

内销保持高增, 外销边际修复, 盈利改善可期

投资要点

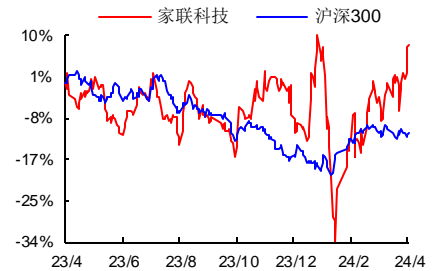
- 业绩摘要:** 公司发布2023年年报及2024年一季报, 2023年公司实现营收17.2亿元, 同比-12.9%; 实现归母净利润0.5亿元, 同比-74.7%; 实现扣非净利润0.2亿元, 同比-88.5%。单季度来看, 2023Q4公司实现营收4.9亿元, 同比+24.2%; 实现归母净利润-0.2亿元, 同比-150.9%; 实现扣非后归母净利润-0.2亿元, 同比-183.2%。2024Q1公司实现营收5亿元, 同比+52%; 实现归母净利润0.4亿元, 同比+136%; 实现扣非后归母净利润0.1亿元, 同比+8.3%。24Q1收入增长提速, 扣非后盈利能力暂时承压。
- 盈利能力暂时承压, 规模优势显现后盈利能力有望边际改善。** 报告期内, 公司整体毛利率为19.2%, 同比-3pp; 2023Q4毛利率为20.3%, 同比-3.5pp; 2023年毛利率下降主要是塑料制品等核心产品销售规模下降, 成本端制造费用提升所致。分产品看, 塑料制品毛利率为20.0%(-2.7pp), 生物全降解制品毛利率18.3%(-5.1pp)。分区域看, 外销毛利率22.9%(-1pp), 内销毛利率14.3%(-2.3pp)。费用率方面, 2023年公司总费用率为15.2%, 同比+3.2pp, 主要由于公司部分新增产能达到可使用状态, 折旧摊销计入管理费用导致费用率上升, 其中销售费用率为5.4%, 同比+0.4pp; 管理费用率为6.4%, 同比+1.7pp; 财务费用率为0.2%, 同比+1pp, 主要受利息支出增加, 汇兑收益减少影响; 研发费用率为3.3%, 同比+0.1pp。此外, 2023年公司计提资产及信用减值约5500万元, 其中主要为对浙江家得宝和美国子公司 Sumter Easy Home 计提的商誉减值约4300万元。综合来看, 公司净利率为2.6%, 同比-6.4pp; 2023Q4净利率为-3.6%, 同比-12.4pp。2024Q1来看, 2024Q1毛利率为19.3%, 同比+0.2pp; 总费用率为16.7%, 同比+0.3pp, 其中销售/管理/财务/研发费用率分别同比-0.3pp/+1.5pp/+0.5pp/-1.4pp, 由于可转债利息增加和新厂房折旧摊销增加, 费用率有所提升。此外公司于一季度收到出售厂房的资产处置收益约4300万元, 综合来看2024Q1净利率为8.7%, 同比+3.1pp; 扣非净利率2%, 同比-0.8pp。
- 生物降解制品增长亮眼, 塑料制品产能利用率有望改善。** 从品类来看, 2023年塑料制品营收达到13亿元, 同比下降21.5%, 受海外渠道去库存影响有所下滑。生物全降解制品营收为2.6亿元, 同比增长87.4%, 营收占比为15.2%(同比+8.2pp), 全降解制品受益于国内茶饮、商超等渠道需求恢复, 订单旺盛, 收入增长较快。2023年公司塑料制品/生物可降解制品产能利用率分别为61.6%/98.4%。目前公司在建产能充足, 2024年公司将持续推进宁波总部、广西、泰国及美国等子公司的新增产能的建设, 加快公司在降解环保产品及家居日用品的产能扩充, 扩大产能规模。截至2024Q1公司部分厂房已经建设完毕进入设备调试状态, 预计随着二季度国内订单旺季到来, 公司新产能有望逐步爬坡。
- 外销营收暂时承压, 内销维持高增长。** 从销售区域来看, 2023年外销营收达10亿元, 同比下降35.2%, 营收占比57.4%(-20pp), 受下游渠道去库存影响, 公司外销收入下滑。展望后续来看, 截至2023年底海外渠道去库基本结束, 随着公司泰国工厂产能逐步释放, 产能布局逐步完善, 外销抗风险能力有望提升。2023年公司内销营收为7.3亿元, 同比增长62.5%, 营收占比为42.6%(+20pp),

西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣
执业证号: S1250517080002
电话: 023-67511807
邮箱: cxin@swsc.com.cn

分析师: 赵兰亭
执业证号: S1250522080002
电话: 023-67511807
邮箱: zhlt@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.92
流通A股(亿股)	0.91
52周内股价区间(元)	12.27-30.12
总市值(亿元)	38.67
总资产(亿元)	40.36
每股净资产(元)	8.15

相关研究

- 家联科技(301193): 盈利能力暂时承压, 期待海外订单修复 (2023-11-01)

国内茶饮需求全面恢复，下游品牌商加速开店，内销保持高速增长。2024年公司产品线进一步丰富，新增纸袋、保温袋等新品，品类空间有望扩容，增强与客户合作粘性。伴随着国内头部品牌对餐饮具品质要求提升，公司内销市场份额有望持续提升。

- **盈利预测与投资建议。**预计 2024-2026 年 EPS 分别为 0.97 元、1.26 元、1.60 元，对应 PE 分别为 21 倍、16 倍、13 倍。考虑到海外客户需求修复，国内餐饮茶饮需求延续景气，维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧的风险；原材料成本大幅波动的风险；相关项目建设进展不及预期的风险；产能释放不及预期的风险。

指标年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	1721.16	2265.96	2743.72	3236.91
增长率	-12.90%	31.65%	21.08%	17.98%
归属母公司净利润 (百万元)	45.36	187.16	241.25	307.49
增长率	-74.69%	312.65%	28.90%	27.46%
每股收益 EPS (元)	0.24	0.97	1.26	1.60
净资产收益率 ROE	1.48%	10.06%	11.48%	12.77%
PE	85	21	16	13
PB	2.29	2.26	1.98	1.71

数据来源：Wind，西南证券

关键假设：

假设 1：塑料制品内外销需求修复，单价稳定增长，2024-2026 年塑料制品销量分别增长 25%、15%、12%，均价平均每年增长 3%；

假设 2：完全生物降解塑料制品毛利率随着规模优势发挥有所改善，2024-2026 年毛利率分别恢复至 22.5%、23.2%、23.5%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
合计				
营业收入	1721.2	2266.0	2743.7	3236.9
yoy	-12.9%	31.7%	21.1%	18.0%
营业成本	1390.1	1764.9	2124.1	2498.5
毛利率	19.2%	22.1%	22.6%	22.8%
塑料制品				
收入	1301.0	1675.0	1984.1	2288.8
yoy	-21.5%	29%	18%	15%
成本	1040.66	1,298.1	1531.7	1762.4
毛利率	20.0%	22.5%	22.8%	23.0%
完全生物降解塑料				
收入	262.4	341.1	409.3	492.6
yoy	87.4%	30%	20%	20%
成本	214.44	264.3	314.3	376.9
毛利率	18.3%	22.5%	23.2%	23.5%
纸制品				
收入	63.87	127.7	191.6	249.1
yoy	-64.1%	100%	50%	30%
成本	57.34	104.7	154.2	199.3
毛利率	10.2%	18.0%	19.5%	20.0%
其他（植物纤维产品）				
收入	93.9	122.1	158.7	206.4
yoy		30%	30%	30%
成本	77.7	97.7	123.8	159.9
毛利率	17.3%	20%	22%	23%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1721.16	2265.96	2743.72	3236.91	净利润	27.14	187.16	241.25	307.49
营业成本	1390.14	1764.92	2124.11	2498.46	折旧与摊销	151.87	158.58	174.11	186.75
营业税金及附加	12.21	12.56	15.43	18.58	财务费用	2.80	95.10	84.83	86.35
销售费用	92.50	108.77	123.47	145.66	资产减值损失	-47.44	0.00	0.00	0.00
管理费用	109.74	124.63	137.19	155.37	经营营运资本变动	-147.38	60.43	-25.90	43.91
财务费用	2.80	95.10	84.83	86.35	其他	159.27	-40.84	7.89	7.69
资产减值损失	-47.44	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	146.25	460.43	482.18	632.19
投资收益	-0.25	43.30	0.00	0.00	资本支出	-897.31	-300.00	-200.00	-200.00
公允价值变动损益	0.09	0.03	0.05	0.04	其他	117.60	43.33	0.05	0.04
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-779.71	-256.67	-199.95	-199.96
营业利润	21.42	203.32	258.74	332.53	短期借款	-70.53	-63.86	0.00	0.00
其他非经营损益	9.16	4.85	10.07	10.51	长期借款	315.22	0.00	0.00	0.00
利润总额	30.58	208.16	268.81	343.04	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	3.44	21.01	27.56	35.56	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	27.14	187.16	241.25	307.49	其他	695.41	-374.98	-84.83	-86.35
少数股东损益	-18.22	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	940.10	-438.84	-84.83	-86.35
归属母公司股东净利润	45.36	187.16	241.25	307.49	现金流量净额	312.62	-235.07	197.40	345.88
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	946.62	711.55	908.95	1254.83	成长能力				
应收和预付款项	368.94	415.93	518.18	618.38	销售收入增长率	-12.90%	31.65%	21.08%	17.98%
存货	397.59	426.80	562.65	634.54	营业利润增长率	-88.59%	849.13%	27.26%	28.52%
其他流动资产	70.61	74.15	89.78	105.92	净利润增长率	-84.55%	589.63%	28.90%	27.46%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-36.55%	159.53%	13.28%	16.99%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1736.13	1909.20	1966.74	2011.65	毛利率	19.23%	22.11%	22.58%	22.81%
无形资产和开发支出	344.72	317.76	290.81	263.86	三费率	11.91%	14.50%	12.59%	11.97%
其他非流动资产	249.86	245.16	240.46	235.76	净利率	1.58%	8.26%	8.79%	9.50%
资产总计	4114.47	4100.55	4577.57	5124.92	ROE	1.48%	10.06%	11.48%	12.77%
短期借款	113.86	50.00	50.00	50.00	ROA	0.66%	4.56%	5.27%	6.00%
应付和预收款项	723.25	819.44	1006.03	1194.63	ROIC	1.15%	11.60%	12.47%	14.63%
长期借款	437.53	437.53	437.53	437.53	EBITDA/销售收入	10.23%	20.17%	18.87%	18.71%
其他负债	1001.71	934.01	983.20	1034.47	营运能力				
负债合计	2276.35	2240.99	2476.76	2716.63	总资产周转率	0.49	0.55	0.63	0.67
股本	192.00	192.00	192.00	192.00	固定资产周转率	1.50	1.55	1.75	2.00
资本公积	904.48	904.48	904.48	904.48	应收账款周转率	5.96	6.61	6.79	6.56
留存收益	426.21	613.37	854.61	1162.10	存货周转率	3.92	4.23	4.25	4.14
归属母公司股东权益	1688.41	1709.84	1951.09	2258.58	销售商品提供劳务收到现金营业收入	102.56%	—	—	—
少数股东权益	149.72	149.72	149.72	149.72	资本结构				
股东权益合计	1838.12	1859.56	2100.81	2408.30	资产负债率	55.33%	54.65%	54.11%	53.01%
负债和股东权益合计	4114.47	4100.55	4577.57	5124.92	带息债务/总负债	48.79%	46.71%	42.27%	38.53%
					流动比率	1.56	1.47	1.54	1.65
					速动比率	1.21	1.08	1.13	1.25
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.24	0.97	1.26	1.60
					每股净资产	8.79	8.91	10.16	11.76
					每股经营现金	0.76	2.40	2.51	3.29
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	176.09	457.00	517.68	605.63					
PE	85.26	20.66	16.03	12.58					
PB	2.29	2.26	1.98	1.71					
PS	2.25	1.71	1.41	1.19					
EV/EBITDA	22.39	8.75	7.34	5.71					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
上海	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
