

# 积淀深厚行业领先，产能扩张助力业绩释放

## 核心观点

- **公司介绍：塑料餐饮具制造业行业的领先企业。**公司是一家从事塑料制品及生物全降解制品的研发、生产与销售的高新技术企业，经过多年积累发展，已成为全球塑料餐饮具制造行业的领先企业。公司的主要产品为塑料餐饮具、塑料家居用品、生物全降解材料制品，可为餐饮、茶饮及连锁商超、航空、大型体育赛事等提供一站式的绿色餐饮包装产品解决方案。公司的主要收入来源为塑料制品，2021 年塑料制品贡献了 86.4% 的收入。海外地区收入整体较为稳定，国内业务的发展成为公司近两年业务快速增长的主要动力。
- **行业简介：塑料制品行业格局分散，可降解行业加速布局。**1) 传统日用塑料制品领域规模以上企业数量较少，许多企业以家庭作坊的形式组织生产和经营，设备自动化程度低，内部管理水平相对不足，产品同质性高且在质量上不具备明显竞争优势，市场竞争趋于白热化。家联科技的收入规模明显高于茶花股份以及台州富岭，在上市的塑料制品行业较为领先。2) 生物降解塑料产能主要集中于国外企业，随着国内政策的驱动以及居民环保意识的觉醒，未来国内可降解塑料的需求将持续增长，国内企业开始加速相关产能布局。
- **公司逻辑：内销业务持续增长，产能扩张迎来业绩释放。**公司虽然一直以海外业务为基础，但是在国内方面，公司也在不断摸索发展新的客户，公司的餐饮类客户迅速增长。在可降解领域，公司拥有 20 余项生物降解相关专利，生物降解核心技术相较于传统技术具有突出优势兼备生物降解材料的改性、产品制造及模具制造能力，可实现生物全降解制品的顺利规模化生产。公司 IPO 募投项目将新增产能约 4 万吨，新产能释放将保障业务发展。当前油价高位回落有利于公司营业成本的降低，公司盈利能力或将增强。

## 盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 2022-2024 年每股收益分别为 1.30、1.89、2.36 元，公司产能释放、成本回落带来业绩弹性，2022-2024 年复合业绩增速显著高于可比公司，因此在可比公司 2022 年平均估值 22X 的基础上给予 30% 的估值溢价，我们认为目前公司的合理估值水平为 2022 年 29 倍市盈率，对应目标价为 37.62 元，首次给予增持评级。

## 风险提示

原材料价格波动风险；市场开拓不及预期风险；行业政策风险；汇率波动风险。

## 公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,026	1,234	1,967	2,863	3,722
同比增长(%)	0.6%	20.3%	59.3%	45.6%	30.0%
营业利润(百万元)	128	57	175	267	334
同比增长(%)	57.1%	-55.1%	204.4%	53.1%	25.2%
归属母公司净利润(百万元)	114	71	156	227	283
同比增长(%)	52.8%	-37.7%	118.6%	45.7%	24.9%
每股收益(元)	0.95	0.59	1.30	1.89	2.36
毛利率(%)	26.1%	18.0%	22.4%	22.9%	22.7%
净利率(%)	11.1%	5.8%	7.9%	7.9%	7.6%
净资产收益率(%)	28.4%	7.8%	10.9%	14.5%	16.4%
市盈率	38.7	62.1	28.4	19.5	15.6
市净率	9.6	3.3	3.0	2.7	2.4

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

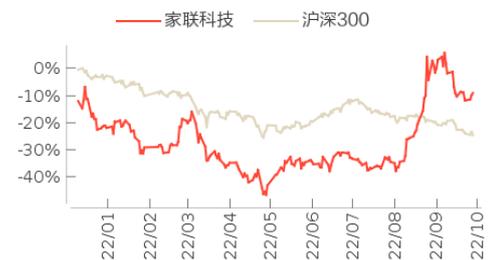
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

## 投资评级 增持 (首次)

股价 (2022年09月28日)	36.85 元
目标价格	37.62 元
52 周最高价/最低价	43.64/20.71 元
总股本/流通 A 股 (万股)	12,000/2,838
A 股市值 (百万元)	4,422
国家/地区	中国
行业	中小市值
报告发布日期	2022 年 09 月 29 日

## 股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-0.22	-4.92	31.83	
相对表现	6.25	9.55	54.88	
沪深 300	-6.47	-14.47	-23.05	-29.59



## 证券分析师

邢立力 xinglilili@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860522070001

## 联系人

韩冰 hanbing@orientsec.com.cn

## 目录

一、公司介绍：塑料餐饮具制造行业的领先企业 .....	5
1.1 塑料餐饮具制造行业的领先企业 .....	5
1.2 产品通过多种体系认证，客户覆盖多家商超巨头 .....	6
1.3 利润端受油价影响较大，国内业务迅速崛起 .....	7
二、行业简介：塑料制品行业格局分散，可降解行业加速布局 .....	9
2.1 塑料制品行业格局分散，家联科技收入规模领先 .....	9
2.2 限塑令推动可降解行业发展，国内企业加速产能布局 .....	13
三、公司逻辑：内销业务持续增长，产能扩张迎来业绩释放 .....	16
3.1 外销业务保持稳定，内销业务加速扩张 .....	16
3.2 全降解技术领先，业务蓬勃发展 .....	18
3.3 产能瓶颈即将突破，业绩将进入释放期 .....	21
3.4 油价有望高位回落，毛利率或将回升 .....	21
盈利预测与投资建议 .....	22
盈利预测 .....	22
投资建议 .....	24
风险提示 .....	24

## 图表目录

图 1: 家联科技发展历程 .....	5
图 2: 家联科技股权结构 (截至 2022Q1) .....	5
图 3: 家联科技参控股公司 (截至 2022Q1) .....	6
图 4: 家联科技主要产品 .....	6
图 5: 家联科技已通过认证体系 .....	6
图 6: 家联科技下游客户 .....	7
图 7: 公司 2017-2021 年营业收入及增速 .....	7
图 8: 公司 2017-2021 年归母净利润及增速 .....	7
图 9: 公司 2017-2021 年毛利率 .....	8
图 10: 2017-2021 年 WTI 原油价格 .....	8
图 11: 公司 2017-2021 分业务收入 .....	8
图 12: 公司 2017-2021 分地区收入 .....	8
图 13: 公司与同行业公司研发费用率 .....	9
图 14: 公司与同行业公司资产负债率 .....	9
图 15: 全球塑料产量 .....	10
图 16: 2018 年全球塑料产量分布 .....	10
图 17: 我国日用塑料制品产量 .....	10
图 18: 2015-2020 年塑料制品企业注册量 .....	11
图 19: 2021 年塑料制品企业在各省分布 .....	11
图 20: 塑料制品主要公司 .....	12
图 21: 同行业公司 2017-2021 年收入对比 (百万) .....	12
图 22: 同行业公司 2017-2021 年归母净利润对比 (百万) .....	12
图 23: 同行业公司 2017-2021 年毛利率对比 .....	12
图 24: 同行业公司 2017-2021 年净利率对比 .....	12
图 25: 塑料行业相关文件 .....	13
图 26: 生物塑料分类 .....	14
图 27: 可降解塑料性能对比 .....	14
图 28: 可降解塑料各地区需求分布 (2019 年) .....	14
图 29: 可降解塑料下游应用行业分布 (2019 年) .....	14
图 30: 国内可降解行业需求 .....	15
图 31: 生物塑料产能分布 .....	15
图 32: 国内部分企业生物降解塑料产能 .....	16
图 33: 公司 2017-2021 年外销收入及增速 .....	17
图 34: 公司 2017-2021 年外销业务占比 .....	17

图 35: 公司 2020 年前五大客户.....	17
图 36: 公司 2017-2021 年前五大客户收入占比.....	17
图 37: 公司 2017-2021 年内销收入及增速.....	17
图 38: 公司 2017-2021 年内销业务占比.....	17
图 39: 新茶饮市场规模.....	18
图 40: 公司可降解材料相关核心技术.....	19
图 41: 公司部分可降解材料制品.....	19
图 42: 公司 2017-2021 年全降解制品收入及增速.....	20
图 43: 公司 2017-2021 年全降解制品毛利及增速.....	20
图 44: 家得宝 2017-2021 年收入及增速.....	20
图 45: 家得宝 2017-2021 年归母净利润及增速.....	20
图 46: 公司 2018-2021 年塑料制品产能.....	21
图 47: 公司 2018-2021 年塑料制品产能利用率.....	21
图 48: 募投项目新建产能情况.....	21
图 49: 公司材料成本/营业成本.....	22
图 50: 公司单位成本变动与 PP 大宗价格变动.....	22
图 51: 可比公司估值.....	24

## 一、公司介绍：塑料餐饮具制造行业的领先企业

### 1.1 塑料餐饮具制造行业的领先企业

**塑料餐饮具制造行业的领先企业。**公司是一家从事塑料制品及生物全降解制品的研发、生产与销售的高新技术企业。经过多年积累发展，公司已成为全球塑料餐饮具制造行业的领先企业，全国生物全降解日用塑料制品单项冠军产品的生产企业。目前公司拥有注塑一车间、吸塑二车间、自动化包装车间、生物全降解材料改性车间四个数字化智能车间，在品质管控、生产效率、人工成本及生产能力方面行业领先。

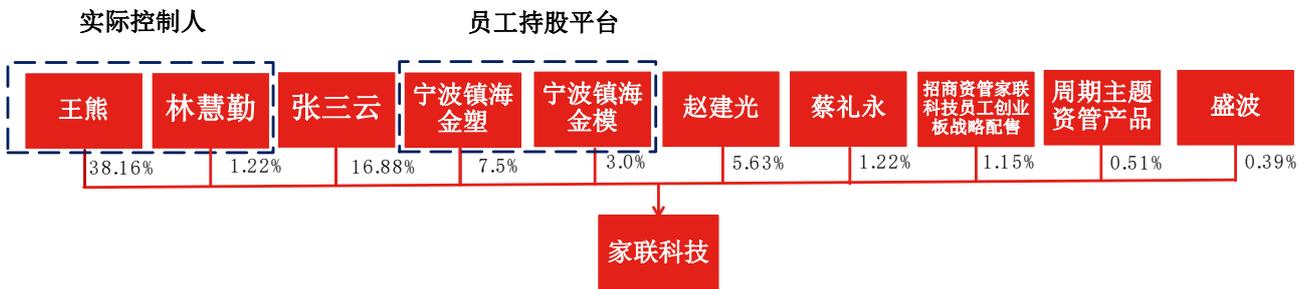
图 1：家联科技发展历程



数据来源：公司官网，东方证券研究所

**实控人股权集中，员工持股平台绑定业务骨干。**公司实际控制人为王熊、林慧勤夫妇，截至2022Q1，二人共直接持有公司 39.38%股权，前十大股东中宁波镇海金塑及宁波镇海金模为公司的员工持股平台，两者分别持有公司 7.5%、3.0%股权。

图 2：家联科技股权结构（截至 2022Q1）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

公司下设两家一级全资子公司，一家二级全资子公司。公司的境内子公司为家宏模具，主营业务为精密模具及配件的研发、设计、制造与加工，主要为公司提供模具设计及加工制造服务，境外一级子公司为 Home-Link LTD，主营业务为一次性塑料制品的进口与批发，承担了部分在北美市

场的开拓与销售工作，境外二级子公司为 Home-Link LLC，主要向美国子公司租赁其储存货物所需仓库。

图 3：家联科技参控股公司（截至 2022Q1）

参控股公司	参控关系	持股比例	主营业务
家宏模具	一级子公司	100%	主营业务为精密模具及配件的研发、设计、制造与加工，主要为家联科技提供模具设计及加工制造服务
Home-Link LTD	一级子公司	100%	主营业务为一次性塑料制品的进口与批发，承担了部分在北美市场的开拓与销售工作
Home-Link LLC	二级子公司	—	向美国子公司租赁其储存货物所需仓库

数据来源：公司公告，东方证券研究所

## 1.2 产品通过多种体系认证，客户覆盖多家商超巨头

**主要产品为塑料餐饮具及家居用品。**公司的主要产品为塑料餐饮具、塑料家居用品、生物全降解材料制品，可为餐饮、茶饮及连锁商超、航空、大型体育赛事等提供一站式的绿色餐饮包装产品解决方案。餐饮具主要包括刀叉勺、杯碗盘、吸管、航空餐饮套件等，主要终端客户为海内外大中型商超及连锁餐饮等；塑料家居用品包括收纳箱、鞋盒、椅子面板、滤篮、浴室物品架、全降解膜袋等，主要客户为海内外大中型商超、家居用品商。

图 4：家联科技主要产品

产品类型	主要产品	图例	终端客户
塑料餐饮具	刀叉勺、杯碗盘、吸管、航空餐饮套件		海内外大中型商超及连锁餐饮
家居用品	收纳箱、鞋盒、椅子面板、滤篮、浴室物品架、全降解膜袋		海内外大中型商超、家居用品商
生物全降解材料制品	生物降解吸管、生物降解袋、PLA厨房用品等		海内外大中型商超及连锁餐饮

数据来源：公司公告，东方证券研究所

**产品通过多种体系认证，具备较强竞争力。**公司产品已通过食品安全管理认证和国际零售业安全技术标准体系认证，达到了 Amazon、IKEA、Walgreen 等世界知名企业的严格标准并成功通过其工厂检验，生物全降解产品则通过了 BPI、DIN、ABA 等认证，形成了完善的质量管理和安全生产管理体系。依托技术优势和完善的经营管理体系，公司产品在海外市场具备较高竞争力，产品覆盖美国、欧洲、澳大利亚、东南亚等多个国家和地区，2020 年后公司加大开拓国内业务市场，已与多家连锁餐饮达成合作。

图 5：家联科技已通过认证体系

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



数据来源：招股书，东方证券研究所

下游客户覆盖多家国内外知名企业。公司产品的主要客户来自国内外的商超、餐饮巨头，包括 IKEA（宜家）、Walmart（沃尔玛）、KFC（肯德基）、Starbucks（星巴克）、SamsClub（山姆会员店）、Pizza Hut（必胜客）、Costco（好市多）、Woolworths（伍尔沃斯）、Sysco（西斯科）、USFood（美国食品）、Safeway（西夫韦）、Target（塔吉特）、Loblaws（洛布劳斯）、Tesco（特易购）、Amazon（亚马逊）、盒鲜生、小肥羊、吉野家、蜜雪冰城、喜茶、奈雪の茶、古茗、7分甜、鲜丰水果、大润发、麦德龙、欧尚等众多国内外知名企业，拥有较高的市场认可度。

图 6：家联科技下游客户



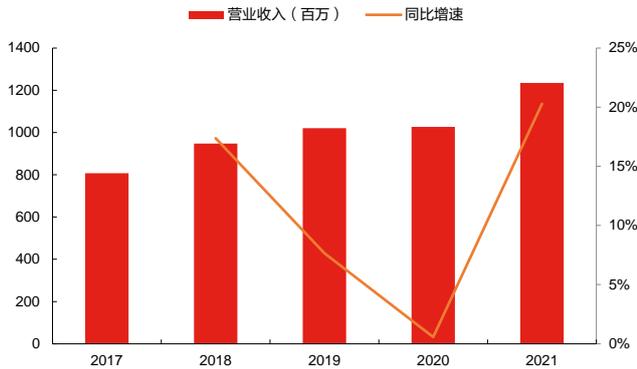
数据来源：招股书，东方证券研究所

### 1.3 利润端受油价影响较大，国内业务迅速崛起

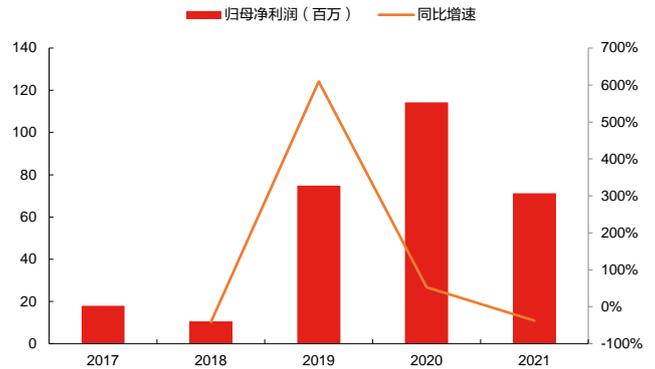
收入增长稳健，利润波动较大。公司 2017-2021 年收入整体稳健增长，年复合增长率为 8.71%，2021 年实现营业收入 12.34 亿元，同比增长 20.28%，主要因公司大力开拓国内业务，国内业务快速增长。从利润端来看，因公司的毛利率波动幅度较大导致公司的归母净利润也随之波动，2021 年公司实现归母净利润 0.71 亿，同比下降 37.73%。

图 7：公司 2017-2021 年营业收入及增速

图 8：公司 2017-2021 年归母净利润及增速



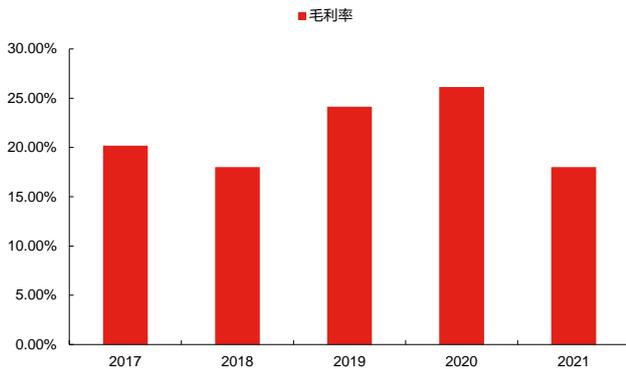
数据来源：公司公告，东方证券研究所



数据来源：公司公告，东方证券研究所

**毛利率波动较大，与原油价格相关度较高。**公司的毛利率波动较大，一方面因公司的原材料价格受国际油价及塑胶原材料价格的影响，高油价背景下公司的毛利率会被挤压。另一方面公司此前为拓展重要客户和占领市场份额阶段，为战略客户 IKEA（宜家）配套供货，前期业务存在毛利率较低的情形，导致公司的 2017-2018 年的毛利率水平较低。2021 年公司的毛利率为 18.02%，同比下降 8.11 个百分点，主要因原材料价格上涨、疫情、全球运力紧张费用增加。

图 9: 公司 2017-2021 年毛利率



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 10: 2017-2021 年 WTI 原油价格

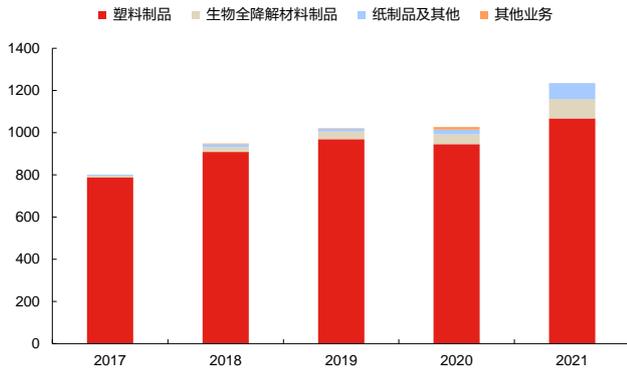


数据来源：wind，东方证券研究所

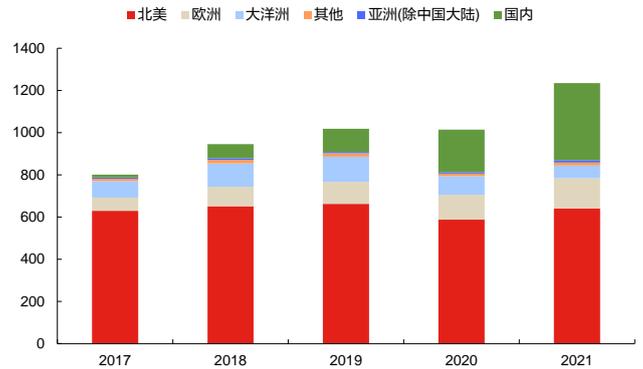
**餐饮具塑料制品为主要收入来源，国内业务迅速崛起。**分业务来看，公司的主要收入来源为塑料制品，2021 年塑料制品贡献了 86.4% 的收入，塑料制品中以餐饮具制品的销售收入远大于家居用品收入，2020 年塑料制品中二者收入占比分别为 93%、7%。分地区来看，北美地区为公司海外业务的主要收入来源，2021 年北美地区收入为 6.4 亿元，占总收入比重为 51.9%，整体来看海外地区收入整体较为稳定，国内业务的发展成为公司近两年业务快速增长的主要动力。

图 11: 公司 2017-2021 分业务收入（百万）

图 12: 公司 2017-2021 分地区收入（百万）



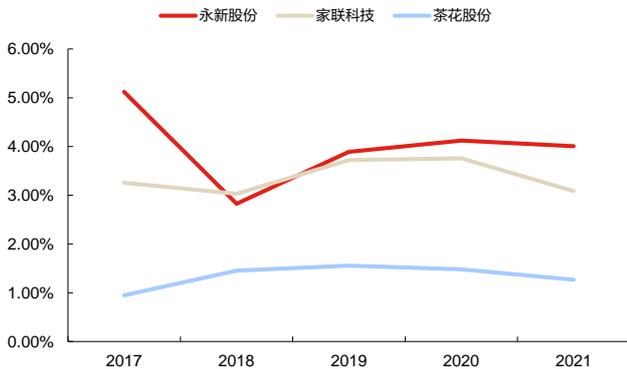
数据来源：公司公告，东方证券研究所



数据来源：公司公告，东方证券研究所

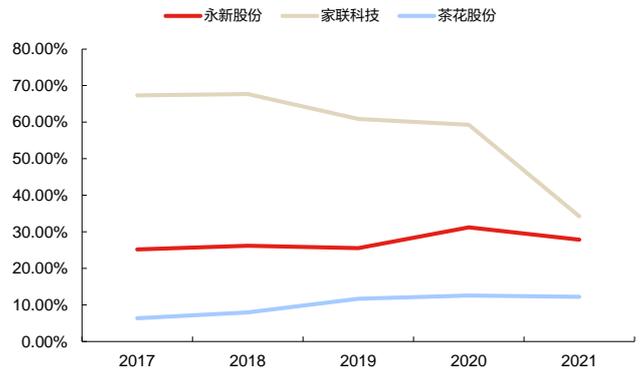
**研发费用率稳定，资产负债率高于行业水平。**公司 2021 年研发费用率为 3.1%，研发费用率较为稳定，主要因公司在塑料产品及可降解产品中保持稳定的研发支出，公司的研发费用率处于行业中等水平。2021 年之前公司的资产负债率明显高于行业水平，主要因公司生产经营规模仍在持续扩大，由于生产不同类别产品对机器设备有一定要求，生产中仍需购置一定的固定资产设备，上市之后，公司的资产负债率降至 34.2%，资产结构得到优化。

图 13: 公司与同行业公司研发费用率



数据来源：wind，东方证券研究所

图 14: 公司与同行业公司资产负债率



数据来源：wind，东方证券研究所

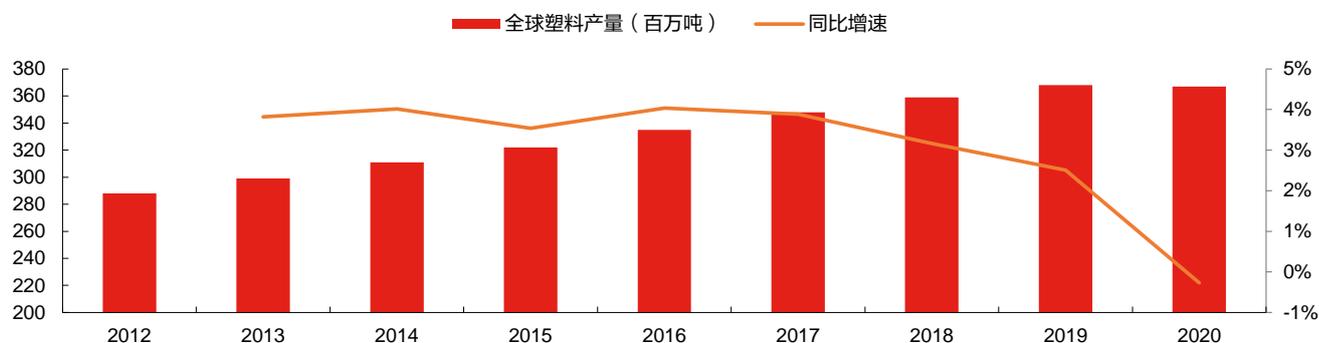
## 二、行业简介：塑料制品行业格局分散，可降解行业加速布局

### 2.1 塑料制品行业格局分散，家联科技收入规模领先

**塑料已经成为重要基础材料，2020 年全球塑料产量达 3.67 亿吨。**由于廉价、轻质、绝缘、不锈等诸优点，塑料成为了金属、木材等材料的绝佳替代品。根据欧洲塑料制造商协会（APME）数据，全球塑料产量在 20 世纪 50 年代就已经超过金属铝，60 年代超过了铜和锌，70 年代接近木材和水泥并在 80 年代于产量体积上超过了钢。经过一个世纪的发展，塑料已经成为与钢铁、木材、水泥并驾齐驱的重要基础材料行业，根据欧洲塑料协会（APME）数据，2020 年全球塑料产量达 3.67 亿吨，2012 年至 2020 年复合增长率为 3.1%，增势平稳。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 15: 全球塑料产量

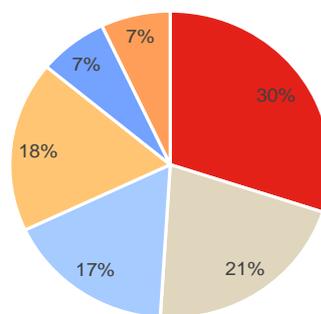


数据来源: 招股书, 东方证券研究所

我国的塑料生产量位居第一位，但是发达国家产品附加值更高。2018 年中国占据塑料生产总量的第一位，占比达到全球总产量的 30%，远远高于第二名的北美地区。从行业技术水平来看，传统发达国家地区如美国、西欧等拥有较为先进的技术水平，产品附加值普遍更高，在高性能塑料和环境友好型的生物降解塑料等领域应用更为成熟。中国、印度等发展中国家正在奋起直追，但在高端技术水平和产品应用上仍然存在一定差距。

图 16: 2018 年全球塑料产量分布

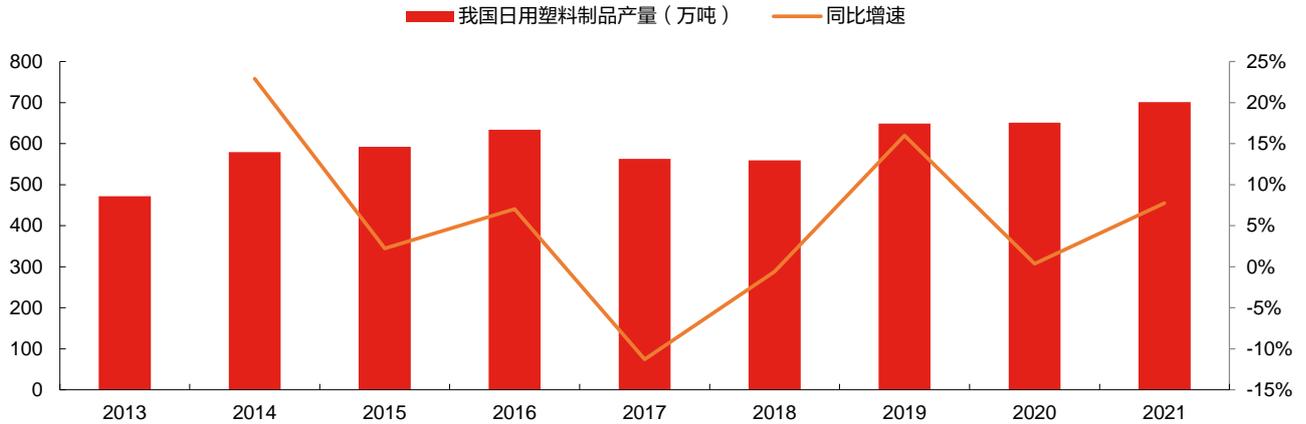
■ 中国 ■ 亚洲 (除中国) ■ 欧洲 ■ 北美 ■ 中东与非洲 ■ 其他地区



数据来源: 招股书, 东方证券研究所

限塑令之下日用塑料制品短期受到一定冲击，但是长期需求仍持续增长。从下游塑料制品情况来看，2013-2016 年我国日用塑料制品产量平稳增长，于 2016 年达到 634.26 万吨，2017 年后，包括“限塑令”在内的一系列法律法规对塑料工业产生了一定冲击，日用塑料制品产量出现下滑。2019 年，日用塑料制品产量又大幅上升至 648.64 万吨，超过 2016 年峰值。从内部因素上看，严格的环保政策助力行业的结构优化，淘汰了落后产能，提升了行业集中度；从外部因素上看，快速增长的快餐、团膳和家居市场为日用塑料制品行业带来了巨大需求，对冲了政策监管对产量带来的不利影响。

图 17: 我国日用塑料制品产量



数据来源：招股书，东方证券研究所

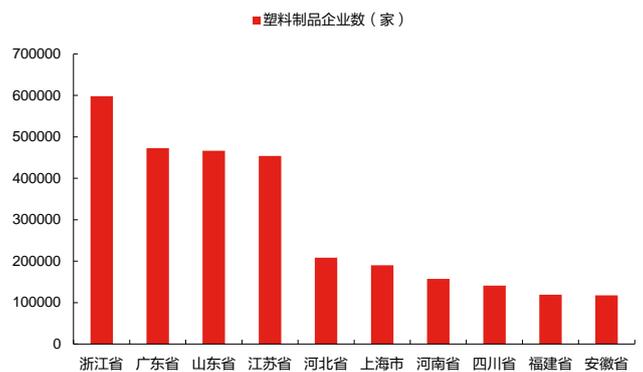
**传统日用塑料制品领域呈现二元化格局。**根据《中国塑料工业年鉴 2018》，传统日用塑料制品领域规模以上企业数量较少，许多企业以家庭作坊的形式组织生产和经营，设备自动化程度低，内部管理相对不足，产品同质性高且在质量上不具备明显竞争优势，市场竞争趋于白热化，整体利润水平较低。另一方面，行业领先企业拥有较强的生产自动化水平、技术研发实力与产品设计能力，生产规模较大，产品质量高且能满足客户的个性化与定制化需求，市场遍及全球，与国内外大型零售和餐饮等厂商建立了良好的合作关系，积累了优秀的品牌口碑。近年来，随着劳动力红利的迅速消退，环境监管和安全生产政策的收紧，中小型企业受到了较强的冲击，生产不规范、产能落后的厂商逐渐被淘汰，政策监管和市场竞争也在倒逼企业向现代化和自动化转型，严格的政策监管也为规范经营的领先厂商提供了更为有利的发展环境。

图 18: 2015-2020 年塑料制品企业注册量



数据来源：企查查，东方证券研究所

图 19: 2021 年塑料制品企业在各省分布



数据来源：企查查，东方证券研究所

**国内代表性企业不多，台州富岭与家联科技的业务相似。**日用塑料制品行业因市场较为分散，国内市场上代表性企业并不多，与公司处于同一业务，从事塑料餐饮具、家居用品等塑料日用品的研发与制造的主要有三家企业，SOLO Cup Company、台州富岭以及茶花股份。SOLO Cup Company 主要市场位于北美，在商超及餐饮行业中业务较多。台州富岭与公司的业务相似，除了餐饮具之外，还生产打包桶、水杯等多种日用塑料制品，在美国、欧洲等地也有海外业务。茶花股份主营业务主要为日常家居相关的收纳、清洁、饮食等产品，主要是与国内的连锁超市合作，海外业务占比相对较少。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

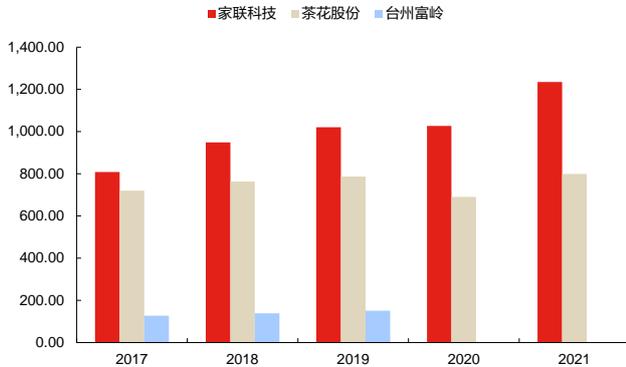
图 20：塑料制品主要公司

公司名称	所在地	成立时间	主要产品	主要市场
SOLO Cup Company	美国	1936	纸杯及塑料杯等，并逐步将产品线拓展至碗、盘等其他餐具	产品常见于北美市场的各大连锁商超和餐饮企业如沃尔玛、赛百味等，在行业市场中有较强影响力
台州富岭	浙江台州	1992	生产餐具、小量杯、打包桶、水杯等多种日用塑料制品	产品除国内市场外，大量出口美国、欧洲国家和地区，主要海外客户包括快餐连锁麦当劳、肯德基、汉堡王、赛百味、温迪及连锁超市沃尔玛等
茶花股份	福建福州	1997	日常家居生活相关的收纳、清洁、饮食等产品	与沃尔玛、永辉超市等大型连锁商超建立了稳定的合作关系，在全国各大终端超市有一定知名度
家联科技	浙江宁波	2009	包括餐具、耐用性家居用品等多种产品	产品大量出口北美、欧洲等地区，下游客户包括亚马逊、宜家、沃尔玛等

数据来源：招股书，东方证券研究所

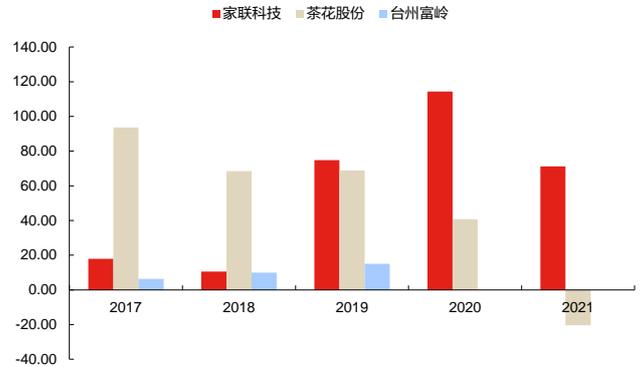
**家联科技收入规模行业领先，成本管控能力较强。**以国内同行业公司为对比，家联科技的收入规模明显高于茶花股份以及台州富岭，在上市的塑料制品行业较为领先，2021 年，家联科技营业收入达 12.3 亿，茶花股份为 8.0 亿，台州富岭因从美股退市暂无数据，从盈利情况来看，家联科技盈利情况优于茶花股份及台州富岭，2021 年，家联科技在成本端压力之下仍有不错的收益，而茶花股份的归母净利润则为负增长，体现家联科技较强的成本管控能力。

图 21：同行业公司 2017-2021 年收入对比（百万）



数据来源：wind，东方证券研究所

图 22：同行业公司 2017-2021 年归母净利润对比（百万）

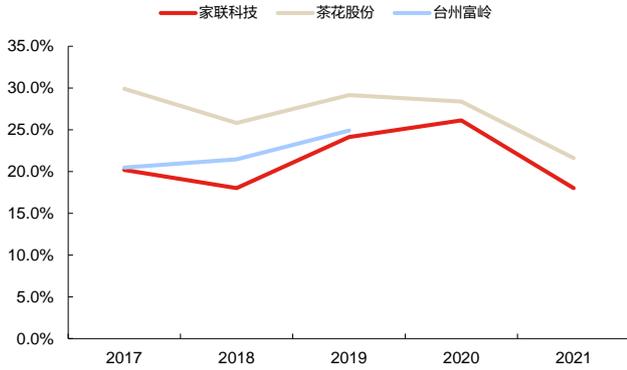


数据来源：wind，东方证券研究所

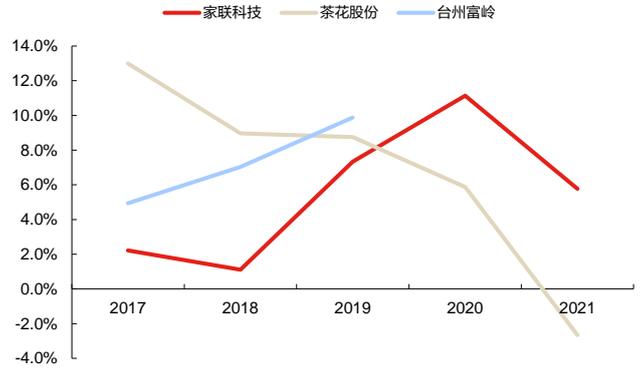
**同行业公司毛利率变动趋势一致，目前家联科技净利率已超茶花股份。**同行业公司的毛利率变动趋势基本一致，同样都受原油价格波动影响，茶花股份的毛利率略高于家联科技，台州富岭 2019 年之前的毛利率高于家联科技，但是低于茶花股份；从净利率来看，2019 年家联科技明显低于茶花股份和台州富岭，2020 年后家联科技优势逐步体现，净利率超过茶花股份。

图 23：同行业公司 2017-2021 年毛利率对比

图 24：同行业公司 2017-2021 年净利率对比



数据来源: wind, 东方证券研究所



数据来源: wind, 东方证券研究所

## 2.2 限塑令推动可降解行业发展，国内企业加速产能布局

**“限塑令”推动全降解塑料发展。**近年来，国家高度重视塑料污染治理工作，将“白色污染”综合治理方案列为重点改革任务。2020年1月，国家发展改革委、生态环境部印发《关于进一步加强塑料污染治理的意见》，4月国家发改委发布关于《禁止、限制生产、销售和使用的塑料制品目录（征求意见稿）》。《意见》明确，到2020年，率先在部分地区、部分领域禁止、限制部分塑料制品的生产、销售和使用；到2022年，一次性塑料制品消费量明显减少，替代产品得到推广，塑料废弃物资源化能源化利用比例大幅提升；在塑料污染问题突出领域和电商、快递、外卖等新兴领域，形成一批可复制、可推广的塑料减量和绿色物流模式；到2025年，塑料制品生产、流通、消费和回收处置等环节的管理制度基本建立，多元共治体系基本形成，替代产品开发应用水平进一步提升，重点城市塑料垃圾填埋量大幅降低，塑料污染得到有效控制。随着相关政策的推动，未来低附加值产品将逐渐被高质量、可生物降解的高附加值产品取代。

图 25：塑料行业相关文件

文件名称	发布时间	发布单位	主要内容
《新材料产业发展指南》	2016年12月	工信部、发改委、科技部、财政部	加快推动先进基础材料工业转型升级，大力推进材料生产过程中的智能化和绿色化改造，重点突破材料性能及成分控制、生产加工及应用等工艺技术，开发生物可降解材料
《关于进一步加强塑料污染治理的意见》	2019年9月	中央全面深化改革委员会	有序禁止、限制部分塑料制品的生产、销售和使用，积极推广可循环易回收可降解替代产品，增加绿色产品供给，规范塑料废弃物回收利用，建立健全各环节管理制度，有力有序有效治理塑料污染。到2020年，率先在部分地区、部分领域禁止、限制部分塑料制品的生产、销售和使用。到2022年，一次性塑料制品消费量明显减少，替代产品得到推广，塑料废弃物资源化能源化利用比例大幅提升；在塑料污染问题突出领域和电商、快递、外卖等新兴领域，形成一批可复制、可推广的塑料减量和绿色物流模式。到2025年，塑料制品生产、流通、消费和回收处置等环节的管理制度基本建立，多元共治体系基本形成，替代产品开发应用水平进一步提升，重点城市塑料垃圾填埋量大幅降低，塑料污染得到有效控制
《关于进一步加强塑料污染治理的意见》	2020年1月	发改委	有序禁止、限制部分塑料制品的生产、销售和使用，积极推广可循环易回收可降解替代产品，增加绿色产品供给，规范塑料废弃物回收利用，建立健全各环节管理制度，有力有序有效治理塑料污染。到2020年，率先在部分地区、部分领域禁止、限制部分塑料制品的生产、销售和使用。到2022年，一次性塑料制品消费量明显减少，替代产品得到推广，塑料废弃物资源化能源化利用比例大幅提升；在塑料污染问题突出领域和电商、快递、外卖等新兴领域，形成一批可复制、可推广的塑料减量和绿色物流模式。到2025年，塑料制品生产、流通、消费和回收处置等环节的管理制度基本建立，多元共治体系基本形成，替代产品开发应用水平进一步提升，重点城市塑料垃圾填埋量大幅降低，塑料污染得到有效控制

