

# 国内卫材热熔胶龙头企业，业绩进入高速增长期

## 聚胶股份 (301283)

### 事件

聚胶股份 2022 年 9 月 2 日在创业板上市，公司所处行业为卫材热熔胶行业，下游市场为吸收性卫生用品市场，主要包括女性卫生用品、婴儿纸尿裤、成人失禁用品。2021 年公司实现营业收入 10.54 亿元，毛利率 13.61%，归母净利润 0.55 亿元，2022 年 H1，公司实现业绩收入 6.31 亿元，毛利率为 14.55%，实现归母净利润 0.44 亿元。未来随着公司 IPO 募投项目的投产，公司业绩成长空间广阔。

### 简评

公司是卫材热熔胶龙头企业，主营结构胶、橡胶胶、背胶、特种胶四类产品

目前公司已成为行业内四大主要的卫材热熔胶提供商之一，国内市场，公司成功实现进口替代，是国内规模最大的卫材热熔胶生产企业之一；海外市场，公司突破外资巨头的垄断局面，成为行业内少数有能力将产品销往海外高端客户的国内厂商之一。分产品来看，公司主营四类产品分别为结构胶、橡胶胶、背胶、特种胶，2021 年四类产品分别实现营收 6.95、2.50、0.75、0.33 亿元，毛利率为 18.99%、21.95%、35.12%、18.45%。

卫材热熔胶行业发展空间广阔，头部企业具备竞争优势

市场端，2019 年国内热熔胶总量达到 112.64 万吨，年增长 9.18%，在受到国家对新材料产业的政策鼓励支持背景下，近 5 年均保持较高增速，而公司所属的卫材热熔胶产品 2019 年国内销量为 20.71 万吨，年增长为 9.75%。2019 年卫材热熔胶国内市场容量约为 23.31-46.61 亿元人民币，全球市场容量约为 113.49-226.98 亿元人民币。未来，卫材热熔胶在传统领域稳定发展基础上，成人失禁以及海外新兴市场均具备巨大成长潜力，为卫材热熔胶行业的发展提供空间。技术端，行业基础性产品相对成熟，对于具备开发创新型新产品实力的头部企业，可以进一步满足市场多样化需求，从而占据市场份额，目前国内已经形成了以聚胶股份与几家国际巨头控制的市场格局。

公司不断加强与下游企业合作，市场份额有望持续提升，海外市场开拓将为公司提供新的成长曲线

国内市场方面，公司已经逐步实现了进口替代，聚胶股份、汉高、富乐、波士胶四家合计市场占有率达到 80% 以上，其中公司市场占有率约为 15%，目前公司在金佰利亚太地区的市场份额占比达

### 首次评级

### 买入

卢昊

luhaobj@csc.com.cn

18800299360

SAC 执证编号：S1440521100005

发布日期：2022 年 09 月 16 日

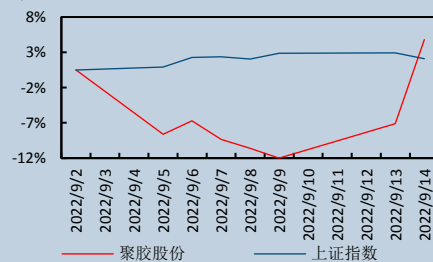
当前股价：48.95 元

### 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
-7.1/-5.9	-7.1/-6.54	-7.1/5.76
12 月最高/最低价 (元)		52.69/40.88
总股本 (万股)		8,000.0
流通 A 股 (万股)		1,896.65
总市值 (亿元)		39.16
流通市值 (亿元)		9.28
近 3 月日均成交量 (万股)		466.18
主要股东		
广州聚胶资产管理有限公司		16.2%

### 股价表现



### 相关研究报告

到 30-40%，恒安的市场份额达到 20-40%，未来随着公司进入宝洁、日本大王、维达、尤妮佳等主流品牌供应链，公司的市场份额有望持续提升。海外市场，目前汉高、富乐、波士胶三家仍占据主导，占比超 70%，公司海外份额占有率不到 2%。未来随着公司波兰项目的投产以及全球化布局，公司的海外市场份额有望持续提升。海外盈利能力方面，2019-2021 年公司海外业务毛利率分别为 27.06%、23.84%、22.61%，高出境内业务 5%左右，随着公司海外份额的提升将会拉动公司整体盈利能力。

### 募投项目规划打破公司产能瓶颈，为公司的长期成长提供保障

公司本次募集资金主要投向 12 万吨卫生用品高分子新材料制造及研发总部项目、卫材热熔胶产品波兰生产基地 6.1 万吨卫材热熔胶建设项目和补充营运资金。本次募集资金投资项目全部建成投产后，公司热熔胶产品的生产能力将由 8 万吨/年大幅提升至 18.1 万吨/年，随着项目的建成投产，公司的市场地位将会得到进一步提升，公司的产能瓶颈将会得到突破，此外海外波兰项目建设完成之后，受益于地理、关税等多方面的优势，也将有助于公司在欧洲地区的布局，从而提升公司在海外的市场份额。

**盈利预测与估值：**预计公司 2022、2023、2024 年分别实现归母净利润 1.05 亿元、1.88 亿元、2.50 亿元，对应 EPS 分别为 1.75 元、3.14 元、4.16 元，对应 PE 分别为 24.7X、13.8X、10.4X。

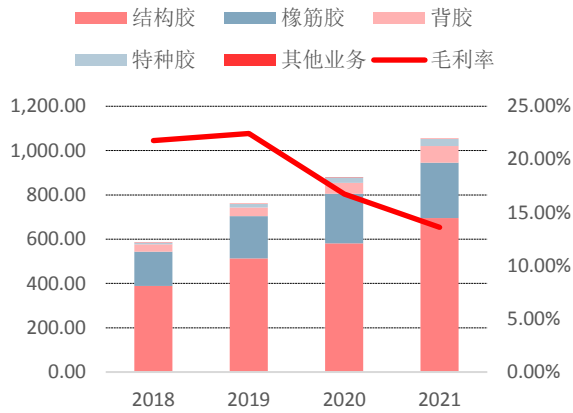
**风险提示：**原材料成本上涨；下游需求不及预期；新增产能投产进度不及预期。

**图表1： 预测和比率**

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	879	1,054	1,374	2,116	2,483
增长率(%)	15.8	19.9	30.4	54.0	17.3
净利润(百万元)	80	55	105	188	250
增长率(%)	-0.5	-31.2	91.9	79.1	32.7
毛利率(%)	16.7	13.6	15.6	16.6	17.6
净利率(%)	9.1	5.2	7.6	8.9	10.1
ROE(%)	23.6	15.4	22.8	29.0	27.8
EPS(摊薄/元)	1.33	0.91	1.75	3.14	4.16
P/E(倍)	32.7	47.5	24.7	13.8	10.4
P/B(倍)	7.7	7.3	5.6	4.0	2.9

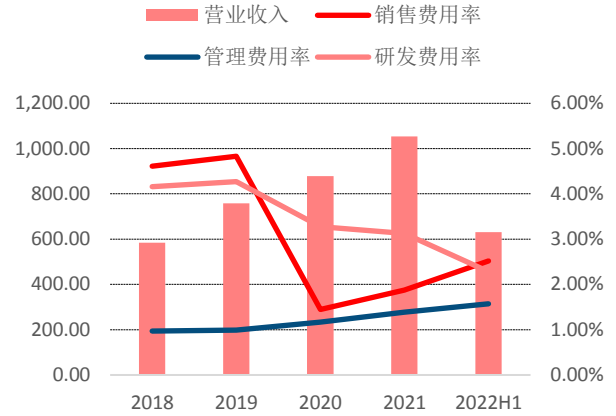
资料来源: wind, 中信建投

图表2： 公司营收结构（百万元）



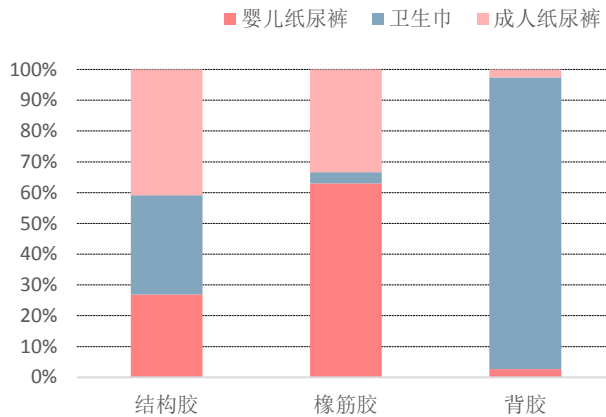
资料来源：招股说明书，中信建投

图表3： 公司费用率情况（百万元）



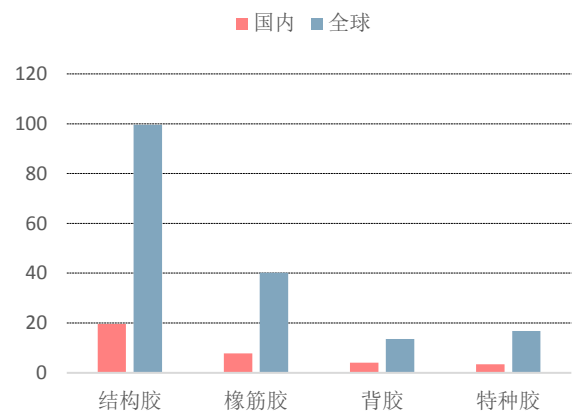
资料来源：招股说明书，中信建投

图表4： 四类卫材热熔胶使用场景



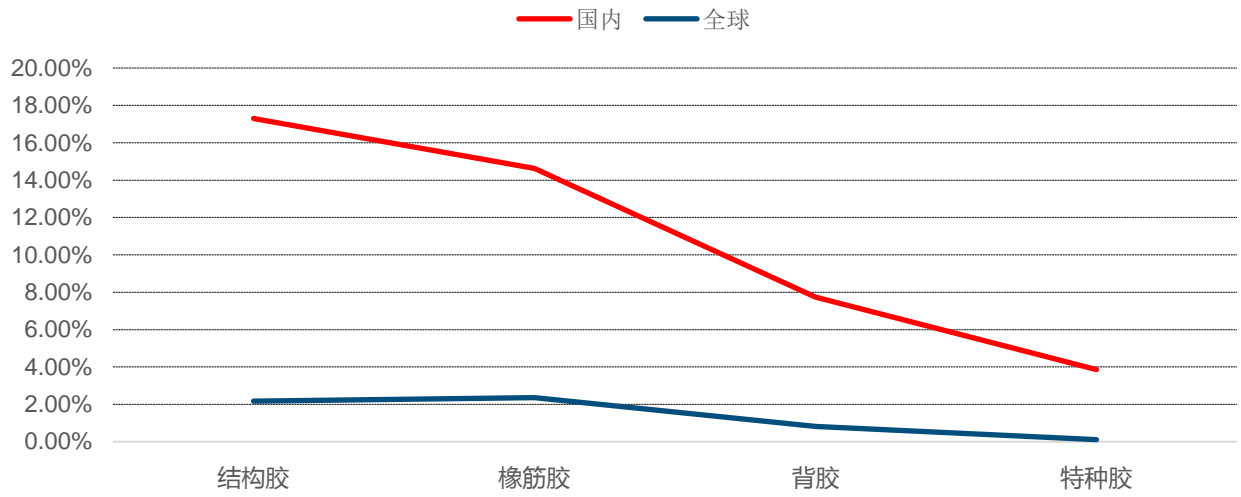
资料来源：招股说明书，中信建投

图表5： 卫材热熔胶市场空间（亿元）



资料来源：招股说明书，中信建投

图表6：聚胶股份卫材热熔胶市占率情况



资料来源：招股说明书，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2106室  
 电话:(8621) 6882-1600  
 联系人:翁起帆  
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层  
 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