

聚胶股份 (301283) \化工

全球业务布局顺利推进，新工厂转固致短期盈利承压

事件：

4月24日晚，公司发布2022年年报及2023年一季报，22年公司实现营业收入13.51亿元，同比增长28.18%；实现归属于上市公司股东的净利润0.87亿元，同比增长59.37%；拟向全体股东每10股派发现金红利5元。

23年一季度营业收入3.85亿元，同比增长24.10%；归母净利润1523万元，同比增长24.65%；扣非后归母净利润1102万元，同比下降3.91%。

➤ 海外业务快速扩张，业绩大幅增长

22年公司业绩同比大幅增长，主要系公司加速拓展海外市场，22年公司实现海外收入6.51亿元，同比增长62.20%，占当期营业收入48.19%；海外高端市场的拓展也拉动了公司毛利率的提升，公司综合毛利率同比增长了2.06pct至15.67%。23年海运费下降及海外业务拓展有望进一步提振盈利。

➤ 波兰基地投产但尚未盈利，一季报业绩低于预期

22年Q4与23年Q1公司单季度营收持续增长，而归母净利润较22年Q3却有明显下滑，公司三费费用虽有提升但并未造成过于沉重的负担，我们认为盈利不及预期主要系波兰基地投产转固，前期生产运行费用成本较高、生产设备开始折旧而新产线初期利用率较低提升所致。公司波兰工厂于2022年11月正式投产，当年公司在建工程转固1.65亿元。随着波兰工厂操作培训、客户认证等工作稳步推进，波兰工厂产量及盈利能力有望较快改善。

➤ 渠道壁垒明显，全球布局顺利推进

公司成立十年坚持创新，产品质优客广，已进入宝洁、日本大王、维达、尤妮佳等下游十大头部客户的供应链。22年公司全球步伐取得突破，广州12万吨新工厂也于2022年10月开工建设并计划于24年春投产，并考虑适时在墨西哥投建北美生产基地，产能的高速增长有望加速公司国产替代进程。

➤ 盈利预测、估值与评级

我们预计公司2023-25年收入分别为17/24/31亿元（23-24年预测前值为18/22亿元），对应增速分别为28%/39%/30%，归母净利润分别为1.4/2.6/3.9亿元（23-24年前值为1.9/2.9亿元），对应增速62%/86%/49%，EPS分别为1.76/3.27/4.87元。鉴于公司渠道壁垒深厚、积极扩产且国产替代空间广阔，并参考可比公司估值，我们给予公司23年30倍PE，给予公司目标价52.8元，维持“增持”评级。

风险提示：在建项目推进不及预期，市场开拓不及预期，海外布局风险

| 财务数据和估值 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 1054 | 1351 | 1734 | 2418 | 3140 |
| 增长率（%） | 19.88% | 28.18% | 28.38% | 39.47% | 29.83% |
| EBITDA（百万元） | 76 | 94 | 194 | 352 | 523 |
| 归母净利润（百万元） | 55 | 87 | 141 | 262 | 389 |
| 增长率（%） | -31.22% | 59.37% | 61.58% | 85.52% | 48.77% |
| EPS（元/股） | 0.68 | 1.09 | 1.76 | 3.27 | 4.87 |
| 市盈率（P/E） | 62.2 | 39.0 | 24.2 | 13.0 | 8.8 |
| 市净率（P/B） | 9.6 | 2.4 | 2.2 | 1.9 | 1.6 |
| EV/EBITDA | 45.3 | 38.5 | 14.2 | 8.2 | 5.6 |

数据来源：公司公告、iFIND，国联证券研究所预测；股价为2023年4月24日收盘价

投资评级：

行业：

投资建议：

当前价格：

目标价格：

化学制品

增持 / (维持评级)

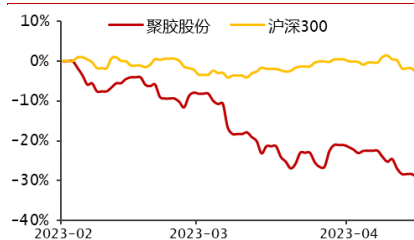
42.59 元

52.8 元

基本数据

| | |
|---------------|-------------|
| 总股本/流通股本（百万股） | 80/20 |
| 流通A股市值（百万元） | 852 |
| 每股净资产（元） | 17.9 |
| 资产负债率（%） | 12.93 |
| 一年内最高/最低（元） | 64.77/40.88 |

