

家联科技 (301193.SZ)

买入(首次评级)

领跑降解赛道，三维优势构建护城河

当前价格：16.85 元
 目标价格：20.88 元

投资要点：

➤ **起家海外，与知名下游客户深度绑定。**公司成立于2009年，是国内塑料制品、生物可降解塑料改性技术领军企业。公司自成立以来以日用塑料制品为主打，建立起与英、美知名超市Morrison、Tesco、ASDA、Jarden、Walmart、Costco的深度合作。

➤ **深耕PLA改性技术，限塑政策拉动需求端景气向上，公司持续向好。**公司着力于PLA改性技术的研发，及环保可降解材料在塑料制品领域的应用。公司相继突破了聚乳酸耐热性、耐久性改良技术，解决PLA发泡性能差的问题，改善其韧性和延展性，并在注塑及吸塑生产工艺上实现突破，目前生物可降解塑料制品已投入市场。能源危机和环境保护对塑料行业提出了新的要求，塑料原材料也开始从可塑性向可降解性过渡。公司在生物降解塑料制品方面领先优势明显，公司可持续捕捉行业新发展机会。

➤ **强产品力叠加渠道口碑，公司整体业绩韧性强劲。**多年合作公司产品深得客户信赖，公司具备独立的研发和实验中心，技术研发团队超百人，可快速满足不同客户对不同产品的需求。强产品力为公司渠道粘性赋能，多年积累下公司渠道粘性强，渠道优势不易被其他行业参与者的价格优势撼动。近年受到疫情影响，原材料成本维持高位，各国进出口政策限制公司海外市场业务增速，公司海外业务增长势头趋缓。目前随着全球疫情好转，国际贸易限制政策放松，公司橡胶和塑料制品业务已现恢复性增长。

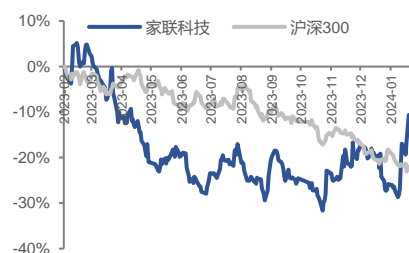
➤ **盈利预测与投资建议：**预计公司23-25年归母净利润将达到0.52/1.54/1.89亿元，分别同比增长-71%/195%/22%。政策面对于传统塑料制品限制趋严，公司具备渠道及技术优势。故给予公司2024年26倍PE，对应目标价20.88元，首次覆盖给予公司“买入”评级。

➤ **风险提示：**海外需求恢复不及预期风险；产能投放不及预期；原材料价格波动；汇率风险；业绩不达预期对估值溢价的负面影响风险；市场竞争风险。

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	192/92
总市值/流通市值 (百万元)	3235/1558
每股净资产 (元)	8.04
资产负债率 (%)	42.73
一年内最高/最低 (元)	24.08/15.65

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 刘畅
 执业证书编号：S0210523050001
 邮箱：lc30103@hfzq.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1,234	1,976	1,619	2,114	2,772
增长率	20%	60%	-18%	31%	31%
净利润 (百万元)	71	179	52	154	189
增长率	-38%	152%	-71%	195%	22%
EPS (元/股)	0.37	0.93	0.27	0.80	0.98
市盈率 (P/E)	45.4	18.1	61.9	21.0	17.1
市净率 (P/B)	2.4	2.1	2.0	1.9	1.8

数据来源：公司公告、华福证券研究所

投资要件

关键变量：

变量 1：全球限塑政策趋严，塑料制品业务增速收窄，从政策面看，25 年以前公司国内市场塑料制品仍有部份消费场景，随着公司未来持续强化与国内市场的深度合作，及考虑到海外重点市场进入补库周期后，内外销共驱下公司塑料制品业务增速回正，毛利率逐步修复，但考虑到全球限塑政策影响，公司塑料制品业务整体增速放缓。预计 23-25 年公司塑料制品销售吨价增速分别为-4%/2%/2%，销量增速分别为-23%/14%/2%，营收增速为分别为-26%/16%/3%，毛利率分别为 20%/22%/23%。

变量 2：完全生物降解塑料：限塑政策下完全降解塑料制品需求端有支撑，完全生物降解塑料制品仍为行业的长期战略导向，目前公司年产 12 万吨生物降解材料及制品、家居用品项目厂房已初步建设完成，预计 24-25 年产能逐步释放，未来可持续贡献业绩。预计 23-25 年公司完全生物降解塑料业务营收增速分别为 65%/115%/121%，未来随着公司逐步消化产能，预计 23-25 年完全降解塑料制品毛利率水平分别为 17%/23%/23%。

区别于市场的观点：

1. 目前市场认为，生产合格完全降解塑料制品的技术壁垒较高，完全降解塑料制品对于传统塑料制品的替换将会受到技术壁垒影响而进展缓慢，此外市场上低于完全降解标准的塑料制品会影响公司业务拓展。我们认为公司目前的技术水平足以支持其生产多种具有普适性的完全降解塑料制品，助力公司业务快速拓展。此外，我们认为完全降解塑料制品对于传统塑料制品的替换始于下游头部企业，因此低于完全降解标准的塑料制品不易对公司构成威胁。

2. 市场认为公司业务布局方面，考虑到国内经济弱修复，需求内生动力不足，公司国内业务拓展速度趋缓，未来聚焦公司海外业务恢复性增长。我们认为随着国内奶茶连锁加速开店，高标准配套供应商有优势，国内市场可持续输出发展机会。

股价上涨的催化因素：

公司持续拓展国内市场业务，强化与国内餐饮、家具等行业合作，业绩贡献超预期。完全降解生物塑料新增产能消化超预期。

估值和目标价：

与公司业务有一定关联度的上市公司中：王子新材、嘉益股份、哈尔斯以家居用品出口为主，因此本报告选取王子新材、哈尔斯、嘉益股份作为可比公司。23-25 年可比公司平均 PE 分别为 19/14/11 倍，预计公司 23-25 年归母净利润将达到 0.52/1.54/1.89 亿元，分别同比增长-71%/195%/22%。由于公司具备渠道优势，叠加完全生物降解塑料生产技术优势，未来随着公司增产项目落地，公司有望实现业绩高增，给予公司 2024 年 26 倍 PE，对应目标价 20.88 元，首次覆盖给予公司“买入”评级。

风险提示：

海外需求恢复不及预期风险；产能投放不及预期；原材料价格波动；汇率风险；业绩不达预期对估值溢价的负面影响风险；市场竞争风险。

正文目录

1	PLA 改性技术优势显著，可降解赛道定义新增长曲线	4
2	行业政策标准与公司优势同频，家联科技顺势而为	5
3	渠道+产品+PLA 改性技术构建竞争壁垒	6
4	海外市场仍有空间，高举高打发力国内市场	8
5	盈利预测及投资建议	9
5.1	盈利预测	9
5.2	相对估值	10
6	风险提示	11

图表目录

图表 1: 业务遍布全球，下游覆盖多家海外知名企业	4
图表 2: 完全生物降解塑料业务营收（亿元）	5
图表 3: 17-22 年各业务板块营收占比	5
图表 4: 世界各国限塑政策	5
图表 5: 传统塑料制品限制下的公司新品	6
图表 6: 公司三道护城河	7
图表 7: 17-22 年公司海外市场营收情况（亿元）	8
图表 8: 美国餐饮行业市场规模（亿美元）	8
图表 9: 15-22 年中国在线外卖行业市场规模（亿元）	9
图表 10: 我国餐饮行业市场规模（亿元）及预测	9
图表 11: 盈利预测	10
图表 12: 估值对比分析	11
图表 13: 财务预测摘要	12

1 PLA 改性技术优势显著，可降解赛道定义新增长曲线

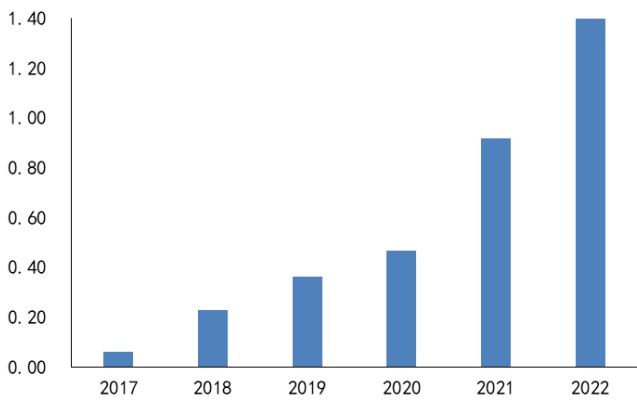
海外市场起家，扎根塑料制品行业。2012 年之前，公司投入巨大精力与财力于产品研发中，开拓了注塑类，吸塑类产品线。主要产品包括刀叉勺、杯碗盘、吸管航空餐饮套件等。公司凭借高质量产品，率先打开海外市场，与诸多国外大型知名商超达成合作，多年以来积累了大批海外优质客户，其中包括英国头部商超 Tesco、ASDA；美国的 Jarden、Walmart、Costco 等。

图表 1：业务遍布全球，下游覆盖多家海外知名企业

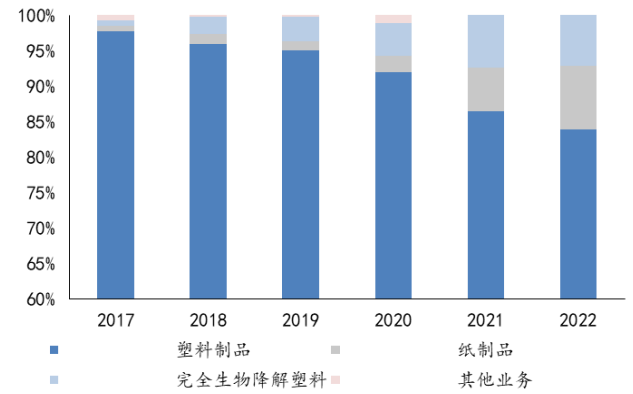
地区	海外知名客户
北美	Sysco、Walmart、Costco、Target、Safeway、USFood、Dart、Amazon、Loblaws、Sams Club
欧洲	IKEA、Edeka、Lidl、Aldi、Rewe、Tesco
澳大利亚	Woolworths

数据来源：招股说明书、华福证券研究所

PLA 技术沉淀，拓宽海外业务合作面。2012 年至 2015 年，公司秉持环保理念，着力推进 PLA 改性技术的研发。与华东理工大学等科研院所达成合作，参与“非粮淀粉基生物塑料制造关键技术研究”等国家十二五科技支撑重大项目研究课题，布局 PLA 改性技术及相关产品。公司通过与海外知名公司合作，积累了丰富的合作经验与渠道口碑，以此为跳板公司持续拓展海外业务覆盖面，布局澳大利亚市场，试水国内市场，期间公司陆续与 Woolworths、大润发等国内外知名企业达成合作。2016 年以来公司进入了发展阶段，公司开始布局家居用品市场，从小塑料制品到大塑料制品跨越，经历了前两个阶段的技术与渠道积累，PLA 业务增速亮眼。

图表 2：完全生物降解塑料业务营收（亿元）


数据来源：wind、华福证券研究所

图表 3：17-22 年各业务板块营收占比


数据来源：wind、华福证券研究所

2 行业政策标准与公司优势同频，家联科技顺势而为

传统的塑料制品材料降解困难，严重破坏环境、气候、生态系统，环保材料的应用以及可持续发展已经成为世界各国的共识。国外限塑政策陆续出台，北美洲、欧洲、大洋洲是公司塑料制品外销的主要市场，从主要产品方面看，目前海外市场大部分以限制使用塑料袋为主，少部分为一次性塑料餐饮制品。

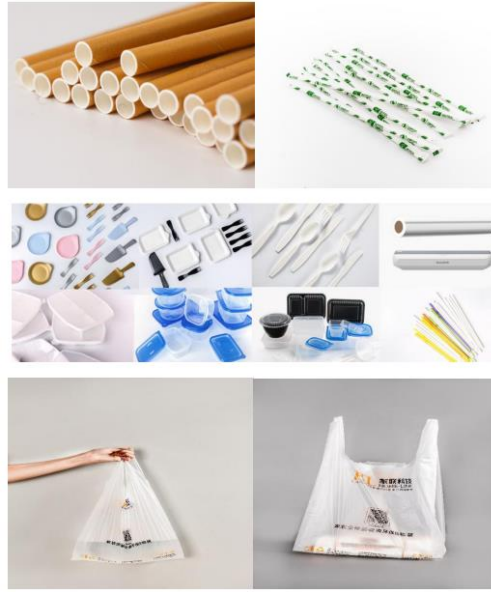
图表 4：世界各国限塑政策

时间	国家	限塑政策
2018年1月	英国	2042年前消除所有可避免的塑料垃圾
2018年1月	西班牙	全国禁止免费提供污染型可降解塑料袋
2018年7月	澳洲（昆士兰、西澳）	零售商禁止向购物者提供一次性超薄塑料袋
2019年1月	韩国	《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
2019年7月	新西兰	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
2019年7月	美国（纽约）	市内的餐饮店不能再使用一次性泡沫塑料餐盒
2020年1月	法国	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
2020年1月	美国（华盛顿）	市内的餐饮店不能再使用一次性泡沫塑料餐盒
2020年4月	加拿大	禁用塑料吸管，2021 年元旦起禁用塑料袋
2020年6月	希腊	禁止使用一次性塑料制品
2021年1月	冰岛	不允许企业分发任何塑料袋，无论免费或付费
2021年1月	欧盟	禁止或限用棉签棒、吸管等十种一次性塑料制品

数据来源：招股说明书、生物降解材料研究院、中新网、华福证券研究所

公司以纸制品和完全生物可降解塑料制品为抓手，开发生物降解材料吸管，纸吸管，生物降解材料餐具、家具用品等非一次性塑料产品，可降解膜类产品（塑料袋、生物降解包装带），上述替代产品均已实现销售。2017 至 2022 年公司生物降解产品营收的复合增速为 87.7%。

图表 5：传统塑料制品限制下的公司新品



数据来源：招股说明书、华福证券研究所

政策不落后于发达国家，我国限塑政策也已发布。2020年4月10日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）》。文件指出到2020年，在部分地区、领域禁止、限制部分塑料制品的销售、生产和使用。目标指出到22年，一次性塑料制品消费量明显减少，着力推广可替代产品，促成易造成塑料制品污染的外卖、电商、快递领域的绿色物流模式和减量塑料推广。到25年基本建立塑料制品生产、流通、消费回收和处置制度。

全球能源及限塑政策下塑料制品材料迭代步伐加快，公司深耕多年可降解材料改性技术，行业内技术领先优势明显。公司已经掌握了针对不同理化性质的主流生物全降解材料（PLA、PBAT、PBS）的共混改性技术，在此基础上公司利用不同配方成功生产出了不同的生物全降解产品，如PLA共混PBAT所制成的袋类全降解产品、PLA与PBS共混所制成的吸管类降解产品。公司已经在降解材料改性技术中具备领先优势，且部分产品已经量产。目前公司传统塑料制品客户中，宜家、吉野家、DQ、Amazon、Team Three等已向公司采购生物降解塑料产品。

3 渠道+产品+PLA 改性技术构建竞争壁垒

公司产品，渠道口碑良好，渠道粘性强，多年与海外下游知名企业合作成为有力证明，海外渠道的不断拓展是公司产品经得起考验的表现。海外塑料制品存量市场份额仍在，近年来公司深耕海外市场，不断与国外知名企业达成合作，塑料制品业务增长空间巨大，公司已经构筑起了渠道、技术、产品三道护城河。

图表 6：公司三道护城河



数据来源：招股说明书、华福证券研究所

渠道粘性是公司塑料制品业务的第一道护城河，后来者价格战略不易撼动。与其他行业的下游合作模式逻辑不同，公司海外大客户更加关注采购产品高质量的稳定性，和对自身品牌形象的维护，价格优势及利润空间不成为抢占下游知名客户的主要角力点，公司已经经营多年，现有竞争优势不易被后来者的产品价格优势取代。

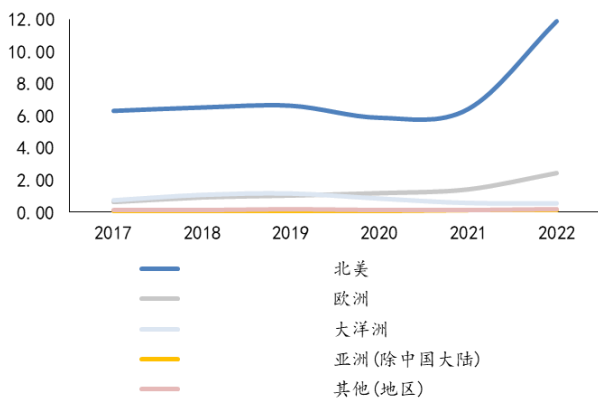
PLA 改性技术是公司的第二道护城河。目前市面上的可降解材（聚乳酸）不耐热不耐紫外线，是可降解材料的缺点。改性需要经过长期的技术与沉淀。家联科技早在 2009 年就开始研发“生物全降解材料改性技术”，同时发力自动化生产技术的研发和布局。公司专注改性材料及制品研究，连续攻克了 PLA 材质耐温、耐摔等技术难题。家联通过自主研发并掌握对生物降解材料进行定制化改性的工艺技术和流程，以 PLA（聚乳酸）为基础的生物降解改性材料现已取得多项专利并投入规模化生产，可以满足不同品类的产品生产需求。

多元化产品满足不同客户的需求是公司的第三道护城河。公司与材料巨头密切合作，从源头控制成本，使整条产业链实现合作共赢。公司注塑、吸塑、吹膜、吸管等应用领域都有领先技术，可以从设计、模具开发、工艺调整、到生物全降解产品生产，提供全方位一站式原料及技术服务。公司具有独立的研发和实验中心，技术研发团队超 100 人，新产品从研发、中试到产业可实现无缝衔接，公司做塑料吸管起家，逐渐布局餐饮制品，家具塑料制品，未来全降解生物制品可实现全产业替代，以小物件实现大发展。

4 海外市场仍有空间，高举高打发力国内市场

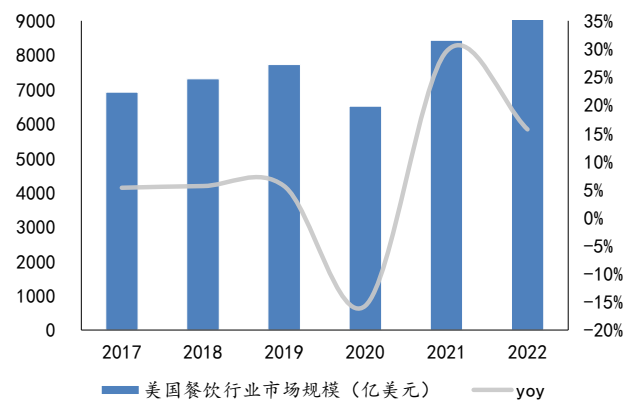
公司海外主要业务在北美市场，17-20 年均营收占比超过 60%，从美国餐饮市场看 2020 年受疫情影响增速同比下滑，市场规模缩减至 6513 亿美元，21 年美国餐饮行业实现恢复性增长，数据显示 22 年美国餐饮业市场规模已超越疫情前（2019 年）水平至 9759 亿美元，展现市场活力。完全生物降解塑料制品维持景气向上周期，考虑到公司海外业务在北美市场占比情况，未来随着产能恢复，以及增产项目落地达产，未来海外市场仍具备空间。

图表 7：17-22 年公司海外市场营收情况（亿元）



数据来源：wind、华福证券研究所

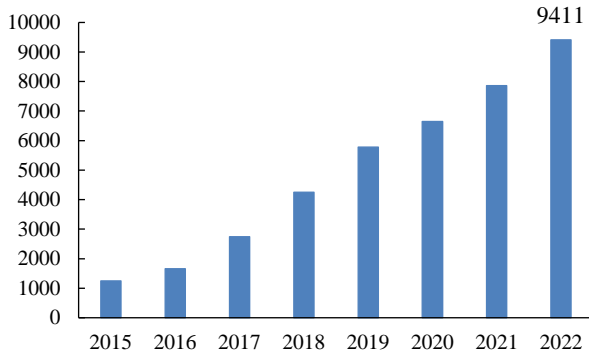
图表 8：美国餐饮行业市场规模（亿美元）



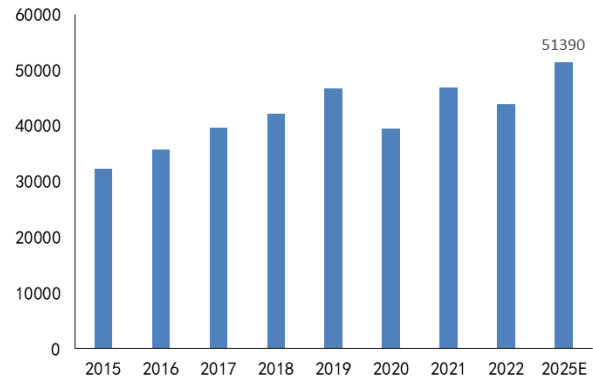
数据来源：statista、华福证券研究所

国内市场空间广阔，塑料制品及生物全降解制品局面打开。国内塑料市场份额庞大，据统计我国塑料制品表观消费量在 8000 万吨左右，近年来公司主要产品内销份额逐年提升，依托国际合作口碑和高质量餐饮产品发力国内市场，疫情期间，海外市场业务受限，公司可降解生物材料产品同步发力国内市场。19-22 年公司海内外市场业务复合增速分别为 59.8%/18.9%，公司国内市场业务增势强劲。

近年我国餐饮外卖行业增长势头迅猛，22 年我国在线外卖行业市场规模突破 9000 亿元，19-22 年我国在线外卖行业市场规模复合增速为 17.6%。受疫情影响 2020 年我国餐饮业市场规模下滑至 4 万亿元，随着各地疫情逐渐出现好转，重点市场线下餐饮恢复，21 年我国餐饮市场规模回升至疫情前水平（4.7 万亿元）。《2022 年中国餐饮行业发展现状及市场调研分析报告》显示，22 年餐饮行业受疫情冲击仍严重，餐饮行业在短期内或将发展缓慢，但餐饮大赛道经济韧性强，从 23 年社零数据来看，1-11 月份餐饮收入 47485 亿元，同比+19.4%，餐饮行业复苏态势显现。据艾媒咨询预测到 25 年餐饮行业市场规模或突破 5 万亿元。

图表 9：15-22 年中国在线外卖行业市场规模（亿元）


数据来源：华经产业研究院、艾媒网、华福证券研究所

图表 10：我国餐饮行业市场规模（亿元）及预测


数据来源：艾媒餐饮研究院、华福证券研究所

从外卖及餐饮业增速和营收规模上看，国内餐饮塑料制品需求端有支撑，限塑背景下，强化与下游联动，抢夺国内全降解塑料制品发展先机，公司着力拓展国内塑料餐饮具市场，与 KFC、蜜雪冰城、必胜客达成合作，成为上述企业链接的上游餐饮具的主要供应商，国内餐饮具业务增速显著。与宜家合作，打开塑料家具市场，实现从餐饮具向家具过渡。此外，目前国内市场方面公司客户还包括“盒马生鲜”、“吉野家”、“7分甜”等下游知名企业，公司为“奈雪的茶”生产的 PLA 杯子、PLA 刀叉勺、PLA 膜袋已经进入小批量试单阶段，“古茗茶饮”已接收膜袋样品，此外公司与“美团”、“喜茶”、“百胜”已达成合作意向，目前已进入产品竞标打样阶段。

生物全降解材料制品方面，可降解材料代替一直是公司重大的战略方向。20 年底政策推动下国内生物全降解市场进入快速发展期，公司主营内销生物全降解材料包括替代塑料袋、塑料吸管等，市场前景广阔。

5 盈利预测及投资建议

5.1 盈利预测

塑料制品业务：全球限塑政策趋严，塑料制品业务增速收窄，从政策面看，25 年以前公司国内市场塑料制品仍有部份消费场景，随着公司未来持续强化与国内市场的深度合作，及考虑到海外重点市场进入补库周期后，内外销共驱下公司塑料制品业务增速回正，毛利率逐步修复，但考虑到全球限塑政策影响，公司塑料制品业务整体增速放缓。预计 23-25 年公司塑料制品销售吨价增速分别为-4%/2%/2%，销量增速分别为-23%/14%/2%，营收增速为分别为-26%/16%/3%，毛利率分别为 20%/22%/23%。

纸制品业务：收购兼并拓展业务板块，提高纸浆模塑产品市占率。家得宝在环保餐具等纸质品领域深耕多年，在一次性纸浆模塑餐具领域积累了丰富的经验和技術优势。预计 23-25 年纸制品业务营收增速分别为-6%/18%/6%，毛利率分别为 13%/16%/17%。

完全生物可降解塑料业务：限塑政策下完全降解塑料制品需求端有支撑，完全生物降解塑料制品仍为行业的长期战略导向，目前公司年产 12 万吨生物降解材料及制品、家居用品项目厂房已初步建设完成，预计 24-25 年产能逐步释放，未来可持续贡献业绩。预计 23-25 年公司完全生物降解塑料业务营收增速分别为 65%/115%/121%，未来随着公司逐步消化产能，预计 23-25 年完全降解塑料制品毛利率水平分别为 17%/23%/23%。

图表 11：盈利预测

	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	1,976.02	1,618.51	2,114.04	2,772.31
YoY	60.09%	-18.09%	30.62%	31.14%
营业总成本（百万元）	1,536.56	1,317.33	1,650.04	2,142.41
YoY	51.84%	-14.27%	25.26%	29.84%
毛利率	22.24%	18.61%	21.95%	22.72%
营业成本/收入	77.76%	81.39%	78.05%	77.28%
分业务拆分：				
塑料制品				
收入（百万元）	1,658.04	1,219.64	1,419.95	1,464.12
YoY	55.39%	-26.44%	16.42%	3.11%
业务收入比例	83.91%	75.36%	67.17%	52.81%
纸制品业务				
收入（百万元）	177.96	167.88	197.78	209.59
YoY	136%	-6%	18%	6%
业务收入比例	9.01%	10.37%	9.36%	7.56%
完全生物降解塑料				
收入（百万元）	140.02	231.00	496.32	1,098.59
YoY	52.38%	64.98%	114.86%	121.35%
业务收入比例	7.09%	14.27%	23.48%	39.63%

数据来源：wind、华福证券研究所

5.2 相对估值

相对估值比较：与公司业务有一定关联度的上市公司中：王子新材、嘉益股份、哈尔斯以家居用品出口为主，因此本报告选取王子新材、哈尔斯、嘉益股份作为可比

公司。23-25 年可比公司平均 PE 分别为 19/14/11 倍，预计公司 23-25 年归母净利润将达到 0.52/1.54/1.89 亿元，分别同比增长-71%/195%/22%。由于公司具备渠道优势，叠加完全生物降解塑料生产技术优势，未来随着公司增产项目落地，公司有望实现业绩高增，给予公司 2024 年 26 倍 PE，对应目标价 20.88 元，首次覆盖给予公司“买入”评级。

图表 12：估值对比分析

公司	市值(亿)	收盘价(元)	EPS (摊薄) (元)				P/E			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
王子新材	35	8.94	0.33	0.30	0.46	0.65	27	30	20	14
嘉益股份	56	53.76	2.72	4.17	4.98	5.80	20	13	11	9
哈尔斯	30	6.46	0.50	0.45	0.52	0.59	13	14	12	11
平均值			1.18	1.64	1.99	2.35	20	19	14	11
家联科技	32	16.85	0.93	0.27	0.80	0.98	18	62	21	17

数据来源：wind, 华福证券研究所，数据为 2024 年 1 月 31 日收盘价，可比公司盈利预测为 wind 一致预期

6 风险提示

- 1) 海外需求恢复不及预期风险：**公司海外市场业务占比高，若海外需求疲软，则会对公司业绩造成不利影响。
- 2) 产能投放不及预期：**若公司新增产能未能如期达产，则未来公司业绩放量或受到影响。
- 3) 原材料价格波动：**公司主要原材料塑胶与石油价格波动关联度较大，塑胶价格的上下波动是影响公司盈利能力的主要原因之一。
- 4) 汇率风险：**目前公司主要业务及原材料采购均在海外，全球经济环境，及中美货币关系会影响人民币汇率从而影响公司业绩。
- 5) 业绩不达预期对估值溢价的负面影响风险：**倘若公司业绩不达预期，将无法支撑公司的估值溢价，估值下行。
- 6) 市场竞争风险：**目前公司所处行业市场集中度较低，从限塑政策来看行业发展方向具备较强确定性，巨大的市场空间将会吸引更多的新进入者。

图表 13: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	755	447	423	554	营业收入	1,976	1,619	2,114	2,772
应收票据及账款	262	206	253	323	营业成本	1,537	1,317	1,650	2,142
预付账款	32	20	25	32	税金及附加	8	9	10	13
存货	302	310	229	452	销售费用	98	81	95	125
合同资产	0	0	0	0	管理费用	93	81	101	133
其他流动资产	21	16	21	28	研发费用	64	52	68	89
流动资产合计	1,372	999	950	1,389	财务费用	-16	23	25	69
长期股权投资	0	0	0	0	信用减值损失	-12	0	0	0
固定资产	903	978	1,969	1,795	资产减值损失	-7	0	0	0
在建工程	94	101	436	770	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	264	299	356	437	投资收益	7	0	0	0
商誉	138	138	138	138	其他收益	5	1	1	1
其他非流动资产	141	155	166	176	营业利润	188	56	165	202
非流动资产合计	1,541	1,671	3,065	3,315	营业外收入	7	0	0	0
资产合计	2,913	2,670	4,015	4,705	营业外支出	2	0	0	0
短期借款	184	0	1,030	1,329	利润总额	192	56	165	202
应付票据及账款	655	461	611	810	所得税	17	5	14	17
预收款项	0	1	0	1	净利润	176	51	151	185
合同负债	7	5	7	9	少数股东损益	-4	-1	-3	-4
其他应付款	122	122	122	122	归属母公司净利润	179	52	154	189
其他流动负债	64	58	68	83	EPS (摊薄)	0.93	0.27	0.80	0.98
流动负债合计	1,032	648	1,838	2,353					
长期借款	122	173	223	274	主要财务比率				
应付债券	0	0	0	0		2022A	2023E	2024E	2025E
其他非流动负债	81	81	81	81	成长能力				
非流动负债合计	203	254	304	355	营业收入增长率	60.1%	-18.1%	30.6%	31.1%
负债合计	1,235	902	2,142	2,708	EBIT 增长率	91.5%	-55.0%	140.2%	42.4%
归属母公司所有者权益	1,511	1,602	1,709	1,837	归母净利润增长率	151.7%	-70.8%	194.9%	22.4%
少数股东权益	167	166	163	160	获利能力				
所有者权益合计	1,678	1,768	1,873	1,997	毛利率	22.2%	18.6%	21.9%	22.7%
负债和股东权益	2,913	2,670	4,015	4,705	净利率	8.9%	3.2%	7.1%	6.7%
					ROE	10.7%	3.0%	8.2%	9.5%
					ROIC	9.3%	4.4%	6.4%	7.8%
					偿债能力				
					资产负债率	42.4%	33.8%	53.4%	57.6%
					流动比率	1.3	1.5	0.5	0.6
					速动比率	1.0	1.1	0.4	0.4
					营运能力				
					总资产周转率	0.7	0.6	0.5	0.6
					应收账款周转天数	34	48	39	37
					存货周转天数	74	84	59	57
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.93	0.27	0.80	0.98
					每股经营现金流	3.40	0.44	2.71	2.31
					每股净资产	7.87	8.34	8.90	9.57
					估值比率				
					P/E	18	62	21	17
					P/B	2	2	2	2
					EV/EBITDA	111	143	91	57

现金流量表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	654	85	520	443
现金收益	265	216	333	535
存货影响	25	-8	81	-224
经营性应收影响	-121	68	-52	-77
经营性应付影响	512	-193	149	199
其他影响	-27	2	9	10
投资活动现金流	-486	-272	-1,552	-532
资本支出	-737	-257	-1,539	-523
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	251	-14	-14	-9
融资活动现金流	-374	-121	1,008	220
借款增加	-43	-134	1,080	350
股利及利息支付	-43	-58	-92	-135
股东融资	0	72	0	0
其他影响	-288	-1	20	5

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn