



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

全降解产品优势领先，内外销共驱成长

—家联科技(301193)深度报告

2022 年 05 月 18 日

李宏鹏 轻工行业首席分析师

S1500522020003

lihongpeng@cindasc.com

相关研究

证券研究报告

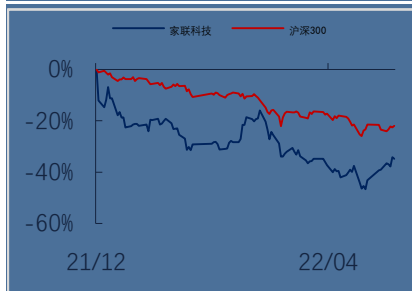
公司研究

公司深度报告

家联科技(301193)

投资评级 **增持**

上次评级



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	26.43
52周内股价波动区间(元)	43.95-20.86
最近一月涨跌幅(%)	13.87
总股本(亿股)	1.20
流通A股比例(%)	23.74
总市值(亿元)	31.72

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

全降解产品优势领先，内外销共驱成长

5月18日

本期内容提要：

◆**全球塑料餐饮具制造行业的领先企业。**公司是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，通过拓展产品品类、研发生产生物降解制品保持塑料用品行业优势。主要产品为塑料制品（包括塑料餐饮具和塑料家居用品）、生物全降解材料制品，2021年收入占比分别为86.4%、7.44%，产品外销、内销占比分别为70.5%、29.5%。主要客户为亚马逊、宜家、沃尔玛、盒马鲜生、大润发等国内外知名企业。公司上市募资4.66亿元，用于建设生物降解材料制品2.4万吨产能及高端塑料制品1.6万吨生产线，预计建设期3年，届时公司总产能将从7.3万吨提升至11.3万吨。近期公告收购环保纸浆餐具行业领先的家得宝公司，有望进一步完善公司在生物全降解领域布局。

◆**传统塑料制品行业需求端稳固，生物可降解塑料行业进入红利期。**1) **传统塑料：**我国日用塑料制品年产约8000万吨，2020年中国日用塑料制品生产业收入约1800亿元，公司2020年日用塑料制品营业收入为9.45亿元，测算市占率仅约0.5%。2020年颁布的限塑令是分阶段循序渐进替换，供给侧优化与内销+外销需求驱动行业中期仍有支撑。国内快餐、团膳类行业规模预计仍将保持双位数增长，对塑料餐饮具的需求量逐步扩大，托底塑料餐具内销需求。2) **生物可降解塑料：**技术水平进步及政策驱动下进入红利期，据European Bioplastics报告显示，2021年全球生物可降解塑料产能约为155万吨，占全球塑料产量仅0.3%，预计到2026年全球产能可达530万吨，2019-2026E CAGR达26%，其中PLA占生物可降解材料产量约29%。2020年全球PLA产能约45万吨、国内约10万吨，未来5年国内PLA产能扩产计划较多。

◆**塑料制品业务稳定发展，限塑令影响预期可控。**2021年公司塑料制品业务收入10.67亿元，2017-2021年CAGR为7.8%，保持稳定发展态势。**限塑令政策：**1) **外销方面，**公司外销主要销往美国、欧洲，21H1主营收入占比分别为47%、13%，目前美国除已禁止或限制使用的塑料袋外，暂不涉及公司主要产品的全国性限塑政策；欧盟自21年1月禁止或限用吸管、刀叉勺等十种一次性塑料制品，根据部分客户沟通将考虑采购公司生物降解制品替代，对冲禁塑令冲击。2) **内销方面，**国内限塑令并非“一刀切”，21H1公司内销产品中受禁令影响的产品包括一次性塑料吸管与一次性塑料餐具，营业收入占比分别为0.03%、17.06%，其中一次性餐具目前禁令仅包括部分地区堂食，外卖中短期尚无影响。

◆**公司生物全降解制品技术与规模化生产具备先发优势，限塑令下优势凸显。**2017-2021年公司生物全降解材料制品收入规模从600万元迅速增长至9189万元，营收占比从2017年的0.7%提升至2021的7.44%。公司自2012年开始先发布局该领域，目前拥有20余项生物降解相关专利，包括PLA吸塑生产工艺、PLA注塑生产工艺、PLA吸管生产工艺、聚乳酸韧性和延展性改良技术等等，为降解产品相关国家标准的第一起草单位与主要参与者。随着国内禁塑令铺开，公司已成功开拓盒马鲜生、7分甜、蜜雪冰城、吉野家等知名品牌，与奈雪的茶、喜茶、百胜等知名客户达成合作。

◆**盈利预测与投资评级：**公司生物全降解塑料制品技术优势领先，凭借产品、市场、产能加速布局，未来随着国内客户的快速导入，生物全降解制品业务有望进入快速发展期。传统塑料制品业务预计国内外客户持续开拓，仍有望实现稳定增长。我们预计公司2022-2024年实现营业总收入分别为

16.51/20.16/23.68 亿元，分别同增 34%/22%/17%，预计 2022-2024 年归母净利润分别为 1.17/1.44/1.72 亿元，分别同增 64%/23%/19%。目前（2022/5/17）股价对应 2022 年 PE 为 27x，首次覆盖给予“增持”评级。

◆**风险因素：**技术研发失败风险、原材料价格波动风险、行业政策风险

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	1,026	1,234	1,651	2,016	2,368
增长率 YoY %	0.6%	20.3%	33.8%	22.0%	17.5%
归属母公司净利润 (百万元)	114	71	117	144	172
增长率 YoY%	52.8%	-37.7%	64.4%	23.1%	19.1%
毛利率%	26.1%	18.0%	20.2%	20.8%	21.1%
净资产收益率ROE%	24.9%	5.2%	8.1%	9.3%	10.2%
EPS(摊薄)(元)	1.27	0.79	0.98	1.20	1.43
市盈率 P/E(倍)	20.81	33.46	27.09	22.01	18.49
市净率 P/B(倍)	5.18	2.34	2.19	2.04	1.89

资料来源：万得，信达证券研发中心预测;股价为 2022 年 05 月 17 日收盘价

目 录

投资聚焦	6
一、塑料制品领军者，先发布局全降解制品	7
1.1 公司介绍	7
1.2 王熊、林慧勤夫妇为公司实际控制人	9
1.3 财务概况：收入稳健，盈利有所波动	10
二、传统塑料制品行业稳定，生物可降解塑料进入红利期	12
2.1 塑料制品行业需求稳固	12
2.2 生物降解塑料：“限塑令”推动行业升级，国内产能加速扩张	14
三、公司分析：产品+市场+产能布局，有望共驱成长	16
3.1 塑料餐具向塑料家具拓展，外销转内销驱动增长	16
3.2 生物全降解制品：限塑下内销市场有望爆发	20
3.3 募投扩产+并购发力环保新材料增量赛道	22
四、盈利预测与估值	24
五、风险因素	25

表 目 录

表 1：公司主要产品	7
表 2：发行前后股权结构对比	9
表 3：全球主要地区限塑令政策	17
表 4：公司部分 PLA 核心技术表	20
表 5：公司募投项目（单位：万元）	23
表 6：盈利预测简表	24
表 7：相对估值表	25

图 目 录

图 1：公司业务发展沿革	8
图 2：公司主要客户示意图	8
图 3：公司前五大客户占比稳定在 50%左右	8
图 4：公司股权结构图-2021	9
图 5：营业收入保持增长趋势	10
图 6：归母净利润弹性较大	10
图 7：塑料制品收入占比约 90%	10
图 8：公司内销占比逐年提升	10
图 9：2021 年公司主营业务成本构成	11
图 10：公司主要原材料价格变化情况	11
图 11：毛利率和净利率情况	11
图 12：公司期间费用率总体稳定	11
图 13：全球塑料行业稳健发展产量稳中有升	12
图 14：2018 年中国塑料产量占全球 30%	12
图 15：我国塑料制品产量	13
图 16：我国塑料制品出口数量	13
图 17：我国团餐行业规模与增速预测	13
图 18：我国外卖行业规模	13
图 19：2020 年中国日用塑料制品生产收入约 1800 亿元	14
图 20：公司日用塑料制品行业市占率不足 1%	14
图 21：全球生物降解塑料产能快速增长	15
图 22：2021 年全球生物降解材料结构占比	15
图 23：全球 PLA 产能分布-2020	15
图 24：我国 PLA（聚乳酸）产量（万吨）	15
图 25：我国 PLA（聚乳酸）表观需求量（万吨）	15
图 26：公司按产品划分收入结构	16
图 27：公司产品总体内销占比逐年提升	16
图 28：塑料餐饮具收入与同比增速	17
图 29：塑料餐饮具内销与外销占比	17
图 30：塑料餐饮具外销分地区销量占比	18
图 31：国内限塑令涉及公司现有产品的境内收入占比	18
图 32：塑料家居用品收入及同比增速	19
图 33：塑料家居制品外销与内销占比	19

图 34: 塑料餐饮具及塑料家居用品总体毛利率	19
图 35: 塑料制品内外销毛利率情况	19
图 36: PP (聚丙烯) 价格与原油价格走势	19
图 37: PS (聚苯乙烯) 价格与原油价格走势	19
图 38: 公司聚乳酸材料制品已开展规模化生产	20
图 39: 公司部分生物降解材料产品图	20
图 40: 公司生物全降解制品板块收入稳定提升	21
图 41: 公司生物全降解制品的内销收入爆发式增长	21
图 42: 公司生物全降解制品毛利率与总体毛利率对比	21
图 43: 公司 PLA 原材料进口与国产量 (吨)	21
图 44: 公司 PLA 原材料进口与国产 ASP (元/KG)	22
图 45: PLA 进口平均单价近期呈上升趋势	22
图 46: 公司 18-21H1 各产品产能情况	22
图 47: 公司产能利用率较高且维持稳定	22
图 48: 家得宝近年营收情况表现	23
图 49: 家得宝近年归母净利率情况表现	23

投资聚焦

投资逻辑：

公司是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，通过拓展产品品类、研发生产生物降解制品保持塑料用品行业优势。主要产品为塑料制品（包括塑料餐饮具和塑料家居用品）、生物全降解材料制品，2021 年收入占比分别为 86.4%、7.44%，产品外销、内销占比分别为 70.5%、29.5%。主要客户为亚马逊、宜家、沃尔玛、盒马鲜生、大润发等国内外知名企业。公司上市募资 4.66 亿元，用于建设生物降解材料制品 2.4 万吨产能及高端塑料制品 1.6 万吨生产线，预计建设期 3 年，届时公司总产能将从 7.3 万吨提升至 11.3 万吨。近期公告意向收购环保纸浆餐具行业领先的家得宝公司，有望进一步完善公司在生物全降解领域布局。

传统塑料制品行业需求端稳固，生物可降解塑料行业进入红利期。1) 传统塑料：我国塑料制品年产约 8000 万吨，2020 年中国日用塑料制品生产业收入约 1800 亿元，公司 2020 年日用塑料制品营业收入为 9.45 亿元，测算市占率仅约 0.5%。2020 年颁布的限塑令是分阶段循序渐进替换，供给侧优化与内销+外销需求驱动行业中期仍有支撑。国内快餐、团膳类行业规模预计仍将保持双位数增长，对塑料餐饮具的需求量逐步扩大，托底塑料餐具内销需求。2) 生物可降解塑料：技术水平进步及政策驱动下进入红利期，据 European Bioplastics 报告显示，2021 年全球生物可降解塑料产能约为 155 万吨，占全球塑料产量仅 0.3%，预计到 2026 年全球产能可达 530 万吨，2019-2026E CAGR 达 26%，其中 PLA 占生物可降解材料产量约 29%。2020 年全球 PLA 产能约 45 万吨、国内约 10 万吨，未来 5 年国内 PLA 产能扩产计划较多。

