

聚胶股份 (301283) \ 基础化工

聚焦卫材热熔胶市场的国产替代龙头

投资要点:

热熔胶细分行业空间大, 增长稳。公司对热熔胶行业理解深刻, 坚持创新, 成功突破外资巨头垄断, 成为卫材热熔胶国产替代的龙头企业。公司全球市占率不足5%, 但客户渠道优势突出, 叠加管理层丰富的行业经验和海外基地的投产, 公司全球市场份额有望快速提升。

公司是卫材热熔胶国产龙头

公司聚焦于卫材热熔胶细分行业, 产品面向全球市场, 下游为纸尿裤、卫生巾等吸收性卫生用品市场。管理层多出身于外资巨头, 深耕卫材热熔胶行业多年, 产业经验丰富。公司现有8万吨热熔胶产能, 下游深度绑定金佰利、恒安国际等大客户, 已成为卫材热熔胶国产龙头。

热熔胶市场成长性好且国产替代空间大

消费升级推动中国卫材热熔胶市场持续扩大, 尤其老龄化加剧致成人失禁用品领域市场高速增长; 海外欧美市场存量空间较大, 中东、非洲、拉丁美洲市场亦在迅速发展。据我们测算2020年国内卫材热熔胶市场规模近50亿元, 全球市场近250亿元, 公司作为卫材热熔胶国产替代龙头, 国内市占率尚不足15%, 海外市占率尚不足2%, 国产替代空间广阔。

渠道优势与海内外基地并举共促成长

公司坚持创新, 产品质优客广, 已和金佰利、恒安国际建立了深度合作关系, 同时新进入了宝洁、日本大王、维达、尤妮佳等下游头部客户的供应链; 与此同时, 公司积极扩张产能, 海外6.1万吨波兰项目、国内12万吨广州搬迁扩建项目投产后将使公司产能提升至18.1万吨。头部客户的拓展和份额的提升, 以及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2022-24年收入分别为13.4/17.6/22.2亿元, 对应增速分别为27%/32%/26%, 归母净利润分别为0.93/1.85/2.87亿元, 对应增速分别为69%/99%/55%, EPS分别为1.16/2.31/3.59元/股, 3年CAGR为74%。鉴于公司积极扩产, 客户质优, 国产替代空间广阔, 参考可比公司估值, 我们给予公司23年30倍PE, 目标价69.3元, 首次覆盖, 给予“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	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	879	1054	1337	1758	2223
增长率 (%)	15.84%	19.88%	26.83%	31.51%	26.46%
EBITDA (百万元)	102	76	121	236	369
归母净利润 (百万元)	80	55	93	185	287
增长率 (%)	-0.45%	-31.22%	69.41%	99.09%	55.49%
EPS (元/股)	1.00	0.68	1.16	2.31	3.59
市盈率 (P/E)	59.2	86.0	50.8	25.5	16.4
市净率 (P/B)	14.0	13.3	3.1	2.8	2.4
EV/EBITDA	45.1	62.4	30.9	16.1	10.3

数据来源: 公司公告、iFIND, 国联证券研究所预测; 股价为2023年2月13日收盘价

投资评级:

行业:

化学制品

投资建议:

增持/ (首次评级)

当前价格:

58.89元

目标价格:

69.30元

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	80/19
流通A股市值 (百万元)	1111
每股净资产 (元)	17.23
资产负债率 (%)	15.16
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: chaihq@glsc.com.cn

联系人: 申起昊

邮箱: shenqh@glsc.com.cn

相关报告

投资聚焦

核心逻辑

消费升级推动中国卫材热熔胶市场持续扩大，尤其老龄化加剧致成人失禁用品市场高速增长；欧美市场存量空间较大，海外新兴市场亦在快速发展。据我们测算2020年全球卫材热熔胶市场近250亿元，公司全球市占率尚不足5%，国产替代空间广阔。公司实控人及管理层多出身于外资巨头，深耕卫材热熔胶行业多年，渠道拓展能力较强，现已和全球十大日用品集团中的八家客户建立了合作关系，渠道优势明显。不仅如此，公司重视产品创新，在绿色环保、配方原料国产化、可降解等方面走在行业前列。

不同于市场的观点

卫材热熔胶细分市场的国产替代空间被市场低估；公司渠道优势未被市场充分认知。

核心假设

- 1) 生产端：波兰基地6.1万吨热熔胶项目于22年11月建成投产；广州基地12万吨热熔胶搬迁项目于23年底建成，24年Q1投产放量。
- 2) 销售端：金佰利、恒安等深度客户份额持续增长，宝洁、日本大王、维达、尤妮佳等新进入大客户供应份额逐步提升；欧美市场持续打开，毛利率逐步提升。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司2022-24年收入分别为13.4/17.6/22.2亿元，对应增速分别为27%/32%/26%，归母净利润分别为0.93/1.85/2.87亿元，对应增速分别为69%/99%/55%，EPS分别为1.16/2.31/3.59元/股，3年CAGR为74%。

采用PE估值法，2023年可比公司PE平均值为20倍。考虑到公司渠道优势突出，波兰基地加速打开欧美市场，国产替代空间广阔，我们给予公司2023年PE目标值30倍，对应2023年目标价格为69.3元，相较于当前股价有18%的上涨空间，首次覆盖，给予“增持”评级。

正文目录

1.	公司聚焦卫材热熔胶细分市场	5
1.1	公司发展历程	5
1.2	实控人产业经验丰富	6
1.3	布局国内外双基地	7
1.4	盈利能力逐渐改善	8
2.	公司是卫材热熔胶市场国产替代龙头	10
2.1	热熔胶无毒环保属战略新兴产业	10
2.2	热熔胶行业整体发展较快	12
2.3	卫材热熔胶市场空间广阔	13
2.4	公司突破外资巨头垄断	19
3.	创新、渠道优势明显保障公司成长	21
3.1	研发创新能力较强	22
3.2	下游渠道优势突出	23
3.3	海运降费改善盈利	24
4.	盈利预测、估值与投资建议	25
4.1	盈利预测	25
4.2	估值与投资建议	26
5.	风险提示	26

图表目录

图表 1:	公司发展历程	5
图表 2:	公司股权结构 (截至 2022 年 11 月)	6
图表 3:	公司三位实控人简介	6
图表 4:	公司主营产品应用、功能、特点介绍	7
图表 5:	公司热熔胶在纸尿裤中应用示意图	8
图表 6:	公司热熔胶在卫生巾中应用示意图	8
图表 4:	公司生产基地及产能情况	8
图表 7:	公司营业收入及同比变动	9
图表 8:	公司归母净利润及同比变动	9
图表 9:	净利率和 ROE 变动情况	9
图表 10:	公司的综合费用率情况	9
图表 11:	各业务毛利率情况	10
图表 12:	热熔胶产业链图	11
图表 14:	多种树脂基材的热熔胶特点及应用对比	11
图表 13:	热熔胶行业相关产业政策	12
图表 15:	中国热熔胶销量及增速情况	13
图表 16:	中国热熔胶市场规模及增速情况	13
图表 17:	2017-20 年热熔胶细分领域销量 (万吨)	13
图表 18:	2020 年热熔胶各领域的应用占比 (%)	13
图表 19:	中国人均可支配收入及变动情况	14
图表 20:	中国一次卫生用品市场规模及变动情况	14

图表 21: 2019 年中国一次卫生用品细分市场结构情况	15
图表 22: 中国女性卫生用品消费量及同比变动	15
图表 23: 中国女性卫生用品市场规模及同比变动	15
图表 24: 中国新生儿人口数量及增速情况	16
图表 25: 2015-19 年婴幼儿纸尿裤销量及市场规模	16
图表 27: 2005-2021 年中国 65 岁以上人口数量及占比情况	17
图表 28: 成人失禁用品市场销量及增速	17
图表 29: 成人失禁用品市场规模及增速	17
图表 30: 中国成人失禁用品渗透率原低于国际水平	18
图表 31: 卫材热熔胶具体品类的应用比例	19
图表 32: 卫材热熔胶具体品类市场占比情况	19
图表 33: 卫材领域三大外资巨头基本情况及市场地位	19
图表 34: 公司在盈利体量上尚远弱于外资巨头	20
图表 35: 公司在中国及全球市场的布局情况	20
图表 36: 2019 年国内外市场卫材热熔胶头部企业的市占率情况	21
图表 37: 公司研发人员占比居行业高位	22
图表 38: 近几年公司多次获得创新任何认证或奖项	22
图表 39: 公司当前主要研发项目及进展情况	23
图表 40: 2020 年中国婴儿纸尿裤行业竞争格局	24
图表 41: 2020 年中国卫生巾行业竞争格局	24
图表 42: 6 月以来海运成本大幅下行	25
图表 43: 公司海外业务占比及毛利率情况	25

1. 公司聚焦卫材热熔胶细分市场

公司是一家以研发生产卫材热熔胶为业务核心的专业供应商，专注于卫材热熔胶的研发、生产和销售，产品主要用于卫生巾、纸尿裤等卫生用品。公司产品和渠道优势明显，国内外市场份额持续提升。

1.1 公司发展历程

公司前身为广东聚胶粘合剂有限公司，成立于2012年，总部位于广东广州，主营吸收性卫生用品专用的热熔胶。

2013年，投资50万欧元建起了两个反应釜的第一条生产线，生产结构胶，橡胶筋，背胶，特种胶四种产品。

2014-16年，不断革新工艺技术，逐步与金佰利、Ekostar等欧美企业展开合作。

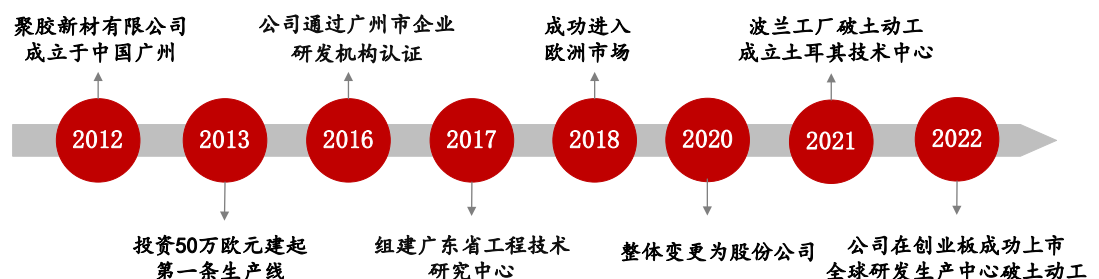
2017年，组建广东省工程技术研究中心，进行卫材热熔胶自动化生产技术的升级，成为全球四大卫材行业粘合剂供应商之一。

2018年，成功进入欧洲市场；2019年公司被评为广东省高成长中小企业。

2021年，海外布局进一步开拓，成立土耳其技术中心，波兰工厂破土动工，已经跟全球十大日用品集团中的八家客户建立了合作关系。同年，公司通过工信部“专精特新‘小巨人’企业”的审核认定。2022年，公司成功登陆创业板上市。

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。上市募投的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建设项目正在持续推进，公司在国内外市场竞争力和份额有望进一步提升。

图表 1: 公司发展历程



来源：公司官网，国联证券研究所

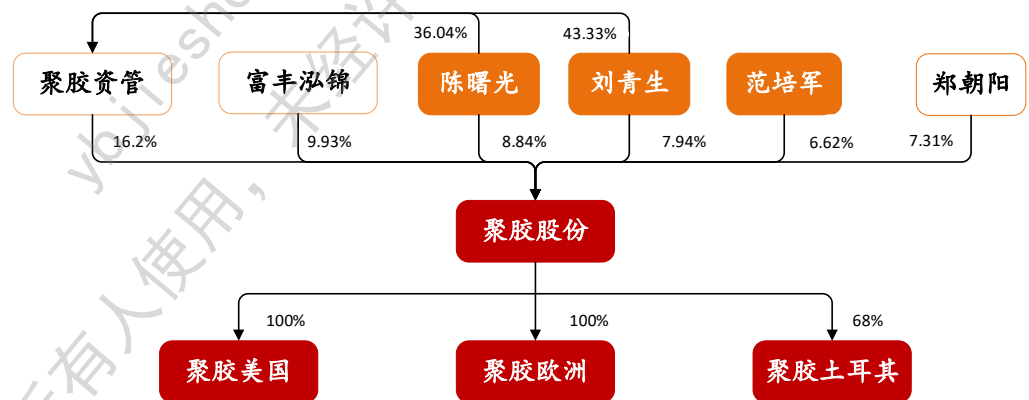
1.2 实控人产业经验丰富

公司由陈曙光、刘青生、范培军控股，其为一致行动人，三人通过直接和间接持股合计控制公司 39.6% 的股份。三人均拥有海外五百强企业就职经历，拥有多年的行业经验，现均出任公司要职，共同负责公司日常生产经营管理。

陈曙光现为董事长兼总经理，全面负责公司管理工作；刘青生为公司创始人之一，现为公司董事兼副总经理，负责公司的销售业务。范培军任公司董事、副总经理兼技术总监，负责公司的技术研发及采购工作。

聚胶资管为公司的员工持股平台，股东均为公司员工，公司核心人员粘性较强。

图表 2: 公司股权结构 (截至 2022 年三季报)



来源: wind, 国联证券研究所

公司拥有 2 家全资子公司、1 家控股子公司，分别为聚胶美国、聚胶欧洲、聚胶土耳其。聚胶美国系发行人为进行产品市场营销而设立的子公司，尚未展开实际的经营活动；聚胶欧洲主营业务为胶粘剂产品的研发、制造、销售、推广和贸易；聚胶土耳其主要从事研发及营销。

图表 3: 公司三位实控人简介

姓名	职位	履历
陈曙光	董事长、总经理	1995 年至 2003 年任富乐 (中国) 粘合剂有限公司销售经理;2004 年至 2012 年担任波士胶中国董事总经理;2011 年至 2012 年担任波士胶 (上海) 管理有限公司董事;2013 年至 2013 年担任上海天津热熔胶有限公司总经理特别顾问;2013 年 7 月加入公司。
刘青生	董事、副总经理	1995 年至 2000 年担任广东省纺织品进出口公司经理;2000 年至 2002 年担任瑞士西格林公司经理;2002 年至 2005 年担任富乐公司经理;2005 年至 2008 年担任美国华福公司经理;2008 年至 2012 年担任福州耘诚贸易公司经理;为公司创始人之一, 2012 年 10 月创立公司。

范培军	董事、副总经理、技术总监	1997年担任富乐（中国）粘合剂有限公司化学师；1998年至2001年担任通用电气塑料（中国）有限公司质量主管；2001年至2013年担任波士胶中国技术总监；2013年2月加入公司。
------------	--------------	---

来源：公司招股书，国联证券研究所

1.3 布局国内外双基地

公司的卫材热熔胶产品主要包括结构胶、橡筋胶、背胶和特种胶等，广泛应用于婴儿纸尿裤/片、妇女卫生巾/护垫、成人失禁用品、宠物垫、医疗床垫、防护服等领域，起到粘结各组成材料的作用。

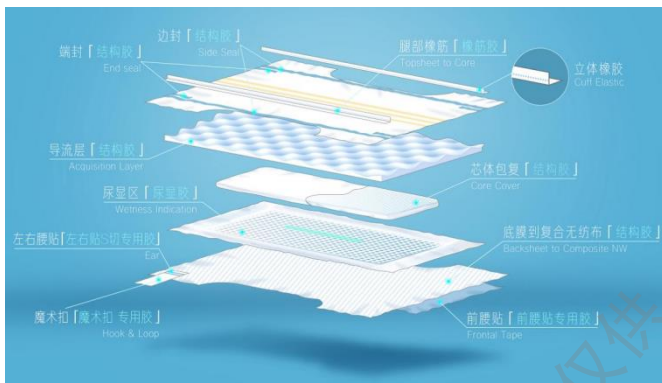
热熔胶的生产线具有通用性质，结构胶、橡筋胶、背胶、特种胶等主营产品在生产流程上并没有重大差异，产线可共用，各产品主要原材料均为石油树脂、高聚物、矿物油等。

图表 4：公司主营产品应用、功能、特点介绍

产品名称	应用领域	主要功能	主要特点	
结构胶	纸尿裤、卫生巾	将各种基材连接为一个功能整体，可使一次性卫生用品的芯层材料稳固并紧密接触，形成四周密封或立体防漏密封	适用基材范围广、粘度低、易喷涂、喷涂方式多样化、渗透性强、初始和老化后均具备高粘结强度	
橡筋胶	纸尿裤	固定一次性卫生用品产品上的拉伸橡筋，使得一次性卫生用品始终保持原有的形状及弹性	内聚高且抗橡筋蠕变	
背胶	卫生巾	固定卫生巾或护垫于内裤上，防止使用过程中卫生巾或护垫移位且保证使用后易移除	内聚高且粘力适中	
柔味胶		具有气味舒适性特点	气味舒适；粘度低，使用温度低；初始与老化粘接力俱佳；普适性好	
特种胶	纸尿裤、卫生巾	腰贴专用胶	粘接腰部、底膜、立体防漏，抵抗左右腰贴带来的剪切力	内聚高、抗橡筋蠕变、持粘力强、适当的初粘性和开放时间
		吸味胶	具有吸收尿液/排泄物气味的功能	吸附气味分子；初始与老化粘接力俱佳
		封口胶	卫生巾或护垫包膜封口使用	粘力适中；使用温度低；色浅味低

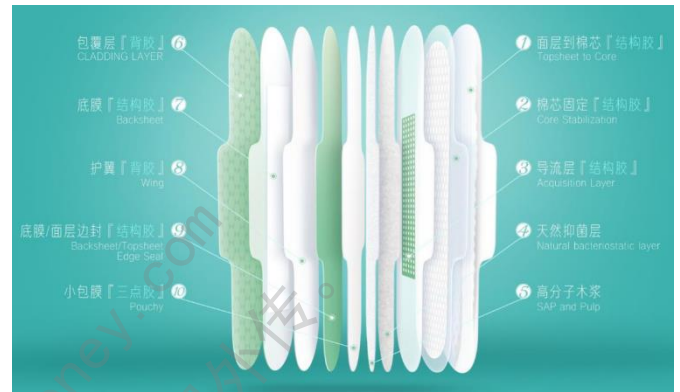
来源：公司招股书，国联证券研究所

图表 5: 公司热熔胶在纸尿裤中应用示意图



来源: 公司招股书, 国联证券研究所

图表 6: 公司热熔胶在卫生巾中应用示意图



来源: 公司招股书, 国联证券研究所

公司布局广州、波兰基地双基地, 产品面向全球市场。

目前, 公司拥有 8 万吨卫材热熔胶产能, 均位于广州基地。上市以后, 公司启动广州基地扩建搬迁计划, 12 万吨产能新工厂于 2022 年 10 月动工, 计划 2023 年 12 月 30 日竣工, 2024 年第一季度投产。

另外, 公司投建海外波兰基地, 波兰工厂是海外市场的增长引擎。波兰工厂 6.1 万吨产能已于 2022 年 10 月上旬顺利完成试生产, 各关键节点工作正在稳步推进, 预计 2022 年 11 月上旬可正式投产, 有望推动欧洲、北美等海外市场份额快速提升。

图表 7: 2022 年公司生产基地及产能情况

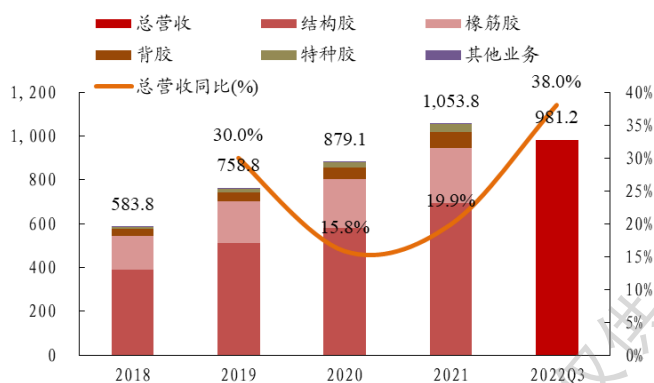
生产基地	现有产能	项目	项目产能	备注
广州基地	8 万吨	年产 12 万吨卫生用品高分子新材料制造及研发总部项目	12 万吨	24 年 Q1 投产
		卫材热熔胶产品波兰生产基地	6.1 万吨	22 年 11 月投产
波兰基地	-	项目	(新建)	

来源: 公司招股书, 国联证券研究所

1.4 盈利能力逐渐改善

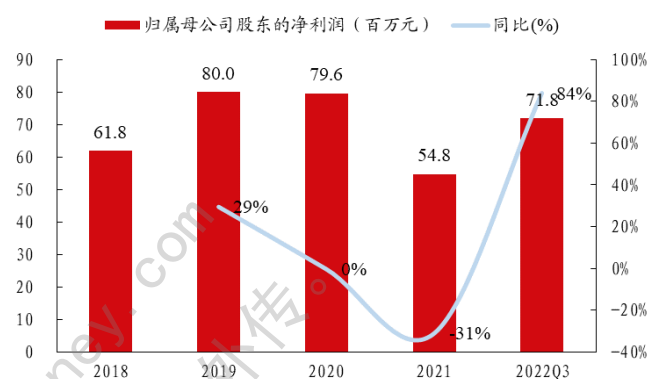
近年来, 公司营业收入持续稳定增长, 从 2018 年的 5.84 亿元提升至 2021 年的 10.54 亿元, 年均增速达 22%; 而归母净利润由于海运成本大幅提升、原材料价格高涨整体呈波动态势。未来随着原材料、运费下行, 公司有望表现出较大盈利弹性。

图表 8: 公司营业收入及同比变动 (百万元, %)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 9: 公司归母净利润及同比变动 (百万元, %)

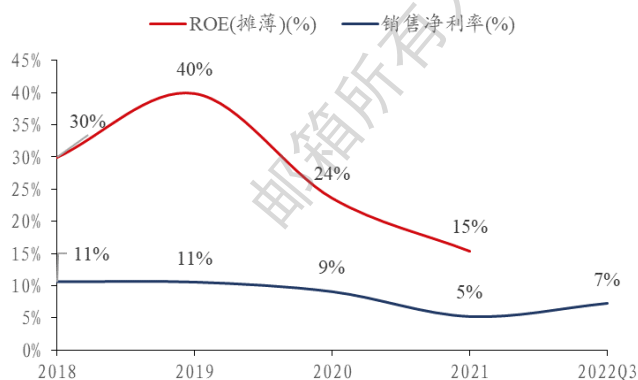


来源: Wind, 国联证券研究所

公司盈利能力较强, 历史 ROE 维持在较高水平, 2020 年后由于原材料及运输成本周期性上行, 公司 ROE 及净利润下滑明显; 目前公司成本压力逐渐改善, 公司盈利能力逐步恢复, 2022 年前三季度净利率恢复至 7% 水平。

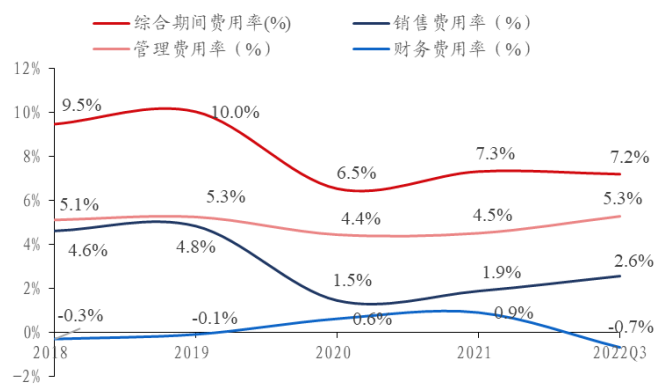
公司费用率水平较为稳定。2020 年后合同履行成本相关的运输费及仓储费从销售费用调整至营业成本, 此后公司综合期间费用率基本稳定在 7% 水平。

图表 10: 净利率和 ROE 变动情况



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 11: 公司的综合费用率情况

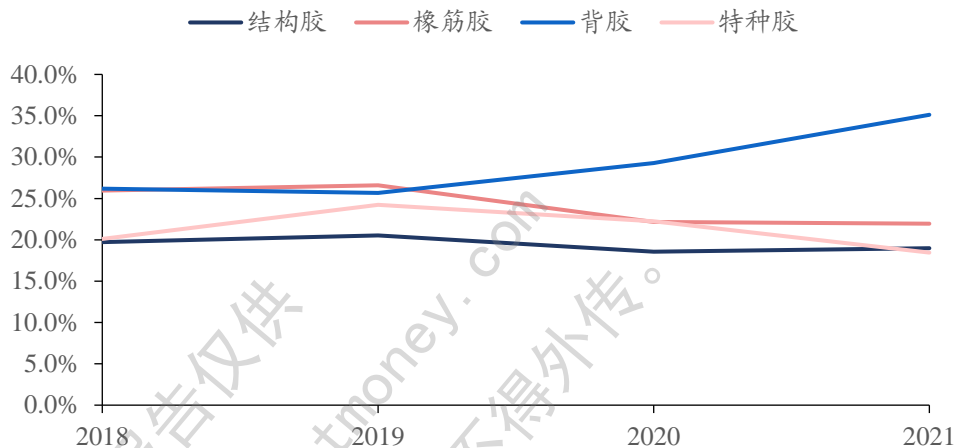


来源: Wind, 国联证券研究所

分板块来看, 由于主营产品生产流程上并没有重大差异, 可共线生产, 各产品毛利率差距不大。除了背胶外, 2018-2021 年各产品毛利率基本位于 20-25% 之间。

背胶产品毛利率呈增长趋势, 背胶市场竞争相对缓和, 公司整体的议价能力较高。2021 年背胶毛利率上升 5.84 个百分点, 主要系公司获取了恒安关闭自有背胶工厂后的大部分背胶订单所致。

图表 12: 各业务毛利率情况



来源: Wind, 国联证券研究所

2. 公司是卫材热熔胶市场国产替代龙头

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。

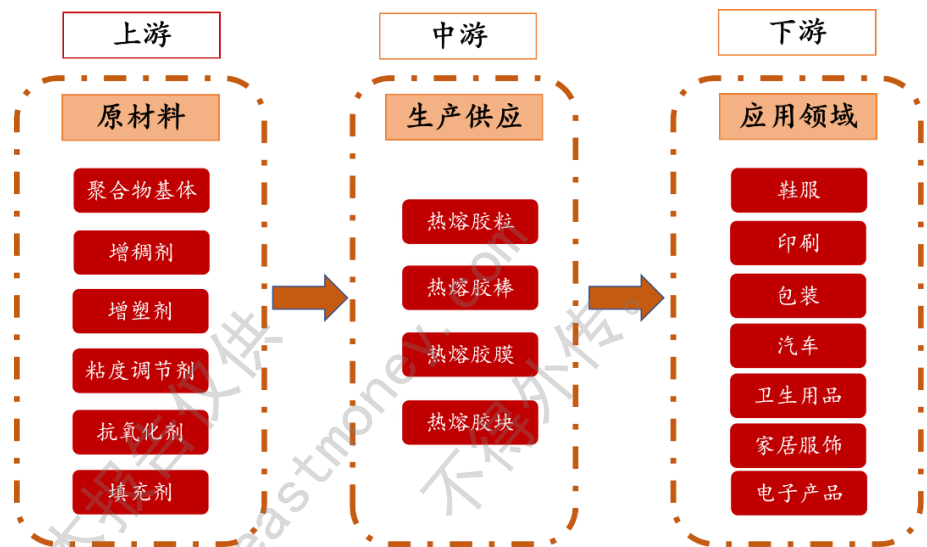
随着消费水平及消费意识提升，中国卫材用品行业规模持续扩大，老龄化加剧推动了成人失禁用品市场高速增长；海外欧美市场存量空间较大，中东、非洲、拉丁美洲市场亦在快速发展。

公司系卫材热熔胶国产替代龙头，国内外市场正逐步打开。我们测算 2020 年卫材热熔胶国内市场约 50 亿元，全球市场近 250 亿元，外资汉高、富乐、波士胶三大外资巨头尚占据较大份额，公司国产替代空间广阔。

2.1. 热熔胶无毒环保属战略新兴产业

热熔胶，即热熔型胶黏剂，是一种在热熔状态进行涂布，借冷却硬化实现胶接的高分子胶粘剂，具有固化速度快、粘结范围广、可反复加热多次粘结、无毒、无味等优点，广泛用于包装、纺织、制鞋、建筑、木材加工、汽车、电子、医疗等领域。

图表 13: 热熔胶产业链图



来源：华经产业研究院，国联证券研究所

热熔胶主要由热塑性高分子聚合物所组成，根据不同的基料，热熔胶可分为 SBS/SIS、EVA、PET、PA、PO (EAA)、TPU、PUR 等多种类型。SBS/SIS 热熔压敏胶因其特殊的分子结构和性能，在一次性卫生用品、非金属与金属胶接、标签胶粘剂等领域得到广泛应用，是当前热熔胶市场发展最快的品种之一。公司产品主要为 SBS/SIS 热熔胶，主要用于纸尿裤和卫生巾。

图表 14: 多种树脂基材的热熔胶特点及应用对比

热熔胶种类	主要特点	应用领域
SBS/SIS 热熔压敏胶	熔融粘度低、内聚力强、粘接强度高、粘度可调节	一次性卫生用品、非金属与金属胶接、标签胶粘剂等
EVA 热熔胶	热稳定性能好、粘接强度高、韧性可调节、工艺简单、生产成本低、不添加有机溶剂	制鞋、织物粘合、装订、电子电器、包装、建筑、五金、车辆等
PET 热熔胶	良好的弹性、耐介质、绝缘性、耐冲击性、耐高低温、硬化速度快、粘接强度大、柔韧性佳	静电植绒、建筑、无纺布、电子电器、地毯背衬、制鞋等
PA 热熔胶	固化速度快、耐高低温、耐化学腐蚀、耐油耐电、耐干洗性	服装、皮革、制鞋、家具制造、电池密封等
PO(EAA) 热熔胶	原料价格低但性能差需要进行改性或加入相应助剂	调整配方以适合不同需求
TPU 热熔胶	良好的弹性和强度、粘接强度高、耐溶剂、耐磨	织物粘合、金属五金、安全玻璃等
PUR 热熔胶	粘接性强、强度高、易拆卸、耐高低温、耐水蒸气、耐化学品、耐溶剂	电子电器、织物粘合、制鞋、包装、装订等

来源：公司招股书，国联证券研究所

作为一个广泛应用于多个国民经济重要领域的行业，热熔胶因其具有出色的安全

环保特性，长期以来一直受到国家产业政策的重点支持。

热熔胶属于战略新材料产业。根据《战略性新兴产业分类（2018）》（国家统计局令第23号），公司所属行业为：“新材料产业”下的“高分子纳米复合材料制造产业”。

图表 15：热熔胶行业相关政策

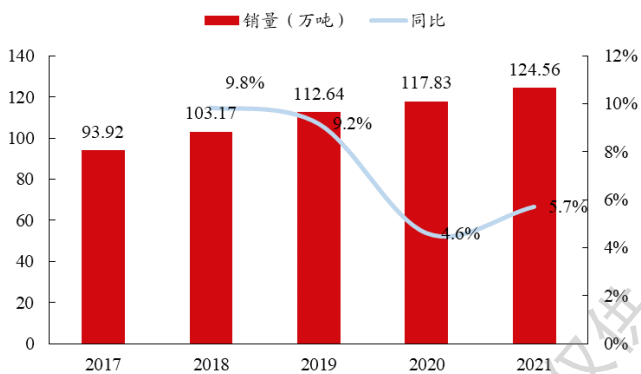
时间	部门	文件名称	相关内容
2020年	发改委、商务部	《鼓励外商投资产业目录（2020年版）》	精细化工：催化剂新产品、新技术，染（颜）料商品化加工技术，电子化学品和造纸化学品，皮革化学品（N-N 二甲基甲酰胺除外），油田助剂，表面活性剂，水处理剂，胶粘剂、密封胶、胶粘带，无机纤维、无机纳米材料生产，颜料包膜处理深加工被列为鼓励外商投资产业。
2019年	发改委	《产业结构调整指导目录（2019年本）》	改性型、水基型胶粘剂和新型热熔胶，环保型吸水剂、水处理剂，分子筛固汞、无汞等新型高效、环保催化剂和助剂，纳米材料，功能性膜材料，超净高纯试剂、光刻胶、电子气、高性能液晶材料等新型精细化学品的开发与生产为鼓励类。
2017年	发改委	《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录（2016版）》	将高效密封胶、密封胶和胶粘剂列为重点产品和服务对象，为国家重点支持的新材料产业。
2017年	工信部、发改委、科技部、财政部	《新材料产业发展指南》	进一步健全新材料产业体系，着力突破一批关键材料，提升新材料产业保证能力，支撑中国制造实现由大变强的历史跨越。
2015年	中国胶粘剂和胶粘带工业协会	《胶粘剂和胶粘带行业“十三五”发展规划》	重点投资发展环保节能型产品、高新技术型产品和功能型特种压敏胶带制品，鼓励培育战略性新兴产业及规模。

来源：Wind，国联证券研究所

2.2. 热熔胶行业整体发展较快

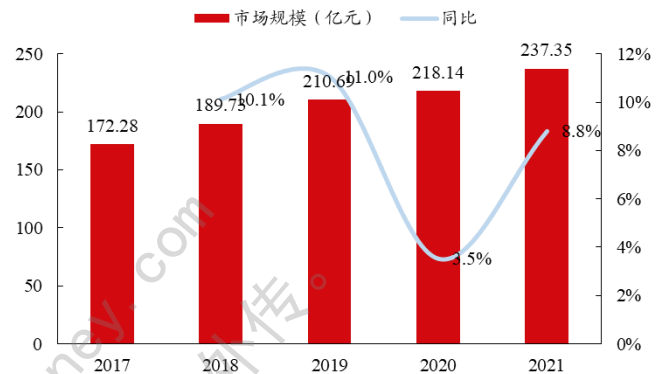
顺应绿色环保的政策趋势，近年来我国热熔胶行业快速发展，热熔胶销量也随之不断增长。据中国胶粘剂和胶粘带工业协会数据，2017至2021年，我国热熔胶销量从93.92万吨提升至124.56万吨，年均复合增速达7.3%；与此同时，我国热熔胶行业规模也从172.28亿元增长至237.35亿元，年均复合增速达8.3%。

图表 16: 中国热熔胶销量及增速情况



来源: 中国胶粘剂和胶粘带工业协会, 华经产业研究院, 国联证券研究所

图表 17: 中国热熔胶市场规模及增速情况

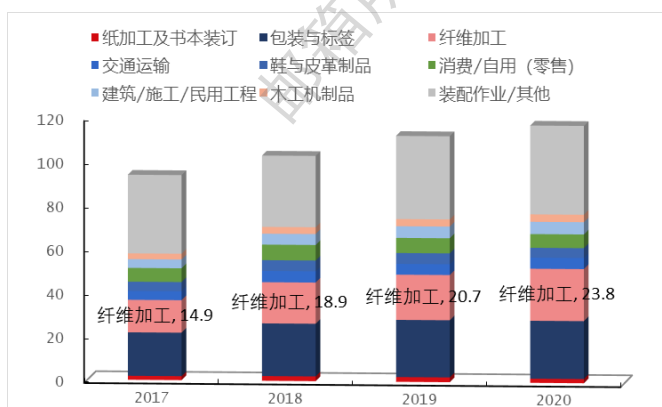


来源: 中国胶粘剂和胶粘带工业协会, 华经产业研究院, 国联证券研究所

从细分市场来看, 光伏胶膜、包装与标签、纤维加工为热熔胶下游的三大应用场景, 根据中国胶粘剂和胶粘带工业协会和华经产业研究院数据, 2020 年热熔胶三大应用市场销量占比分别为 26%、22%、20%。光伏胶膜用热熔胶主要是 EVA 类热熔胶, 卫材类热熔胶产品属于纤维加工领域。

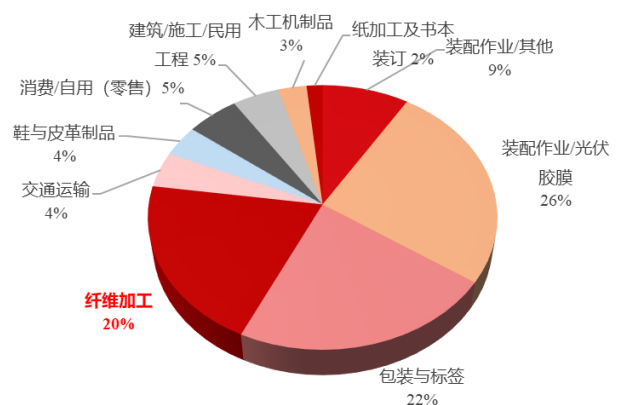
从热熔胶细分领域来看, 纤维加工用热熔胶增长最快的领域之一。2017 年纤维加工用热熔胶的销量为 14.9 万吨, 至 2020 年已提升至 23.8 万吨, 年均复合增速达 16.9%, 大幅高于热熔胶行业整体增速。

图表 18: 2017-20 年热熔胶细分领域销量 (万吨)



来源: 中国胶粘剂和胶粘带工业协会, 国联证券研究所

图表 19: 2020 年热熔胶各领域的应用占比 (%)



来源: 中国胶粘剂和胶粘带工业协会, 华经产业研究院, 国联证券研究所

2.3. 卫材热熔胶市场空间广阔

近年来, 得益于人民生活水平的提高, 一次性卫材、老年用品等制品市场渗透率不断提升, 卫材热熔胶市场的持续快速发展, 此为推动纤维加工用热熔胶市场规模快

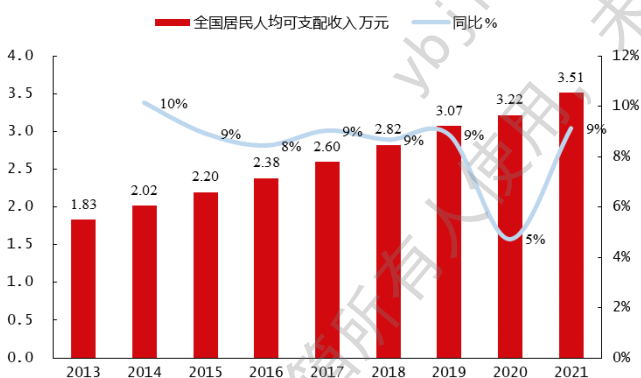
速扩张的重要原因。其中纸尿裤、女性卫生用品形成了卫材热熔胶市场的核心需求。

1) 消费升级致一次卫生用品市场持续扩大

本世纪以来，随着人民生活水平的提升及消费观念的转变，健康、卫生、方便的一次性卫生用品逐渐获得消费者认可，同时成人失禁用品开始出现。近年来，随着消费水平和卫生护理意识的进一步提高，一次性卫生用品的发展进入新的时代，高质量、大品牌、多功能的产品越来越受到消费者的青睐。

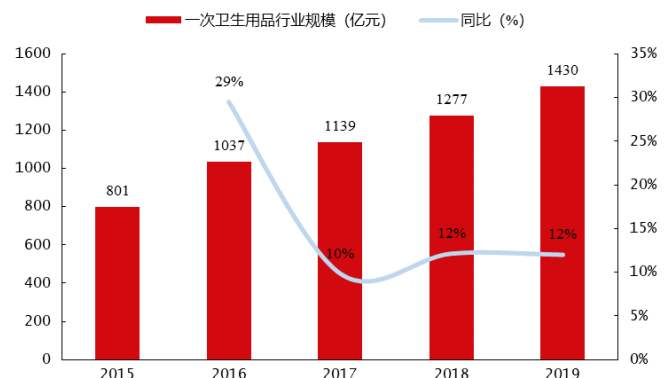
根据国家统计局和前瞻产业研究院数据，2013年至2021年，我国人均可支配收入从1.83万元持续增长至3.51万元，年均复合增速达8.5%；期间2015至2019年，我国一次卫生用品市场规模从801亿元增长至1430亿元，年均复合增速达15.6%。伴随着可支配收入的提升，我国一次卫生行业规模有望保持快速增长态势。

图表 20: 中国人均可支配收入及变动情况



来源: wind, 国联证券研究所

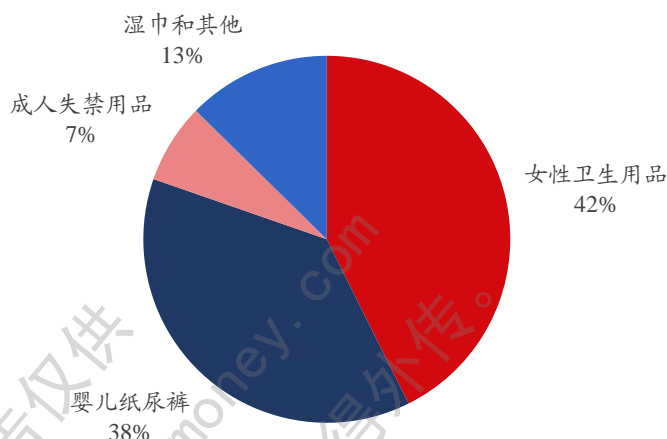
图表 21: 中国一次卫生用品市场规模及变动情况



来源: 前瞻产业研究院, 国联证券研究所

从一次卫生用品市场结构来看，截至2019年，女性卫生用品、婴儿纸尿裤主导市场，分别占据42%、38%的市场份额，成人失禁用品占比约7%，湿巾等其他非吸附类的一次卫生用品占比近13%。

图表 22: 2019 年中国一次卫生用品细分市场结构情况



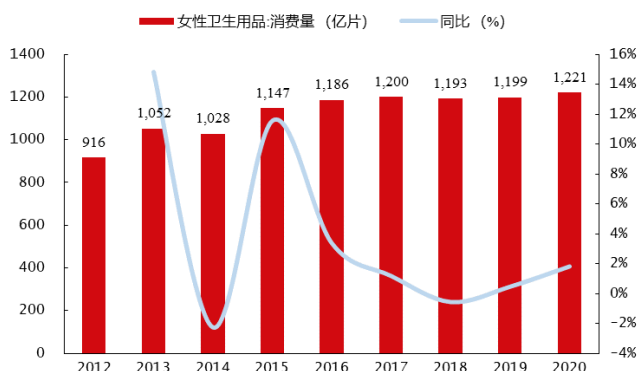
来源: 前瞻产业研究院, 国联证券研究所

1) 女性卫生用品市场稳步提升

近十五年来,女性卫生用品市场呈持续快速增长态势,市场规模从 2004 年的 110 亿元增长至 2020 年的 613 亿元, 年均复合增速达 11.3%。

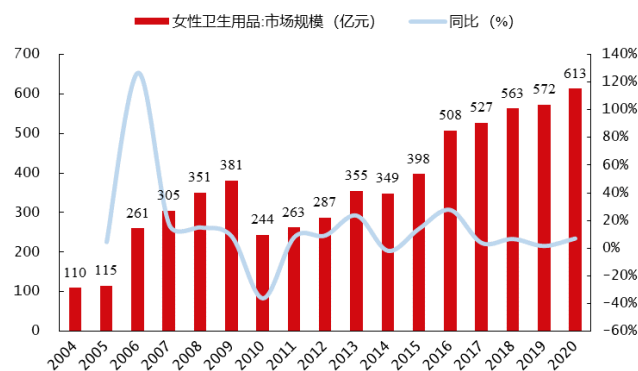
2016 年以来,女性卫生用品市场增长动力逐步从量增转化为单片附加值的提升。2016 年后女性卫生用品消费量增长逐渐放缓, 2016 年至 2020 年, 我国女性卫生用品消费量从 1186 亿片增长至 1221 亿片, 仅增长了 35 亿片; 期间中国女性卫生用品市场规模从 508 亿元提升至 613 亿元, 年均复合增速为 4.8%。产品的高端化、品牌化趋势推高了单片价值量, 成为推动女性卫生用品市场规模的主要因素。

图表 23: 中国女性卫生用品消费量及同比变动



来源: 中国生活用纸年鉴, 国联证券研究所

图表 24: 中国女性卫生用品市场规模及同比变动



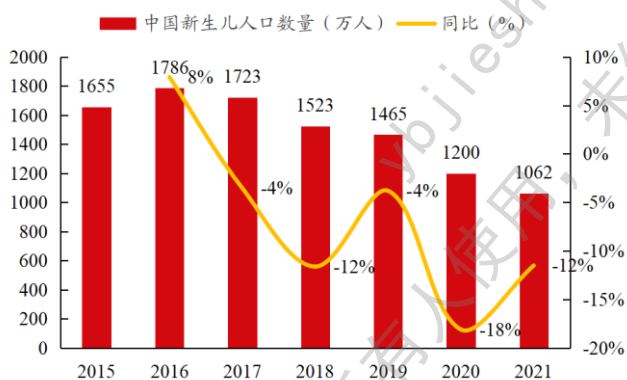
来源: 中国生活用纸年鉴, 国联证券研究所

2) 婴幼儿纸尿裤市场基本稳定在 500 亿水平

婴幼儿纸尿裤为我国一次卫生用品第二大细分市场。2016 至 2020 年以来，国内出生率持续下滑，每年新生儿人口从 1786 万降至 1200 万，但随着人们消费水平和消费意识的提升，婴幼儿纸尿裤销量反而逆势增长，从 2016 年的 349 亿元增长至 2020 年的 410 亿元，年均复合增速为 4.1%。而由于单价下行，近年来婴幼儿纸尿裤市场整体规模基本稳定在 500 亿元水平。

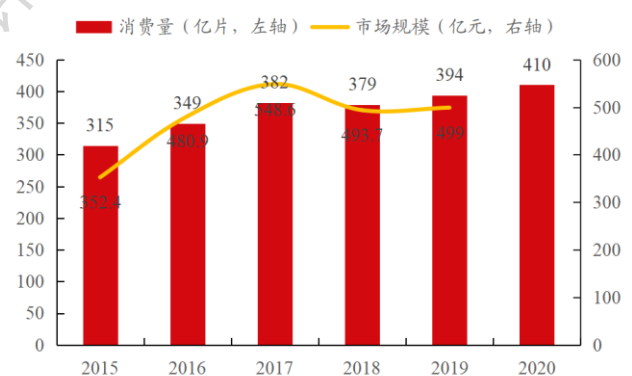
目前中国计划生育政策已放松，随着鼓励生育相关政策和配套措施的逐步完善，以及婴幼儿纸尿裤产品消费观念的持续升级，未来国内婴幼儿纸尿裤市场仍有较大的发展空间。

图表 25: 中国新生儿人口数量及增速情况



来源：国家统计局，国联证券研究所

图表 26: 2015-19 年婴幼儿纸尿裤销量及市场规模

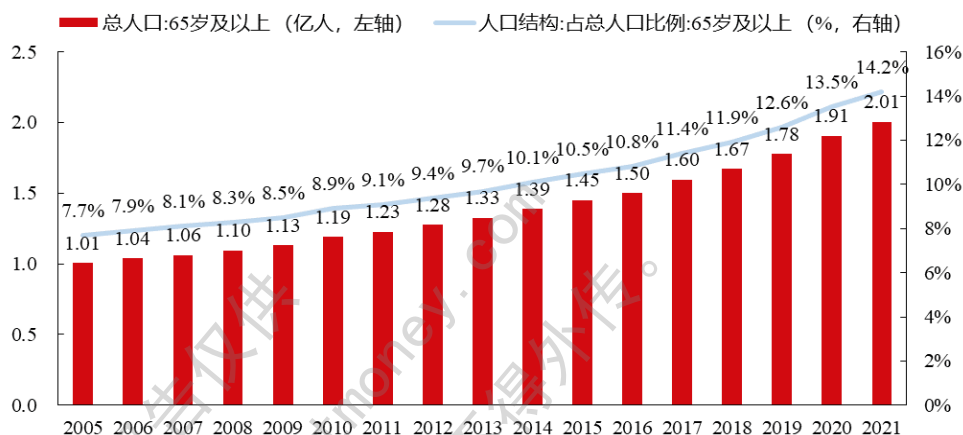


来源：生活用纸专业委员会，华经产业研究院，国联证券研究所

3) 老龄化推动成人失禁用品市场高速增长

近年来，中国人口老龄化问题加剧，老年人口及其占比持续快速提升。从 2005 年至 2021 年，中国 65 岁及以上人口数量从 1.01 亿人增长至 2.01 亿人，年均复合增速达 4.4%，老年人口比例也从 7.7% 提升至 14.2%；尤其近 5 年老龄化加速趋势明显，2016 年至 2021 年，中国 65 岁及以上人口数量从 1.50 亿增长至 2.01 亿，年均复合增速达 5.9%。受中国人口老龄化驱动，成人失禁用品成为了卫材下游增速最快的应用领域。

图表 27: 2005-2021 年中国 65 岁以上人口数量及占比情况

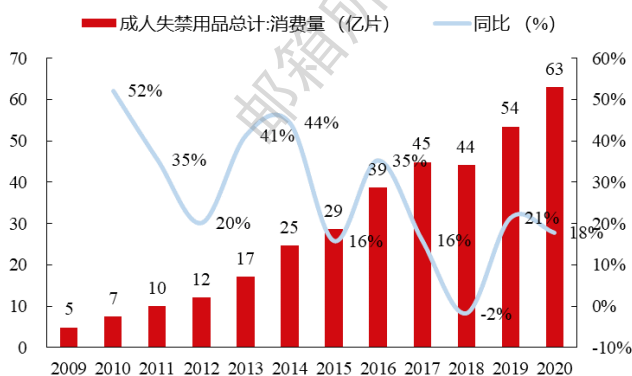


来源: 国家统计局, 国联证券研究所

近十年来, 中国成人失禁用品市场随人口老龄化趋势快速发展, 销量从 2009 年的 5 亿片提升至 2020 年的 63 亿片, 年均复合增速 26%; 相应地, 市场规模也从 2009 年的 7 亿元提升至 2020 年的 115 亿元, 年均复合增速达 29%。

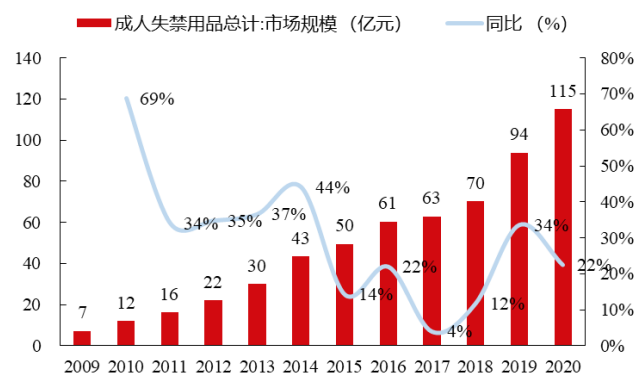
尤其近三年来, 成人失禁用品市场呈持续高速发展态势, 2018 年至 2020 年销量年均复合增速仍有 20%, 市场规模增速近 28%。

图表 28: 成人失禁用品市场销量及增速



来源: 中国生活用纸年鉴, 国联证券研究所

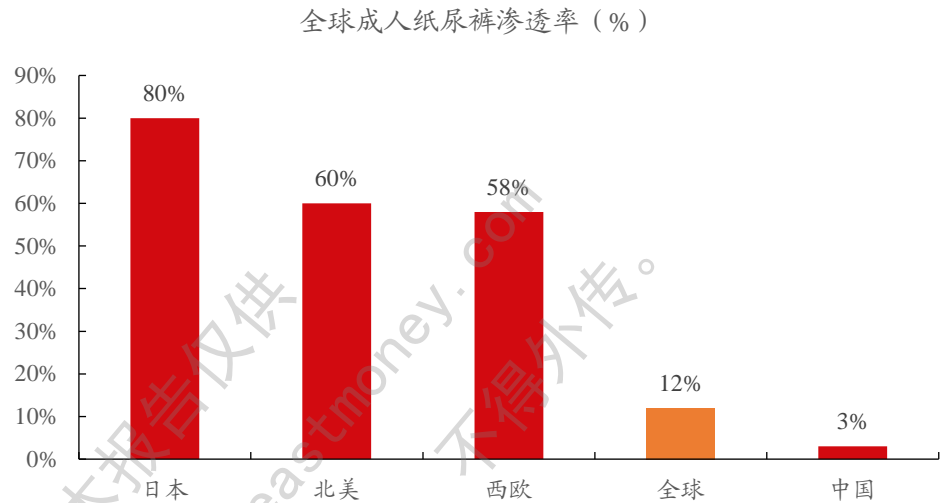
图表 29: 成人失禁用品市场规模及增速



来源: 中国生活用纸年鉴, 国联证券研究所

目前, 我国成人失禁用品渗透率仅 3%, 尚远低于世界平均水平 12%, 与发达国家和地区差距悬殊。日本、欧美等发达国家和地区成人失禁用品市场发展较早, 市场已经较为成熟。日本作为全球老龄化发展最快、老龄化水平最高的国家之一, 成人失禁用品的市场渗透率也较高, 约为 80%, 北美和西欧的市场渗透率也在 60% 左右, 均远高于世界平均水平。中国目前成人失禁用品渗透率仅 3%, 市场空间较大。

图表 30: 中国成人失禁用品渗透率原低于国际水平



来源: 可靠股份招股书, 国联证券研究所

与此同时,在宠物卫生用品方面,我国也正处于发展起步期。根据艾瑞咨询数据,2020年中国宠物市场规模市场已近3000亿元,2015-2020年复合年均增长率达32%。宠物家庭渗透率和行业成熟度的持续提升推动市场快速扩张,消费者的消费习惯正在逐步形成,宠卫用品有望成为卫材热熔胶需求增长新动量。

2) 卫材热熔胶市场持续增长、空间广阔

2020年,卫材热熔胶国内市场近50亿元,全球市场250亿。

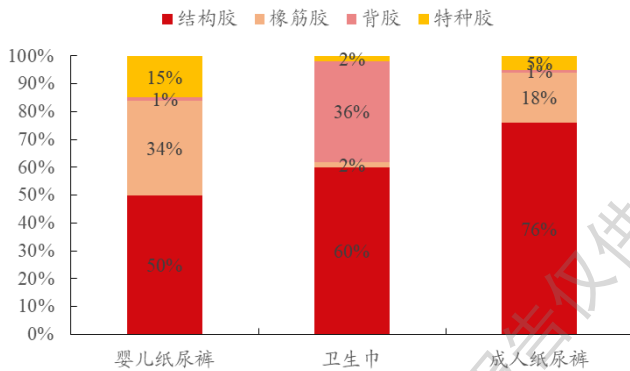
总体来看,2020年我国女性卫生用品、婴幼儿纸尿裤、成人失禁用品市场规模分别约613亿元、500亿元、115亿元,近年来市场规模增速分别为4.8%、0%、28%。参考佳源机械有限公司数据,卫材热熔胶占卫生巾和纸尿裤价值量的3-5%,假设热熔胶价值占比近4%,则对应测算得卫材热熔胶市场分别为24.5亿元、20.0亿元、4.6亿元,合计约49.1亿元,平均增速近5%。

根据公司招股书数据,我国一次卫材产品市场约占全球的21%,全球卫材热熔胶市场规模约为中国的5倍,近250亿元。海外市场主要集中在欧洲、北美地区,而新兴市场如东南亚、拉丁美洲、非洲地区则较大的市场潜力。

结构胶、橡筋胶、背胶在卫材热熔胶市场占据较大比例。结构胶是一次卫生用品最重要的热熔胶料,在国内热熔胶市场占比达56%,全球热熔胶市场占比近58%;橡筋胶多用在纸尿裤中,背胶则多用在卫生巾中,二者国内卫材热熔胶市场占比分别

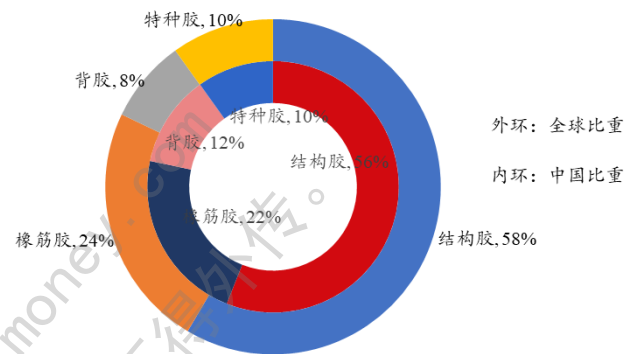
为 22%、12%，全球卫材热熔胶市场占比分别为 24%、8%。

图表 31: 卫材热熔胶具体品类的应用比例



来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 32: 19 年卫材热熔胶具体品类市场占比情况



来源: 公司公告, 国联证券研究所

2.4. 公司突破外资巨头垄断

卫材热熔胶的进入门槛较高, 下游市场高度集中于少数知名厂商, 前十名厂商占据了绝大部分市场份额, 一般企业很难进入该等知名厂商的供应链体系, 导致卫材热熔胶的集中度较高。

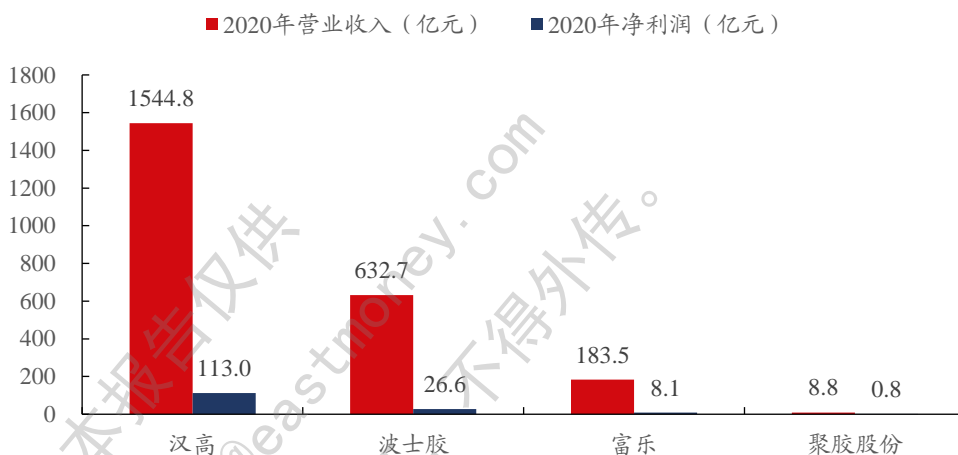
内资企业在卫材热熔胶细分行业起步相对较晚, 全球卫材热熔胶市场长期被汉高、富乐、波士胶三大外资巨头垄断。三大外资巨头均有上百年的经营历史, 并在中国设立生产企业, 粘合剂品类丰富, 其营业收入和净利润规模远高于聚胶股份。

图表 33: 卫材领域三大外资巨头基本情况及市场地位

企业	基本情况	市场地位	在中国布局情况
汉高	1876 年成立, 业务涵盖洗涤剂及家用护理、化妆/美容用品和粘合剂, 粘合剂业务最早进入中国市场, 产品广泛应用于通用工业、民用粘合剂、工业粘合剂、汽车行业、金属工业、航天业务及电子业务。	全球胶粘剂行业的龙头企业, 胶粘剂产品的市场占有率全球第一。	其在中国上海、广州、成都、东莞、汕头等地设立了胶粘剂生产企业。
富乐	创立于 1887 年, 是全球领先的粘合剂、密封胶、涂料、油漆以及其它特殊化工品的企业之一, 其核心技术为环氧胶、聚氨酯、硅酮化学物质的乳化聚合, 水基粘合剂配制、热塑性热熔技术及热凝固技术等。	全球最大的专业生产和营销粘合剂、密封胶、涂料、油漆以及其它特殊化工品的跨国公司之一, 在全球 37 个国家和地区设有分公司和办事处, 产品畅销 100 多个国家和地区。	在中国境内的广州、南京等地设立工厂。
波士胶	创立于 1889 年, 其产品主要应用在工业、建筑与民用胶市场, 广泛应用于卫生用品、木工家具、包装、纸品、标签、交通运输、建筑与民用等行业。	生产经验逾百年, 全球有 6,000 余名雇员, 是全球最大的粘合剂与密封胶生产商之一	已在广州、珠海、常熟等地设立工厂, 在上海建立了亚太地区研发中心。

来源: 公司招股书, 国联证券研究所

图表 34: 公司在盈利体量上尚远弱于外资巨头

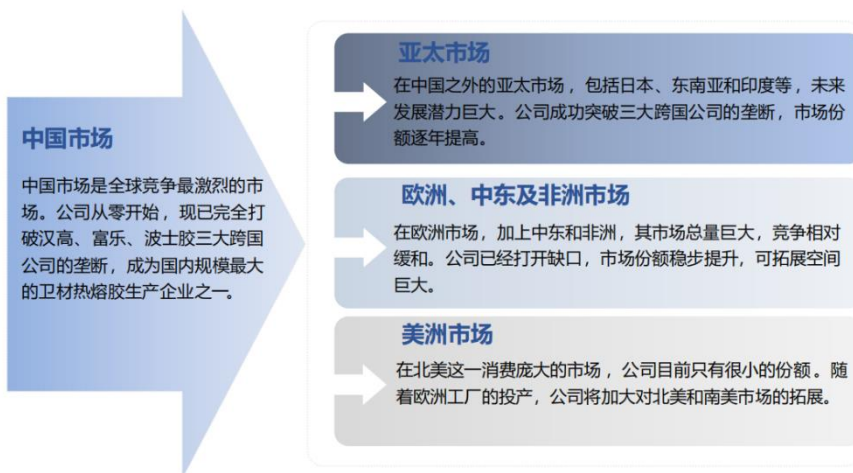


来源: 公司招股书, 国联证券研究所

公司是全球四大主要的卫材热熔胶提供商之一。

公司成立于 2012 年, 系卫材热熔胶细分行业的追赶者, 相较于外资巨头, 公司聚焦在卫材热熔胶领域, 经过近 10 年持续研发创新、配方调整和优化, 成功实现了国内市场的进口替代, 进入了金佰利、恒安、日本大王、尤妮佳、宝洁等大客户供应链, 成为国内规模最大的卫材热熔胶生产企业之一; 同时, 公司也是国内少数有能力将产品销往海外高端客户的国内厂商之一, 揭开了海外市场国产替代的序幕。

