

公司深度研究

证券研究报告

家联科技 (301193.SZ)

买入 (首次评级)

塑料制品龙头，可降解赛道优质掘金者

公司简介：

塑料制品领军企业，出口为基，内销&可降解蓄势待发。公司以塑料餐饮具为基，外销收入占比超 80%，18-21 年营收复合增速 9.2%，预计 2022 年实现归母净利润 1.68~1.92 亿元，同比增长 135.96%~169.67%。

投资逻辑：

可降解前瞻布局：PLA&纸浆模塑制品双箭齐发，期待家得宝提效放量。 2021/2022 M1~M10，国内可降解制品出口额同比+10.1%/+16.6%，成长优势突出，公司充分利用与海外大客户在传统塑料领域合作的先发优势，从 PLA 可降解、纸浆模塑两条线进行可降解产品布局，22 年 5 月收购浙江家得宝（收购对价 1.65 亿元，持股 75%，6 月并表），21/22E 营收 1.3/1.4 亿元，预测 23/24 纸浆模塑收入同比+40%/+30%。

传统塑料制品：收购美国公司开拓家居用品、补充客户资源，顺应产业趋势进入新式茶饮供应链驱动成长。 内销：凭借优质产品力、成本领先优势，顺利进入喜茶等新式茶饮供应链，3Q22 起进入放量期。外销：22 年 8 月收购美国家居用品公司 Sumter Easy Home（收购对价 3.6 亿元，持股 66.7%，11 月并表，21/22E 营收 862/1000 万元），产品开拓至衣架、智能家居用品等，有望补齐过去此板块客户资源薄弱的短板。

卡位塑料餐饮具，绑定一线商超&餐饮客户，智能化改造优化人工、制造成本。 深度绑定宜家、美国连锁餐饮的主要采购商 Team Three、必胜等大客户，2021 年前五大客户占比 49.5%。短期原料价格进入下行周期，石油衍生物 PP、PS 价格 22 年内较高点下滑 17.80%/14.08%，预计 23 年毛利率同比+1.5~2.5pct。

22 年 12 月发布可转债预案，拟募集资金 7.5 亿元，用于 10 万吨甘蔗渣可降解环保材料制品项目投产，有望夯实可降解产品矩阵。

盈利预测、估值和评级

采用市盈率相对估值法，预测 22-24 年公司归母净利分别为 1.8/2.3/2.9 亿元，同比+153%/+28.4%/+23.3%，当前股价对应 23-24 年 PE 估值分别为 19/15X，考虑到公司中期成长性优于同业，应给予一定估值溢价，首次覆盖，给予公司 23 年 23X 估值，对应目标价 44.3 元，给予“买入”评级。

风险提示

原材料价格上涨导致盈利承压；汇率波动风险；并购标的业绩不及预期风险；限售股解禁。

轻工组

分析师：尹新悦（执业 S1130522080004）

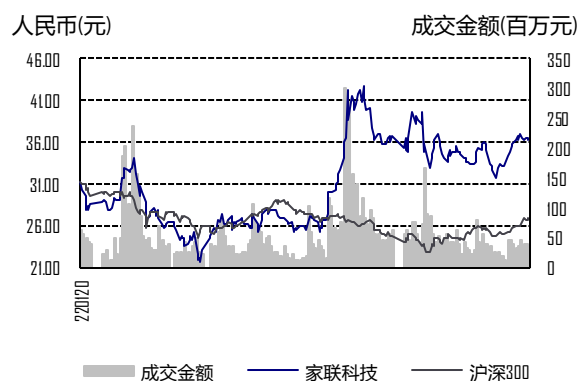
yinxinyue@gjzq.com.cn

分析师：张杨桓（执业 S1130522090001）

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

市价（人民币）：36.30 元

目标价（人民币）：44.30 元



公司基本情况（人民币）

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,026	1,234	2,035	2,589	3,228
营业收入增长率	0.57%	20.28%	64.85%	27.21%	24.68%
归母净利润(百万元)	114	71	180	231	285
归母净利润增长率	52.77%	-37.73%	152.92%	28.37%	23.31%
摊薄每股收益(元)	1.270	0.593	1.501	1.926	2.375
每股经营性现金流净额	2.00	0.90	2.21	2.54	3.55
ROE(归属母公司)(摊薄)	24.92%	5.24%	11.85%	13.38%	14.36%
P/E	0.00	53.68	24.19	18.84	15.28
P/B	0.00	2.81	2.87	2.52	2.20

来源：公司年报、国金证券研究所

内容目录

1 塑料制品领军企业，出口为基，内销&可降解蓄势待发.....	4
2 卡位塑料餐饮具，优质客户结构，强成本管控能力突出.....	5
2.1 优质客户渠道：卡位餐饮具制品，广泛覆盖海外一线客户.....	5
2.2 智能化保证品质，优化人工、制造成本.....	7
2.3 短期原料价格进入下行周期，把握成本周期带来的盈利弹性.....	9
3 可降解前瞻布局：PLA&纸浆模塑制品双箭齐发.....	11
3.1 海外可降解渗透率领先国内，政策推进力度、成本优化幅度主导内需成长节奏.....	11
3.2 PLA 制品：产品力提升&成本优化是关键，延伸至改性材料提升上游掌控力.....	13
3.3 纸浆模塑：收购家得宝，提效&扩产效果值得期待.....	16
4 传统塑料制品：收购美国产能开拓家居用品，进入新式茶饮供应链驱动放量.....	19
4.1 内销：把握行业红利，绑定优质茶饮供应商，看好放量成长.....	19
4.2 外销：收购美国公司进军家居板块，打开中长期成长空间.....	20
5 盈利预测和投资建议.....	22
5.1 盈利预测.....	22
5.2 投资建议.....	24
风险提示.....	24

图表目录

图表 1： 公司成长发展历程梳理.....	4
图表 2： 公司主要产品展示.....	4
图表 3： 2022 年前三季度营收 15.80 亿元，同比+74.44%.....	5
图表 4： 2022 年前三季度归母净利润同比+195.97%.....	5
图表 5： 2021 年生物全降解材料制品营收同比+96.72%.....	5
图表 6： 2021 年塑料制品业务营收占比 86.44%.....	5
图表 7： 公司外销业务当前占比超 80%.....	6
图表 8： 公司下游客户矩阵.....	6
图表 9： 公司 2017-2021 年前五大客户分布.....	7
图表 10： 部分自动智能化具有代表性的核心技术.....	8
图表 11： 家联数字化车间.....	8
图表 12： 公司单吨人工、制造费用呈下行趋势.....	8
图表 13： 与同行业公司营业收入体量（百万元）及增速对比.....	9
图表 14： 与同行业公司毛利率对比.....	9
图表 15： 与同行业公司净利率对比.....	9
图表 16： PP 和 PS 与原油价格已进入下行周期.....	10
图表 17： 公司分品类毛利率分布.....	10
图表 18： 2022 年前三季度整体毛利率有所修复.....	11
图表 19： 材料成本占主营业务成本比例.....	11
图表 20： 国内限塑政策.....	12

图表 21: 国外部分国家/地区限塑政策	12
图表 22: 国内可降解材料制品出口额（亿元）及增速	13
图表 23: 各类塑料价格及比价情况分析	13
图表 24: 塑料制品分类	13
图表 25: 各类可生物降解材料对比	13
图表 26: PLA 循环示意图	14
图表 27: PLA 主要生产方法	14
图表 28: PLA 产业链	14
图表 29: 有代表性的 PLA 改性核心技术	15
图表 30: PLA 制品生产制造工艺	15
图表 31: 公司参与制定的行业标准	16
图表 32: IPO 募集资金投资项目	16
图表 33: 纸浆模塑和生物可降解材料制品对比	17
图表 34: 国内纸浆模塑企业偏分散	17
图表 35: 2021 全球纸浆模塑在各应用领域中的占比	17
图表 36: 2021 国内产能按用途分布（万吨）	17
图表 37: 国内各企业 2021 产量分布	17
图表 38: 主要公司纸浆模塑业务营收体量（百万元）对比	18
图表 39: 主要公司纸浆模塑业务营收增速对比	18
图表 40: 浙江家得宝主要产品	18
图表 41: 浙江家得宝 2019-2021 年营收	19
图表 42: 浙江家得宝 2019-2021 年归母净利润	19
图表 43: 纸浆模塑制品制作流程	19
图表 44: 众鑫股份纸浆模塑产品成本构成	19
图表 45: 各公司纸浆模塑业务毛利率对比	19
图表 46: 内销收入不断增加	20
图表 47: 中国现制茶饮市场规模	20
图表 48: 中国外卖餐饮行业市场规模	20
图表 49: 中国饮品店连锁化率逐年升高	20
图表 50: 中国小吃快餐连锁化率逐年升高	20
图表 51: 国内塑料制品出口额及增速	21
图表 52: 公司收购 Sumter Easy Home 的股权穿透图	21
图表 53: Sumter Easy Home 营业收入及净利润	22
图表 54: 2017 年-2025 年全球家居用品市场规模	22
图表 55: Sumter Easy Home 未来三年产能计划	22
图表 56: 被收购公司历史收入和净利润表现	23
图表 57: 公司主要业务营收及毛利预测	24
图表 58: 可比公司估值	24

1 塑料制品领军企业，出口为基，内销&可降解蓄势待发

公司成立于 2009 年，2021 年于深交所上市，其成长历程分为三大阶段：

1) 潜心研发，专注出口 (2009-2012)：专注于产品研发，以基础塑料制品为基，逐步拓宽产品线，开拓了注塑类、吸塑类、吸管等产品，与英国 Tesco、ASDA、美国 Jarden、Walmart、Target、Safeway、US Food、Costco 达成合作。

2) 提前布局，试水国内 (2012-2015)：敏锐察觉环保理念将逐步加强，提前对 PLA 材料进行改性研究，拓展海外客户的同时，开始试水国内市场，积累了 Woolworths、Morrisons、Dollar Tree、Amazon、大润发、欧尚等国内外优质客户，并开始建设漕浦新厂区。

3) 布局可降解，扩大客户群 (2016-至今)：持续布局生物降解材料的改性研究，取得大量研发成果，并建成了生物全降解材料数字化车间；优质客户群体进一步扩大，与宜家、Sams Club、KFC、必胜、星巴克、蜜雪冰城、盒马鲜生等国内外企业均达成合作；在漕浦新厂区建成多个自动化注塑、吸塑车间、数字化车间。2021/1-3Q2022，公司营收达到 12.3/15.8 亿元，同比+20.3%/+74%。

图表1：公司成长发展历程梳理



来源：公司官网，国金证券研究所

普通塑料制品稳健成长，可降解制品领域积极延伸。公司主要产品可分为塑料制品、生物全降解材料制品、纸制品及其他三类，其中塑料制品主导，绑定国内外大中型商超、餐饮业和家居用品商等，近年来稳健成长。2019/2020/2021/1-3Q2022 公司营收分别为 10.20/10.26/12.34/15.80 亿元，同比+7.7%/+0.6%/+20.3%/+74.4%。伴随海外限塑令的推进，生物全降解材料制品/纸制品占比不断提升，营收占比从 2017 年的 0.75%/0.78%提升至 2021 年的 7.44%和 6.11%。

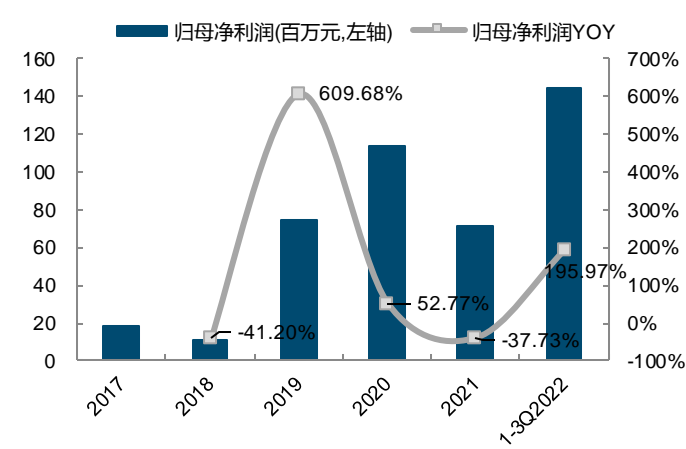
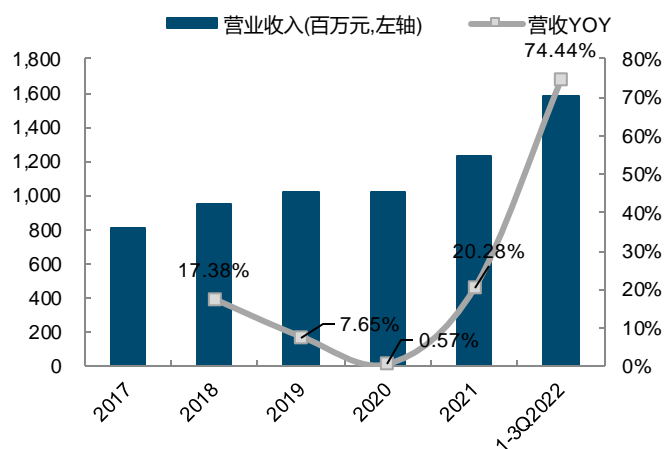
图表2：公司主要产品展示

原材料	产品类别	产品图片	主要产品	2021营收占比	2021毛利率	主要客户
聚丙烯 (PP)、聚苯乙烯 (PS) 等塑胶原材料	塑料餐饮具		①刀叉勺②杯碗盘③吸管④航空餐饮套件等	86.44%	17.41%	海内外大中型商超及餐饮业，如Team Three、必胜、宜家、蜜雪冰城等
	塑料家具用品		①收纳箱②鞋盒③椅子面板④滤篮浴室物品架等			海内外大中型商超、家居用品商，如宜家、盒马等
聚乳酸 (PLA)	生物全降解材料制品		①生物降解材料吸管②生物降解材料餐具③生物降解塑料袋④生物降解包装袋等	7.44%	22.56%	Team Three、The Safety Zone、Staples Brand ConsultingCo.,Ltd、盒马等
植物纤维	纸制品及其他		①餐具套件中外购配套纸巾、桌布、牙签等②纸质吸管等	6.11%	21.08%	蜜雪冰城、必胜、Asda Stores Limited、Sainsbury's Argos Asia Ltd等

来源：公司公告，阿里巴巴，国金证券研究所

图表3：2022年前三季度营收15.80亿元，同比+74.44%

图表4：2022年前三季度归母净利润同比+195.97%

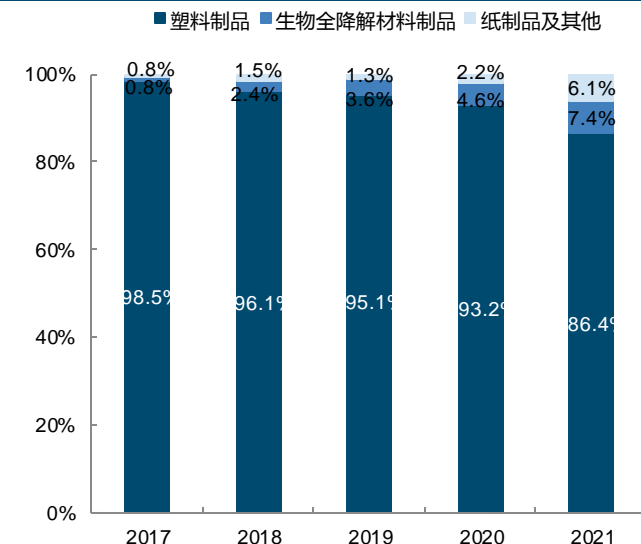
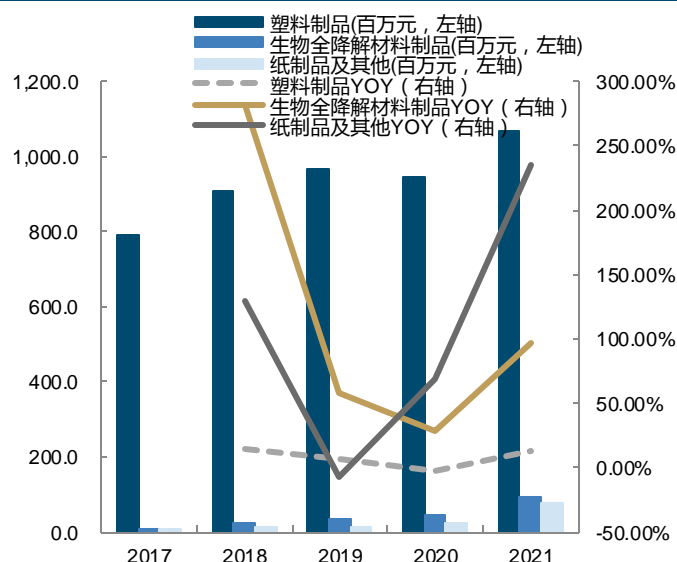


来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

图表5：2021年生物全降解材料制品营收同比+96.72%

图表6：2021年塑料制品业务营收占比86.44%



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所，ifind

实际控制人股权集中，股权激励提升员工积极性。公司实际控制人为王熊、林慧勤夫妇，截至2022年第三季度，二人合计直接持有公司39.38%的股份，且实际控制镇海金塑、镇海金模两个员工持股平台，股权较为集中；公司的员工持股计划激发了员工积极性，且绑定了公司核心管理、技术人员，具有前瞻眼光。

拟发行转债建设甘蔗渣项目，夯实可降解产品矩阵。2022年12月，公司发布可转债预案，拟募集资金7.5亿元，用于广西年产10万吨甘蔗渣可降解环保材料制品项目投产。公司已经以自有资金先行投入，目前项目已于来宾市工业园区经济发展局备案，环评手续正在办理中，预计将于2023Q4开始逐步投产，可转债项目完成后公司甘蔗渣可降解制品产值预计超过20亿元，产能规模进一步提升。

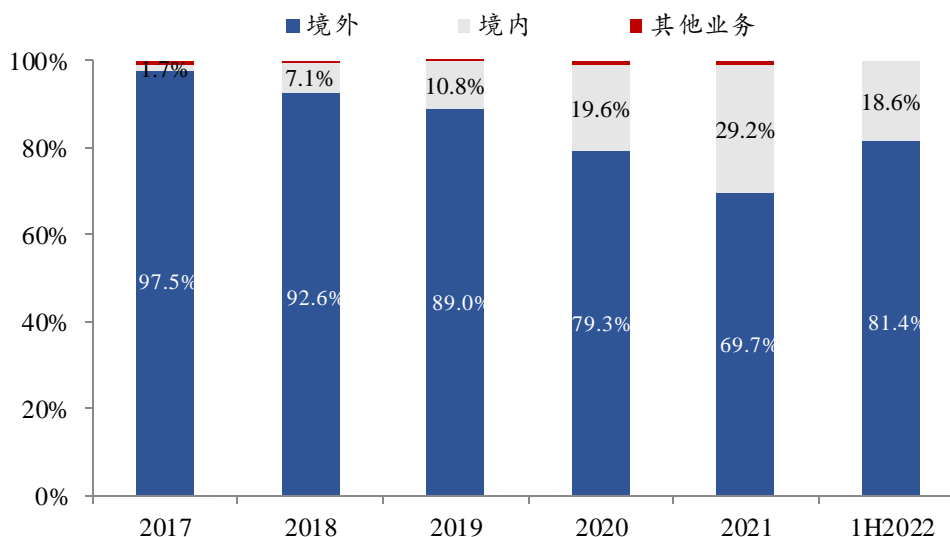
2 卡位塑料餐饮具，优质客户结构，强成本管控能力突出

2.1 优质客户渠道：卡位餐饮具制品，广泛覆盖海外一线客户

餐饮具为基，用品持续布局，深度绑定宜家、必胜等海内外优质一线企业。公司目前在餐饮具及家居日用品两大品类中可生产上万种不同类型及规格产品，覆盖范围广泛，涵盖了餐饮、新茶饮及居家生活的多个方面，能为客户提供多品类、一站式的采购服务。前五大客户占比较为稳定，公司深度绑定家居零售商宜家、美国连锁餐饮的主要

采购商 Team Three、必胜等海内外大客户，2017-2021 年前五大客户占比分别为 57.14%/50.29%/49.12%/46.68%/49.53%。从内外销来看，外销仍占主导地位，1H22 外销业务占比 81.36%，内销亦积极开拓，营收占比从 2017 年的 1.7%提升至 1H22 的 18.6%。

图表7：公司外销业务当前占比超 80%



来源：公司公告，国金证券研究所

图表8：公司下游客户矩阵



来源：公司公告，国金证券研究所

图表9：公司 2017-2021 年前五大客户分布

期间	序号	客户名称	占营业收入比例	总占比	总销售额(亿元)
2021年度	1	客户1	17.40%	49.53%	6.11
	2	客户2	9.07%		
	3	客户3	8.63%		
	4	客户4	7.96%		
	5	客户5	6.47%		
2021年度1-6月	1	IKEA Supply AG	16.50%	50.37%	2.92
	2	必胜(上海)食品有限公司	9.89%		
	3	Team Three Group LTD.	9.23%		
	4	郑州宝岛商贸有限公司	8.72%		
	5	Jarden Home Brands	6.02%		
2020年度	1	IKEA Supply AG	13.58%	46.68%	4.79
	2	Team Three Group LTD.	11.23%		
	3	Dart Container Corporation	7.69%		
	4	必胜(上海)食品有限公司	7.68%		
	5	The Ocala Group LLC	6.50%		
2019年度	1	Team Three Group LTD.	12.87%	49.12%	5.01
	2	IKEA Supply AG	10.13%		
	3	Bunzl International Services INC	8.87%		
	4	Dart Container Corporation	8.65%		
	5	Woolworths Group Limited Food Company HK Procurement Pty Limited	8.61%		
2018年度	1	Team Three Group LTD.	14.04%	50.29%	4.77
	2	Bunzl International Services INC	10.77%		
	3	Jarden Home Brands	9.29%		
	4	IKEA Supply AG	8.13%		
	5	Dart Container Corporation	8.07%		
2017年度	1	Dart Container Corporation	12.91%	57.14%	4.61
	2	Team Three Group LTD.	12.55%		
	3	Bunzl International Services INC	12.41%		
	4	Jarden Home Brands	11.02%		
	5	The Ocala Group LLC	8.24%		

来源：公司公告，国金证券研究所

2.2 智能化保证品质，优化人工、制造成本

由于塑料制品行业呈现小而散的格局，公司作为产品加工商，拥有成熟的大规模自动化工艺，能够实现生产自动化和决策智能化，与中小微企业或家庭作坊式的塑料加工企业相比，在材料采购、智能化方面具备一定优势。当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，其品质管控、生产效率、人工节省持续优化。

图表10：部分自动智能化具有代表性的核心技术

序号	名称	特点	与传统技术对比情况	来源
1	注塑产品的自动收集技术	注塑产品经机械手取出后，经过产品自动断浇口后用接收器自动收集，可实现一人多机操作，提升了生产效率。	与注塑冷流道模具自动断胶技术结合以后，单机产量提升 10%，单机用工减少 50%。	自行研发
2	杯子自动包装技术	实现接杯、卷边、点数、装袋、贴标等工序的自动化，降低生产用工量，提高包装效率。	实现了各工序的自动化。使用本技术前，1 条生产线需要 5 名工人，使用后 2 条生产线只需要 3 至 4 名工人。	自行研发
3	中央供料系统	公司通过室外大料罐、管道、电子控制系统等实现原料集中储存、管道自动传输，并通过读取储存在计算机内的配方将回料和原料重新配比输送到生产线，实现了原料储存、运输、使用等密闭无人化作业，减少仓储的储存空间，避免了原料在储存和运输过程中产生污染，减少了用工量。	原供料方式中，领料、运输、拌料、加料、胶料粉碎等环节均通过人工方式完成，每车间供料用工数为 10 人。适用中央供料系统后，每车间供料用工数仅为 3 人。	自行研发
4	注塑产品的自动折叠技术	产品经机械手取出后，直接放入自动折叠设备进行折叠，并按每模个数进行自动计数和直接包装，有效提升产品包装精准度与折叠、包装效率。	减少了手工折叠、搬运、储存、管理等流程，单机用工由 7 人减少到 1 人。	自行研发

