

# 家联科技 (301193.SZ)

## 产能扩张扰动短期盈利，3D 打印空间广阔

### 公司评级

**买入**

当前价格	24.15 元
合理价值	25.16 元
报告日期	2026-05-26

### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	237.93/181.23
总市值/流通市值 (百万元)	5746.05/4376.74
一年内最高/最低 (元)	28.87/14.80
30 日日均成交量/成交额 (百万)	12.88/317.75
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	-7.12/16.27

### 相对市场表现



### 分析师:

曹倩雯



SAC 执业证号: S0260520110002



SFC CE No. BWW545



021-38003621



caoqianwen@gf.com.cn

### 相关研究:

### 核心观点:

- **家联科技主营塑料及可降解餐饮具，正做 3D 打印等转型。**公司成立于 2009 年，主要从事塑料及生物全降解餐饮具、植物纤维制品等一次性用品的研发、生产与销售。公司是工信部认定的全国生物全降解日用塑料制品单项冠军产品生产企业，产品销往北美、欧洲、亚太等市场。2025 年公司实现营业收入 26.87 亿元 (同比+15.53%)，归母净利润 -0.76 亿元，产能快速扩张影响利润，但打开新业务未来延展空间。
- **公司处于产能密集投放期，新业务贡献未来逐步显现。**2025 年公司在泰国及国内多地同步推进生产基地建设，塑料制品产能利用率低，制造费用无法有效摊薄，因而短期影响盈利。但新产能打开未来业务延展空间，一是 25 年公司内销收入同比增长 37.25%，受益于新式茶饮扩张，趋势有望持续；二是纸浆模塑等增量市场公司深度布局，利用泰国产能规避国内反倾销压力，因此获取增量客户；三是依托生物降解材料技术切入 3D 打印耗材赛道，3D 打印是当下成长性消费赛道，拓竹等核心参与者高速发展，对耗材诉求也逐步提升，公司具备 PLA 相关技术并延展至 3D 打印领域，泰国基地已稳定生产并进入头部客户供应链，国内也有较大发展潜力，有望逐步贡献业绩。
- **产能扩张影响公司毛利率与费用率，未来有望改善。**2025 年整体毛利率 13.19% (同比-4.43pct)，公司高关税下转产泰国并扩张国内外产能，爬坡过程中出口销量回落、推高单位固定成本，未来随着泰国各业务快速发展，有望摊薄成本、改善盈利。管理费用率和财务费用率亦然。
- **盈利预测与投资建议：**预计 26-28 年公司每股收益分别为 0.52/1.01/1.29 元/股，公司持续拓展新业务，3D 打印耗材业务有望高速增长，产能利用率持续提升，参考可比公司估值情况，给予公司 26 年 48xPE 估值，合理价值 25.16 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示：**新业务放量不及预期；贸易摩擦加剧；盈利能力波动等。

### 盈利预测:

单位:人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	2,326	2,687	3,814	5,583	6,949
增长率 (%)	35.2%	15.5%	41.9%	46.4%	24.5%
EBITDA	308	231	599	782	933
归母净利润	57	-76	125	240	308
增长率 (%)	25.7%	-	-	92.0%	28.5%
EPS (元/股)	0.30	-0.39	0.52	1.01	1.29
市盈率 (P/E)	55.7	-	46.1	24.0	18.7
ROE (%)	3.4%	-4.7%	7.1%	11.9%	13.3%
EV/EBITDA	13.8	26.0	12.4	9.3	7.4

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

## 目录索引

一、家联科技：产能扩张期的环保餐饮具龙头 .....	5
（一）塑料餐饮具领先企业，多元化战略布局，构建新增长点 .....	5
（二）收入保持增长，产能爬坡拖累短期盈利 .....	6
二、塑料制品行业，传统需求承压，新赛道分化 .....	8
（一）行业总量承压，利润显著下滑，内需仍具结构性支撑 .....	8
（二）限塑政策持续推进，可降解塑料赛道趋势明确 .....	10
（三）纸浆模塑市场扩张，支撑餐饮包装绿色化转型 .....	11
（四）增材制造产业持续扩容，3D 打印开辟行业新蓝海 .....	12
（五）行业竞争激烈，规模化与合规能力构成头部整合核心驱动力 .....	14
（六）贸易摩擦风险持续，产能本地化构成出口端核心竞争壁垒 .....	15
三、家联科技：依托稳定基本盘，打造新增成长空间 .....	17
（一）传统业务客户资源优质，构筑坚实收入基本盘 .....	17
（二）材料改性能力深厚，研发与制造优势支撑 3D 打印业务延伸 .....	17
（三）产品和营收结构持续优化，新业务放量后盈利可期 .....	19
（四）国内外基地协同合作，全球化布局打造竞争优势 .....	19
（五）募投项目稳步推进，可转债募集资金支持产能扩张与品类升级 .....	21
（六）国家级绿色工厂与单项冠军资质，对接国际客户绿色采购体系 .....	22
四、盈利预测和投资建议 .....	23
五、风险提示 .....	26

## 图表索引

图 1: 家联科技发展历程.....	5
图 2: 家联科技营收及同比.....	6
图 3: 家联科技归母净利润及同比.....	6
图 4: 家联科技分产品收入 (亿元) .....	6
图 5: 2025 年家联科技分产品收入占比 (%) .....	6
图 6: 家联科技地区收入 (亿元) .....	7
图 7: 家联科技分地区收入占比 (%) .....	7
图 8: 家联净利率与毛利率 (%) .....	7
图 9: 家联科技期间费用率 (%) .....	7
图 10: 中国塑料制品产量及同比.....	8
图 11: 橡胶和塑料制品业规模以上工业企业营业收入.....	8
图 12: 橡胶和塑料制品业规模以上工业企业利润总额.....	8
图 13: 塑料制品出口金额(美元计价)及同比.....	8
图 14: 连锁新茶饮品牌整体门店变化 .....	9
图 15: 连锁新茶饮品牌各个场景门店数占比 .....	9
图 16: 化学原料及化学制品制造业 PPI.....	9
图 17: 塑料制品月度产量 (万吨) .....	9
图 18: 2025 年中国占全球生物可降解塑料市场份额.....	10
图 19: 海内外限塑政策情况.....	10
图 20: 全球纸浆模塑包装市场预计规模 (亿美元) .....	12
图 21: 2024 年全球纸浆膜塑包装市场亚太地区占比.....	12
图 22: 中国非木浆产能及结构情况 (万吨) .....	12
图 23: 中国糖料蔗主产区生变化情况 .....	12
图 24: 3D 打印主要材料类型及特点.....	13
图 25: 2025 年全球增材制造市场结构.....	13
图 26: 橡胶和塑料制品业规模以上工业企业数量.....	14
图 27: 轻工行业前五细分行业规模以上工业企业数量.....	14
图 28: 家联科技塑料制品营收及占比 .....	17
图 29: 2025 年家联科技前五大客户销售额占比.....	17
图 30: 家联科技 242 项有效专利构成.....	18
图 31: 家联科技研发团队人员结构变化情况 .....	18
图 32: 家联科技在研项目情况 .....	18
图 33: 家联科技研发费用及费用率情况.....	18
图 34: 家联科技内外销收入占比变化 (%) .....	19
图 35: 家家联科技产品结构占比变化 (%) .....	19
图 36: 家联科技全球产业布局 .....	20
图 37: 家联科技外销收入及占比情况 .....	20
图 38: 家联科技外销收入分地区拆分情况.....	20
图 39: 泰国 BOI 投资税收优惠 .....	20
图 40: 家联科技塑料制品设计产能.....	21
图 41: 家联科技塑料制品产能利用率 .....	21

表 1: 各类包装产品对比.....	11
表 2: 纸浆模塑及 PLA/PBAT 可降解性对比 .....	11
表 3: 国内增材制造产业政策情况 .....	14
表 4: 国内塑料污染治理政策情况 .....	15
表 5: 贸易摩擦案件情况.....	15
表 6: 公司募投项目情况.....	21
表 7: 公司主要产品资质情况 .....	22
表 8: 营收拆分 (单位: 百万元) .....	24
表 9: 可比公司估值情况 (20260514) .....	25

# 一、家联科技：产能扩张期的环保餐饮具龙头

## (一) 塑料餐饮具领先企业，多元化战略布局，构建新增长点

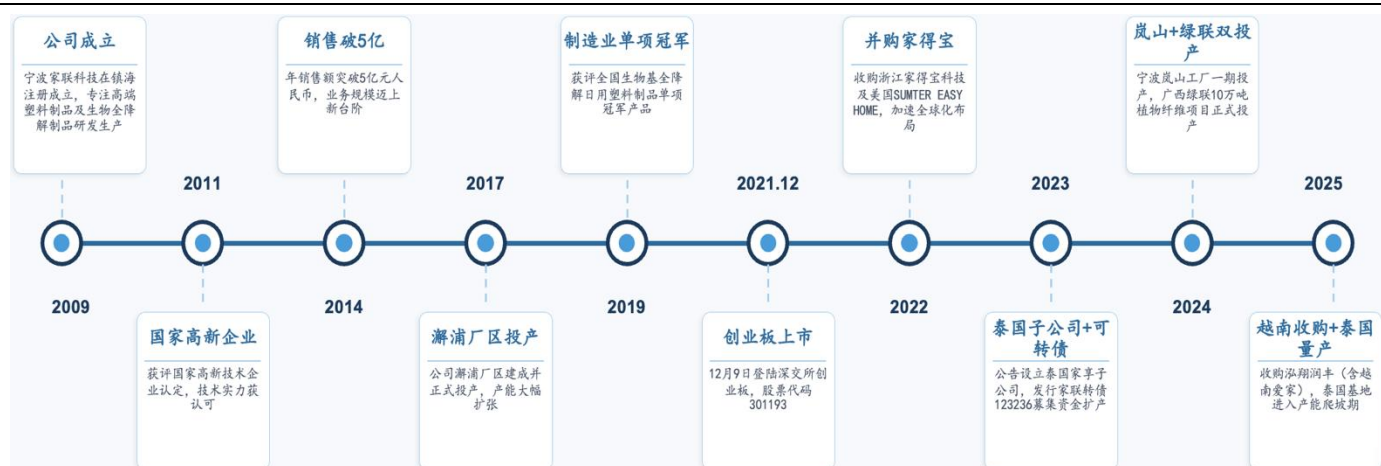
家联科技创建于2009年，总部位于浙江宁波，2021年12月登陆深交所创业板，是中国环保餐饮具行业首家上市公司。公司起家于塑料餐饮具外销，早期以注塑类（刀叉勺等）、吸塑类（杯碗盘等）、吸管等产品为主，目前已覆盖塑料制品、生物全降解制品、植物纤维制品和纸制品四大品类，为餐饮、茶饮、咖啡、家居及连锁商超等下游领域提供一站式绿色产品解决方案。公司以传统塑料制品构筑收入基本盘，通过技术创新和产业布局，推动产品结构由“传统塑料制品单一主业”转型为“传统塑料+生物全降解材料+植物纤维+3D打印耗材”的多元产品矩阵，降低单一主业依赖风险，培育新利润增长点。

公司搭建全球化运营体系，全产业链布局与优质客户资源构筑核心竞争壁垒。公司搭建“总部经济、中国研发、全球智造、本地化服务”的全球化运营体系，全产业链布局与优质客户资源构筑核心竞争壁垒。生产基地覆盖浙江、广东、广西、美国、泰国、越南等地，具备从精密模具自主设计制造、生物降解材料改性研发到各类制品规模化生产的完整全产业链能力，并与Amazon、Walmart、Costco、Sysco、Target、Metro等国际零售及餐饮客户，以及蜜雪冰城、奈雪的茶、盒马等国内头部品牌建立合作关系。

公司持有242项有效专利并参与50余项标准制定，技术壁垒深厚，公司为国家高新技术企业、国家级绿色工厂、全国生物基全降解日用塑料制品单项冠军产品生产企业，拥有有效专利242项，其中发明专利41项，并主持或参与50余项国际、国家及行业标准制定。

股权结构呈现自然人控股、一致行动人集中持股的特征，控制权较为稳定。第一大股东为公司实际控制人王熊，目前持有家联科技32.22%股份，前三大股东合计持股比例49.28%。

图1：家联科技发展历程



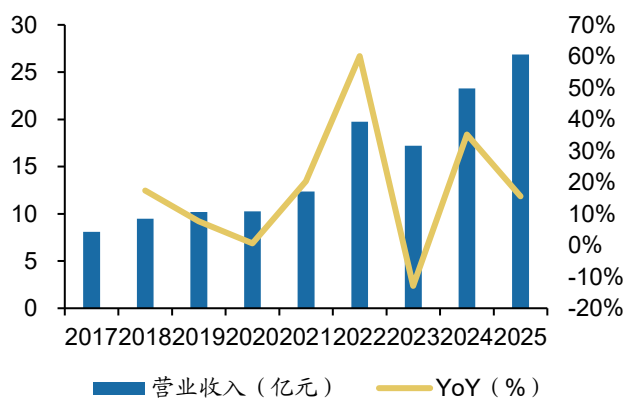
数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

## (二) 收入保持增长，产能爬坡拖累短期盈利

收入保持增长，但利润端阶段性承压。公司发布2025年度报告，全年营收26.87亿元，同比增长15.53%；归母净利润-0.76亿元，较上年由盈转亏。2026年一季度营收7.53亿元，同比增长48.89%；归母净利润-0.99亿元，亏损较上年同期有所扩大。产能密集投放期固定成本摊薄不足是核心矛盾。收入增长与利润下滑背离，主要系公司处于产能密集投放期，新基地产能利用率偏低，导致固定制造成本摊薄不足，同时海外组织架构扩张、期间费用率与减值大幅上升拖累盈利表现。

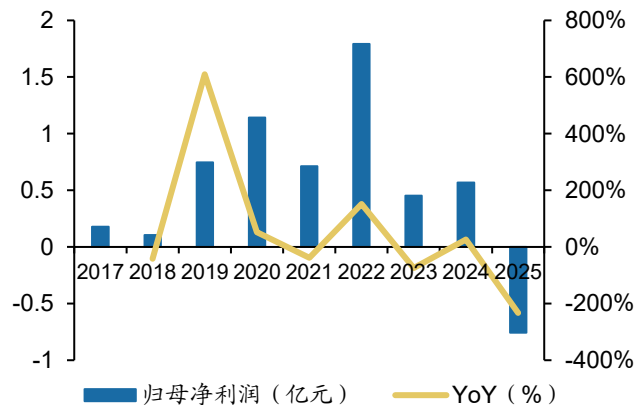
公司坚持以塑料制品为主，构筑收入基本盘，同时以技术创新促进产品结构多元化。2025年塑料制品营收19.95亿元，同比增长14.43%，收入占比74.24%，下滑0.72pct。其他产品收入占比总体提升，生物全降解制品营收3.31亿元，同比增长10.84%，收入占比12.30%；植物纤维制品营收1.95亿元，同比增长53.90%，收入占比7.26%，上升1.81pct；纸制品及其他业务营收1.66亿元，同比增长5.65%，收入占比6.19%。2025年生物全降解制品毛利率19.9%，显著高于塑料制品毛利率（13.94%），有望成为未来利润的强劲增长点。

图2：家联科技营收及同比



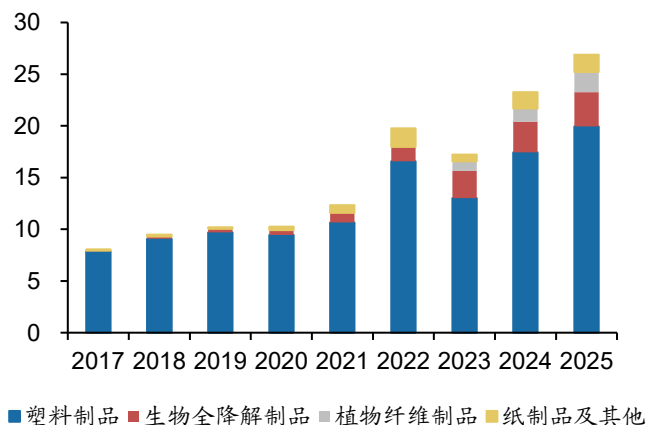
数据来源：iFind、广发证券发展研究中心

图3：家联科技归母净利润及同比



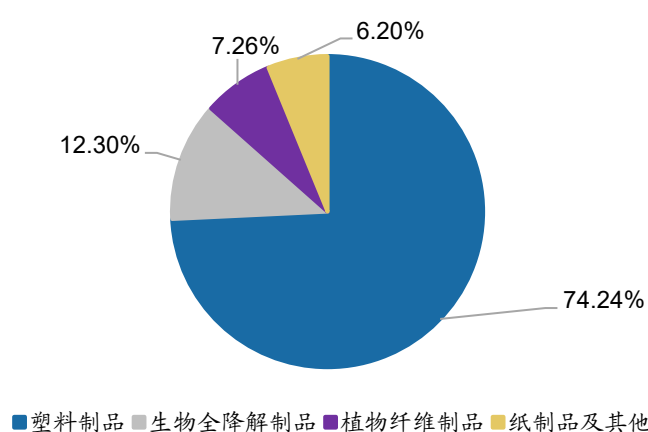
数据来源：iFind、广发证券发展研究中心

图4：家联科技分产品收入（亿元）



数据来源：iFind、广发证券发展研究中心

图5：2025年家联科技分产品收入占比 (%)



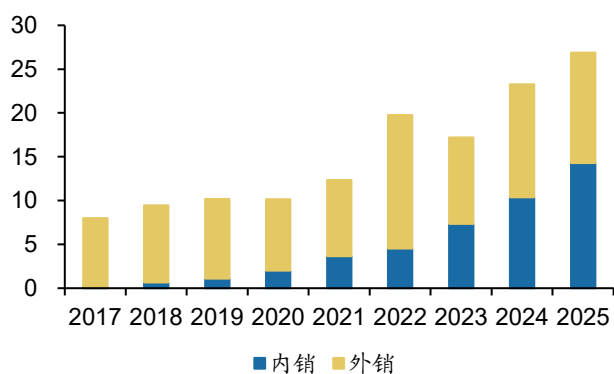
数据来源：iFind、广发证券发展研究中心

**内销收入首超外销，占比突破53%，内外双驱动格局形成。**2025年内销收入首次超过外销，市场结构发生标志性转变，为收入端打造内外双驱动引擎。2025年外销收入12.58亿元，同比下降1.95%，占比降至46.82%；内销收入14.29亿元，同比增长37.85%，占总收入比重提升至53.18%，主要得益于国内茶饮、餐饮连锁化趋势延续，公司与蜜雪冰城、奈雪的茶、盒马等头部客户合作深化，显著提升国内市场占有率。

**费用率大幅增加，造成利润端承压。**2025年期间费用率同比上升2.55pct，显著上升。其中，销售费用率上涨0.08pct，管理费用率上涨2.35pct，研发费用率下降0.40pct，财务费用率上升0.52pct，主要受海外组织架构扩大及产能爬坡期压力影响。

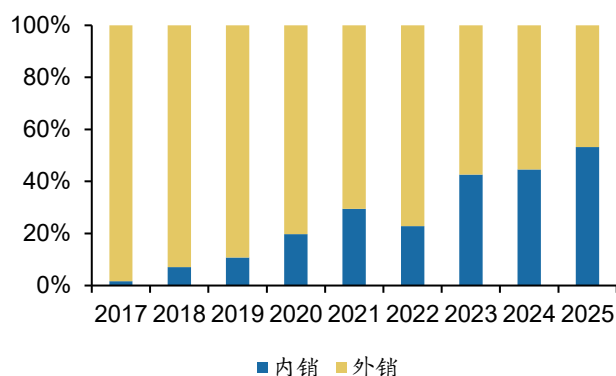
**全年盈利能力阶段性承压，2025年毛利率13.19%，同比下降4.43pct，净利率约-4.2%，较上年下降6.15pct，由盈转亏。**中长期看，随着产品多元化及新产能释放，公司盈利端仍具备较为显著的修复弹性和上行空间。

图6: 家联科技地区收入 (亿元)



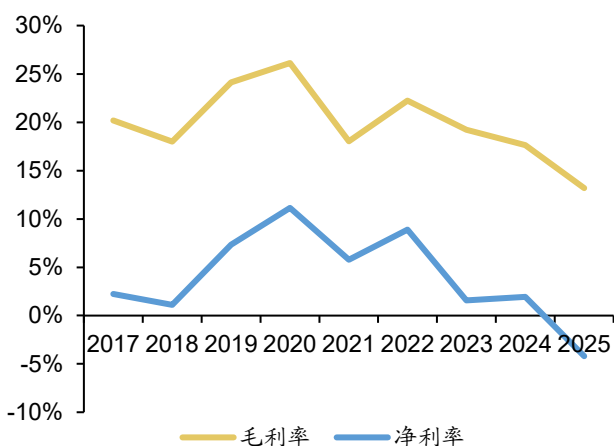
数据来源: iFind、广发证券发展研究中心

图7: 家联科技分地区收入占比 (%)



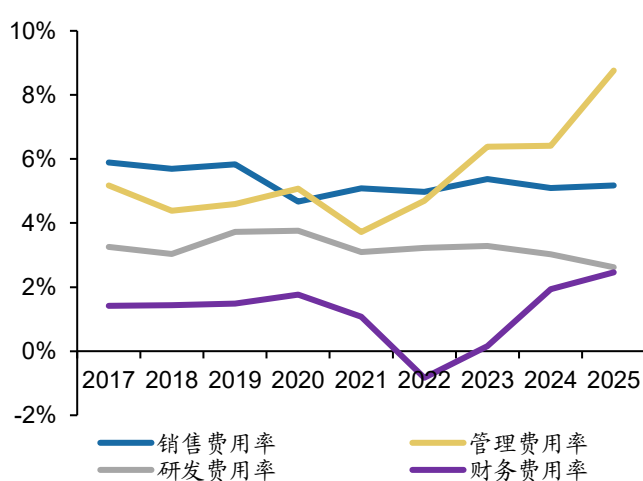
数据来源: iFind、广发证券发展研究中心

图8: 家联净利率与毛利率 (%)



数据来源: iFind、广发证券发展研究中心

图9: 家联科技期间费用率 (%)