图表 35: 公司在中国及全球市场的布局情况

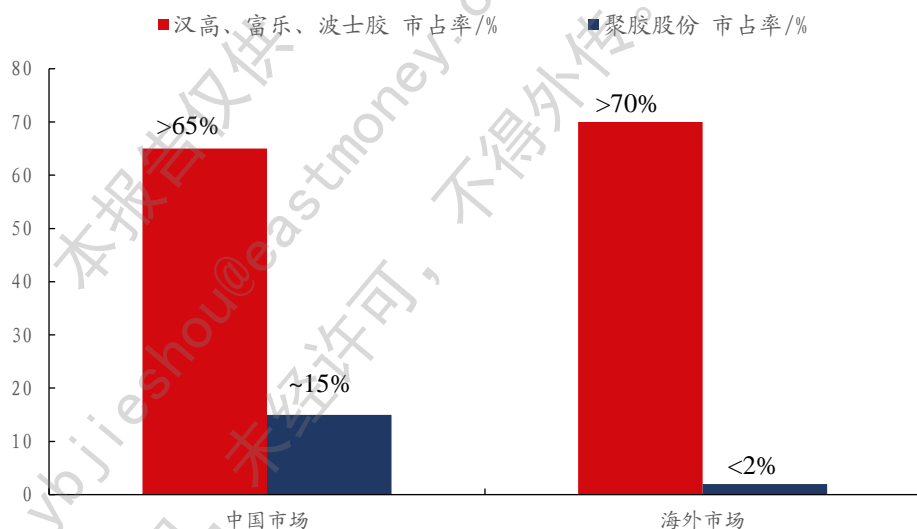


来源: 公司招股书, 国联证券研究所

公司卫材热熔胶市占率较小, 国产替代空间广阔。2019 年公司全球市占率不足

4%；在国内市场，公司及汉高、富乐、波士胶三巨头合计占据逾 80% 的市场份额，其中公司市场占有率近 15%；而海外市场仍由汉高、富乐、波士胶三家外资巨头主导，其市占率高达 70% 以上，公司海外市场市占率尚不及 2%，尤其在北美、日韩及西欧等消费市场庞大的区域份额仍很小，发展空间广阔。

图表 36: 2019 年国内外市场卫材热熔胶头部企业的市占率情况



来源：公司招股书，国联证券研究所

近几年，公司在国内、国外的市场占有率均不断提升，产品销售规模高速增长，2019 年至 2021 年，我国产品销量从 5.07 万吨提升至 7.74 万吨，产能利用率已达 97%，公司全球市占率已接近但尚不足 5%。为打破产能瓶颈，公司布局了广州 12 万吨广州改扩建项目，在巩固产品稳定供应能力的同时，扩大国内生产规模 and 市场份额。

同时，公司投建了 6.1 万吨波兰基地项目，重点布局欧美等国际市场，波兰基地可缩短交货周期，实现更低的运输成本与更高的运输效率，同时波兰基地有利于以提高海外客户对供应链的信心，可辐射欧洲、美洲至中东及非洲地区，有望推动公司海外市场占有率快速提升。

3. 创新、渠道优势明显保障公司成长

公司重视研发创新，持续改善产品质量，朝差异化方向发展。目前，公司产品拥有低气味、低 VOC、低上胶量、低应用温度的“4L”特点，进一步开发国产原材料的‘5L’的高性能热熔胶，且在可降解方面走在行业领先地位。

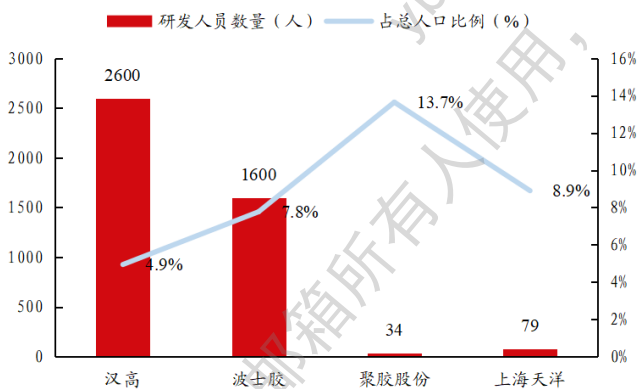
公司凭借优异的产品质量和丰富的市场经验，已和金佰利、恒安国际等国际大客户建立了深度合作关系，同时新进入了宝洁、日本大王、维达、尤妮佳等下游头部客户的供应链。公司渠道优势突出，头部客户的拓展和份额的提升有望推动公司国产替代加速。

3.1. 研发创新能力较强

公司重视研发，建有广东省工程技术研究中心，在热熔胶及相关产品领域具有较强的研发创新能力。截至 2021 年，公司拥有技术研发人员 34 人，人员配比达 13.7%，高于行业内其他企业。

此外，公司多次获得包括广州市科技创新小巨人、广州市创新标杆企业、广州市“未来独角兽”创新企业、工信部“专精特新‘小巨人’企业”等多项创新荣誉，创新水平可见一斑。

图表 37: 2021 年公司研发人员占比居行业高位



来源：公司招股书，国联证券研究所

图表 38: 近几年公司多次获得创新认证或奖项

获得的重要奖项/认证	颁发单位	时间
国家级专精特新“小巨人”企业	工信部	2021 年
国家高新技术企业认证	科技部、财政部、 税务总局	2019 年
广东省高成长中小企业荣誉证书	广东省工业和信息化厅	2019 年
2018 广州市“未来独角兽”创新企业	广州市科技创新企业协会	2018 年
2017 年度广州市创新标杆企业	广州市人民政府	2017 年
广东环保热熔压敏胶工程技术研究中心	广东省科学技术厅	2017 年

来源：wind，国联证券研究所

从具体创新成果来看，公司创新特征明显，主要体现在技术先进性、配方体系的灵活多样性和持续快速的配方开发和优化能力。

配方技术方面，相比国内同行，公司产品具有低气味、低 VOC、低上胶量、低应用温度的“4L”特点；配方原材料具有包容性和多样性，单一原料依赖度低，原料安全、成本可控；同时，公司积极推动原料国产化，进一步降低原料成本。

产品性能方面，公司产品处于行业先进水平，在生物可降解等技术前沿也处于行业领先水平。

研发产业化方面，公司能够密切跟踪行业及其上下游的技术动向和需求变化，在

市场上保持了持续快速的配方开发和优化优势。

目前，公司通过客户、供应商合作等形式持续开发创新产品，积极推进多项热熔胶研发及产业化，包括基于国产原材料的‘5L’的高性能热熔压敏胶，可生物降解的热熔压敏胶，以及针对土耳其、欧洲市场的热熔胶均在持续推进，有望推动公司产品高端化、差异化发展。

图表 39: 公司当前主要研发项目及进展情况

项目名称	所处阶段及进展情况	项目负责人	拟达成目标	经费预算(万元)
基于国产原材料的‘5L’的高性能热熔压敏胶的开发及产业化关键技术的研发	小规模商业化阶段	范培军	预期研究出一种基于国产原材料的‘5L’的高性能热熔压敏胶的开发及产业化关键技术	728
亲水热熔胶的开发及产业化	客户试机	钟蓉	预期研究出一种亲水热熔胶	382
新一代尿显胶的开发及产业化	客户试机	彭军	预期研究出一种新一代尿显胶	340
防漏喷码识别及自动剔除系统的开发	小试阶段	王文斌	预期研究出一种防漏喷码识别及自动剔除系统	1252
柔味橡筋胶的开发及产业化	完成中试	范培军	开发奶香味橡筋胶	349
针对土耳其市场高抗热变形卫材热熔压敏胶的开发及产业化	小规模商业化阶段	郭杞烽	开发高耐热变形的热熔胶	406
针对欧洲市场多用途热熔压敏胶的开发及产业化	完成中试	钟蓉	开发多用途热熔胶	510
国产 SBC 制备的高性能低气味热熔胶	完成中试	陈曙光	用国产 SBC 制备高性能、低气味热熔胶	311
用于在线复合芯体的高干、湿强热熔胶	完成中试	余刚树	开发在线高速复合芯体用，具备高干/湿强的热熔胶	169
针对小批量新产品试验小反应釜的开发	小试阶段	陈曙光	开发特殊胶种/小批量新产品的小反应釜	226
可生物降解的热熔压敏胶的开发	小试阶段	彭军	开发可降解的热熔压敏胶	552
包装喷码视觉检测系统的开发	小试阶段	李国强	开发包装喷码视觉检测系统，提高喷码识别能力	537

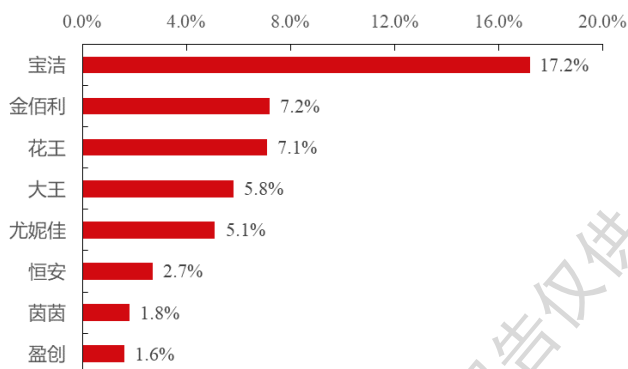
来源：公司招股书，国联证券研究所

3.2. 下游渠道优势突出

卫材热熔胶下游市场集中度相对较高，尤其婴儿纸尿裤、卫生巾市场头部企业占比较大，2020 年 CR5 分别达 42.4%、35.1%，其中宝洁、金佰利、花王、大王、尤妮佳、恒安国际等头部外资企业市场份额较大，其品牌拥有较强的市场影响力。

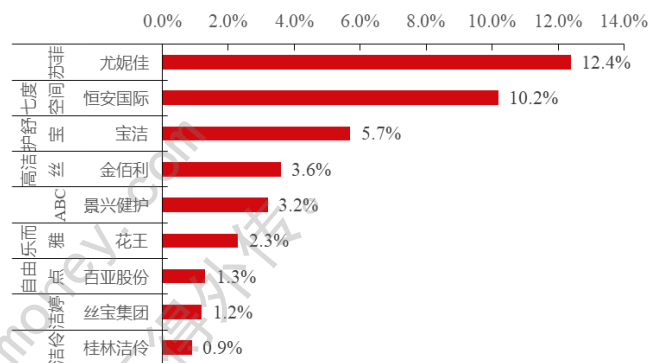
卫材热熔胶在一次卫生用品中成本占比较低，但对于终端产品的用户体验影响较大，下游企业尤其头部品牌客户对热熔胶质量敏感，一般企业很难进入该等知名厂商的供应链体系，卫材热熔胶头部渠道壁垒较高。

图表 40: 2020 年中国婴儿纸尿裤行业竞争格局



来源: 华经产业研究院, 国联证券研究所

图表 41: 2020 年中国卫生巾行业竞争格局



来源: 华经产业研究院, 国联证券研究所

经过多年的积累和发展, 公司现已赢得了众多卫生用品品牌商的认可, 已经跟全球十大日用品集团中的八家客户建立了合作关系, 主要客户包括金佰利、恒安、日本大王、维达、重庆百亚、宝洁等一次性卫生用品主流品牌企业。

金佰利、恒安等合作不断深入, 宝洁等新客户逐步放量。

金佰利自 2015 年合作以来, 对公司产品品质、研发能力、服务质量等认可度极高, 合作不断深入, 从中国地区开始, 不断延伸到欧洲、东南亚、北美等市场区域。恒安自 2013 年以来, 一直保持着良好的合作关系。目前, 公司在金佰利亚太地区的市场份额达到了 30-40%, 在恒安的市场份额达到了 20-40%, 双方合作粘性较强。

