

家联科技 (301193)

证券研究报告

2024年09月04日

内销收入高增，盈利改善可期

公司发布 24 年中期报告

24Q2 收入 5.7 亿元，同比+29.20%，归母净利润 0.18 亿元，同比-31.36%，扣非净利润 0.10 亿元，同比-23.57%；

24H1 收入 10.7 亿元，同比+38.97%，归母净利润 0.62 亿元，同比+36.87%，扣非净利润 0.20 亿元，同比-10.80%。

我们认为利润下滑主要系新建项目产能尚未完全释放、前期投入固定费用增加，以及可转债利息费用增加等。

分产品，24H1 塑料制品收入 7.9 亿元，同比+37.24%，毛利率 20.96%，同比+2.30pct；生物全降解制品收入 1.5 亿元，同比+32.63%，毛利率 19.44%，同比+3.77pct。

外销修复，内销高增，客户粘性较高

分区域，24H1 国际收入 6.03 亿，同比+34.19%；国内收入 4.64 亿，同比+45.71%。

公司内销客户主要为国内知名茶饮品牌，随着新茶饮、咖啡行业的快速发展和技术创新推动供应链的优化，公司优质客户市场容量的扩张，供应比重逐步提升，并且通过与头部知名客户的合作，形成广泛的市场影响力，开拓了新的优质客户，公司上半年内销情况得到显著增长。

随着市场竞争的加剧，各大餐饮、茶饮品牌供应商为了争夺市场份额，纷纷推出低价策略；公司坚持以提供高质量的产品和服务水平为品牌内核，持续开发新产品，定制化的为客户提供产品需求，为客户提供全品类、一站式的解决方案。随着市场需求不断提升，客户对供应链质量和稳定性的要求也越来越高，在选择供应商时具有严格的考核标准，不会轻易更换已通过完善、严格筛选后的优质供应商，具有较高的客户粘性。

强化全球布局，产能项目稳步释放

公司将全力完成宁波岚山工厂、杉腾亿宏、广西绿联、东莞怡联以及泰国国家享等项目的投资建设，加快公司在降解环保产品及家居日用品的产能扩充，提升行业竞争力和海外市场占有率以及公司整体抗风险能力。

其中，广西来宾“年产 10 万吨甘蔗渣可降解环保材料制品项目”厂房已建设完成，目前已初步投产，后续根据市场需求逐步释放产能；泰国生产基地租赁厂房已正式投产，购置的泰国地块厂房正在按计划建设中；宁波岚山工厂项目厂房已建设完成，部分设备运行生产，产能开始初步释放。

净利率短期承压，规模效应有望显现

24Q2 公司毛利率 18.78%，同比+1.8pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.4%/6.4%/2.8%/2.4%，同比+0.1pct/+1.1pct/-0.2pct/+5.0pct，归母净利率实现 3.23%，同比-2.9pct。

其中管理、财务费用率同比提升幅度较大主要系人工成本、折旧及利息费用增加。目前公司加强智能制造体系建设，提升生产制造系统的响应速度及精细化程度，大幅提升生产效率和人均产值，我们预计伴随新项目规模效应释放，盈利能力有望触底回升。

调整盈利预测，维持“增持”评级

根据 24 年中报，考虑公司新项目爬坡过程以及可转债利息导致财务费用同比增加，我们调整盈利预测，预计 24-26 年公司归母净利分别为 1.5/1.8/2.3 亿（前值分别为 1.8/2.1/2.5 亿），PE 分别为 17X/14X/12X。

投资评级

| | |
|--------|-----------|
| 行业 | 轻工制造/家居用品 |
| 6 个月评级 | 增持（维持评级） |
| 当前价格 | 13.68 元 |
| 目标价格 | 元 |

基本数据

| | |
|---------------|-------------|
| A 股总股本(百万股) | 192.00 |
| 流通 A 股股本(百万股) | 96.24 |
| A 股总市值(百万元) | 2,626.56 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 1,316.57 |
| 每股净资产(元) | 8.01 |
| 资产负债率(%) | 55.78 |
| 一年内最高/最低(元) | 22.00/11.80 |

作者

| | |
|----------------------------|-----|
| 孙海洋 | 分析师 |
| SAC 执业证书编号: S1110518070004 | |
| sunhaiyang@tfzq.com | |
| 张彤 | 联系人 |
| zhangtong@tfzq.com | |

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《家联科技-年报点评报告:24Q1 重拾高增，全年业绩有望触底反弹》 2024-04-29
- 《家联科技-公司点评:外销有望迎来修复，内销高增可期》 2024-01-16
- 《家联科技-季报点评:募投项目完成建设，外销稳步增长》 2023-11-15

风险提示：国内客户放量不及预期，产能进度不及预期，海外需求复苏不及预期

| 财务数据和估值 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 1,976.02 | 1,721.16 | 2,240.61 | 2,720.32 | 3,059.28 |
| 增长率(%) | 60.08 | (12.90) | 30.18 | 21.41 | 12.46 |
| EBITDA(百万元) | 342.30 | 295.12 | 343.74 | 381.23 | 423.01 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 179.22 | 45.36 | 150.19 | 182.58 | 227.13 |
| 增长率(%) | 151.72 | (74.69) | 231.14 | 21.57 | 24.40 |
| EPS(元/股) | 0.93 | 0.24 | 0.78 | 0.95 | 1.18 |
| 市盈率(P/E) | 14.66 | 57.91 | 17.49 | 14.39 | 11.56 |
| 市净率(P/B) | 1.74 | 1.56 | 1.52 | 1.36 | 1.20 |
| 市销率(P/S) | 1.33 | 1.53 | 1.17 | 0.97 | 0.86 |
| EV/EBITDA | 10.41 | 11.66 | 8.44 | 6.12 | 5.27 |

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 货币资金 | 754.63 | 946.62 | 1,120.30 | 1,360.16 | 1,529.64 |
| 应收票据及应收账款 | 261.81 | 336.17 | 261.59 | 483.57 | 422.12 |
| 预付账款 | 32.09 | 13.56 | 38.65 | 29.38 | 46.52 |
| 存货 | 302.10 | 397.59 | 475.80 | 536.55 | 648.66 |
| 其他 | 21.44 | 89.82 | 41.49 | 54.87 | 63.34 |
| 流动资产合计 | 1,372.07 | 1,783.77 | 1,937.83 | 2,464.53 | 2,710.27 |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产 | 903.50 | 1,398.19 | 1,333.68 | 1,264.67 | 1,191.16 |
| 在建工程 | 94.49 | 341.28 | 341.28 | 341.28 | 341.28 |
| 无形资产 | 264.24 | 250.01 | 242.42 | 234.84 | 227.26 |
| 其他 | 278.96 | 341.24 | 229.92 | 234.50 | 242.98 |
| 非流动资产合计 | 1,541.18 | 2,330.71 | 2,147.30 | 2,075.29 | 2,002.68 |
| 资产总计 | 2,913.25 | 4,114.47 | 4,085.13 | 4,539.81 | 4,712.95 |
| 短期借款 | 184.39 | 113.86 | 322.54 | 152.64 | 189.95 |
| 应付票据及应付账款 | 655.25 | 664.59 | 566.15 | 1,042.07 | 890.78 |
| 其他 | 185.65 | 363.20 | 230.37 | 323.36 | 331.89 |
| 流动负债合计 | 1,025.29 | 1,141.65 | 1,119.07 | 1,518.06 | 1,412.62 |
| 长期借款 | 122.31 | 437.53 | 444.32 | 285.00 | 305.12 |
| 应付债券 | 0.00 | 559.30 | 559.30 | 559.30 | 559.30 |
| 其他 | 81.05 | 133.01 | 85.77 | 99.94 | 106.24 |
| 非流动负债合计 | 203.36 | 1,129.83 | 1,089.39 | 944.24 | 970.65 |
| 负债合计 | 1,235.23 | 2,276.35 | 2,208.46 | 2,462.30 | 2,383.27 |
| 少数股东权益 | 167.47 | 149.72 | 149.72 | 149.72 | 149.72 |
| 股本 | 120.00 | 192.00 | 192.00 | 192.00 | 192.00 |
| 资本公积 | 976.48 | 904.48 | 904.48 | 904.48 | 904.48 |
| 留存收益 | 416.85 | 426.21 | 576.39 | 758.98 | 986.10 |
| 其他 | (2.78) | 165.72 | 54.08 | 72.34 | 97.38 |
| 股东权益合计 | 1,678.02 | 1,838.12 | 1,876.67 | 2,077.51 | 2,329.68 |
| 负债和股东权益总计 | 2,913.25 | 4,114.47 | 4,085.13 | 4,539.81 | 4,712.95 |

| 现金流量表(百万元) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|-----------------|-----------------|----------------|-----------------|----------------|
| 净利润 | 175.64 | 27.14 | 150.19 | 182.58 | 227.13 |
| 折旧摊销 | 106.23 | 151.87 | 162.09 | 166.59 | 171.09 |
| 财务费用 | 12.64 | 14.99 | 11.29 | 6.16 | (2.04) |
| 投资损失 | (7.32) | (0.24) | (2.35) | (3.14) | (1.75) |
| 营运资金变动 | 335.75 | (90.43) | (93.86) | 286.49 | (237.29) |
| 其它 | 30.70 | 42.92 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 经营活动现金流 | 653.65 | 146.25 | 227.36 | 638.68 | 157.14 |
| 资本支出 | 817.78 | 763.43 | 137.24 | 75.83 | 83.70 |
| 长期投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (1,304.15) | (1,543.14) | (224.88) | (162.69) | (171.96) |
| 投资活动现金流 | (486.37) | (779.71) | (87.65) | (86.86) | (88.25) |
| 债权融资 | (26.74) | 902.84 | 145.61 | (330.22) | 75.55 |
| 股权融资 | (38.49) | 130.10 | (111.64) | 18.26 | 25.04 |
| 其他 | (308.82) | (92.84) | 0.00 | (0.00) | 0.00 |
| 筹资活动现金流 | (374.05) | 940.10 | 33.97 | (311.96) | 100.59 |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | (206.77) | 306.65 | 173.68 | 239.86 | 169.48 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入 | 1,976.02 | 1,721.16 | 2,240.61 | 2,720.32 | 3,059.28 |
| 营业成本 | 1,536.56 | 1,390.14 | 1,778.37 | 2,163.75 | 2,431.51 |
| 营业税金及附加 | 8.04 | 12.21 | 11.20 | 13.87 | 14.68 |
| 销售费用 | 98.14 | 92.50 | 99.93 | 120.78 | 131.55 |
| 管理费用 | 92.65 | 109.74 | 104.64 | 126.50 | 141.03 |
| 研发费用 | 63.57 | 56.49 | 71.70 | 87.05 | 91.78 |
| 财务费用 | (16.50) | 2.80 | 11.29 | 6.16 | (2.04) |
| 资产/信用减值损失 | (18.82) | (54.93) | (11.03) | (11.66) | (8.96) |
| 公允价值变动收益 | (0.09) | 0.09 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 7.32 | (0.25) | 2.35 | 3.14 | 1.75 |
| 其他 | 17.38 | 90.96 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 187.77 | 21.42 | 154.79 | 193.69 | 243.54 |
| 营业外收入 | 6.51 | 12.18 | 13.41 | 10.70 | 12.09 |
| 营业外支出 | 1.84 | 3.02 | 1.73 | 2.20 | 2.32 |
| 利润总额 | 192.44 | 30.58 | 166.47 | 202.19 | 253.32 |
| 所得税 | 16.81 | 3.44 | 16.28 | 19.61 | 26.19 |
| 净利润 | 175.64 | 27.14 | 150.19 | 182.58 | 227.13 |
| 少数股东损益 | (3.58) | (18.22) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 归属于母公司净利润 | 179.22 | 45.36 | 150.19 | 182.58 | 227.13 |
| 每股收益(元) | 0.93 | 0.24 | 0.78 | 0.95 | 1.18 |

| 主要财务比率 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 60.08% | -12.90% | 30.18% | 21.41% | 12.46% |
| 营业利润 | 227.55% | -88.59% | 622.62% | 25.13% | 25.74% |
| 归属于母公司净利润 | 151.72% | -74.69% | 231.14% | 21.57% | 24.40% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 22.24% | 19.23% | 20.63% | 20.46% | 20.52% |
| 净利率 | 9.07% | 2.64% | 6.70% | 6.71% | 7.42% |
| ROE | 11.86% | 2.69% | 8.70% | 9.47% | 10.42% |
| ROIC | 19.64% | 1.95% | 8.01% | 9.01% | 13.24% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 42.40% | 55.33% | 54.06% | 54.24% | 50.57% |
| 净负债率 | -25.95% | 15.14% | 13.93% | -14.56% | -17.10% |
| 流动比率 | 1.33 | 1.56 | 1.73 | 1.62 | 1.92 |
| 速动比率 | 1.04 | 1.21 | 1.31 | 1.27 | 1.46 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 9.64 | 5.76 | 7.50 | 7.30 | 6.76 |
| 存货周转率 | 6.29 | 4.92 | 5.13 | 5.37 | 5.16 |
| 总资产周转率 | 0.79 | 0.49 | 0.55 | 0.63 | 0.66 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.93 | 0.24 | 0.78 | 0.95 | 1.18 |
| 每股经营现金流 | 3.40 | 0.76 | 1.18 | 3.33 | 0.82 |
| 每股净资产 | 7.87 | 8.79 | 8.99 | 10.04 | 11.35 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 14.66 | 57.91 | 17.49 | 14.39 | 11.56 |
| 市净率 | 1.74 | 1.56 | 1.52 | 1.36 | 1.20 |
| EV/EBITDA | 10.41 | 11.66 | 8.44 | 6.12 | 5.27 |
| EV/EBIT | 13.97 | 21.00 | 15.98 | 10.87 | 8.85 |

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 海口 | 上海 | 深圳 |
|-----------------------|--|--------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100088 | 邮编：570102 | 邮编：200086 | 邮编：518000 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(0898)-65365390 | 电话：(8621)-65055515 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 传真：(8621)-61069806 | 传真：(86755)-82571995 |
| | | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |