

## 高增长收官, 可降解制品成长可期

### 投资要点

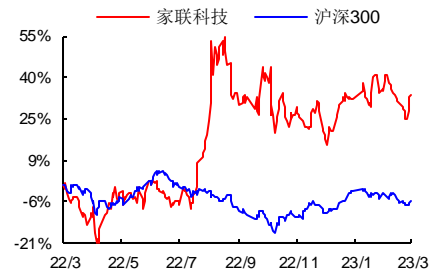
- **业绩摘要:** 公司发布年报。2022年公司实现营收19.8亿元(+60.1%);实现归母净利润1.8亿元(+151.7%);实现扣非净利润1.6亿元(+200.2%)。单季度来看,2022Q4公司实现营收4亿元(+20.5%);实现归母净利润0.3亿元(+55.1%);实现扣非后归母净利润0.3亿元(+189.5%),业绩表现靓丽。
- **Q4毛利率显著提升,盈利能力显著改善。**报告期内,公司整体毛利率为22.2%,同比+4.2pp;其中22Q4毛利率为23.8%,同比+9.7pp。得益于原材料价格下降、生产效率提高和汇率贬值,毛利率同比改善。分产品看,塑料制品毛利率为22.7%(+5.3pp),生物全降解制品毛利率23.4%(+0.8pp),纸制品及其他毛利率17.1%(-4pp)。分区域看,外销毛利率23.9%(+5.4pp),内销毛利率16.6%(-0.4pp)。外销毛利率快速上升,主要由于外销订单大幅上涨,且受益于人民币贬值;内销毛利率相对稳定。费用率方面,公司总费用率为12%,同比-0.9pp,主要由于财务费用率下降,销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为5%/4.7%/-0.8%/3.2%,同比-0.1pp/+1pp/-1.9pp/+0.1pp。2022年公司利息收入增加且汇兑收益增加,财务费用率有所减少;此外由于本年度并表收购公司家得宝,管理人员工资及专业服务费用增加,管理费用率有所增加。综合来看,公司净利率为9.1%,同比+3.3pp;单Q4净利率为8.8%,同比+2pp,全年盈利能力显著改善。经营活动现金流量净额为6.5亿元,较上期增长504.1%,现金流充裕;应收账款为2.3亿元,同比增长54.1%,主要由于公司业务规模扩大,占营收比增加0.7pp。
- **塑料制品增长亮眼,全降解及纤维产品占比提升。**从品类来看,2022年塑料制品营收达到16.6亿元,同比增长55.4%,营收占比为83.9%(同比-2.5pp),主要得益于海外餐饮需求修复,餐饮具订单旺盛。生物全降解制品营收为1.4亿元,同比增长52.4%,营收占比为7.1%(同比-0.4pp)。纸制品及其他营收为1.8亿元,同比增长135.9%,营收占比达9%(同比+2.9pp)。全降解及纤维制品营收增长,一方面由于公司收购甘蔗纤维制品厂商家得宝,在报告期内进行技改增效,产能快速爬坡;另一方面国内茶饮客户订单放量,公司在可降解制品大客户的供应份额持续提升。中长期来看,公司产能储备充足,1)家居用品方面,通过收购美国家居用品公司Sumter Easy Home,以及使用超募资金投入年产12万吨生物降解材料及制品、家居用品项目,进军家居用品赛道,进一步完善公司产品线。2)可降解制品方面,IPO募投项目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预计将增加1.6万吨生物降解材料制品;拟发行可转债用于年产10万吨甘蔗渣可降解环保材料制品项目,预计于23-24年投产;收购浙江家得宝,进一步切入植物纤维制品领域,全降解产品矩阵进一步丰富,规模效应进一步显现。
- **外销营收高增长,客户集中度风险逐年下降。**从销售区域来看,2022年外销营收达15.3亿元,同比增长75.3%,营收占比达77.2%(+6.7pp),主要得益于海外疫情管控放开,进一步推动餐饮具需求,同时公司在提升原有客户份额的同时积极拓展新客户渠道,带动外销营收整体提升。内销营收为4.5亿元,同比增长23.8%,营收占比为22.8%(-6.7pp),主要得益于公司凭借丰富产品线和

### 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:zht@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)	1.20
流通A股(亿股)	0.57
52周内股价区间(元)	21.79-42.81
总市值(亿元)	44.23
总资产(亿元)	20.65
每股净资产(元)	11.32

### 相关研究

1. 家联科技(301193):拟发行转债建设甘蔗渣项目,夯实产能优势(2022-12-26)
2. 家联科技(301193):内外销需求旺盛,盈利能力持续修复(2022-10-27)
3. 家联科技(301193):营收净利均超预期,可降解制品前景广阔(2022-08-23)
4. 家联科技(301193):塑料餐具优质制造商,生物降解制品前景广阔(2022-07-24)

良好的生产响应能力，把握了蜜雪冰城、喜茶等新式茶饮客户的机遇，同时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。2023年伴随国内消费场景修复，内销有望维持较快增长。2022年公司积极开拓新客户，前五大客户营收为8.3亿元，营收占比为42.2%，同比下降7.4pp，新客户逐渐贡献重要收入增长。

- **盈利预测与投资建议：**预计2023-2025年EPS分别为2.02元、2.65元、3.39元，对应PE分别为18倍、14倍、11倍，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；相关项目进展不及预期的风险；产能释放不及预期的风险。