公司生物全降解制品技术与规模化生产具备先发优势，限塑令下优势凸显。2017-2021 年公司生物全降解材料制品收入规模从 600 万元迅速增长至 9189 万元，营收占比从 2017 年的 0.7% 提升至 2021 年的 7.44%。公司自 2012 年开始先发布局该领域，目前拥有 20 余项生物降解相关专利，包括 PLA 吸塑生产工艺、PLA 注塑生产工艺、PLA 吸管生产工艺、聚乳酸韧性和延展性改良技术等等，为降解产品相关国家标准的第一起草单位与主要参与者。随着国内禁塑令铺开，公司已成功开拓盒马鲜生、7 分甜、蜜雪冰城、吉野家等知名品牌，与奈雪的茶、喜茶、百胜等知名客户达成合作。

盈利预测与投资评级：

公司生物全降解塑料制品技术优势领先，凭借产品、市场、产能加速布局，未来随着国内客户的快速导入，生物全降解制品业务有望进入快速发展期。传统塑料制品业务预计国内外客户持续开拓，仍有望实现稳定增长。我们预计公司 2022-2024 年实现营业总收入分别为 16.51/20.16/23.68 亿元，分别同增 34%/22%/17%，预计 2022-2024 年归母净利润分别为 1.17/1.44/1.72 亿元，分别同增 64%/23%/19%。目前（2022/5/17）股价对应 2022 年 PE 为 27x，首次覆盖给予“增持”评级。

一、塑料制品领军者，先发布局全降解制品

1.1 公司介绍

宁波家联科技股份有限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。公司为全球塑料餐饮具制造行业的领先企业，全国生物基全降解日用塑料制品单项冠军产品的生产企业。公司主要产品包括餐饮具、耐用性家居用品等多种产品，广泛应用于家居、快消、餐饮、航空等领域。公司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，2021 年公司实现营业收入 12.34 亿元，增长 20.28%，实现归母净利润 7120 万元，同比减少 37.73%，2021 年塑料制品/生物全降解塑料/纸制品收入占比分别为 86%、7.4%、6.1%，外销、内销占比分别为 70%、30%。

表 1：公司主要产品

产品分类	产品图片	产品介绍
餐饮具		<p>产品说明：包括刀叉勺、杯碗盘、吸管、航空餐饮套件等，解决了人们在家用餐、外出就餐、航空运输等场景下的餐饮具使用需求，使用方便、快捷，属于快消品领域</p> <p>21H1 收入占比：76%</p> <p>主要客户：海内外大中型商超及连锁餐饮等</p>
家居用品		<p>产品说明：包括收纳箱、鞋盒、椅子面板、滤篮、浴室物品架、全降解膜袋等，解决了人们的家居、厨、卫物品收纳、收集需求，可以有效节约家居空间，属于家居、厨、卫用品领域</p> <p>21H1 收入占比：10.3%</p> <p>主要客户：海内外大中型商超、家居用品商</p>
生物全降解材料制品		<p>产品说明：重点发展用于替代塑料袋、塑料吸管等国内明确限塑产品，公司亦积极拓展；除 PLA 以外，目前已成功开发基于全降解材料 PBAT 与 PBS 的全降解购物袋、垃圾袋与餐具等产品并实现销售</p> <p>2021 年收入占比：7.4%</p> <p>主要客户：海内外大中型商超、盒马鲜生、7 分甜、蜜雪冰城、吉野家等知名品牌</p>

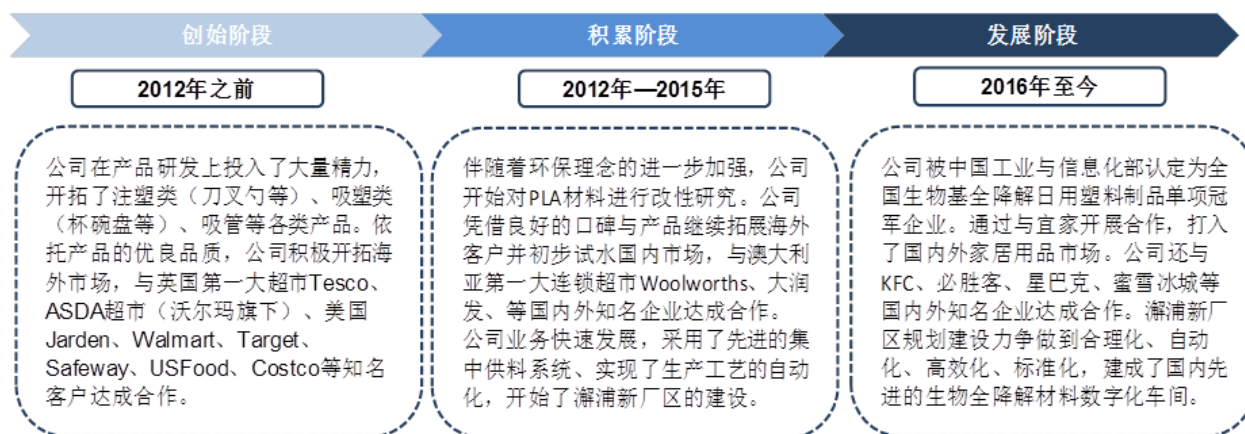
资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

公司以塑料餐饮具外销起家，产品端成功开拓塑料家居及生物降解材料制品，市场端外销转内销。

- **2012 年之前：**公司产品主要为塑料餐饮具，依托优良品质积极开拓海外市场，切入英美各大商超供应商序列。
- **2012-2015 年：**
 - 1) 产品端：**公司前瞻性开启生物降解材料 PLA（聚乳酸）材料的改型研究，与华东理工大学等科研院所共同参与承担了十二五国家科技支撑计划重大项目子课题“非粮淀粉基生物塑料制造关键技术研究”等重要研究课题，并拓展了 PLA 改性材料及其产品（餐饮具系列）。
 - 2) 市场端：**公司继续拓展塑料餐饮具海外市场，并初步试水内销市场，与大润发、欧尚等国内商超达成合作。
 - 3) 产能端：**公司业务快速发展，吸塑、注塑、吸管车间扩容，采用了先进的集中供料系统、实现了生产工艺的自动化，开始了漕浦新厂区的建设。

- **2016 年至今：1) 产品端：**切入塑料家居用品市场，通过与宜家开展合作，打入了国内外家居用品市场；继续加大对生物降解材料的改性研究与相关产品的研制，相关产品收入规模开始快速上涨。**2) 市场端：**公司开始转入内销市场，近年来塑料餐饮具、生物全降解材料制品内销收入快速增长，公司重点开发国内外餐饮连锁及家居用品客户，除宜家之外，还与 Sams Club、KFC、必胜客、星巴克、蜜雪冰城、盒马鲜生等国内外知名企业达成合作。**3) 产能端：**公司上市募资 4.66 亿元用于建设生物降解材料制品及高端塑料制品生产线，包含高端塑料制品产能 2.4 万吨及生物降解材料制品 1.6 万吨，预计建设期 3 年。

图 1：公司业务发展沿革



资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

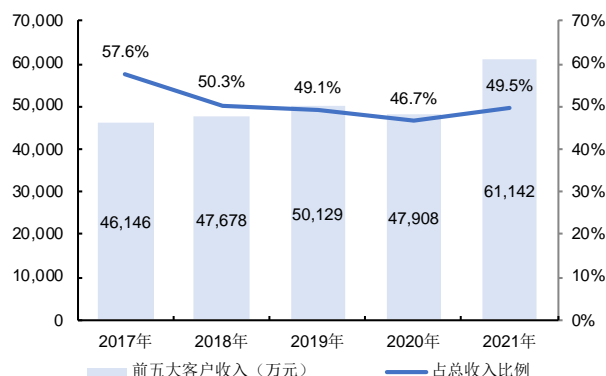
公司产品主要客户包括国内外知名商超及餐饮连锁，前五大客户收入占比约 50%，相对稳定。主要客户包括 Amazon（亚马逊）、IKEA（宜家）、Walmart（沃尔玛）、KFC（肯德基）、Starbucks（星巴克）、Sams Club（山姆会员店）、Pizza Hut（必胜客）、Costco（好市多）、Woolworths（伍尔沃斯）、Sysco（西斯科）、USFood（美国食品）、Safeway（西夫韦）、Target（塔吉特）、Loblaws（洛布劳斯）、Tesco（特易购）、盒马鲜生、小肥羊、吉野家、蜜雪冰城、大润发、麦德龙、欧尚等众多国内外知名企业。

图 2：公司主要客户示意图



资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

图 3：公司前五大客户占比稳定在 50%左右

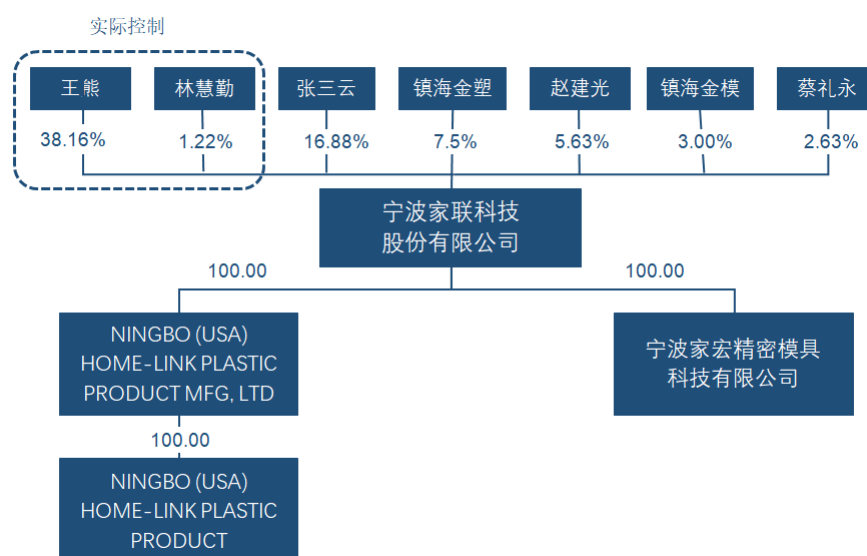


资料来源：Wind，信达证券研发中心

1.2 王熊、林慧勤夫妇为公司实际控制人

王熊、林慧勤夫妇为公司实际控制人，员工持股平台实现核心业务团队绑定。发行前公司总股本为 9,000 万股，向社会公开公司人民币普通股（A 股）不超过 3,000 万股，占发行后总股本的比例不低于 25%。发行前，公司穿透至自然人计算的股东人数为 55 人，未超过 200 人。公司实际控制人为王熊、林慧勤夫妇，二人合计直接或间接持有公司 5,511.80 万股股份，占本次发行前总股本的 52.5%。其中，镇海金塑、镇海金模为公司员工持股平台，绑定业务骨干一致利益，激发团队活力。发行后，公司股权结构及控股子公司、参股子公司如下：

图 4：公司股权结构图-发行后



资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

表 2：发行前后股权结构对比

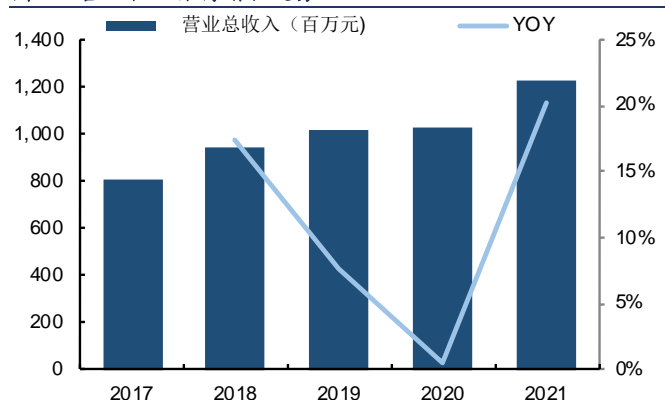
股东名称	发行前		发行后（2021）	
	持股数量（万股）	持股比例	持股数量（万股）	持股比例
王熊	4579.05	50.88%	4579.05	38.16%
张三云	2025	22.50%	2025	16.88%
镇海金塑	900	10.00%	900	7.50%
赵建光	675	7.50%	675	5.63%
镇海金模	360	4.00%	360	3.00%
蔡礼永	315	3.50%	315	2.63%
林慧勤	145.95	1.62%	145.95	1.22%
本次发行股份			3000	25.00%
合计	9000	100.00%	12000	100.00%

资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

1.3 财务概况：收入稳健，盈利有所波动

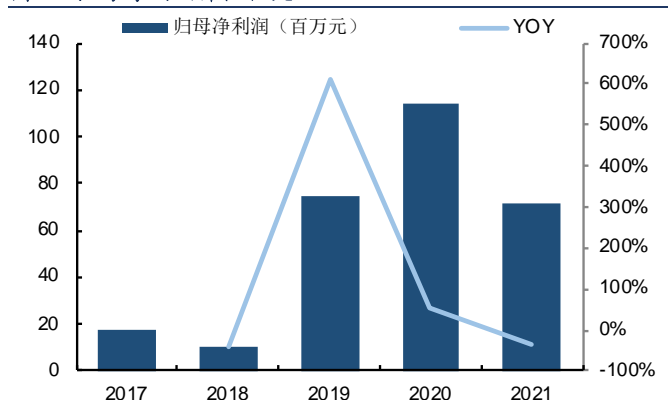
公司营业收入保持增长趋势，利润受原材料价格、海运等影响有所波动。2017-2021 年，公司营业收入从 8.1 亿元提升至 12.3 亿元，CAGR 为 8.71%，归母净利润从 0.18 亿元提升至 0.71 亿元，CAGR 为 31.58%。公司近年来收入增长主要来自于：1) 塑料餐饮具内销放量；2) 塑料家居用品新品类销售额提升；3) 生物全降解产品销售额提升。

图 5：营业收入保持增长趋势



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 6：归母净利润弹性较大

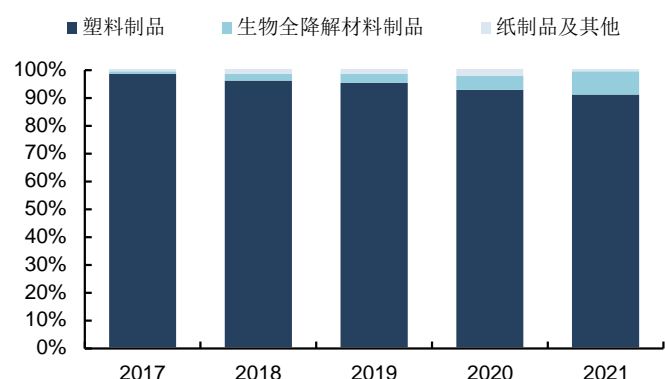


资料来源：Wind，信达证券研发中心

分产品看，塑料制品占比超过 90%，为公司主要收入构成。2017-2021 年，公司塑料制品（包括塑料餐饮具、塑料家居用品）年均收入占比超过 90%，是公司的主要收入构成。此外，自设立以来，公司积极拓展生物全降解材料领域制品，2017-2021 年，生物全降解材料制品收入占比分别为 0.75%、2.42%、3.55%、4.60%和 7.44%。

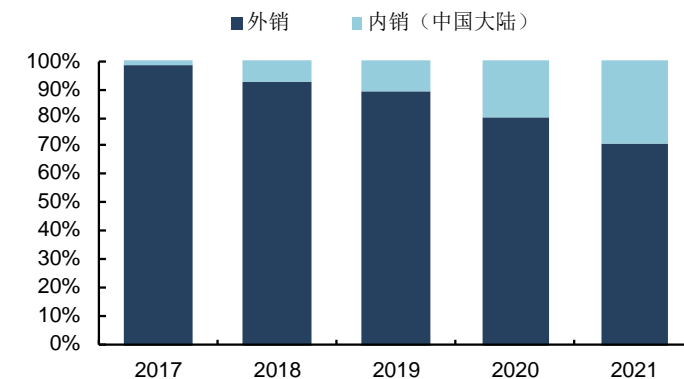
分市场看，内销占比逐步扩大，打开增长空间。2017-2021 年公司产品内销占比从 1.67% 提升至 29.53%，公司作为塑料餐饮具及家居用品内销的新进入者，积极拓展国内客户，在广阔的塑料用品市场中具有持续扩大空间。

图 7：塑料制品收入占比约 90%



资料来源：Wind，招股说明书，信达证券研发中心

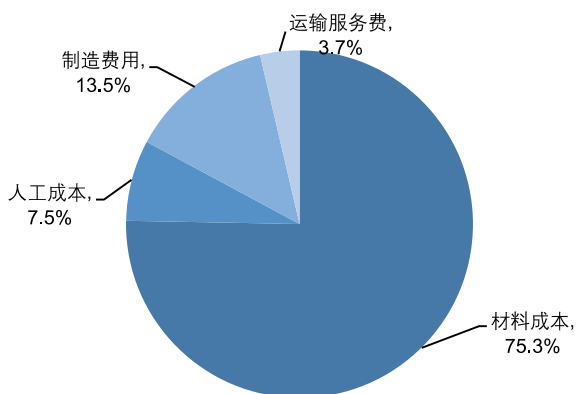
图 8：公司内销占比逐年提升



资料来源：Wind，招股说明书，信达证券研发中心

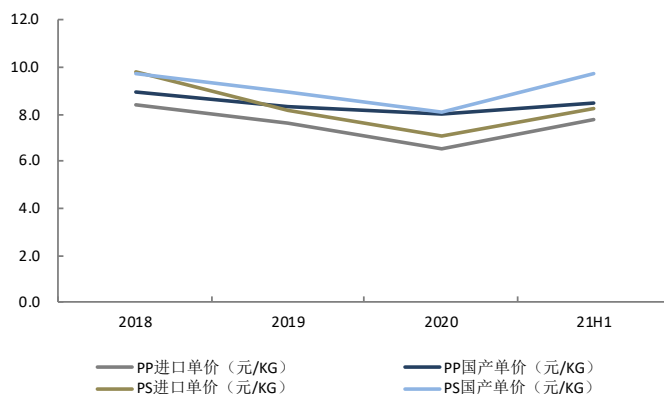
近年盈利能力随原材料价格变化有所波动。2021 年公司营业成本构成主要包括材料成本（75.3%）、制造费用（13.5%）、人工成本（7.5%）、运输服务费（3.7%），原材料成本占比较大，2021 年销售毛利率、净利率分别同比-8.1pct、-5.3pct，主要为原材料价格波动导致，公司塑料制品原材料主要为 PP（聚丙烯）、PS（聚苯乙烯），其价格受上游油价波动影响，受到疫情好转导致的国际需求恢复性增长等因素的影响，国际油价在 21H1 期间快速上涨。国际油价的快速上涨带动了公司主要原材料 PP、PS 价格的快速上涨，公司 2021 年利润率有一定下滑。

图 9：2021 年公司主营业务成本构成



资料来源：Wind，信达证券研发中心

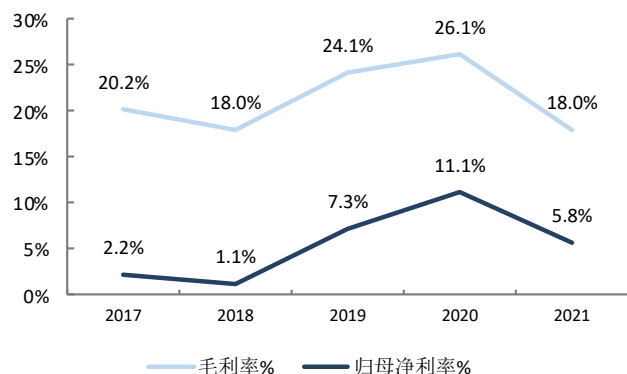
图 10：公司主要原材料价格变化情况



资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

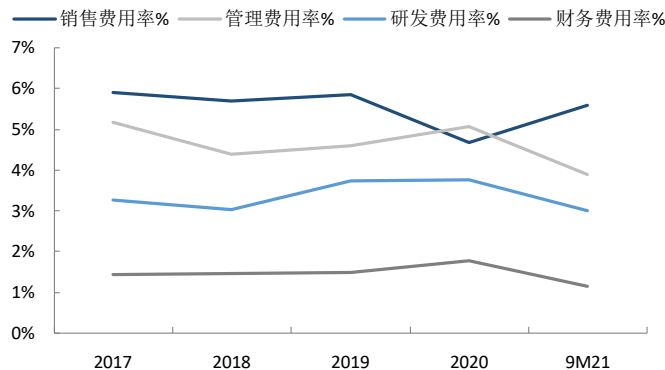
期间费用率总体趋于稳定。其中销售费用率在 21 年前三季度有一定上升，主要由于受到境内出口运力紧张、油价上涨等因素的影响，公司货代费较上年同期增长较快，同时，由于境内市场开拓顺利，公司销售部门职工薪酬有所增长。

图 11：毛利率和净利率情况



资料来源：wind，信达证券研发中心

图 12：公司期间费用率总体稳定



资料来源：wind，信达证券研发中心

二、传统塑料制品行业稳定，生物可降解塑料进入红利期

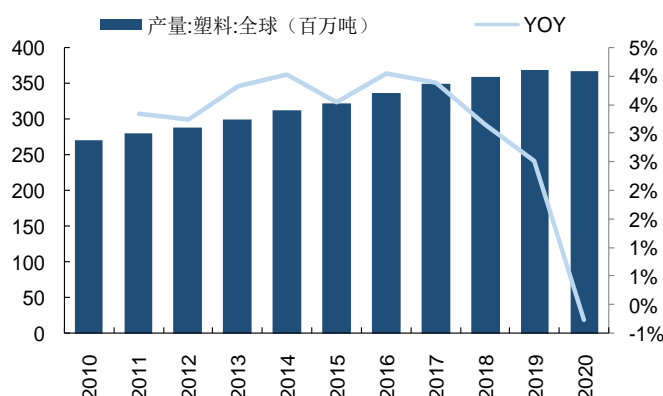
据国家统计局数据，我国塑料制品产量约 8000 万吨，2020 年中国日用塑料制品生产业收入约 1800 亿元。2020 年“限塑令”为循序渐进替换，供给侧优化与内销+外销需求驱动行业中期仍有支撑，其中塑料餐饮具依托城市化居民的生活节奏加快，快餐、团膳类行业正处于发展的快车道，对餐饮具的需求量逐步扩大。

生物降解塑料在技术水平进步及政策驱动下进入发展红利期，据 European Bioplastics 报告显示，2021 年全球生物可降解塑料产能约为 155 万吨，占全球塑料产量仅 0.3%，预计到 2026 年全球产能可达 530 万吨，2019-2026E CAGR 达 26%，其中 PLA 占生物可降解材料产量约 29%。据前瞻产业研究院和国家发改委数据显示，2020 年全球 PLA 产能约 45 万吨、国内约 10 万吨，未来 5 年国内 PLA 产能扩产计划较多。

2.1 塑料制品行业需求稳固

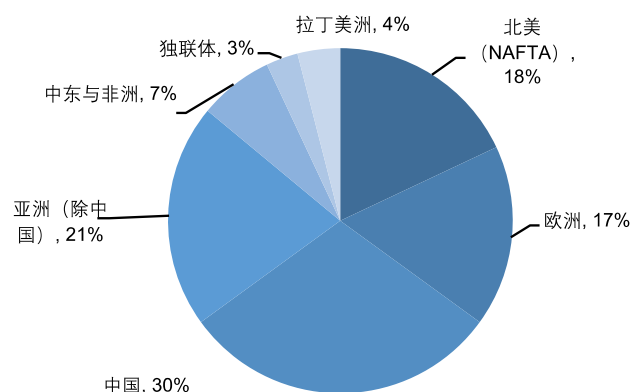
全球塑料行业保持稳健增长，2018 年中国塑料产量占全球塑料产量的 30%。由于廉价、轻质、绝缘、不腐不锈等诸多优点，塑料成为了金属、木材等材料的绝佳替代品。根据欧洲塑料协会（APME）数据，2020 年全球塑料产量达 367 百万吨，2010 年至 2020 年复合增长率为 3.1%，增势平稳。2018 年数据显示，中国牢牢占据塑料生产总量的第一位，占全球总产量 30%，远高于第二名的北美地区。亚洲作为一个整体，占世界塑料总产量的 51%。

图 13：全球塑料行业稳健发展产量稳中有升



资料来源：wind，信达证券研发中心

图 14：2018 年中国塑料产量占全球 30%



资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

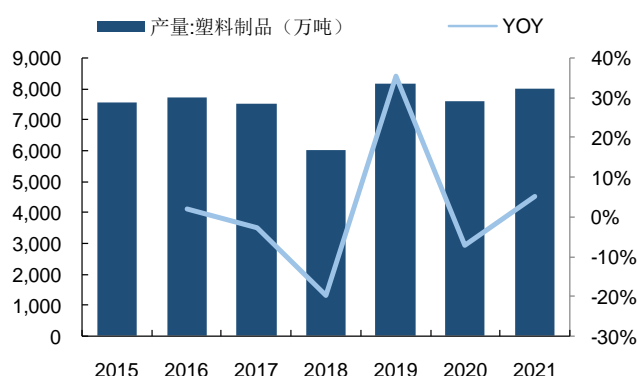
2015-2021 年我国塑料制品产量受“限塑令”及环保政策影响存在波动，供给侧优化与需求驱动下行业总体稳中有增。17 年以来，包括“限塑令”在内的一系列法律法规对塑料工业产生了一定冲击，日用塑料制品产量出现下滑；而 19 年，产量大幅反弹超过 16 年峰值，20 年疫情冲击行业产量下滑，而到 21 年社会逐步恢复下当年产量达 8004 万吨增长 5.3%。15-21 年总体行业产量 CAGR 1%稳中有增，主要由于：1) 严格环保政策助力行业结构优化，淘汰了落后产能，提升了行业集中度；2) 尽管目前国内外“限塑”政策陆续出台，但是循序渐进替代，在现有市场格局中，传统塑料制品仍占绝大多数，生物降解材料或其他替代品仍在发展初期，经济性与稳定性不足；3) 城市化快节奏生活下，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。

从需求端看，内销+外销格局下，塑料制品行业中期仍有发展空间。内销方面，1) 塑料餐饮具：我国快速推进的城市化进程将加快居民的生活节奏，快餐、团膳类行业正处于发展的

快车道，对餐饮具的需求量逐步扩大，其中 16-20 年我国团膳行业规模从 0.9 万亿元增至 1.53 万亿元，CAGR 14%，外卖行业规模从 0.17 万亿元增至 0.66 万亿元，CAGR 41%。其次，居民稳步增长的收入水平也使人们在家居生活用品方面的关注点从简单的实用性向兼顾美观与实用性延伸。**2) 塑料制品：**首先，居民稳步增长的收入水平也使人们在家居生活用品方面的关注点从简单的实用性向兼顾美观与实用性延伸；其次，成本低廉，轻便美观，替换周期相对较短，与新形势下消费者消费偏好高度贴合，具有持续发展的潜力。

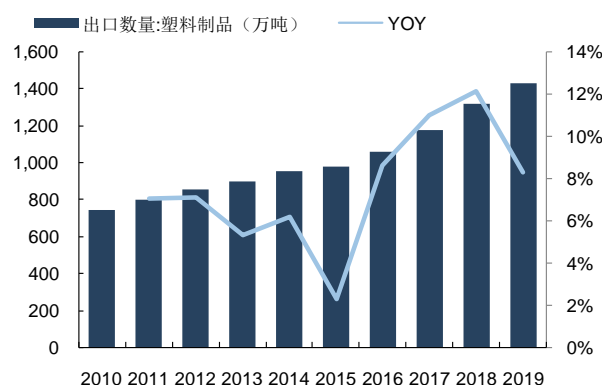
外销方面，2019 年我国塑料制品出口数量达 1424 万吨，在 15-19 年间均保持 10% CAGR，随着全球化程度的不断提升和“一带一路”新兴市场的开辟，日用塑料制品的出口规模有望持续较快增长。

图 15：我国塑料制品产量



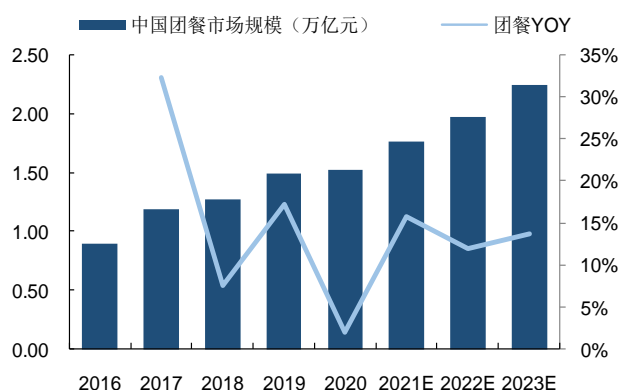
资料来源：招股说明书，wind，信达证券研发中心

图 16：我国塑料制品出口数量



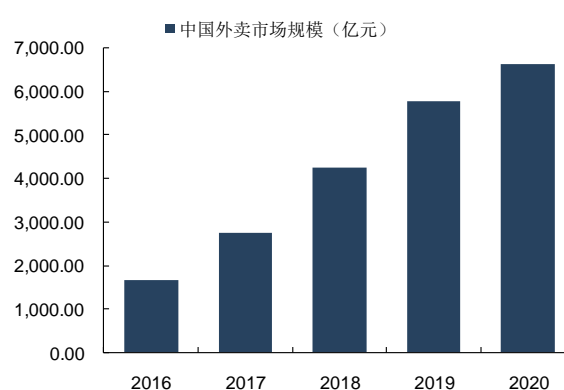
资料来源：wind，信达证券研发中心

图 17：我国团餐行业规模与增速预测



资料来源：艾媒咨询，中国餐饮协会，信达证券研发中心

图 18：我国外卖行业规模

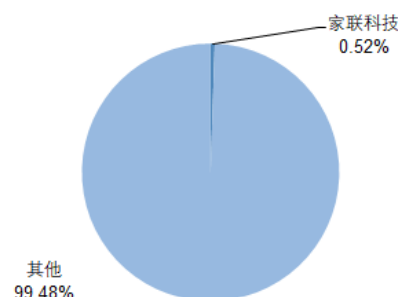


资料来源：艾媒咨询，信达证券研发中心

我国日用塑料制品行业市场集中度较低，供给侧改革下存在整合机会。目前，我国日用塑料制品行业整体集中度较低，厂商众多，技术水平参差不齐。2020 年中国日用塑料制品生产营业收入约 1800 亿元，公司 2020 年日用塑料制品营业收入为 9.45 亿元，测算市占率仅 0.5%，有较大的提升空间。未来，政策驱动和居民环保意识提升，共同促进行业技术发展与产业结构的优化，落后产能将被逐步淘汰，具有领先优势的头部厂商将获得更为有利的发展环境，行业集中度将进一步得到提升。

图 19：2020 年中国日用塑料制品生产营业收入约 1800 亿元


资料来源：中国塑料加工工业协会，智研咨询，信达证券研发中心

图 20：公司日用塑料制品行业市占率不足 1%


资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

2.2 生物降解塑料：“限塑令”推动行业升级，国内产能扩张

环保政策加码，“限塑令”逐步升级。2008 年我国首次颁布“限塑令”，禁止商超免费提供塑料购物袋；2020 年 1 月 16 日，国家发改委联合生态环境部发布《关于进一步加强塑料污染治理的意见》，文件明确，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；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。

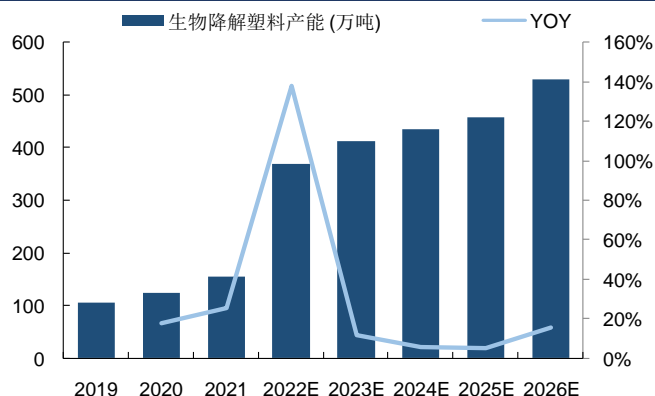
具体到一次性塑料吸管和塑料餐具：1) 到 2020 年底，全国范围餐饮行业禁止使用不可降解一次性塑料吸管；地级以上城市建成区、景区景点的餐饮堂食服务，禁止使用不可降解一次性塑料餐具。2) 到 2022 年底，县城建成区、景区景点餐饮堂食服务，禁止使用不可降解一次性塑料餐具。3) 到 2025 年，地级以上城市餐饮外卖领域不可降解一次性塑料餐具消耗强度下降 30%。

禁令限制下，生物可降解塑料有望加速替代传统塑料。传统塑料 99%源于石化资源，一方面难以分解并容易造成环境污染，另一方面随着世界范围内石化资源的日益消耗，资源危机也越发突出。随着技术的进步，在政策监管和环保意识觉醒的双重压力下，环境友好型可降解塑料逐渐成为本行业的新热点，其中生物降解材料是使用最广泛的降解材料。2016 年，我国工业和信息化部发布了《轻工业发展规划（2016-2020 年）》，进一步鼓励和刺激生物可降解塑料产业：将强化轻工基础能力作为我国“十三五”规划的重点任务，在新材料研发及应用工程中重点发展全生物降解材料及产品；在基础性创新平台及共建工程中注重食品接触塑料制品安全体系建设，并将塑料制品工业作为耐用消费品领域的主要行业发展方向，推动塑料制品工业向功能化、轻量化、生态化、微型化方向发展。同时，“限塑令”等环保法规的落地，也在一定程度上限制了传统塑料制品的生产。

据 European Bioplastics 报告显示，2021 年全球生物可降解塑料产能约为 155 万吨，占全球塑料产量仅为 0.3%，预计到 2026 年产能可达 530 万吨，2019-2026E CAGR 达 26%。目前应用的生物可降解塑料主要包括 PBAT、PLA、淀粉基，2021 年产能占比分别为 30%、29%、26%。其中淀粉基为天然材料，性能较差，适用范围受限，PLA 与 PBAT 有较好的力学性能，同时相对其他降解材料成本更低，因此市占率较大，PHA 由于成本高昂暂时只用于医疗器械等高附加值领域。PLA 使用可再生的植物资源（如玉米）所提出的淀粉原料

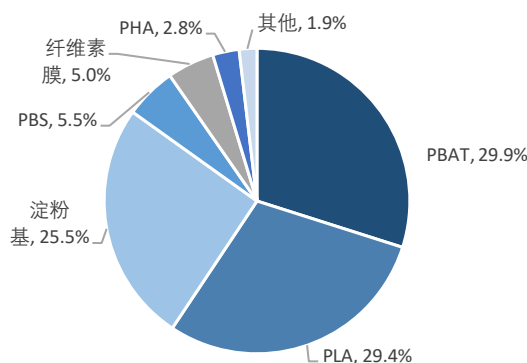
制成，PBAT 原料则来自于石化基。

图 21：全球生物降解塑料产能快速增长



资料来源：European Bioplastics，信达证券研发中心

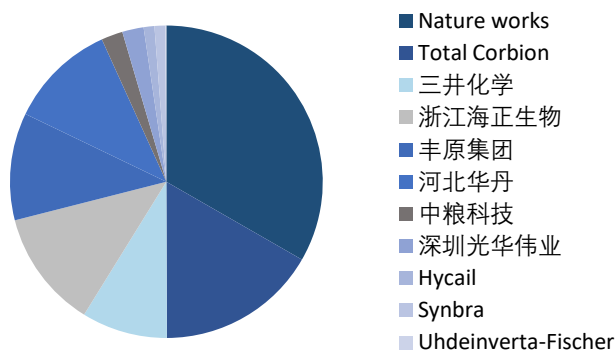
图 22：2021 年全球生物降解材料结构占比



资料来源：European Bioplastics，信达证券研发中心

2020 年全球 PLA 产能约 45 万吨、国内约 10 万吨，未来 PLA 产能扩产计划较多。据前瞻产业研究院数据，全球主要 PLA 产能集中于国外，2020 年最大为美国 NatureWorks（15 万吨）与泰国 Total Corbin（7.5 万吨），国内 PLA 产能较小且分散。随着我国塑料污染治理政策的不断深入，生物可降解塑料产业得到快速发展。根据国家发改委数据显示，从产能上看，2020 年我国 PLA 年产能约 10 万吨，预计到 2025 年我国 PLA 年产能将达到 100 万吨以上。据招股书表述，在《中国塑料》期刊中发表的《国内外生物降解塑料产业发展现状》一文中指出，就 PLA 生产情况看，目前全球每年产能约 30 万吨，建设中产能约 130 万吨。

图 23：全球 PLA 产能分布-2020



资料来源：前瞻产业研究院，信达证券研发中心

图 24：我国 PLA（聚乳酸）产量（万吨）

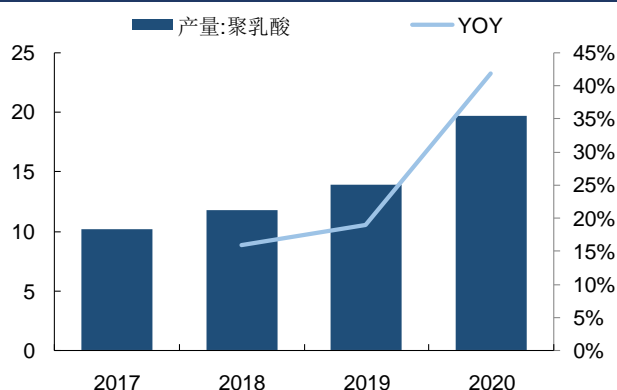
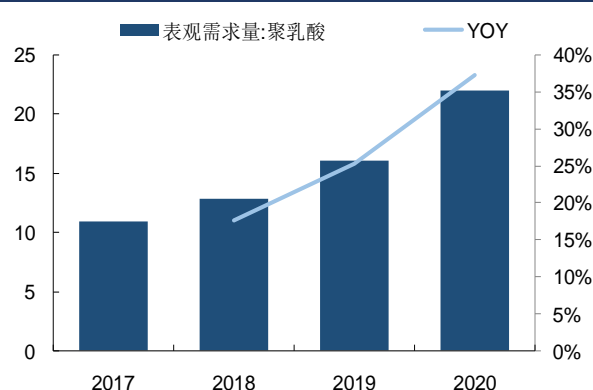


图 25：我国 PLA（聚乳酸）表观需求量（万吨）



资料来源: wind, 信达证券研发中心

资料来源: wind, 信达证券研发中心

三、公司分析：产品+市场+产能布局，有望共驱成长

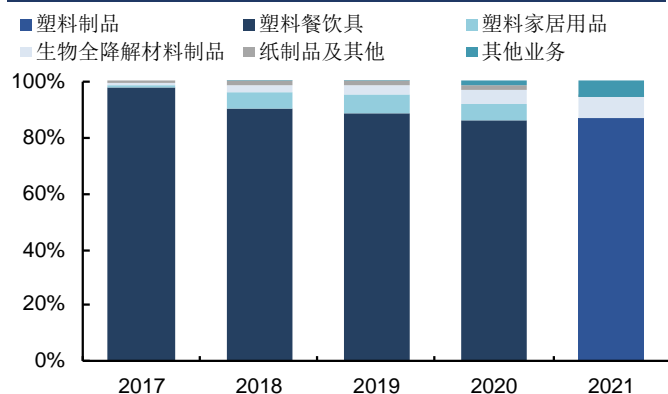
全球限塑令背景下，公司通过积极拓展产品品类及研发生产生物降解制品保持塑料用品行业优势。**1) 产品端**，公司已成功拓展塑料家居用品市场，其收入占比 17 年-21H1 从 0.7% 至 10.3%，主要大客户为宜家；在生物全降解制品领域公司在 2012 年便率先布局，在研发能力和规模化生产上具备先发优势，2017-20-21 年收入占比从 0.7% 升至 7.4%。**2) 市场端**，公司积极拓展内销市场，其收入占比从 2017 年的 1.7% 快速提升至 2021 年的 29.5%。**3) 产能端**，募投项目拟投资 4.66 亿元用于建设生物降解材料制品及高端塑料制品生产线共计 4 万吨产能。

3.1 塑料餐具向塑料家具拓展，外销转内销驱动增长

塑料餐具占比超 80%，拓展塑料家具领域实现快速增长。塑料餐饮具属于快消品领域，主要为包括刀叉勺、杯碗盘、吸管、航空餐饮套件等，2017-2020 年塑料餐具收入占比从 97.8% 降至 85.7%，而总体销售额保持稳健增长，2018-2020 年同比增速分别达 9.4%、5.6%、-2.9%，2020 年由于疫情冲击实现收入 8.79 亿元。**塑料家居用品**主要包括收纳盒、滤篮、鞋盒、桌椅面板等产品，近年来公司成功将餐饮具领域的成功经验向其他生活用品市场延伸复制，宜家家居逐渐发展为公司主要大客户，家居用品收入占比从 2017 年的 0.7% 提升至 2020 年的 6.4%，2020 年实现收入 0.66 亿元，同比增长 29%。塑料餐饮具与塑料家居用品合为**塑料制品**，2021 年实现收入 10.67 亿元，同比增长 12.9%。

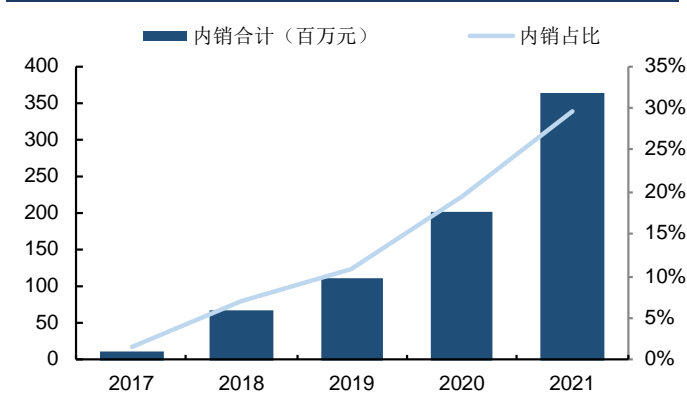
近年来公司内销占比逐年提升，主要由塑料餐饮具内销提升驱动。公司产品内销占比从 2017 年的 1.7% 快速提升至 2021 年的 29.5%，2021 年内销收入达 3.65 亿元，显著增长 82%，主要由收入占比较大的塑料制品内销放量驱动。

图 26：公司按产品划分收入结构



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 27：公司产品总体内销占比逐年提升

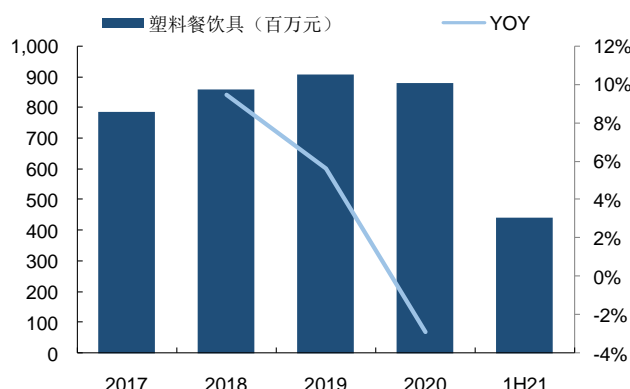


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

1、塑料餐饮具：外销全球限塑令影响可控，内销快速放量。外销方面，公司客户主要为国外商超及餐饮连锁（Team Three、Dart Container 等），多年合作关系稳定，外销规模保持稳定；内销方面，公司成功开拓国内塑料餐饮具市场，2020-2021 年成为 KFC、必胜客、蜜雪冰城等知名品牌餐饮具供应商，实现放量增长，2017-2020 年塑料餐饮具内销收入占餐饮具收入比重从 1.2% 增至 19.4%，收入从 945 万元增至 1.7 亿元，CAGR 达 162%，显著

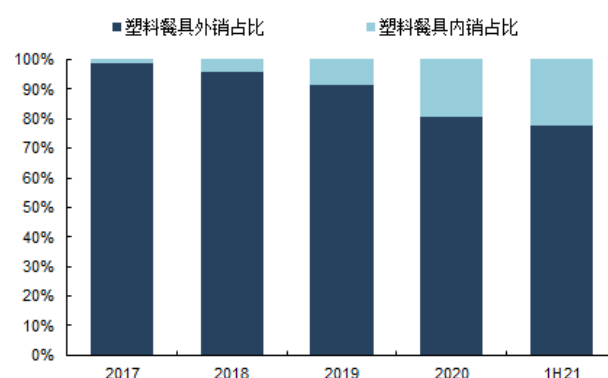
驱动板块增长。

图 28：塑料餐饮具收入与同比增速



资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

图 29：塑料餐饮具内销与外销占比



资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

限塑令影响：1) 外销方面，主要以限制塑料袋为主，部分地区限制了一次性塑料餐具。公司外销主要销往美国、欧洲，21H1 主营收入占比分别为 47%、13%，**美国：**目前美国除已禁止或限制使用的塑料袋外，暂无涉及公司主要产品的全国性限塑政策，同时考虑美国民众日常较多使用一次性塑料制品的生活习惯，预计短期美政府制定执行强力限塑政策可能性较低。**欧盟：**自 2021 年 1 月禁止或限用吸管、刀叉勺等十种一次性塑料制品，公司欧洲近年来销售绝对金额较为稳定，根据公司与部分客户沟通，客户将根据欧盟 2021 年政策执行情况考虑采购公司生物降解材料制品作为替代，预计 2021 年欧洲区域禁塑政策的执行，将对公司销往该地区的塑料餐饮具造成影响，但将利好公司生物降解材料产品。

2) 内销方面，国内限塑令并非“一刀切”，而是对于不同产品设置了不同的限制或禁止时点，公司主要客户为商超及连锁餐饮外卖，中短期影响有限。大型商超售卖的塑料餐饮具主要使用场景以家庭为主，受我国政策影响较小；为连锁餐饮定制化生产的餐饮具部分用于堂食部分用于外卖，如肯德基、必胜客 2020 年堂食占比分别为 42%、55%，与国家政策中部分区域禁止的堂食使用的产品、2025 年地级以上城市外卖领域消耗强度下降 30% 目标范围存在一定重合。

据公司招股说明书，21H1 公司内销产品中受禁令影响的产品包括一次性塑料吸管与一次性塑料餐具，营业收入占比分别为 0.03%、17.06%，其中一次性餐具目前禁令仅包括部分地区堂食，外卖中短期尚无影响。尽管中期限塑令压缩行业规模，目前公司在内销市场为新进入者，仍在份额提升的增长期，预计内销市场增速仍可保持较高速增长。

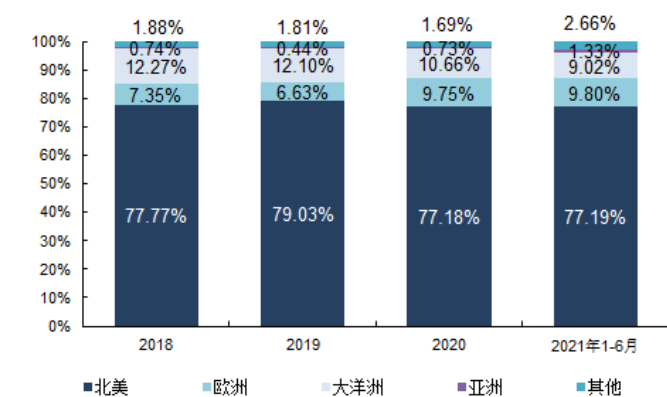
表 3：全球主要地区限塑令政策

地区	涉及种类	法律/法规/政策内容
加利福尼亚州	一次性塑料吸管	2019 年起州内餐厅停止供应一次性塑料吸管，除非顾客主动索取
华盛顿特区	一次性塑料吸管	2019 年 7 月起禁止使用一次性塑料吸管
西雅图市	一次性塑料吸管、餐具	2018 年 7 月起全面禁止餐饮业者提供一次性塑料吸管及塑料餐具。
俄勒冈州	一次性塑料吸管	2020 年起州内餐饮业者禁止提供一次性塑料吸管，除非顾客要求。
波特兰市	一次性塑料吸管、餐具	2019 年 10 月起所有零售食品和饮料场所禁止提供一次性塑料吸管和餐具，除非顾客要求。
波特兰市	一次性塑料吸管、餐具	2019 年 10 月起所有零售食品和饮料场所禁止提供一次性塑料吸管和餐具，除非顾客要求。
欧盟	一次性塑料吸管、餐具	2021 年禁止销售和使用 10 种单一用途的塑料物品，包括一次性吸管、搅拌

		棒、餐盘等
法国	一次性塑料吸管、餐具	2020 年 1 月起, 禁止销售部分一次性塑料制品, 包括一次性棉花棒、一次性杯子和盘子等塑料制品
澳大利亚各州	塑料袋	禁止零售商向顾客提供一次性超薄塑料袋
新西兰	塑料袋	2019 年禁用一次性塑料购物袋
英国	各类塑料制品	2019 年征收税费, 计划在 2042 年前消除所有可避免的塑料垃圾
韩国	塑料袋	2019 年全面禁止一次性塑料袋的使用, 禁止超市和商店向顾客出售塑料购物袋
中国	一次性塑料吸管、餐具	2020 年底, 全国范围餐饮行业禁止使用不可降解一次性塑料吸管, 地级以上城市建成区、景区景点的餐饮堂食服务, 禁止使用不可降解一次性塑料餐具; 到 2022 年底县城建成区、景区景点餐饮堂食服务, 禁止使用不可降解一次性塑料餐具; 到 2025 年, 地级以上城市餐饮外卖领域不可降解一次性塑料餐具消耗强度下降 30%。

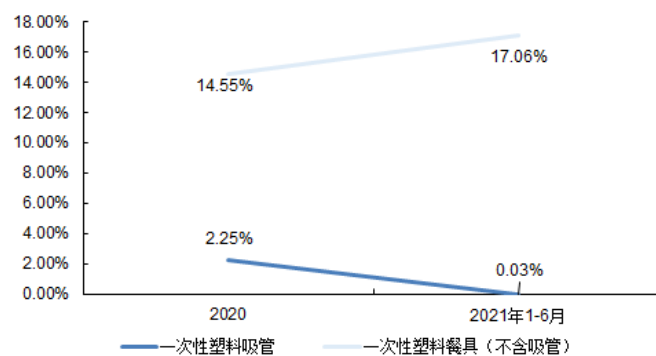
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 30: 塑料餐饮具外销分地区销量占比



资料来源: 招股说明书, 信达证券研发中心

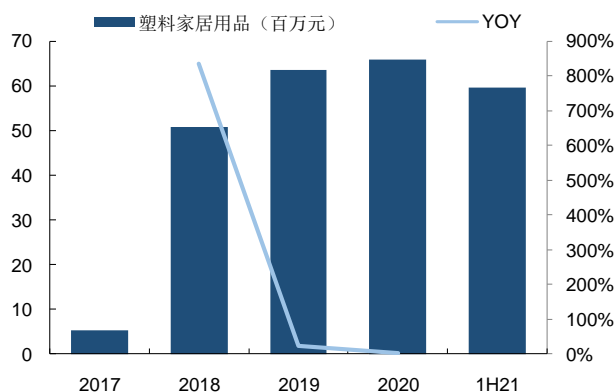
图 31: 国内限塑令涉及公司现有产品的境内收入占比



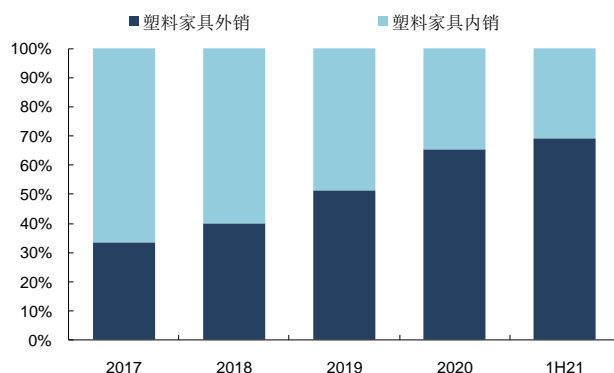
资料来源: 招股说明书, 信达证券研发中心

2、塑料家居用品：与宜家合作收入规模增长，具备未来高速成长潜力。塑料家居用品属于耐用品，不属于国内外限塑政策重点针对的一次性塑料餐饮具范围；同时，塑料家居用品塑料制品主要集中在收纳盒、小桌椅等小型家居用品领域，依靠其性能和性价比，超过传统的木、钢等材质制品，成为家居市场中最为普遍的产品。另外塑料家具也有广泛的出口需求。

公司自 2017 年起与宜家家居开展合作，成功打入国内外塑料家居用品市场，销售规模实现放量增长，具备进一步高速成长的可能性。2017-2020 年公司塑料家居用品收入从 5 百万元增长至 0.66 亿元，外销占比提升至 2020 年的 65%，板块内外销收入均主要来源于宜家家居部分收入。公司在 IPO 募投计划中亦有 2.4 万吨高端塑料制品（家居用品及餐具类）产能规划，有助于公司继续开拓国内外塑料家居用品市场。

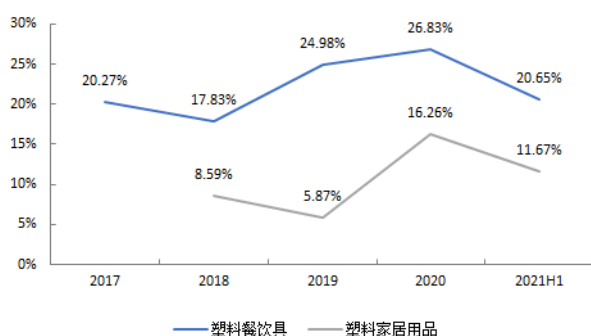
图 32：塑料家居用品收入及同比增速


资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

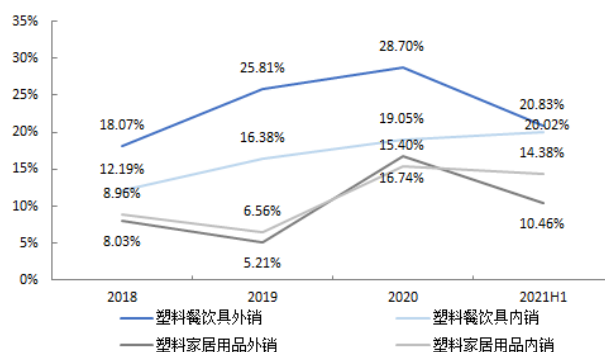
图 33：塑料家居制品外销与内销占比


资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

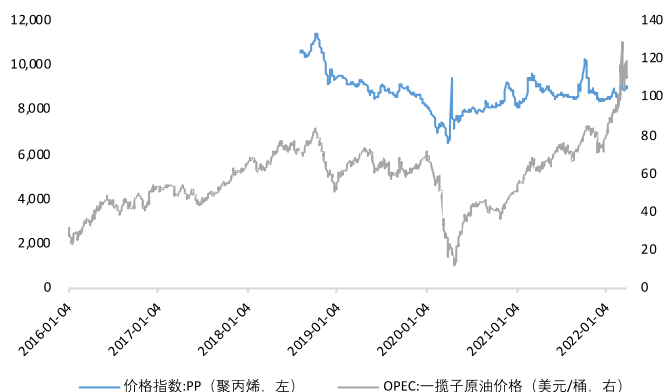
公司主要产品毛利率随原料价格波动。2017-21H1 塑料餐饮具收入占比约 80%仍为公司主要收入来源，其毛利率总体随 PS、PP 等原材料波动。2017-2018 年餐饮具毛利率下滑主要由于成本上升时公司向客户转嫁的幅度和时滞问题形成的毛利率下降；2019-2020 年成本下降时一定程度维护了售价而形成的毛利率上升；21H1 上游原油价格快速提升、海运费大幅上涨、且人民币持续升值，因此总体毛利率较 2020 年下降较快。塑料家居用品毛利率低于塑料餐饮具，主要由于该类产品处于起步、拓展重要客户和占领市场份额阶段，由于规模较小因此毛利率较低，未来随着产销规模的快速增加利润率逐步上升。

图 34：塑料餐饮具及塑料家居用品总体毛利率


资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

图 35：塑料制品内外销毛利率情况


资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

图 36：PP（聚丙烯）价格与原油价格走势


资料来源：wind，信达证券研发中心

图 37：PS（聚苯乙烯）价格与原油价格走势


资料来源：wind，信达证券研发中心

3.2 生物全降解制品：限塑下内销市场有望爆发

生物全降解材料领域技术具备先发优势，限塑政策下竞争力凸显。在国内限塑政策趋严的情况下，塑料餐饮具需保证快速调整生产原材料，实现生物全降解制品大规模生产。要达到以上目标，产品加工商则需要具备以下核心能力：**1) 掌握生物全降解材料的改性技术**，目前拥有 20 余项生物降解相关专利，而据国家专利局网站查询的公开资料，同行业可比公司富岭环球、茶花股份并未拥有此类专利；相关产品通过了 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。**2) 具备高品质产品的大规模自动化生产能力**，截止 21H1 公司生物全降解制品产能达 1807 吨，公司兼备生物降解材料的改性、产品制造及模具制造能力，对于生物降解材料及制品产业链条的覆盖较长，可以快速响应客户需求，同时控制生产成本。此外，公司与中科院长春应用化学研究所、华东理工大学等行业知名研究机构、科研院校建立了长期合作关系。

作为塑料产品加工商，公司可根据政策变化灵活运用不同材料生产同类产品。公司不是原材料生产商，而是产品加工商，可根据政策和行业的变化灵活运用不同原材料生产同类产品。在现有条件下，公司将原有产能转化为适用新材料的产能不存在实质性障碍；且公司通过多年的技术积累，已实现生物降解材料制品的规模化生产，工艺成熟。

表 4：公司部分 PLA 核心技术表

核心技术	特点	来源
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。	自行研发
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。	自行研发
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。	自行研发
PLA 吸管生产工艺	根据 PLA 特性及吸管使用功能、外观需求，结合挤出机、包装机的生产条件，公司自主研发 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。	自行研发

资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

图 38：公司聚乳酸材料制品已开展规模化生产



资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

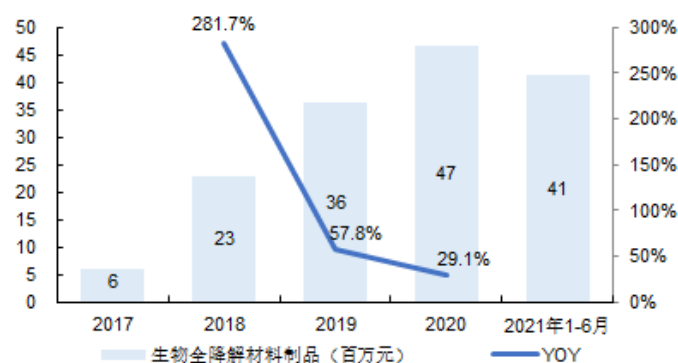
图 39：公司部分生物降解材料产品图



资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

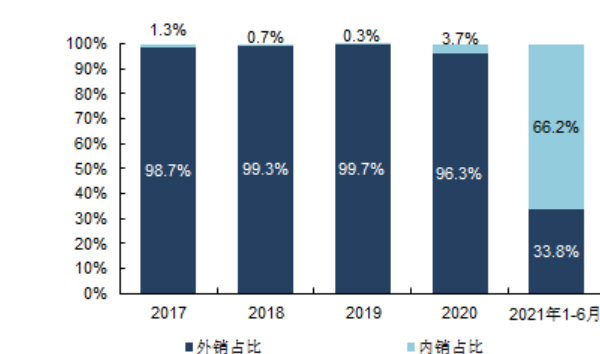
限塑令下生物全降解制品内销快速爆发，拓展各大品牌客户增长可期。收入端，公司生物全降解材料制品包括餐饮具及家具，2017-21H1 公司生物全降解材料制品收入规模从 600 万元迅速增长至 4100 万元。收入结构端，在 2017-2020 年公司全降解材料主要销往海外，占比接近 100%，国内仅零星销售。随着《关于进一步加强塑料污染治理的意见》实施时间临近，21H1 国内生物全降解市场迎来快速发展期，公司重点发展用于替代塑料袋、塑料吸管等国内明确限塑、且市场空间广阔的产品，21H1 内销收入迅速从 2020 年全年的 171 万元达到 2742 万元，占全降解制品收入比重 66.2%，成功开拓盒马鲜生、7 分甜、蜜雪冰城、吉野家等知名品牌。同期，新增品牌客户奈雪の茶、喜茶、古茗茶饮、百胜等国内知名茶饮客户，产品包括 PLA 膜袋、PLA 杯子、PLA 刀叉勺等，已进入大货生产。

图 40：公司生物全降解制品板块收入稳定提升



资料来源：招股说明书，公司定期报告，信达证券研发中心

图 41：公司生物全降解制品的内销收入爆发式增长

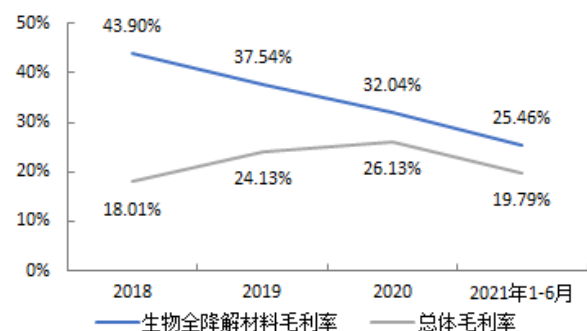


资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

生物全降解毛利率呈总体下降趋势。生物全降解材料制品为新产品，产品配方和性能处于持续优化阶段，产品毛利率下降主要由于产品结构变化导致均价存在一定程度变动，21H1 生物全降解材料制品单价下降较快主要系生物降解材料膜、袋制品大幅增加，而由于膜、袋产品性能要求导致其改性 PLA 材料中 PLA 含量较低，从而导致产品单价较低。

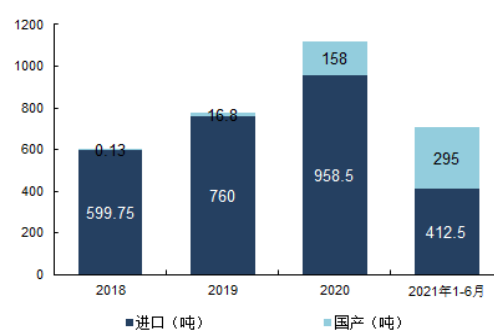
从原材料方面看，公司生物全降解产品主要原材料为 PLA，国内产能快速扩张价格有望下行。公司 PLA 主要从 NatureWorks、Total Corbion 采购，而 21H1 随着国内 PLA 产能逐步投产，公司 PLA 国内采购占比从 2020 年的 14% 提升至 42% 左右。从 PLA 价格看，由于前期全球国外产能较大因此单价较低，而随着国内 PLA 产能陆续投产，国内 PLA 价格有望持续降低。

图 42：公司生物全降解制品毛利率与总体毛利率对比

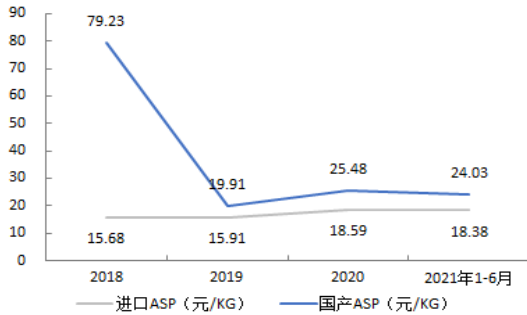


资料来源：招股说明书，公司定期报告，信达证券研发中心

图 43：公司 PLA 原材料进口与国产量 (吨)



资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

图 44：公司 PLA 原材料进口与国产 ASP（元/KG）


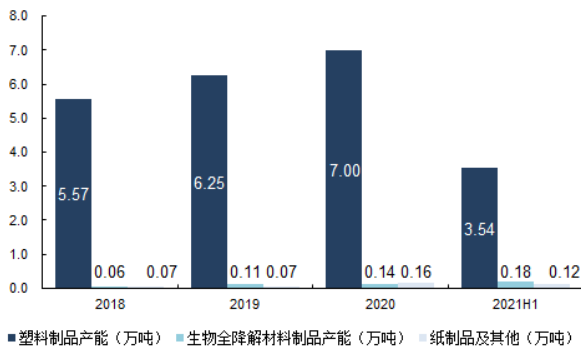
资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

图 45：PLA 进口平均单价近期呈上升趋势

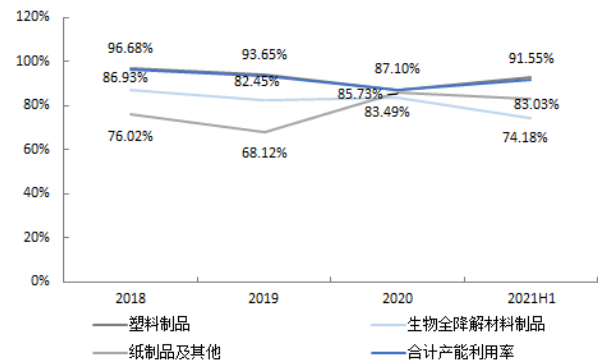

资料来源：wind，信达证券研发中心

3.3 募投扩产+并购发力环保新材料增量赛道

公司目前主要产能为塑料制品，产能利用率较高。截止 2020 年，公司合计拥有产能 7.3 万吨，其中塑料制品产能 7 万吨、生物全降解材料产能 0.14 万吨、纸制品及其他产能 0.16 万吨。公司产能利用率稳定在 90%左右，其中塑料制品产能利用率较高保持在 90%左右，生物全降解材料产能利用率近年稳定在 83%左右，随着未来生物降解材料技术的不断优化，产能利用率有进一步提升空间。

图 46：公司 18-21H1 各产品产能情况


资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

图 47：公司产能利用率较高且维持稳定


资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

募投项目发力高端塑料制品及生物降解材料，共新增 4 万吨，预计 2024 年投产。1) 澠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：公司拟拿出募资额的 26,604 万元建设 2.4 万吨高端塑料制品（家居用品及餐具类）及生物降解材料（家居用品及餐具类）产能，产品包括 1.6 万吨家居用品、儿童用品、刀叉勺，以及 0.8 万吨餐饮具，建设期 3 年，第三年、第四年、第五年达产计划分别为 20%、60%、100%。

2020 年公司塑料制品产能约为 7 万吨，新增 2.4 万吨高端塑料制品将使公司产能增长约 34.29%；2020 年生物全降解制品产能约为 0.14 万吨，新增 1.6 万将使公司产能显著增长。

2) 生物降解材料及制品研发中心建设项目：公司拟拿出募资额的 10,023 万元建设研发中心，包括研发中心大楼，包含研发办公室、检测中心、试验中心、微生物室、综合实验室、

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>22

置样间、学术交流中心及配套设施等,并购置先进的研发设备和软件,引进高水平研发人才。研发方向主要有:改性耐热聚乳酸、耐热聚乳酸复合材料及耐热聚乳酸发泡材料、全降解吹膜制品的研发制备等,建设期预计为3年。

表 5: 公司募投项目 (单位: 万元)

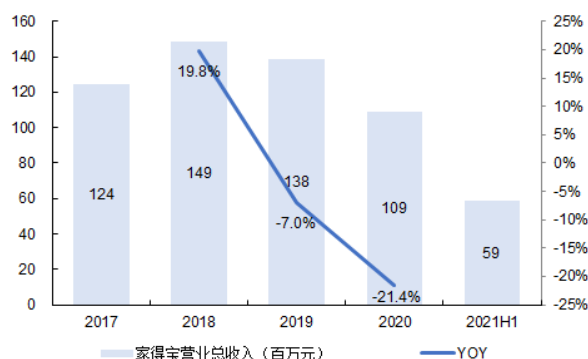
项目	预计投资规模 (万元)	产品	产能	建设期	投产计划
漕浦厂区生物降解材料制品及高端塑料制品生产线产能建设项目 (万元)	26,604	1、塑料制品 (注塑类): 家居用品、儿童用品、刀叉勺; 2、塑料制品 (吸塑类): 餐饮具 (杯、碗、盘、杯盖); 3、生物降解材料制品 (家居用品及餐具类)	1、16000 吨; 2、8000 吨; 3、16000 吨	36 个月	完全达产年为第五年 (包含建设期, 22-26 年), 前五年的具体达产计划分别为 0%、0%、20%、60%、100%
生物降解材料及制品研发中心建设项目 (万元)	10,023	-	-	36 个月	-
补充流动资金 (万元)	10,000	-	-	-	-
合计	46,627		40000 吨	36 个月	完全达产年为第五年 (包含建设期, 22-26 年)

资料来源: 招股说明书, 信达证券研发中心

收购家得宝科技 75%股份, 加快全降解产品布局。公司于 2022 年 5 月 5 日公告与家得宝及其股东、实际控制人签署股份转让协议和股份认购协议, 公司拟以 4,500 万元的价格受让双鱼塑胶持有的家得宝 45%的股权; 公司与家得宝、双鱼塑胶、阮金刚、徐素君签署浙江家得宝科技股份有限公司股份认购协议, 以 12,000 万元认购家得宝增发的 4,162.3764 万股股份, 本次增发完成后, 公司持有家得宝 75%的股权。本次交易完成后, 家得宝将成为公司的控股子公司。

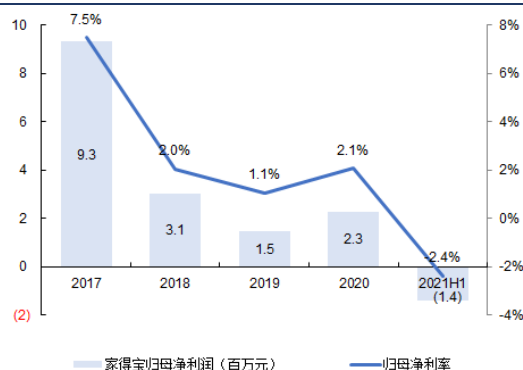
家得宝在一次性环保纸浆餐具的生产销售能力在同行中排名前列, 技术研发实力雄厚。家得宝公司的主营业务为一次性环保纸浆餐具的研发、生产和销售, 包括盘、碗、快餐盒等植物纤维一次性环保餐具, 产品远销欧美、日本、港台等国家和地区。公司拥有现代化纸浆餐具生产线 14 条, 年产量可达 8 亿件, 生产规模和技术力量在国内企业中名列前茅。

图 48: 家得宝近年营收情况表现



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 49: 家得宝近年归母净利率情况表现



资料来源: wind, 信达证券研发中心

四、盈利预测与估值

盈利预测核心假设：1) 假设 2022 年公司塑料制品业务随着全球以及国内市场的进一步拓展，塑料制品收入同比增长 18.7%，假设 2023-2024 年保持稳定增长态势，分别同增 6%/4.8%。2) 生物全降解材料制品业务，随着国内限塑令加码，公司加大国内餐饮客户开发力度，目前公司已与品牌客户喜茶、奈雪的茶、古茗、百胜达成合作，并进入大货生产，预计生物全降解材料制品业务未来有望保持较快发展，假设 2022-2024 年收入生物全降解材料制品分别同增 193%/89%/46%。3) 毛利率：随着公司于 1H21 对主要产品的价格政策调整到位、以及相对毛利率较好的全降解生物制品销售占比增加，预计 2022 年各产品毛利率较 2021 年将小幅修复，预计 2022-2024 年公司整体毛利率为 20.2%/20.8%/21.1%。4) 期间费用率：假设 2022-2024 年随着内销收入占比提升，公司销售费用率小幅提升，管理、研发费用率基本稳定。

综合以上考虑，我们预计公司 2022-2024 年实现营业总收入分别为 16.51/20.16/23.68 亿元，分别同增 34%/22%/17%，预计 2022-2024 年归母净利润分别为 1.17/1.44/1.72 亿元，分别同增 64%/23%/19%。目前（2022/5/17）股价对应 2022 年 PE 为 27x，考虑到公司目前 PE 高于可比公司平均水平，但 PEG 较低，首次覆盖给予“增持”评级。

表 6：盈利预测简表

(百万元)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,020	1,026	1,234	1,651	2,016	2,368
%增长率	7.6%	0.6%	20.3%	33.8%	22.0%	17.5%
营业成本	774	758	1,012	1,318	1,597	1,867
%销售收入	75.9%	73.9%	82.0%	79.8%	79.2%	78.9%
毛利	246	268	222	333	419	501
%销售收入	24.1%	26.1%	18.0%	20.2%	20.8%	21.1%
销售费用	59	48	63	89	114	142
%销售收入	5.8%	4.7%	5.1%	5.4%	5.7%	6.0%
管理费用	47	52	46	63	77	90
%销售收入	4.6%	5.1%	3.7%	3.8%	3.8%	3.8%
研发费用	38	39	38	52	63	74
%销售收入	3.7%	3.8%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%
财务费用	15	18	13	15	19	18
%销售收入	1.5%	1.8%	1.1%	0.9%	0.9%	0.7%
营业利润	81	128	57	109	139	169
%增长率	824.4%	57.1%	-55.1%	90.3%	27.3%	21.8%
归属于母公司的净利润	75	114	71	117	144	172
净利率	7.3%	11.1%	5.8%	7.1%	7.1%	7.2%

资料来源：wind，信达证券研发中心

表 7：相对估值表

公司名称	股价	市值	— 归母净利 (亿元) —		— PE —		PEG	PB
	2022/5/18	(亿元)	2022E	2023E	22PE	23PE	2022	(MRQ)
好太太	13.19	52.9	3.5	4.2	14.9	12.6	0.8	3.1
恒林股份	38.45	38.5	4.1	5.0	9.3	7.6	0.4	1.4
张小泉	17.10	26.7	1.0	1.3	27.0	20.9	1.1	5.0
哈尔斯	5.61	23.2	1.8	2.5	12.6	9.3	0.4	2.7
平均					16.0	12.6	0.7	3.1
家联科技*	26.42	31.7	1.2	1.4	27.1	22.0	0.4	1.5

资料来源：wind，信达证券研发中心

注：*为信达证券研发中心预测，其余为 wind 一致预期

五、风险因素

- 1、技术研发失败风险：公司是一家从事塑料制品及生物降解制品的研发、生产与销售的企业。由于生物降解制品行业为国内近些年新发展起来的行业，因此在未来的研发过程中，公司缺少相关的参考与借鉴，可能出现研发难度大、研发周期长、前期投入高等情况。在研究开发到最终技术产业化的各个环节均面临一定的研发失败风险，例如关键技术难点无法突破、技术无法大规模产业化应用等。如果公司的技术研发失败，将对公司未来的可持续发展与盈利能力造成一定不利影响。
- 2、原材料价格波动风险：公司生产主要使用塑胶原材料。报告期内，公司生产成本中塑胶原材料成本占比约 70%。报告期内，上述主要原材料价格变动是导致公司产品成本变动的主要因素之一，其价格波动在很大程度上受石油价格波动的影响。报告期内受石油价格波动的影响，上述主要原材料的价格波动幅度较大，对公司盈利能力造成扰动。
- 3、行业政策风险：公司主要产品为塑料用品，目前境内外限塑政策对公司持续经营能力并未造成重大不利影响，但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。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	521	1,363	1,487	1,659	1,879
货币资金	104	855	823	856	941
应收票据	1	0	0	0	0
应收账款	154	148	198	242	285
预付账款	6	17	22	27	32
存货	241	327	425	515	603
其他	15	16	17	18	19
非流动资产	607	701	727	729	707
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	459	481	560	578	561
无形资产	72	70	70	70	70
其他	76	151	97	81	76
资产总计	1,127	2,065	2,214	2,387	2,586
流动负债	615	592	654	719	790
短期借款	228	251	221	204	193
应付票据	143	133	173	210	246
应付账款	153	116	150	182	213
其他	91	93	109	123	137
非流动负债	53	115	115	115	115
长期借款	31	72	72	72	72
其他	23	43	43	43	43
负债合计	668	707	769	834	905
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	459	1,358	1,445	1,553	1,681
负债和股东权益	1,127	2,065	2,214	2,387	2,586

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,026	1,234	1,651	2,016	2,368
同比 (%)	0.6%	20.3%	33.8%	22.0%	17.5%
归属母公司净利润	114	71	117	144	172
同比 (%)	52.8%	-37.7%	64.4%	23.1%	19.1%
毛利率 (%)	26.1%	18.0%	20.2%	20.8%	21.1%
ROE%	24.9%	5.2%	8.1%	9.3%	10.2%
EPS (摊薄)(元)	1.27	0.79	0.98	1.20	1.43
P/E	20.81	33.46	27.09	22.01	18.49
P/B	5.18	2.34	2.19	2.04	1.89
EV/EBITDA	13.39	17.90	14.42	11.79	9.94

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,026	1,234	1,651	2,016	2,368
营业成本	758	1,012	1,318	1,597	1,867
营业税金及附加	6	6	8	10	12
销售费用	48	63	89	114	142
管理费用	52	46	63	77	90
研发费用	39	38	52	63	74
财务费用	18	13	15	19	18
减值损失合计	0	-1	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
其他	22	1	2	3	4
营业利润	128	57	109	139	169
营业外收支	7	21	20	20	20
利润总额	135	79	129	159	189
所得税	21	7	12	15	18
净利润	114	71	117	144	172
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	114	71	117	144	172
EBITDA	191	150	186	223	255
EPS (当年)(元)	1.27	0.79	0.98	1.20	1.43

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	180	108	120	158	189
净利润	114	71	117	144	172
折旧摊销	67	78	64	69	72
财务费用	10	14	22	20	19
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	7	-58	-64	-56	-54
其它	-19	2	-19	-19	-19
投资活动现金流	-111	-156	-71	-51	-31
资本支出	-111	-156	-71	-51	-31
长期投资	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	-19	813	-81	-74	-72
吸收投资	0	922	0	0	0
借款	211	333	-30	-17	-10
支付利息或股息	-9	-13	-51	-56	-62
现金流净增加额	47	765	-32	33	85

研究团队简介

李宏鹏，经济学硕士，六年轻工制造行业研究经验，曾任职于招商证券研发中心轻工制造团队，团队获得2017年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业第4、第2、第3名，2018-2020年金牛奖轻工造纸行业最佳分析师。2022年加入信达证券。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiu Yue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。