

# 领跑塑料制品赛道，双轮驱动加速成长

## ——家联科技首次覆盖报告



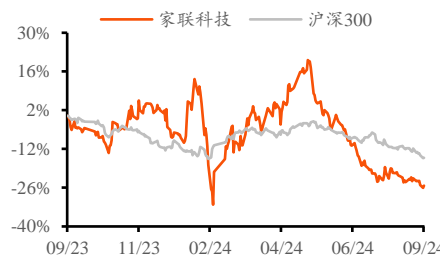
### 买入(首次)

行业：基础化工  
日期：2024年09月11日  
分析师：赵飞  
E-mail：zhaofei@yongxingsec.com  
SAC编号：S1760524040002

#### 基本数据

09月10日收盘价(元) 13.37  
12mthA 股价格区间(元) 11.80-22.00  
总股本(百万股) 192.00  
无限售A股/总股本 50.13%  
流通市值(亿元) 12.87

#### 最近一年股票与沪深300比较



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

#### 相关报告：

#### 核心观点

塑料餐饮行业领军者，多产品布局助力成长。公司深耕行业多年，在全球塑料餐饮具制造行业保持领先地位，主要客户包括 Amazon、IKEA 等国内外巨头。同时，公司是国内领先的大体量、全品类生产企业，致力于为全球客户提供多品类、一站式的采购服务。进入 2024 年以后，公司业绩企稳反弹，其中 24H1 归母净利润同比增长约 37% 达到 0.62 亿元，未来业绩提升空间较大。

塑料制品行业有望出清，生物降解制品需求向好。塑料制品大多数企业规模较小，随着环保趋严和贸易摩擦的常态化，落后的中小产能有望逐步退出，行业集中度有望持续提高。同时，在全球“禁限塑”政策趋严背景下，预计到 2030 年，全球生物降解塑料的市场规模将增长 3 倍，具备领先技术和优质客户的头部企业有望受益。

技术叠加渠道优势，助力公司规模扩张。公司重视研发驱动，在生产自动化、全降解材料等领域均有突破，其中 2018-2021 年，公司餐饮具新产品种类从 703 种增加到 1156 种，助力公司业务多元化发展。同时，公司规模优势突出，2019-2023 年，公司产能 CAGR 高达 20% 左右，在此基础上，公司一方面加快泰国等新项目投放，另一方面收购浙江家得宝等国内外公司，进一步扩大规模优势。

深度绑定优质客户，内外销增长可期。公司对于生物降解材料及制品产业链的覆盖较长，可以快速响应客户需求，形成了较强的客户与品牌优势。其中内销方面，2019-2023 年，国内业务营收 CAGR 高达 61% 左右，推动国内营收占比从 2019 年的 20% 提升到 2023 年的 42%。未来随着餐饮、茶饮品牌加速扩张以及公司产品品类的完善，公司国内业务有望保持较高增速；外销方面，通过扩大可降解产品品类以及加快海外基地和渠道建设，营收增长空间较大。

#### 盈利预测与投资建议

我们认为在全球“禁限塑”政策趋严的背景下，生物可降解制品等需求空间较大。作为行业领先企业，公司诸多规划项目将进入产能释放期，规模和品类优势有望扩大。同时，公司深度绑定全球优质客户，内销和外销增长势头强劲，未来增长空间较大。我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 1.75、2.13、2.63 亿元，对应的 PE 分别为 15 倍、12 倍、10 倍（对应 9 月 10 日收盘价），首次覆盖给予“买入”评级。

#### 风险提示

原料价格波动风险、贸易政策风险、汇率风险等。

#### 盈利预测与估值

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,721	2,241	2,711	3,172
年增长率 (%)	-12.9%	30.2%	21.0%	17.0%
归属于母公司的净利润	45	175	213	263
年增长率 (%)	-74.7%	286.3%	21.5%	23.4%
每股收益 (元)	0.24	0.91	1.11	1.37
市盈率 (X)	71.89	14.65	12.06	9.78
净资产收益率 (%)	2.7%	9.5%	10.3%	11.3%

资料来源: Wind, 甬兴证券研究所 (2024 年 09 月 10 日收盘价)

## 正文目录

1. 塑料餐饮行业领军者，多产品布局助力成长	4
1.1. 行业领先的高端塑料制品企业	4
1.2. 公司业务范围持续拓展	5
1.3. 公司业绩有望迎来拐点	5
2. 塑料制品行业有望出清，生物降解制品需求向好	7
2.1. 塑料制品集中度有望提升	7
2.2. 生物降解制品需求有望长期向好	8
3. 技术叠加渠道优势，国内外拓展增长可期	10
3.1. 技术厚积薄发，助力产品多元布局	10
3.2. 收购与扩能并举，规模优势凸显	12
3.3. 深度绑定优质客户，内外销增长可期	13
4. 盈利预测与投资评级	15
4.1. 盈利预测	15
4.2. 风险提示	16

## 图目录

图 1: 公司主要发展历程	4
图 2: 公司股权结构（截至 2024/4/23）	5
图 3: 公司营收及同比增速	6
图 4: 公司归母净利润及同比增速	6
图 5: 公司不同板块营收贡献（2019）	6
图 6: 公司不同板块营收贡献（2023）	6
图 7: 不同板块毛利率（%）	7
图 8: 可比公司毛利率（%）	7
图 9: 全球塑料生产份额（2021）	7
图 10: 国内塑料制品产量变化	7
图 11: 全球生物降解塑料产能展望	9
图 12: 国内 PBAT 价格变化（元/吨）	9
图 13: 可比公司研发占比	11
图 14: 可比公司专利对比（个，2023）	11
图 15: 公司自动化产线	12
图 16: 公司餐饮具新产品种类及新产品销售额占比	12
图 17: 公司全球主要布局	12
图 18: 公司产能变化情况（万吨）	12
图 19: 公司国内部分重点客户	14
图 20: 公司国外部分重点客户	14
图 21: 公司国内外营收占比变化	14
图 22: 公司主要客户情况（2022）	14
图 23: 公司国内业务营收及增速	15
图 24: 国内现制饮品市场以终端零售额计的市场规模	15

## 表目录

表 1: 欧美部分国家和组织的相关限塑政策	10
表 2: 公司主要板块盈利预测	16

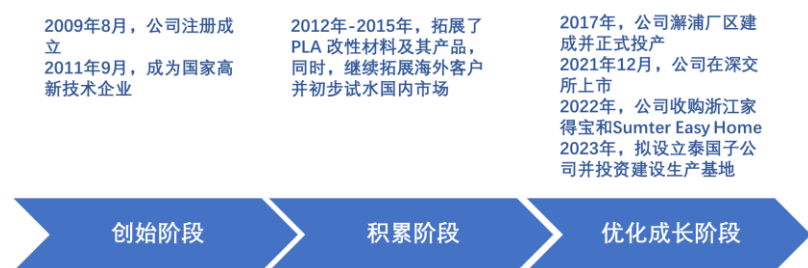
## 1. 塑料餐饮行业领军者，多产品布局助力成长

### 1.1. 行业领先的高端塑料制品企业

公司为全球塑料餐饮具制造行业的领先企业。公司总部位于浙江宁波，主要从事塑料制品、生物全降解材料及制品以及植物纤维制品的研发、生产与销售。公司成立于2009年8月，2011年被评为国家高新技术企业，2021年12月，公司在深交所上市。经过多年的发展，公司成为国内生物基全降解日用塑料制品单项冠军产品的生产企业，并且在全球塑料餐饮具制造行业保持领先地位，主要客户包括 Amazon（亚马逊）、IKEA（宜家）、Walmart（沃尔玛）等国内外知名企业。近几年，公司荣获中国轻工业塑料行业（塑料家居）十强企业、中国轻工业塑料行业（降解塑料）十强企业、中国轻工业联合会颁发的科学技术进步奖（一等奖）等多项重大荣誉。

公司持续拓展产品和客户，致力于为全球客户提供多品类、一站式的采购服务。其中2009-2012年是创始阶段，公司大力丰富产品线，开拓了注塑类（刀叉勺等）、吸塑类（杯碗盘等）、吸管等各类产品。同时，积极开拓海外市场，与英国第一大超市 Tesco、美国 Jarden、Walmart、Target、Costco 等知名客户达成合作；2012-2015年是积累阶段，公司业务快速发展，开始建设漭浦新厂区，产品方面，拓展了 PLA 改性材料及其产品（餐饮具系列），客户方面，拓展了澳大利亚第一大连锁超市 Woolworths、英国商超 Morrisons 等海外客户，并且初步试水国内市场；2016年至今是优化成长阶段，公司加快在泰国、美国、宁波、广西等国内外生产基地的布局，产品方面，公司加大对生物降解材料的改性研究与相关产品的研制，客户方面，通过与宜家开展合作进入家居用品市场，并且开发了 Sams Club、KFC、必胜客、星巴克、蜜雪冰城、盒马鲜生等国内外餐饮连锁客户。

图1:公司主要发展历程

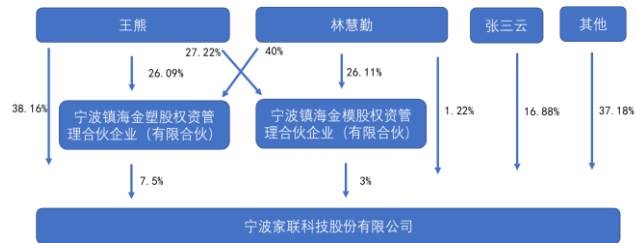


资料来源：公司官网，公司公告，甬兴证券研究所

公司股权结构集中，实际控制人为王熊、林慧勤。根据公司2023年年报，公司实际控制人为王熊、林慧勤，直接持有公司38.16%、1.22%的份额，同时分别持有镇海金塑26.09%、40%的份额，分别持有镇海金模27.22%、

26.11%的份额，实际控制人合计控制公司 45.94%的股份。

图2:公司股权结构（截至 2024/4/23）



资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

## 1.2. 公司业务范围持续拓展

公司主要产品分为塑料制品、生物全降解制品、植物纤维制品、纸制品等。具体来看：

1) 塑料制品，是指采用塑料为主要原材料，经挤出、注塑、吹塑、压延、层压等生产工艺制成的产品。公司相关产品包括一次性塑料刀叉、一次性塑料杯和盘子、一次性塑料吸管、一次性料食品容器等。公司是全球塑料餐饮具制造行业的领先企业，根据公司公告，截至 2023 年底，公司塑料制品设计产能约 12.32 万吨。

2) 生物全降解制品，是指在一定温度和湿度条件下，通过自然环境中的微生物即可转化成天然物质的塑料，包括 PLA、PBS、PBAT 等。公司相关产品包括生物降解膜袋产品、生物降解吸管、生物降解餐具等。作为国内生物基全降解日用塑料制品单项冠军产品的生产企业，公司兼备生物降解材料的改性、产品制造及模具制造能力。根据公司公告，截至 2023 年底，公司生物全降解材料制品设计产能约 0.99 万吨。

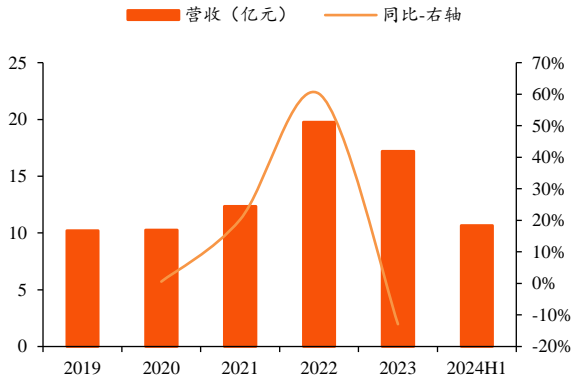
3) 植物纤维制品，主要原料为蔗渣浆、木浆、竹浆等纸浆，公司相关产品包括纸吸管、纸杯、纸盘、纸餐具等。公司通过收购浙江家得宝切入植物纤维制品领域，进一步完善公司产业布局。

## 1.3. 公司业绩有望迎来拐点

除了 2023 年以外，公司营收整体保持增长态势，但是利润波动较大。根据公司公告，营收方面，2019-2023 年营收 CAGR 达到约 14%，归母净利润方面，2021 和 2023 年下滑较为明显，其中 2021 年同比下滑约 38%，主要是大宗原材料价格大涨导致毛利率下降，同时，全球运力紧张、疫情等因素也影响了业绩表现。2023 年，公司归母净利润同比下滑约 75%，主要是海外市场需求减弱叠加下游渠道去库存，公司外销收入大幅减少，产能利用

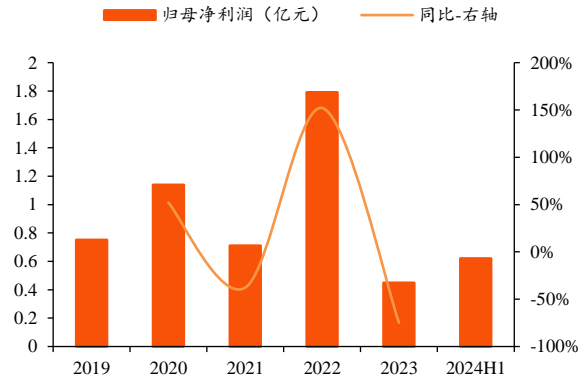
率下降导致单位产品摊销的制造费用增加,2023年毛利率同比下降,同时,由于收购的浙江家得宝等经营状况不如预期,导致商誉减值损失约0.43亿元。进入2024年以后,公司业绩企稳反弹,其中24H1归母净利润同比增长约37%达到0.62亿元,业绩未来提升空间较大。