指标年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1976.02	2472.80	3013.10	3664.83
增长率	60.08%	25.14%	21.85%	21.63%
归属母公司净利润(百万元)	179.22	242.31	317.77	406.56
增长率	151.72%	35.20%	31.14%	27.94%
每股收益EPS(元)	1.49	2.02	2.65	3.39
净资产收益率ROE	10.47%	12.60%	14.18%	15.36%
PE	25	18	14	11
PB	2.93	2.52	2.13	1.78

数据来源：Wind，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1976.02	2472.80	3013.10	3664.83	净利润	175.64	242.31	317.77	406.56
营业成本	1536.56	1922.09	2319.43	2800.13	折旧与摊销	106.23	117.15	122.86	126.03
营业税金及附加	8.04	12.24	14.11	16.99	财务费用	-16.50	-4.64	-16.68	-24.70
销售费用	98.14	116.22	138.60	164.92	资产减值损失	-7.18	0.00	0.00	0.00
管理费用	92.65	168.15	216.94	267.53	经营营运资本变动	424.29	-47.67	85.79	10.11
财务费用	-16.50	-4.64	-16.68	-24.70	其他	-28.84	4.46	-0.71	1.79
资产减值损失	-7.18	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>653.65</b>	<b>311.61</b>	<b>509.03</b>	<b>519.80</b>
投资收益	7.32	0.00	0.00	0.00	资本支出	-574.32	-60.00	-40.00	-40.00
公允价值变动损益	-0.09	-0.06	-0.07	-0.06	其他	87.95	-0.06	-0.07	-0.06
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-486.37</b>	<b>-60.06</b>	<b>-40.07</b>	<b>-40.06</b>
<b>营业利润</b>	<b>187.77</b>	<b>258.68</b>	<b>340.63</b>	<b>439.90</b>	短期借款	-66.18	-184.39	0.00	0.00
其他非经营损益	4.67	10.64	10.41	9.53	长期借款	50.51	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>192.44</b>	<b>269.32</b>	<b>351.04</b>	<b>449.43</b>	股权融资	-0.40	0.00	0.00	0.00
所得税	16.81	27.01	33.27	42.86	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	175.64	242.31	317.77	406.56	其他	-357.99	-5.08	16.68	24.70
少数股东损益	-3.58	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-374.05</b>	<b>-189.47</b>	<b>16.68</b>	<b>24.70</b>
归属母公司股东净利润	179.22	242.31	317.77	406.56	<b>现金流量净额</b>	<b>-196.27</b>	<b>62.09</b>	<b>485.64</b>	<b>504.43</b>
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	754.63	816.71	1302.36	1806.78	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	298.80	378.26	459.08	554.14	销售收入增长率	60.08%	25.14%	21.85%	21.63%
存货	302.10	499.44	531.04	685.40	营业利润增长率	227.55%	37.76%	31.68%	29.14%
其他流动资产	16.55	20.71	25.23	30.69	净利润增长率	146.69%	37.96%	31.14%	27.94%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	87.35%	33.76%	20.37%	21.13%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	997.90	972.69	921.77	867.67	毛利率	22.24%	22.27%	23.02%	23.59%
无形资产和开发支出	402.07	374.48	346.88	319.28	三费率	8.82%	11.31%	11.25%	11.13%
其他非流动资产	141.21	136.87	132.54	128.20	净利率	8.89%	9.80%	10.55%	11.09%
<b>资产总计</b>	<b>2913.25</b>	<b>3199.16</b>	<b>3718.89</b>	<b>4392.17</b>	ROE	10.47%	12.60%	14.18%	15.36%
短期借款	184.39	0.00	0.00	0.00	ROA	6.03%	7.57%	8.54%	9.26%
应付和预收款项	706.29	920.06	1090.46	1319.01	ROIC	12.23%	14.84%	18.95%	24.61%
长期借款	122.31	122.31	122.31	122.31	EBITDA/销售收入	14.04%	15.01%	14.83%	14.77%
其他负债	222.24	233.68	265.23	303.41	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1235.23</b>	<b>1276.05</b>	<b>1478.01</b>	<b>1744.73</b>	总资产周转率	0.79	0.81	0.87	0.90
股本	120.00	120.00	120.00	120.00	固定资产周转率	2.86	2.68	3.26	4.15
资本公积	976.48	976.48	976.48	976.48	应收账款周转率	10.26	9.14	8.82	8.93
留存收益	416.85	659.16	976.93	1383.49	存货周转率	4.85	4.75	4.47	4.58
归属母公司股东权益	1510.55	1755.64	2073.41	2479.97	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	100.95%	—	—	—
少数股东权益	167.47	167.47	167.47	167.47	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1678.02</b>	<b>1923.11</b>	<b>2240.88</b>	<b>2647.44</b>	资产负债率	42.40%	39.89%	39.74%	39.72%
负债和股东权益合计	2913.25	3199.16	3718.89	4392.17	带息债务/总负债	24.83%	9.59%	8.28%	7.01%
					流动比率	1.33	1.60	1.82	2.00
					速动比率	1.04	1.13	1.40	1.55
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.49	2.02	2.65	3.39
					每股净资产	12.59	14.63	17.28	20.67
					每股经营现金	5.45	2.60	4.24	4.33
					每股股利	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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 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：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

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
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	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
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@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
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	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