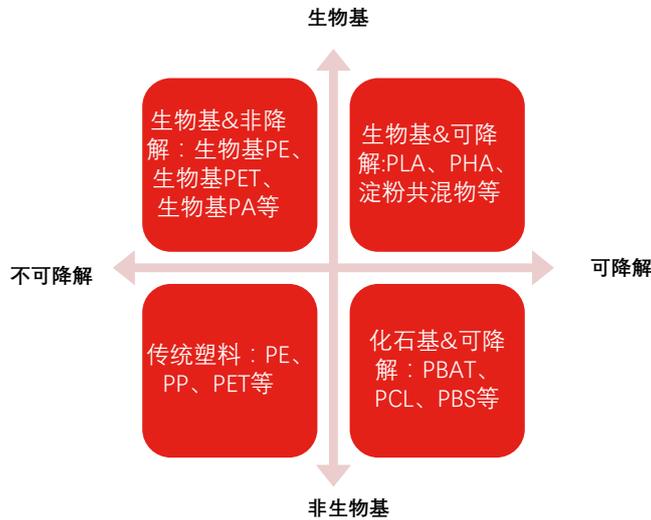
数据来源: 招股书, 东方证券研究所

**生物可降解塑料根据原料来源可将其分为生物基和石油基两类。**生物基可降解塑料主要包括聚乳酸 (PLA)、聚羟基脂肪酸酯类聚合物 (PHAs)、全淀粉基、纤维素等；石化基可降解塑料包括

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

二元酸二元醇共聚酯系列例如聚丁二酸丁二醇酯（PBS）、聚己二酸-对苯二甲酸丁二醇酯（PBAT）、二氧化碳共聚物（PPC）、聚己内酯（PCL）、聚乙醇酸（PGA）等。石油基指的是虽然原材料来自石油但可以被生物降解的一类塑料，如 PBAT、聚乙醇酸等。

图 26：生物塑料分类



数据来源：European Bioplastics，东方证券研究所

**可降解塑料性能差异较大，大多材料采用复合形式。**从性能来看，不同类型的可降解塑料在性能上各有不同，如 PLA 的硬度较高但是耐水解性较弱，而 PBAT 硬度较低，但是耐水解性较强，通常市面上常见的生物可降解塑料产品为满足下游不同的需求，大多采用多种材料复合的形式，现在广泛使用的可降解吸管和可降解塑料袋通常是 PLA 和 PBAT 的复合品。成本是制约生物可降解塑料商业化进程的关键因素，由于原料获取难度大、价格高、生物反应时间长、设备运行成本高等因素，各类型的可降解塑料价格普遍相比传统塑料价格较高。

图 27：可降解塑料性能对比

	共混类/淀粉基塑料	PLA	PBAT	PHA	PBS
耐热性	较弱	较弱	弱	强	较强
成膜性	较强	适中	强	弱	较强
硬度	较低	高	低	低	较低
耐水解性	中等	强	强	弱	适中
透明度	低	高	低	低	低
力学强度	中等	较高	高	高	高

数据来源：《几种可生物降解塑料的性能与应用比较研究》，东方证券研究所

**可降解塑料的需求结构存在较大差异。**西欧为最大的可降解塑料消费市场，其消费量占到全球的 55%，其次是北美、亚太地区（除中国外）和中国。西欧是共混类/淀粉基塑料消费量最大的地区，主要因是该地区可降解塑料发展较早，起初淀粉基塑料技术门槛低且价格实惠，随着淀粉基塑料的各种弊端逐渐被人们所了解（例如降解残留、不可完全分子化等问题），美国和亚太国家已不再将淀粉基作为第一选择，现阶段需求以 PLA、PBAT 和 PBS 等为主。从下游应用行业来看，包装业和农业是生物可降解塑料最主要的两个下游市场，2019 年两者合计占下游应用的近 3/4。

图 28：可降解塑料各地区需求分布（2019 年）

图 29：可降解塑料下游应用行业分布（2019 年）

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

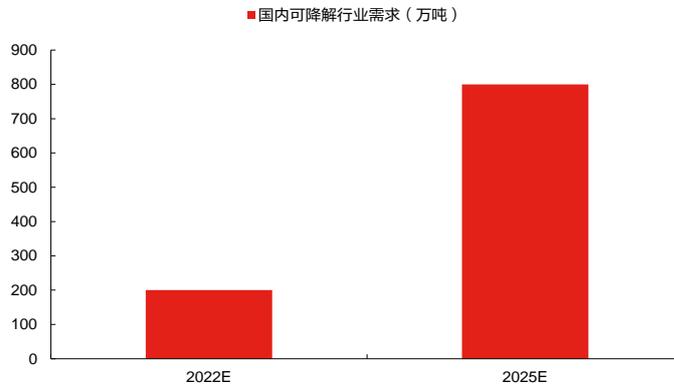


数据来源: European Bioplastics, 东方证券研究所

数据来源: European Bioplastics, 东方证券研究所

**国内可降解塑料渗透率较低。**据 IHS Markit 测算，2018 年中国可降解塑料渗透率仅 0.62%，不及全球平均值 0.65%，欧洲地区可降解塑料渗透率最高，达到 2.37%，美国为 1.68%。随着国内政策的驱动以及居民环保意识的觉醒，未来国内可降解塑料的需求也将持续的增长，根据中科院物理所工程料国家工程研究中心的预测，在 2022 年底国家限塑令禁止的约 200 万吨产品中，PBAT/PBS 的需求量达 100 万吨以上，限塑令最终（2025 年底）涉及产品将超过 800 万吨/年，而整个国际市场需求量超过 2000 万吨/年。

图 30: 国内可降解行业需求

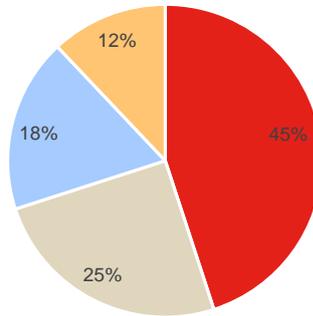


数据来源: 中科院物理所工程料国家工程研究中心, 东方证券研究所

**亚洲已成为最大的生物塑料生产中心。**从供给端来看，2019 年全球生物塑料产能合计 211.5 万吨，其中 56% 属于生物可降解塑料，预计 2024 年全球生物塑料产能将超过 240 万吨。按地区来看，亚洲已成为全球最大的生物塑料生产中心；欧洲作为该领域起步最早的地区，目前贡献了近全球 1/4 的产能。除淀粉基塑料之外，PLA 和 PBAT 是目前产业化程度最高的两种生物可降解塑料，两者产能合计占全球总产能的 49%。

图 31: 生物塑料产能分布

■ 亚洲 ■ 欧洲 ■ 北美洲 ■ 南美洲



数据来源：European Bioplastics，东方证券研究所

**国内企业加速布局生物降解材料。**全球生物降解塑料产能主要集中于国外企业，但在“禁塑令”的驱动下，国内企业也加紧产能布局，中国淀粉基生物降解塑料企业产能前三的企业为华丽环保、虹彩科技、苏州汉丰；PLA 生产企业前三为安徽丰原、浙江海正、吉林中粮生化；PBAT 生产企业前三为蓝山屯河、金发科技、康辉新材；PBS 生产企业前三为蓝山屯河、万通化工、金晖兆隆；PHA 生产企业前三为苏绿环保科技、天津国韵、蓝晶微生物。

图 32：国内部分企业生物降解塑料产能

淀粉基生物降解塑料企业	华丽环保	虹彩科技	苏州汉丰
产能 (万吨/年)	6	4	3.5
PLA企业	安徽丰原	浙江海正	吉林中粮生化
产能 (万吨/年)	5	4.5	3
PBAT企业	蓝山屯河	金发科技	康辉新材
产能 (万吨/年)	12	6	3.3
PBS企业	蓝山屯河	万通化工	金晖兆隆
产能 (万吨/年)	6	3	2
PHA企业	苏绿环保科技	天津国韵	蓝晶微生物
产能 (万吨/年)	1	1	0.5

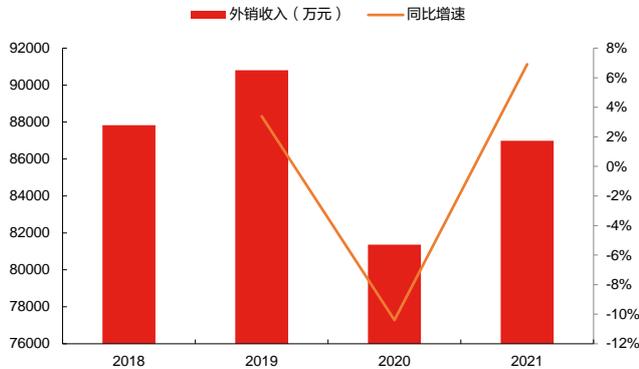
数据来源：前瞻产业研究院，东方证券研究所

## 三、公司逻辑：内销业务持续增长，产能扩张迎来业绩释放

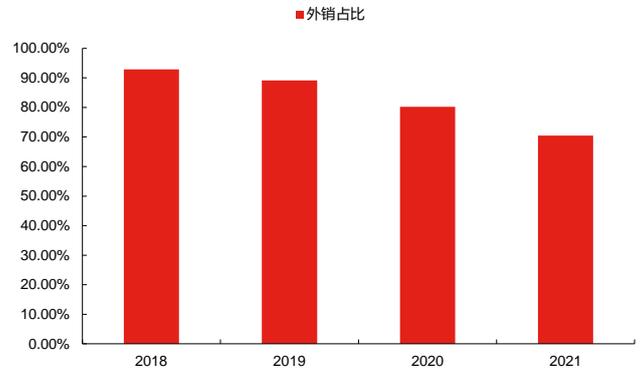
### 3.1 外销业务保持稳定，内销业务加速扩张

**收入主要来自外销，外销规模保持稳定。**公司业务收入主要来自外销收入，销售目的地主要为北美洲、欧洲和大洋洲，外销的主要产品为塑料制品，2018-2021 年公司外销收入分别为 8.8、9.1、8.1、8.7 亿元，从销售收入规模来看，外销业务收入基本保持平稳的状态，2020 年外销收入降低，主要因新冠疫情对美国餐饮行业影响较大导致。2021 年，海外市场疫情后开始逐渐恢复，外销收

入也随之增长。从收入占比来看，外销占总收入比重分别为 92.89%、89.15%、80.20%、69.26%，外销占比较大，但是随着国内业务的快速发展，近几年外销业务比重呈下降的趋势。

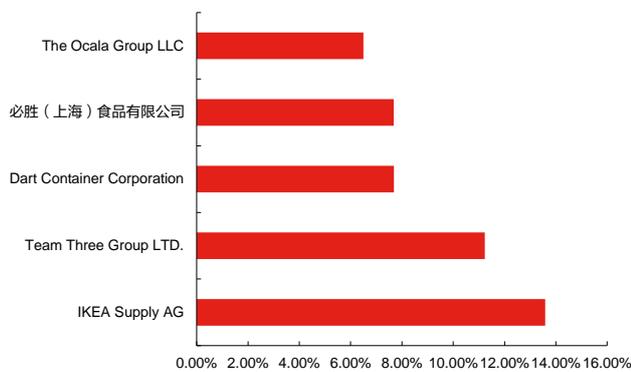
**图 33：公司 2017-2021 年外销收入及增速**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

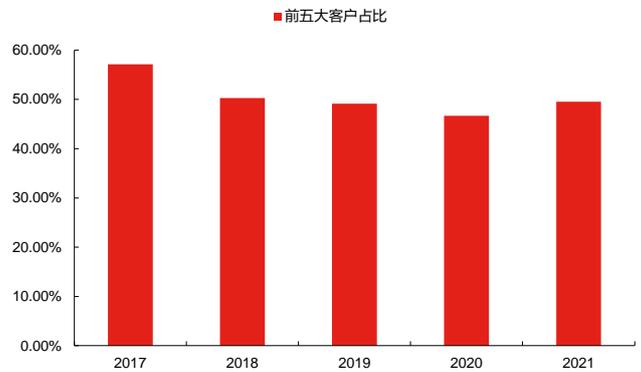
**图 34：公司 2017-2021 年外销业务占比**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

**前五大客户占比较高，大客户关系稳定。**2020 年，公司的前五大客户销售占比相对较为集中，2021 年，前五大客户收入占比达 49.5%，而其中宜家为公司目前最大的客户，自 2020 年起，宜家的销售收入占比已至第一位，销售收入达 1.4 亿，占公司总收入比重为 13.6%。而其他大客户如 Team Three（美国第二大食品服务销售企业）、Dart（世界著名的餐饮具开发、制造和分销企业）、The Ocala（进出口贸易商）则是公司多年的大客户，销售规模相对较为稳定。

**图 35：公司 2020 年前五大客户**


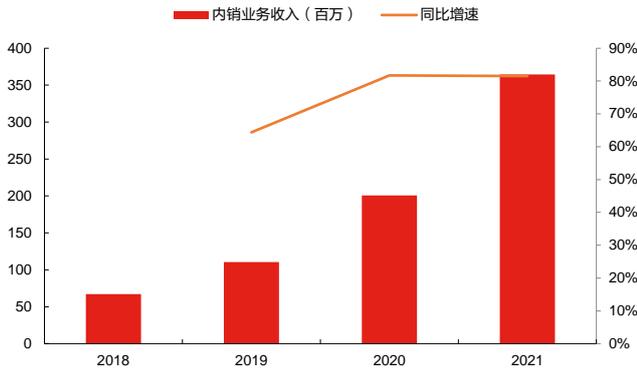
数据来源：公司公告，东方证券研究所

**图 36：公司 2017-2021 年前五大客户收入占比**


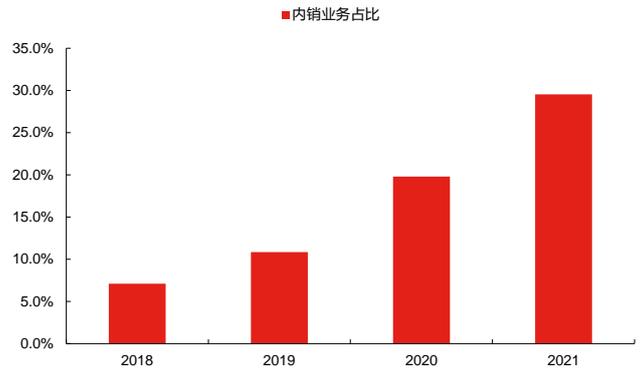
数据来源：公司公告，东方证券研究所

**持续探索国内业务，内销业务快速增长。**公司虽然一直以海外业务为基础，但是在国内方面，公司也在不断摸索发展新的客户，近几年，公司的餐饮类客户如百胜中国、喜茶、奈雪の茶、蜜雪冰城、古茗、7 分甜等国内重点客户发展迅速势头良好，公司与多家餐饮类客户已达合作并为其提供餐饮具，2019 年公司的国内业务规模已超 1 亿元，2020、2021 年内销业务收入增速仍持续处于高位，2021 年，公司的内销业务收入规模已达 3.6 亿。

**图 37：公司 2017-2021 年内销收入及增速**
**图 38：公司 2017-2021 年内销业务占比**



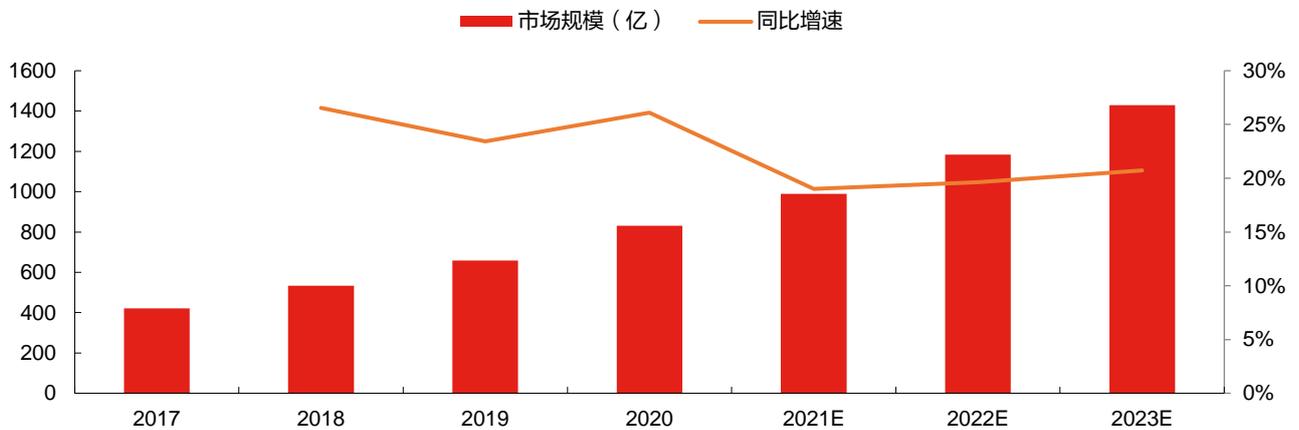
数据来源：公司公告，东方证券研究所



数据来源：公司公告，东方证券研究所

**下游客户仍处于高速发展，有望与客户共同成长。**根据《2021年新茶饮研究报告》，2020年，我国饮品店中新茶饮占比达65.5%，门店数达到37.8万家，2017-2020年我国新茶饮市场收入的规模从422亿增长至831亿，预计2021-2023年行业复合增速最高可达20%，至2023年，新茶饮市场收入有望达到1428亿，且随着95、00后等“Z世代”成长，新茶饮已经成为年轻人生活中的必需品，预计未来几年新茶饮行业仍然会高速发展。公司国内下游客户行业仍处于快速发展期，且下游客户对产品的规范性、品质感、设计感要求增加，越来越多的头部品牌开始选择环保、全降解产品，公司兼顾传统塑料和全降解产品，在生产规模及管理规范方面具备优势，有望与客户共同成长。

图 39：新茶饮市场规模



数据来源：《2021年新茶饮研究报告》，东方证券研究所

### 3.2 全降解技术领先，业务蓬勃发展

**研发起步早，拥有多项生物全降解相关核心技术。**公司于2012年开始进行生物全降解材料改性及制品生产的研发，通过长时间的研究与开发，已形成多项生物全降解相关核心技术，目前公司拥有20余项生物降解相关专利，生物降解核心技术相较于传统技术具有突出优势兼备生物降解材料的改性、产品制造及模具制造能力，可实现生物全降解制品的顺利规模化生产。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 40：公司可降解材料相关核心技术

技术名称	技术特点	与传统技术对比
聚乳酸耐热性改良技术	保持 PLA 生物降解特性的同时，解决 PLA 耐热性差问题，保证 PLA 在开水、运输和储存过程中不变形；降低 PLA 生产成本，并保持良好力学性能，从而替代 PP 和 PS 在一次性餐具领域的应用	目前市场主流 PLA 产品热变形温度一般为 85-95℃，公司高耐热 PLA 产品热变形温度达到 120℃并可在微波炉中使用
聚乳酸耐久性改良技术	保持 PLA 生物降解特性的同时，解决 PLA 耐水解性差问题，满足 PLA 在使用过程中微波加热和高温消毒的使用需求，将 PLA 应用领域拓展到耐久性的日用品和餐具领域	目前市场上耐久性 PLA 餐具产品较少。公司 PLA 耐久类餐具产品可经受标准洗碗机清洗 200 次以上。
聚乳酸发泡技术	保持 PLA 生物降解特性的同时，解决 PLA 发泡性能差的问题，提升 PLA 发泡率，替代传统 EPS 发泡材料	
聚乳酸韧性和延展性改良技术	保持 PLA 生物降解特性的同时，改善 PLA 的韧性和延展性，使其满足吸管、吹膜生产工艺对原材料的要求	公司 PLA 材料韧性和延展性更好。改良后 PLA 材料的弯曲模量由 3,400MPa 提高至 4000MPa 以上，断料生长率由 3% 提升到 10% 左右，大幅低于其他厂商，较小的分子量损耗可有效保证产品在加工过程中的质量
PLA 吸塑生产工艺	PLA 在回料造粒之后分子量会大量降低，公司结合多年生产经验与现有片材机、成型机的生产条件，自主研发 PLA 吸塑工艺，通过直接回收 PLA 片料以避免 PLA 分子量的大量降低	采用特殊的结晶工艺和多种结晶手段确保各类产品满足性能要求，生产工艺复杂度较高。采用本工艺，结晶能耗比原工艺降低 30%，所需员工减少 70%
PLA 注塑生产工艺	自主研发 PLA 注塑生产工艺，通过模内加温结晶的方法提高产品光亮度、硬度各方面性能	市面上普通 PLA 产品保质期约为 9-12 个月，公司 PLA 吸管产品对外承诺保质期约 12-18 个月，且公司可以生产直管、弯管
PLA 吸管生产工艺	自主研发 PLA 吸管生产工艺，通过设定原材料处理标准，产品水分去除等方法确保产品性能，提高产品合格率，降低生产成本	

数据来源：招股书，东方证券研究所

**全降解业务竞争优势明显。**在国内限塑政策趋严的情况下，塑料餐饮具加工商要在国内市场保持持续竞争能力，则须能够做到可快速调整生产原材料、实现生物全降解制品大规模生产。公司的全降解制品已覆盖包括刀叉勺、杯、盖、吸管、膜袋等产品，在生物全降解材料的改性技术方面，拥有以下优势：**1) 技术优势。**生物降解材料改性及制品制造技术先进，为全国生物基全降解日用塑料制品相关国家标准的第一起草单位与主要参与者；**2) 先发优势。**公司较早布局生物降解材料的改性及其制品领域，生物降解材料产品通过多项主流认证并实现持续稳定销售，具备先发优势；**3) 产业经验优势。**技术与生产覆盖材料改性、产品制造与模具制造环节，产业链较长，产品线丰富，产能较大，生产自动化、智能化程度高，具有丰富产业经验与成本控制能力。

图 41：公司部分可降解材料制品



数据来源：招股书，东方证券研究所

**与大型消费类客户合作，全降解业务收入快速增长。**随着 2020 年底《关于进一步加强塑料污染治理的意见》时间的临近，2021 年国内生物全降解市场将迎来快速发展期，公司的全降解材料业务也随之迅速增长，陆续在全降解材料制品业务已陆续开拓盒马鲜生、7 分甜、蜜雪冰城、吉野家、奈雪の茶、古茗、喜茶、美团、百胜等大型消费类客户，2021 年全降解业务收入达 9189 万元，同比增长 96.7%，实现毛利 2073 万元，同比增长 38.5%，全降解业务毛利率有所下滑主要因其中产品结构中膜袋等单价较低的产品销量增长。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

**图 42：公司 2017-2021 年全降解制品收入及增速**


数据来源：招股书，东方证券研究所

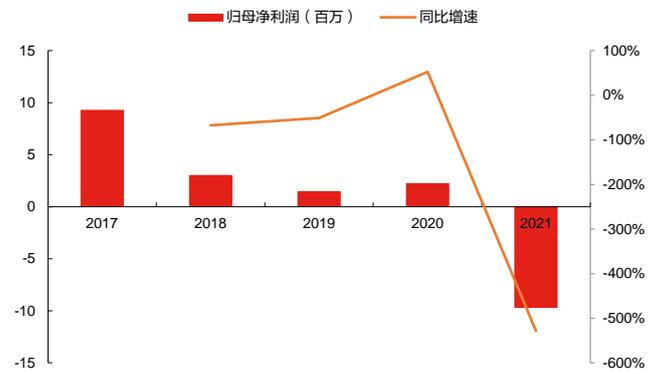
**图 43：公司 2017-2021 年全降解制品毛利及增速**


数据来源：招股书，东方证券研究所

**收购及增资家得宝，加码布局全降解。**2022 年 5 月 4 日，公司公告拟以 4500 万元的价格受让浙江双鱼塑胶有限公司持有的浙江家得宝科技股份有限公司 45% 的股权；同时以 12000 万元认购家得宝增发的 4162.4 万股股本次增发完成后，公司将持有家得宝 75% 的股权。家得宝在环保餐具等纸制品领域深耕多年，主营业务为一次性环保纸浆餐具的研发、生产和销售，包括盘、碗、快餐盒等植物纤维一次性环保餐具，主要应用于餐饮业，产品出口多个国家和地区，在纸餐具制造水平处于行业领先水平，其生产销售能力在国内同类产品生产企业中排名前列，通过收购及增资家得宝，将进一步拓展公司的业务板块，加快公司在全降解产品领域的布局，有助于提升公司的市场占有率。

**图 44：家得宝 2017-2021 年收入及增速**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

**图 45：家得宝 2017-2021 年归母净利润及增速**


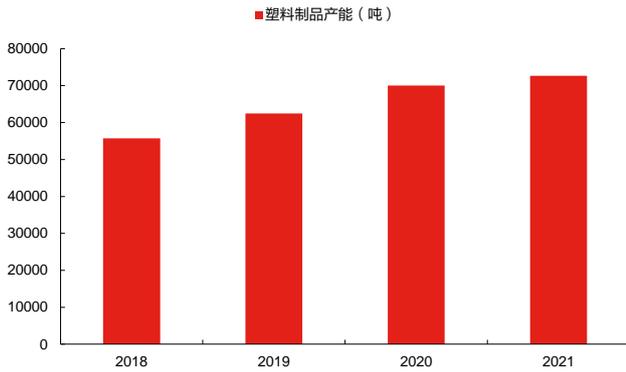
数据来源：公司公告，东方证券研究所

**全降解材料持续普及，利于公司业务发展。**在相关政策不断出台，全民环保健康意识持续增强的大背景下，在餐饮、新茶饮行业，吸管和外卖袋都由传统塑料向全降解材料转换，新茶饮行业部分龙头企业品牌，在吸管、餐勺、餐盒、外卖包装袋，都实现了产品全降解化，全降解材料将越来越普及，公司的全降解制品业务也将持续蓬勃发展。

### 3.3 产能瓶颈即将突破，业绩将进入释放期

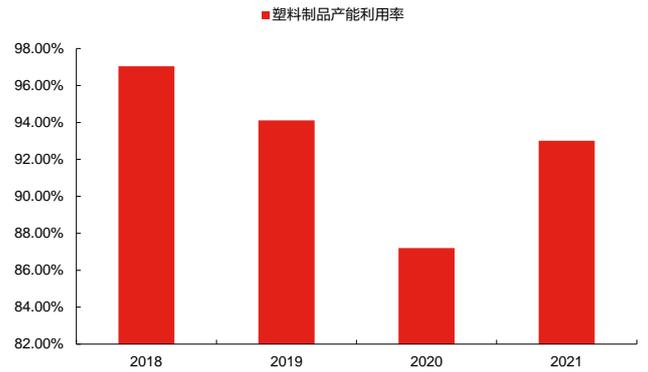
**塑料制品产能持续增长，产能利用率维持高位。**根据招股书，截至 2020 年，公司合计拥有产能约 7.3 万吨，其中塑料制品产能约为 7 万吨、生物全降解材料产能为 0.14 万吨、纸制品及其他产能 0.16 万吨，2021 年，公司的塑料制品产能约为 7.3 万吨，塑料制品产能仍在持续攀升。从产能利用率来看，公司的塑料制品产能利用率较高，除 2020 年疫情影响之外，2018、2019、2021 年塑料制品产能利用率均高于 90%。

图 46：公司 2018-2021 年塑料制品产能



数据来源：招股书，东方证券研究所

图 47：公司 2018-2021 年塑料制品产能利用率



数据来源：招股书，东方证券研究所

**募投项目新增产能约 4 万吨，保障业务发展。**公司募投项目中漕浦厂区生物降解材料制品及高端塑料制品生产线建设项目将新增产能共 4 万吨，其中包括 2.4 万吨高端塑料制品（家居用品及餐具类）、1.6 万吨生物降解材料制品（家居用品及餐具类），项目建设期为 3 年，预计第三年、第四年、第五年达产计划分别为 20%、60%、100%，满产之后，公司的总产能将提升 34%。随着募投项目的逐渐投产，公司的产能瓶颈有望得到突破，为公司业绩的持续发展提供有力保障。

图 48：募投项目新建产能情况

募投项目名称	产品类型	设计产能 (吨)
漕浦厂区生物降解材料制品及高端塑料制品生产线产能建设项目	塑料制品（注塑类）：家居用品、儿童用品、刀叉勺	16000
	塑料制品（吸塑类）：餐饮具（杯、碗、盘、杯盖）	8000
	生物降解材料制品（家居用品及餐具类）	16000

数据来源：招股书，东方证券研究所

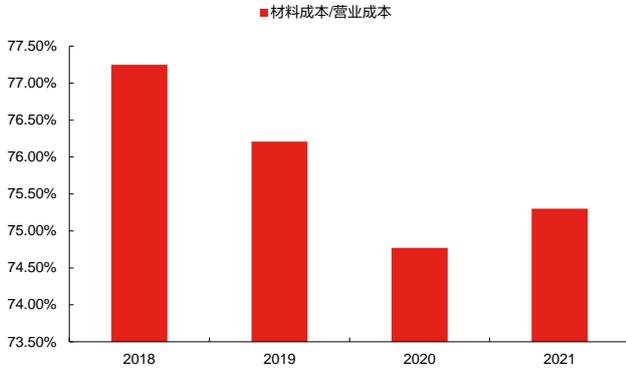
### 3.4 油价有望高位回落，毛利率或将回升

**材料成本占比超过 70%，原材料价格受油价影响。**由于公司材料成本主要使用塑胶原材料，而公司营业成本中材料成本占比超过 70%，因此塑胶原材料的价格变动是导致公司产品成本变动的主要因素之一，而塑胶原材料以 PP、PS 等原料为主，其价格波动在很大程度上受石油价格波动的影响，公司原材料的价格受国际原油价格影响，整体呈现正相关。

**油价高位回落，公司盈利能力或将提升。**2020 年末及 2021 年原油及塑胶原材料价格增长较快，受石油价格波动的影响，塑胶原材料的价格波动幅度较大，公司 2021 年的毛利率也受此影响，出现明显的下滑，在市场形势不利的情况下，需要及时更新对客户的报价，与客户协商调整价格，

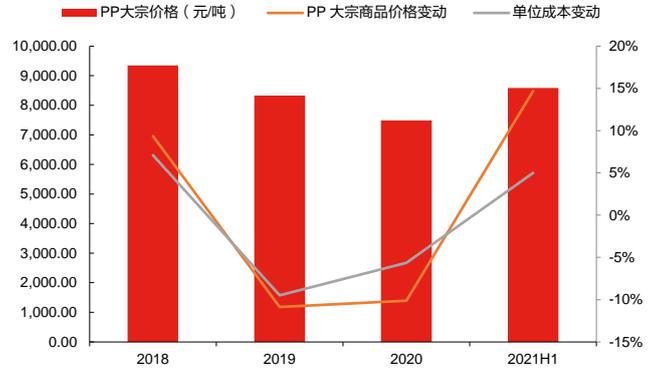
公司目前已与客户达成协议，已进行了新一轮的提价，及时将原材料价格波动向下游客户传导。当前油价高位回落，有利于公司营业成本的降低，公司的盈利能力或将增强。

图 49：公司材料成本/营业成本



数据来源：招股书，东方证券研究所

图 50：公司单位成本变动与 PP 大宗价格变动



数据来源：招股书，东方证券研究所

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测

我们对公司 2022-2024 年盈利预测做如下假设：

- 1) 公司收入的大幅增长主要来自于塑料制品以及全降解制品业务。

**塑料制品业务**主要是为餐饮以及日用品行业制造塑料餐饮具以及塑料日用品，公司在海外的业务随着海外疫情后的需求增长不断恢复，同时，公司也在大力拓展国内餐饮及消费知名品牌的合作，国内业务实现快速增长，我们预计 22-24 年该业务收入增速分别为 50.5%、29.5%和 24.2%。

**全降解材料业务**已覆盖包括刀叉勺、杯、盖、吸管、膜袋等产品，随着限塑令的持续推进，消费餐饮行业对全降解产品的需求也将持续扩大，公司的全降解材料产品线丰富，且具备较高的生产能力，我们预计 22-24 年该业务收入增速分别为 119.4%、74.5%和 58.6%。

**纸制品及其他业务**在公司的业务中占比较小，基于对公司收购家得宝并表的情况，我们预计 22-24 年该业务收入增速分别为 111.0%、170.7%和 34.7%。

- 2) 公司 22-24 年毛利率分别为 22.4%、22.9%、22.7%，主要考虑公司原材料受原油价格波动影响较大，随着原油价格回落，公司的毛利率有所修复，我们预计 22-24 年塑料制品业务的毛利率分别为 23.0%、24.2%、23.9%，全降解材料业务的毛利率分别为 25%、27%和 27%，纸制品及其他业务的毛利率分别为 13.2%、13.3%和 13.4%。
- 3) 公司 22-24 年销售费用率为 5.2%、5.35%和 5.5%，管理费用率稳定在 4.2%，研发费用率稳定在 3.5%。销售费用率的小幅增长主要考虑到公司产能释放，持续客户拓展导致销售费用增速略高于收入增速。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

4) 公司 22-24 年的所得税率为 15%。

**盈利预测核心假设**

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>塑料制品</b>					
销售收入（百万元）	945.2	1,067.0	1,605.8	2,080.1	2,583.5
增长率	-2.5%	12.9%	50.5%	29.5%	24.2%
毛利率	26.1%	17.4%	23.0%	24.2%	23.9%
<b>生物全降解材料制品</b>					
销售收入（百万元）	46.7	91.9	201.6	351.8	557.9
增长率	29.1%	96.7%	119.4%	74.5%	58.6%
毛利率	32.0%	22.6%	25.0%	27.0%	27.0%
<b>纸制品及其他</b>					
销售收入（百万元）	22.5	75.5	159.2	430.9	580.7
增长率	68.9%	234.9%	111.0%	170.7%	34.7%
毛利率	27.5%	21.1%	13.2%	13.3%	13.4%
合计	1,026.3	1,234.4	1,966.6	2,862.9	3,722.1
增长率	0.6%	20.3%	59.3%	45.6%	30.0%
综合毛利率	26.1%	18.0%	22.4%	22.9%	22.7%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

## 投资建议

我们预计公司 2022-2024 年每股收益分别为 1.30、1.89、2.36 元，由于与公司相同业务的可比公司仅有茶花股份一家，而茶花股份无市场一致预期，因此选取与公司同属于申万行业轻工制造-家居用品-其他家居用品行业的张小泉、好太太、嘉益股份、公牛集团，以及提供塑料制品和服务的喜悦智行作为可比公司。考虑公司中长期较高成长性，以及短期产能释放、成本回落带来业绩弹性，2022-2024 年复合业绩增速为 35%，显著高于可比公司（24%），因此在可比公司 2022 年平均估值 22X 的基础上给予 30% 的估值溢价，我们认为目前公司的合理估值水平为 2022 年 29 倍市盈率，对应目标价为 37.62 元，首次给予增持评级。

图 51：可比公司估值

代码	名称	股价	EPS				同比增速			2022-2024年	PE			
			2021	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	复合增速	2021	2022E	2023E	2024E
301055.SZ	张小泉	14.28	0.50	0.52	0.68	0.85	4%	31%	25%	28%	28.56	27.46	21.00	16.80
603848.SH	好太太	13.69	0.75	0.86	1.02	1.18	15%	19%	16%	17%	18.25	15.92	13.42	11.60
301004.SZ	嘉益股份	30.75	0.82	1.57	2.02	2.49	91%	29%	23%	26%	37.50	19.59	15.22	12.35
603195.SH	公牛集团	141.23	4.62	5.37	6.25	7.26	16%	16%	16%	16%	30.57	26.30	22.60	19.45
301198.SZ	喜悦智行	17.25	0.61	0.75	1.00	1.33	23%	33%	33%	33%	28.28	23.00	17.25	12.97
						最大值	91%	33%	33%	33%	最大值	27.46	22.60	19.45
						最小值	4%	16%	16%	16%	最小值	15.92	13.42	11.60
						平均增速	30%	26%	23%	24%	平均估值	22.45	17.90	14.63

数据来源：wind，东方证券研究所注：张小泉、好太太、嘉益股份、公牛集团、喜悦智行盈利预测均来自 wind 一致预期

## 风险提示

### 1、原材料价格波动风险

公司生产成本中塑胶原材料成本占比约 70%，若未来原材料价格持续大幅上涨，而公司未能及时向客户转嫁原材料成本持续增加的压力，将可能存在产品毛利率下降，业绩下滑的风险。

### 2、市场开拓不及预期风险

公司近几年持续发展国内业务，成功与多家茶饮品牌达成合作，若后期公司持续开拓其他客户进度不及预期，则可能影响公司国内业务的持续增长。

### 3、行业政策风险

若未来相关限塑政策的制定与执行力度超过预期、公司生物降解产品开发与销售不及预期，可能会对公司业绩造成不利影响。

### 4、汇率风险

公司部分原材料从境外采购，产品主要销往欧洲、美国、澳洲等海外市场，境内原料采购、产品销售占比较少。原材料采购合同、产品境外销售合同主要美元计价结算，人民币价值的波动将影响公司主要原材料的采购成本和产品的价格竞争力，公司原材料采购形成的应付款项至付款期间、公司产品销售形成的应收款项至收款期间，汇率波动产生的汇兑损益将直接影响公司经营。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	104	855	677	520	478	营业收入	1,026	1,234	1,967	2,863	3,722
应收票据、账款及款项融资	155	148	256	372	484	营业成本	758	1,012	1,526	2,207	2,876
预付账款	6	17	10	14	19	营业税金及附加	6	6	10	14	19
存货	241	327	382	552	719	销售费用	48	63	102	153	205
其他	15	16	18	21	24	管理费用及研发费用	91	84	151	220	287
<b>流动资产合计</b>	<b>521</b>	<b>1,363</b>	<b>1,343</b>	<b>1,480</b>	<b>1,724</b>	财务费用	18	13	5	5	7
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	2	1	1	1	1
固定资产	457	480	746	826	929	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	27	81	113	299	360	投资净收益	(0)	0	0	0	0
无形资产	72	70	69	68	67	其他	24	2	4	5	6
其他	50	70	23	4	3	<b>营业利润</b>	<b>128</b>	<b>57</b>	<b>175</b>	<b>267</b>	<b>334</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>607</b>	<b>701</b>	<b>950</b>	<b>1,198</b>	<b>1,358</b>	营业外收入	10	22	12	14	17
<b>资产总计</b>	<b>1,127</b>	<b>2,065</b>	<b>2,293</b>	<b>2,677</b>	<b>3,082</b>	营业外支出	2	0	1	1	1
短期借款	228	251	150	158	166	<b>利润总额</b>	<b>135</b>	<b>79</b>	<b>186</b>	<b>281</b>	<b>351</b>
应付票据及应付账款	296	249	458	662	863	所得税	21	7	28	42	53
其他	91	93	118	131	142	<b>净利润</b>	<b>114</b>	<b>71</b>	<b>158</b>	<b>239</b>	<b>298</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>615</b>	<b>592</b>	<b>726</b>	<b>950</b>	<b>1,170</b>	少数股东损益	0	0	2	12	15
长期借款	31	72	72	72	72	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>114</b>	<b>71</b>	<b>156</b>	<b>227</b>	<b>283</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.95	0.59	1.30	1.89	2.36
其他	23	43	2	2	2						
<b>非流动负债合计</b>	<b>53</b>	<b>115</b>	<b>74</b>	<b>74</b>	<b>74</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>668</b>	<b>707</b>	<b>800</b>	<b>1,024</b>	<b>1,244</b>		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	0	0	2	14	29	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	90	120	120	120	120	营业收入	0.6%	20.3%	59.3%	45.6%	30.0%
资本公积	179	977	977	977	977	营业利润	57.1%	-55.1%	204.4%	53.1%	25.2%
留存收益	190	262	393	542	712	归属于母公司净利润	52.8%	-37.7%	118.6%	45.7%	24.9%
其他	(0)	(1)	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>459</b>	<b>1,358</b>	<b>1,493</b>	<b>1,653</b>	<b>1,838</b>	毛利率	26.1%	18.0%	22.4%	22.9%	22.7%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,127</b>	<b>2,065</b>	<b>2,293</b>	<b>2,677</b>	<b>3,082</b>	净利率	11.1%	5.8%	7.9%	7.9%	7.6%
						ROE	28.4%	7.8%	10.9%	14.5%	16.4%
						ROIC	17.9%	5.2%	8.8%	12.5%	14.3%
现金流量表						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	59.3%	34.2%	34.9%	38.2%	40.4%
净利润	114	71	158	239	298	净负债率	40.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	210	74	74	93	91	流动比率	0.85	2.30	1.85	1.56	1.47
财务费用	18	13	5	5	7	速动比率	0.45	1.75	1.32	0.98	0.86
投资损失	0	0	0	0	0	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(3)	(149)	73	(83)	(80)	应收账款周转率	7.3	8.2	9.7	9.1	8.7
其它	(160)	98	(11)	1	1	存货周转率	3.8	3.6	4.3	4.7	4.5
<b>经营活动现金流</b>	<b>180</b>	<b>108</b>	<b>299</b>	<b>255</b>	<b>317</b>	总资产周转率	1.0	0.8	0.9	1.2	1.3
资本支出	(610)	(132)	(351)	(341)	(251)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	0.95	0.59	1.30	1.89	2.36
其他	499	(24)	0	0	0	每股经营现金流	2.00	0.90	2.49	2.13	2.64
<b>投资活动现金流</b>	<b>(111)</b>	<b>(156)</b>	<b>(351)</b>	<b>(341)</b>	<b>(251)</b>	每股净资产	3.82	11.32	12.42	13.66	15.08
债权融资	(30)	51	4	4	5	<b>估值比率</b>					
股权融资	0	828	0	0	0	市盈率	38.7	62.1	28.4	19.5	15.6
其他	11	(67)	(129)	(76)	(112)	市净率	9.6	3.3	3.0	2.7	2.4
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(19)</b>	<b>813</b>	<b>(125)</b>	<b>(71)</b>	<b>(107)</b>	EV/EBITDA	11.8	28.9	16.5	11.5	9.7
汇率变动影响	(3)	(0)	-0	-0	-0	EV/EBIT	28.8	59.3	23.3	15.4	12.3
<b>现金净增加额</b>	<b>47</b>	<b>765</b>	<b>(178)</b>	<b>(157)</b>	<b>(42)</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者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口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)