, 汇率大幅波动的风险, 行业竞争加剧的风险, 海外产能释放不及预期风险。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	1505.61	2265.89	2973.91	3614.96
增长率	-2.62%	50.50%	31.25%	21.56%
归属母公司净利润(百万元)	266.23	550.73	727.72	853.55
增长率	-17.79%	106.86%	32.14%	17.29%
每股收益EPS(元)	2.60	5.39	7.12	8.35
净资产收益率ROE	12.06%	20.42%	21.87%	21.10%
PE	29	14	11	9
PB	3.57	2.91	2.36	1.94

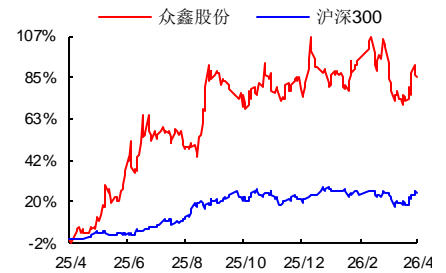
数据来源: wind, 西南证券

### 西南证券研究院

分析师: 蔡欣  
执业证号: S1250517080002  
电话: 023-67511807  
邮箱: cxin@swsc.com.cn

分析师: 沈琪  
执业证号: S1250525070006  
电话: 023-67506873  
邮箱: shenq@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	1.02
流通A股(亿股)	0.31
52周内股价区间(元)	41.27-85.8
总市值(亿元)	78.41
总资产(亿元)	28.77
每股净资产(元)	21.46

### 相关研究

# 1 深耕纸浆模塑赛道，打造多领域绿色替代方案

众鑫股份（603091.SH，浙江众鑫环保科技集团）2016 年 1 月成立，2024 年 9 月在上交所主板上市。公司主要从事自然降解植物纤维模塑产品的研发、生产与销售，核心业务聚焦于以可再生植物纤维为原料、制造环保、可完全生物降解的一次性及功能性包装制品。公司业务已从传统餐饮具向高附加值的工业包装延伸，形成“双轮驱动”的产品格局。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。餐饮具代表客户包括 AmerCare Royal、Huhtamaki、Bunzl、Sabert、World Centric、Eco-Products、海底捞、盒马鲜生等。2025 年公司收购东莞达峰环保科技有限公司切入精品工业包装，主要包括消费电子内衬、高端化妆品礼盒内托等，客户群体包括全球知名 3C 电子品牌、各种高端烟酒礼盒包装、日化企业、跨境电商及奢侈品供应链。

面对美国、加拿大双反政策影响，公司提前布局海外产能，2023 年 11 月注册成立泰国众鑫环保科技有限公司，泰国项目一、二期项目陆续建成并在 2025 年期末形成 7.5 万吨产能，已经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。同时，面对国际贸易环境的变化，公司积极调整经营策略，2025 年以来进一步加大非美市场的拓展力度，同时优化产能布局和产品结构，打造适配新形势的全球供应链，保障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。根据公司公告，2022 年公司在全球纸浆模塑餐饮具领域的市场占有率（产值计）16%，公司植物纤维模塑餐饮具产量在国内市场占比达 20%。

**表 1：众鑫股份产品矩阵**

产品系列	品类	产品图示	特点
堂食聚餐系列餐饮具	盘类		可防 100℃ 热水、100℃ 热油，不渗漏；可微波，高达 120℃；可冷藏，低至 -20℃；表面光滑，洁净安全，无碎屑风险
	碗类		生熟皆可用；可防 100℃ 热水、100℃ 热油，不渗漏；加厚设计，加厚提手，高挺度，强度高，不易变形
	托盘类		生熟皆可用；可防 100℃ 热水、100℃ 热油，不渗漏；可微波，高达 120℃；可冷藏，低至 -20℃；可设计多格分离，分类放置食物
	杯类		可按需定制化修改尺寸、款式；可防 100℃ 热水、100℃ 热油，不渗漏；具有一定的隔热功能，防烫冷淬性能好
	刀叉勺类		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
外卖打包系列餐饮具	打包盒类		多个尺寸，根据需求定制，可搭配不同材质盒盖；可防 100℃ 热水、100℃ 热油，不渗漏；可微波，高达 120℃；可冷藏，低至 -20℃；盒盖配合紧凑，不撒不漏；可增加格挡，分类放置食物
	锁盒类		可防 100℃ 热水、100℃ 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，抗挤压，强度高，不易破；压纹设计，盒身挺度增强；多尺寸选择，可堆叠摆放；可增加格挡，分类放置食物
精品工业包装	医疗健康类		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
	食品包装		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
	电子产品类		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
	宠物用品系列		加厚设计，抗挤压，强度高，不易破；表面光滑，洁净安全，无碎屑风险
	文化系列		造型立体；抗压耐折；便于染色和印刷
	家具装修类		立体造型，曲线曲面设计；挺度好，实用性强；增强美感同时增加摩擦力

数据来源：招股说明书、公司官网，西南证券整理

纵观公司发展历程，可大致分为三个阶段：

**第一阶段（2004-2015）：立足模具与设备制造，完成纸浆模塑领域的早期技术积累。**

2004 年，公司核心创始人滕步彬、季文虎在青岛创立“绿四季”公司，切入纸浆产品模具制造赛道，专注纸浆模具的生产与销售，奠定了公司在纸浆模塑领域的核心技术基础。2007 年，公司迁往浙江金华，业务重心开始向长三角转移，并逐步接触包装领域，为后续进入餐具制造积累客户和制造经验。2012 年，金华众生纤维制品有限公司注册成立，业务以传统纸加工为主，与绿四季的模具制造能力、后续众鑫股份有限公司的设备与生产能力初步形成协同。