股价相对走势



分析师：柴沁虎

执业证书编号：S0590522020004

邮箱：chaiqh@glsc.com.cn

联系人：申起昊

邮箱：shenqh@glsc.com.cn

相关报告

1、《聚胶股份 (301283) \化工行业聚焦卫材热熔胶市场的国产替代龙头》2023.02.14

财务预测摘要
资产负债表

| 单位:百万元 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 货币资金 | 83 | 189 | 195 | 242 | 314 |
| 应收账款+票据 | 253 | 359 | 419 | 585 | 759 |
| 预付账款 | 5 | 14 | 12 | 17 | 23 |
| 存货 | 115 | 207 | 193 | 259 | 330 |
| 其他 | 48 | 654 | 657 | 664 | 670 |
| 流动资产合计 | 505 | 1423 | 1477 | 1767 | 2096 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 48 | 201 | 261 | 402 | 557 |
| 在建工程 | 43 | 29 | 89 | 100 | 125 |
| 无形资产 | 20 | 23 | 19 | 15 | 11 |
| 其他非流动资产 | 22 | 5 | 4 | 3 | 3 |
| 非流动资产合计 | 133 | 257 | 373 | 521 | 697 |
| 资产总计 | 637 | 1679 | 1850 | 2288 | 2793 |
| 短期借款 | 70 | 5 | 0 | 109 | 172 |
| 应付账款+票据 | 170 | 204 | 248 | 334 | 425 |
| 其他 | 26 | 48 | 57 | 77 | 98 |
| 流动负债合计 | 266 | 257 | 306 | 520 | 694 |
| 长期带息负债 | 12 | 7 | 9 | 12 | 14 |
| 长期应付款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 3 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 非流动负债合计 | 15 | 9 | 11 | 14 | 16 |
| 负债合计 | 281 | 265 | 317 | 534 | 710 |
| 少数股东权益 | 1 | 0 | (0) | (1) | (2) |
| 股本 | 60 | 80 | 80 | 80 | 80 |
| 资本公积 | 198 | 1140 | 1140 | 1140 | 1140 |
| 留存收益 | 97 | 194 | 313 | 535 | 865 |
| 股东权益合计 | 356 | 1414 | 1533 | 1754 | 2082 |
| 负债和股东权益总计 | 637 | 1679 | 1850 | 2288 | 2793 |

现金流量表

| 单位:百万元 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 净利润 | 55 | 86 | 141 | 261 | 388 |
| 折旧摊销 | 5 | 8 | 34 | 52 | 74 |
| 财务费用 | 10 | -14 | 0 | 2 | 6 |
| 存货减少 | -45 | -92 | 14 | -66 | -70 |
| 营运资金变动 | -86 | -170 | 5 | -138 | -145 |
| 其它 | 47 | 102 | -14 | 66 | 70 |
| 经营活动现金流 | -14 | -79 | 179 | 177 | 323 |
| 资本支出 | -92 | -153 | -150 | -200 | -250 |
| 长期投资 | -39 | -600 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -1 | -32 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | -132 | -785 | -150 | -200 | -250 |
| 债权融资 | 79 | -71 | -2 | 112 | 64 |
| 股权融资 | 0 | 20 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -29 | 957 | -21 | -42 | -65 |
| 筹资活动现金流 | 49 | 906 | -24 | 70 | -1 |
| 现金净增加额 | -107 | 64 | 5 | 47 | 72 |

利润表

| 单位:百万元 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 营业收入 | 1054 | 1351 | 1734 | 2418 | 3140 |
| 营业成本 | 910 | 1139 | 1435 | 1929 | 2453 |
| 税金及附加 | 3 | 3 | 5 | 7 | 9 |
| 营业费用 | 20 | 31 | 36 | 46 | 57 |
| 管理费用 | 48 | 89 | 97 | 132 | 166 |
| 财务费用 | 10 | -14 | 0 | 2 | 6 |
| 资产减值损失 | 0 | -6 | -2 | -3 | -5 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | -1 | 2 | 1 | 1 | 1 |
| 其他 | 0 | 1 | 0 | -2 | -4 |
| 营业利润 | 62 | 99 | 161 | 298 | 443 |
| 营业外净收益 | -1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 61 | 99 | 160 | 298 | 443 |
| 所得税 | 7 | 13 | 20 | 37 | 55 |
| 净利润 | 55 | 86 | 141 | 261 | 388 |
| 少数股东损益 | 0 | -1 | 0 | -1 | -1 |
| 归属于母公司净利润 | 55 | 87 | 141 | 262 | 389 |

财务比率

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|---------|--------|---------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 19.88% | 28.18% | 28.38% | 39.47% | 29.83% |
| EBIT | -27.26% | 20.71% | 87.25% | 87.04% | 49.63% |
| EBITDA | -25.57% | 23.17% | 106.39% | 81.75% | 48.42% |
| 归母净利润 | -31.22% | 59.37% | 61.58% | 85.52% | 48.77% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 13.61% | 15.67% | 17.26% | 20.25% | 21.89% |
| 净利率 | 5.20% | 6.39% | 8.11% | 10.78% | 12.36% |
| ROE | 15.41% | 6.17% | 9.20% | 14.91% | 18.67% |
| ROIC | 26.10% | 18.60% | 19.26% | 29.88% | 31.88% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债 | 44.09% | 15.80% | 17.13% | 23.34% | 25.43% |
| 流动比率 | 1.9 | 5.5 | 4.8 | 3.4 | 3.0 |
| 速动比率 | 1.4 | 4.7 | 4.1 | 2.8 | 2.5 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 4.2 | 3.8 | 4.1 | 4.1 | 4.1 |
| 存货周转率 | 7.9 | 5.5 | 7.4 | 7.4 | 7.4 |
| 总资产周转率 | 1.7 | 0.8 | 0.9 | 1.1 | 1.1 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.7 | 1.1 | 1.8 | 3.3 | 4.9 |
| 每股经营现金流 | (0.2) | (1.0) | 2.2 | 2.2 | 4.0 |
| 每股净资产 | 4.4 | 17.7 | 19.2 | 21.9 | 26.1 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 62.2 | 39.0 | 24.2 | 13.0 | 8.8 |
| 市净率 | 9.6 | 2.4 | 2.2 | 1.9 | 1.6 |
| EV/EBITDA | 45.3 | 38.5 | 14.2 | 8.2 | 5.6 |
| EV/EBIT | 48.7 | 42.3 | 17.2 | 9.6 | 6.6 |

数据来源:公司公告, iFinD, 国联证券研究所预测, 股价取2023年04月24日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

| 投资建议的评级标准 | | 评级 | 说明 |
|---|------|------|------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上 |
| | | 增持 | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间 |
| | | 持有 | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间 |
| | | 卖出 | 相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上 |
| | 行业评级 | 强于大市 | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上 |
| | | 中性 | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间 |
| | | 弱于大市 | 相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上 |

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的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，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。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，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、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和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/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。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

无锡：江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695