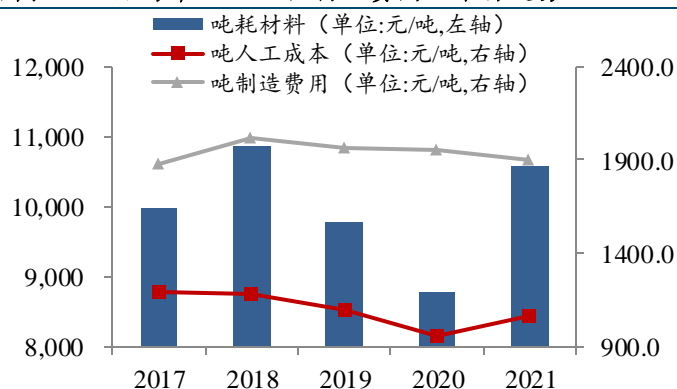
来源：公司公告，国金证券研究所

图表11：家联数字化车间



来源：公司公告，国金证券研究所

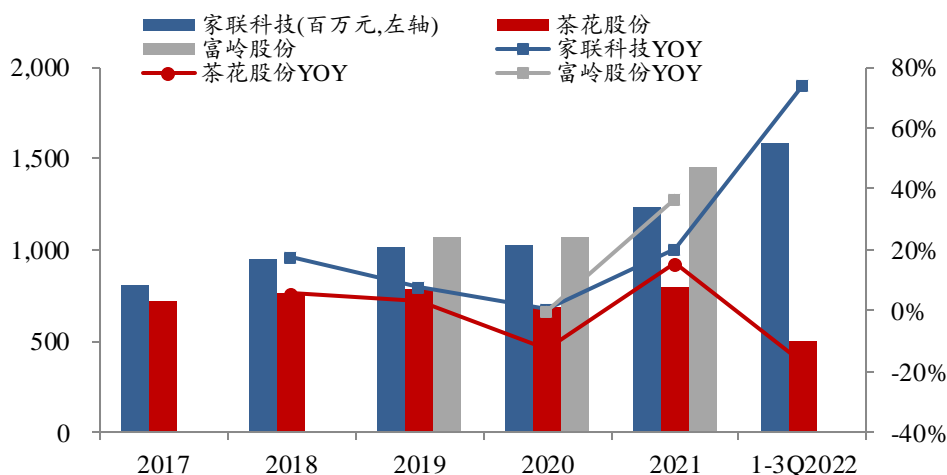
图表12：公司单吨人工、制造费用呈下行趋势



来源：公司公告，国金证券研究所

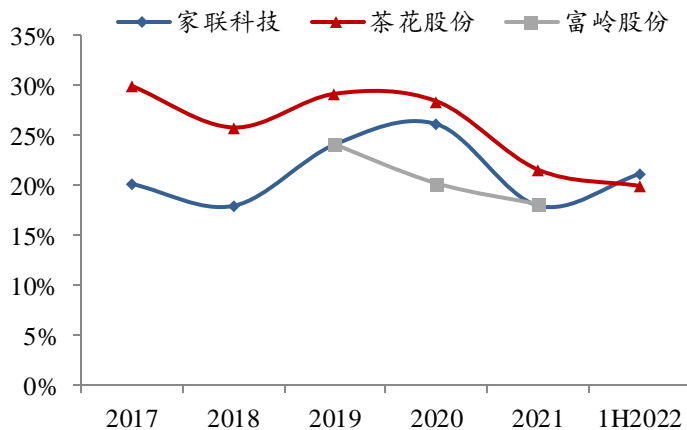
与同行业公司进行对比，公司营收保持较为稳定增长的同时，受产品品类差异、客户结构、渠道结构的影响，毛利率较同业竞争公司优势不突出，但净利率近年来保持稳定。

图表13: 与同行业公司营业收入体量(百万元)及增速对比



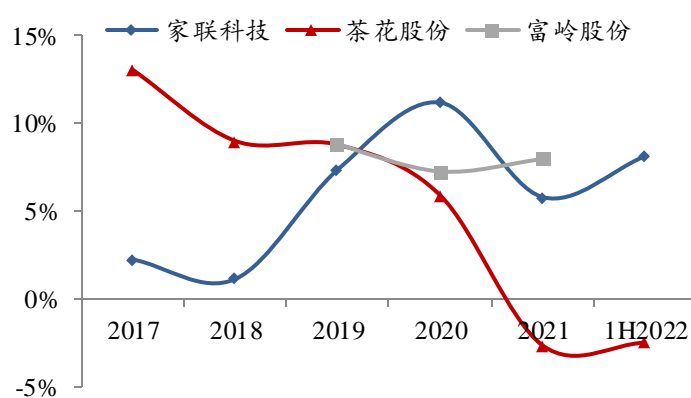
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表14: 与同行业公司毛利率对比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表15: 与同行业公司净利率对比

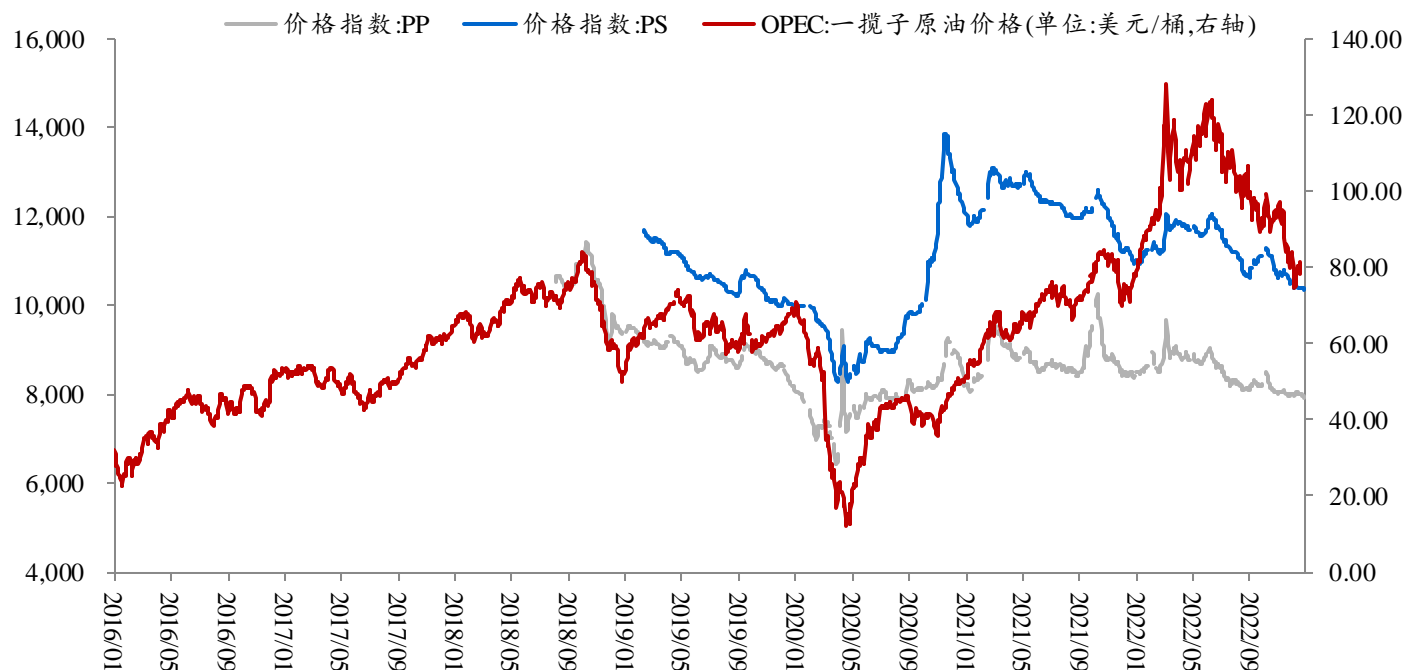


来源: 公司公告, 国金证券研究所

2.3 短期原料价格进入下行周期, 把握成本周期带来的盈利弹性

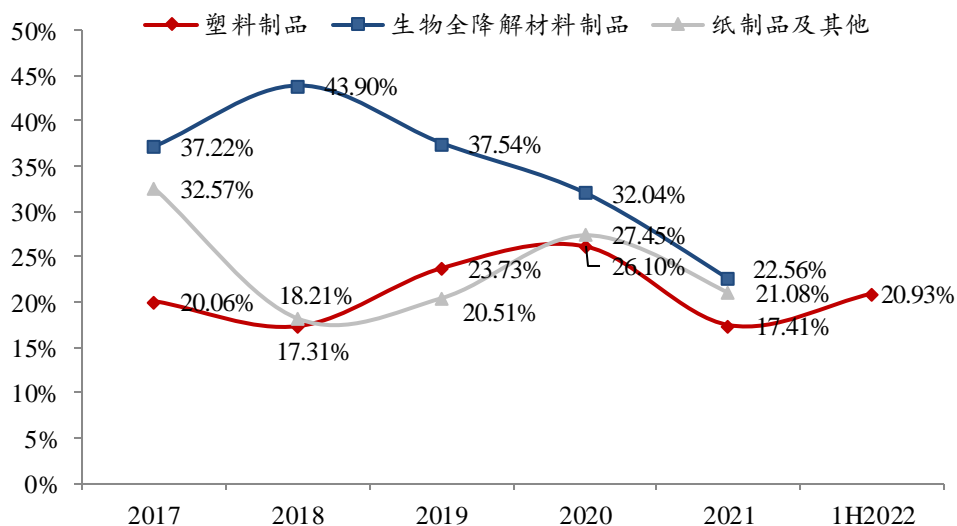
公司主要原料占成本比例为 75%, 且主要以塑胶原材料 (PP、PS) 的成本为主, 2022 年下半年以来, 伴随原油价格下滑, 石油衍生物 PP、PS 价格也较年内高点下滑了 17.80%/14.08%, 伴随高价原料库存去化, 成本压力有望减弱。

图表16: PP 和 PS 与原油价格已进入下行周期



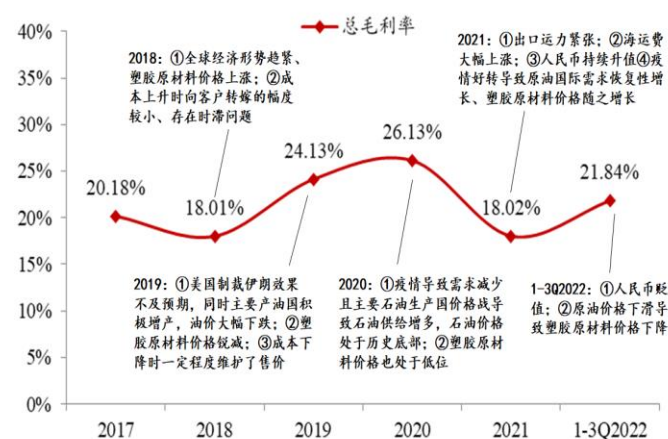
来源: wind, 国金证券研究所

图表17: 公司分品类毛利率分布



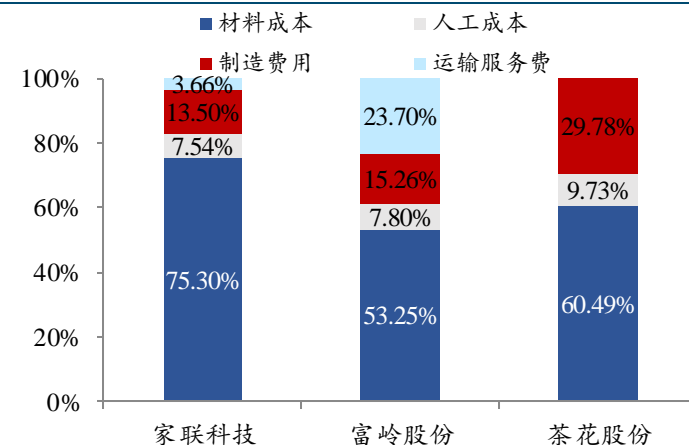
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表18：2022 年前三季度整体毛利率有所修复



来源：公司公告，国金证券研究所

图表19：材料成本占主营业务成本比例



来源：公司公告，国金证券研究所

3 可降解前瞻布局：PLA&纸浆模塑制品双箭齐发

3.1 海外可降解渗透率领先国内，政策推进力度、成本优化幅度主导内需成长节奏

强环保意识、政策推进保证海外可降解制品成长性优于国内。餐饮具等行业始终存在较大需求，欧美降塑推进速度更快，出口企业迎合海外发展趋势，产品力积累逐步强化，根据海关数据，2021/2022 年 M1~M10，可降解制品出口额同比+10.1%/+16.6%，国内也制定了关于限速的一系列推进措施，例如在 2020 年出台的《关于进一步加强塑料污染治理的意见》中，目标到 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，但由于政策推进节奏较慢，且当前主要的 PLA/PBAT 可降解原材料成本是传统塑料 PP/PS 价格 2-3 倍，成本方面限制渗透率的快速提升。

