

家联科技 (301193.SZ)

买入 (维持评级)

内外开花, 全年高增可期

投资要点:

➤ **24Q1 收入同增 52.03%，归母净利润同增 136.01%**。公司披露 23 年年报及 24 年一季报：23 年公司实现营收 17.21 亿元，同比-12.90%，受外销市场激烈竞争叠加海外客户去库存影响，整体销售下降；归母净利润 0.45 亿元，同比-74.69%；实现扣非归母净利润 0.18 亿元，同比-88.49%。24Q1 公司实现营收 4.99 亿元，同比+52.03%；实现归母净利润 0.43 亿元，同比+136.01%；实现扣非归母净利润 0.10 亿元，同比+8.28%。公司扣非净利润下降主要系：1) 外销收入下降，低产能利用率，制造费用比例提升，导致综合毛利率下降；2) 23 年两家收购的子公司计提商誉减值；3) 新投建项目未投产或产能未完全释放，前期投入固定费用增加；4) 24 年公司发行可转债财务上应计利息费用等因素所致。

➤ **生物降解制品增值增效，业务占比成倍提升**。分产品来看，23 年塑料制品实现营收 13.01 亿元，同比-21.53%，占营业收入比重-8.32pct 至 75.59%；生物降解制品累计销售 2.62 亿元，占营业收入比重+8.15pct 至 15.24%；植物纤维制品累计销售 9392 万元，业务占比为 5.46%，同比+0.92pct；纸制品及其他实现营收 6387 万元，占营收比重下降 0.76pct 至 3.71%。外销贸易结构调整不改降解制品发展路径，限塑降塑势在必行，可降解制品业务占比增速显著。

➤ **亚洲市场高增，内销高成长“平分秋色”**。受海外去库存影响，外销订单减少，内销占比提升。23 年公司外销同比-35.21%，业务占比下降 19.76pct 至 57.40%；内销较去年同期+62.50%，占营收比重增长至 42.60%。从海外不同地区营收方面来看，北美仍为公司海外重点市场，其中北美/欧洲/大洋洲/亚洲（除中国大陆以外），23 年分别实现营收 7.44/1.54/0.49/0.30 亿元，分别同比-37.40%/-37.30%/-15.70%/+126.79%。

➤ **规模效应减少，费用摊销增加，毛利率下滑**。23 年公司整体毛利率-3.01pct 至 19.23%。分产品看，塑料制品 23 年毛利率为 20.01%，较去年同期-2.69pct；生物全降解制品毛利率为 18.27%，同比-5.12pct。分销售模式看，2023 年内销毛利为 14.25%，同比-2.32pct；外销毛利率为 22.93%，同比-0.98pct。

➤ **盈利预测与投资建议**：外销利空因素出尽，海外订单修复，24Q1 业绩增速显著，基于 24Q1 业绩，我们调整公司 24-25 年盈利预测，预计公司 24-26 年归母净利润分别为 1.81/2.06/2.59 亿元（原值预测值为 1.54/1.89 亿元），对应当前股价 PE 分别为 21/19/15 倍。考虑到公司在生物降解赛道的领先优势，外销修复，以及公司与国内市场的深度合作持续强化，合理给予其 24 年 26 倍 PE，对应目标价 24.44 元，维持“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。

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	1,976	1,721	2,325	2,776	3,163
增长率	60%	-13%	35%	19%	14%
净利润 (百万元)	179	45	181	206	264
增长率	152%	-75%	298%	14%	28%
EPS (元/股)	0.93	0.24	0.94	1.07	1.37
市盈率 (P/E)	21.5	85.0	21.3	18.7	14.6
市净率 (P/B)	2.6	2.3	2.0	1.9	1.7

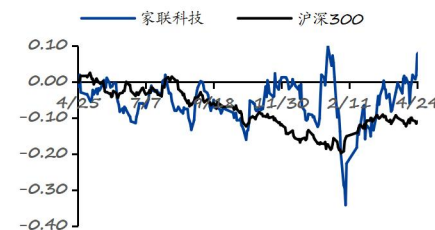
数据来源：公司公告、华福证券研究所

当前价格：20.14 元
目标价格：24.44 元

基本数据

总股本/流通股(百万股)	192.00/91.20
流通 A 股市值(百万元)	1,836.77
每股净资产(元)	8.15
资产负债率(%)	53.63
一年内最高/最低价(元)	21.18/11.80

一年内股价相对走势



团队成员

分析师：刘畅(S0210523050001)
lc30103@hfzq.com.cn

相关报告

1、【华福商业】家联科技 (301193.SZ)：领跑降解赛道，三维优势构建护城河——2024.02.01



图表 1: 财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	947	1,276	618	768
应收票据及账款	336	325	366	406
预付账款	14	29	35	34
存货	398	486	319	476
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	90	23	28	32
流动资产合计	1,784	2,139	1,365	1,715
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,395	1,427	2,381	2,184
在建工程	341	348	682	1,017
无形资产	250	290	347	360
商誉	95	95	95	95
其他非流动资产	250	264	275	284
非流动资产合计	2,331	2,422	3,780	3,940
资产合计	4,114	4,561	5,145	5,655
短期借款	114	0	0	0
应付票据及账款	665	739	915	979
预收款项	0	0	0	0
合同负债	5	7	8	9
其他应付款	78	78	78	78
其他流动负债	286	321	354	409
流动负债合计	1,147	1,144	1,354	1,474
长期借款	438	753	1,068	1,383
应付债券	559	559	559	559
其他非流动负债	133	133	133	133
非流动负债合计	1,130	1,445	1,760	2,075
负债合计	2,276	2,589	3,114	3,550
归属母公司所有者权益	1,688	1,895	2,037	2,217
少数股东权益	150	77	-6	-112
所有者权益合计	1,838	1,972	2,031	2,105
负债和股东权益	4,114	4,561	5,145	5,655

现金流量表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	146	388	667	446
现金收益	182	310	341	526
存货影响	-95	-89	167	-157
经营性应收影响	-8	-4	-46	-40
经营性应付影响	-35	75	176	64
其他影响	103	96	30	53
投资活动现金流	-780	-276	-1,552	-465
资本支出	-876	-262	-1,541	-455
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	96	-14	-11	-9
融资活动现金流	940	217	227	168
借款增加	906	201	315	315
股利及利息支付	-51	-88	-116	-146
股东融资	0	72	0	0
其他影响	85	31	28	-1

利润表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,721	2,325	2,776	3,163
营业成本	1,390	1,917	2,300	2,295
税金及附加	12	12	15	27
销售费用	93	105	125	206
管理费用	110	93	97	225
研发费用	56	58	78	171
财务费用	3	18	24	64
信用减值损失	-7	0	0	0
资产减值损失	-47	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
其他收益	20	1	1	1
营业利润	21	122	138	177
营业外收入	12	0	0	0
营业外支出	3	0	0	0
利润总额	31	122	138	177
所得税	3	14	15	19
净利润	27	108	123	158
少数股东损益	-18	-73	-83	-106
归属母公司净利润	45	181	206	264
EPS (按最新股本摊薄)	0.24	0.94	1.07	1.37

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	-12.9%	35.1%	19.4%	13.9%
EBIT 增长率	-81.0%	319.6%	15.7%	48.8%
归母公司净利润增长率	-74.7%	298.0%	14.1%	28.1%
获利能力				
毛利率	19.2%	17.5%	17.1%	27.4%
净利率	1.6%	4.6%	4.4%	5.0%
ROE	2.5%	9.2%	10.1%	12.5%
ROIC	0.8%	4.3%	4.5%	6.0%
偿债能力				
资产负债率	55.3%	56.8%	60.5%	62.8%
流动比率	1.6	1.9	1.0	1.2
速动比率	1.2	1.4	0.8	0.8
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.6
应收账款周转天数	55	48	45	44
存货周转天数	91	83	63	62
每股指标 (元)				
每股收益	0.24	0.94	1.07	1.37
每股经营现金流	0.76	2.02	3.48	2.32
每股净资产	8.79	9.87	10.61	11.55
估值比率				
P/E	85	21	19	15
P/B	2	2	2	2
EV/EBITDA	168	96	87	57

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：hfjys@hfzq.com.cn