仅供内部参考，请勿外传

众鑫股份(603091)

报告日期：2026 年 09 月 26 日

产能出海叠加成本优势，成长进入快车道

——众鑫股份深度报告

投资要点

投资评级：买入(首次)

分析师：史凡可
执业证书号：S1230520080008
shifanke@stocke.com.cn

分析师：褚远熙
执业证书号：S1230524090009
chuyuanxi@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	￥46.43
总市值(百万元)	6,645.73
总股本(百万股)	143.13

股票走势图



相关报告

❑ **众鑫股份：全球纸浆模塑龙头，成长进入快车道**

公司为全球纸浆模塑餐饮具龙头，2022 年全球市占率约 16%，国内产量份额约 20%、稳居行业第一。2019-2025 年公司营业收入由 5.56 亿元增长至 15.06 亿元，CAGR 约 18%；归母净利润由 1.11 亿元增长至 2.66 亿元，CAGR 约 16%，2025 年前 ROE 长期保持 20%+。2025 年受美国关税+双反等因素扰动业绩短期承压；2026H1 实现营收 9.03 亿元、同比+33.7%，归母净利润 1.94 亿元、同比+66.6%，成长重回快车道已获初步验证。

❑ **纸浆模塑行业：禁塑驱动稳健扩容，格局向头部集中**

2025 年全球纸浆模塑包装市场规模 62.1 亿美元，预计 2025-2033 年 CAGR 约为 6.4%，行业规模仍稳健增长；行业趋势上，考虑到全球禁塑政策持续加码，对比 PLA/PBAT，纸浆模塑具备降解成本低、单位成本低、货架期长、性能优异等优势，未来替代空间宽广。双反终裁阻断中国产能对美出口，中国及越南以外产能稀缺性凸显，全球供应链格局重塑。双反等政策影响下国内产能转向非美市场，非美市场行业竞争或阶段性加剧，而有能力产能出海规避关税影响的龙头企业充分受益，格局有望加速向头部集中。

❑ **成长驱动：产能扩张提速，成本优势持续扩大**

量端，公司国内+泰国合计产能约 20 万吨，预计 2027 年末扩至 27 万吨，并拟于美国建设 2 万吨产能，长期目标市占率 30%+、每年扩产 5-6 万吨；泰国产能订单旺盛、开机率 80%+，国内产能伴随非美客户加速开拓（2025 年非美区域销量同比+30%+）开机率持续修复。利端，泰国产能关税优势明显、考虑到双反等影响下泰国产能的稀缺性，我们预计泰国产能盈利或维持高位。同时国内产能盈利伴随开机率提升有望快速修复。同时公司成本优势源自设备、模具、工艺等多重积累，竞对难以单点赶超，且伴随规模效应释放，成本仍有节降空间。

❑ **投资建议：扩产驱动成长提速，首次覆盖给予“买入”评级**

公司为成本优势绝对领先的全球纸浆模塑龙头，伴随稀缺且盈利优异的泰国产能持续扩张、国内产能开机率修复及产能向广西等低成本区域迁移，盈利弹性可期。我们预计公司 2026-2028 年实现营业收入 21.8 亿元、28.4 亿元、36.0 亿元，同比+45%、+30%、+27%；归母净利润 5.0 亿元、7.0 亿元、9.0 亿元，同比+88%、+40%、+28%，当前市值对应 2026-2028 年 PE 分别为 13X、9X、7X。首次覆盖，给予“买入”评级。

❑ **风险提示**

关税/双反政策变化、海外产能投产进度不及预期、原材料价格上涨、行业竞争加剧、汇率波动风险、首发战略配售股份解禁风险等。

仅供内部参考，请勿外传

财务摘要

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	1,506	2,182	2,838	3,596
(+/-) (%)	-2.62%	44.90%	30.10%	26.68%
归母净利润	266	501	702	897
(+/-) (%)	-17.79%	88.25%	40.11%	27.74%
每股收益(元)	1.86	3.50	4.91	6.27
P/E	24.96	13.26	9.46	7.41

资料来源：浙商证券研究所



仅供内部参考，请勿外传

正文目录

1 众鑫股份：成长重回快车道的纸浆模塑龙头 5
1.1 众鑫股份：纸浆模塑龙头，份额全球领先 5
1.2 财务一览：泰国产能释放催化成长有望重回快车道 5
1.3 公司治理：实控人为滕步彬，短期限售解禁体量较小 7
2 纸浆模塑行业：行业持续成长，且格局向头部集中 8
2.1 行业总览：行业 CAGR 6%+，食品包装&餐饮具为主要领域 8
2.2 行业展望：全球禁塑下空间宽广，对比 PLA/PBAT 优势突出 9
2.3 双反影响：海外稀缺性充分凸显，非美区域竞争或明显加剧 12
2.4 竞争格局：众鑫份额持续提升，后续份额获取有望提速 13
3 成长驱动：产能快速扩张期，且成本优势持续扩大 14
3.1 量：国内+海外产能持续扩张，长期目标市占率 30%+ 14
3.2 价：国内企业间价差小，泰国产能受益稀缺性价格略高 14
3.3 利：成本优势显著，且来自于多重积累，竞对难以短期赶超 15
4 投资建议：扩产驱动成长提速 17
4.1 盈利预测 17
4.2 投资建议&估值分析 19
5 风险提示 19

仅供内部参考，请勿外传

图表目录

图 1: 众鑫股份主要产品一览表 5
图 2: 众鑫股份公司股权结构（截至 2026 年 6 月 30 日） 7
图 3: 众鑫股份限售股解禁时间表 7
图 4: 全球纸浆模塑包装市场规模（亿美元） 8
图 5: 全球纸浆模塑主要应用领域（2022 年） 8
图 6: 全球纸浆模塑餐饮具市场规模（亿美元） 8
图 7: 甘蔗浆的单位成本远低于 PLA/PBAT（元/吨） 10
图 8: 纸浆模塑产业生产设备&生产工艺在持续升级 11
图 9: 传统塑料餐饮具与纸浆模塑餐饮具价格对比（美元/个） 11
图 10: 全球纸浆模塑市场区域分布 12
图 11: 全球纸浆模塑主要应用领域（2022 年） 12
图 12: 2020-2022A 众鑫纸浆模塑餐饮具份额趋势 13
图 13: 2022A 我国餐饮具类纸浆模塑产量竞争格局 13
图 14: 全球纸浆模塑餐具分梯队份额（2024 年） 13
图 15: 行业内主要玩家销售均价对比（元/吨） 15
图 16: 国内产能出口美国关税 VS.泰国产能出口美国关税 15
图 17: 全球甘蔗主要产区示意图（2024 年） 16
图 18: 2021-2025A 公司生产量/销售量/产销率水平（万吨） 17
图 19: 众鑫股份 VS.韶能股份吨材料成本（元/吨） 17
图 20: 众鑫股份 VS.韶能股份吨人工对比（元/吨） 17

表 1: 众鑫股份财务复盘 6
表 2: 众鑫股份收入拆分一览表 6
表 3: 纸浆模塑与传统塑料/PLA/PBAT/淋膜纸优劣势对比 9
表 4: 纸浆模塑与 PLA/PBAT 可降解塑料材料产品性能对比 9
表 5: 纸浆模塑产品和 PLA 及 PBAT 产品可降解性对比 9
表 6: 国际主要国家禁塑令政策一览表 10
表 7: 我国主要省份禁塑令政策梳理 11
表 8: 公司产能及扩产节奏梳理 14
表 9: 主要竞对毛利率、净利率、ROE 梳理 15
表 10: 众鑫股份盈利预测一览（百万元） 18
表 11: 众鑫股份收入驱动因素拆分（百万元） 18
表 12: 可比公司估值（数据截止至 2026 年 9 月 24 日） 19
表附录：三大报表预测值 20

仅供内部参考，请勿外传

1 众鑫股份：成长重回快车道的纸浆模塑龙头

1.1 众鑫股份：纸浆模塑龙头，份额全球领先

众鑫股份为全球纸浆模塑龙头。公司专业从事自然降解植物纤维模塑产品研发、生产和销售的高新技术企业，聚焦纸浆模塑餐饮具赛道，主要利用蔗渣浆、竹浆等天然植物纤维材料，通过模具塑造成型生产餐盒、盘、碟等餐饮具及精品工业包装，可替代塑料制品，广泛应用于餐饮、快消等领域。根据 Grand View Research 数据，2022 年公司在全球纸浆模塑餐饮具产品市占率约 16%，根据中国制浆造纸研究院相关统计，2022 年公司植物纤维模塑餐饮具产量占比达 20%，在国内植物纤维餐饮具细分领域处于领先地位。同时公司产能规模优势不断夯实，截至 2026 年 7 月公司拥有国内产能 10-11 万吨左右（开机利用 7.5 万吨左右），海外泰国拥有产能 10 万吨左右（开机利用 8.0 万吨左右），合计总产能约 20 万吨左右，开机利用产能约 15.5 万吨。公司产品远销 80 多个国家和地区，依托技术、品质等优势，已成为麦当劳、山姆会员店等全球知名企业的环保包装综合解决方案提供商。

图1： 众鑫股份主要产品一览表



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1.2 财务一览：泰国产能释放催化成长有望重回快车道

伴随泰国产能释放+国内产能利用率回升有望重回成长快车道。2019-2025 年公司营业收入由 5.56 亿元增长至 15.06 亿元，CAGR 为 18%；归母净利润由 1.11 亿元增长至 2.66 亿元，CAGR 为 16%，公司处于快速成长期。同时公司盈利能力不俗，2025 年前公司 ROE 均保持在 20%+水平。2025 年公司成长受美国关税+双反等因素短期扰动，伴随泰国产能释放绕过双反限制+国内产能利用率伴随非美客户开拓回升，公司成长有望重回快车道。2026H1 公司实现营业收入 9.03 亿元，同比+33.7%，归母净利润 1.94 亿元，同比+66.6%，成长重回快车道已得到初步验证。

仅供内部参考，请勿外传

表1： 众鑫股份财务复盘

单位：亿元	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026H1
ROE	46.69%	42.09%	21.65%	26.22%	23.94%	20.96%	12.69%	17.35%
销售净利率	22.77%	23.84%	13.03%	14.46%	17.45%	20.95%	17.59%	21.30%
权益乘数	1.57	1.56	1.49	1.47	1.38	1.30	1.31	1.35
资产周转率	1.30	1.16	1.23	1.22	0.97	0.75	0.55	0.30
毛利率	40.05%	39.95%	33.81%	28.57%	31.96%	35.00%	32.95%	33.86%
销售费用率	4.23%	1.05%	1.57%	1.43%	1.84%	1.95%	2.32%	2.03%
管理+研发费用率	7.12%	8.70%	14.59%	8.45%	8.57%	8.80%	8.34%	7.30%
财务费用率	-0.10%	2.49%	0.60%	-0.78%	-0.39%	-0.74%	-0.07%	0.62%
存货周转率	11.00	4.20	5.26	6.82	4.68	3.31	2.63	1.37
应收账款周转率	9.90	9.16	10.07	11.30	10.27	9.87	7.68	3.80
流动资产周转率	2.52	2.34	2.88	3.36	2.69	1.62	1.17	0.70
固定资产周转率	3.33	3.44	3.62	2.92	2.05	2.00	1.44	0.69
营业收入	5.56	5.78	9.10	13.16	13.26	15.46	15.06	9.03
营收YOY	0.00%	3.97%	57.38%	44.54%	0.78%	16.60%	-2.62%	33.70%
归母净利润	1.11	1.15	1.00	1.91	2.31	3.24	2.66	1.94
归母净利润YOY	0.00%	3.93%	-13.68%	91.27%	21.48%	39.93%	-17.79%	66.61%
净资产	2.73	3.68	6.10	8.44	10.89	20.01	21.97	22.81
留存收益	1.94	2.67	0.04	1.95	4.26	7.50	9.18	10.14
经营性现金流净额	1.58	1.06	2.25	1.71	2.19	3.20	4.17	1.63
经营性净现金流/净利润	1.42	0.92	2.26	0.90	0.95	0.99	1.57	0.84
CAPEX	0.94	1.25	2.74	2.93	2.05	3.83	5.55	1.59
经营性净现金流/CAPEX	1.68	0.85	0.82	0.58	1.07	0.83	0.75	1.02
股价涨幅						12%	72%	-17%
年度现金分红比例						30%	37%	-

资料来源：Wind，浙商证券研究所

收入拆分：产品以餐饮具为主，区域以北美为主。1）分产品：2025 年公司餐饮具占比 96%。餐饮具为公司主要销售产品，长期占比 95%+。截至 2025 年末，公司餐饮具收入 14.42 亿元，同比-5%，占比 96%。2）分区域：外销为主，北美为最主要市场但占比逐步下滑。公司以外销为主，外销占比长期在 80%+。其中海外市场主要为北美（美国为核心）、欧洲（德国、英国、北欧）、日韩及东南亚等其他区域。国内市场在“禁塑令”+“双碳”政策催化下，市场稳步开拓。

表2： 众鑫股份收入拆分一览表

单位：百万元	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
分产品拆分							
餐饮具	548.2	569.9	886.4	1291.0	1298.6	1517.1	1441.7
YOY	-	4%	56%	46%	1%	17%	-5%
占比	*98.5%*	*98.5%*	*97.4%*	*98.1%*	*97.9%*	*98.1%*	*95.8%*
其他环保包装	0.9	1.0	4.5	6.2	5.2	10.2	16.8
YOY	-	21%	328%	38%	-15%	95%	64%
占比	*0.2%*	*0.2%*	*0.5%*	*0.5%*	*0.4%*	*0.7%*	*1.1%*
分地区拆分							
外销	522.7	537.0	813.1	1137.8	1125.3	1324.0	1262.8
YOY	-	3%	51%	40%	-1%	18%	-5%
占比	*93.9%*	*92.8%*	*89.3%*	*86.5%*	*84.9%*	*85.6%*	*83.9%*
毛利率	-	-	-	-	31.4%	34.4%	33.5%
其中：北美	422.8	416.8	561.1	820.6	778.9	-	-
YOY	-	-1%	35%	46%	-5%	-	-
占比	*76.0%*	*72.1%*	*61.6%*	*62.4%*	*58.7%*	-	-
其中：欧洲	80.5	87.7	188.3	202.1	233.3	-	-
YOY	-	9%	115%	7%	15%	-	-
占比	*14.5%*	*15.2%*	*20.7%*	*15.4%*	*17.6%*	-	-
其中：其他区域	19.3	32.5	63.7	115.1	113.2	-	-
YOY	-	69%	96%	81%	-2%	-	-
占比	*3.5%*	*5.6%*	*7.0%*	*8.7%*	*8.5%*	-	-
内销	26.4	33.9	77.8	159.5	178.5	203.4	220.1
YOY	-	28%	129%	105%	12%	14%	8%
占比	*4.7%*	*5.9%*	*8.5%*	*12.1%*	*13.5%*	*13.2%*	*14.6%*
毛利率	-	-	-	-	29.1%	35.2%	25.0%

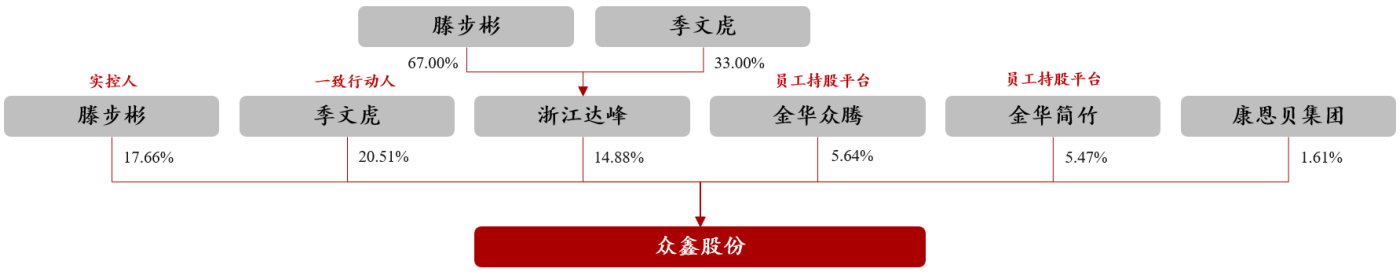
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

1.3 公司治理：实控人为滕步彬，短期限售解禁体量较小

股权结构：实控人滕步彬直接持股 17.66%。公司董事长兼总经理滕步彬为公司实控人。截至 2026 年中报滕步彬直接持股比例为 17.66%。公司董事兼副总经理季文虎为一致行动人，直接持股比例为 20.51%。总经理滕步彬主要负责日常经营决策管理，季文虎主要负责技术与研发工作。

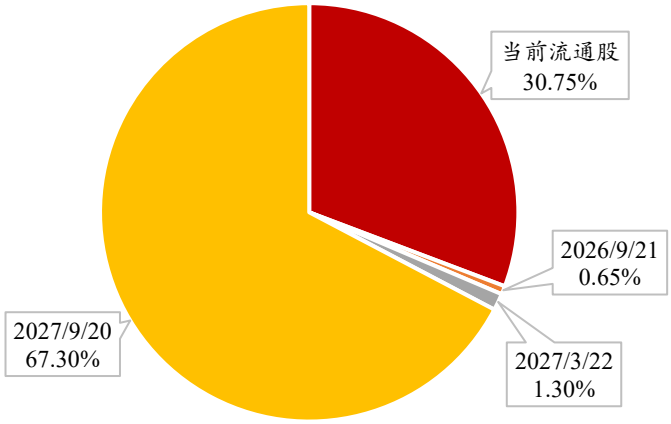
图2： 众鑫股份公司股权结构（截至 2026 年 6 月 30 日）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

限售解禁：短期解禁体量较小，预计影响有限。2026 年 3 月 20 日解禁 62 万股，为私募投资基金的首发战略配售股份，占公司总股本约 0.61%；2026 年 9 月 21 日解禁 66 万股，为中国保险投资基金的首发战略配售股份，占总股本约 0.65%。今年解禁体量相对较小，预计对股价影响有限。

图3： 众鑫股份限售股解禁时间表



资料来源：Wind，浙商证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

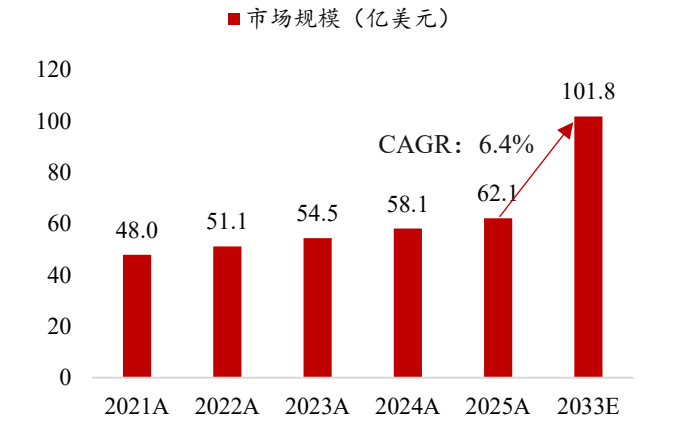
2 纸浆模塑行业：行业持续成长，且格局向头部集中

2.1 行业总览：行业 CAGR 6%+，食品包装&餐饮具为主要领域

市场规模：2025 年行业规模 62.1 亿美元，预计至 2033 年 CAGR 为 6.4%。根据 Grand View Research 数据，2025 年全球纸浆模塑包装市场规模为 62.1 亿美元，同比+6.9%，预计至 2033 年全球市场规模有望扩容至 101.8 亿美元，2025-2033 年 CAGR 为 6.4%。

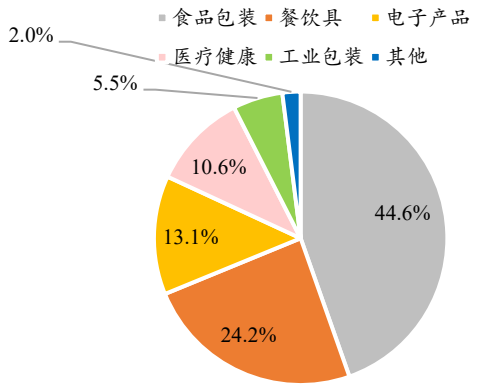
应用结构：食品包装&餐饮具为最主要应用场景，合计占比约 68.8%。根据 Grand View Research 数据，2022 年全球纸浆模塑包装中食品包装最多，占比 44.6%；其次为餐饮具，占比 24.2%；电子产品类占比 13.1%；医疗健康类占比 10.6%；工业包装占比 5.5%；其他类占比 2.0%。

图4：全球纸浆模塑包装市场规模（亿美元）



资料来源：Grand View Research，浙商证券研究所

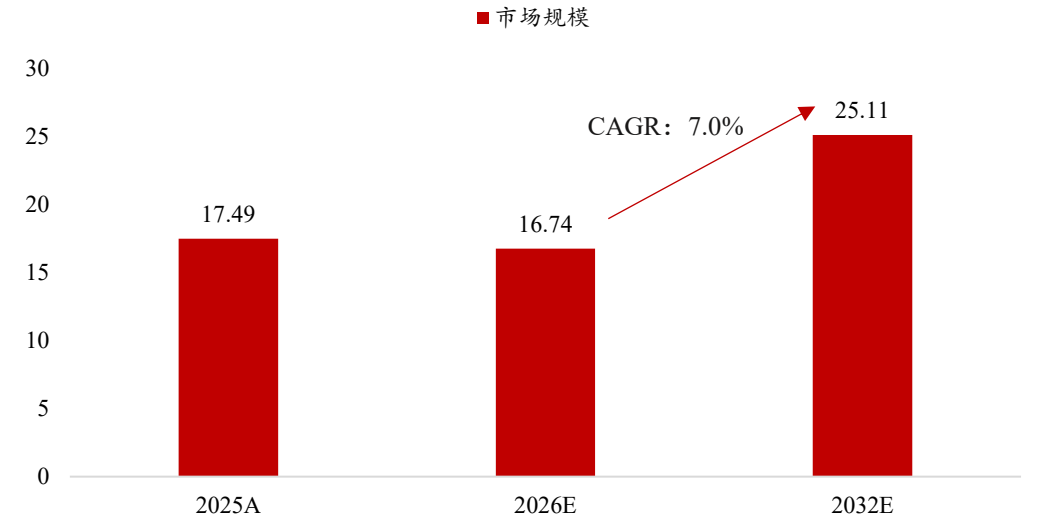
图5：全球纸浆模塑主要应用领域（2022 年）



资料来源：Grand View Research，浙商证券研究所

纸浆模塑餐饮具行业规模：根据 QYResearch 行业数据，2025 年全球纸浆模塑餐饮具行业规模约为 17.49 亿美元，预计 2026 年行业规模约为 16.74 亿美元，预计至 2032 年全球行业规模有望扩容至 25.11 亿美元，2026-2032 年 CAGR 约为 7.0%。

图6：全球纸浆模塑餐饮具市场规模（亿美元）



资料来源：QYResearch，浙商证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

2.2 行业展望：全球禁塑下空间宽广，对比 PLA/PBAT 优势突出

潜在替代空间宽广。根据 Grand View Research 数据，2025 年全球塑料包装市场容量已超 4165 亿美元，随着世界各国“限塑令”“禁塑令”等系列支持政策出台，未来 10 年用可降解包装材料替代普通塑料将为确定趋势。同时对比纸浆模塑产品和 PLA、PBAT，纸浆模塑产品具备降解成本低、单位成本低、货架期长、产品性能优异等特点，未来在禁塑催化下纸浆模塑产品替代塑料制品的成长空间广阔。

表3：纸浆模塑与传统塑料/PLA/PBAT/淋膜纸优劣势对比

材料类别	优势	劣势
传统不可降解塑料产品（如：发泡塑料）	√ 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（传统塑料2倍以上） √ 不耐存储，货架期短
淋膜纸类产品	√ 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
纸浆模塑产品	√ 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	√ 产成品不透明 √ 抗氧、抗蒸汽、阻隔性较弱

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

表4：纸浆模塑与 PLA/PBAT 可降解塑料材料产品性能对比

项目	纸浆模塑	PLA	PBAT
合适使用温度范围	-20-120℃	PLA：-20-50℃ 改性后CPLA：-20-80℃	-30-110-120℃
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：公司公告，浙商证券研究所

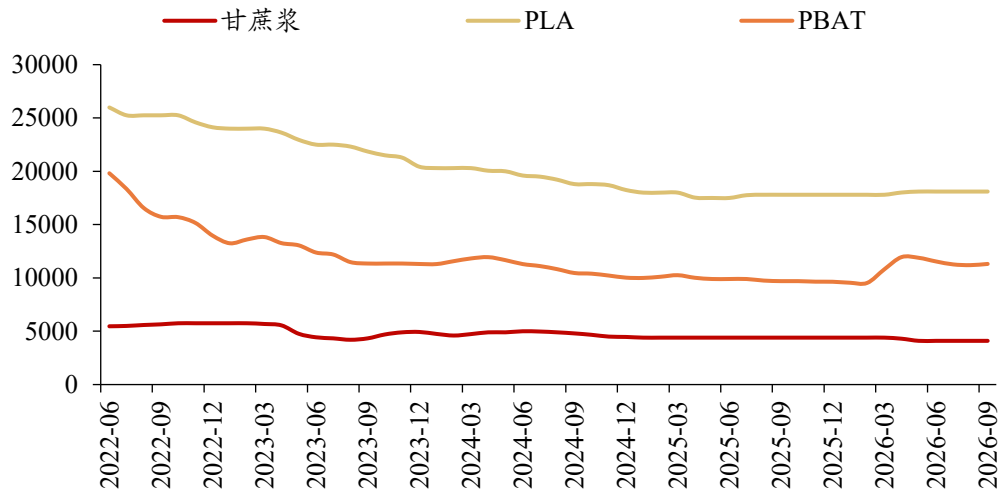
表5：纸浆模塑产品和 PLA 及 PBAT 产品可降解性对比

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℃	50-60℃
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：公司公告，浙商证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

图7：甘蔗浆的单位成本远低于 PLA/PBAT（元/吨）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

政策趋势：全球禁塑持续加码，纸浆模塑渗透率有望加速提升。1）国际方面：近年来欧美、日韩、澳大利亚等主要国家和地区陆续出台一次性塑料制品限制政策，整体监管趋严。其中欧盟 PPWR 进一步强化包装减量、可回收性及再生材料要求，并限制部分一次性塑料食品饮料包装，有望抬升传统塑料包装的合规门槛，加速纸浆模塑等在餐包中的渗透。2）国内方面：各省市陆续出台塑料污染治理及禁限塑政策，2025 年底为多地政策落地的重要节点，餐饮、外卖等领域一次性不可降解塑料制品管控持续深化。

表6：国际主要国家禁塑令政策一览表

时间	国家/地区	文件名称	主要内容
2024年12月	欧盟	《包装和包装废弃物法规》（PPWR，EU 2025/40）	2025年2月11日生效，2026年8月12日起主要条款适用。要求包装减量、提高可回收性和再生塑料使用比例，并限制部分一次性塑料包装；2030年起部分一次性食品饮料包装受到进一步限制，目标是2030年欧盟市场包装实现经济可行的可回收。
2022年1月	韩国	《资源节约与促进再利用法》相关一次性用品管理措施	2022年起扩大餐饮、咖啡店等场景的一次性用品限制；2023年政策有所调整，纸杯退出强制禁用范围，塑料吸管限制仍保留但延长指导期，整体仍维持减少一次性塑料使用方向。
2021年6月	日本	《促进塑料资源循环利用法》	2022年4月起实施，从设计、使用到回收全过程推动塑料资源循环，要求零售、餐饮等服务企业减少一次性塑料用品并推广替代材料。
2021年5月	美国华盛顿州	《SB5022法案》	2022年起，餐饮企业不得主动提供一次性餐具、吸管等，需消费者主动索取；2024年6月起禁止销售和分发EPS杯、盘、餐盒、托盘等食品服务产品。
2021年	澳大利亚	《National Plastics Plan 2021》	推动淘汰问题及非必要一次性塑料，包括EPS食品饮料容器等；具体禁塑措施主要由各州和领地分阶段实施，联邦政府持续推动政策协调。
2019年6月	欧盟	《一次性塑料指令》（EU）2019/904	对一次性塑料餐具、盘子、吸管及EPS食品容器等实施禁限；同时设定塑料饮料瓶回收及再生塑料使用目标。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

表7：我国主要省份禁塑令政策梳理

时间	省份	文件名称	主要内容
2025年7月	上海	《关于深入推进生态文明建设打造美丽中国上海典范的决定》	2025年9月起施行，明确依法禁止、限制使用一次性塑料制品，推动使用可循环、易回收、可降解替代产品。此前上海已要求餐饮堂食禁用不可降解一次性塑料餐具，并要求2025年底外卖领域相关餐具消耗强度下降30%以上。
2020年12月（2024年修正）	海南	《海南经济特区禁止一次性不可降解塑料制品规定》	2020年12月起全域禁止生产、运输、销售、储存和使用名录内一次性不可降解塑料袋、塑料餐具等；2024年进一步修正规定。2025年重点行业场所替代品占有率已达81.1%。
2020年12月	北京	《北京市塑料污染治理行动计划（2020-2025年）》	餐饮行业禁止使用不可降解一次性塑料吸管，建成区及景区堂食禁止使用不可降解一次性塑料餐具；到2025年底，建成区集贸市场禁止使用不可降解塑料袋。
2020年9月	浙江	《关于进一步加强塑料污染治理的实施办法》	2023年底县城以上建成区外卖领域禁用不可降解一次性塑料餐具；到2025年底进一步覆盖城乡结合部、乡镇和农村地区。
2020年9月	福建	《福建省关于进一步加强塑料污染治理实施方案》	分阶段、分地区限制不可降解塑料袋及一次性塑料餐具，推动餐饮外卖使用植物纤维餐具、秸秆覆膜餐盒等可降解替代产品。
2020年8月	广东	《关于进一步加强塑料污染治理的实施意见》	禁止使用不可降解一次性塑料吸管，城市建成区及景区堂食禁用不可降解一次性塑料餐具；到2025年底，地级以上城市外卖领域不可降解一次性塑料餐具消耗强度下降30%以上。
2020年8月	江苏	《关于进一步加强塑料污染治理的实施意见》	县城以上建成区及景区堂食禁用不可降解一次性塑料餐具；到2025年，设区市城市外卖领域不可降解一次性塑料餐具消耗强度下降30%。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

从价格角度看，当前纸浆模塑餐饮具仍然要贵于传统塑料餐饮具。根据MANA ECO的数据，当前传统塑料托盘的定价约为$0.04-$0.08/个，而类似的甘蔗渣托盘则为$0.07-$0.13/个。同时 AGICO 数据也同样表示当前纸浆模塑餐饮具仍较传统塑料产品贵 30%-50%。然而我们认为伴随纸浆模塑设备&工艺进步+塑料制品在政策趋紧下合规成本抬升，纸浆模塑对比传统塑料制品性价比优势有望逐步显现，驱动纸浆模塑产品加速替代塑料制品。

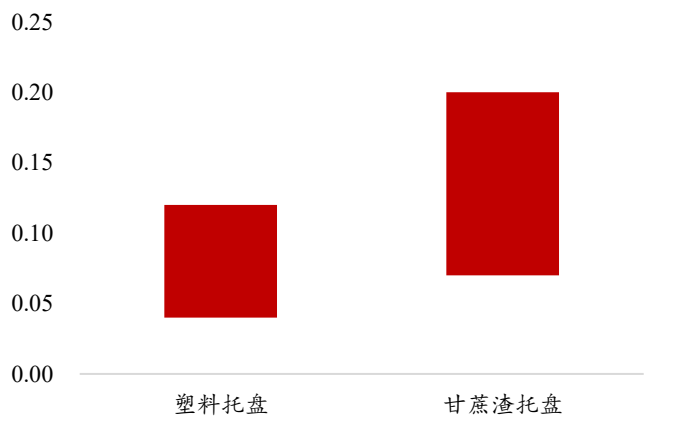
自动化水平提升，推动生产成本持续下降。纸浆模塑生产装备持续向自动化、智能化升级，“自动化成型+AI 视觉检测”逐步应用于制浆、成型、热压、切边及检测等环节，有助于提升生产效率、降低人工及能耗水平，推动单位制造成本下降。

图8：纸浆模塑产业生产设备&生产工艺在持续升级



资料来源：沃森可降解餐饮具，凤凰新闻，浙商证券研究所

图9：传统塑料餐饮具与纸浆模塑餐饮具价格对比（美元/个）



资料来源：MANA ECO，浙商证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

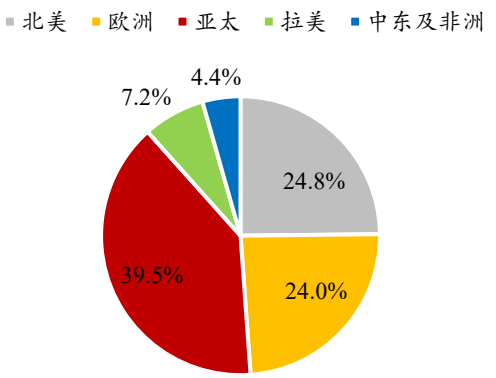
纸浆模塑工艺持续进步，经济性进一步改善。 防水防油涂层、成型工艺及生产流程持续优化，一方面提升纸浆模塑餐具的性能并拓宽应用场景，另一方面通过缩短生产周期、提高材料利用率及降低能耗，为产品进一步降本创造空间。

2.3 双反影响：海外稀缺性充分凸显，非美区域竞争或明显加剧

需求结构：亚太、北美、欧洲为主要市场。根据中国造纸杂志社公众号数据，全球纸浆模塑市场中亚太地区占据主导地位，占比达 39.5%；北美、欧洲为第二、第三消费市场，占比分别为 24.8%、24.0%。

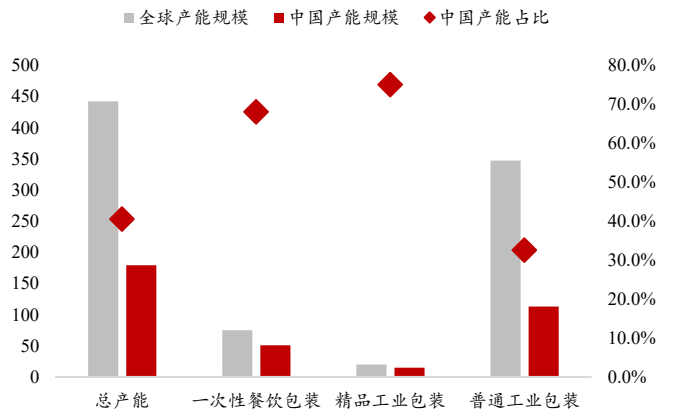
供给结构：中国产能占比超 40%。2022 年全球纸浆模塑总产能规模 442 万吨，其中一次性餐饮类包装 75 万吨，精品工业包装 20 万吨，普通工业包装 347 万吨。我国纸浆模塑产能达到 179 万吨，占全球总产能的 40.5%。其中一次性餐饮类包装 51 万吨，精品工业包装 15 万吨，普通工业包装 113 万吨，分别占全球这三类市场的 68.0%、75.0%、32.6%。在一次性餐饮包装及精品工业包装领域对中国产能的依赖度极高。

图10： 全球纸浆模塑市场区域分布



资料来源：中国造纸杂志社公众号，浙商证券研究所

图11： 全球纸浆模塑主要应用领域（2022 年）



资料来源：中国造纸杂志社公众号，浙商证券研究所

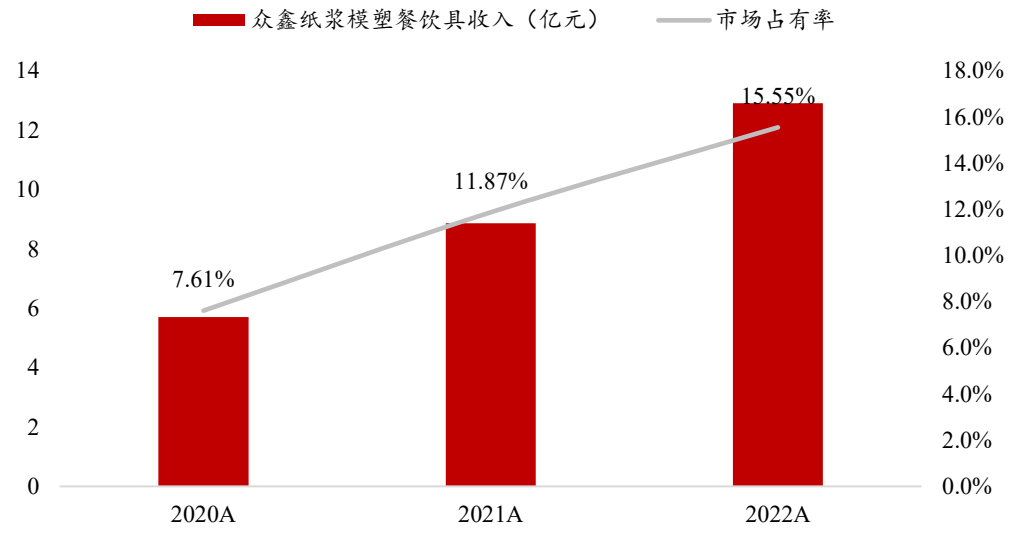
双反影响：美国商务部于美国时间 2025 年 9 月 25 日发布公告，对来自中国和越南的“热成型模压纤维制品”做出了反倾销终裁，中国生产商/出口商的税率为 49.08%-477.97%（众鑫股份为强制应诉企业，税率为 283.89%）；对来自中国和越南的“热成型模压纤维制品”做出了反补贴终裁，中国生产商/出口商的税率为 7.56%-319.92%（众鑫股份为强制应诉企业，税率为 97.82%）。2025 年 10 月，加拿大边境服务署与加拿大国际贸易法庭对原产于或出口自中国的热成型模制纤维餐具涉嫌倾销和补贴行为启动调查，调查期为 2024 年 10 月 1 日至 2025 年 9 月 30 日，进一步加剧了行业出口环境的不确定性。2026 年 2 月，加拿大调查机关公布了反补贴和反倾销初裁结果。双反关税阻断了纸浆模塑行业从中国出口产品到北美市场，北美客户将被迫寻找中国以外的供应源，致全球供应链格局重组。中国&越南外产能稀缺性凸显。国内的产能将出现富余，在非美市场上的竞争会有所加剧。

仅供内部参考，请勿外传

2.4 竞争格局：众鑫份额持续提升，后续份额获取有望提速

众鑫纸浆模塑产品在全球份额持续提升。根据 Grand View Research 数据，2020-2022A 众鑫纸浆模塑餐饮具产品在全球市场的份额分别为 7.61%、11.87%、15.55%，公司份额持续提升。

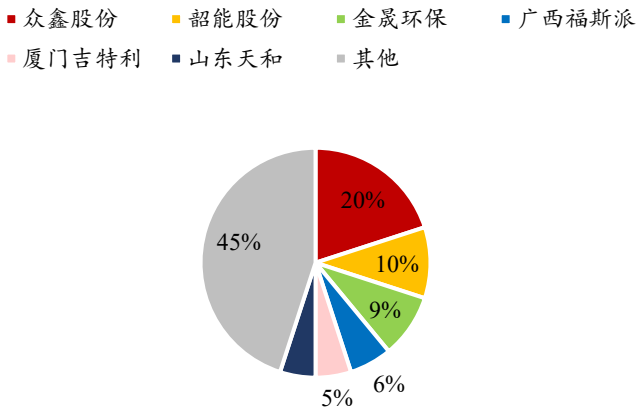
图12： 2020-2022A 众鑫纸浆模塑餐饮具份额趋势



资料来源：Grand View Research，公司公告，浙商证券研究所

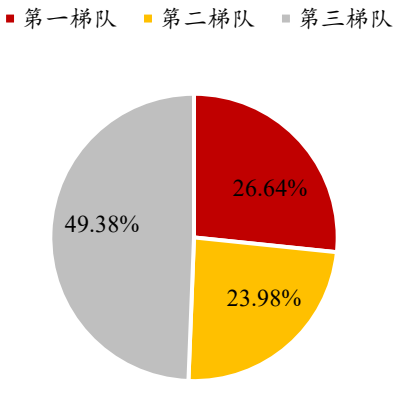
公司产量份额在国内居头部，且盈利能力绝对领先。根据中国造纸杂志社数据，2022 年我国餐饮类纸浆模塑企业产量 CR6 份额为 55%，较 2021 年 47%的份额提升明显，行业集中度快速提升。众鑫股份产量份额 20%，为第二名玩家的 2 倍，处于绝对领先位置。同时对比行业主要玩家的销售规模、产能利用率、毛利率等指标，众鑫均处于绝对领先位置。受美国关税+双反、其他竞对盈利持续低迷等影响，其他玩家扩产节奏明显放缓。我们预计众鑫凭借突出成本优势+海外产能布局持续抢夺订单，份额有望持续向头部集中。

图13： 2022A 我国餐饮具类纸浆模塑产量竞争格局



资料来源：中国造纸杂志社，浙商证券研究所

图14： 全球纸浆模塑餐具分梯队份额（2024 年）



资料来源：QYResearch，浙商证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

3 成长驱动：产能快速扩张期，且成本优势持续扩大

3.1 量：国内+海外产能持续扩张，长期目标市占率 30%+

现有产能梳理：截至目前，公司国内拥有产能 10-11 万吨，泰国拥有产能 10 万吨，合计拥有产能 20 万吨左右，预计至 2027 年末公司将国内+泰国合计产能有望达到 27 万吨。（主要为国内广西崇左 3 万吨产能扩产+泰国 3 万吨左右扩产）

泰国产能投产进度：目前公司泰国一期+二期合计拥有约 10 万吨产能。公司计划于今年在泰国现有土地上进一步扩产，先行建设 3 万吨产能的厂房和系统，并拟于 2027Q2-Q3 投放设备，缩短周期，根据订单增长情况将在 2027 年实现快速投产。同时公司拟在美国建立 2 万吨纸浆模塑产能，预计 27Q3 左右投产供货。从长期维度看，公司目标是纸塑主业整体市占率达到 30%左右，后续计划每年 5-6 万吨的产能扩张。围绕现有餐饮客户需求，在泰国工厂试点生产 TPE 手套、吸塑注塑、纸袋等产品；一方面，可以实现轻抛货和重货拼柜，降低整体物流成本；另一方面，可以满足客户一站式采购需求，减少客户采购复杂度，目前处于小规模中试阶段，待模式跑通后将进一步扩产。

竞对海外产能扩产有限，众鑫海外产能稀缺性突出：少数国内友商也在东南亚有接近 10 万吨的产能布局，但投产节奏相对较慢，且产能规模较公司相比仍较小。

表8：公司产能及扩产节奏梳理

单位：万吨	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
国内产能	4.30	6.12	9.32	10.57	13.57	11.07	11.07	14.07
产能变动		1.82	3.20	1.25	3.00	-2.50	-	3.00
泰国产能						7.50	10.00	13.00
产能变动						7.50	2.50	3.00
合计产能	**4.30**	**6.12**	**9.32**	**10.57**	**13.57**	**18.57**	**21.07**	**27.07**
产能增速		42%	52%	13%	28%	37%	13%	28%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

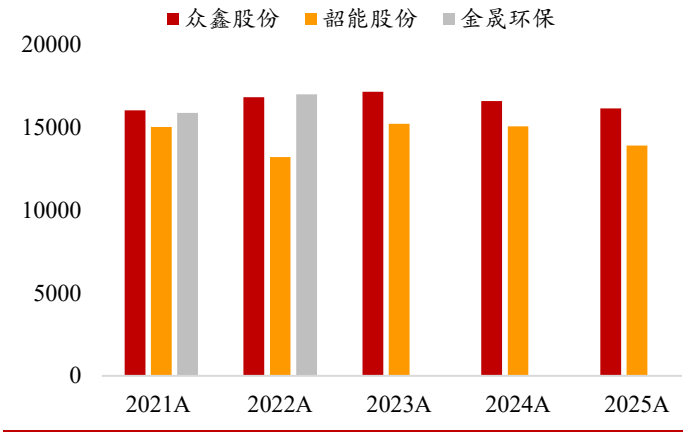
3.2 价：国内企业间价差小，泰国产能受益稀缺性价格略高

行业各家价格基本差异不大。国内产能主要竞对间销售均价差异较小，且预计未来提价空间也仍然较小。因此企业比拼的核心重点在于成本，模具、设备、生产工艺、规模优势等为核心方向。

泰国产能因具备稀缺性因此价格略高。泰国工厂出厂价我们预计较国内产能更高。主要原因为在双反+美国关税影响下，泰国产能关税优势明显（出口关税 19%，显著低于国内产能关税水平），因此即使泰国产能出厂价高出目前国内产能 10%，对比国内产能直接出口美国也仍有较大价格优势，因此客户接受度高。

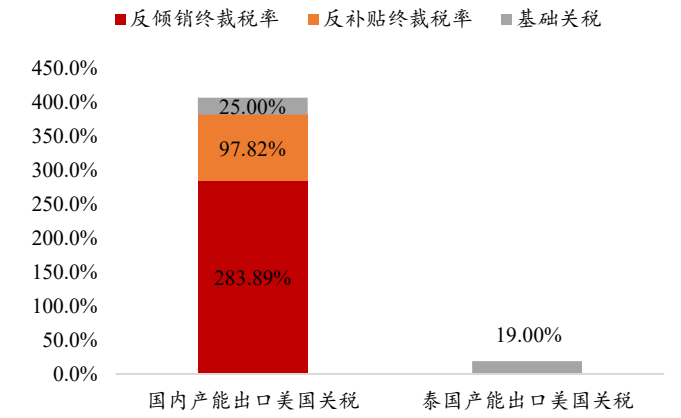
仅供内部参考，请勿外传

图15： 行业内主要玩家销售均价对比（元/吨）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图16： 国内产能出口美国关税 VS.泰国产能出口美国关税



资料来源：美国商务部，浙商证券研究所

3.3 利：成本优势显著，且来自于多重积累，竞对难以短期赶超

公司成本优势的来源主要为技术、模具、生产设备、产线效率、产能区位、规模优势、综合成本控制能力等多方面，我们认为核心来自于：

（1）技术与设备优势：公司核心竞争力在于生产装备与同行不同，通过整合行业内优秀设备的优点并改进缺点，公司自产设备在单设备的成本、投入产出、生产效率等方面较同行均有明显优势。这一优势源于模具和生产设备的自主改造，贯穿整个生产过程，包括能耗、人工、原材料利用等多个关键点，形成技术护城河，同行难以通过单点模仿实现超越。

（2）成本控制能力：能耗成本与生产设备效率直接相关，公司设备效率高，能耗成本更低。原材料成本：可使用更便宜的散甘蔗渣浆（纸张纸浆厂的半成品），而同行需使用上游成品优等品原材料，成本差异显著。

我们认为公司对比行业友商的显著成本优势，来自于多重细节多重方面的优势累积，因此竞对很难通过“单点突破”来迅速赶超，因此我们看好公司成本优势长期延续。

表9： 主要竞对毛利率、净利率、ROE 梳理

企业名称	毛利率				净利率				ROE			
	2023A	2024A	2025A	2026Q1	2023A	2024A	2025A	2026Q1	2023A	2024A	2025A	2026Q1
众鑫股份	32.0%	35.0%	32.9%	35.8%	17.5%	20.9%	17.6%	22.2%	23.9%	23.1%	12.7%	4.2%
韶能股份	7.9%	16.9%	14.7%	10.9%	-6.9%	2.0%	2.4%	1.1%	-6.0%	1.8%	2.6%	0.3%
家联科技	19.2%	17.6%	13.2%	11.6%	1.6%	2.0%	-4.2%	-13.9%	3.0%	3.3%	-4.6%	-6.7%
南王科技	17.8%	15.7%	12.6%	14.4%	6.2%	2.1%	-1.7%	0.9%	6.3%	2.4%	-1.8%	0.1%
富岭股份	24.9%	21.1%	17.9%	15.5%	11.4%	9.6%	4.5%	2.5%	21.7%	18.1%	4.7%	0.7%
金晟环保	13.0%	8.8%	-	-	3.7%	-1.4%	-	-	4.6%	-1.9%	-	-

资料来源：Wind，浙商证券研究所

泰国产能成本低于国内，主要原因为：人均工资低于国内、社保费用低、设备最新（效率最高）、圆通年龄结构年轻。原材料成本虽略高于国内，但设备效率提升抵消了这部分成本。

公司仍在持续精益降本，对设备、工艺、模具、产能区位布局等持续优化，且伴随规模效应释放，成本仍有节降空间。

仅供内部参考，请勿外传

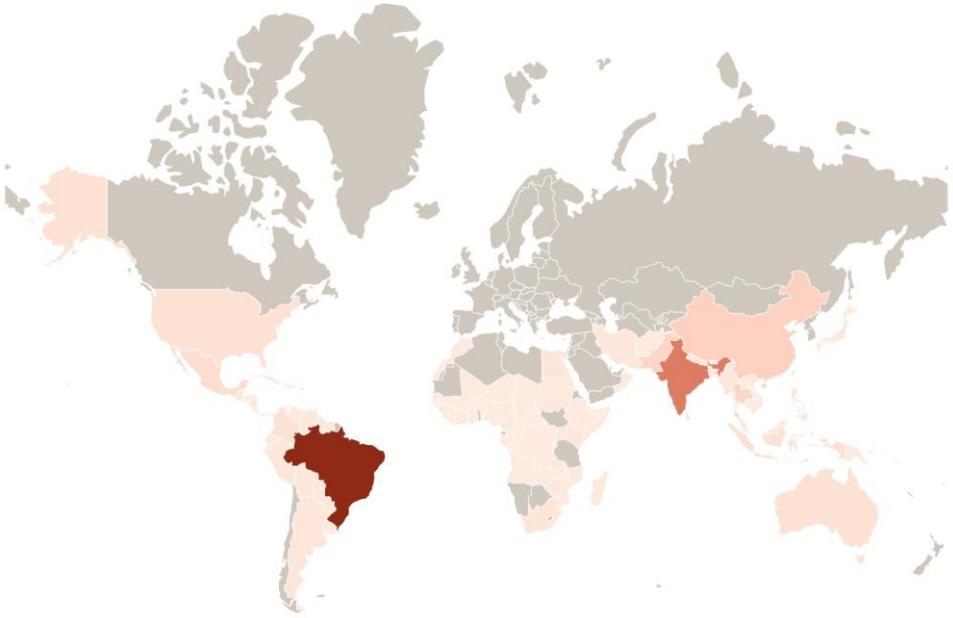
（1）设备/模具/工艺优化： 公司生产设备及模具自主研发迭代，具备低投入、高产出、低能耗和低废品率等特点。伴随公司迭代升级后的新产线投入使用，有助于摊薄折旧、人工及能源成本。同时，公司不断优化自身模具、配方及成型工艺，在满足性能要求的同时降低产品克重，减少单位产品浆料耗用，直接降低材料成本。

（2）柔性生产提升效率降低损失： 公司模具储备丰富、生产系统较多，可根据不同配方和订单灵活排产，减少换模、清洗及停机损失，提高设备利用率。

（3）产能向低成本区位迁移： 广西、泰国基地靠近主要甘蔗产区，公司 2025 年关闭浙江永昌产能 2.5 万吨，同时广西崇左扩产 3 万吨，将国内产能向靠近原料的广西迁移。同时海外产能布局泰国，也有利于缩短原材料运输半径、降低采购及物流成本；泰国较低的人工成本进一步强化成本优势。

（4）规模效应不断释放： 公司国内+海外产能均仍在扩张期，伴随公司整体产能提升，规模效应有望逐步释放，摊薄公司单位成本。

图17： 全球甘蔗主要产区示意图（2024 年）

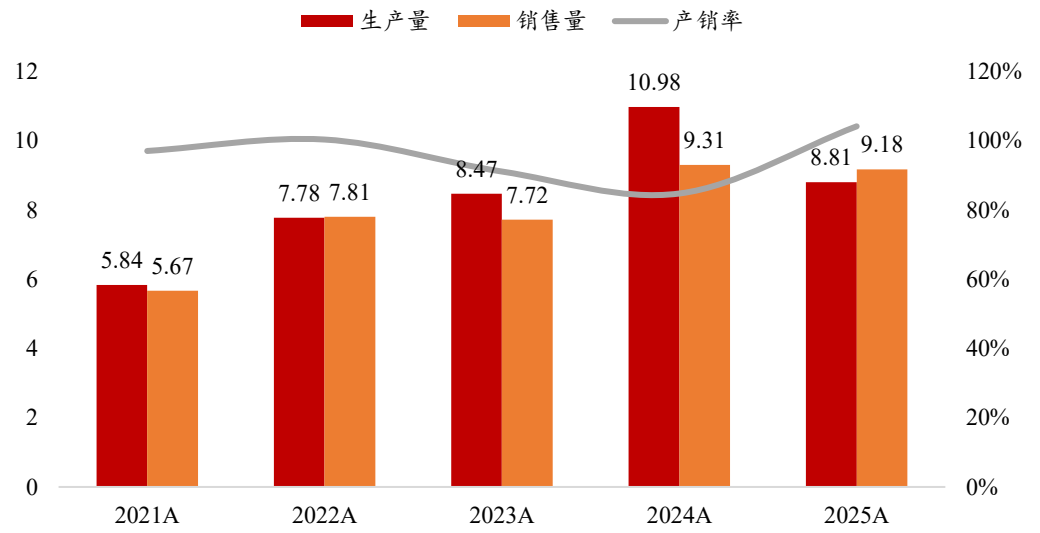


资料来源：statspanda，浙商证券研究所
注：颜色越深代表甘蔗产量越高

国内产能利用率下滑，为压制 25 年业绩主因。受美国关税+双反影响，公司将售美订单迁至泰国生产，且非美客户开拓需要时间，因此短期国内产能利用率下滑，后续伴随非美客户开拓，国内产能开机率有望持续修复。非美客户开拓进展顺利，25 年公司非美区域销量同比+30%+，主要为欧洲、东南亚、中东客户。从产销率角度看，公司产销率水平长期维持在 85%以上较高水平。

仅供内部参考，请勿外传

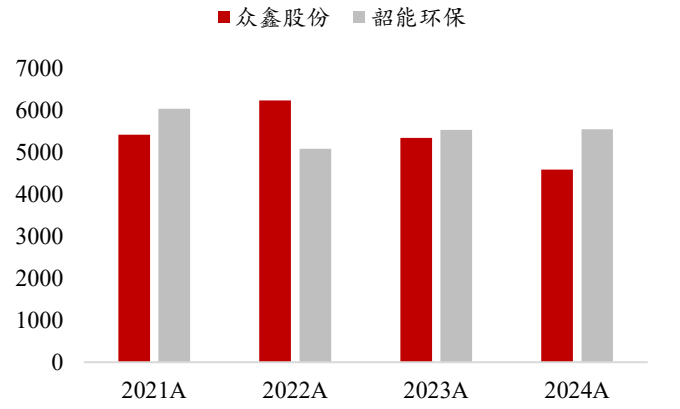
图18： 2021-2025A 公司生产量/销售量/产销率水平（万吨）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

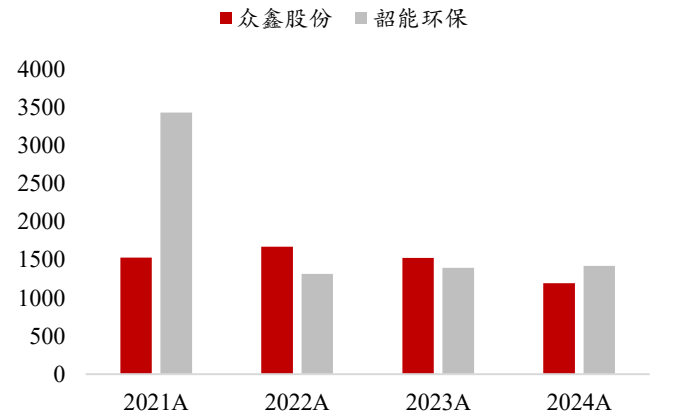
成本仍有进一步节降空间，盈利空间有望持续扩大。公司目前成本优势源于过去在生产效率、生产设备、工艺配方等方面的细致积累，后续公司会持续提升设备自动化水平减少人工成本。且技术也仍有进一步迭代空间，伴随技术进步，成本也有望持续节降。

图19： 众鑫股份 VS.韶能股份吨材料成本（元/吨）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图20： 众鑫股份 VS.韶能股份吨人工对比（元/吨）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

4 投资建议：扩产驱动成长提速

4.1 盈利预测

公司当前产品主要为纸浆模塑餐饮具，因此我们分产能来拆分公司未来的业绩成长驱动。分区域产能看：

1）国内：从产能扩张的角度看，2025 年公司国内浙江有大约 2.5 万吨产能报废，造成 2026 年公司国内产能较前期有一定减少，不过考虑到 2027 年广西崇左预计仍有 3 万吨左右产能增量，以及募投项目的稳步推进，我们预计公司未来国内产能在产能端仍有一定提升空间。国内量增的核心驱动来自于开机率的修复。考虑到公司非美客户的加速开拓和公司的产能释放，我们假设 26-28 年开机率呈现波动修复的趋势。价格端预计相对稳健，净利率则受益开机率提升规模效应释放+持续降本，净利率水平对标 2024 年双反前快速修复。

仅供内部参考，请勿外传

2）海外：海外产能扩张为公司成长的核心驱动。产能端来看，公司 2027 年泰国预计再扩产 3 万吨左右。同时从长期维度看，公司目标是纸塑主业整体市占率达到 30%左右，后续计划每年 5-6 万吨的产能扩张。泰国产能当前稀缺性凸显，订单需求旺盛，因此预期开机率稳定在 80%+水平，且产销率预计也维持在较高水平。价格端看，公司也适度为客户让利，因此预期泰国产能价格端或有较小幅度下滑，同时净利率端考虑公司适度让利，预计 26-28 年泰国产能净利率为 38.0%、35.0%、33.5%。

表10： 众鑫股份盈利预测一览（百万元）

单位：百万元	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	910.32	1315.79	1326.06	1546.20	1505.61	2181.68	2838.29	3595.65
YOY	57%	45%	1%	17%	-3%	45%	30%	27%
归母净利润	99.61	190.52	231.44	323.86	266.23	501.18	702.56	897.15
YOY	-14%	91%	21%	40%	-18%	88%	40%	28%
PE	-	-	-	21	25	13	9	7
净利率	10.9%	14.5%	17.5%	20.9%	17.7%	23.0%	24.8%	25.0%

资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所
注：估值日期为 2026 年 9 月 22 日。

表11： 众鑫股份收入驱动因素拆分（百万元）

单位：百万元	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	910.32	1315.79	1326.06	1546.20	1505.61	2181.68	2838.29	3595.65
YOY	57%	45%	1%	17%	-3%	45%	30%	27%
归母净利润	99.61	190.52	231.44	323.86	266.23	501.18	702.56	897.15
YOY	-14%	91%	21%	40%	-18%	88%	40%	28%
PE	-	-	-	21	25	13	9	7
净利率	10.9%	14.5%	17.5%	20.9%	17.7%	23.0%	24.8%	25.0%
国内产能								
营业收入	910.32	1315.79	1326.06	1546.20	1073.83	998.27	1211.84	1756.51
YOY	57%	45%	1%	17%	-31%	-7%	21%	45%
产能（万吨）	6.12	9.32	10.57	13.57	13.57	11.07	14.07	16.57
产量（万吨）	5.84	7.78	8.47	10.98	7.77	7.61	9.15	13.26
产能利用率	95%	83%	80%	81%	57%	69%	65%	80%
销售量（万吨）	5.67	7.81	7.72	9.31	6.65	6.78	8.23	11.93
产销率	97%	100%	91%	85%	86%	89%	90%	90%
销售均价	16055.07	16847.55	17176.97	16607.92	16145.44	14723.00	14723.00	14723.00
变动幅度	-0.4%	4.9%	2.0%	-3.3%	-2.8%	-8.8%	0.0%	0.0%
吨净利	1756.78	2439.44	2997.91	3478.60	2248.90	759.39	1619.53	2355.68
净利润	99.61	190.52	231.44	323.86	149.57	51.49	133.30	281.04
净利率	10.9%	14.5%	17.5%	20.9%	13.9%	5.2%	11.0%	16.0%
泰国产能								
营业收入					431.78	1183.40	1626.45	1839.14
YOY					-	174%	37%	13%
产能（万吨）					3.5	10.0	13.0	15.0
产量（万吨）					2.89	8.25	10.40	12.00
产能利用率					83%	83%	80%	80%
销售量（万吨）					2.53	7.34	10.40	12.00
产销率					87%	89%	100%	100%
销售均价					17073.18	16122.62	15638.94	15326.16
变动幅度					-	-5.6%	-3.0%	-2.0%
吨净利					6429.24	6126.60	5473.63	5134.26
净利润					162.60	449.69	569.26	616.11
净利率					37.7%	38.0%	35.0%	33.5%

资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

4.2 投资建议&估值分析

公司为成本优势绝对领先的全球纸浆模塑龙头。伴随稀缺性凸显且盈利能力优异的泰国产能持续扩张叠加国内产能开机率修复+产能向低成本区域广西迁移，盈利弹性可期。我们预计公司 2026-2028 年实现营业收入 21.8 亿元、28.4 亿元、36.0 亿元，同比+45%、+30%、+27%；归母净利润 5.0 亿元、7.0 亿元、9.0 亿元，同比+88%、+40%、+28%，当前市值对应 2026-2028 年 PE 分别为 14X、10X、8X。首次覆盖，给予“买入”评级。

表12： 可比公司估值（数据截止至 2026 年 9 月 24 日）

所属行业	可比公司	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）			归母净利润同比增速			PE		
			2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
002831.SZ	裕同科技	373.62	15.9	17.5	20.8	13.05%	9.96%	18.70%	23.46	21.34	17.98
301193.SZ	家联科技	57.35	-0.8	0.8	2.5	-232.82%	-	208.44%	-75.76	71.88	23.30
603499.SH	翔港科技	55.83	1.2	1.7	1.9	76.89%	43.63%	16.47%	48.02	33.43	28.71
		平均值							-1.42	42.22	23.33
		中位数							23.46	33.43	23.30
603091.SH	众鑫股份	66.46	2.7	5.0	7.0	-17.79%	88.25%	40.18%	25	13	9

资料来源：Wind，浙商证券研究所测算
注：可比公司盈利预测为 Wind 一致预期；数据截止日期为 2026 年 9 月 24 日

5 风险提示

（1）关税/双反政策风险：若后续美国/欧洲或其他市场针对中国/泰国等地的关税/双反政策进一步变化，可能对公司业务造成不利影响；

（2）海外产能投产节奏不及预期风险：若因公司海外产能释放进度未达预期，可能会影响公司未来销量的增长幅度；

（3）原材料价格上涨：若甘蔗浆、纸浆等主要原材料成本出现大幅波动，可能对公司的盈利能力造成不利影响；

（4）行业竞争加剧：若未来其他竞对加快产能建设进度，供给规模大幅提升，行业价格竞争加剧，可能对公司收入&盈利造成不利影响。

（5）汇率波动风险：若汇率发生较大波动，可能对公司表观业绩产生较大影响。

（6）首发战略配售股份解禁风险：若首发战略配售股解禁后出现大额减持，或对公司股价造成冲击风险。

仅供内部参考，请勿外传

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	1,230	1,380	1,708	2,266
现金	326	358	332	741
交易性金融资产	208	283	333	358
应收账项	215	267	310	383
其它应收款	27	23	55	48
预付账款	19	25	33	42
存货	395	379	595	639
其他	40	45	50	55
非流动资产	1,648	1,973	2,200	2,423
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1,270	1,461	1,547	1,622
无形资产	183	208	241	280
在建工程	170	270	370	470
其他	24	33	42	50
资产总计	2,877	3,353	3,908	4,689
流动负债	458	630	731	932
短期借款	169	219	249	279
应付款项	155	247	270	389
预收账款	0	0	0	0
其他	134	165	213	264
非流动负债	223	223	223	223
长期借款	180	180	180	180
其他	43	43	43	43
负债合计	681	854	955	1,155
少数股东权益	2	1	(0)	(3)
归属母公司股东权	2,194	2,498	2,954	3,537
负债和股东权益	2,877	3,353	3,908	4,689

现金流量表

(百万元)	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	417	707	604	1,091
净利润	265	500	701	894
折旧摊销	120	117	124	136
财务费用	4	5	6	6
投资损失	(5)	(3)	(6)	(8)
营运资金变动	142	59	(255)	22
其它	(109)	29	34	42
投资活动现金流	(717)	(527)	(412)	(397)
资本支出	(551)	(449)	(363)	(375)
长期投资	(4)	(80)	(55)	(30)
其他	(162)	2	6	8
筹资活动现金流	(56)	(148)	(217)	(285)
短期借款	(47)	50	30	30
长期借款	130	0	0	0
其他	(139)	(198)	(247)	(315)
现金净增加额	(347)	32	(26)	409

利润表

(百万元)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	1,506	2,182	2,838	3,596
营业成本	1,010	1,416	1,800	2,276
营业税金及附加	12	18	23	29
营业费用	35	41	50	58
管理费用	89	116	149	185
研发费用	37	42	55	67
财务费用	(1)	(3)	(3)	(2)
资产减值损失	(25)	(13)	(14)	(17)
公允价值变动损益	5	0	0	0
投资净收益	6	3	6	8
其他经营收益	7	21	31	30
营业利润	310	557	777	992
营业外收支	(20)	(9)	(10)	(13)
利润总额	290	548	767	979
所得税	25	47	66	85
净利润	265	500	701	894
少数股东损益	(1)	(1)	(2)	(3)
归属母公司净利润	266	501	702	897
EBITDA	430	691	920	1,149
EPS（最新摊薄）	1.86	3.50	4.91	6.27

主要财务比率

	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入	-2.62%	44.90%	30.10%	26.68%
营业利润	-19.35%	79.85%	39.47%	27.68%
归属母公司净利润	-17.79%	88.25%	40.11%	27.74%
获利能力				
毛利率	32.95%	35.11%	36.57%	36.70%
净利率	17.68%	22.97%	24.74%	24.95%
ROE	12.13%	20.06%	23.77%	25.36%
ROIC	10.79%	17.86%	21.25%	22.97%
偿债能力				
资产负债率	23.66%	25.46%	24.42%	24.63%
净负债比率	2.72%	3.10%	4.51%	-6.96%
流动比率	2.69	2.19	2.34	2.43
速动比率	1.70	1.48	1.41	1.64
营运能力				
总资产周转率	0.55	0.70	0.78	0.84
应收账款周转率	7.68	9.06	9.84	10.38
应付账款周转率	6.82	7.14	7.06	7.00
每股指标(元)				
每股收益	1.86	3.50	4.91	6.27
每股经营现金	2.92	4.94	4.22	7.62
每股净资产	15.33	17.45	20.64	24.71
估值比率				
P/E	24.96	13.26	9.46	7.41
P/B	3.03	2.66	2.25	1.88
EV/EBITDA	18.95	9.74	7.37	5.57

资料来源：浙商证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：
1.买 入： 相对于沪深 300 指数表现 + 20％以上；
2.增 持： 相对于沪深 300 指数表现 + 10％ ~ + 20％；
3.中 性： 相对于沪深 300 指数表现 - 10％ ~ + 10％之间波动；
4.减 持： 相对于沪深 300 指数表现 - 10％以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：
1.看 好： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10%以上；
2.中 性： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
3.看 淡： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10%以下。
我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。
建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。
本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。
本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。
本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层
北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层
深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层
上海总部邮政编码：200127
上海总部电话：(8621) 80108518
上海总部传真：(8621) 80106010
浙商证券研究所：https://www.stocke.com.cn