公司充分利用与海外大客户在传统塑料领域合作的先发优势，通过自主研发、并购等方式，从 PLA 可降解、纸浆模塑两条线进行可降解产品布局，为客户提供一揽子方案，不断提升海外客户单值。

图表20：国内限塑政策

颁布时间	政策文件名称	具体内容
2020年1月	《关于进一步加强塑料污染治理的意见》	禁止、限制了部分塑料制品的生产、销售和使用，主要目标是 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。
2020年4月	《禁止、限制生产、销售和使用的塑料制品目录（征求意见稿）》	1、禁止生产、销售的塑料制品。 1) 厚度小于0.025毫米的超薄塑料购物袋。2) 厚度小于0.01毫米的聚乙烯农用地膜。3) 以医疗废物为原料制造的塑料制品。4) 用泡沫塑料制成的一次性塑料餐具。5) 以不可降解塑料棒为基材制造的一次性棉签。6) 含塑料微珠的日化产品 2、禁止、限制使用的塑料制品。 1) 不可降解塑料袋。2) 不可降解一次性塑料餐具。3) 不可降解一次性塑料吸管。4) 宾馆、酒店一次性塑料用品。5) 快递塑料包装。
2020年7月	《关于扎实推进塑料污染治理工作的通知》	为确保如期完成2020年底塑料污染治理各项阶段性目标任务，要求： 一、落实属地管理责任 8月中旬前出台省级实施方案，细化分解任务，层层压实责任；督促省会城市、计划单列市、地级以上城市等研究提出可操作、有实效的具体推进措施，确保如期完成目标任务。 二、狠抓重点领域推进落实 (一) 加强对禁止生产销售塑料制品的监督检查。 (二) 加强对零售餐饮等领域禁限塑的监督管理。 (三) 推进农膜治理。各地农业农村部门要加强与供销合作社协作，组织开展以旧换新、经营主体上交、专业化组织回收等，推进农膜生产者责任延伸制度试点，推进农膜回收示范县建设，健全废旧农膜回收利用体系。 (四) 规范塑料废弃物收集和处置。 (五) 开展塑料垃圾专项清理。 三、强化日常监管和专项检查 四、加强宣传引导

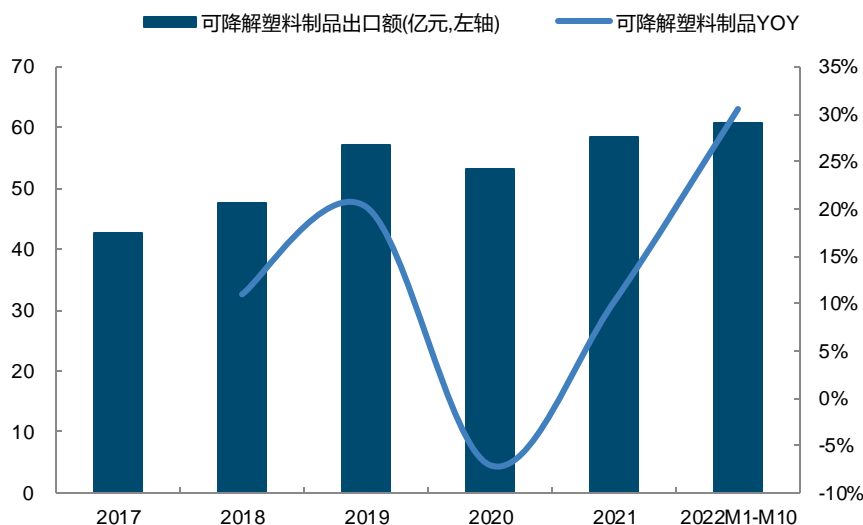
来源：国家发改委，国金证券研究所

图表21：国外部分国家/地区限塑政策

国家/地区	时间	法律/法规/政策内容
澳大利亚昆士兰州和西澳大利亚州	2018年7月1日	零售商禁止向购物者提供一次性超薄塑料袋
新西兰	2019年7月1日	商场、超市、服装等零售业，将全面禁止使用一次性塑料购物袋，对于违规情节严重、劝说无效者，最高罚款10万元
英国	2018年1月1日	2042年前，消除所有可避免的塑料垃圾
法国	2020年1月1日	禁止使用一次性塑料餐具，并要求一次性餐具必须用基于生物的有机材料制作
加拿大	2020年4月1日	禁用塑料吸管，2021年元旦起禁用塑料袋
希腊	2020年6月1日	禁止使用一次性塑料制品
冰岛	2021年1月1日	不允许企业分发任何塑料袋，无论免费或付费
欧盟	2021年1月1日	禁止或限用棉签棒、吸管等十种一次性塑料制品
美国纽约市	2019年7月1日	市内的餐饮店不能再使用一次性泡沫塑料餐盒
华盛顿州	2020年1月1日	除了禁止使用一次性塑料袋以外，该法案还要求再生纸袋至少含有40%的再生材料
韩国	2019年1月1日	《关于节约资源及促进资源回收利用法律修正案》，全面禁止一次性塑料袋的使用

来源：家联科技招股书，国金证券研究所

图表22：国内可降解材料制品出口额（亿元）及增速



来源：海关总署，国金证券研究所

图表23：各类塑料价格及比价情况分析

名称		价格（单位：元/吨）	相对 LDPE 比价
传统塑料	PP	6300-6650	0.88-0.92
	LDPE	7200	1
	HDPE	6350-6630	0.88-0.92
可降解塑料	PBAT	13250-13700	1.84-1.90
	PLA	21200-28000	2.94-3.89

来源：WIND, 国金证券研究所；价格时间区间：2022.12.29-2023.01.03

3.2 PLA 制品：产品力提升&成本优化是关键，延伸至改性材料提升上游掌控力

替代不可降解塑料，生物可降解发展空间广阔。生物降解塑料是指能在自然条件下和/或特殊条件下，最终能被自然界存在的微生物完全降解成二氧化碳或/和甲烷、水及其所含元素的矿化无机盐以及新的生物质的塑料，它是未来限塑政策推进过程中，能够替代不可降解塑料的重要材料之一，未来增长规模广阔。PLA、PBAT、PBS 是目前的主流生物降解材料，它们有着较好的力学性能，且相对 PHA 等其他降解材料而言生产成本更低，性价比更高，因而市场占比较大。

图表24：塑料制品分类

类别	生物基塑料	石油基塑料
可生物降解塑料	PLA	PBS、PBAT
	PHA	
	PSM	
不可生物降解塑料	生物基 PET	PE、PP、PS、PET
	生物基 PA	
	生物基 PTT	

图表25：各类可生物降解材料对比

	PLA	PHA	PBS	PBAT
耐热性能	较高	高	高	高
成膜性能	差	较好	较好	良好
硬度	高	低	较低	低
力学强度	较高	高	高	高
耐水解性能	低	高	高	高
透明性	高	低	低	低
生物相容性	好	好	好	好

来源：恒鑫生活公司公告，国金证券研究所

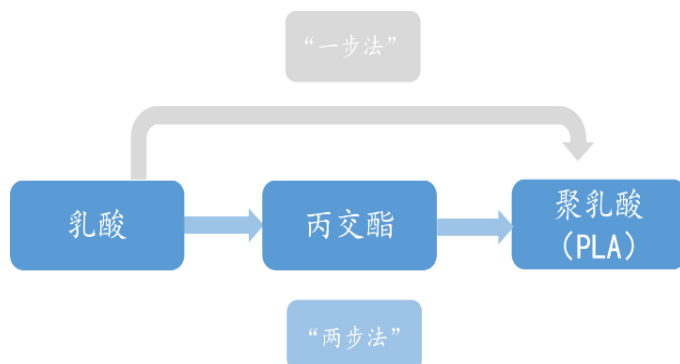
来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

PLA 制品替代速度慢于预期，政策力度、中间品工艺壁垒突破带动成本降低是提升渗透率的催化剂。过去 PLA 生产壁垒较高导致成本高企，从生产流程来看，乳酸一步缩聚的方法产成的 PLA 分子量不高且性能不稳定；两阶段生产方法中所需要的丙交酯原料，因国内技术尚未完全突破，较为依赖国外产能（Natureworks 和 Corbion）。目前中间品丙交酯的技术正在积极突破中，如金丹科技与南京大学合作研发出丙交酯生产技术，于 2020 年试车了 1 万吨丙交酯产能；除此之外浙江海正也突破掌握了丙交酯开环聚合法。未来技术完全突破后，规模扩大，加工成本也会不断降低，PLA 产能有望快速释放。

图表26：PLA 循环示意图



图表27：PLA 主要生产方法



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

图表28：PLA 产业链



来源：公司公告，国金证券研究所

公司凭借产品理解积极向上游延伸，前瞻性布局 PLA 改性材料，赋能制品企业。PLA 等生物降解材料需经改性后才能生产出色泽、硬度、韧性、抗压、抗高温、抗水解等指标正常的产品，公司于 2012 年开始布局改性技术，现已自行研发多项 PLA 改性技术和制品生产工艺，可满足客户定制化改性需求。除 PLA 外，公司针对 PBS、PBAT 等生物降解改性材料也取得了多项突破，掌握了主流生物降解材料的共混改性技术，如成功量产使用 PLA 与 PBAT 材料共混的膜袋类降解产品，以及使用 PLA 与 PBS 材料共混的吸管类降解产品，当前公司具备改性材料产能 10 万吨。

图表29：有代表性的 PLA 改性核心技术

序号	名称	特点	与传统技术对比情况	保护措施	来源
1	聚乳酸耐热性改良技术	①保持PLA生物降解特性的同时，解决PLA耐热性差问题 ②降低PLA生产成本，并保持良好力学性能	目前市场主流PLA产品热变形温度为85-95℃，而公司高耐热PLA产品可达120℃并可在微波炉中使用	耐高温聚乳酸的制备设备	自行研发
2	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	目前市场上耐久性PLA餐饮具产品较少；公司PLA耐久类餐具产品可经受标准洗碗机清洗200次以上	签订保密协议	自行研发
3	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	目前市场上PLA发泡产品较少	一种耐热聚乳酸连续挤出发泡材料及其制备方法	自行研发
4	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	改良后 PLA 材料的弯曲模量由 3400MPa 提高至4000MPa 以上，断料生长率由 3%提升到 6%	聚(对苯二甲酸丁二醇-co-己二酸丁二醇)/淀粉基金生物降解复合材料及其制备方法	自行研发

来源：公司公告，国金证券研究所

图表30：PLA 制品生产工艺

序号	名称	特点	与传统技术对比情况	保护措施	来源
1	PLA 吸塑生产工艺	公司自主研发 PLA 吸塑生产工艺，通过直接回收 PLA 片料以避免 PLA 分子量的大量降低	公司PLA 材料在加工中分子量损耗在 2%左右，大幅低于其他厂商在Natureworks 处的测试数据	一种高透明低成本的聚乳酸复合材料及其制备方法	自行研发
2	PLA 注塑生产工艺	公司自主研发 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	采用本工艺，结晶能耗比原工艺降低 30%，所需员工减少 70%	一种聚乳酸/植物多糖环保型复合材料及其制备方法	自行研发
3	PLA 吸管生产工艺	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	目前市面上普通 PLA 产品保质期约为9-12 个月，而公司 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、异型管	签订保密协议	自行研发

来源：公司公告，国金证券研究所

参与制定行业标准，稳固提前布局优势。作为生物可降解材料的国内龙头企业，公司还参与制定了一系列行业标准，以此规范该新型行业的发展，防止市场的无序竞争，未达标准或不规范的企业也会被淘汰，这进一步稳固了公司在生物降解材料方面提前布局的明显优势。

图表31：公司参与制定的行业标准

序号	名称	完成情况	备注
1	可堆肥吸管(Compostable drinking straws)	询问阶段(DIS)	国际标准
2	绿色产品评价塑料制品	已发布	国家标准
3	塑料受控污泥消化系统中材料最终厌氧生物分解率测定采用测量释放生物气体的方法	已发布	国家标准
4	塑料材料生物分解试验用样品制备方法	已发布	国家标准
5	全生物降解饮用吸管质量通用要求	报批中	国家标准
6	一次性可降解餐饮具通用技术要求	已发布	国家标准
7	可循环使用生物降解聚乳酸儿童餐饮具质量通用要求	初稿制定阶段	国家标准
8	生物降解材料与制品降解性能及标识要求	专家评审中	国家标准
9	升级和创新消费品评价通则	已发布	轻工业联合会团体标准
10	耐久性耐热聚乳酸碗	已发布	浙江制造团体标准

来源：公司公告，国金证券研究所

需求推动未来布局，可降解计划产能增加。随着全球环保限塑政策的推进，公司原有大客户对生物可降解制品的需求也不断增加，公司原有产能已不足以满足持续增长的需求，使用 IPO 募集资金来用于扩大产能，公司漭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新增产能共 4 万吨，其中生物降解材料制品新增产能为 1.6 万吨，相较以前的产能增长明显。

图表32：IPO 募集资金投资项目

项目	预计投资规模(万元)	使用募集资金数额(万元)	与公司现有主要业务、核心技术的关联	新增产能
漭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	26,604.00	26,604.00	通过购置注塑机、进口热成型机、自动流水线、自动包装机等先进自动化生产设备及相关配套设备，进行配套建设和厂房装修，形成生物降解产品及塑料制品多功能智能化生产线。项目与公司现有业务一致，是核心技术的进一步应用与发展。	新增产能包括24,000吨高端塑料制品（家居用品及餐具类）、16,000吨生物降解材料制品（家居用品及餐具类）
生物降解材料及制品研发中心建设项目	10,023.00	10,023.00	研发方向主要有：耐热聚乳酸制备、耐热聚乳酸复合材料及发泡材料的研发、全降解吹膜制品的工艺研发等，均围绕公司现有主营业务与核心技术。	——
补充流动资金	10,000.00	10,000.00	流动资金的补充有利于未来维持公司的流动资金占比，改善现金流，进一步优化公司财务结构，缓解公司在快速发展过程中的资金难问题，有效降低公司财务风险，有助于公司业务平稳开展。	——

来源：公司公告，国金证券研究所

3.3 纸浆模塑：收购家得宝，提效&扩产效果值得期待

纸浆模塑需求广阔，格局分散，各类包装制品企业入局趋势明显。纸浆模塑纤维制品凭借较优的分解方式，以甘蔗浆、竹浆的原材料可得性优势，成为重要限塑替代品，在欧美国家广泛流行。目前纸浆模塑行业的集中率较低，小微企业的占比约为 66%。根据众鑫股份招股书披露，2021 年末国内纸浆模塑合计产能约 150 万~160 万吨，按应用领域区分，其中工业包装产能约为 60 万吨，餐饮具约为 50 万吨，食品包装及其他类包装约为 40 万~50 万吨，受效率低下成本偏高、内需疲弱渗透率偏低影响，2021 年全国纸浆模塑产量仅 100 万~110 万吨。

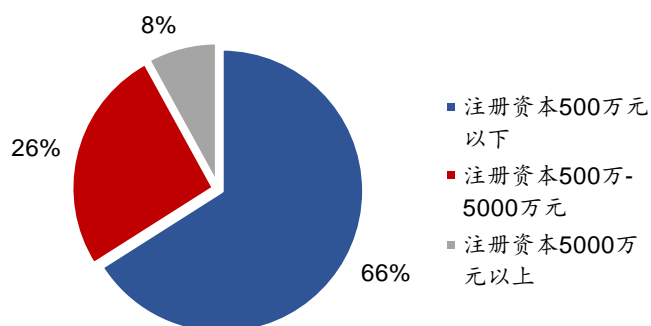
纸浆模塑业务已成头部包装企业成长新驱动。从主要上市公司数据披露来看，头部企业如众鑫股份、裕同科技等借助绑定下游一线大型客户、前瞻产品布局成长迅速，2021 年众鑫/裕同该项业务收入达到 8.9/6.9 亿元，同比+55.6%/+49.5%。

图表33：纸浆模塑和生物可降解材料制品对比

	纸浆模塑制品	其他生物可降解制品
按用途	缓冲包装、餐饮具、农业制品、材料模塑等	包装纸、餐饮具、农业大棚膜、药物缓释等
按材料	木品、蔗渣浆、竹浆	生物基或者石油基
按性能	<p>【优】自然降解，环境最友好；模塑工艺全物理；</p> <p>【劣】产品不透明、不抗氧及蒸汽并且阻隔性较弱。</p>	<p>【优】性能接近传统塑料、阻隔性与透明度较好；</p> <p>【劣】降解条件严格；原材料价格高；货架期短。</p>

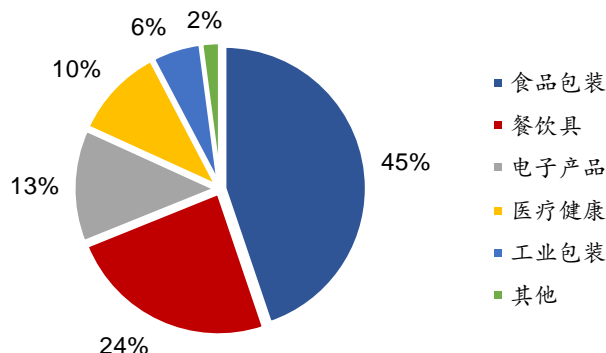
来源：公司公告，国金证券研究所整理

图表34：国内纸浆模塑企业偏分散



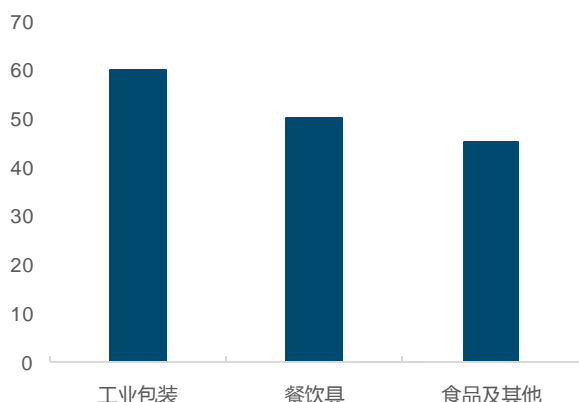
来源：中国制浆造纸研究院，众鑫环保公司公告，国金证券研究所

图表35：2021 全球纸浆模塑在各应用领域中的占比



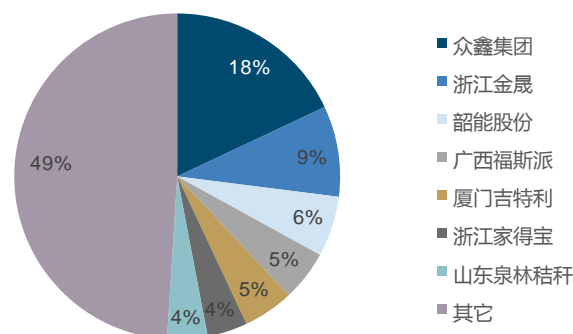
来源：Grand View Research，众鑫环保公司公告，国金证券研究所

图表36：2021 国内产能按用途分布（万吨）



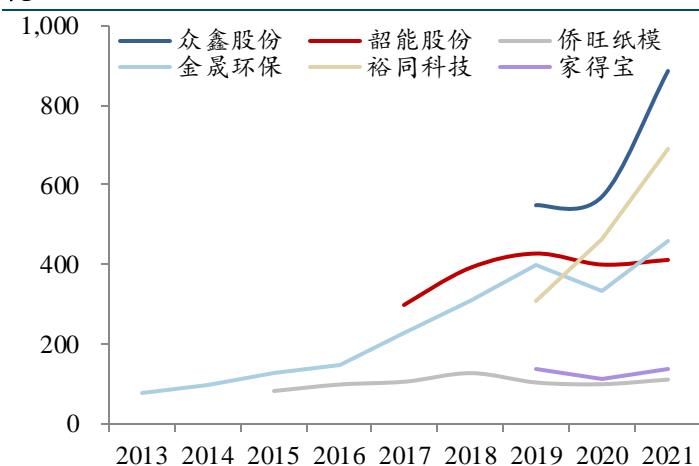
来源：《纸浆模塑行业发展现状及趋势（二）》，国金证券研究所

图表37：国内各企业 2021 产量分布



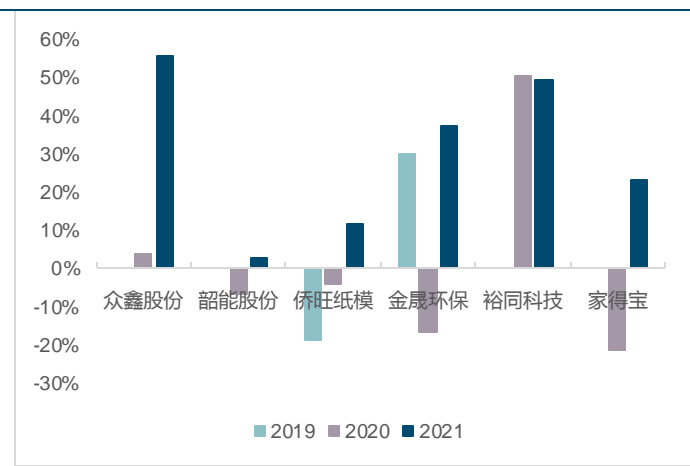
来源：《纸浆模塑行业发展现状及趋势（二）》，国金证券研究所

图表38：主要公司纸浆模塑业务营收体量（百万元）对比



来源：公司公告，国金证券研究所

图表39：主要公司纸浆模塑业务营收增速对比



来源：公司公告，国金证券研究所

公司收购家得宝布局纸浆模塑，后续看好效率提升&产品版图开拓。公司于 2022 年 5 月收购纸浆餐具企业浙江家得宝 75% 的股权，加快布局植物纤维制品方向的业务，并计划投资 10 亿元于广西来宾的“甘蔗渣可降解环保材料制品项目”，建成后拟新增 10 万吨甘蔗渣材料制品的产能。

浙江家得宝长期以来专注于环保纸浆餐具业务，深耕纸浆塑膜行业，其主要产品多以甘蔗、芦苇、稻草的草本植物纤维纸浆为原料。2019-2021 年浙江家得宝的营收分别为 1.38/1.09/1.34 亿元，收入表现稳健，其归母净利润在 2021 年为负，主要原因系原材料价格上升，以及部分产线停产所致，自被公司收购以来，业绩明显好转，且纸浆模塑在欧洲等地的市场需求较大，未来发展空间广阔。

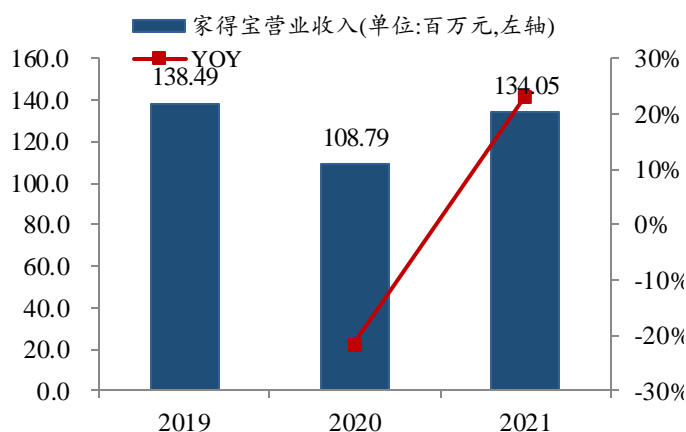
纸浆模塑毛利率表现分化，工艺设备、材料规模化采购、成本控制拉开差距，差异可达 5~15pct。纵向比较来看，受原料成本上涨影响，2021 年各公司纸浆模塑业务毛利率有所下降，横向比较来看，众鑫、裕同等头部企业纸浆模塑毛利率仍凭借原料规模化采购、工艺效率等优势较普通企业高 5~15pct。

图表40：浙江家得宝主要产品



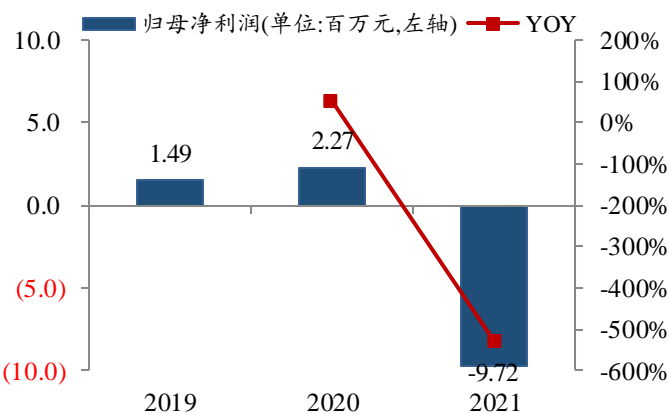
来源：浙江家得宝官网，国金证券研究所

图表41：浙江家得宝 2019-2021 年营收



来源：公司公告，国金证券研究所

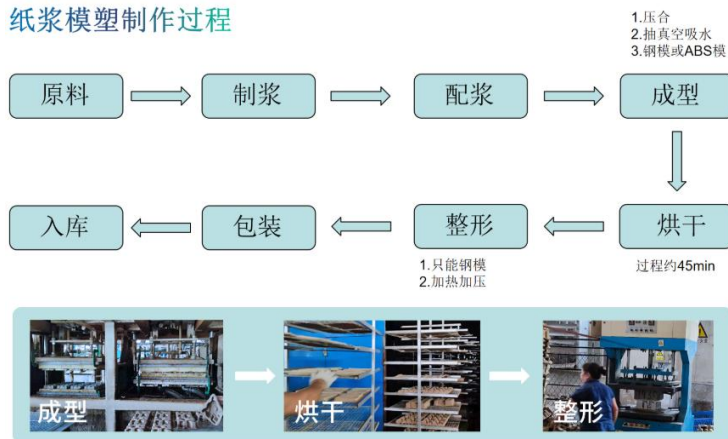
图表42：浙江家得宝 2019-2021 年归母净利润



来源：公司公告，国金证券研究所

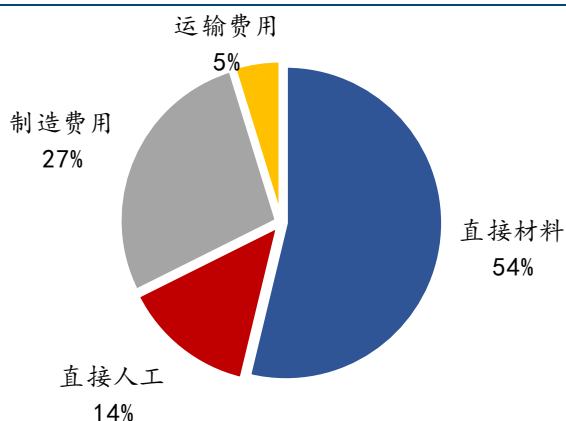
图表43：纸浆模塑制品制作流程

纸浆模塑制作过程



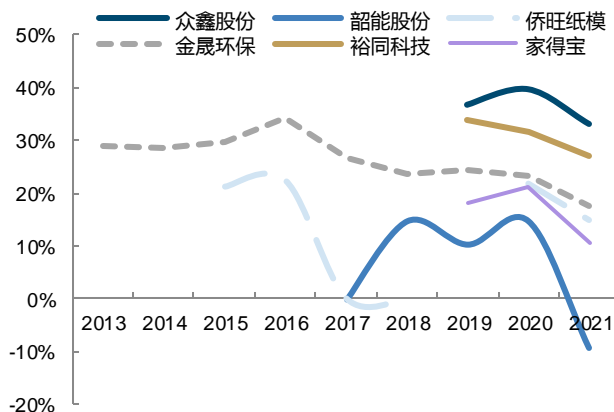
来源：《纸浆模塑行业发展现状及趋势（二）》，国金证券研究所

图表44：众鑫股份纸浆模塑产品成本构成



来源：众鑫股份公司公告，国金证券研究所

图表45：各公司纸浆模塑业务毛利率对比



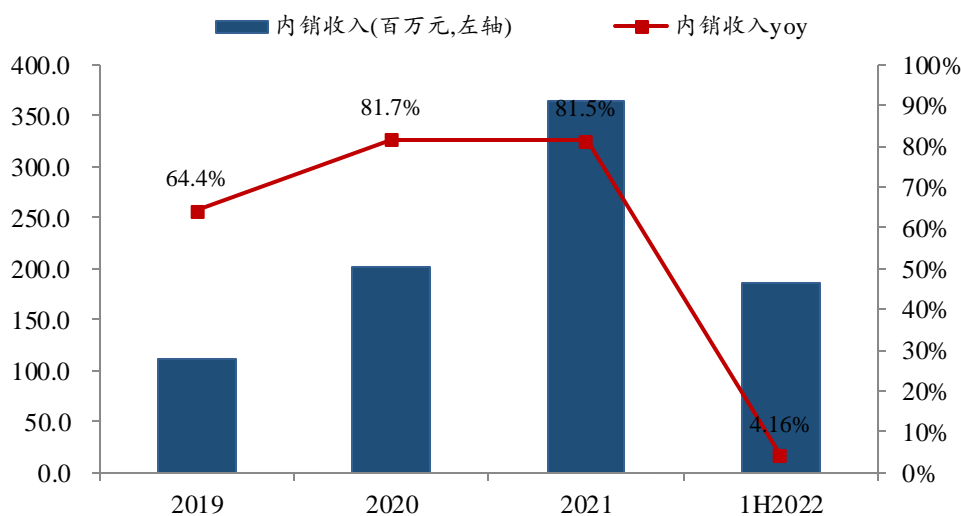
来源：公司公告，国金证券研究所

4 传统塑料制品：收购美国产能开拓家居用品，进入新式茶饮供应链驱动放量

4.1 内销：把握行业红利，绑定优质茶饮供应商，看好放量成长

凭借优质的产品力和成本领先优势，公司已顺利进入喜茶、茶百道等新式茶饮供应链。新茶饮行业头部企业经过几年的沉淀和发展，行业规范逐步形成，客户对产品的规范性、品质感、设计感要求增加，头部品牌为保证品质稳定性提升上游供应链门槛，公司当前已顺利接入新老式快餐、茶饮供应链，预计驱动国内收入快速释放。

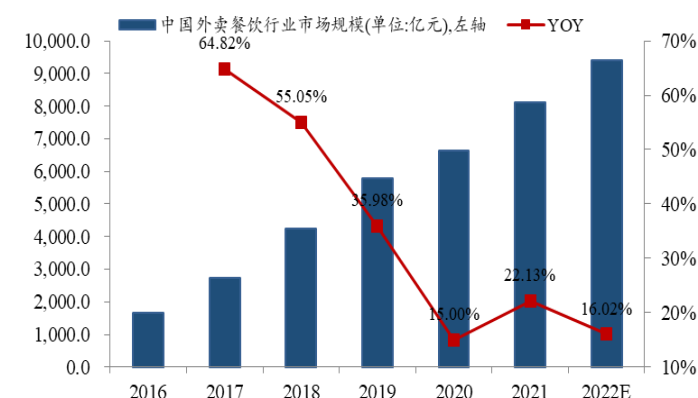
图表46：内销收入不断增加



来源：公司公告，国金证券研究所

图表47：中国现制茶饮市场规模

图表48：中国外卖餐饮行业市场规模

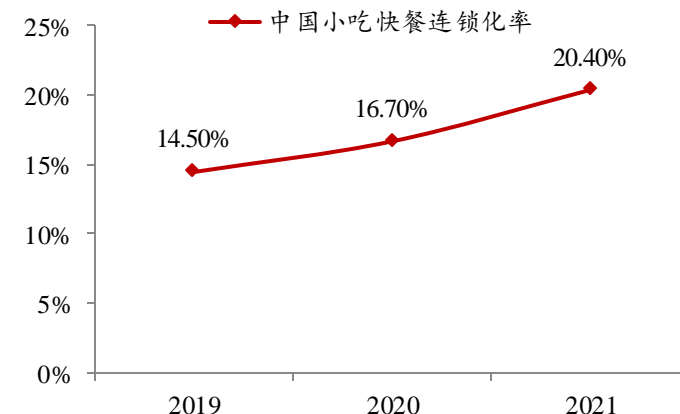
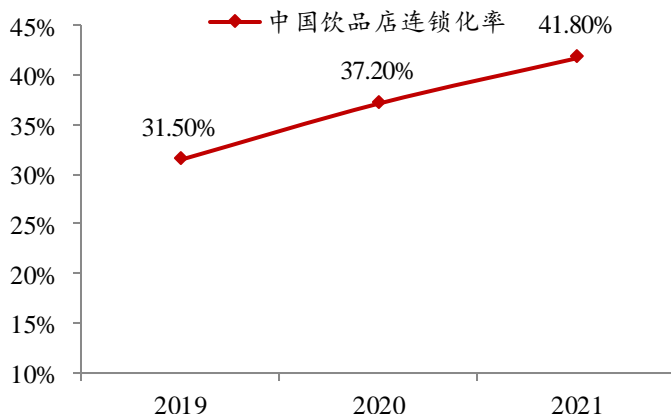


来源：蜜雪冰城公司公告，艾媒咨询，国金证券研究所

来源：中商产业研究院，国金证券研究所

图表49：中国饮品店连锁化率逐年升高

图表50：中国小吃快餐连锁化率逐年升高



来源：《2022 年中国连锁餐饮行业报告》，国金证券研究所

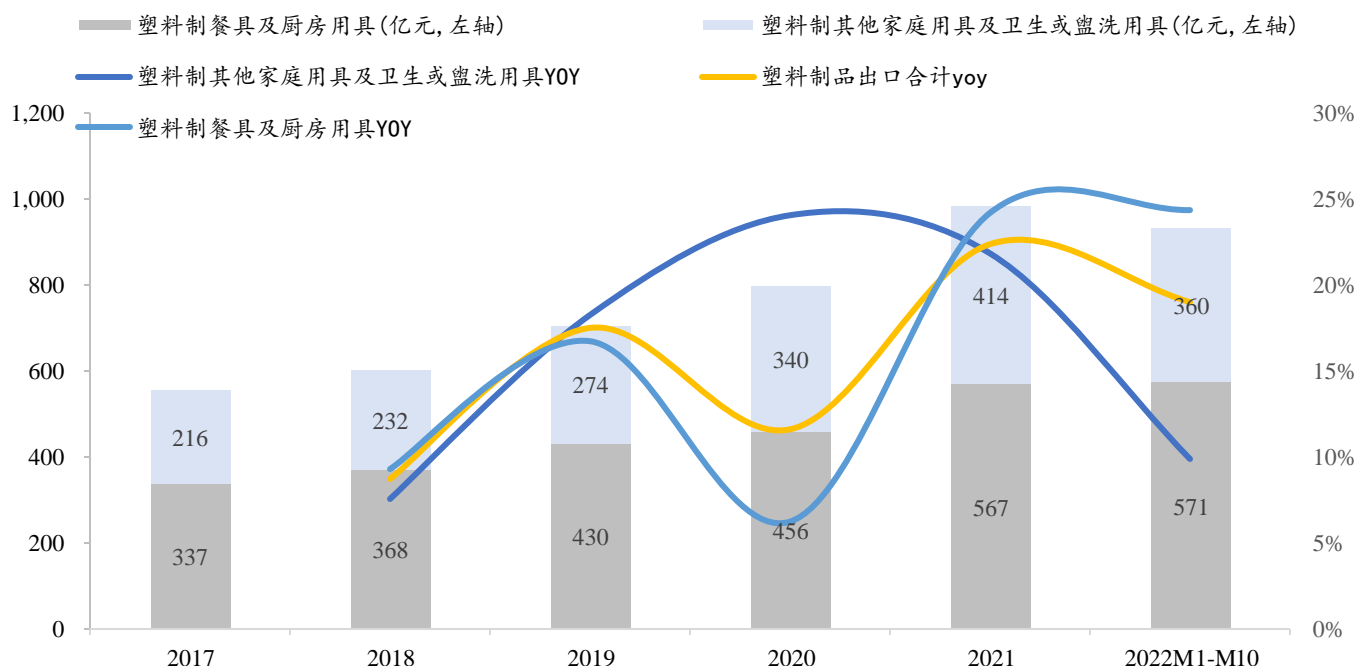
来源：《2022 年中国连锁餐饮行业报告》，国金证券研究所

4.2 外销：收购美国公司进军家居板块，打开中长期成长空间

国内传统塑料制品出口保持稳健成长。2020 年初虽因疫情影响出口表现不佳，但随着疫情状况不断变化，全球管控进一步放松，出口情况得到修复，2022 年 1-10 月，

国内塑料制品出口额增速+19%，短期受去库存影响出口或略有放缓，但基于刚需快消费品消费属性，预计出口增速拐点于 23Q2 以来逐步兑现。

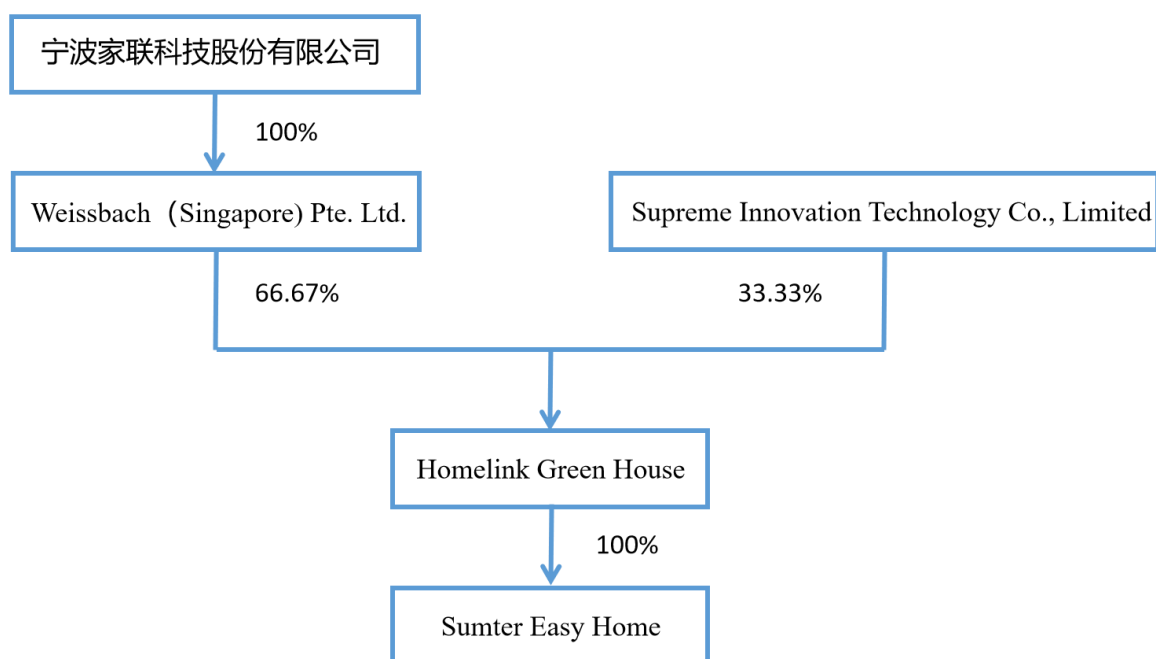
图表51：国内塑料制品出口额及增速



来源：公司公告，海关总署，国金证券研究所

2022 年 8 月，公司发布了关于签署增资及股权收购协议的公告，拟通过新加坡全资子公司 Weissbach (Singapore) Pte. Ltd. 新设卢森堡全资孙公司 Homelink Green House，并通过 Homelink Green House 以增资及收购股权形式收购 Sumter Easy Home 100% 股权，交易现金为 2.4 亿元，且增发了 120 万股 Homelink Green House 的股份作为 1.2 亿元对价来进行收购，交易完成后，公司间接持有 Sumter Easy Home 66.67% 股权。据交易各方协议约定，Sumter Easy Home 将在 2023/2024/2025 年度实现 800/2500/3900 万美元净利润，如未达标，则由业绩承诺方进行补偿。

图表52：公司收购 Sumter Easy Home 的股权穿透图

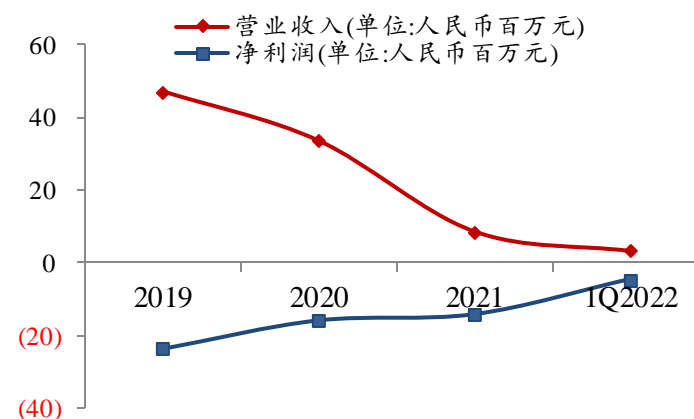


来源：公司公告，国金证券研究所

Sumter Easy Home 是美国家居用品公司，主要产品为家居收纳品类，如：衣架、收纳盒/箱、收纳置物架、洗衣收纳用的脏衣篮、晾衣架等产品，正在向扫地机器人等创新智能家居用品线扩张，产品销售主要区域为中北美以及南美洲地区，主要客户为全球大型零售连锁企业、家居建材用品零售商及家居品牌商，如沃尔玛、塔吉特、家得宝、劳氏、威特摩尔等，拥有成熟的家居产品销售渠道。

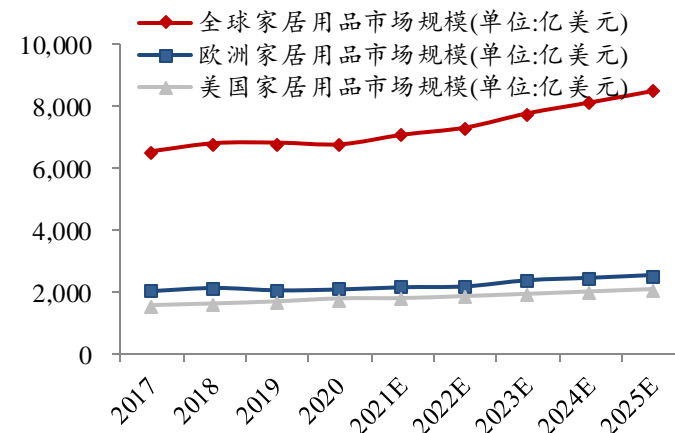
充分利用美国产能&大客户资源优势进军家居用品赛道，打开品类成长空间。公司对 Sumter Easy Home 的增资及收购，主要基于以下原因：①核心团队以创始人卢志强先生为主，均具有 10 年以上全球大型零售、家居类企业相关从业经验，有助于公司完善国际化战略布局，维护优质客户。Sumter Easy Home 能发挥渠道优势，提供信息、沟通、策略等方面的支持，帮助公司加快拓展和发展海外市场，有效补齐公司在全球商业渠道方面的短板；②进一步完善公司的产品线，且可以利用 Sumter Easy Home 所在的北美工厂优势提升公司供应链的整体效率；③向智能家居产品领域扩张，获得更多智能家居的意向性订单。

图表53: Sumter Easy Home 营业收入及净利润



来源：公司公告，国金证券研究所

图表54: 2017 年-2025 年全球家居用品市场规模



来源：中商情报网，国金证券研究所

交易完成后，公司将在 Sumter Easy Home 原有人员、渠道、业务模式优势基础上，加强其技术储备、管理水平和成本控制能力，使其快速扭亏为盈并实现产出目标，Sumter Easy Home 也将使用投资款购置设备、快速扩充产能、实现产能落地并实现销售，预计 2023-2025 年其新增产能分别为 2.3/2.2/1.8 亿个。

图表55: Sumter Easy Home 未来三年产能计划

	2022年	2023年	2024年	2025年
现有产能 (万个)	6668.11	12433.87	35033.32	56599.48
计划投资额(万美元)	382.35	2259.07	2078.42	1611
新增产能 (万个)	5765.76	22599.45	21566.16	18081.36
年产能 (万个)	12433.87	35033.32	56599.48	74680.84
主要产品类别	家居收纳产品	家居收纳产品	家居收纳产品	家居收纳产品
		智能家居产品	智能家居产品	智能家居产品

来源：公司公告，国金证券研究所

5 盈利预测和投资建议

5.1 盈利预测

核心假设

塑料制品：塑料制品作为公司的主导产品，目前工艺成熟&国内外优质大客户绑定，一方面收购美国公司后，有望在家具用品领域开拓新的成长空间，另一方面，国内已顺利进入主流新式茶饮品牌进行开模打样，23 年起伴随国内消费场景复苏进入放量期，我们预计 22-24 年塑料制品营收同比+58%/+24%/+24%。

生物全降解材料制品：公司 2021 年生物全降解材料制品营收占比仅为 7%，具备较大的提升空间，由于提前布局拥有改性技术、客户资源优势有望稳步放量，预计 22-24 年公司生物全降解材料制品营收同比+50%/+22%/+22%。

纸浆模塑：考虑到可降解材料制品需求不断增加，且天然降解纸浆模塑未来需求广阔，公司收购家得宝进行扩产&效率优化，该项业务营收有望快速成长，我们预计 23-24 年纸浆模塑营收同比+32%/+37%。

PLA 改性材料：考虑到公司已自行研发多项 PLA 改性技术和制品生产工艺，可满足客户定制化改性需求，改性技术全国领先，我们预计 23/24 年营收分别为 0.5/0.68 亿元。

由于公司于 2022 年进行浙江家得宝、美国公司 Sumter Easy Home 收购，其中：

1) 浙江家得宝：22 年 5 月收购，收购对价 1.65 亿元，持股 75%，6 月并表，20/21 年公司营收 1.09/1.34 亿元，21 年同比+23%，预计 22E 家得宝收入 1.4 亿元，预计净利润 400 万元。毛利率方面，参考纸浆模塑企业众鑫股份招股书，19-21 年产品毛利率 33%~40%，净利率 13%~24%，22 年家得宝仍处于工厂改造阶段毛利率受影响，伴随公司对家得宝纸浆模塑原有设备的改造提效，我们预计 23-24 年稳定运行后，纸浆模塑毛利率达到 35%~37%，成熟期纸浆模塑业务毛利率会高于公司原有塑料制品业务，对公司整体净利率从拖累表现为正向贡献。综上预计 22-24 年公司纸浆模塑业务（家得宝）毛利率为 20%/35%/36.5%。

2) 收购 Sumter Easy Home：收购对价 3.6 亿元，持股 66.7%，11 月并表，21/22E 营收 862/1000 万元人民币，预计截至 22 年底净利润为 0。根据公司公告，截至 2022 年 8 月 31 日，已实现销售 247.96 万美元，在手订单金额超 453.5 万美元，预计 2022 年合计销售额和在手订单金额超 700 万美元。毛利率方面，过去公司家居用品由于规模较小订单分散，毛利率水平较餐饮具业务偏低，我们认为前期美国业务处于效率提升阶段，毛利率仍较餐饮具业务偏低，但伴随美国优质客户订单放量、公司对美国公司在设备、管理方面赋能优势逐渐体现，毛利率有望逐渐回升，对公司整体净利率亦会有正向贡献，预计 22-24 年毛利率分别为 20.4%/21.1%/23.8%。

图表56：被收购公司历史收入和净利润表现

被收购公司	科目	2019	2020	2021	2022Q1
浙江家得宝	收入（百万元人民币）	138.5	108.8	134.1	-
	yoy		-21.4%	23.2%	-
	净利润（百万元人民币）	0.78	1.75	-9.72	-
	yoy		124.4%	-	-
Sumter Easy Home	收入（百万元人民币）	47.1	33.6	8.6	3.2
	yoy		-28.7%	-74.3%	-
	净利润（百万元人民币）	-23.5	-15.9	-14.2	-4.8
	yoy		-	-	-

来源：公司公告，国金证券研究所

毛利率：一方面，2022 年下半年原油价格下行，导致 PP、PS 价格随之下滑，主导的塑料制品原材料价格有望进入下行周期；另一方面，公司规模效应不断释放，高毛利的新业务占比提升/新业务效率提升毛利率改善，预计 23 年起毛利率底部回暖，预计 22-24 年毛利率为 21.7%/23.5%/24%。

费用预测：

销售费用：由于公司下游优质客户绑定较深、合作较为稳定，预计 22-24 年销售费用率为 4.8%/4.6%/4.6%。

管理费用：伴随规模效应、管理效率提升，我们预计 22-24 年管理费用率为 4.3%/4.0%/4.0%。

研发费用：伴随公司持续改进生产工艺，研发掌握新的专利技术，预计 22-24 年研发费用率为 3.6%/3.6%/3.5%。

综上，我们预测 22-24 年公司总体营收分别为 20.4/25.9/32.3 亿元，同比+65%/+27%/+25%；归母净利分别为 1.8/2.3/2.9 亿元，同比+152.9%/+28.4%/+23.3%。其中，22 年剔除收购事项预计实现收入/归母净利润 19.4/1.79 亿元，按可比口径比较，预测收入/归母净利润同比+57%/+151%。

图表57：公司主要业务营收及毛利预测

单位：百万元	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总收入	807.6	948.0	1020.5	1026.3	1234.4	2034.8	2588.6	3227.5
YOY		17.4%	7.6%	0.6%	20.3%	64.9%	27.2%	24.7%
分产品预测								
塑料制品	788.9	908.2	969.1	945.2	1067.0	1688.5	2113.8	2630.0
YOY		15.1%	6.7%	-2.5%	12.9%	58.2%	25.2%	24.4%
营收占比	97.7%	95.8%	95.0%	92.1%	86.4%	83.0%	81.7%	81.5%
毛利率	20.1%	17.3%	23.7%	26.1%	17.4%	21.8%	23.4%	23.8%
生物全降解材料制品	6.0	22.9	36.2	46.7	91.9	137.8	168.2	205.2
YOY		281.4%	57.8%	29.1%	96.7%	50.0%	22.0%	22.0%
营收占比	0.7%	2.4%	3.5%	4.6%	7.4%	6.8%	6.5%	6.4%
毛利率	37.2%	43.9%	37.5%	32.0%	22.6%	22.6%	23.0%	23.0%
纸制品	6.3	14.4	13.3	22.5	75.5	113.2	133.6	160.3
YOY		129.1%	-7.3%	68.9%	234.9%	50.0%	18.0%	20.0%
营收占比	0.8%	1.5%	1.3%	2.2%	6.1%	5.6%	5.2%	5.0%
毛利率	32.6%	18.2%	20.5%	27.5%	21.1%	21.1%	21.1%	21.1%
纸浆模塑						79.9	105.5	144.5
YOY							32.0%	37.0%
营收占比						3.9%	4.1%	4.5%
毛利率						20.0%	35.0%	36.5%
PLA改性材料							50.0	67.5
YOY								35.0%
营收占比							2.4%	2.6%
毛利率							17.0%	17.0%

来源：公司公告，国金证券研究所预测

5.2 投资建议

我们采用市盈率相对估值法，根据盈利预测，当前股价对应公司 23-24 年 PE 分别为 19.5/15.7X。选取 A 股以家居用品出口业务为主的王子新材、哈尔斯、嘉益股份，以及塑料包装永新股份作为可比公司，可比公司 23/24 年 PE 平均值分别为 16/12X，考虑到公司凭借提前布局生物可降解、生产技术先进、深度绑定大客户、自动化产能明显优势，整体成长性、盈利能力均好于同行业公司，产业卡位较为稀缺，应给予一定估值溢价，首次覆盖，给予公司 2023 年 23X 估值，对应目标价 44.3 元，给予“买入”评级。

图表58：可比公司估值

代码	公司简称	收盘价	总市值	归母净利润（亿元）					PE				PB (MRQ)
		(元)		20A	21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	
002735.SZ	王子新材	22.4	47.8	0.9	0.8	0.8	1.8	2.7	56.6	58.5	26.7	17.4	5.9
002615.SZ	哈尔斯	6.7	31.3	-0.3	1.4	2.4	2.8	3.2	23.1	13.2	11.2	9.7	2.9
002014.SZ	永新股份	8.4	51.6	3.0	3.2	3.7	4.3	4.8	16.3	13.9	12.1	10.7	2.4
301004.SZ	嘉益股份	34.7	35.8	0.6	0.8	2.2	2.6	3.1	43.5	15.9	13.7	11.5	4.8
	平均值								34.9	25.4	15.9	12.3	4.0
	中位数								33.3	14.9	12.9	11.1	3.9
301193.SZ	家联科技	36.3	43.6	1.1	0.7	1.8	2.3	2.9	61.2	24.2	18.8	15.3	2.9

来源：Wind，国金证券研究所；股价基准日：2023 年 1 月 19 日

风险提示

原材料价格上涨导致盈利承压的风险。公司生产主要使用塑胶原材料，公司生产成本中塑胶原材料成本占比超过 50%，其价格波动在很大程度上受石油价格波动的影响，若石油价格长期保持高位，原材料价格随之保持高位，而公司未能及时向客户转嫁原材料成本持续增加的压力，则会对公司盈利水平产生不利影响。

贸易政策风险。公司外销比例较大，2022 年 1-6 月外销占比为 81.36%，其中出口美国的收入比重平均超过 50%，现美国政府加征关税对公司的营收影响较小，但若今后中美贸易摩擦再次升级，美国继续扩大加征关税产品的范围，有可能会涉及公司其他主要对美出口产品，美国客户有可能要求公司适度降价以转嫁成本，会导致公司来自美国的销售收入和盈利水平下降，从而对公司经营业绩造成不利影响。

行业政策变化风险。境内外“限塑”政策不断推出，虽目前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，可能对公司经营业绩造成不利影响。

被并购标的业绩可能不达预期，拖累公司总体业绩的风险。22年公司两个并购标的：1) 浙江家得宝（收购对价 1.65 亿元，持股 75%，6 月并表），21 年营收 1.3 亿元，净利润-972 万元。2) 美国公司 Sumter Easy Home（收购对价 3.6 亿元，持股 66.7%，11 月并表），21/22Q1 营收 862/322 万元（人民币，下同），净利润-1422/-480 万元。

限售股解禁的风险。22 年 12 月/23 年 1 月/23 年 6 月公司分别有 2848/14.3/315 万股限售股解禁，占总股本数量比例分别为 23.7%/0.12%/2.63%。

汇率波动风险。公司外销收入占比超过 80%，若汇率出现大幅波动，则导致公司业绩产生波动。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	1,020	1,026	1,234	2,035	2,589	3,228	货币资金	42	104	855	415	401	499
增长率		0.6%	20.3%	64.9%	27.2%	24.7%	应收款项	128	156	151	284	348	433
主营业务成本	-774	-758	-1,012	-1,594	-1,979	-2,454	存货	158	241	327	415	504	605
%销售收入	75.9%	73.9%	82.0%	78.3%	76.5%	76.0%	其他流动资产	11	20	31	462	473	488
毛利	246	268	222	441	609	774	流动资产	340	521	1,363	1,576	1,726	2,025
%销售收入	24.1%	26.1%	18.0%	21.7%	23.5%	24.0%	%总资产	38.4%	46.2%	66.0%	57.8%	57.4%	58.7%
营业税金及附加	-8	-6	-6	-8	-12	-16	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.8%	0.6%	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	固定资产	413	486	562	819	881	974
销售费用	-59	-48	-63	-98	-119	-148	%总资产	46.7%	43.1%	27.2%	30.1%	29.3%	28.2%
%销售收入	5.8%	4.7%	5.1%	4.8%	4.6%	4.6%	无形资产	124	106	108	300	368	423
管理费用	-47	-52	-46	-87	-104	-129	非流动资产	544	607	701	1,150	1,280	1,427
%销售收入	4.6%	5.1%	3.7%	4.3%	4.0%	4.0%	%总资产	61.6%	53.8%	34.0%	42.2%	42.6%	41.3%
研发费用	-38	-39	-38	-73	-93	-113	资产总计	884	1,127	2,065	2,726	3,006	3,451
%销售收入	3.7%	3.8%	3.1%	3.6%	3.6%	3.5%	短期借款	212	258	291	528	483	468
息税前利润 (EBIT)	94	124	70	175	282	367	应付款项	211	307	265	468	541	671
%销售收入	9.2%	12.1%	5.7%	8.6%	10.9%	11.4%	其他流动负债	30	50	36	69	86	109
财务费用	-15	-18	-13	17	-27	-25	流动负债	453	615	592	1,065	1,111	1,248
%销售收入	1.5%	1.8%	1.1%	-0.8%	1.0%	0.8%	长期贷款	71	31	72	132	142	152
资产减值损失	0	-2	-1	0	0	0	其他长期负债	14	23	43	8	8	8
公允价值变动收益	11	0	0	0	0	0	负债	538	668	707	1,205	1,261	1,408
投资收益	-9	0	0	4	5	10	普通股股东权益	346	459	1,358	1,520	1,728	1,984
%税前利润	n.a	n.a	0.0%	1.9%	1.8%	2.7%	其中：股本	90	90	120	120	120	120
营业利润	81	128	57	204	273	366	未分配利润	64	169	233	395	603	859
营业利润率	8.0%	12.4%	4.6%	10.0%	10.6%	11.3%	少数股东权益	0	0	0	1	18	59
营业外收支	6	7	21	5	10	10	负债股东权益合计	884	1,127	2,065	2,726	3,006	3,451
税前利润	88	135	79	209	283	376	比率分析						
利润率	8.6%	13.2%	6.4%	10.3%	10.9%	11.6%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	-13	-21	-7	-28	-35	-49	每股指标						
所得税率	14.6%	15.3%	9.3%	13.5%	12.5%	13.0%	每股收益	0.832	1.270	0.593	1.501	1.926	2.375
净利润	75	114	71	181	248	327	每股净资产	3.843	5.099	11.315	12.666	14.399	16.537
少数股东损益	0	0	0	1	17	42	每股经营现金净流	1.407	1.996	0.902	2.209	2.538	3.551
归属于母公司的净利润	75	114	71	180	231	285	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.150	0.193	0.238
净利率	7.3%	11.1%	5.8%	8.8%	8.9%	8.8%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	21.64%	24.92%	5.24%	11.85%	13.38%	14.36%
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	总资产收益率	8.47%	10.14%	3.45%	6.61%	7.69%	8.26%
净利润	75	114	71	181	248	327	投入资本收益率	12.72%	14.04%	3.68%	6.90%	10.37%	11.97%
少数股东损益	0	0	0	1	17	42	增长率						
非现金支出	57	69	79	85	115	138	主营业务收入增长率	7.65%	0.57%	20.28%	64.85%	27.21%	24.68%
非经营收益	14	-11	15	16	15	9	EBIT 增长率	146.90%	32.34%	-43.60%	149.86%	61.42%	30.29%
营运资金变动	-18	7	-58	-17	-74	-48	净利润增长率	609.68%	52.77%	-37.73%	152.92%	28.37%	23.31%
经营活动现金净流	127	180	108	265	305	426	总资产增长率	4.01%	27.53%	83.16%	32.02%	10.28%	14.82%
资本开支	-90	-111	-156	-518	-225	-265	资产管理能力						
投资	0	0	0	-400	0	0	应收账款周转天数	43.7	50.0	44.7	50.0	48.0	48.0
其他	-8	0	0	4	5	10	存货周转天数	73.6	96.0	102.4	95.0	93.0	90.0
投资活动现金净流	-98	-111	-156	-914	-220	-255	应付账款周转天数	58.4	62.2	48.4	40.0	40.0	40.0
股权募资	0	0	922	0	0	0	固定资产周转天数	131.7	163.1	142.2	118.0	103.0	87.4
债权募资	-17	2	6	259	-35	-6	偿债能力						
其他	-22	-22	-115	-49	-63	-67	净负债/股东权益	69.38%	40.17%	-36.26%	-10.17%	-10.06%	-13.66%
筹资活动现金净流	-40	-19	813	209	-98	-73	EBIT 利息保障倍数	6.2	6.8	5.2	-10.5	10.5	15.0
现金净流量	-11	47	765	-440	-14	98	资产负债率	60.87%	59.30%	34.24%	44.21%	41.93%	40.78%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

来源：聚源数据

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海 电话：021-60753903 传真：021-61038200 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn 邮编：201204 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	北京 电话：010-85950438 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn 邮编：100005 地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	深圳 电话：0755-83831378 传真：0755-83830558 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn 邮编：518000 地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号 嘉里建设广场 T3-2402
--	--	--