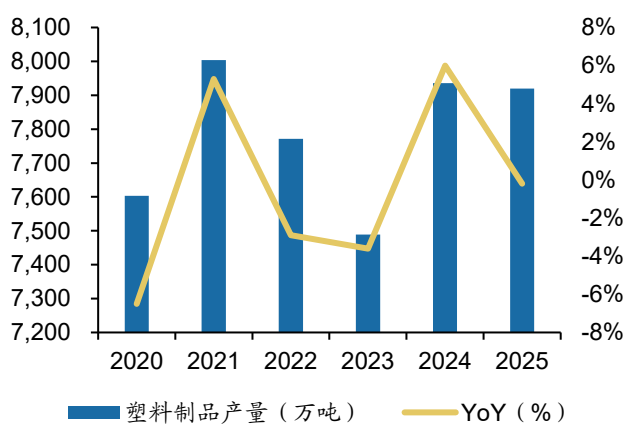
数据来源: iFind、广发证券发展研究中心

## 二、塑料制品行业，传统需求承压，新赛道分化

### (一) 行业总量承压，利润显著下滑，内需仍具结构性支撑

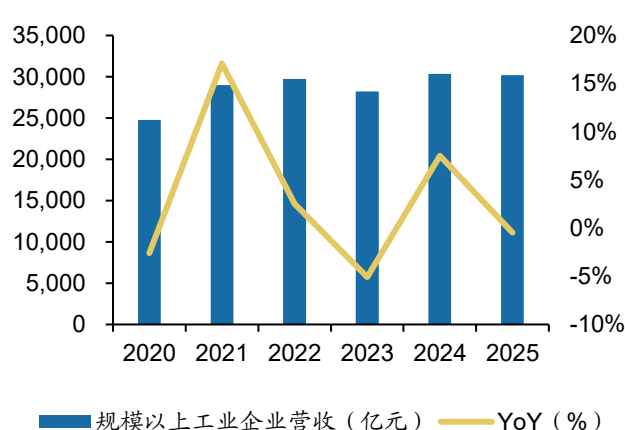
**2025年塑料制品行业产量和营收小幅下滑，利润端明显承压。**根据国家统计局数据，2020-2025年，中国塑料制品产量复合年均增长率为0.82%，行业整体增长动能偏弱；同期橡胶和塑料制品业规模以上企业营业收入复合年均增长率为4.05%，但近年增速波动明显。2025年全国塑料制品产量7,919.9万吨，同比下降0.2%；橡胶和塑料制品业规模以上企业实现营业收入30,200.8亿元，同比下降0.5%；实现利润总额1,600.5亿元，同比下降6.1%，利润下滑幅度显著高于营收，行业盈利端压力凸显。按此测算，行业平均利润率约为5.3%，企业竞争加剧与成本压力共同挤压盈利空间，行业盈利能力阶段性承压。

图10：中国塑料制品产量及同比



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

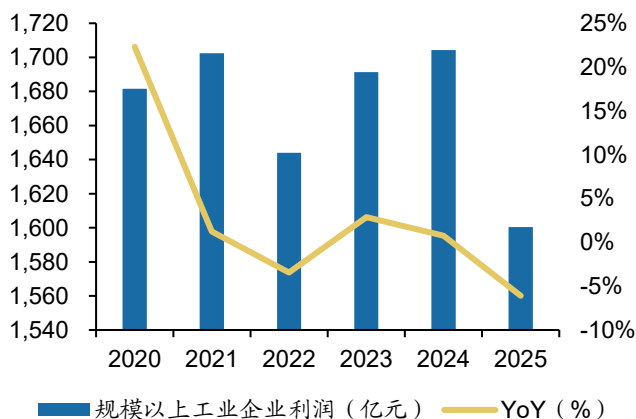
图11：橡胶和塑料制品业规模以上工业企业营业收入



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

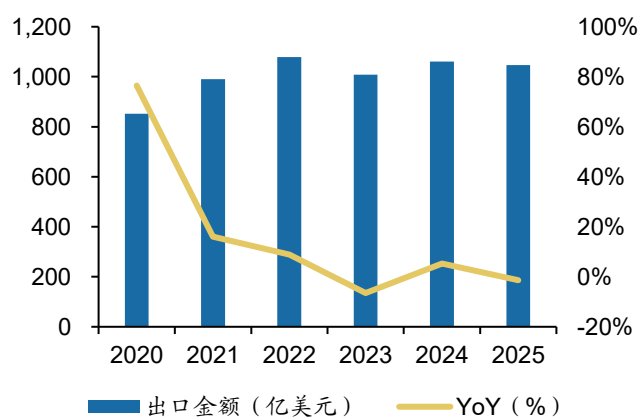
**出口端**，据海关总署数据，2025年美国依旧为我国塑料制品的最大单一出口市场，全年塑料制品出口总额1,046.1亿美元，同比下降1.4%。塑料制品市场虽仍保持在千亿美元以上的出口规模，但受全球主要经济体需求放缓、部分国家贸易保护主义抬头等因素影响，海外市场需求受抑制，出口额增长缺乏动能，呈下降趋势。

图12：橡胶和塑料制品业规模以上工业企业利润总额



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

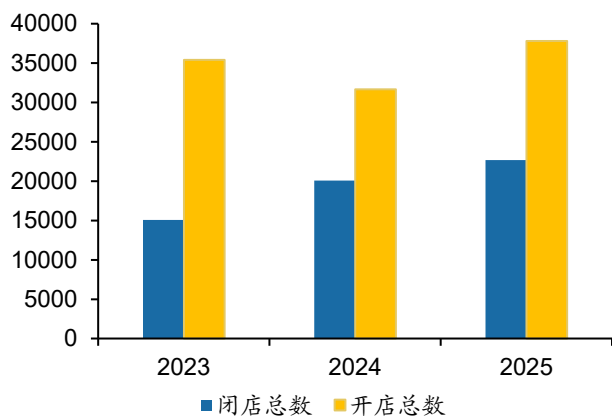
图13：塑料制品出口金额(美元计价)及同比



数据来源：海关总署、广发证券发展研究中心

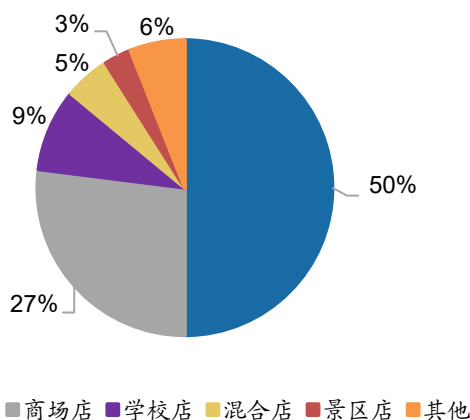
在行业总量承压背景下，国内新式茶饮扩张趋势仍为一次性餐饮具及饮品包装提供结构性需求支撑。艾媒咨询数据显示，2024年中国新式茶饮市场规模达到3547.2亿元，预计到2028年有望突破4000亿元；从消费频次看，新式茶饮消费者每周购买2次及以上占比达87.9%，体现较高的消费粘性和包装耗材使用频次。根据GeoQ智图，2025年连锁新茶饮品牌开店总数达37802家，同比增长19.47%，呈回暖态势；闭店总数达22669家，同比增长13.02%，行业竞争格局激烈，对塑料等包装耗材有持续拉动作用。

图14: 连锁新茶饮品牌整体门店变化



数据来源: GeoQ 智图、广发证券发展研究中心

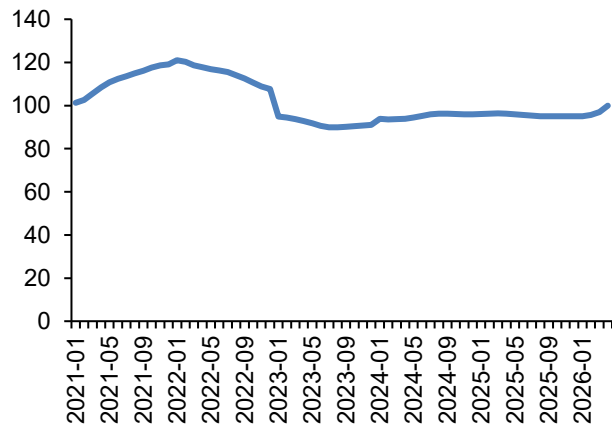
图15: 连锁新茶饮品牌各个场景门店数占比



数据来源: GeoQ 智图、广发证券发展研究中心

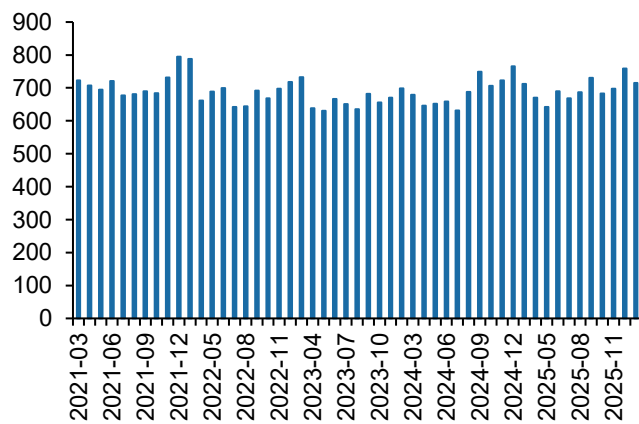
原材料价格延续偏弱运行，行业整体毛利承压主要源于产能阶段性过剩与议价能力下降，并非原材料端冲击。根据国家统计局发布的工业生产者出厂价格指数(PPI)月度数据，2024年至2025年化学原料及化学制品制造业出厂价格指数延续同比下行，叠加国际原油价格中枢回落，PP、PE等大宗塑料原料价格保持低位运行，原材料成本端并未对企业构成额外冲击。行业毛利空间收窄主要由产能阶段性过剩、下游品牌客户议价能力增强以及竞争加剧共同驱动，企业盈利分化加剧，具备规模化和差异化产品能力的头部企业相对优势更为突出。

图16: 化学原料及化学制品制造业PPI



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图17: 塑料制品月度产量(万吨)



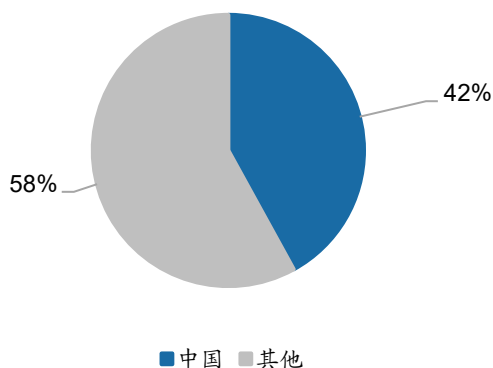
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

## （二）限塑政策持续推进，可降解塑料赛道趋势明确

**海内外限塑政策持续加码，可降解塑料替代传统塑料趋势明确。**可降解塑料是传统一次性塑料的重要替代方向，前期需求增长主要来自海内外限塑政策影响。全球已有超过75个国家和地区实施限制传统塑料的法规，推动生物可降解材料持续渗透。国内方面，限塑政策持续升级，餐饮和外卖是重点覆盖场景。国内自2008年发布限塑相关政策以来，政策约束持续强化；2020年以来，《关于扎实推进塑料污染治理工作的通知》《关于印发“十四五”塑料污染治理行动方案的通知》等政策陆续出台，要求限制部分塑料制品的生产、销售和使用，并推广可降解、可循环材料作为替代产品。国外方面，欧盟、加拿大、日本、英国、美国部分州等市场也持续推进一次性塑料治理，进一步支撑可降解塑料终端需求。

**可降解塑料行业正从政策驱动向技术与成本驱动过渡。**近年来，行业正从“政策驱动”向“技术与成本驱动”过渡，生物降解材料作为传统塑料的替代方案，市场规模保持较高速扩张，具备中长期成长性。根据GEP 2025报告，2025年全球生物可降解塑料市场规模预计约156亿美元，中国市场规模突破380亿元人民币，产能占全球约42%；预计到2030年，全球市场规模将突破280亿美元，中国占比有望提升至45%。由此可见，可降解材料绿色赛道呈高速增长趋势，表现出更高的成长性，赛道景气度和结构机会优于传统塑料产品，替代传统塑料趋势逐渐明确。

图18: 2025年中国占全球生物可降解塑料市场份额



数据来源: GEPResearch、广发证券发展研究中心

图19: 海内外限塑政策情况

区域	政策方向
中国	分阶段限制塑料制品生产、销售和使用，推广可降解、可循环材料。
欧盟	一次性塑料指令，禁止部分一次性塑料制品并提升回收要求。
加拿大	禁止制造、进口和销售六类一次性塑料物品。
日本	推进塑料资源循环利用。
英国	对低再生料含量塑料包装征收塑料包装税。
美国部分州	禁售泡沫塑料或限制一次性餐具主动提供。

数据来源: 众鑫股份招股说明书、广发证券发展研究中心

### （三）纸浆模塑市场扩张，支撑餐饮包装绿色化转型

**纸浆模塑产品**，以可完全回收的植物纤维为原料，经真空吸附成型与模内干燥工艺制成，生产加工过程为纯物理过程，产品无污染、不含重金属、塑化剂或荧光粉等有害物质，经使用后废弃物可回收再利用。与传统不可降解塑料相比，纸浆模塑环境友好性更强，是良好的绿色包装产品；与PLA/PBAT相比，纸浆模塑不依赖严格工业堆肥条件，通常在常温环境下即可自然降解，降解成本较低，具有自然全降解性。

表1: 各类包装产品对比

材料类别	优势	劣势
传统不可降解塑料产品（如：发泡塑料）	性价比高 供应链成熟	不可降解，分解产生塑料微珠，严重污染环境
PLA/PBAT 可降解塑料产品	原材料可生物降解 性能与塑料接近	降解条件严格，需要堆肥 原材料价格最高（传统塑料 2 倍以上） 不耐储存，货架期短
淋膜纸类产品	工艺简单，自动化程度高 阻隔性好	产品形态单一，难以制作立体产品 结构强度低 需覆膜，不可自然降解
纸浆模塑产品	原材料取自天然，充分利用秸秆等废物，可自然降解为水与二氧化碳，环境友好性最佳 模塑工艺为纯物理过程	产成品不透明 抗氧、抗蒸汽、阻隔性较弱

数据来源：众鑫股份招股说明书，广发证券发展研究中心

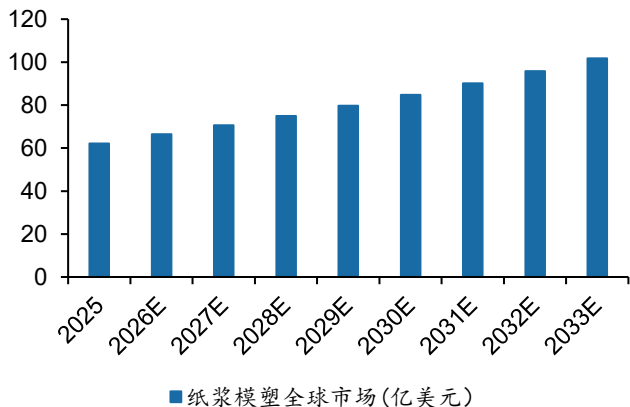
表2: 纸浆模塑及PLA/PBAT可降解性对比

项目	纸浆模塑	PLA	PBAT
处理要求	自然降解	工业堆肥	工业堆肥、家庭堆肥
温度范围	常温	约 60°C	50-60°C
降解湿度	无特殊要求	60%湿度	60%湿度
微生物	无特殊要求	需嗜热放线菌等菌群参与	需添加菌群提高效率
降解时长	3 个月左右可完全降解	6 个月左右有分解迹象	3 个月左右有分解迹象
降解成本	低	高	高

数据来源：众鑫股份招股说明，广发证券发展研究中心

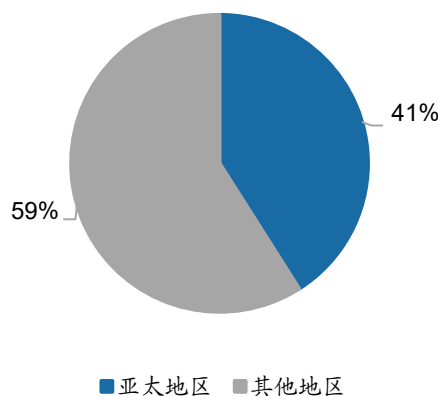
**全球纸浆模塑包装市场规模稳步扩张，国内增速高于全球**，随着全球向可持续和无塑料包装的转型，纸浆模塑产品对塑料产品的渗透率不断提高，国内外纸浆模塑包装市场稳步扩张。根据Grand View Research数据，2025年全球模塑纸浆包装市场规模估计为62.1亿美元，预计到2033年将达到101.8亿美元，2026年至2033年的复合年增长率为6.3%。2024年，亚太地区在模塑纸浆包装市场占据主导地位，收入份额超过 41.0%，呈现强劲增长势头，预计在预测期内将以6.8%的复合年增长率（CAGR）实现高速增长。根据华经产业研究院，国内纸浆模塑市场规模也保持较快增长，2015-2022年期间复合年增长率为17.95%，且拥有较充足的上行空间。

图20: 全球纸浆模塑包装市场预计规模 (亿美元)



数据来源: Grand View Research, 广发证券发展研究中心

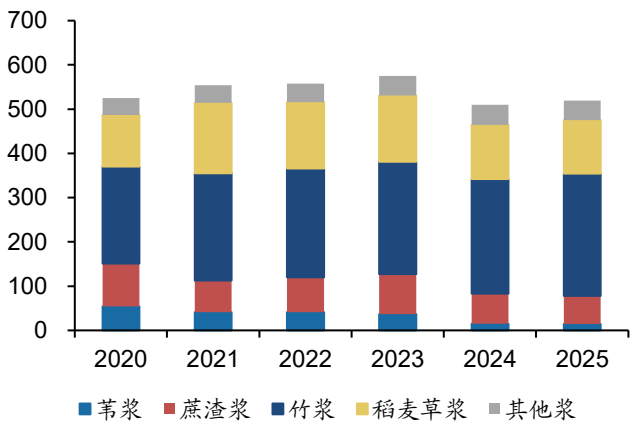
图21: 2024年全球纸浆模塑包装市场亚太地区占比



数据来源: Grand View Research, 广发证券发展研究中心

国内甘蔗渣、竹浆等农林副产品原料供应充裕, 为国内纸浆模塑产业发展提供原料保障。根据中国造纸协会发布的《中国造纸工业年度报告》, 国内非木浆产能保持稳定, 其中蔗渣浆、竹浆作为典型的可降解短纤维原料供应基础充足, 主要集中在广西、广东、云南等南方产区。植物纤维制品企业的主产区建设产能, 可缩短原料运输半径、降低综合成本, 并满足下游客户对原料可追溯性与环境友好性的要求, 原料端资源禀赋为国内纸浆模塑产业的产能扩张提供支撑。

图22: 中国非木浆产能及结构情况 (万吨)



数据来源: 中国造纸协会, 广发证券发展研究中心

图23: 中国糖料蔗主产区生变化情况

时间	主产区情况
改革开放初期	广东是最大的糖料蔗产区, 占全国糖料蔗面积和产量的 37%和 42%, 广西、云南种植面积、产量之和仅占全国的 34%和 25%。
20 世纪 90 年代以来	东部沿海地区成本上升, 糖料蔗种植开始向广西、云南等西南地区集中
2013 年后	广西、云南两省种植面积和产量为 2201 万亩和 10250 万吨, 均占全国的 80%以上, 成为我国最重要的蔗糖产区。

数据来源: 农业农村部, 广发证券发展研究中心

#### (四) 增材制造产业持续扩容, 3D 打印开辟行业新蓝海

3D打印即增材制造, 是通过逐层堆叠材料完成产品制造的柔性制造技术。3D打印与传统餐饮具业务在应用场景和行业属性上存在明显差异, 行业处于持续扩容阶段, 有利于传统塑料制品企业降低对单一餐饮具赛道的依赖。相较传统减材制造, 3D打印具备无需开模、快速迭代、小批量定制和复杂结构成型能力强等特点, 广泛应用于消费级模型、工业治具、汽车零部件、航空航天、医疗康复器械、教育科研等场景。从产业链位置看, 3D打印材料主要包括塑料线材、金属粉末、陶瓷材料、树脂等特殊材料, 其中塑料线材是消费级和部分工业级打印的重要耗材。PLA、ABS、

PEEK、TPU等塑料材料应用广泛：PLA具备易打印、成型稳定、来源可再生及可降解属性，在消费级和教育级打印中应用基础较好；ABS、PEEK、TPU等材料则分别面向耐高温、耐腐蚀和高柔韧性应用场景。

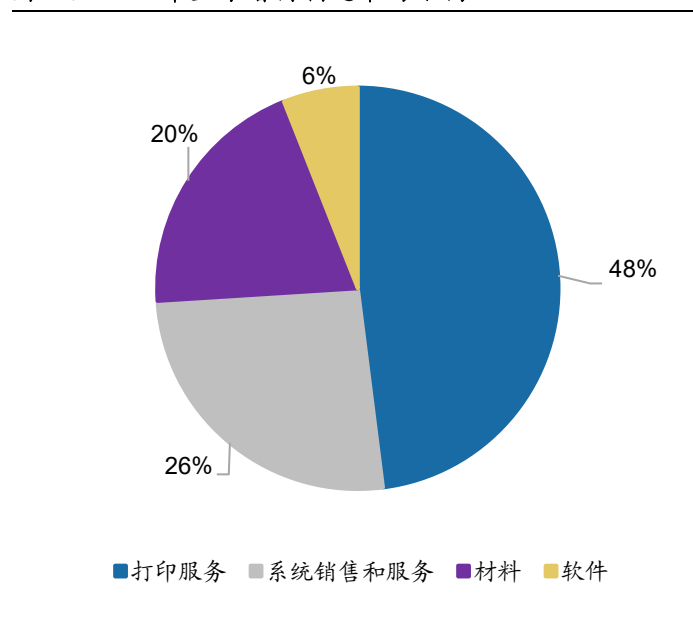
**应用端**，随着下游应用从原型验证向小批量生产和功能件制造延伸，3D打印行业价值重心正在从单纯设备销售转向设备、材料、软件和打印服务协同发展。2025年，材料科技与新兴制造技术呈现深度融合态势。随着个性化定制、小批量生产需求的兴起，3D打印作为一种柔性制造技术，在消费级手办、工业治具、医疗康复器械等领域的渗透率快速提升。

**全球增材制造市场规模达242亿美元，耗材与服务占比持续提升**，据《Wohlers Report 2026》，2025年全球增材制造市场规模达242亿美元，同比增长10.9%，其中打印服务占比48%，系统销售及服务占比26%，材料占比20%，软件占比6%。根据公司年报援引数据，增材制造服务增长强劲，赛道景气度高，预计2030年市场有望扩大至800-1000亿美元，2025-2030年复合增速约18%-20%。耗材与服务占比持续提升，为具备材料改性基因的塑料制品企业开辟了将环保材料与增材制造相结合的新增长曲线。开发适用于3D打印的生物基线材，正成为行业头部企业布局的"技术蓝海"。

图24：3D打印主要材料类型及特点

图25：2025年全球增材制造市场结构

类型	特点
PLA	使用有机可再生原材料，具有生物可降解性，强度偏低，对阳光和高温敏感。
ABS	强度高，耐热性好，打印难度偏高。
PEEK	耐高温，耐腐蚀性强，可与玻璃纤维或碳纤维复合制备增强材料。
TPU	弹性好，柔韧性好，打印难度较高。
金属材料	例如不锈钢、铝合金、钛合金等，强度高，耐腐蚀性强，耐高温高压等极端环境。
陶瓷材料	高耐久性，美观度高，材料安全，适用领域广泛多元。
光敏树脂	通过光固化能实现高精度打印。
导电材料	赋予产品导电能力，适合用于制造复杂结构的电路元件和传感器等



数据来源：联泰官网、广发证券发展研究中心

数据来源：Wohlers Report、广发证券发展研究中心

**国内增材制造产业政策持续加码，为3D打印耗材市场扩张提供制度支撑。**根据工业和信息化部等部门联合印发的《“十四五”智能制造发展规划》，增材制造被列为智能制造重点发展方向，鼓励发展高性能金属粉末、生物基高分子等关键耗材，推动增材制造在工业、医疗、消费等场景规模化应用；根据工业和信息化部发布的产业政策导向，增材制造已纳入战略性新兴产业重点扶持范围，国内企业在材料端的技术突破和产能扩张获得政策与资金双重支持。耗材环节因附加值较高、技术壁垒突出，成为产业链中盈利能力较强的环节，为具备材料改性能力的企业延伸布局提供契机。

表3: 国内增材制造产业政策情况

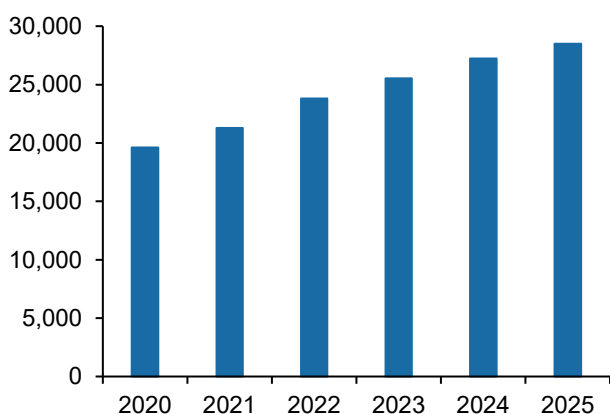
时间及政策文件名	发布部门	相关政策具体内容
2021年12月21日 八部门关于印发《“十四五”智能制造发展规划》的通知	工业和信息化部 国家发展和改革委员会 教育部 科技部 财政部 人力资源和社会保障部 国家市场监督管理总局 国务院国有资产监督管理委员会	聚焦设计、生产、管理、服务等制造全过程，突破设计仿真、混合建模、协同优化等基础技术，开发应用增材制造、超精密加工等先进工艺技术，攻克智能感知、人机协作、供应链协同等共性技术，研发人工智能、5G、大数据、边缘计算等在工业领域的适用性技术。
2021年12月21日 三部委关于印发《“十四五”原材料工业发展规划》	工业和信息化部 科学技术部 自然资源部	突破关键材料，实施前沿材料前瞻布局行动，支持科研单位联合企业，把握新材料技术与信息技术、纳米技术、智能技术等融合发展趋势，发展超导材料、智能仿生、增材制造材料等，推动新的主干材料体系化发展，强化应用领域的支持和引导。

数据来源：国务院，广发证券发展研究中心

### (五) 行业竞争激烈，规模化与合规能力构成头部整合核心驱动力

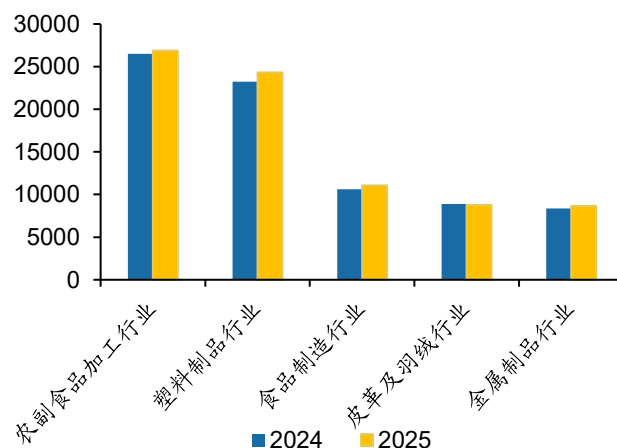
塑料餐饮具及一次性环保餐饮具行业整体集中度偏低，竞争格局呈现金字塔结构。根据国家统计局发布的工业行业分类与规模数据，塑料制品行业规模以上企业数量众多，区域分布以浙江、广东、江苏、福建、山东等沿海省份为主，单家企业体量普遍较小；行业内中小企业受限于技术储备、模具开发能力与下游品牌客户认证门槛，难以获得大型连锁餐饮、茶饮及国际零售客户订单，份额向具备规模化制造与合规体系的头部企业逐步集中。根据中国轻工业联合会发布的轻工业行业数据，2024-2025年塑料制品细分行业内规模以上企业数量同比有所上升，反映行业竞争格局激烈。

图26: 橡胶和塑料制品业规模以上工业企业数量



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图27: 轻工行业前五细分行业规模以上工业企业数量



数据来源：中国轻工业联合会、广发证券发展研究中心

在政策端绿色合规要求持续提升与下游客户集中采购的双重驱动下，头部企业的份额扩张确定性增强。根据国家发展和改革委员会、生态环境部联合印发的《“十

“十四五”塑料污染治理行动方案的通知》，国家对塑料制品的产品标准、可降解性认证与全生命周期管理提出了系统化要求，认证、检测、追溯成本上升使中小企业进入高端品牌供应链的门槛大幅提高；同时，连锁餐饮、新茶饮、咖啡及国际商超等大客户出于供应链稳定性与ESG审计要求，倾向缩减供应商数量并优选具备多品类、多基地、绿色认证齐备的头部供应商，行业头部集中趋势具备较强延续性。

**表4: 国内塑料污染治理政策情况**

时间及政策文件名	发布部门	相关政策具体内容
2021年9月08日 关于印发“十四五”塑料污染治理行动方案的通知	国家发展改革委 生态环境部	积极推行塑料制品绿色设计。 持续推进一次性塑料制品使用减量。落实国家有关禁止、限制销售和使用部分塑料制品的规定。 科学稳妥推广塑料替代产品。充分考虑竹木制品、纸制品、可降解塑料制品等全生命周期资源环境影响，完善相关产品的质量和食品安全标准。

数据来源：国务院，广发证券发展研究中心

### （六）贸易摩擦风险持续，产能本地化构成出口端核心竞争壁垒

海外贸易摩擦从关税领域扩展至特定品类双反调查，区位多元化的产能布局成为应对不确定性的核心手段。根据中华人民共和国商务部官方网站发布的贸易救济调查信息以及美国商务部公布的反倾销/反补贴案件信息，2024年以来美国与加拿大相继对中国出口的热成型模塑纤维制品发起反倾销与反补贴调查，对国内植物纤维制品出口企业的对美对加业务形成直接冲击。加之全球限塑政策持续推进，仅依托国内产能出口的企业面临关税与合规双重压力，而具备海外多基地产能的企业可通过境外基地完成最终交付以规避部分贸易限制。

**表5: 贸易摩擦案件情况**

时间	发布部门	案件具体内容
2024年10月29日	美国商务部	美国商务部对进口自中国和越南的热成型模压纤维产品发起反倾销和反补贴调查。
2025年9月25日	美国商务部	美国商务部对进口自中国和越南的热成型模压纤维产品作出反倾销和反补贴终裁。
2025年12月15日	美国国际贸易委员会（ITC）	美国国际贸易委员会（ITC）投票对进口自中国和越南的热成型模压纤维产品作出反倾销和反补贴产业损害肯定性终裁，认定被主张存在倾销和补贴行为的涉案产品对美国产业造成了实质损害。

数据来源：中国贸易救济信息网，广发证券发展研究中心

除了关税之外，原产地审查、碳边境调节与可追溯采购等非关税要素正同步演进，单一国内产能出口模式的风险敞口被系统性放大。根据美国商务部2024年12月16日发布、2025年1月15日生效的《Regulations Enhancing the Administration of the Antidumping and Countervailing Duty Trade Remedy Laws》最终规则（89 FR

101694)，商务部进一步强化了对范围裁定（scope rulings, §351.225）与反规避调查（circumvention inquiries, §351.226）程序的执法尺度，对在第三国仅完成轻度加工或装配的中国原产商品，保留依《1930年关税法》§781(b)、(c)项穿透认定为应税中国原产货物的权力。欧盟层面，根据欧盟委员会官方发布的碳边境调节机制（CBAM）实施安排，CBAM已于2023年10月进入过渡期、2026年1月1日起进入定价阶段，当前覆盖范围限于水泥、钢铁、铝、化肥、电力、氢气六大行业，尚不直接覆盖塑料制品与植物纤维制品；但欧盟委员会已于2025年8月启动新一轮Call for Evidence评估扩围方案，存在中长期向下游碳密集制品延伸的政策预期。综合来看，出口商既要应对终端市场的关税与配额，亦需在原产地认定、碳排放披露、负责任采购等维度构建可核查的合规底盘，传统“国内产能 + 一般贸易出口”模式的有效性正在系统性下降。

对家联科技而言，公司在美国、泰国、越南构建的多基地、多品类、全工序生产体系与全球化销售网络，使其在贸易摩擦纵深化背景下具备相较单一国内产能同行的明确比较优势。根据公司2025年年度报告披露的境内外子公司信息及生产基地建设情况，公司已在美国、泰国、越南建成生产基地，并在英国、德国、卢森堡、新加坡、澳大利亚、日本、香港等地设立销售或贸易实体；其中泰国基地承接对北美客户的本地化交付，已具备塑料制品与3D打印线材的实际生产能力，可满足“实质性改变”认定要求。同期2025年公司亚洲（除中国大陆）收入同比+296.02%，已直接反映海外产能切换对收入结构的实际拉动；公司有望在贸易壁垒纵深化与客户合规审计常态化的双重趋势中持续承接行业份额转移。

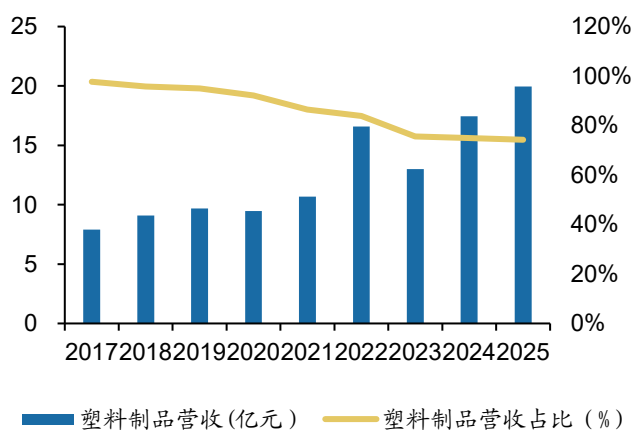
### 三、家联科技：依托稳定基本盘，打造新增成长空间

#### （一）传统业务客户资源优质，构筑坚实收入基本盘

公司在塑料餐饮具行业保持头部地位，主营业务为塑料制品，为营收基本盘。2025年，塑料制品营收为19.95亿元，同比增长14.42%，连续两年持续上涨；2017-2025年，塑料制品营收占比稳中有降，常年保持在70%以上。

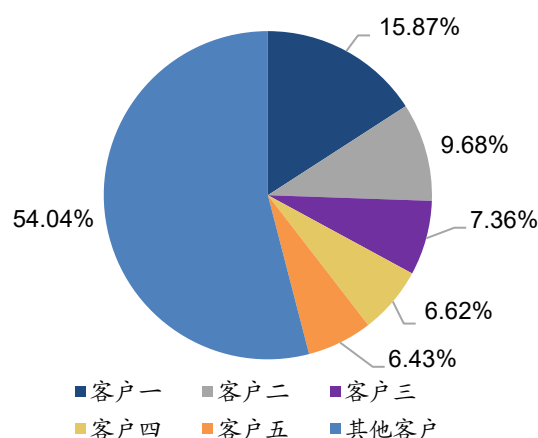
客户结构呈现“国际零售+国内连锁”双轮特征，前五大客户集中度处于合理区间。根据公司2025年年度报告，海外客户覆盖Amazon、Walmart、Costco、Sysco、Target、Metro等国际零售与餐饮渠道，国内客户深度合作蜜雪冰城、奈雪的茶、盒马等头部连锁品牌，覆盖新茶饮、咖啡、餐饮、商超等高频耗材使用场景。2025年公司前五大客户合计销售金额12.35亿元，占年度销售总额45.97%，客户集中度处于合理区间，既体现公司稳定供货能力，亦避免单一大客户依赖风险，为收入基本盘提供分散化保障。

图28：家联科技塑料制品营收及占比



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图29：2025年家联科技前五大客户销售额占比

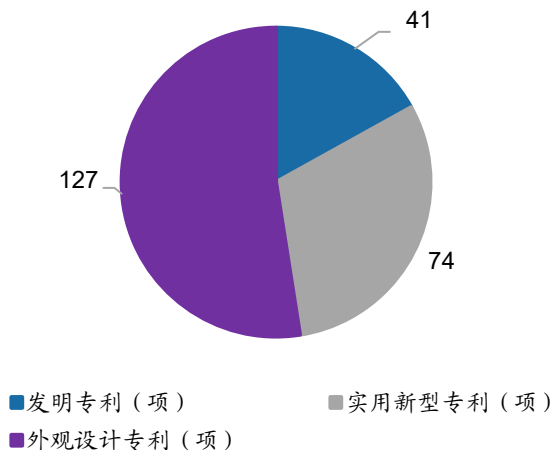


数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

#### （二）材料改性能力深厚，研发与制造优势支撑 3D 打印业务延伸

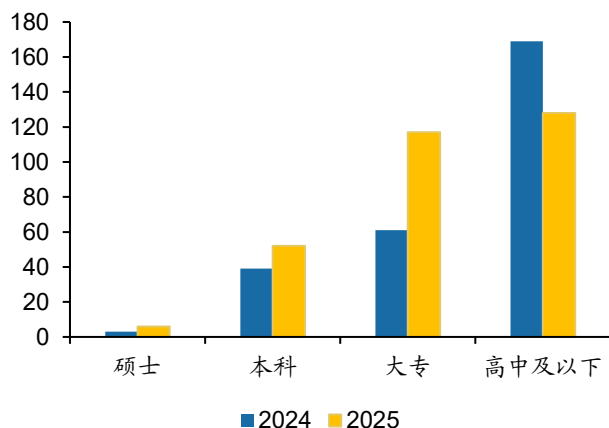
公司材料改性能力深厚，从传统餐饮具制造向生物降解材料和3D打印耗材延伸，核心支撑在于材料改性、模具开发、制造工艺和规模化品控能力。作为全国生物基全降解日用塑料制品单项冠军生产企业，公司及子公司拥有有效专利共计242项，包含发明专利41项（其中境外专利4项），实用新型专利74项，外观设计专利127项（其中境外专利14项）。主持和参与了1项国际标准、39项国家标准的制定及10项团体标准的制定，拥有突出的技术和研发水平。

图30: 家联科技242项有效专利构成



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图31: 家联科技研发团队人员结构变化情况



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

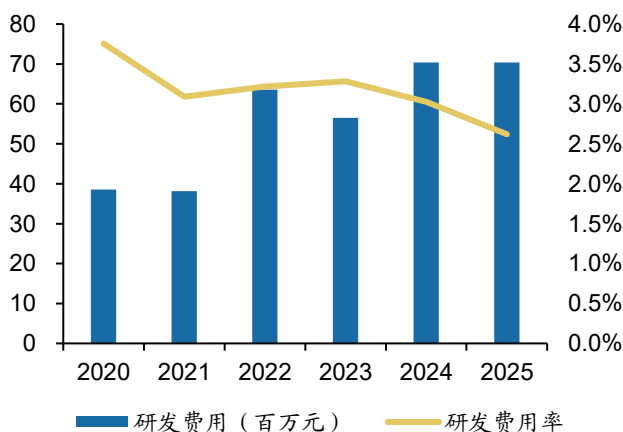
**研发人员规模与研发投入持续增长, 组织能力支撑技术体系扩展。**根据公司2025年年度报告, 截至2025年末公司研发人员303人, 较2024年末272人增加31人, 同比增长11.40%, 其中本科及以上学历研发人员58人, 较2024年的42人显著提升, 团队结构持续优化; 2025年研发投入7041万元, 与2024年7036万元基本持平, 研发费用连续三年保持稳健投入。在研项目涵盖PBAT全生物降解地膜材料、可3D打印的聚羟基脂肪酸酯改性料、生物基可降解吹瓶材料等多个方向, 从材料改性、配方开发到工艺验证形成完整研发链条, 为公司向降解材料、植物纤维及3D打印耗材等多场景延伸提供组织保障。

图32: 家联科技在研项目情况

主要研发项目
可 3D 打印的聚羟基脂肪酸酯改性料
淋膜用聚羟基脂肪酸酯PHA 改性与应用
相容剂增容 PLA 与PBAT 复合材料
用于聚乳酸纤维的改性料
低成本生物可降解膜袋改性料及膜袋
轻质 PLA 3D 打印改性料及线材
具有丝绸质感的PHA 3D 打印改性料及线材
高强度硬质 PBAT 材料及制品
高附着 PLA 淋膜材料
用于 3D 打印水溶性材料
全生物基可降解地膜材料

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图33: 家联科技研发费用及费用率情况



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

**截止目前, 公司具备从精密模具自主设计制造、生物降解材料改性研发, 到各类制品规模化生产的完整全产业链能力。**根据2025年年报, 公司依托生物降解材料改性领域的核心技术积淀, 已攻克3D打印耗材耐高温、抗冲击、高速打印适配等核心性能痛点, 通过下游客户验证并实现批量供货, 已成功切入行业头部3D打印企业供应链。

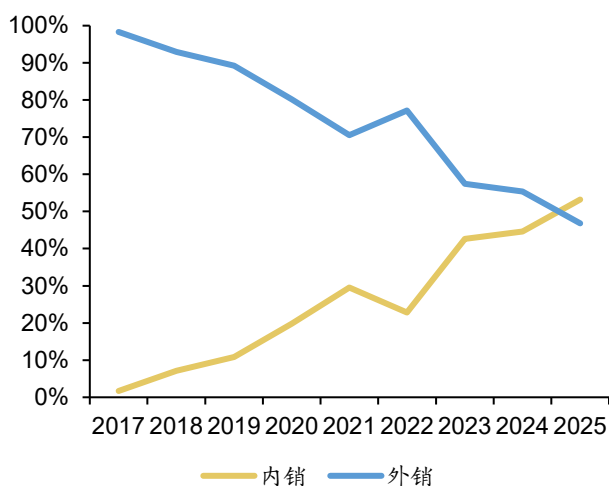
### （三）产品和营收结构持续优化，新业务放量后盈利可期

公司积极拓展国内外双市场。2025年受益于国内客户深度合作和国内餐饮茶饮连锁化趋势，内销市场突破显著，全年内销营收达到14.29亿元，同比增长37.8%，实现内销占比首次超过外销，营收结构优化。

公司坚持技术创新，推动产品结构升级，提高持续盈利能力。2017-2025年，塑料制品营收占比稳中有降，其他新型产品占比快速增长。2025年植物纤维制品实现收入1.95亿元，同比增长53.90%，收入占比提升至7.26%，增速迅猛；生物全降解制品实现收入3.31亿元，同比增长10.84%，收入占比12.30%，增长稳健。

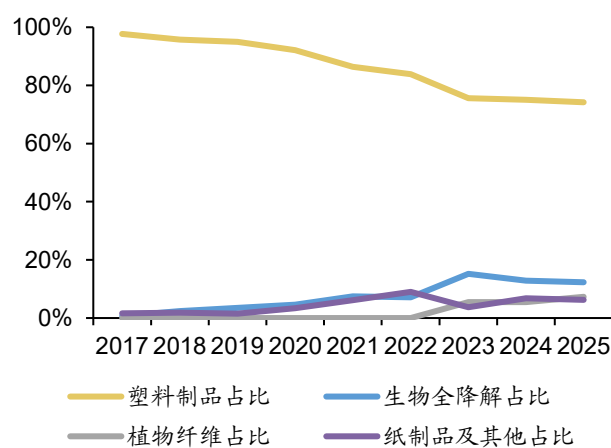
由此可见，公司凭借材料改性技术优势切入植物纤维制品及3D打印耗材这类高成长赛道，有望逐步培育新业务成为除传统塑料制品外的重要营收和利润来源，是公司未来盈利能力的重要战略增长点。

图34：家联科技内外销收入占比变化（%）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图35：家联科技产品结构占比变化（%）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

### （四）国内外基地协同合作，全球化布局打造竞争优势

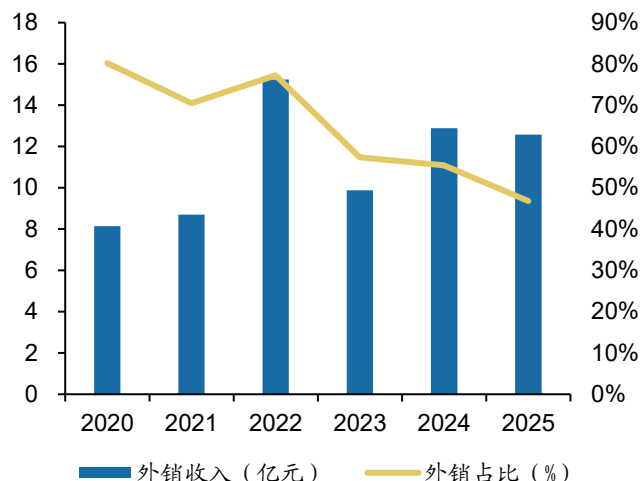
面对复杂多变的国际贸易环境，公司持续推进全球化产能布局，已在浙江、广东、广西、美国、泰国、越南等地建成多个智能化生产基地，形成覆盖亚洲和北美的全球化产能网络。相比国内基地，海外基地具备稀缺性优势，有助于应对贸易摩擦和满足海外客户需求。2020-2025年，公司外销收入占比虽总体下降，但占总营收比例仍保持中高位。2025年外销营收12.58亿元，其中北美收入9.97亿元，占比79.25%，是公司最重要的海外市场。海外基地贴近客户核心市场，更易承接订单和提高响应速度。

图36: 家联科技全球产业布局

区域	具体布局
浙江	总部、研发中心、漕浦厂区、岚山工厂等，负责核心管理、研发、制造。
广东	国内生产季度，负责配套制造。
广西	绿联工厂、植物纤维制品基地。
美国	海外业务布局，本土化服务。
泰国	海外核心制造基地、3D 打印耗材产线，负责承接海外制造。
越南	2025 年收购越南工厂，推进东南亚制造布局，进一步完善海外产能网络，提升供应链灵活性和抗风险能力

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

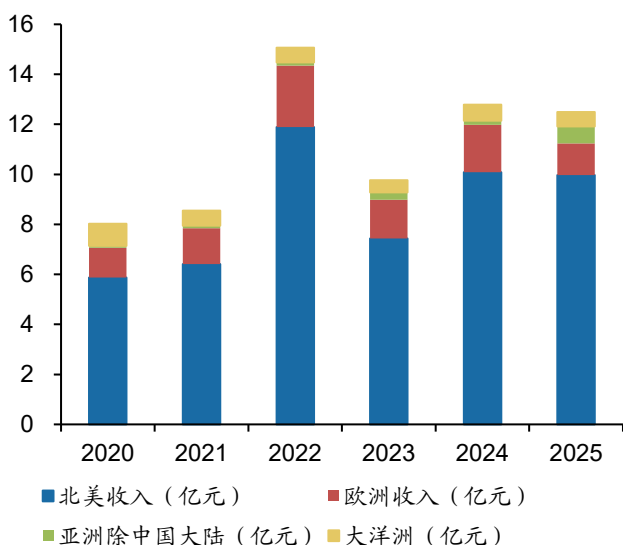
图37: 家联科技外销收入及占比情况



数据来源: iFind、广发证券发展研究中心

泰国生产基地是公司应对北美关税摩擦与贸易限制的核心海外支点。根据公司2025年年度报告，泰国基地3D打印线材产线已进入稳定生产阶段，依托海外产能布局优势，精准适配下游客户北美核心市场需求，成为新的战略增长点。根据泰国投资促进委员会(BOI)的投资促进政策，泰国家享符合BOI投资促进条件，自取得收入之日起5年内免征企业所得税，后续5年内可享受50%企业所得税减免，海外基地税收成本优势显著；同时海外基地贴近北美核心客户市场，可有效规避中美贸易摩擦对国内出口业务的直接冲击，提升订单响应速度与供应链稳定性。

图38: 家联科技外销收入分地区拆分情况



数据来源: iFind、广发证券发展研究中心

图39: 泰国BOI投资税收优惠

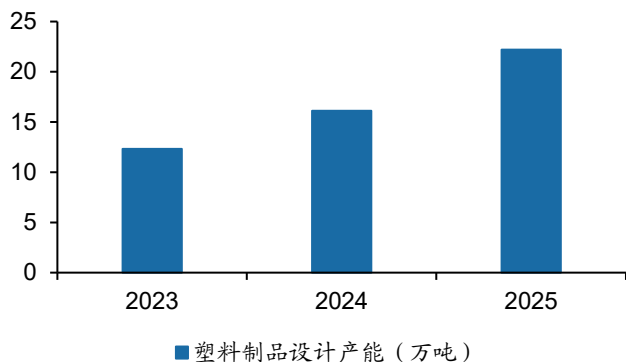
行业类别	免征企业所得税情况
A1+ : 采用高科技和创新的上游工业, 以及发展目标工业的企业。上述企业必须与教育机构或研究所合作并进行技术转移。	10-13 年, 无免税上限。
A1: 知识型产业, 以增强国家竞争力的设计和研发行业为主	8 年, 无免税上限。
A2: 发展国家基础设施行业, 具有高附加值的高科技行业, 并在泰国投资较少或者尚未有投资的项目。	8 年
A3: 对国家发展具有重要意义, 且在国内仍然投资较少的高科技行业。	5 年
A4: 技术不如 A1-A3 类, 但能增加国内原材料价值以及加强产业链发展的项目。	3 年

数据来源: 泰国投资促进委员会、广发证券发展研究中心

公司处于产能密集投放期，短期盈利承压但海外布局投入积极，公司当前处于产能密集投放期，短期盈利承压，但扩产数据体现其海外布局的投入积极性。2025年公司在泰国及国内多地同步推进生产基地建设，全年塑料制品设计产能22.19万吨，同比增长37.7%，但产能利用率仅58.13%。从中长期看，较低的产能利用率意味着

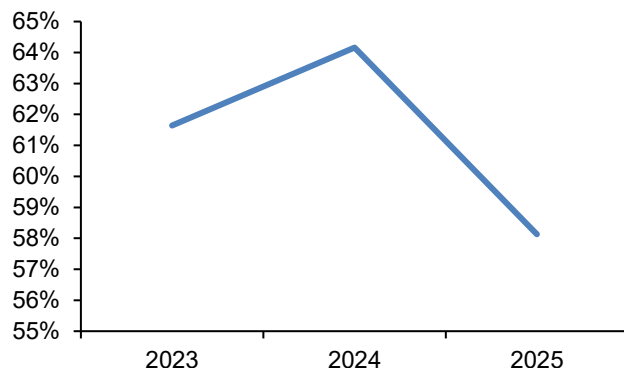
现有产能仍具备较充足的上行空间，随着订单释放和产能利用率提升，固定成本有望被持续摊薄，盈利能力具备修复弹性。

图40: 家联科技塑料制品设计产能



数据来源: iFind、广发证券发展研究中心

图41: 家联科技塑料制品产能利用率



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

### (五) 募投项目稳步推进，可转债募集资金支持产能扩张与品类升级

公司可转债募集资金重点投向植物纤维制品产能建设，募投项目落地节奏与广西基地扩产形成互补。根据公司2025年年度报告，公司向不特定对象发行可转换公司债券的募投项目为“年产10万吨甘蔗渣可降解环保材料制品项目”，旨在把握植物纤维制品市场发展机遇、完善产品矩阵、巩固行业领先地位。

募集资金管理规范、项目实施节奏审慎，符合上市公司募投项目监管要求。根据公司2025年年度报告及保荐人核查意见，截至2025年12月31日，公司尚未使用的募集资金余额约5,207.15万元；公司董事会、监事会已审议通过募集资金置换预先投入自筹资金的相关议案，募集资金的存储、置换与使用程序合规。在美加对热成型模塑纤维制品发起“双反”调查的不利环境下，公司在年度报告中明确将根据调查进展、贸易政策与市场需求变化审慎把控募投项目的投资建设节奏与产能释放进度，必要时灵活调整产品结构以匹配国内市场及其他海外市场需求。

表6: 公司募投项目情况

募投项目相关内容	具体情况
发行可转换公司债券的募投项目“年产 10 万吨甘蔗渣可降解环保材料制品项目”。	施旨在把握植物纤维制品市场发展机遇，完善公司产品矩阵，巩固行业领先地位。 受美国及加拿大对国内热成型模塑纤维制品发起的反倾销反补贴调查，对植物纤维制品行业的出口环境带来了重大不确定性。
公司尚未使用的募集资金余额约 5,207.15 万元	经中国证券监督管理委员会《关于同意宁波家联科技股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券的批复》（证监许可〔2023〕2602 号）同意注册，公司向不特定对象发行可转换公司债券 7,500,000 张，发行价格为每张人民币 100 元，募集资金总额为人民币 750,000,000.00 元，扣除各项发行费用（不含增值税进项税额）合计人民币 6,143,886.79 元后，实际募集资金净额为人民币 743,856,113.21 元。以上募集资金已于 2023 年 12 月 28 日划至公司指定账户。天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对公司本次向不特定对象发行可转换公司债券的资金到位情况进行了审验，并于 2023 年 12 月 28 日出具了天职业字[2023]54463 号《验资报告》。截至 2025 年 12 月 31 日，本公司累计使用募集资金金额为人民币 55,901.29 万元，尚未使用的募集资金总额为 5,207.15 万元

数据来源: 公司年报，广发证券发展研究中心

## （六）国家级绿色工厂与单项冠军资质，对接国际客户绿色采购体系

公司在绿色制造与单项冠军资质方面拥有官方背书，具备承接国际客户绿色采购的体系化能力。根据公司2025年年度报告，公司为国家高新技术企业、国家级绿色工厂、全国生物基全降解日用塑料制品单项冠军产品生产企业。绿色工厂认证要求企业在用地集约化、生产洁净化、废物资源化、能源低碳化等环节符合系统化指标体系，单项冠军资质则体现公司在生物基全降解日用塑料制品细分领域的市场份额与技术优势，两类资质共同构成国际客户对接的官方信用背书。此外，根公司广泛选用全电动注塑机等行业领先设备，相较传统设备具备更低能耗、更高精度与更优清洁度优势。

绿色制造体系与下游客户ESG要求高度契合，构成公司客户黏性的隐性增量。Amazon、Walmart、Costco、Target、Sysco、Metro等国际零售与餐饮客户近年来普遍强化供应商ESG审计与可持续采购要求，国内蜜雪冰城、奈雪的茶、盒马等头部连锁品牌亦在原材料、包装环节加快绿色化升级。家联科技凭借国家级绿色工厂、单项冠军、绿色认证产品与可追溯供应链能力，可在客户ESG审计、可持续采购评级与绿色品类切换中获得相对优势，进一步提升核心客户的合作深度与黏性。

表7：公司主要产品资质情况

对应主要产品	专利技术及相关资质情况
塑料制品	截至报告期末，公司拥有授权专利 136 项，其中发明专利 12 项，实用新型专利 35 项，处于行业领先地位。公司为全球塑料餐饮具制造行业的领先企业，国家高新技术企业、国家知识产权示范企业、省级高新技术企业研发中心、浙江省企业技术中心、浙江省企业研究院等。公司主持或参与起草了三十余项国际标准和国家标准。
生物全降解材料制品	截至报告期末，公司拥有授权专利 50 项，其中发明专利 22 项，实用新型专利 10 项。公司是全国生物基全降解日用塑料制品单项冠军产品的生产企业、国家绿色工厂及国家绿色产品企业，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，

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

## 四、盈利预测和投资建议

收入，2024-2025年公司营业收入分别为23.26/26.87亿元，YOY分别为+35.2%/+15.5%，2024年收入高增主要受益于外销客户订单恢复及内销市场拓展，2025年增速放缓主要因北美及欧洲市场外销订单减少。预计2026-2028年公司营业收入分别为38.14/55.83/69.49亿元，YOY分别为+41.9%/+46.4%/+24.5%，收入高增的核心驱动力来自3D打印耗材业务的高速增长及植物纤维制品的持续放量。分品类看：（1）**塑料制品**：2024-2025年收入17.44/19.95亿元，YOY+34.0%/+14.4%，2024年增长主要受益于外销客户订单恢复及内销市场拓展，2025年增速放缓主要因北美及欧洲市场外销订单减少；预计2026-2028年收入21.00/26.00/29.90亿元，YOY+5.3%/+23.8%/+15.0%，假设依据为公司塑料制品产能利用率仍处于较低水平，2025年仅58.13%，随着产能利用率逐步提升及内销客户持续拓展，收入保持稳健增长；（2）**生物全降解材料制品**：2024-2025年收入2.98/3.31亿元，YOY+13.6%/+10.8%，增长主要受益于限塑政策推进及下游环保需求提升；预计2026-2028年收入11.44/21.95/29.74亿元，YOY+246.1%/+91.9%/+35.5%，假设依据为公司依托生物降解材料改性技术积淀切入3D打印耗材赛道，泰国基地已实现批量供货并进入头部客户供应链，3D打印耗材成为该品类收入高速增长的核心驱动力；（3）**植物纤维制品**：2024-2025年收入1.27/1.95亿元，YOY+35.0%/+53.9%，增长主要受益于广西基地产能释放及收购整合浙江家得宝后的品类拓展；预计2026-2028年收入3.90/5.90/7.67亿元，YOY+99.8%/+51.3%/+30.0%，假设依据为广西基地产能持续释放及植物纤维产品在餐饮茶饮客户中的渗透率提升；（4）**纸制品及其他**：2024-2025年收入1.58/1.66亿元，YOY+146.7%/+5.6%，2024年高增主要因2023年基数较低；预计2026-2028年收入1.80/1.98/2.18亿元，YOY+8.0%/+10.0%/+10.0%，假设依据为该品类体量较小，增长相对平稳。