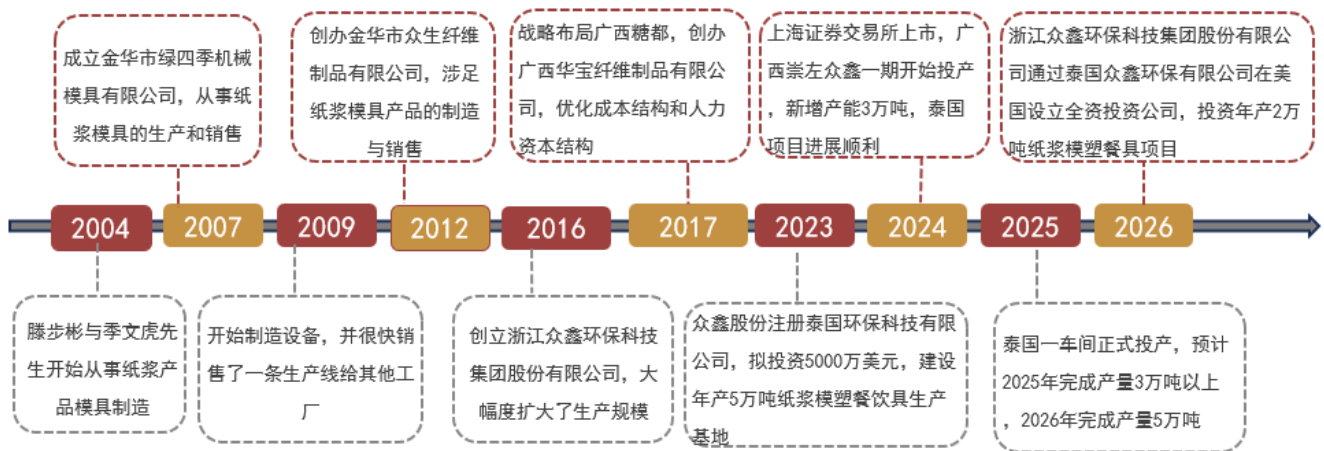
**第二阶段（2016-2023）：顺应限塑趋势，全面转向可降解餐具并推进产业链一体化。**

随着全球限塑、禁塑不断推进，公司将发展重点转向自然降解植物纤维模塑产品，并依托前期积累的模具和装备优势快速放量。2016 年创立浙江众鑫环保科技集团股份有限公司，公司迅速扩展，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。2017 年在广西布局生产基地，与众生纤维、绿四季、海南甘蔗君等，逐步实现上游甘蔗渣原料、中游模具设计制造、下游产品生产的全链条掌控。

**第三阶段（2024-至今）：上市与全球化，增长逻辑转向全球化配置。**

2024 年，众鑫股份在上交所上市，成为“纸浆模塑第一股”。2024 年广西崇左项目一期 3 万吨产能投产，泰国工厂投产，泰国项目一、二期项目在 2025 年期末形成 7.5 万吨产能。

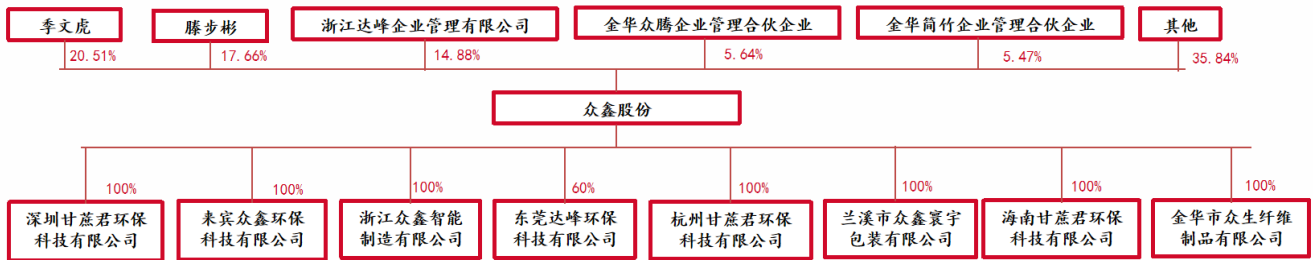
**图 1：众鑫股份发展历程**



数据来源：招股说明书、公司公告，西南证券整理

## 1.1 实控股权较集中

公司实际控制人滕步彬先生直接持股 17.66%、一致行动人季文虎直接持股 20.51%，两人合计直接持股 38.17%。两位通过浙江达峰企业管理有限公司（滕步彬持股 67%、季文虎持股 33%）间接持股公司 14.88%。除浙江达峰，还拥有金华众腾、金华简竹等 8 家有限合伙企业实控人持股平台。实控人与持股平台合计控制公司超 64% 股权，控制权高度集中。公司高管团队经营稳健，拥有丰富的一线生产经验。

**图 2：公司股权结构（截至 2025 年末）**


数据来源：公司公告，西南证券整理

## 1.2 纸浆模塑市场空间广阔，“双反”促使供应链格局重构

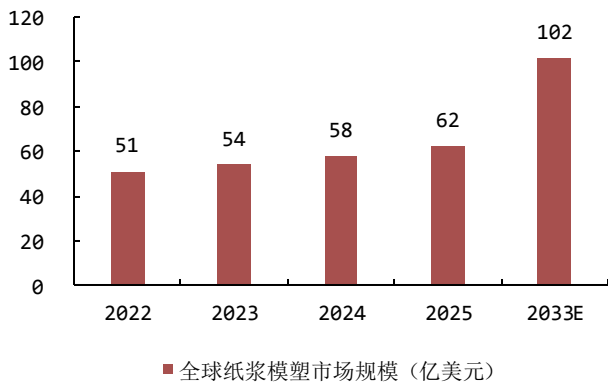
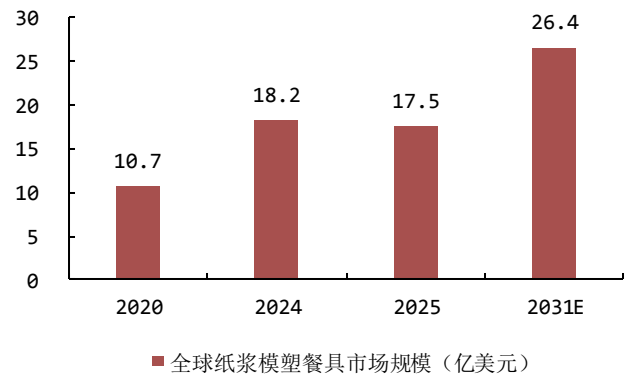
纸浆模塑产品是将可完全回收循环使用的植物纤维加工调配成一定比例浓度的浆料，依据产品设计、定制的模具，经真空吸附成型，利用模内干燥的原理形成不同种类和用途的环保纸制品。自然降解植物纤维模塑产品原料来源于自然，主要为蔗渣浆等纯天然植物纤维，生产加工过程为纯物理过程，产成品无污染、不含重金属、塑化剂或荧光粉等有害物质，使用后废弃物可回收再利用、可自然降解，是良好的绿色环保型包装产品。纸浆模塑产品根据其生产工艺、产品性能及应用领域的不同，主要可分为一次性餐饮具、精品工业包装和普通工业包装三类。一次性餐饮具：一般是采用湿压工艺结合高温模压技术，主要应用于餐饮领域，包括餐盒、盘、碟、刀、叉、筷、碗、杯等。精品工业包装：一般是采用湿压、半干压技术制成的纸塑产品，应用于高附加值工业品的精细包装，包括电子产品、化妆品、药品、礼品盒等。普通工业包装：一般是采用干压技术制成的产品，主要应用于缓冲类包装制品，包括鸡蛋托、咖啡打包托等包装。

**表 2：纸浆模塑主要分类及介绍**

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
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
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

数据来源：公司公告，西南证券整理

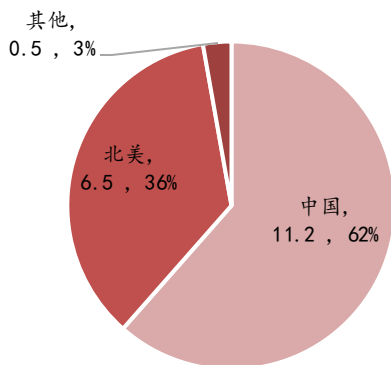
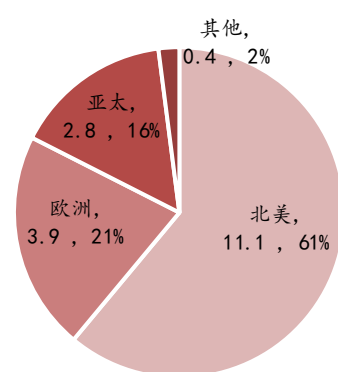
根据 Grand View Research (GVR) 数据，2025 年全球纸浆模塑包装市场规模约为 62.1 亿美元，预计到 2033 年将增长至 101.8 亿美元，2026-2033 年 CAGR 达 6.4%，驱动因素主要是未来餐饮和食品市场的增加，以及市场对生物降解材料包装解决方案的需求持续扩大。细分领域中，据 QYResearch 调研，2025 年全球纸浆模塑餐具市场规模为 17.5 亿美元，预计 2031 年将达到 26.4 亿美元，2026-2031 年 CAGR 为 7.1%。

**图 3：全球纸浆模塑市场 2026-2033 年 CAGR 为 6.4%**

**图 4：全球纸浆模塑餐具市场 2026-2031 年 CAGR 为 7.1%**


数据来源：Grand View Research, 西南证券整理

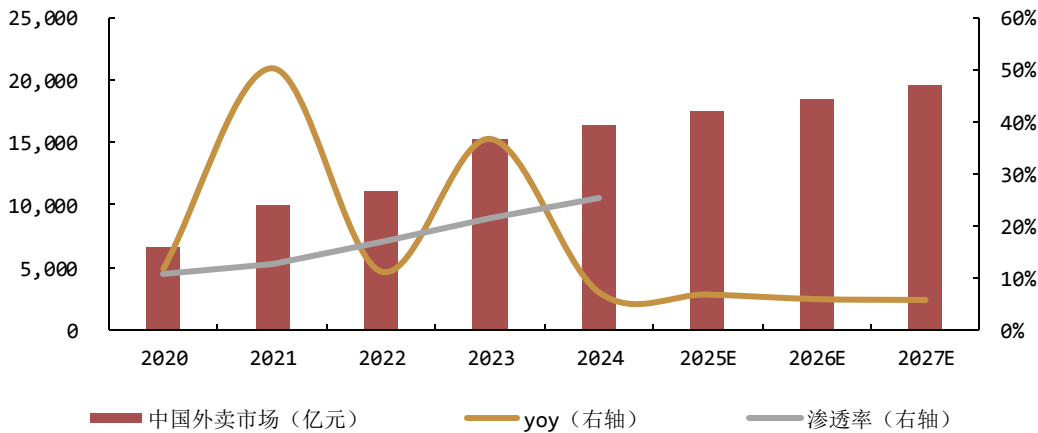
数据来源：QYResearch, 西南证券整理

全球纸浆模塑餐具市场呈现出明显的区域分布特点。根据 QYResearch 数据以及公司年报，**按生产地区来看**，中国是全球最大的生产基地，2024 年纸浆模塑餐具产值为 11.2 亿美元，占全球生产份额 61.5%，北美地区产值为 6.5 亿美元。**消费区域上**，2024 年纸浆模塑餐具消费规模北美/欧洲/亚太市场规模分别为 11.1/3.9/2.8 亿美元，分别占全球市场份额 61.1%/21.4%/15.5%。北美为最大消费市场，主要受环保法规和绿色采购需求推动市场持续增长。欧洲市场主要受塑料替代政策及环保意识提升的推动，对可降解餐具的接受度和渗透率较高。中国、日本及东南亚市场共同成为亚太区域增长的主要动力。拉美及中东非洲市场规模相对较小，但随着绿色包装意识的提升和环保政策逐步落地，这些地区的市场需求正在稳步增长，未来潜力可观。对于中国，近年来随着居民消费习惯变化及平台经济发展，在线餐饮外卖市场规模不断提升，用户渗透率持续提高，带动订单量稳步增长。由于外卖订单通常配套使用一次性餐盒、餐具及包装材料，其需求与订单量呈高度正相关关系，形成对一次性餐饮具的刚性需求放大效应。在此基础上，禁塑政策的逐步落地使传统塑料及发泡材料加速退出，进一步释放对替代材料的需求空间。

**图 5：2024 年全纸浆模塑餐具产值 (亿美元) 及分布**

**图 6：2024 年全纸浆模塑餐具市场规模 (亿美元) 及分布**


数据来源：QYResearch, 西南证券整理

数据来源：QYResearch, 西南证券整理

**图 7：2020-2027E 中国在线餐饮外卖市场规模及渗透**


数据来源：艾媒数据中心，西南证券整理

在“双碳”目标持续推进下，替代传统塑料的材料体系加速发展，当前主流替塑材料主要包括纸浆模塑及以 PLA、PBAT 为代表的可降解塑料。其中，PLA 与 PBAT 凭借成熟的产业化基础和接近传统塑料的力学性能，已成为应用最广泛的降解材料，在包装及一次性制品领域实现规模化应用；纸浆模塑则在环保属性、成本控制与资源利用上优势突出，降解路径更具天然优势，其以植物纤维为原料，使用后可直接进入自然环境，在微生物作用下即可逐步分解，对外部条件依赖较低，降解过程更为直接，而 PLA 需在高温高湿的工业堆肥条件下降解，PBAT 虽降解门槛稍低，仍需人工干预环境。从性能结构来看，三类材料各有侧重、应用呈现分化格局，PLA、PBAT 力学性能优异，在薄膜、袋类及标准化一次性制品领域竞争力较强，纸浆模塑则在透明度、气体阻隔性上存在局限，但结构强度、成型稳定性与安全性表现均衡，更适配对刚性和承载有要求的产品，三者并非单一替代关系，纸浆模塑有望在餐饮具及包装等领域持续提升渗透率。

**表 3：纸浆模塑产品与其他塑料及可降解、淋膜类产品对比**

材料类别	优势	劣势
传统不可降解塑料	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	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（传统模塑 2 倍以上）；不耐储存，货架期短
淋膜纸类	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	原材料天然，充分利用秸秆等废弃物，可自然降解，环境友好性最佳；工艺为纯物理过程	产成品不透明；抗氧、抗蒸汽、阻隔性较弱

数据来源：公司招股书，西南证券整理

**表 4：纸浆模塑产品与 PLA 及 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	嗜热放线菌等菌群参与	需添加菌群提高效率

项目	纸浆模塑	PLA	PBAT
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

数据来源：公司招股书，西南证券整理

**表 5：纸浆模塑与 PLA/PBAT 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	-30-110-120°C
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	6 个月	6 个月

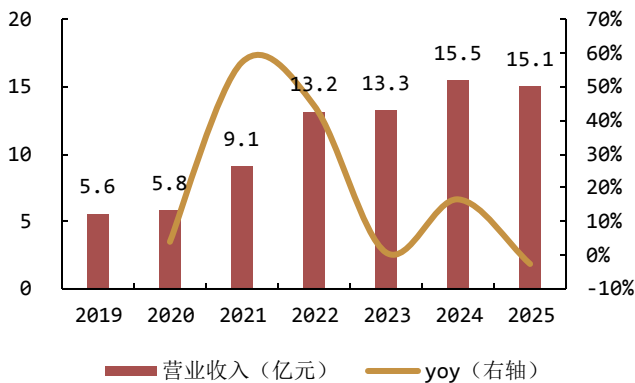
数据来源：公司招股书，西南证券整理

**国际贸易政策冲击，供应链格局重构。**据中国海关总署统计：2024 年中国纸浆模塑产品出口量达 25.4 万吨，同比+78.0%，出口金额达 50.6 亿元，同比+62.0%，出口量的高速增长一方面得益于全球需求端的扩容，另一方面也与 2024 年美国商务部启动的“双反”调查相关，部分企业提前出口备货导致短期出口量激增。2024-2026 年 1 月美国和加拿大对中国开展了双反调查：1) 美国启动双反：2024 年 10 月，美国对中越“热成型模压纤维制品”启动反倾销、反补贴调查，2025 年终裁落地，冲击中国纸浆模塑对美出口，引发全球供应链重组，美国客户转向非中国产地货源，导致国内产能富余、非美市场竞争加剧。2) 加拿大启动双反：2025 年 10 月，加拿大对中国热成型模制纤维餐具启动“双反”调查，调查期为 2024.10.1-2025.9.30，进一步加剧出口不确定性；2026 年 2 月，加方公布初裁结果。

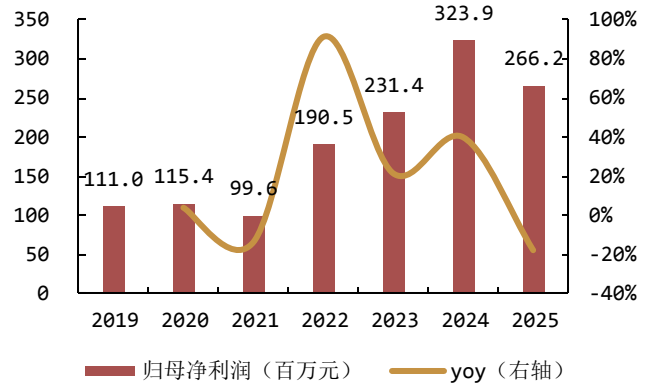
### 1.3 泰国产能表现靓丽，成长路径清晰

2025 年公司实现营收 15.1 亿元，同比-2.6%；实现归母净利润 2.66 亿元，同比-17.8%；实现扣非净利润 2.75 亿元，同比-10.8%。其中 2025 年泰国子公司实现营收 4.3 亿元，实现净利润 1.6 亿元，净利率为 37.7%，超过公司平均净利率，成为公司利润的重要增长极。

回顾来看，公司全球化产能布局战略清晰，前瞻布局泰国产能，2023 年 11 月设立泰国众鑫环保，一、二期项目陆续建成，2025 年末形成 7.5 万吨产能，有效承接美国客户订单，缓解“双反”调查带来的冲击。同时面对国际贸易环境变化，公司积极调整经营策略，2025 年加大非美市场开拓，同步优化产能与产品结构，构建适配新形势的全球供应链，保障全球客户供应与服务，降低贸易政策波动风险。展望后续，泰国工厂产能有望达到 10 万吨，产能释放打开业绩弹性。同时，公司拟通过泰国众鑫在美国设立全资投资主体，并计划依托该投资平台，在宾夕法尼亚州投建年产 2 万吨纸浆模塑餐具项目，进一步规避海外经营及贸易风险。

**图 8：2019-2025 年公司营业收入及增速**


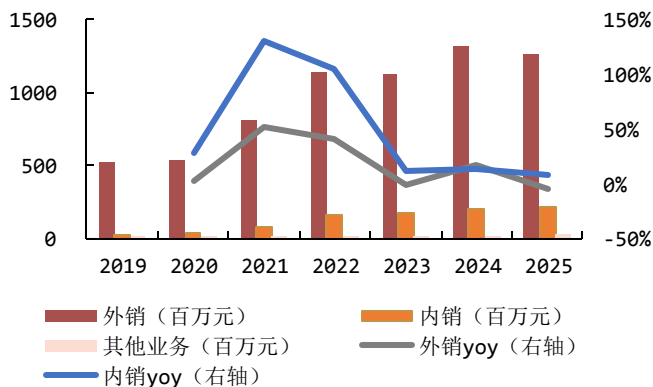
数据来源：iFinD，西南证券整理

**图 9：2019-2025 年公司归母净利润及增速**


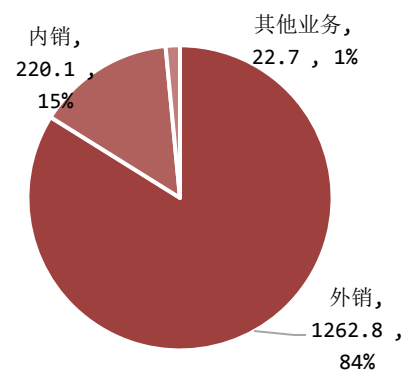
数据来源：iFinD，西南证券整理

## 1.4 外销贡献主要收入，客户优质稳定

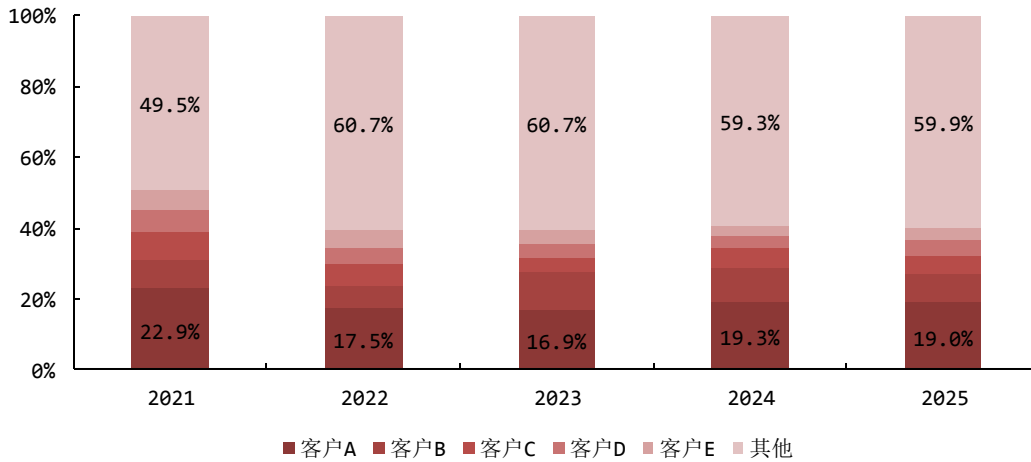
分地区来看，公司业务以外销为主。公司 2025 年外销/内销/其他业务分别实现营收 12.6/2.2/0.2 亿元，同比-4.6%/+8.2%/+20.8%，占总收入比重分别为 83.9%/14.6%/1.5%。公司主要为境外客户提供定制化可降解植物纤维餐饮具，产品远销北美、欧洲等 60 多个国家和地区，核心客户包括 AmerCareRoyal、Huhtamaki、Bunzl、Sabert 等全球大型餐饮及食品包装制造商。海关数据显示，2020 年以来我国出口美国纸浆模塑产品快速增长，受益于政策驱动、消费偏好及替代优势等需求端支撑，叠加设备工艺升级等供给端改善；2024 年美国占我国该品类出口额 41.3%，显著高于澳大利亚（7.0%）、越南（5.4%）等市场，需求韧性突出。客户结构方面，2025 年公司第一大客户收入 2.9 亿元，占比 19.0%，前五大客户合计收入 6.0 亿元，占比 40.14%。同时，公司在欧洲、中东、澳洲等区域新客户拓展取得突破，新增两家海外知名供应链企业，区域结构持续优化。

**图 10：2019-2025 年分地区营业收入**


数据来源：iFinD，西南证券整理

**图 11：2025 年境内境外收入（百万元）及占比**


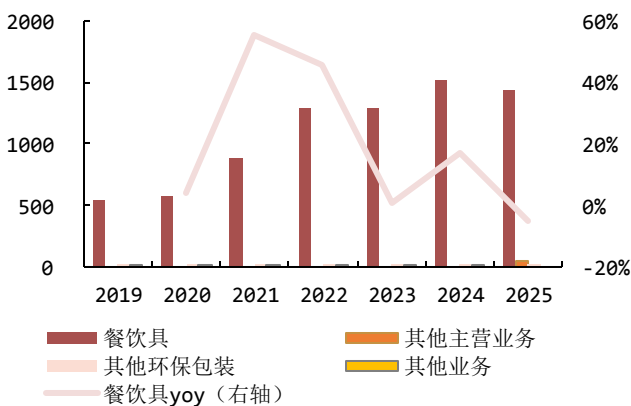
数据来源：iFinD，西南证券整理

**图 12: 2021-2025 年前五大客户占比**


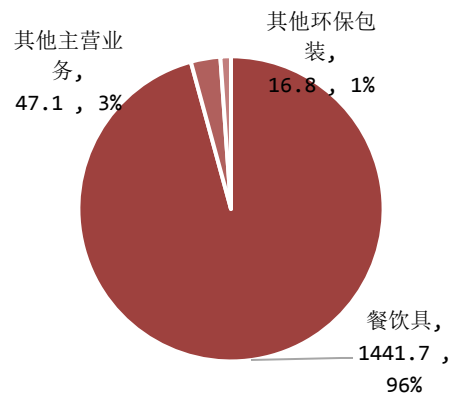
数据来源: 招股说明书、公司公告, 西南证券整理

## 1.5 品类逐步形成“餐饮具+工业包装”双轮驱动格局

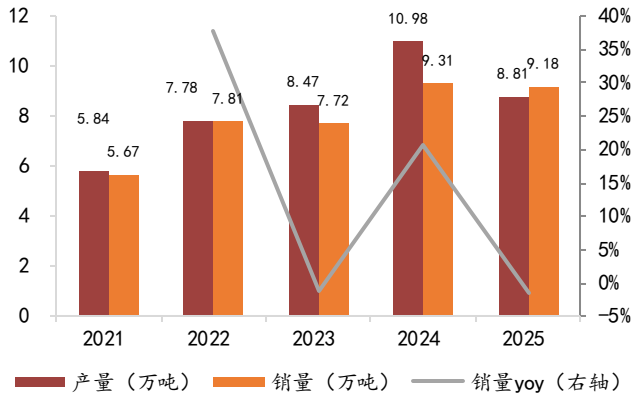
分产品看, 公司以餐饮具为核心, 2025 年收购东莞达峰, 切入消费电子等精品工业包装赛道, 形成“餐饮具+工业包装”双轮驱动布局。公司 2025 年餐饮具/其他主营业务/其他环保包装分别实现收入 14.4 亿元/4711.9 万元/1679.9 万元; 餐饮具同比-5.0%, 其他环保包装同比+64.1%。量价来看, 公司主要产品餐包 2025 年产量为 8.81 万吨, 同比-19.76%, 主要受美国“双反”导致国内产量收缩及泰国产能爬坡影响; 销量为 9.18 万吨, 同比-1.4%; 均价为 15704.7 元/吨, 较 2024 年减少 591 元(同比-3.6%), 主要系非美市场竞争加剧所致。

**图 13: 2019-2025 年分产品营业收入 (百万元)**


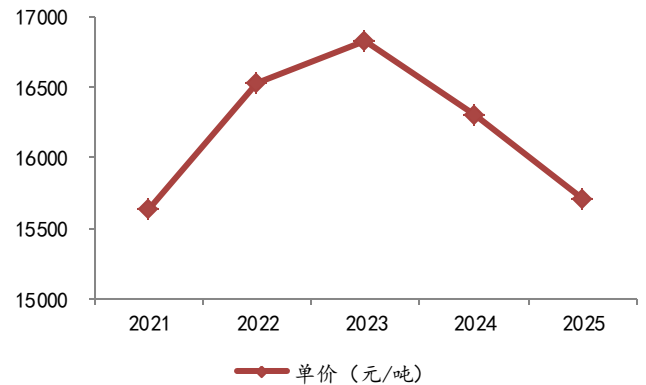
数据来源: iFinD, 西南证券整理

**图 14: 2025 年收入 (百万元) 分产品占比**


数据来源: iFinD, 西南证券整理

**图 15: 2021-2025 年主要产品 (餐包) 产量及销量**


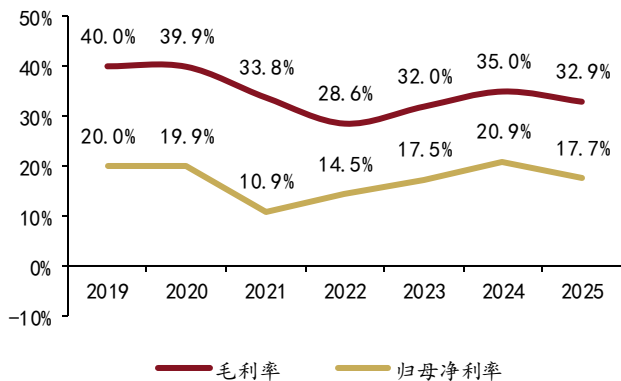
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 16: 2021-2025 年主要产品销售单价**


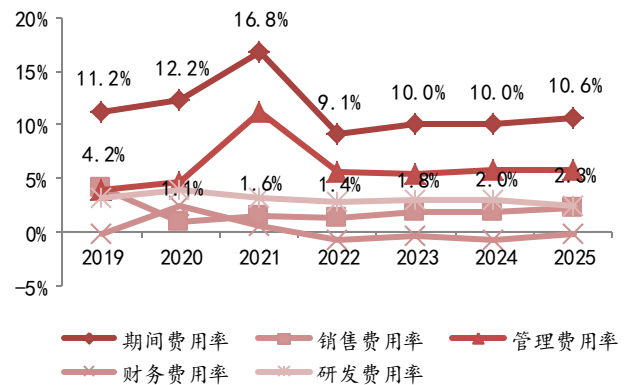
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

## 1.6 自研设备与模具+靠近原材料产地布局, 成本壁垒显著

公司依托设备与模具全自研、原材料产地布局及生物质能源应用, 构筑显著成本壁垒, 毛利率与 ROE 持续领跑行业。自研装备体系实现高效生产与快速迭代, 可灵活定制专用设备; 泰国工厂搭载最新研发产线, 2025 年 4 月投产后节能增效显著, 进一步优化成本。同时公司具备规模化制造优势, 依托多基地布局 (浙江、广西、泰国) 及高自动化产线, 高效适配餐饮具品类多、定制化强、批次繁杂的生产特点, 快速释放产能以满足全球客户需求。此外, 公司凭借绿色制造体系, 于 2026 年 2 月获评国家级绿色工厂, 行业竞争力持续强化。

**图 17: 2019-2025 年公司毛利率/净利率**


数据来源: iFinD, 西南证券整理

**图 18: 2019-2025 年公司期间费用率**


数据来源: iFinD, 西南证券整理

## 2 盈利预测与估值

### 关键假设：

假设 1：伴随美国“双反”影响消退、泰国产能逐步爬坡、海外新客户拓展顺利、全球限塑政策持续，我们预计 2026-2028 年餐包销量增速分别为 50%、30%、20%；2026-2028 年餐包单价增速分别 0.5%、1%、1%。

假设 2：泰国产能节能高效、自研设备降本、规模效应、产品结构升级，我们预计 2026-2028 年餐包毛利率分别为 35%、35.5%、36%。

假设 3：收购东莞达峰后切入工业包装赛道顺利，客户协同显现，预计其他主营业务 2026-2028 年营收增速分别为 50%、30%、30%。

基于以上假设，我们预测公司 2026-2028 年分业务收入成本如下表：

**表 6：公司分业务收入与成本预测**

百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>合计</b>				
营业收入	1505.6	2,265.9	2,973.9	3,615.0
yoy	-2.6%	50.5%	31.2%	21.6%
营业成本	1009.5	1,472.1	1,917.9	2,313.9
毛利率	32.9%	35.0%	35.5%	36.0%
<b>餐饮具</b>				
收入	1441.7	2173.4	2853.6	3458.6
yoy	-5.0%	50.8%	31.3%	21.2%
成本	968.2	1,412.7	1840.6	2213.5
毛利率	32.8%	35.0%	35.5%	36.0%
销量（万吨）	9.2	13.8	17.9	21.5
yoy	-1.4%	50.0%	30.0%	20.0%
单价（元/吨）	15704.8	15783.3	15941.2	16100.6
yoy	-3.6%	0.5%	1.0%	1.0%
<b>其他主营业务</b>				
收入	47.1	70.7	91.9	119.4
yoy	—	50.0%	30.0%	30.0%
成本	29.3	43.8	57.0	74.1
毛利率	37.8%	38.0%	38.0%	38.0%
<b>其他环保包装</b>				
收入	16.8	21.8	28.4	36.9
yoy	64.2%	30.0%	30.0%	30.0%
成本	12.1	15.6	20.3	26.4
毛利率	28.2%	28.5%	28.5%	28.5%

数据来源：iFinD，西南证券

可比公司方面，我们选取同为可降解餐饮包装龙头，下游应用场景、环保属性重合度较高的恒鑫生活以及家联科技。可比公司 2026 年 PE 平均估值为 19 倍。考虑到公司所处纸浆模塑赛道成长属性突出，叠加泰国产能稀缺性带来显著利润弹性，给予 2026 年 18 倍估值，对应目标价 97.02 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

**表 7：可比公司一致性预期**

证券代码	证券简称	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
301501	恒鑫生活	37.67	2.17	2.62	—	17	14	—
301193	家联科技	21.39	1.00	1.55	—	21	14	—
平均值						19	14	—

数据来源 wind，西南证券整理（截至 2026 年 4 月 15 日）。注：可比公司数据来自 wind180 天内一致预期。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	1505.61	2265.89	2973.91	3614.96	净利润	264.82	549.76	726.00	850.87
营业成本	1009.53	1472.13	1917.86	2313.96	折旧与摊销	119.09	125.94	131.42	131.74
营业税金及附加	12.10	20.14	26.36	24.94	财务费用	-1.08	-2.52	-2.25	26.61
销售费用	35.00	49.85	71.37	86.76	资产减值损失	-24.86	2.00	2.60	2.50
管理费用	88.85	126.89	166.54	224.13	经营营运资本变动	-66.26	-202.94	-227.71	-189.38
财务费用	-1.08	-2.52	-2.25	26.61	其他	125.52	-4.87	-4.08	-0.67
资产减值损失	-24.86	2.00	2.60	2.50	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>417.24</b>	<b>467.37</b>	<b>625.99</b>	<b>821.67</b>
投资收益	5.51	5.00	5.00	5.00	资本支出	-375.18	-20.00	-10.00	-5.00
公允价值变动损益	4.72	5.00	5.00	2.00	其他	-341.60	31.81	10.00	7.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-716.78</b>	<b>11.81</b>	<b>0.00</b>	<b>2.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>309.71</b>	<b>607.40</b>	<b>801.43</b>	<b>943.07</b>	短期借款	-46.85	-18.62	-50.00	-50.00
其他非经营损益	-19.80	-11.13	-12.30	-13.16	长期借款	129.84	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>289.91</b>	<b>596.27</b>	<b>789.14</b>	<b>929.91</b>	股权融资	14.07	0.00	0.00	0.00
所得税	25.09	46.51	63.13	79.04	支付股利	-98.15	-40.34	-97.36	-137.84
净利润	264.82	549.76	726.00	850.87	其他	-55.24	-45.67	2.25	-26.61
少数股东损益	-1.41	-0.97	-1.72	-2.68	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-56.33</b>	<b>-104.63</b>	<b>-145.11</b>	<b>-214.45</b>
归属母公司股东净利润	266.23	550.73	727.72	853.55	<b>现金流量净额</b>	<b>-347.18</b>	<b>374.55</b>	<b>480.88</b>	<b>609.22</b>
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	325.55	700.09	1180.97	1790.19	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	260.94	347.66	471.25	574.63	销售收入增长率	-2.62%	50.50%	31.25%	21.56%
存货	395.08	574.50	760.79	919.58	营业利润增长率	-19.35%	96.12%	31.94%	17.67%
其他流动资产	248.22	235.38	243.87	251.56	净利润增长率	-18.23%	107.60%	32.06%	17.20%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-8.75%	70.87%	27.34%	18.36%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1413.30	1326.27	1223.75	1115.91	毛利率	32.95%	35.03%	35.51%	35.99%
无形资产和开发支出	182.61	163.80	144.98	126.17	三费率	8.15%	7.69%	7.92%	9.34%
其他非流动资产	51.73	51.64	51.55	51.45	净利率	17.59%	24.26%	24.41%	23.54%
<b>资产总计</b>	<b>2877.44</b>	<b>3399.34</b>	<b>4077.16</b>	<b>4829.51</b>	ROE	12.06%	20.42%	21.87%	21.10%
短期借款	168.62	150.00	100.00	50.00	ROA	9.20%	16.17%	17.81%	17.62%
应付和预收款项	196.81	297.81	385.91	465.39	ROIC	15.09%	25.72%	31.68%	36.20%
长期借款	179.88	179.88	179.88	179.88	EBITDA/销售收入	28.41%	32.25%	31.29%	30.47%
其他负债	135.55	80.00	91.08	100.92	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>680.87</b>	<b>707.68</b>	<b>756.86</b>	<b>796.19</b>	总资产周转率	0.55	0.72	0.80	0.81
股本	102.24	102.24	102.24	102.24	固定资产周转率	1.44	1.75	2.33	3.10
资本公积	1159.59	1159.59	1159.59	1159.59	应收账款周转率	7.24	8.53	8.33	7.93
留存收益	918.21	1428.60	2058.96	2774.67	存货周转率	2.53	2.90	2.79	2.69
归属母公司股东权益	2194.38	2690.43	3320.79	4036.49	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	100.27%	—	—	—
少数股东权益	2.20	1.22	-0.49	-3.17	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2196.57</b>	<b>2691.65</b>	<b>3320.30</b>	<b>4033.32</b>	资产负债率	23.66%	20.82%	18.56%	16.49%
负债和股东权益合计	2877.44	3399.34	4077.16	4829.51	带息债务/总负债	51.19%	46.61%	36.98%	28.87%
					流动比率	2.69	3.83	4.98	6.17
					速动比率	1.82	2.65	3.55	4.57
					股利支付率	36.87%	7.33%	13.38%	16.15%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	2.60	5.39	7.12	8.35
					每股净资产	21.46	26.32	32.48	39.48
					每股经营现金	4.08	4.57	6.12	8.04
					每股股利	0.96	0.39	0.95	1.35
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E					
EBITDA	427.71	730.82	930.60	1101.42					
PE	29.45	14.24	10.77	9.19					
PB	3.57	2.91	2.36	1.94					
PS	5.21	3.46	2.64	2.17					
EV/EBITDA	17.86	9.87	7.18	5.47					
股息率	1.25%	0.51%	1.24%	1.76%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究院

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	ors@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管兼销售岗	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn

---

	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	高欣	广深销售主管兼销售岗	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzs@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn

---