同时, 公司新进入了宝洁、日本大王、维达、尤妮佳等全球卫生用品主流品牌企业的供应链。尤其是宝洁, 作为全球最大的卫生用品厂商之一, 占据了较大的市场份额。公司已通过宝洁的供应商验证, 并建立合作, 随着宝洁的逐步放量, 将有望推动公司站上新的台阶。除宝洁外, 公司与日本大王、维达、尤妮佳等现有客户合作亦不断深入, 未来公司在这些客户的市场份额也有望进一步提升, 渠道优势有望持续深化。

3.3. 海运降费改善盈利

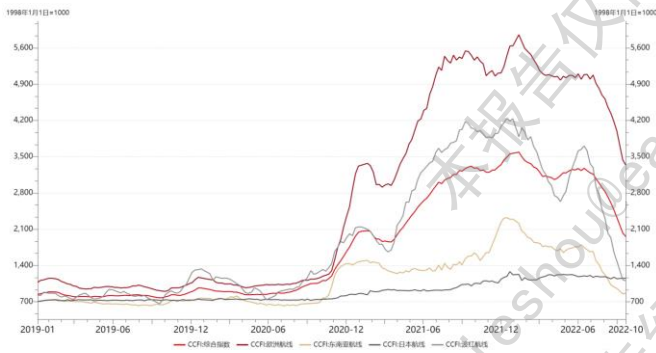
2020 年下半年以来, 由于西方国家因疫情影响而削减运力, 海运费高企, 2021 年集装箱运价指数 CCFI 均值同比增长了 167%; 2022 年上半年, CCFI 综合指数均值同比 2021 年上半年再涨 59%。

海运费的提升致公司海运成本高企, 2021 年运费占公司营业成本已达 7.26%, 远

高于 2019 年的 2.81%，与此同时海外业务毛利率也从 2019 年的 27% 下降至 2021 年的 8%，综合毛利润从 2019 年的 22% 下降至 14%。

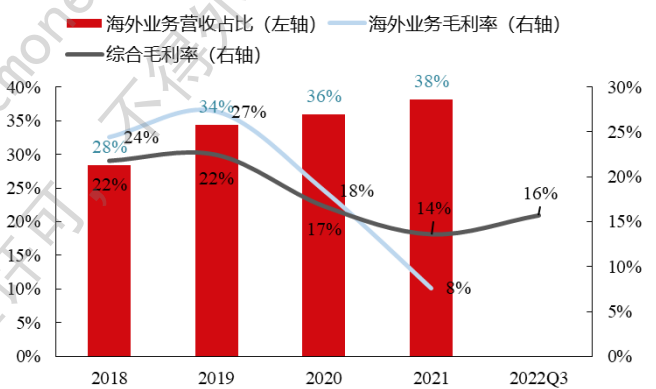
在当下时点，运力逐步恢复致海运费持续下行，公司海外业务盈利有望持续改善。截至 2022 年 11 月初，集装箱运价指数 CCFI 已从年初高点下降了近 50%，2022 年 Q3 公司综合毛利率提升至 16%。

图表 42: 6 月以来海运成本大幅下行



来源: wind, 国联证券研究所

图表 43: 公司海外业务占比及毛利率情况



来源: wind, 国联证券研究所

4. 盈利预测、估值与投资建议

4.1. 盈利预测

核心假设:

1) 生产端: 波兰基地 6.1 万吨热熔胶项目于 22 年 11 月建成并逐步投产; 广州基地 12 万吨热熔胶搬迁项目于 23 年底建成, 24 年 Q1 投产放量。

2) 销售端: 金佰利、恒安等深度客户份额持续增长, 宝洁、日本大王、维达、尤妮佳等新进入大客户供应份额逐步提升; 欧美市场持续打开, 毛利率逐步提升。

基于以上核心假设, 我们预计公司 2022-24 年收入分别为 13.4/17.6/22.2 亿元, 对应增速分别为 27%/32%/26%, 归母净利润分别为 0.93/1.85/2.87 亿元, 对应增速分别为 69%/99%/55%, EPS 分别为 1.16/2.31/3.59 元/股, 3 年 CAGR 为 74%。

图表 43: 公司营收测算汇总 (百万元)

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入合计	1,054	1,337	1,758	2,223

	同比增长率	20%	27%	32%	26%
	毛利润	143	212	338	481
	毛利率	14%	16%	19%	22%
结构胶					
	营业收入	695	869	1,129	1,412
	毛利润	132	174	248	325
	毛利率	19%	20%	22%	23%
橡胶胶					
	营业收入	250	313	406	508
	毛利润	55	69	98	137
	毛利率	22%	22%	24%	27%
背胶					
	营业收入	74.9	104.9	146.8	190.8
	毛利润	26.3	36.7	52.8	70.6
	毛利率	35%	35%	36%	37%
特种胶					
	营业收入	33	50	74	112
	毛利润	6	9	15	25
	毛利率	18%	18%	20%	22%

来源: ifind, 国联证券研究所

4.2. 估值与投资建议

采用 PE 估值法, 2023 年可比公司 PE 平均值为 20 倍。考虑到公司渠道优势突出, 波兰基地加速打开欧美市场, 国产替代空间广阔, 我们给予公司 2023 年 PE 目标值 30 倍, 对应 2023 年目标价格为 69.3 元, 相较于当前股价有 18% 的上涨空间, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

图表 44: 可比公司估值对比表

股票代码	证券简称	市值(亿元)	股价(元)	EPS (元)			PE (X)		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
603330	天洋新材	61.31	14.17	0.09	0.61	0.83	165.73	23.31	17.01
300019	硅宝科技	73.76	18.86	-	1.07	1.46	-	17.63	12.92
300041	回天新材	81.39	18.89	0.75	0.99	1.32	25.34	19.06	14.34
平均值							95.53	20.00	14.76
301283	聚胶股份	47.11	58.89	1.16	2.31	3.59	50.77	25.49	16.40

来源: Wind, 国联证券研究; 股价为 2023 年 2 月 13 日收盘价; 可比公司 EPS 为 Wind 一致预期

5. 风险提示

1) 在建项目推进不及预期

公司现有 6.1 万吨波兰基地项目、12 万吨广州搬迁扩建项目正在建设，项目推进不及预期将对公司未来盈利能力产生不利影响。

2) 市场开拓不及预期

公司波兰基地及广州基地在建项目完工后将新增 10.1 万吨热熔胶产能，产品市场拓展面向全球，若投产后市场推进不及预期，将对公司盈利能力产生不利影响。

3) 海外布局风险

波兰基地是公司扩大海外市场份额的重要战略布局，但由于地处境外，信息的透明度与可验证性处于相对弱势；另外，海外布局受国际政治局势及当地经商环境的影响，存在一定的不确定性。

本研究报告仅供
ybjieshou@eastmoney.com
邮箱所有人使用，未经许可，不得外传。

财务预测摘要
资产负债表

单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	184	83	1075	1067	1120
应收账款+票据	193	253	314	413	522
预付账款	6	5	7	10	12
存货	70	115	135	171	210
其他	8	48	52	55	60
流动资产合计	461	505	1583	1716	1924
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	20	48	98	210	343
在建工程	3	43	62	75	100
无形资产	1	20	17	13	10
其他非流动资产	7	22	21	20	20
非流动资产合计	30	133	197	318	473
资产总计	491	637	1780	2034	2397
短期借款	4	70	0	0	0
应付账款+票据	113	170	183	231	283
其他	36	26	80	101	124
流动负债合计	153	266	263	332	407
长期带息负债	0	12	12	12	12
长期应付款	0	0	0	0	0
其他	2	3	3	3	3
非流动负债合计	2	15	14	15	15
负债合计	154	281	277	347	422
少数股东权益	0	1	1	1	1
股本	60	60	80	80	80
资本公积	198	198	1232	1232	1232
留存收益	79	97	190	375	662
股东权益合计	337	356	1503	1688	1975
负债和股东权益总计	491	637	1780	2034	2397

现金流量表

单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	80	55	93	185	287
折旧摊销	5	5	15	29	45
财务费用	6	10	0	-3	-3
存货减少	12	-45	-20	-36	-39
营运资金变动	14	-86	-19	-72	-80
其它	-14	47	21	36	39
经营活动现金流	102	-14	89	139	250
资本支出	-5	-92	-80	-150	-200
长期投资	0	-39	0	0	0
其他	1	-1	0	0	0
投资活动现金流	-3	-132	-80	-150	-200
债权融资	-3	79	-71	0	0
股权融资	25	0	20	0	0
其他	-4	-29	1034	3	3
筹资活动现金流	19	49	983	3	3
现金净增加额	116	-107	992	-8	53

利润表

单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	879	1054	1337	1758	2223
营业成本	732	910	1124	1420	1742
税金及附加	3	3	5	6	8
营业费用	13	20	29	35	40
管理费用	39	48	72	88	107
财务费用	6	10	0	-3	-3
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	-1	0	0	0
其他	3	0	0	-2	-3
营业利润	92	62	106	210	327
营业外净收益	0	-1	0	0	0
利润总额	92	61	106	210	327
所得税	12	7	13	25	40
净利润	80	55	93	185	287
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	80	55	93	185	287

财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	15.84%	19.88%	26.83%	31.51%	26.46%
EBIT	7.53%	-27.26%	49.06%	95.92%	56.31%
EBITDA	8.75%	-25.57%	58.71%	95.06%	56.36%
归母净利润	-0.45%	-31.22%	69.41%	99.09%	55.49%
获利能力					
毛利率	16.73%	13.61%	15.89%	19.22%	21.65%
净利率	9.06%	5.20%	6.94%	10.51%	12.93%
ROE	23.64%	15.41%	6.18%	10.95%	14.55%
ROIC	40.69%	26.10%	23.27%	34.09%	37.01%
偿债能力					
资产负债	31.39%	44.09%	15.58%	17.04%	17.61%
流动比率	3.0	1.9	6.0	5.2	4.7
速动比率	2.5	1.4	5.4	4.6	4.1
营运能力					
应收账款周转率	4.6	4.2	4.3	4.3	4.3
存货周转率	10.5	7.9	8.3	8.3	8.3
总资产周转率	1.8	1.7	0.8	0.9	0.9
每股指标(元)					
每股收益	1.0	0.7	1.2	2.3	3.6
每股经营现金流	1.3	(0.2)	1.1	1.7	3.1
每股净资产	4.2	4.4	18.8	21.1	24.7
估值比率					
市盈率	59.2	86.0	50.8	25.5	16.4
市净率	14.0	13.3	3.1	2.8	2.4
EV/EBITDA	45.1	62.4	30.9	16.1	10.3
EV/EBIT	47.4	67.1	35.4	18.3	11.7

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为2023年2月13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