毛利率：2024-2025年公司整体毛利率分别17.6%/13.2%，同比-4.4pct，下滑主要系产能密集投放期固定成本摊薄不足，外销量下滑导致单位固定制造成本上升，制造费用占营业成本比重从2024年的16.72%上升至20.12%。预计2026-2028年整体毛利率分别16.2%/17.4%/18.0%，呈逐年改善趋势，主要受益于产能利用率提升带来的固定成本摊薄及高毛利产品占比提升。分品类看：（1）**塑料制品**：2024-2025年毛利率19.0%/13.9%，同比-5.1pct，下滑主要因外销订单减少导致产能利用率不足、固定成本摊薄不充分；预计2026-2028年毛利率维持在16%水平，假设依据为塑料制品市场竞争加剧，毛利率修复节奏偏慢；（2）**生物全降解材料制品**：2024-2025年毛利率22.3%/19.9%，同比-2.4pct；预计2026-2028年毛利率22%/23%/23.5%，假设依据为3D打印耗材附加值较高，但初期以价换量策略下毛利率提升幅度相对温和；（3）**植物纤维制品**：2024-2025年毛利率10.4%/4.0%，同比-6.4pct，毛利率偏低主要系产能爬坡初期固定成本较高；预计2026-2028年毛利率7%/8%/9%，假设依据为产能利用率提升带动成本摊薄，但行业竞争限制了毛利率修复空间；（4）**纸制品及其他**：2024-2025年毛利率-1.0%/1.6%；预计2026-2028年毛利率2%/3%/3%，假设依据为该品类体量较小，毛利率维持低位平稳。

**表8: 营收拆分 (单位: 百万元)**

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>塑料制品</b>					
收入	1744	1995	2100	2600	2990
增长率 (%)	34.02%	14.43%	5.25%	23.80%	15.00%
毛利率 (%)	19.03%	13.94%	16.00%	16.00%	16.00%
<b>生物全降解材料制品</b>					
收入	298	331	1144	2195	2974
增长率 (%)	13.65%	10.84%	246.10%	91.90%	35.50%
毛利率 (%)	22.31%	19.90%	22.00%	23.00%	23.50%
<b>植物纤维制品</b>					
收入	127	195	390	590	767
增长率 (%)	35.05%	53.90%	99.80%	51.30%	30.00%
毛利率 (%)	10.37%	4.02%	7.00%	8.00%	9.00%
<b>纸制品及其他</b>					
收入	158	166	180	198	218
增长率 (%)	146.69%	5.65%	8.00%	10.00%	10.00%
毛利率 (%)	-1.02%	1.63%	2.00%	3.00%	3.00%
<b>合计</b>					
收入	2327	2687	3814	5583	6949
增长率 (%)	35.16%	15.53%	41.91%	46.39%	24.47%
毛利率 (%)	17.62%	13.19%	16.22%	17.45%	18.03%

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

**费用率:** (1) **销售费用率:** 2024-2025年销售费用率5.1%/5.2%, 基本持平; 预计2026-2028年销售费用率5.1%/4.9%/4.9%, 公司销售投入与收入增长基本保持同步 (2) **管理费用率:** 2024-2025年管理费用率6.4%/8.8%, 同比+2.4pct, 上升主要因海外组织架构扩大、管理人员增加; 预计2026-2028年管理费用率回落至5.3%/5.2%/5.2%水平, 公司聚焦降本增效, 海外组织架构趋于稳定, 管理费用率回归常态。 (3) **研发费用率:** 2024-2025年研发费用率3.0%/2.6%, 下降主要因收入增速快于研发投入增速; 预计2026-2028年研发费用率2.6%/2.5%/2.5%, 公司持续投入3D打印耗材等新产品研发, 研发投入随收入规模扩大逐步增加。

综上, 预计2026-2028年公司营业收入分别为38.14/55.83/69.49亿元, YOY分别为+41.9%/+46.4%/+24.5%; 归母净利润分别为1.25/2.40/3.08亿元, 2027-2028年同比分别为+92.0%/+28.5%; EPS分别为0.52/1.01/1.29元/股。可比公司估值分化较大, 浙江众成利润基数偏低且积极拓展高阻隔膜等新业务, 市场给予一定转型预期溢价, PE相对较高; 众鑫股份主营植物纤维模塑餐饮具, 直接受益限塑政策且盈利增速快, 估值相对合理; 华信新材以智能卡基材为主业, 向生物基环保材料转型中, PE居中。考虑到家联科技依托生物降解材料技术积淀切入3D打印耗材赛道, 新业务高速增长前景可期, 叠加产能利用率提升带来较大利润弹性, 参考可比公司估值水平, 给予公司2026年48倍PE估值, 合理价值25.16元/股, 给予"买入"评级。

**表9：可比公司估值情况（20260525）**

公司名称	公司代码	市值(亿元)	EPS (元/股)			PE		
			2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E
华信新材	300717.SZ	20.96	0.54	0.62	0.85	35.55	32.81	23.86
众鑫股份	603091.SH	78.09	2.60	5.60	7.43	30.42	13.64	10.28
浙江众成	002522.SZ	61.05	0.06	0.08	0.09	87.68	84.25	74.89

数据来源：IFIND，广发证券发展研究中心；备注：盈利预测来自 IFIND 一致预测

## 五、风险提示

### （一）新业务放量不及预期

3D打印耗材为收入预测核心增量，依赖少数头部客户订单集中放量与泰国、国内产线同步投产，若客户拓展或产能爬坡节奏放缓，收入目标兑现将显著承压。

### （二）贸易摩擦加剧

美国对热成型模塑纤维制品发起双反调查，直接影响广西募投项目对美、对加出口业务，公司外销收入2025年占比47%，北美为最大海外市场，若贸易限制措施扩展至其他品类或市场，出口业务面临进一步收缩压力。

### （三）盈利能力波动

公司2025年由盈转亏，塑料制品产能利用率仅58%，固定成本无法有效摊薄，叠加海外基地投入推高管理与财务费用，短期内收入增长与利润改善存在错配，盈利修复节奏存在不确定性。

### （四）管理层变动与股东减持

总经理任期未满辞职，公司正在招募新负责人，总经理阶段性空缺可能影响广西基地产能爬坡与客户拓展节奏。第二大股东2025年实施完成一轮减持，对公司影响存在一定不确定性。

**资产负债表**

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产总额</b>	<b>1,344</b>	<b>1,522</b>	<b>1,901</b>	<b>2,760</b>	<b>3,659</b>
货币资金	407	268	267	436	805
应收及预付	391	498	637	930	1,157
存货	448	652	893	1,288	1,592
其他	98	105	105	105	105
<b>非流动资产总额</b>	<b>3,206</b>	<b>4,018</b>	<b>4,081</b>	<b>4,091</b>	<b>4,052</b>
长期股权投资	4	4	4	4	4
固定资产	1,794	2,970	3,051	3,079	3,055
在建工程	757	389	384	377	372
使用权资产	18	20	20	20	20
无形资产	383	387	375	364	354
其他	249	247	247	247	247
<b>资产总额</b>	<b>4,549</b>	<b>5,540</b>	<b>5,982</b>	<b>6,851</b>	<b>7,711</b>
<b>流动负债总额</b>	<b>1,191</b>	<b>1,875</b>	<b>2,178</b>	<b>2,848</b>	<b>3,433</b>
短期借款	108	284	173	162	224
应付及预收	851	1,120	1,535	2,214	2,737
其他	231	471	471	472	473
<b>非流动负债总额</b>	<b>1,530</b>	<b>1,952</b>	<b>1,952</b>	<b>1,952</b>	<b>1,952</b>
长期借款	786	1,194	1,194	1,194	1,194
应付债券	593	586	586	586	586
其他	152	173	173	173	173
<b>负债总额</b>	<b>2,721</b>	<b>3,827</b>	<b>4,130</b>	<b>4,800</b>	<b>5,385</b>
股本	192	195	238	238	238
其他	1,499	1,405	1,530	1,769	2,077
归母权益合计	1,691	1,600	1,768	2,007	2,315
少数股东权益	138	113	84	44	11
<b>负债和股东权益</b>	<b>4,549</b>	<b>5,540</b>	<b>5,982</b>	<b>6,851</b>	<b>7,711</b>

**利润表**

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	<b>2,326</b>	<b>2,687</b>	<b>3,814</b>	<b>5,583</b>	<b>6,949</b>
营业成本	1,916	2,333	3,195	4,609	5,696
营业税金及附加	18	20	27	40	50
销售费用	118	139	194	274	339
管理费用	149	235	200	288	358
研发费用	70	70	97	142	176
财务费用	45	66	2	19	17
资产信用减值损失	-28	-95	-21	-20	-32
公允价值变动收益	0	114	0	0	0
投资收益	-1	-2	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>53</b>	<b>-135</b>	<b>105</b>	<b>220</b>	<b>309</b>
营业外收支	-9	-3	0	0	0
利润总额	44	-138	105	220	309
所得税费用	-1	-25	9	20	34
<b>合并净利润</b>	<b>45</b>	<b>-113</b>	<b>96</b>	<b>200</b>	<b>275</b>
少数股东损益	-12	-37	-29	-40	-33
<b>归母净利润</b>	<b>57</b>	<b>-76</b>	<b>125</b>	<b>240</b>	<b>308</b>
EPS (元/股)	0.30	-0.39	0.52	1.01	1.29

**现金流量表**

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>339</b>	<b>113</b>	<b>665</b>	<b>774</b>	<b>902</b>
合并净利润	45	-113	96	200	275
折旧摊销	226	313	472	523	575
营运资金变动	53	-122	22	-21	-33
其他	0	0	0	0	0
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1,094</b>	<b>-945</b>	<b>-532</b>	<b>-542</b>	<b>-542</b>
资本性开支	-1,091	-933	-519	-519	-519
投资	0	0	0	0	0
其他	-4	-11	-13	-23	-23
<b>融资活动现金流净额</b>	<b>153</b>	<b>737</b>	<b>-123</b>	<b>-63</b>	<b>8</b>
股本融资	0	0	43	0	0
债权融资	248	694	-111	-11	62
股利分配与偿付利息	-60	-38	-55	-53	-54
其他	-35	81	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	<b>-590</b>	<b>-92</b>	<b>10</b>	<b>169</b>	<b>368</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>939</b>	<b>349</b>	<b>257</b>	<b>267</b>	<b>436</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>349</b>	<b>257</b>	<b>267</b>	<b>436</b>	<b>805</b>

**主要财务比率**

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长率	35.2%	15.5%	41.9%	46.4%	24.5%
营业利润增长率	147.8%	-354.0%	-177.6%	110.1%	40.4%
归母净利增长率	25.7%	-	-	92.0%	28.5%
<b>获利能力</b>					
毛利率	17.6%	13.2%	16.2%	17.4%	18.0%
净利率	2.0%	-4.2%	2.5%	3.6%	4.0%
ROE	3.4%	-4.7%	7.1%	11.9%	13.3%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	59.8%	69.1%	69.0%	70.1%	69.8%
有息负债率	32.7%	37.2%	32.6%	28.3%	26.0%
流动比率	1.1	0.8	0.9	1.0	1.1
利息保障倍数	1.3	-1.1	2.3	4.9	6.7
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	7.1	6.6	6.6	6.6	6.6
存货周转率	4.3	3.6	3.6	3.6	3.6
应付账款周转率	5.5	3.6	3.6	3.6	3.6
<b>每股指标</b>					
每股收益	0.30	-0.39	0.52	1.01	1.29
每股净资产	8.81	8.20	7.43	8.44	9.73
每股经营现金流	1.77	0.58	2.80	3.25	3.79
<b>估值比率</b>					
PE	55.7	-	46.1	24.0	18.7
PB	1.9	2.6	3.3	2.9	2.5
EV/EBITDA	13.8	26.0	12.4	9.3	7.4

## 广发造纸轻工行业研究小组

曹倩雯：联席首席分析师，北京大学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。

李悦瑜：资深分析师，悉尼大学硕士，2023年加入广发证券，曾任职于德邦基金管理有限公司，1年证券行业研究经验。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。  
 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。  
 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。  
 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。  
 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。  
 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 47楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81 号广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券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广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，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、刊登、转载和引用者承担。