

波兰工厂逐步投产，助力公司全球化布局

聚胶股份 (301283.SZ)

核心观点

公司主营卫材热熔胶，依托产品的性价比优势持续抢占外资份额，持续进行国产替代。2021-2022 年受到于海运价格影响，盈利能力有所下滑，未来随海运费价格下降，公司盈利能力有望得到恢复。同时，公司波兰基地的产能释放有望帮助公司突破产能瓶颈，实现全球产业链布局，打开业绩增长新空间。

事件

2023 年 4 月 25 日公司发布 2022 年年报及 2023 年第一季度报告，2022 年公司实现营收 13.51 亿元，同比增加 28.18%，归母净利润 0.87 亿元，同比增加 59.37%；2023 年 Q1 公司实现营收 3.85 亿元，同比增加 24.10%，归母净利润 0.15 亿元，同比增加 24.65%。随着公司 IPO 募投项目的投产，产能有望持续提升，业绩成长空间广阔。

简评

海运价格下降，盈利能力有望恢复

公司营业收入持续稳定增长，2022 年公司实现营收 13.51 亿元，同比增加 28.18%，归母净利润 0.87 亿元，同比增加 59.37%。近年来受运输费用上行以及原材料成本高涨，公司 ROE 和净利润下滑严重。随着海运价格逐渐回落，公司毛利提升，2022 年毛利率为 15.67%，同比增加 2.06%，未来海运费价格下降，公司盈利能力有望恢复。

注重研发创新，优异产品质量助力公司打入下游大客户

公司重视研发创新，研发投入持续增长，2022 年研发费用达 5433.02 万元，同比增长 64.85%，技术水平及产品质量领先同行，新产品新一代尿显胶、生物可降解热熔胶已分别在部分客户陆续完成试机。凭借优异的产品质量和全方位的技术服务优势，公司在产品、技术与服务等方面获得海外认可，已与金佰利、恒安国际等国际大客户建立了深度合作关系，新进入了宝洁、日本大王等下游主流品牌供应链。

公司国内市场龙头地位凸显，未来有望持续开拓海外市场

公司已成为行业内四大主要的卫材热熔胶提供商之一。在国内市

维持

买入

卢昊

luhaobj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100005

发布日期：2023 年 05 月 04 日

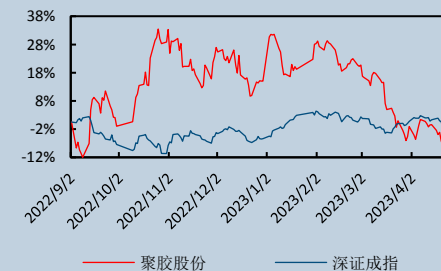
当前股价：42.59 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

| 1 个月 | 3 个月 | 12 个月 |
|----------------|---------------|-------------|
| -7.61/-7.27 | -23.58/-23.90 | / |
| 12 月最高/最低价 (元) | | 62.40/41.07 |
| 总股本 (万股) | | 8,000.00 |
| 流通 A 股 (万股) | | 2,000.00 |
| 总市值 (亿元) | | 34.07 |
| 流通市值 (亿元) | | 8.52 |
| 近 3 月日均成交量 (万) | | 49.78 |
| 主要股东 | | |
| 广州聚胶企业管理有限公司 | | 16.20% |

股价表现



相关研究报告

- 2022-09-19 【中信建投化学制品】聚胶股份 (301283):国内卫材热熔胶龙头企业，业绩进入高速成长期（更新）
- 2022-09-16 【中信建投化学制品】聚胶股份 (301283):国内卫材热熔胶龙头企业，业绩进入高速成长期

场，公司成功实现进口替代，成为国内规模最大的卫材热熔胶生产企业之一；海外市场方面，目前汉高、富乐与波士胶三家供应商仍然占据主导，市占率大约 70%，公司目前尚处于发展初期阶段，为了保证海外市场的发展，公司目前在欧洲建立了卫材热熔胶生产和技术服务基地，在土耳其设立了技术服务实验室，在满足欧洲区域市场需求的同时，将服务范围进一步扩大至美洲、中东以及非洲地区。随着公司在海外市场的布局，进一步提升公司的成长空间。

波兰工厂投产、广州新工厂建设，助力公司全球化布局以及突破产能瓶颈

为缓解产能约束问题，公司在广州和波兰海内外基地进行布局，包含波兰工厂年产 6.1 万吨，广州新工厂年产 12 万吨。目前波兰项目已于 2022 年 10 月建设完成，广州基地预计 2024 年 Q1 投产。待募项目全部投产后，公司热熔胶产能将大幅提升，突破产能瓶颈。同时波兰基地项目聚焦欧美等国际市场，有望实现更低的运输成本、更高的运输效率，更好的打进下游客户供应链体系，推动公司的海外市场份额持续扩大。

盈利预测与估值：预计公司 2023、2024、2025 年分别实现归母净利润 1.56 亿元、2.12 亿元、2.71 亿元，对应 EPS 分别为 1.95 元、2.65 元、3.39 元，对应 PE 分别为 21.9X、16.1X、12.6X。

风险提示：1、市场竞争格局冲击风险：龙头汉高、富乐、波士胶存在潜在扩产可能性，且热熔胶行业客户认证周期长，公司可能面临竞争失败风险，难以不断抢占新客户和市场份额；2、原材料价格波动风险：公司原材料成本占比较高，原材料价格大幅上涨将导致公司利润被侵占，盈利能力下降；3、募投项目产能投放不及预期风险：国际市场的政治环境、经济政策、竞争格局、区域冲突、突发事件等因素可能影响公司波兰基地产能投放，导致募投项目效益不足预期，产能不能充分释放。

图表 1：预测和比率

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 1,054 | 1,351 | 1,848 | 2,342 | 2,849 |
| YOY(%) | 19.9 | 28.2 | 36.8 | 26.7 | 21.6 |
| 净利润(百万元) | 55 | 87 | 156 | 212 | 271 |
| YOY(%) | -31.2 | 59.4 | 78.3 | 36.1 | 28.1 |
| 毛利率(%) | 13.6 | 15.7 | 16.1 | 16.6 | 17.1 |
| 净利率(%) | 5.2 | 6.5 | 8.4 | 9.0 | 9.5 |
| ROE(%) | 15.4 | 6.1 | 10.1 | 12.1 | 13.5 |
| EPS(摊薄/元) | 0.91 | 1.09 | 1.95 | 2.65 | 3.39 |
| P/E(倍) | 46.7 | 39.0 | 21.9 | 16.1 | 12.6 |
| P/B(倍) | 7.2 | 2.4 | 2.2 | 2.0 | 1.7 |

资料来源：wind，中信建投

分析师介绍

卢昊

中信建投证券化工首席分析师，能源开采行业联席首席分析师。上海交通大学硕士，具备 4 年化工实业和 5 年行业研究经验。

评级说明

| 投资评级标准 | | 评级 | 说明 |
|---|------|------|---------------|
| 报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 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。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对涨幅 15% 以上 |
| | | 增持 | 相对涨幅 5%—15% |
| | | 中性 | 相对涨幅-5%—5%之间 |
| | | 减持 | 相对跌幅 5%—15% |
| | | 卖出 | 相对跌幅 15% 以上 |
| | 行业评级 | 强于大市 | 相对涨幅 10% 以上 |
| | | 中性 | 相对涨幅-10-10%之间 |
| | | 弱于大市 | 相对跌幅 10% 以上 |

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
 座 12 层
 电话：(8610) 8513-0588
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南
 塔 2103 室
 电话：(8621) 6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交
 汇处广电金融中心 35 楼
 电话：(86755) 8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：(852) 3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk