下载日志已记录，仅供内部参考

广发研究 GF RESEARCH

公司评级

买入

当前价格 50.48 元

合理价值 64.41 元

前次评级 买入

众鑫股份（603091.SH）

泰国产能及销量增长，收入利润双增

公司发布 2026 年半年度报告。2026H1 实现营业收入 9.03 亿元（同比+33.70%），主要因销量增加；归母净利润 1.94 亿元（同比+66.61%），利润增速快于收入，归母净利率 21.50%（同比+4.25pct）。收入扩张带动毛利率和费用率改善，推动盈利增速提升。公司半年度不分红、不转增。

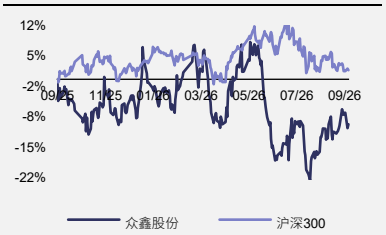
全球化产能承接订单是本期增长主线。美国对华双反终裁后，纸浆模塑供应链重构，根据公司半年报，公司泰国项目一、二期已形成 10 万吨产能并正常承接美国客户订单，泰国众鑫实现营业收入 4.25 亿元、净利润 1.63 亿元；公司同时加大非美市场拓展，并于 5 月设立美国中和，推进宾夕法尼亚州 2 万吨项目，以提升北美本地供给能力。根据半年报，国内崇左、来宾项目延期至 2028 年 9 月，资本开支节奏转向审慎。

盈利改善受毛利率提升与税负下降带动，汇兑和减值有所拖累。2026H1 毛利率为 33.86%（同比+2.24pct）。同时财务费用 0.56 亿元，上年同期-0.28 亿元，主要因汇兑损失增加；存货跌价损失 0.13 亿元，同比增加 0.03 亿元。受泰国和崇左子公司税收优惠影响，2026H1 所得税费用同比下降 33.04%。扣非归母净利润 1.91 亿元（同比+75.06%），非经常性损益 312 万元，盈利质量改善。

盈利预测和投资建议。预计 26-28 年公司归母净利 5.12/7/9.09 亿元，同比分别变动 92.4%/36.8%/29.7%。公司积极扩张产能、优化成本，未来增长空间广阔，参考可比公司估值，裕同科技作为纸包装行业龙头，下游客户多元、盈利稳健，但成长弹性相对有限，估值处于中枢偏下水平；家联科技前期出现亏损，盈利尚处修复初期；恒鑫生活受益可降解餐饮具细分赛道景气度，估值相对更高。公司作为植物纤维模塑餐饮具头部企业，泰国基地承接美国订单转移，成长性较强，同时考虑美国双反政策变化及海外产能爬坡的不确定性，给予公司 26 年 18xPE 估值，对应合理价值 64.41 元/股，给予“买入”评级。

风险提示。客户流失风险，政策变动，原材料波动，汇率波动风险，行业竞争加剧，产品技术替代。

相对市场表现



盈利预测

单位:人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	1,546	1,506	**2,263**	2,919	3,408
增长率（%）	16.6%	-2.6%	**50.3%**	29.0%	16.7%
EBITDA	485	456	**721**	961	1,132
归母净利润	324	266	**512**	700	909
增长率（%）	39.9%	-17.8%	**92.4%**	36.8%	29.7%
EPS（元/股）	**3.17**	**2.60**	**3.58**	**4.89**	**6.35**
市盈率（P/E）	14.8	30.4	**14.1**	10.3	8.0
ROE（%）	16.2%	12.1%	**18.6%**	20.3%	20.9%
EV/EBITDA	9.0	17.8	**10.0**	7.3	5.8

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

曹倩雯

SAC 执证号：S0260520110002

SFC CE No. BWW545

caoqianwen@gf.com.cn

相关研究

众鑫股份（603091.SH）：纸浆模塑空间广，公司成本壁垒高，扩张迅速 2026-05-29

下载日志已记录，仅供内部参考

一、盈利预测和投资建议

收入端，2024 至 2025 **年公司营业收入分别为** 15.46 **亿元和** 15.06 **亿元，**YOY **分别为**+16.6%**和**-2.6%**，**2025 **年收入下降主要受美国双反终裁落地、中国向美国直接出口受阻影响，**2026 **年上半年收入** 9.03 **亿元**（+33.7%），**销量增长为全年预测提供支撑。**预计 2026 至 2028 年营业收入分别为 22.63 亿元、29.19 亿元和 34.08 亿元，YOY 分别为+50.3%、+29.0%和+16.7%。分品类看：（1）餐饮具：2024 至 2025 年收入分别为 15.17 亿元和 14.42 亿元，YOY 分别为+16.8%和-5.0%，泰国收入增长部分对冲国内出口承压；预计 2026 至 2028 年收入分别为 21.92 亿元、28.38 亿元和 33.17 亿元，YOY 分别为+52.0%、+29.5%和+16.9%，主要基于泰国产能与利用率提升，国内收入保持恢复性增长。（2）其他环保包装：2024 至 2025 年收入分别为 0.10 亿元和 0.17 亿元，YOY 分别为+95.2%和+64.1%；预计 2026 至 2028 年收入分别为 0.20 亿元、0.24 亿元和 0.29 亿元，YOY 均为+20.0%，延续应用场景拓展趋势。（3）其他业务：2024 至 2025 年收入分别为 0.19 亿元和 0.47 亿元，YOY 分别为-15.4%和+150.3%；预计该业务将保持相对稳定增长，主要考虑精品工业包装已形成收入基础，客户及应用场景拓展有望继续贡献增量，但业务仍处于培育期，因此未将 2025 年的一次性高增速外推，预计 2026 至 2028 年收入分别为 0.52 亿元、0.57 亿元和 0.63 亿元，YOY 均为+10.0%。

毛利率：2024 **至** 2025 **年公司整体毛利率分别为** 35.0%**和** 32.9%，2025 **年餐饮具毛利率下降及其他业务毛利率回落拖累整体盈利水平。**预计 2026 至 2028 年整体毛利率分别为 37.2%、38.1%和 37.9%。分品类看：（1）餐饮具：2024 至 2025 年毛利率分别为 34.6%和 32.8%；预计国内毛利率按 26%保持稳定，主要考虑美国双反终裁后国内产能富余、非美市场竞争加剧，价格端仍有一定压力；泰国工厂凭借更节能高效的新装备及美国客户订单，盈利水平显著高于国内，同时考虑订单结构及新增产能爬坡的不确定性，对泰国毛利率作逐年下调的假设，按 46%、45%和 44%逐步回落，泰国收入占比提升推动综合毛利率改善，由此 2026 至 2028 年毛利率分别为 37.3%、38.1%和 37.9%。（2）其他环保包装：2024 至 2025 年毛利率分别为 19.6%和 28.2%，预计未来生产规模扩大和工艺成熟支撑盈利水平，由此 2026 至 2028 年毛利率预计分别为 29.0%、30.0%和 30.0%。（3）其他业务：2024 至 2025 年毛利率分别为 73.7%和 37.8%，预计 2026 至 2028 年均为 38.0%，按近年水平假设。

表 1：众鑫股份营收拆分（单位：百万元）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
餐饮具					
收入	1517	1442	2192	2838	3317
增长率（%）	16.83%	-4.97%	52.01%	29.51%	16.85%
毛利率（%）	34.62%	32.85%	37.29%	38.13%	37.94%
其他环保包装					
收入	10	17	20	24	29
增长率（%）	95.18%	64.14%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率（%）	19.65%	28.15%	29.00%	30.00%	30.00%
其他业务					
收入	19	47	52	57	63
增长率（%）	-15.36%	150.28%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率（%）	73.74%	37.81%	38.00%	38.00%	38.00%
			合计		
收入	1546	1506	2263	2919	3408

下载日志已记录，仅供内部参考

增长率（%）	16.60%	-2.62%	50.34%	28.98%	16.74%
毛利率（%）	35.00%	32.95%	37.24%	38.06%	37.88%

数据来源：ifind，广发证券发展研究中心

费用率：（1）销售费用率：2024 至 2025 年分别为 2.0%和 2.3%，预计 2026 至 2028 年分别为 2.2%、2.1%和 2.2%，随收入增长保持相对稳定。（2）管理费用率：2024 至 2025 年分别为 5.7%和 5.9%，预计 2026 至 2028 年均为 6.0%，主要考虑海外产能运营和组织管理投入。（3）研发费用率：2024 至 2025 年分别为 3.1%和 2.4%，预计 2026 至 2028 年分别为 3.5%、3.0%和 2.5%，公司继续投入自动化设备、功能性涂层和材料工艺研发，后续随收入规模扩大逐步摊薄。

综上，预计 2026 至 2028 年公司营业收入分别为 22.63 亿元、29.19 亿元和 34.08 亿元，YOY 分别为+50.3%、+29.0%和+16.7%；归母净利润分别为 5.12 亿元、7 亿元和 9.09 亿元，同比分别为+92.4%、+36.8%和+29.7%；EPS 分别为 3.58 元、4.89 元和 6.35 元。参考可比公司估值，裕同科技作为纸包装行业龙头，下游客户多元、盈利稳健，但成长弹性相对有限，估值处于中枢偏下水平；家联科技前期出现亏损，盈利尚处修复初期；恒鑫生活受益可降解餐饮具细分赛道景气度，估值相对更高。公司作为植物纤维模塑餐饮具头部企业，泰国基地承接美国订单转移，成长性较强，同时考虑美国双反政策变化及海外产能爬坡的不确定性，给予公司 26 年 18xPE 估值，对应合理价值 64.41 元/股，给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值情况（20260908）

公司名称	公司代码	市值（亿元）	EPS（元/股）				PE			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
裕同科技	002831.SZ	363.1	1.73	1.42	1.63	1.85	16.48	18.26	15.90	14.03
家联科技	301193.SZ	50.46	-0.39	0.51	1.26	2.01	-55.61	37.44	15.23	9.50
恒鑫生活	301501.SZ	41.09	1.51	1.44	1.76	1.98	28.85	19.64	16.04	14.23

数据来源：IFIND，广发证券发展研究中心

备注：盈利预测来自 IFIND 一致预测

二、风险提示

（一）客户集中度相对较高，若主要客户流失，可能影响经营稳定性

公司前五大客户销售收入占营业收入比重较高，若未来主要客户因自身经营不善、战略调整减少对公司产品的采购，或公司与其合作关系发生不利变化，将对公司经营业绩产生不利影响。

（二）外销收入占比大，若国际贸易政策变动，可能影响出口业务

公司产品外销收入占比大，若主要出口国家或地区的贸易政策发生重大变化，如提高关税、设置非关税壁垒或实施反倾销措施，将直接影响公司产品的出口竞争力及海外市场份额。

（三）原材料价格波动，若无法有效传导成本，可能影响盈利能力

蔗渣浆、竹浆等植物纤维浆板为公司的主要原材料，其价格受纸浆市场供求关系、气候变化及运输成本等因素

下载日志已记录，仅供内部参考

影响。若原材料价格大幅上涨，而公司无法通过调整销售价格有效将成本压力传导至下游客户，将导致公司毛利率下降。

（四）汇率波动风险，若汇兑损失增加，可能对财务状况产生不利影响

公司出口业务主要以美元结算，外销收入占比较高。若人民币对美元汇率出现大幅波动，可能将导致公司汇兑损失，并降低公司出口产品的价格竞争力。

（五）行业竞争日益加剧，若未能保持技术优势，可能影响市场份额

纸浆模塑行业市场吸引众多新进入者，且现有竞争对手也在不断扩大产能。若公司不能在技术创新、生产规模及成本控制方面持续保持优势，可能面临市场份额被抢占的风险。

（六）替代产品技术迭代，若消费者需求转变，可能形成不利影响

若未来出现性能更优、成本更低的新型环保材料，或消费者偏好发生转移，可能对公司现有产品的市场需求构成冲击。



下载日志已记录，仅供内部参考

资产负债表					单位:人民币百万元
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产总额	**1,351**	**1,230**	**1,429**	**1,871**	**2,476**
货币资金	691	326	300	480	900
应收及预付	196	234	321	414	483
存货	372	395	556	708	829
其他	93	276	252	269	264
非流动资产总额	**1,247**	**1,648**	**2,059**	**2,434**	**2,773**
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	827	1,270	1,623	1,940	2,222
在建工程	258	170	170	170	170
使用权资产	6	9	9	9	9
无形资产	123	183	241	299	356
其他	33	15	15	15	15
资产总额	**2,598**	**2,877**	**3,488**	**4,305**	**5,249**
流动负债总额	**512**	**458**	**515**	**631**	**667**
短期借款	215	169	119	135	91
应付及预收	168	187	267	340	398
其他	129	102	130	156	178
非流动负债总额	**85**	**223**	**223**	**223**	**223**
长期借款	50	180	180	180	180
应付债券	0	0	0	0	0
其他	35	43	43	43	43
负债总额	**598**	**681**	**739**	**854**	**890**
股本	102	102	143	143	143
其他	1,899	2,092	2,604	3,305	4,213
归母权益合计	2,001	2,194	2,747	3,448	4,357
少数股东权益	0	2	2	2	2
负债和股东权益	**2,598**	**2,877**	**3,488**	**4,305**	**5,249**

利润表					单位:人民币百万元
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**1,546**	**1,506**	**2,263**	**2,919**	**3,408**
营业成本	1,005	1,010	1,421	1,808	2,117
营业税金及附加	16	12	18	23	27
销售费用	30	35	50	61	75
管理费用	89	89	136	175	204
研发费用	47	37	79	88	85
财务费用	-12	-1	12	9	3
资产信用减值损失	-9	-27	-3	-3	-3
公允价值变动收益	-3	5	0	0	0
投资收益	1	6	7	7	7
营业利润	**384**	**310**	**562**	**768**	**910**
营业外收支	-1	-20	-1	-1	-1
利润总额	383	290	561	767	909
所得税费用	59	25	49	66	0
合并净利润	**324**	**265**	**512**	**700**	**909**
少数股东损益	0	-1	0	0	0
归母净利润	**324**	**266**	**512**	**700**	**909**
EPS（元/股）	3.17	2.60	3.58	4.89	6.35

现金流量表					单位:人民币百万元
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流净额	**320**	**417**	**535**	**737**	**1,035**
合并净利润	324	265	512	700	909
折旧摊销	98	126	152	188	224
营运资金变动	-122	-39	-143	-165	-110
其他	0	0	0	0	0
投资活动现金流净额	**-444**	**-717**	**-532**	**-556**	**-555**
资本性开支	-382	-551	-563	-563	-563
投资	0	0	0	0	0
其他	-62	-166	30	7	8
融资活动现金流净额	**661**	**-56**	**-27**	**-1**	**-60**
股本融资	603	0	41	0	0
债权融资	106	59	-50	16	-44
股利分配与偿付利息	-8	-106	-18	-17	-16
其他	-40	-10	0	0	0
现金净增加额	**555**	**-347**	**-24**	**180**	**420**
期初现金余额	**116**	**671**	**324**	**300**	**480**
期末现金余额	**671**	**324**	**300**	**480**	**900**

主要财务比率					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长率	16.6%	-2.6%	50.3%	29.0%	16.7%
营业利润增长率	38.1%	-19.3%	81.3%	36.7%	18.5%
归母净利增长率	39.9%	-17.8%	92.4%	36.8%	29.7%
获利能力					
毛利率	35.0%	32.9%	37.2%	38.1%	37.9%
净利率	20.9%	17.6%	22.6%	24.0%	26.7%
ROE	16.2%	12.1%	18.6%	20.3%	20.9%
偿债能力					
资产负债率	23.0%	23.7%	21.2%	19.9%	17.0%
有息负债率	10.2%	12.1%	8.6%	7.3%	5.2%
流动比率	2.6	2.7	2.8	3.0	3.7
利息保障倍数	47.4	38.2	31.7	45.2	55.3
营运能力					
应收账款周转率	9.9	7.7	7.7	7.7	7.7
存货周转率	2.7	2.6	2.6	2.6	2.6
应付账款周转率	6.9	6.7	6.7	6.7	6.7
每股指标					
每股收益	3.17	2.60	3.58	4.89	6.35
每股净资产	19.57	21.46	19.19	24.09	30.44
每股经营现金流	3.13	4.08	3.74	5.15	7.23
估值比率					
PE	14.8	30.4	14.1	10.3	8.0
PB	2.4	3.7	2.6	2.1	1.7
EV/EBITDA	9.0	17.8	10.0	7.3	5.8

下载日志已记录，仅供内部参考

广发造纸轻工行业研究小组

曹倩雯 ：联席首席分析师，北京大学硕士，2020 年加入广发证券发展研究中心。

李悦瑜 ：资深分析师，悉尼大学硕士，2023 年加入广发证券，曾任职于德邦基金管理有限公司，1 年证券行业研究经验。

熊思嘉 ：研究员，硕士，毕业于北京大学光华管理学院，26 年加入广发证券发展研究中心。

分析师及联系人



曹倩雯

SAC 执证号：S0260520110002
SFC CE No. BWW545
caoqianwen@gf.com.cn

下载日志已记录，仅供内部参考

广发证券
行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券
公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

地址	邮政编码	客服邮箱
广州市： 广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	510627	gfzqyf@gf.com.cn
深圳市： 深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	518026	
北京市： 北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	100045	
上海市： 上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼	200120	
香港： 香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼	-	

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。

下载日志已记录，仅供内部参考

本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。