2026 年 11 月 03 日

众鑫股份（603091.SH） 买入（维持评级）

公司点评

证券研究报告

低估值&中股息&高成长，把握 27 年估值切换机会

轻工组
分析师：赵中平（执业 S1130524050003）
zhaozhongping@gjzq.com.cn
分析师：毕先磊（执业 S1130526040001）
bixianlei@gjzq.com.cn
分析师：储天舒（执业 S1130526080005）
chutianshu@gjzq.com.cn

市价（人民币）：45.23 元

相关报告：

1.《众鑫股份公司点评：收入利润稳健增长，印尼新产能加深全球化布局》，2026.10.29

2.《众鑫股份公司点评：泰国基地布局领先，全球化布局持续兑现》，2026.8.30

3.《众鑫股份公司点评：回购彰显信心，泰国基地弹性可期》，2026.7.7

事件

财联社 11 月 2 日电，市场监管总局、国家发改委、生态环境部、工业和信息化部、国家能源局五部门印发《重点产品碳足迹标准体系建设行动方案（2026—2028 年）》，集中出台 100 项以上产品碳足迹国家标准，并推动部分国家标准与国际标准同步研制。众鑫股份作为纸浆模塑龙头有望充分受益。

投资逻辑

纸浆模塑行业环保、成本等优势突出，渗透率持续提升，市场空间广阔。多种替塑选项中，纸浆模塑优势突出，随工艺成熟生产成本显著下降，渗透率有望提升，市场规模稳步增长。根据 Grand View Research，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 6.3%。

预计泰国基地的高盈利可持续。公司泰国基地 2025 年/2026H1 净利率分别为 37.7%/38.4%，盈利能力大幅领先行业。我们认为泰国基地的高盈利可持续，一方面，泰国基地的新生产设备工艺先进，效率更高，生产成本仍有节降空间；另一方面，国内在海外布局纸浆模塑产能的企业相对有限，海外产能仍能享受一定溢价。

产能持续释放，中长期成长无虞。泰国目前已形成 10 万吨产能，产能利用率持续爬坡，26Q3 泰国销售确认发货 1.9 万吨，公司预计 26Q4 泰国销售发货量有望环比增长，接近满产，2027 年全年产能利用率有望维持在这一高水准。公司在美国以及印尼还分别规划有 2/5 万吨项目，预计均于 27 年年底前投产，进一步打开成长空间，并增强供应链韧性，完善全球化布局以及提高抗风险能力。

中股息具备安全边际。根据我们预测公司 27 年归母净利润约 6.6 亿元，参考 25 年分红率 36.87%，27 年预计股息率约 3.7%，高成长同时兼具一定的股息率支撑。

盈利预测、估值与评级

26 年中，我们团队前往泰国进行替塑产业调研，通过交叉核验，直观地感受到了公司超越同行的成本控制能力、设备优势和海外布局的先发优势。我们认为，公司从“产能扩张”走向“全球产能兑现”，成长逻辑进一步验证。复盘公司历史估值区间，合理 PE 水平约 15x 左右。我们预计 26-28 年公司归母净利润分别为 4.61/6.62/9.02 亿元，同比+73.27%/+43.58%/+36.16%。当前股价对应 PE 估值为 14/10/7 倍，维持“买入”评级。

风险提示

行业竞争加剧；原材料价格波动；新产能建设不及预期。



公司基本情况（人民币）

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	1,546	1,506	2,131	2,862	3,683
营业收入增长率	16.60%	-2.62%	41.51%	34.33%	28.69%
归母净利润(百万元)	324	266	461	662	902
归母净利润增长率	39.93%	-17.79%	73.27%	43.58%	36.16%
摊薄每股收益(元)	3.168	2.604	3.223	4.627	6.300
每股经营性现金流净额	3.13	4.08	5.89	6.39	9.12
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.19%	12.13%	18.56%	22.81%	25.96%
P/E	14.77	30.42	14.03	9.77	7.18
P/B	2.39	3.69	2.60	2.23	1.86

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）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	**1,326**	**1,546**	**1,506**	**2,131**	**2,862**	**3,683**
增长率	0.8%	16.6%	-2.6%	41.5%	34.3%	28.7%
主营业务成本	-902	-1,005	-1,010	-1,441	-1,891	-2,392
%销售收入	68.0%	65.0%	67.1%	67.6%	66.1%	64.9%
毛利	424	541	496	690	971	1,291
%销售收入	32.0%	35.0%	32.9%	32.4%	33.9%	35.1%
营业税金及附加	-11	-16	-12	-19	-26	-32
%销售收入	0.8%	1.0%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-24	-30	-35	-43	-60	-76
%销售收入	1.8%	2.0%	2.3%	2.0%	2.1%	2.1%
管理费用	-74	-89	-89	-109	-143	-184
%销售收入	5.6%	5.7%	5.9%	5.1%	5.0%	5.0%
研发费用	-39	-47	-37	-36	-49	-63
%销售收入	3.0%	3.1%	2.4%	1.7%	1.7%	1.7%
息税前利润（EBIT）	275	359	323	483	693	937
%销售收入	20.7%	23.2%	21.5%	22.6%	24.2%	25.4%
财务费用	5	12	1	-7	-4	0
%销售收入	-0.4%	-0.7%	-0.1%	0.3%	0.1%	0.0%
资产减值损失	-12	-9	-27	0	0	0
公允价值变动收益	1	-3	5	0	0	0
投资收益	0	1	6	7	15	20
%税前利润	n.a	0.3%	1.9%	1.4%	2.2%	2.1%
营业利润	278	384	310	494	707	962
营业利润率	21.0%	24.8%	20.6%	23.2%	24.7%	26.1%
营业外收支	-6	-1	-20	-9	-10	-13
税前利润	272	383	290	486	697	949
利润率	20.5%	24.8%	19.3%	22.8%	24.4%	25.8%
所得税	-41	-59	-25	-24	-35	-47
所得税率	15.0%	15.5%	8.7%	5.0%	5.0%	5.0%
净利润	231	324	265	461	662	902
少数股东损益	0	0	-1	0	0	0
归属于母公司的净利润	**231**	**324**	**266**	**461**	**662**	**902**
净利率	17.5%	20.9%	17.7%	21.7%	23.1%	24.5%

现金流量表（人民币百万元）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	231	324	265	461	662	902
少数股东损益	0	0	-1	0	0	0
非现金支出	93	107	153	158	171	181
非经营收益	4	-3	25	16	7	4
营运资金变动	-109	-108	-25	-33	-187	-154
经营活动现金净流	**219**	**320**	**417**	**603**	**653**	**933**
资本开支	-201	-382	-551	-218	-251	-260
投资	0	0	-4	2	0	0
其他	1	-62	-162	7	15	20
投资活动现金净流	**-200**	**-444**	**-717**	**-209**	**-236**	**-240**
股权募资	0	603	0	0	0	0
债权募资	11	106	59	-83	-8	-62
其他	-18	-47	-115	-180	-253	-340
筹资活动现金净流	**-7**	**661**	**-56**	**-263**	**-262**	**-402**
现金净流量	**17**	**555**	**-347**	**130**	**156**	**290**

资产负债表（人民币百万元）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	128	691	326	455	610	900
应收款项	146	203	242	265	372	491
存货	235	372	395	491	681	839
其他流动资产	50	85	267	254	261	271
流动资产	559	1,351	1,230	1,464	1,924	2,500
%总资产	37.1%	52.0%	42.7%	46.0%	51.9%	57.5%
长期投资	0	21	2	0	0	0
固定资产	829	1,085	1,441	1,487	1,519	1,543
%总资产	55.0%	41.7%	50.1%	46.8%	41.0%	35.5%
无形资产	112	125	184	210	244	283
非流动资产	948	1,247	1,648	1,715	1,782	1,845
%总资产	62.9%	48.0%	57.3%	54.0%	48.1%	42.5%
资产总计	**1,507**	**2,598**	**2,877**	**3,179**	**3,706**	**4,345**
短期借款	168	268	202	115	101	34
应付款项	135	149	179	253	336	428
其他流动负债	68	95	76	96	132	172
流动负债	371	512	458	464	568	633
长期贷款	40	50	180	185	190	195
其他长期负债	7	35	43	43	42	41
负债	418	598	681	692	800	870
普通股股东权益	1,089	2,001	2,194	2,486	2,904	3,473
其中：股本	77	102	102	102	102	102
未分配利润	407	717	884	1,175	1,593	2,163
少数股东权益	0	0	2	2	2	2
负债股东权益合计	**1,507**	**2,598**	**2,877**	**3,179**	**3,706**	**4,345**

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	3.018	3.168	2.604	3.223	4.627	6.300
每股净资产	14.205	19.570	21.463	17.366	20.287	24.265
每股经营现金净流	2.856	3.131	4.081	5.894	6.390	9.124
每股股利	0.000	0.960	0.960	1.663	2.388	3.252
回报率						
净资产收益率	21.25%	16.19%	12.13%	18.56%	22.81%	25.96%
总资产收益率	15.35%	12.46%	9.25%	14.51%	17.87%	20.75%
投入资本收益率	17.99%	13.07%	11.45%	16.45%	20.60%	24.03%
增长率						
主营业务收入增长率	0.78%	16.60%	-2.62%	41.51%	34.33%	28.69%
EBIT 增长率	16.34%	30.64%	-9.87%	49.22%	43.67%	35.14%
净利润增长率	21.48%	39.93%	-17.79%	73.27%	43.58%	36.16%
总资产增长率	21.79%	72.39%	10.74%	10.49%	16.56%	17.25%
资产管理能力						
应收账款周转天数	35.5	37.0	47.5	40.0	41.5	43.0
存货周转天数	78.0	110.2	138.7	124.4	131.5	128.0
应付账款周转天数	49.4	50.5	53.5	51.2	51.7	52.1
固定资产周转天数	198.7	195.1	307.9	216.9	152.9	111.2
净负债/股东权益	7.32%	-20.74%	-6.89%	-14.60%	-18.14%	-25.30%
EBIT 利息保障倍数	-52.5	-31.2	-298.6	68.1	165.2	2,051.7
资产负债率	27.74%	23.00%	23.66%	21.75%	21.59%	20.02%

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	5	5	7	11	24
增持	0	0	0	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**1.00**	**1.00**	**1.00**	**1.08**	**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。

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
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
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