

其他化学制品 III

聚胶股份 (301283.SZ)

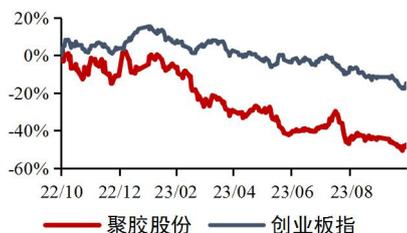
买入-B(首次)

原料价格回落推动盈利修复, 23Q3 略超预期

2023 年 10 月 29 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据: 2023 年 10 月 27 日

收盘价(元):	31.16
年内最高/最低(元):	64.00/29.28
流通 A 股/总股本(亿):	0.44/0.80
流通 A 股市值(亿):	13.83
总市值(亿):	24.93

基础数据: 2023 年 9 月 30 日

基本每股收益:	0.99
摊薄每股收益:	0.99
每股净资产(元):	18.23
净资产收益率:	5.44

资料来源: 最闻

分析师:

程俊杰

执业登记编码: S0760519110005

邮箱: chengjunjie@sxzq.com

事件描述

➢ 公司发布 2023 年三季报, 2023 年前三季度实现收入 11.64 亿元, 同比+18.63%, 实现归母净利润 0.79 亿元, 同比+10.56%, 实现扣非后归母净利润 0.67 亿元, 同比+0.41%。其中 23Q3 实现收入 4.18 亿元, 环比+15.79%, 实现归母净利为 0.37 亿元, 环比+37.04%。实现扣非后归母净利为 0.34 亿元, 环比+54.55%。

事件点评

➢ 立足波兰, 海外市场持续扩张。公司 23Q3 收入增长主要系海外客户取得突破, 自 23Q2 开始由于国内新生儿数量下滑, 市场开启卫材产业链的价格战。随着海外市场的不断增长, 公司立足波兰工厂, 覆盖欧洲、中东以及美洲, 充分发挥品牌以及竞争优势, 扭转国内市场需求不及预期的不利因素。另外公司墨西哥子公司工商注册和认证工作正在有序推进, 后续美洲市场有望加速拓展。

➢ 原材料价格回落, 盈利能力实现修复。热熔胶主要原料为石油树脂、高聚物以及矿物油, 根据隆众资讯数据, 23Q3 石油树脂均价为 8289 元/吨, 环比-5.3%, 高聚物均价为 12153 元/吨, 环比-8.35%, 矿物油均价为 8000 元/吨, 环比持平, 由于主要原料的价格下降, 助力公司盈利修复。23Q3 公司毛利率为 15.95%, 环比+4.47 个 pcts。

投资建议

➢ 公司属于卫材热熔胶领域的头部企业, 卫材热熔胶市场约 70 万吨, 市场价值约 140 亿, 市场主要被汉高、富乐、波士胶三家企业垄断, 公司凭借优秀的品牌优势以及成本管控能力, 在与海外三大巨头的竞争过程中不断获取市场份额。预计公司 23-25 年实现归母净利为 1.11/1.52/2.18 亿元, 对应公司 10 月 27 号市值为 25 亿元, 2023-2025 年 PE 分别为 22.4\16.4\11.4 倍, 首次覆盖给予“买入-B”评级。

风险提示

➢ 原材料价格上涨风险: 公司主要原材料为石油树脂、高聚物、矿物油, 属于石化下游衍生产品, 若石化产业链相关价格上涨, 则会对公司成本造成压力。

➢ 新生儿下滑风险: 由于公司结构胶、橡胶胶等产品一部分应用领域在婴幼儿纸尿裤的制备过程中, 若全球婴幼儿出生人口数量下滑, 则会影响公司终端需求。

➢ 海外市场拓展风险: 目前, 公司在海外市场的占有率仍很低, 尤其是北



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1





美、日韩及西欧等庞大的市场区域份额仍很小，公司重视海外市场并将进一步加强开拓海外市场的力度，若国际市场局势复杂多变，则会影响公司涉外经营管理。

**财务数据与估值：**

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,054	1,351	1,655	1,996	2,496
YoY(%)	19.9	28.2	22.5	20.6	25.1
净利润(百万元)	55	87	111	152	218
YoY(%)	-31.2	59.4	27.5	36.6	43.3
毛利率(%)	13.6	15.7	15.4	16.0	16.8
EPS(摊薄/元)	0.68	1.09	1.39	1.90	2.72
ROE(%)	15.4	6.1	7.5	9.3	11.9
P/E(倍)	45.5	28.6	22.4	16.4	11.4
P/B(倍)	7.0	1.8	1.7	1.5	1.4
净利率(%)	5.2	6.5	6.7	7.6	8.7

资料来源：最闻，山西证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

### 资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	505	1423	1420	1614	1825
现金	83	189	387	326	486
应收票据及应收账款	223	299	341	430	534
预付账款	5	14	4	19	10
存货	115	207	117	264	219
其他流动资产	78	714	571	576	575
<b>非流动资产</b>	133	257	315	359	399
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	31	190	197	209	226
无形资产	20	23	22	21	21
其他非流动资产	82	44	97	128	153
<b>资产总计</b>	637	1679	1735	1973	2224
<b>流动负债</b>	266	257	244	337	382
短期借款	70	5	8	8	9
应付票据及应付账款	170	204	206	296	341
其他流动负债	26	48	30	33	31
<b>非流动负债</b>	15	9	6	8	10
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	15	9	6	8	10
<b>负债合计</b>	281	265	250	345	391
少数股东权益	1	0	0	0	0
股本	60	80	80	80	80
资本公积	198	1140	1140	1140	1140
留存收益	104	192	290	421	599
归属母公司股东权益	355	1414	1485	1627	1832
<b>负债和股东权益</b>	637	1679	1735	1973	2224

### 现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	-8	-73	171	2	205
净利润	55	86	111	152	218
折旧摊销	5	8	16	17	19
财务费用	10	-14	-4	-2	-22
投资损失	1	-2	-2	-2	-2
营运资金变动	-86	-170	49	-162	-7
其他经营现金流	7	18	1	-0	-0
<b>投资活动现金流</b>	-132	-785	68	-58	-58
<b>筹资活动现金流</b>	49	906	-41	-6	13
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.68	1.09	1.39	1.90	2.72
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.11	-0.91	2.13	0.03	2.57
每股净资产(最新摊薄)	4.44	17.67	18.56	20.34	22.91

### 利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	1054	1351	1655	1996	2496
营业成本	910	1139	1399	1676	2077
营业税金及附加	3	3	5	6	7
营业费用	20	31	43	41	55
管理费用	15	34	25	33	44
研发费用	33	54	61	70	90
财务费用	10	-14	-4	-2	-22
资产减值损失	-4	-11	6	6	6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-1	2	2	2	2
<b>营业利润</b>	62	99	127	173	248
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	61	99	127	173	248
所得税	7	13	16	21	30
<b>税后利润</b>	55	86	111	152	218
少数股东损益	0	-1	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	55	87	111	152	218
EBITDA	68	101	132	173	240

### 主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	19.9	28.2	22.5	20.6	25.1
营业利润(%)	-32.7	60.5	27.7	36.7	42.9
归属于母公司净利润(%)	-31.2	59.4	27.5	36.6	43.3
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	13.6	15.7	15.4	16.0	16.8
净利率(%)	5.2	6.5	6.7	7.6	8.7
ROE(%)	15.4	6.1	7.5	9.3	11.9
ROIC(%)	12.5	5.6	6.8	8.3	10.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	44.1	15.8	14.4	17.5	17.6
流动比率	1.9	5.5	5.8	4.8	4.8
速动比率	1.3	4.4	5.1	3.7	4.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.9	1.2	1.0	1.1	1.2
应收账款周转率	5.4	5.2	5.2	5.2	5.2
应付账款周转率	6.5	6.1	6.8	6.7	6.5
<b>估值比率</b>					
P/E	45.5	28.6	22.4	16.4	11.4
P/B	7.0	1.8	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA	36.4	16.7	12.3	9.7	6.3

资料来源：最闻、山西证券研究所

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

