

首次覆盖
投资评级 优于大市

国内卫材热熔胶龙头企业，业绩成长空间广阔

股票数据

02月10日收盘价(元)	59.92
52周股价波动(元)	40.88-64.77
总股本/流通A股(百万股)	80/19
总市值/流通市值(百万元)	4794/1136

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	2.3	5.5	6.8
相对涨幅(%)	0.0	2.8	-4.6

资料来源:海通证券研究所

分析师:刘威

Tel:(0755)82764281

Email:lw10053@haitong.com

证书:S0850515040001

投资要点:

- 公司是卫材热熔胶龙头。**公司于2022年上市,专注于卫材热熔胶的研发、生产和销售,公司主营结构胶、橡胶胶、背胶和特种胶四类产品,产品主要用于卫生巾、纸尿裤等吸收性卫生用品面层、吸收层、底层等各组成材料的粘合。公司在生产规模、品牌知名度、技术开发、生产工艺改进等方面树立起较高的市场地位,已发展成为国内少数进入国际和国内卫生用品龙头企业采购体系的厂商之一。
- 卫材热熔胶行业发展空间广阔。**根据中国造纸协会数据,2019年我国一次性卫生用品市场规模为1165.3亿元,2019年全球一次性卫生用品市场规模大约873亿美元。根据中国胶粘剂和胶粘带协会调查统计,2019年我国国内热熔胶总销量达到112.64万吨,年增长率达到了9.18%。卫材热熔胶行业保持了较快的增长速度,主要原因在于随着国内热熔胶技术和产品性能的提升,热熔胶的可应用市场领域不断扩展,同时受国家新材料产业的政策鼓励支持,近5年均保持较高幅度增长。
- 海外市场提供新增长空间。**根据公司招股说明书,在国外市场,汉高、富乐、波士胶三家仍占据主导地位,三家合计市场占有率达到70%以上,公司占有率则不到2%。IPO募投项目的建设使得公司在成本及规模上的优势进一步凸显,为公司增强海外市场竞争力、扩大市场份额奠定基础。2019至2021年,公司境外业务的毛利率分别为27.06%、23.84%、22.61%,高出境内业务5个百分点左右。海外市场的逐步开拓,将能够有效提升公司的盈利水平。
- IPO募投项目为公司增长奠定基础。**6.1万吨波兰工厂已于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。公司年产12万吨的广州新工厂已于2022年10月正式开工建设,预计2024年第一季度投产。
- 盈利预测与投资评级:**我们预计聚胶股份22-24年归母净利润分别为0.97、1.25、1.55亿元,对应EPS分别为1.21、1.56、1.94元。公司是卫材热熔胶龙头且IPO募投项目多成长性高,给予一定估值溢价,我们给予2023年聚胶股份40-44倍PE估值(对应PB为3.24-3.57倍),对应合理价值区间为62.40-68.64元,首次覆盖给予“优于大市”投资评级。
- 风险提示:**原材料价格波动风险;新冠疫情导致运费价格上涨的风险;技术人员流失技术失密的风险。

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万)	879	1054	1143	1365	1606
(+/-)YoY(%)	15.8%	19.9%	8.5%	19.4%	17.6%
净利润(百万元)	80	55	97	125	155
(+/-)YoY(%)	-0.5%	-31.2%	76.9%	28.8%	24.5%
全面摊薄EPS(元)	1.00	0.68	1.21	1.56	1.94
毛利率(%)	16.7%	13.6%	15.2%	16.2%	17.0%
净资产收益率(%)	23.6%	15.4%	6.8%	8.1%	9.2%

资料来源:公司招股书,海通证券研究所

备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

产能假设: 2022年11月波兰6.1万吨新增产能投产,广州12万吨新增产能预计2024年第一季度投产。

产量假设: 假设2022-24年总产能利用率为99%、78%和56%。

销量假设:

- 1) 结构胶: 假设2022-24年产销率为98%、90%和90%。
- 2) 橡胶胶: 假设2022-24年产销率为100%、90%和90%。
- 3) 背胶: 假设2022-24年产销率为96%、90%和90%。
- 4) 特种胶: 假设2022-24年产销率为100%、90%和90%。

价格假设:

- 1) 结构胶: 根据2021年价格,假设2022-24年价格为1.30万元/吨。
- 2) 橡胶胶: 根据2021年价格,假设2022-24年价格为1.50万元/吨。
- 3) 背胶: 根据2021年价格,假设2022-24年价格为2.00万元/吨。
- 4) 特种胶: 根据2021年价格,假设2022-24年价格为1.30万元/吨。

毛利率假设:

- 1) 结构胶: 根据2021年毛利率,假设2022-2024年毛利率为19.50%。
- 2) 橡胶胶: 根据2021年毛利率,假设2022-2024年毛利率为22.50%。
- 3) 背胶: 根据2021年毛利率,假设2022-2024年毛利率为36.50%。
- 4) 特种胶: 根据2021年毛利率,假设2022-2024年毛利率为19%。
- 5) 其他: 根据2021年毛利率,假设2022-2024年毛利率为-8000%。

表 1 聚胶股份分业务盈利预测 (百万元)

项目	2021	2022E	2023E	2024E
总收入(百万元)	1053.80	1143.18	1365.32	1605.75
总成本(百万元)	910.34	969.75	1144.06	1332.96
总毛利(百万元)	143.45	173.43	221.26	272.79
总毛利率	13.61%	15.17%	16.21%	16.99%
结构胶				
收入(百万元)	694.86	755.96	906.46	1,066.19
成本(百万元)	562.94	608.55	729.70	858.28
毛利(百万元)	131.92	147.41	176.76	207.91
毛利率	18.99%	19.50%	19.50%	19.50%
橡胶胶				
收入(百万元)	250.05	272.72	320.48	376.95
成本(百万元)	195.16	211.36	248.37	292.13
毛利(百万元)	54.89	61.36	72.11	84.81
毛利率	21.95%	22.50%	22.50%	22.50%
背胶				
收入(百万元)	74.86	81.54	99.82	117.40
成本(百万元)	48.57	51.78	63.38	74.55
毛利(百万元)	26.29	29.76	36.43	42.85
毛利率	35.12%	36.50%	36.50%	36.50%
特种胶				
收入(百万元)	33.13	32.06	37.68	44.32
成本(百万元)	27.02	25.97	30.52	35.90
毛利(百万元)	6.11	6.09	7.16	8.42
毛利率	18.45%	19.00%	19.00%	19.00%
其他业务				
收入(百万元)	0.89	0.89	0.89	0.89
成本(百万元)	76.65	72.09	72.09	72.09
毛利(百万元)	-75.76	-71.20	-71.20	-71.20
毛利率	-8512.44%	-8000.00%	-8000.00%	-8000.00%

资料来源: WIND, 公司招股说明书, 海通证券研究所

表 2 可比公司估值

公司名称	股票代码	股价(元)	EPS(元/股)			PE(倍)			PB
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	
回天新材	300041.SZ	18.89	0.53	0.75	0.99	35	25	19	3.20
天洋新材	603330.SH	14.17	0.46	0.09	0.61	38	166	23	5.72
	平均值					37	96	21	4.46

资料来源: WIND, 海通证券研究所, 股价为 2023 年 2 月 13 日收盘价, 每股收益均为 WIND 一致预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标 (元)					营业总收入	1054	1143	1365	1606
每股收益	0.68	1.21	1.56	1.94	营业成本	910	970	1144	1333
每股净资产	5.92	17.68	19.24	21.19	毛利率%	13.6%	15.2%	16.2%	17.0%
每股经营现金流	-0.14	2.01	0.03	2.65	营业税金及附加	3	3	4	3
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%
价值评估 (倍)					营业费用	20	16	19	22
P/E	86.01	48.63	37.74	30.31	营业费用率%	1.9%	1.4%	1.4%	1.4%
P/B	9.94	3.33	3.06	2.78	管理费用	15	13	18	21
P/S	3.35	4.12	3.45	2.93	管理费用率%	1.4%	1.1%	1.3%	1.3%
EV/EBITDA	0.07	29.87	23.95	18.17	EBIT	73	114	147	183
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	10	0	0	0
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	13.6%	15.2%	16.2%	17.0%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	5.2%	8.5%	9.1%	9.7%	投资收益	-1	0	0	0
净资产收益率	15.4%	6.8%	8.1%	9.2%	营业利润	62	114	147	183
资产回报率	8.6%	5.9%	6.7%	7.8%	营业外收支	-1	0	0	0
投资回报率	14.6%	6.4%	7.7%	8.7%	利润总额	61	114	147	183
盈利增长 (%)					EBITDA	84	121	151	188
营业收入增长率	19.9%	8.5%	19.4%	17.6%	所得税	7	17	22	27
EBIT 增长率	-24.3%	56.8%	28.8%	24.5%	有效所得税率%	10.6%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润增长率	-31.2%	76.9%	28.8%	24.5%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	55	97	125	155
资产负债率	44.1%	14.4%	17.9%	15.0%					
流动比率	1.90	6.81	5.41	6.50	资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
速动比率	1.43	6.41	4.91	6.05	货币资金	83	1191	1186	1384
现金比率	0.31	5.36	3.71	4.89	应收账款及应收票据	223	158	297	238
经营效率指标					存货	115	79	150	117
应收账款周转天数	66.19	60.00	60.00	60.00	其它流动资产	84	84	98	101
存货周转天数	36.55	36.00	36.00	36.00	流动资产合计	505	1512	1730	1840
总资产周转率	1.87	1.00	0.77	0.83	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	41.37	33.03	33.61	34.19	固定资产	31	39	43	51
					在建工程	43	43	43	43
					无形资产	20	20	20	20
					非流动资产合计	133	141	145	153
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	资产总计	637	1653	1875	1994
净利润	55	97	125	155	短期借款	70	70	70	70
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	170	127	223	184
非现金支出	15	7	4	5	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	8	0	0	0	其它流动负债	26	25	27	28
营运资金变动	-86	57	-126	52	流动负债合计	266	222	320	283
经营活动现金流	-8	161	3	212	长期借款	0	0	0	0
资产	-93	-15	-8	-14	其它长期负债	15	15	15	15
投资	-39	0	0	0	非流动负债合计	15	15	15	15
其他	0	0	0	0	负债总计	281	237	335	298
投资活动现金流	-132	-15	-8	-14	实收资本	60	80	80	80
债权募资	67	0	0	0	归属于母公司所有者权益	355	1415	1539	1695
股权募资	1	962	0	0	少数股东权益	1	1	1	1
其他	-19	0	0	0	负债和所有者权益合计	637	1653	1875	1994
融资活动现金流	49	962	0	0					
现金净流量	-101	1108	-5	198					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 02 月 13 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2021), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘威 基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 恒力石化,卫星化学,扬农化工,滨化股份,新洋丰,梅花生物,百傲化学,建龙微纳,和远气体,联瑞新材,利安隆,合盛硅业,七彩化学,镇洋发展,万润股份,昊华科技,东华能源,德美化工,上海石化,东方盛虹,盐湖股份,鲁西化工,巨化股份,苏博特,卓越新能,凯立新材,赛轮轮胎,桐昆股份,兴化股份,永利股份

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。