图3:公司营收及同比增速



资料来源: Wind, 公司公告, 甬兴证券研究所

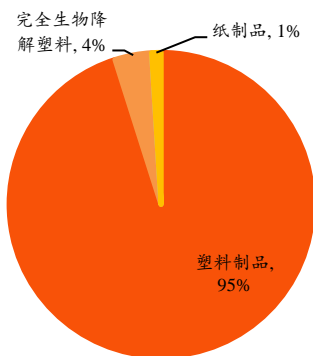
图4:公司归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 公司公告, 甬兴证券研究所

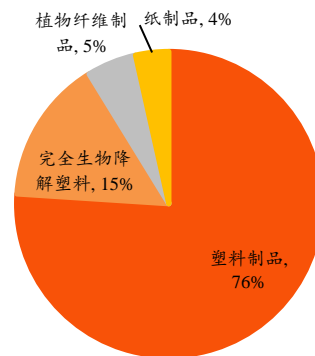
从营收贡献来看,公司业务多元化发展成果显著。根据公司公告,2019-2023年,塑料制品对公司的营收贡献从约95%下滑到约76%,与此同时,完全生物降解塑料营收占比从约4%提升到约15%,植物纤维制品与纸制品占比也有所提升。随着宁波岚山工厂、杉腾亿宏、广西绿联、东莞怡联以及泰国家享等项目的投资建设,公司的降解环保产品的比例有望进一步提升,对于营收的贡献有望持续加大。

图5:公司不同板块营收贡献 (2019)



资料来源: Wind, 公司公告, 甬兴证券研究所

图6:公司不同板块营收贡献 (2023)



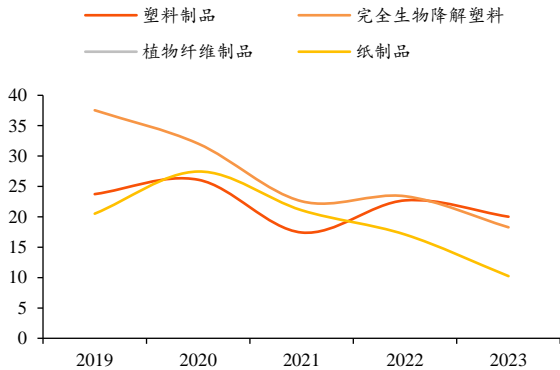
资料来源: Wind, 公司公告, 甬兴证券研究所

从毛利率来看,除了2023年,公司完全生物降解塑料的毛利率相对较高。近几年来看,2021和2023年公司毛利率下降较为明显,其中2021年主要是原料价格上涨、全球运力紧张费用增加等导致成本相应上涨。2023年主要是受产能利用率下降等因素影响,公司综合毛利率下降。分产品来看,



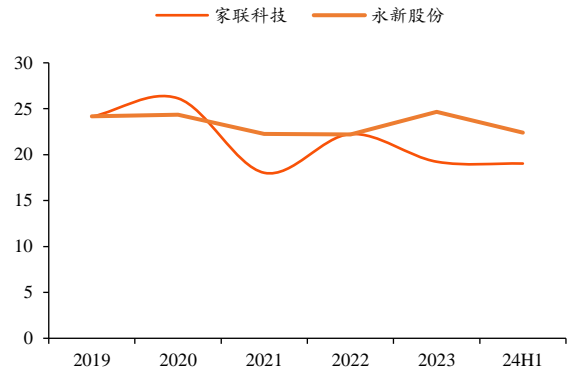
除了2023年，完全生物降解塑料的毛利率相对较高，主要是生物全降解制品属于新兴产品，行业竞争尚不充分，产品毛利率相对传统塑料产品较高。

图7:不同板块毛利率 (%)



资料来源: Wind, 公司公告, 甬兴证券研究所

图8:可比公司毛利率 (%)



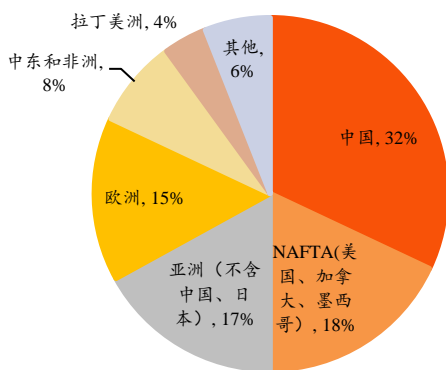
资料来源: Wind, 各公司公告, 甬兴证券研究所

## 2. 塑料制品行业有望出清，生物降解制品需求向好

### 2.1. 塑料制品集中度有望提升

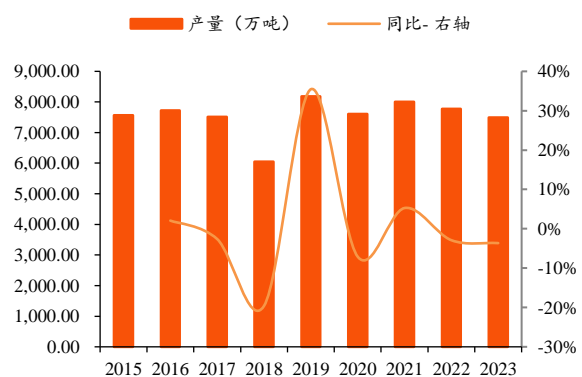
国内塑料制品企业众多，但是行业集中度偏低。根据富岭股份公告引用的欧洲塑料生产协会的数据，我国是第一大塑料生产国，占比高达32%（2021年），远高于NAFTA（包括美国、加拿大、墨西哥）、欧洲等。根据国家统计局数据，2020-2023年，国内塑料制品产量CAGR约为-0.5%，其中2023年，国内塑料制品行业产量7488.5万吨，同比下滑约4%，产量呈现缓慢下滑态势。从企业规模来看，根据公司公告，2021年，全国塑料制品行业规模以上企业数量约1.8万家，但是大多数企业规模较小，家庭作坊式的企业仍普遍存在，并且由于缺乏资金投入，生产设备普遍较为落后陈旧，产品同质化情况严重。我们认为，随着客户要求的提升、环保法规的趋严和贸易摩擦的常态化，落后的中小产能有望逐步退出，行业集中度有望提升。

图9:全球塑料生产份额 (2021)



资料来源: 富岭股份公告, 欧洲塑料生产协会, 甬兴证券研究所

图10:国内塑料制品产量变化



资料来源: Wind, 国家统计局, 甬兴证券研究所

**行业结构面临优化升级，缺乏技术和资金实力的企业或被淘汰。**随着人们生活水平的提高，消费者对于塑料制品的设计、品质、环保性能等方面的要求也将随之提升。这就需要厂商持续优化与升级生产设备、研发与改进模具，以更优秀的产品质量与生产效率、更强的定制化能力满足客户需求，提升产品竞争力。然而，先进的生产设备需要大量的资金投入，且维护较为困难，对企业的技术和资金能力要求较高。以注塑机为例，目前国内中小厂商普遍采用传统液压注塑机，能耗高，噪音大，且注射速度较慢、可控精度较低，而业内领先厂商则多使用全电动注塑机，能生产出精密度、外观、质感更好的产品，但是其价格数倍于传统的液压注塑机。在劳动力成本上升、产品标准监管严格的背景下，产能落后的中小型企业激烈的竞争中或被市场淘汰。

**贸易摩擦呈现出常态化特征，中小企业经营压力增大。**随着国际贸易保护主义抬头，贸易摩擦呈现出常态化特征，出口型企业产品出口难度和风险加大。根据富岭股份公告，从2018年6月开始，美国对部分中国输美商品加征了25%的关税，包括塑料吸管、杯盖和纸杯等产品也在加征关税范围内，而行业头部公司可以通过收购或者在海外投资建设生产基地，积极布局海外产能，可以提升公司整体的抗风险能力。比如富岭股份在美国、墨西哥和印度尼西亚等地区均有产能布局，已经将大部分塑料吸管产能转移至海外生产基地，从而降低贸易摩擦对公司的影响。而中小企业抗风险能力相对较弱，在贸易摩擦呈现出常态化特征的背景下，经营压力或增大。

**禁塑政策持续推动，行业资源有望进一步整合。**在双碳背景下，全球已有60多个国家颁布对一次性塑料实施禁令或征税政策。我国也发布了一系列“禁塑、限塑”政策，其中早在2007年，国务院办公厅就发布了《关于限制生产销售使用塑料购物袋的通知》；2020年，《关于进一步加强塑料污染治理的意见》《关于扎实推进塑料污染治理工作的通知》等政策发布，明确了禁塑时间表；2021年，国家发改委、生态环境部联合发布了《关于印发“十四五”塑料污染治理行动方案的通知》，要求聚焦重点环节、重点领域、重点区域，积极推动塑料生产和使用源头减量、科学稳妥推广塑料替代产品。随着环保政策趋紧，将倒逼行业内企业加快环境友好型塑料的研发进程，未来行业内资源将进一步整合，行业集中度有望提高。

## 2.2. 生物降解制品需求有望长期向好

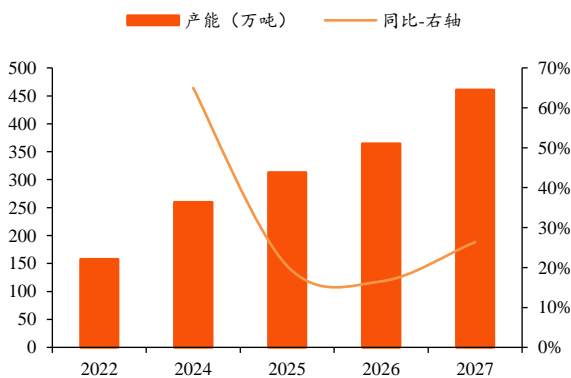
**相比传统塑料制品，生物可降解塑料更加环保。**生物可降解塑料可以在一定温度和湿度条件下，通过自然环境中的微生物即可转化成天然物质的塑料。根据公司公告，按照原料不同，生物可降解塑料可以细分为生物基和石油基，其中生物基可降解塑料主要包括PLA（聚乳酸）、PHA（聚羟基烷酸酯）和PGA（聚乙醇酸）等；石油基可降解塑料主要包括PBS（聚丁



二酸丁二醇酯)、PBAT(己二酸-对苯二甲酸-丁二醇共聚酯)以及PCL(聚己内酯)等。其中PLA、PBS和PBAT具有较好的耐热性和力学强度,广泛用于食品、餐饮包装领域。

**技术进步叠加成本下滑,生物可降解塑料竞争力持续提升。**生物降解材料的制备涉及共混、聚合等多种不同工艺流程,各技术参数的不同将直接影响最终成品的功能指标和可降解性。随着行业内厂商持续优化生物降解塑料的理化性能,并缩减其制备成本,叠加行业产能持续释放,近两年PLA、PBAT等生物可降解塑料价格明显下移。技术方面,以PLA为例,2019年以前,国内未能攻克关键中间体技术,且无终端消费市场,企业主要承担聚乳酸制品加工环节。随着国内企业陆续打通聚乳酸全产业链,有望逐步实现进口替代。产能方面,根据金丹科技公告引用的欧洲生物塑料协会等数据,全球生物降解塑料产能2022年约为86.4万吨,预计2028年达到约460.5万吨,CAGR高达32%左右。价格方面,根据Wind数据,截至2024年7月19号,华东PLA(FY602挤出级/吸塑级)主流价格约为1.9万元/吨,相比2022年同期下滑超过20%,华东PBAT主流价格约为1.1万元/吨,相比2022年同期下滑接近40%,而PE等传统塑料价格仍然维持在0.8万元/吨附近,传统塑料价格相比生物降解塑料的优势明显削弱,社会对于可降解塑料的接受度有望提高。

图11:全球生物降解塑料产能展望



资料来源:金丹科技公告,甬兴证券研究所

图12:国内PBAT价格变化(元/吨)



资料来源:Wind,隆众资讯,甬兴证券研究所

**国内外环保政策趋紧,生物可降解塑料需求长期向好。**全球多个国家发布了不同程度的“禁限塑”政策,或推动生物可降解制品需求量持续增长。其中国外方面,欧盟2021年7月开始禁用塑料餐具、塑料吸管、打包盒、塑料袋等,2022年6月明确将生物塑料列为“绿色投资”等;国内方面,2016年9月,工业和信息化部发布的《石化和化学工业发展规划(2016-2020年)》要求加强可降解塑料等绿色产品的开发和推广应用;2020年1月,《关于进一步加强塑料污染治理的意见》出台;2022年5月,国家发改委发布的《“十四五”生物经济规划》要求推广应用生物可降解材料制品,推动降低生产成本和提升产品性能,积极开拓生物材料制品市场。未来,随着

国内外环保政策的持续推动，以及各国对生物降解塑料相关技术研发的鼓励，可降解塑料制品有望在更多的下游领域实现渗透，增长空间巨大。根据公司公告引用的 Statista 数据,2022 年全球生物降解塑料市场价值为 52.8 亿美元，预计到 2030 年市场规模将增长三倍，未来具备领先技术和优质客户的头部企业有望受益。

**表1:欧美部分国家和组织的相关限塑政策**

国家/地区	时间	主要内容
美国	2022 年 6 月	在超过 4.8 亿英亩的公共土地、25 亿英亩的外大陆架沿海水域和 7.5 亿英亩的国家海洋保护区（占该国土地和水域的 20%）实施变革，减少一次性塑料产品和包装的购买、销售和分销，到 2032 年逐步淘汰
	2022 年 12 月 20 日起	禁止生产一次性购物袋、餐具、餐饮容器、环形便携包装、搅拌棒及大部分吸管。
加拿大	2022 年底起	正式禁止公司进口或生产塑料袋和外卖盒；
	2023 年底起	境内将不再销售这些塑料产品；
欧盟	到 2025 年底	不仅不生产、不进口，加拿大这些塑料制品全部不能出口到其他地方
	2020 年 4 月	禁用塑料吸管，2021 年元旦起禁用塑料袋
	2022 年 12 月	建立欧盟碳边境调整机制，以应对气候变化和防止碳泄漏，使在欧盟排放交易体系下的欧盟产品支付的碳价格与进口商品的碳价格相等
	2022 年 6 月	明确将生物塑料列为“绿色投资”，明确支持全部或部分来自可再生原料的塑料
法国	2021 年 7 月	开始禁用包括：清洁耳棉拭子、塑料餐具（盘子、叉子、刀、勺子、筷子等）、塑料吸管、塑料搅拌棒、塑料气球杆、咖啡匙、气球棍子、打包盒、杯子、杯盖、塑料袋等
	2021 年 7 月	逐步禁用：尚未有非塑料材质可代替品的用品，例如茶杯、水杯、食品容器、塑料涂层纸杯等将被禁止生产销售
德国	2022 年 1 月 1 日起	禁止水果和蔬菜使用塑料包装，但也有部分果蔬在未来几年获得豁免
	2020 年 1 月	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
英格兰	2022 年 1 月 1 日起	禁止水果和蔬菜使用塑料包装，但也有部分果蔬在未来几年获得豁免
	2022 年 12 月	逐步淘汰包括餐具和盘子在内的一次性塑料物品，用可生物降解的替代品取代之

资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

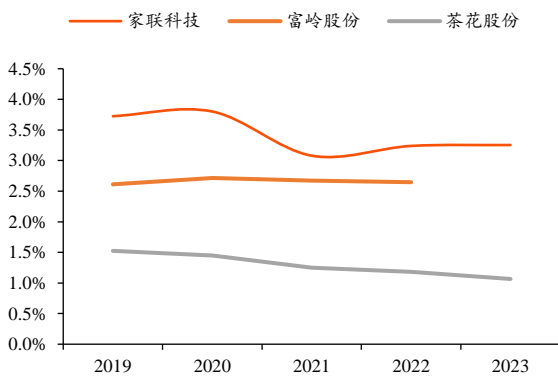
### 3. 技术叠加渠道优势，国内外拓展增长可期

#### 3.1. 技术厚积薄发，助力产品多元布局

随着人们生活水平的提高，环保政策的趋严以及环保意识的提升，消费者对于塑料制品的设计、品质、环保性能等方面的要求有所提升，塑料制品行业面临着新技术新材料的挑战和机遇。而日用塑料制品行业技术的提升主要体现在设备、模具精密程度的增强；生产自动化、数字化、智能化水平的提升；生物降解塑料制备、改性技术水平的改进等方面。未来，在劳动力成本上升、产品标准监管严格的背景下，产能落后的中小型企业激烈的竞争中或被市场逐步淘汰，拥有先进产能、持续提升技术优势的企业有望脱颖而出。

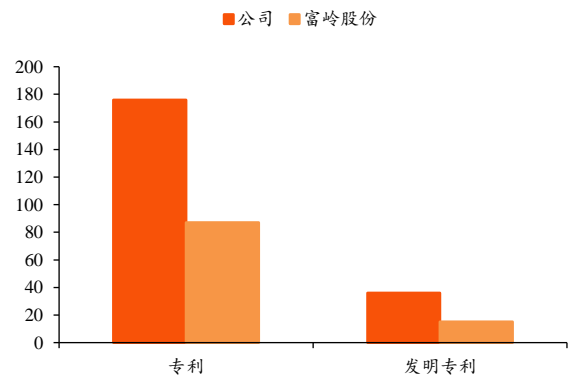
公司重视研发投入，技术储备雄厚。从研发占比来看，根据公司公告，2019年以来，公司研发占比均在3%以上，其中2023年研发占比达到3.3%，高于茶花股份、富岭股份等可比公司。截至2023年底，公司及子公司拥有170余项国家及国际专利技术，其中发明专利36项（其中境外专利4项），实用新型专利59项，并且主持和参与了20余项国际、国家标准和行业标准的制订。近几年荣获中国轻工业塑料行业（塑料家居）十强企业、中国轻工业塑料行业（降解塑料）十强企业、中国塑料加工业优秀科技创新企业、中国轻工业联合会颁发的科学技术进步奖（一等奖）、国家“优秀企业文化成果”一等奖等多项国家级、省部级重大荣誉。

图13:可比公司研发占比



资料来源: Wind, 公司公告, 甬兴证券研究所

图14:可比公司专利对比 (个, 2023)



资料来源: 各公司公告, 甬兴证券研究所

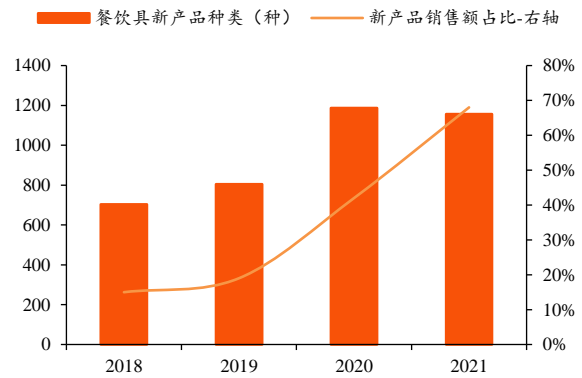
在持续的研发投入下，公司在生产自动化、全降解材料等领域均有突破，助力业务多元化发展。其中在生产自动化方面，行业总体尚属于劳动密集型产业，自动化水平较低。公司通过自主开发或引进自动化、智能化配套设备，实现了制造过程中的生产自动化、关键节点中的监控数字化，一方面可以减少一线生产人员数量，优化公司人员结构，另一方面可以提高生产效率；在生物全降解材料的改性技术方面，公司自主开发并掌握对生物降解材料进行定制化改性的工艺技术和流程，以聚乳酸为基础的生物降解改性材料现已取得多项专利并投入规模化生产，成为全国生物基全降解日用塑料制品的单项冠军产品的生产企业，以及相关国家标准的第一起草单位与主要参与者。同时，公司对于生物降解材料及制品产业链条的覆盖较长，并且不断开发新产品，可以满足不同客户不同品类的生产需求，根据公司公告，2018-2021年，公司餐饮具新产品种类从703种增加到1156种，家居用品新产品种类从17种增加到107种，助力公司业务多元化发展。

图15:公司自动化产线



资料来源:公司公告,甬兴证券研究所

图16:公司餐饮具新产品种类及新产品销售额占比



资料来源:公司公告,甬兴证券研究所

### 3.2. 收购与扩能并举, 规模优势凸显

塑料制品行业存在繁杂的、非标准化的产品型号、原材料、产品零配件规格,规模较小的厂商在生产制造过程中通常难以形成规模化效应。同时,大型客户对于供应商的质量和稳定性要求较高,希望供应商可以提供多品类、一站式的采购服务。因此,规模较大的企业具备较强的竞争力。

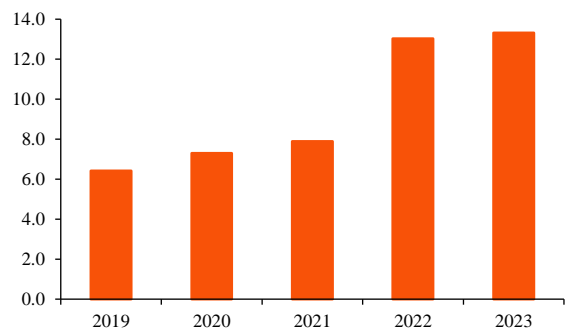
公司是国内领先的大体量、全品类生产企业,产能布局较为完善。根据公司公告,公司在全球拥有9大生产基地,1个海外仓,自有模具工厂、立体仓库与研发中心,拥有十大工艺产线,致力于为客户提供多品类、一站式的采购服务。根据公司公告,2019-2023年,公司产能CAGR高达20%左右,其中2023年,公司主要产品产能约为13.3万吨,其中塑料制品产能约为12.3万吨,生物全降解材料制品产能约为1万吨。根据富岭股份公告,家联科技2022年塑料制品产能的国内市场占有率约为3%。在此基础上,公司通过持续投放新项目和收购进一步扩大规模优势。

图17:公司全球主要布局



资料来源:公司官网,甬兴证券研究所

图18:公司产能变化情况(万吨)



资料来源:公司公告,甬兴证券研究所

规划项目陆续落地,产能规模持续扩大。公司持续推进宁波岚山、广西绿联、东莞怡联以及泰国家享等新增产能的建设,进一步拓展公司业务板块,扩大产能规模。根据公司公告,IPO募投项目中的漉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已于2023年投产,项目新增产能40000

吨，其中生物降解材料制品新增产能为 16000 吨；宁波岚山工厂年产 12 万吨生物降解材料及制品、家居用品项目已于 2024 年 2 月取得宁波市生态局镇海分局下发的环评批复；可转换公司债券募投项目之“年产 10 万吨甘蔗渣可降解环保材料制品项目”位于甘蔗主产区广西来宾市，项目所需的原料可就近取得，在保障原料供应稳定的同时降低了运输成本，有望完善公司在降解产品领域的布局。

**持续收购国内外公司，加快全球化布局。**根据公司公告，2022 年，公司收购浙江家得宝 75%的股权和杉腾亿宏(Sumter Easy Home, LLC) 66.67%的股权，其中浙江家得宝主要产品是以甘蔗渣为原料的纸浆餐具，该收购助力公司更快切入植物纤维制品领域，完善在全降解产品领域的布局；Sumter Easy Home, LLC 公司主要产品为衣架、收纳盒等家居用品，借助其在家居用品领域的业务渠道优势以及美国制造的地理优势，公司可以更好的服务海外客户，争取更多的外贸订单；2023 年，公司拟设立泰国子公司并投资建设生产基地，助力公司拓展国际业务，提升海外市场占有率以及整体的抗风险能力。

### 3.3. 深度绑定优质客户，内外销增长可期

塑料餐饮具、家居用品等终端产品与居民生活健康和人身安全等密切相关，因此，世界许多国家对相关产品制定了严格的质量标准与认证体系。同时，为严格控制产品质量，国际知名餐饮、商超等客户对供应商的生产过程管理、质量体系认证、产品质量、安全环保、技术研发实力等方面均制定了一套严格的甄选标准，同时为了保证产品质量的稳定性和连续性，一般不会轻易更换供应商。而新进入的企业由于缺乏历史业绩和产品质量口碑，短期内又难以达到质量认证标准以及产品质量要求，难以参与中高端市场的竞争。

**公司市场认可度较高，与客户合作长期稳定。**公司兼备生物降解材料的改性、产品制造及模具制造能力，对于生物降解材料及制品产业链条的覆盖较长，可以快速响应客户需求，在国际塑料餐饮具及家居用品行业具有较高的知名度，得到了客户的广泛认可并以此为基础形成了较强的客户与品牌优势。主要客户包括 IKEA（宜家）、Walmart（沃尔玛）、Starbucks（星巴克）、Sams Club（山姆会员店）、Costco（好市多）等在内的国外商超、餐饮巨头，以及国内一线餐饮、茶饮品牌。通过与国际知名客户保持长期稳定的合作关系，保证了公司产品产销规模和持续性。



图19:公司国内部分重点客户



资料来源: 公司官网, 甬兴证券研究所

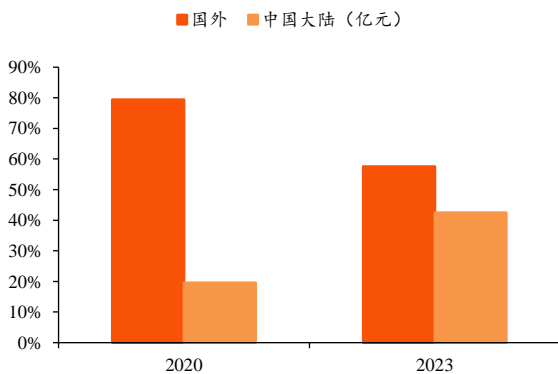
图20:公司国外部分重点客户



资料来源: 公司官网, 甬兴证券研究所

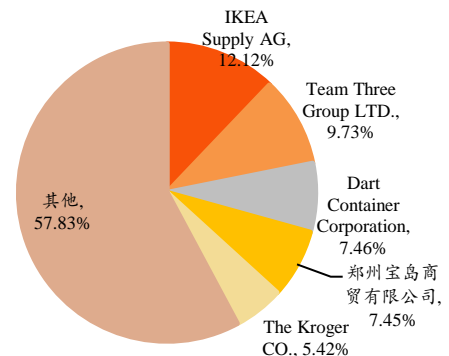
海外市场是公司主要市场，未来增长空间较大。餐饮具和家居用品人均年消费量往往与当地经济发达程度呈正相关，因此，公司成立以来专注于开拓海外市场，根据公司公告，2023年公司海外营收占比约为58%，产品覆盖美国、欧洲、澳大利亚等多个国家和地区。2020-2023年，公司海外营收从8.1亿元增长到9.9亿元。我们认为，通过扩大可降解产品品类以及加快海外基地和渠道建设，公司海外营收增长空间较大。1) 扩大可降解产品品类，满足全球大客户多样化需求。全球范围的“限塑禁塑”政策导致市场对更环保、更安全、高性价比的可降解产品的需求大幅提升，可降解植物纤维制品因采用可再生植物纤维制造而成而广受市场欢迎，国外客户正逐步扩大对植物纤维制品的采购规模。而公司现有植物纤维制品产能相对较小，无法满足大客户的采购需求。随着“年产10万吨甘蔗渣可降解环保材料制品项目”的建成投产，可以较好地满足国际大客户对产能的要求。根据公司公告，公司已与Dart、Eco-Products、TEAM THREE、COSTCO等多家现有客户就植物纤维制品采购进行了多轮沟通，其采购量有望逐步增加。2) 加快海外产能和渠道建设，提升公司海外订单的获取能力。2022年，公司收购美国Sumter Easy Home, LLC公司的股权，进一步提升公司全球资源配置能力，有效补齐公司在全球商业渠道方面的短板。同时，公司拟在泰国投资建设生产基地，进一步完善公司业务布局，助力国际业务开拓。

图21:公司国内外营收占比变化



资料来源: Wind, 公司公告, 甬兴证券研究所

图22:公司主要客户情况 (2022)

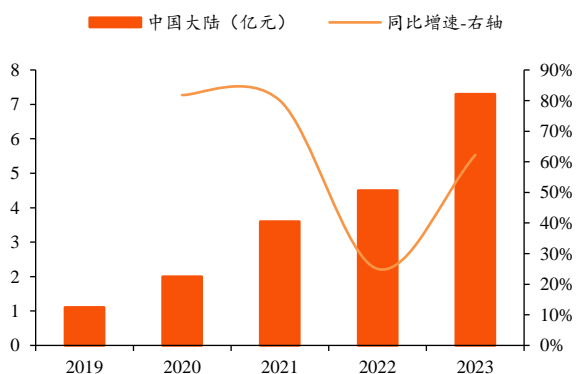


资料来源: 公司公告, 甬兴证券研究所

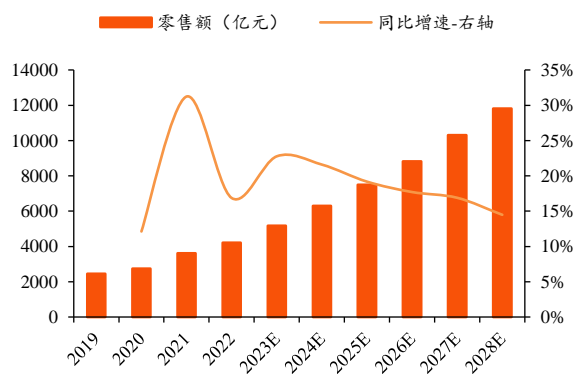


随着餐饮、茶饮品牌加速扩张以及公司产品品类的完善，公司国内业务增长空间较大。受餐饮、茶饮等行业连锁化率提升，以及居民食品安全意识提升等因素影响，头部客户更加青睐与生产能力稳定的供应商合作。而公司作为全球塑料餐饮具制造行业的领先企业，市场认可度较高，利好国内新客户的开拓。根据公司公告，2019-2023年，国内业务营收 CAGR 高达 61% 左右，推动国内营收占比从 2019 年的 20% 提升到 2023 年的 42%。未来随着餐饮、茶饮品牌加速扩张以及公司产品品类的完善，国内业务提升空间较大。

餐饮店方面，作为国内第三产业中的一大支柱，近年来餐饮行业处于稳定上升阶段。根据国家统计局数据，2023 年国内餐饮收入约为 5.29 万亿元，同比增长约 20.5%，其对餐饮具、包装的需求有望持续增长；茶饮店方面，国内现制饮品店在三线及以下城市的覆盖程度较为有限，未来提升空间巨大。根据蜜雪冰城公告，截止到 2022 年底，三线及以下城市的现制饮品店密度仅为每百万人 247 家店，相比一线城市的每百万人 460 家店差距明显。预计 2022-2028 年，按终端零售统计的国内现制饮品市场的规模 CAGR 将高达 19%。而蜜雪冰城作为公司内销的主要客户之一，其 2022 年全球门店数量约为 2.9 万家，同比提升约 45%，有望持续利好公司国内业务的拓展，同时，公司不断扩大产品品类，为客户提供一站式全品类采购服务，努力提升在现有客户的份额，助力公司国内业务保持较高增长。

**图23:公司国内业务营收及增速**


资料来源: Wind, 公司公告, 甬兴证券研究所

**图24:国内现制饮品市场以终端零售额计的市场规模**


资料来源: 蜜雪冰城公告, 甬兴证券研究所

## 4. 盈利预测与投资评级

### 4.1. 盈利预测

塑料制品：随着居民的生活节奏加快和生活水平的提高，快餐、茶饮店等行业快速扩张，对塑料餐饮具等日用塑料制品的需求也在上升。同时，随着“一带一路”政策开辟东南亚等新兴市场，相关产品的出口规模有望提升，预计公司塑料制品营收保持较高增速。预计 2024-2026 年，公司塑料制品收

请务必阅读报告正文后各项声明

入增速分别为 23%/12%/10%。

**生物全降解制品：**随着人们环保意识的觉醒和环保政策的收紧，以及各国对生物降解塑料相关技术研发的鼓励，预计生物降解塑料制品将在需求和政策的双重利好下快速发展。假设 2024-2026 年，公司生物全降解制品收入增速分别为 50%/22%/22%。

**植物纤维制品：**植物纤维制品因对甘蔗渣等农作物秸秆这一类农业废弃物的有效利用，相对于传统塑料制品优势凸显。随着外卖场景的延伸、用户规模的扩大，餐饮市场对于植物纤维制品餐饮具、包装的需求或逐渐增长。假设 2024-2026 年，公司植物纤维制品收入增速分别为 93%/102%/44%。

**表2:公司主要板块盈利预测**

		2023	2024E	2025E	2026E
塑料制品	收入 (百万元)	1301	1600	1787	1970
	增长率	-22%	23%	12%	10%
	毛利率	20%	21%	21%	21%
生物降解	收入 (百万元)	262	393	481	588
	增长率	87%	50%	22%	22%
	毛利率	18%	19%	19%	20%
植物纤维	收入 (百万元)	94	181	367	528
	增长率		93%	102%	44%
	毛利率	17%	17%	18%	18%
纸制品及其他	收入 (百万元)	64	67	76	86
	增长率	-64%	4%	14%	13%
	毛利率	10%	11%	11%	12%
合计	收入 (百万元)	1721	2241	2711	3172
	增长率	-13%	30%	21%	17%
	毛利率	19%	20%	20%	20%

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

我们认为在全球“禁限塑”政策趋严的背景下，生物可降解制品等需求空间较大。作为行业领先企业，公司诸多规划项目将进入产能释放期，规模和品类优势有望扩大。同时，公司深度绑定全球优质客户，内销和外销增长势头强劲，未来增长空间较大。我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 1.75、2.13、2.63 亿元，对应的 PE 分别为 15 倍、12 倍、10 倍（对应 9 月 10 日收盘价），首次覆盖给予“买入”评级。

## 4.2. 风险提示

**原料价格波动风险。**公司生产的塑料制品等产品主要使用塑胶原材料。主要原材料价格变动是导致公司产品成本变动的主要因素之一，塑胶原材料的价格受国际原油价格影响，整体呈现正相关。若未来原材料价格持续大幅上涨，而公司未能及时向客户转嫁原材料成本持续增加的压力，将可能存在产品毛利率下降、业绩下滑的风险。

**贸易政策风险。**美国为公司最主要的海外销售市场，若今后中美贸易摩擦升级，美国继续扩大加征关税产品的范围，有可能会涉及公司对美出口其他产品，客户有可能要求公司适度降价以转嫁成本，将会导致公司来自海外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。

**汇率风险。**随着人民币汇率市场化改革的不断深入，未来，全球经济环境、中美经贸关系以及货币政策等因素将综合影响人民币汇率，其波动幅度存在较大不确定性。公司部分原材料从境外采购，产品主要销往美国、欧洲、澳洲等海外市场。产品境外销售合同、部分原材料采购合同主要以美元计价结算。人民币价值的波动将影响公司主要原材料的采购成本和产品的价格竞争力。同时，汇率波动产生的汇兑损益将直接影响公司经营成果。

资产负债表						现金流量表					
单位：百万元						单位：百万元					
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>1,372</b>	<b>1,784</b>	<b>1,903</b>	<b>2,403</b>	<b>2,507</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>654</b>	<b>146</b>	<b>442</b>	<b>837</b>	<b>453</b>
货币资金	755	947	854	1,114	984	净利润	176	27	146	184	234
应收及预付	294	350	435	526	616	折旧摊销	110	161	222	273	325
存货	302	398	499	603	704	营运资金变动	343	-107	66	363	-131
其他流动资产	21	90	115	159	202	其它	25	64	8	18	24
<b>非流动资产</b>	<b>1,541</b>	<b>2,331</b>	<b>2,761</b>	<b>3,221</b>	<b>3,628</b>	<b>投资活动现金流</b>	<b>-486</b>	<b>-780</b>	<b>-638</b>	<b>-720</b>	<b>-720</b>
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本支出	-422	-739	-717	-716	-716
固定资产	903	1,398	1,785	2,154	2,493	投资变动	-73	-41	0	0	0
在建工程	94	341	449	524	577	其他	9	0	79	-3	-3
无形资产	264	250	242	234	226	<b>筹资活动现金流</b>	<b>-374</b>	<b>940</b>	<b>100</b>	<b>143</b>	<b>137</b>
其他长期资产	279	341	285	308	332	银行借款	-16	245	170	170	170
<b>资产总计</b>	<b>2,913</b>	<b>4,114</b>	<b>4,664</b>	<b>5,623</b>	<b>6,135</b>	股权融资	0	0	-17	1	1
<b>流动负债</b>	<b>1,032</b>	<b>1,147</b>	<b>1,362</b>	<b>1,933</b>	<b>2,007</b>	其他	-358	695	-53	-28	-34
短期借款	184	114	84	54	24	<b>现金净增加额</b>	<b>-196</b>	<b>313</b>	<b>-93</b>	<b>260</b>	<b>-130</b>
应付及预收	655	665	799	965	1,127	<b>期初现金余额</b>	<b>823</b>	<b>627</b>	<b>939</b>	<b>847</b>	<b>1,107</b>
其他流动负债	192	368	479	914	856	<b>期末现金余额</b>	<b>627</b>	<b>939</b>	<b>847</b>	<b>1,107</b>	<b>977</b>
<b>非流动负债</b>	<b>203</b>	<b>1,130</b>	<b>1,335</b>	<b>1,535</b>	<b>1,735</b>						
长期借款	122	438	638	838	1,038						
应付债券	0	559	558	557	556						
其他非流动负债	81	133	140	141	142						
<b>负债合计</b>	<b>1,235</b>	<b>2,276</b>	<b>2,697</b>	<b>3,469</b>	<b>3,742</b>						
股本	120	192	192	192	192						
资本公积	976	904	905	906	907						
留存收益	417	426	608	824	1,089						
归属母公司股东权益	1,511	1,688	1,846	2,063	2,330						
少数股东权益	167	150	121	91	63						
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,913</b>	<b>4,114</b>	<b>4,664</b>	<b>5,623</b>	<b>6,135</b>						

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	60.1%	-12.9%	30.2%	21.0%	17.0%
营业利润增长	227.6%	-88.6%	605.9%	27.6%	29.3%
归母净利润增长	151.7%	-74.7%	286.3%	21.5%	23.4%
<b>获利能力</b>					
毛利率	22.2%	19.2%	19.8%	19.9%	20.1%
净利率	8.9%	1.6%	6.5%	6.8%	7.4%
ROE	11.9%	2.7%	9.5%	10.3%	11.3%
ROIC	7.6%	2.0%	4.4%	5.0%	5.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	42.4%	55.3%	57.8%	61.7%	61.0%
净负债比率	-25.8%	16.2%	26.9%	20.3%	30.8%
流动比率	1.33	1.56	1.40	1.24	1.25
速动比率	0.99	1.14	0.95	0.85	0.80
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.79	0.49	0.51	0.53	0.54
应收账款周转率	10.49	6.53	6.67	6.57	6.47
存货周转率	4.89	3.97	4.01	3.94	3.88
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.93	0.24	0.91	1.11	1.37
每股经营现金流	5.45	0.76	2.30	4.36	2.36
每股净资产	12.59	8.79	9.62	10.75	12.14
<b>估值比率</b>					
P/E	35.47	71.89	14.65	12.06	9.78
P/B	2.63	1.93	1.39	1.24	1.10
EV/EBITDA	12.79	15.51	8.01	6.27	5.61

利润表					
单位：百万元					
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>1,976</b>	<b>1,721</b>	<b>2,241</b>	<b>2,711</b>	<b>3,172</b>
营业成本	1,537	1,390	1,797	2,172	2,535
营业税金及附加	8	12	16	19	21
销售费用	98	93	112	130	143
管理费用	93	110	121	144	162
研发费用	64	56	74	89	104
财务费用	-16	3	2	3	4
资产减值损失	-7	-47	-1	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	7	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>188</b>	<b>21</b>	<b>151</b>	<b>193</b>	<b>250</b>
营业外收支	5	9	11	11	11
<b>利润总额</b>	<b>192</b>	<b>31</b>	<b>162</b>	<b>204</b>	<b>261</b>
所得税	17	3	16	20	26
<b>净利润</b>	<b>176</b>	<b>27</b>	<b>146</b>	<b>184</b>	<b>234</b>
少数股东损益	-4	-18	-29	-29	-28
<b>归属母公司净利润</b>	<b>179</b>	<b>45</b>	<b>175</b>	<b>213</b>	<b>263</b>
EBITDA	277	229	386	479	590
EPS (元)	0.93	0.24	0.91	1.11	1.37

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

## 分析师声明

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，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

<b>股票投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
<b>行业投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；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）为基准指数。

### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司（以下简称“本公司”）或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司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。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

## 版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

### 重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、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，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，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。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或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。