

其他化学制品 III

聚胶股份 (301283.SZ)

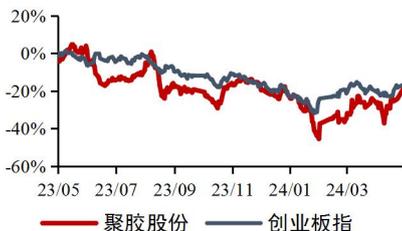
买入-B(维持)

卫材热熔胶全球破局者，海外扩张稳步推进

2024年5月7日

公司研究/深度分析

公司近一年市场表现



资料来源：最闻

市场数据：2024年5月6日

收盘价(元):	33.61
总股本(亿股):	0.80
流通股本(亿股):	0.45
流通市值(亿元):	15.28

资料来源：最闻

基础数据：2024年3月31日

每股净资产(元):	19.21
每股资本公积(元):	14.30
每股未分配利润(元):	3.13

资料来源：最闻

分析师:

李旋坤

执业登记编码: S0760523110004

邮箱: lixunkun@sxzq.com

研究助理:

刘聪颖

邮箱: liucongying@sxzq.com

投资要点:

- 全球卫材热熔胶市场规模稳定增长，成人失禁用品潜力巨大。卫材热熔胶主要用于卫生巾、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；近年来，卫材热熔胶市场保持稳定增长，预计2024-2026年全球一次性卫生用品热熔胶需求量分别为88、93、99万吨，年均增速约为6%。日本、北美、西欧成人失禁用品市场渗透率较高，分别为80%、60%、58%，包括我国在内的发展中国家失禁用品的消费习惯尚未养成处于前期导入阶段，我国成人失禁用品渗透率仅5%。受益于老龄化趋势加速与失禁用品渗透率提升，成人失禁用品消费量与市场规模均有望保持较高增速；预计2024-2026年全球成人失禁用品热熔胶需求量分别为46.70、51.06、55.59万吨，年均增速约为9%。
- 非洲、印度、东南亚等新兴市场贡献婴儿与女性卫生用品需求增量。发达国家人口增速放缓且老龄化加剧，婴儿纸尿裤、卫生巾等市场几乎达到饱和；与发达国家相比，非洲、印度、东南亚等地区人口增长前景可观，卫生用品市场极具潜力。2022年非洲的生育率为每名妇女生育4.21个孩子，印度、东南亚0-4岁婴儿占总人口比例分别约为8.4%、8.3%，新生儿数量大；同时，随着收入的提高与城市化水平的加速，婴儿纸尿裤的渗透率进一步提升，市场潜力进一步扩大。此外，女性劳动力的增加也提高了女性的决策能力与购买力，对经期卫生意识不断增强，将推动卫生巾市场的增长。
- 布局全球化供应链扩大产能，低成本优势开拓海外市场。卫材热熔胶的进入门槛较高，海外市场主要掌握在汉高、富乐与波士胶手中，市占率约为70%。公司持续研发投入，不断将国产原材料导入到公司配方体系，降低成本，从中国区开始，不断延伸到欧洲、东南亚等市场区域，并向北美市场拓展。公司现有产能16.4万吨（广州工厂10.3万吨+波兰工厂6.1万吨），其中波兰工厂主要面向欧洲、北美和中东客户；在建广州新工厂12万吨年产能，预计2024年建成投产，墨西哥工厂12万吨卫生用品高分子新材料制造及研发项目预计2025年建成首期3万吨，建成后有助于公司开拓北美市场，增强公司应对国际贸易壁垒的能力。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1





盈利预测、估值分析和投资建议：预计公司 2024-2026 年归母公司净利润 1.37\1.78\2.30 亿元，同比增长 27.0%\29.7%\29.3%，对应 EPS 为 1.72\2.23\2.88 元，对应 5 月 6 日收盘价 33.61 元，PE 为 19.6\15.1\11.7 倍，维持“买入-B”评级。

风险提示：成长性放缓的风险；原材料价格波动的风险；募投项目未能如期产生效益的风险；海外经营风险；技术人员流失和技术失密的风险；汇率变动风险等。

财务数据与估值：

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,351	1,628	2,110	2,830	3,692
YoY(%)	28.2	20.5	29.6	34.1	30.5
净利润(百万元)	87	108	137	178	230
YoY(%)	59.4	23.8	27.0	29.7	29.3
毛利率(%)	15.7	15.0	15.2	15.2	15.2
EPS(摊薄/元)	1.09	1.35	1.72	2.23	2.88
ROE(%)	6.1	7.0	8.2	9.6	11.1
P/E(倍)	30.8	24.9	19.6	15.1	11.7
P/B(倍)	1.9	1.7	1.6	1.5	1.3
净利率(%)	6.5	6.6	6.5	6.3	6.2

资料来源：最闻，山西证券研究所

目录

1. 深耕卫材热熔胶领域，以技术作为立足之本.....	7
1.1 专注卫材热熔胶，卫生巾与纸尿裤为主要应用领域.....	7
1.2 股权结构清晰，子公司均为全资或控股子公司.....	8
1.3 收入稳步提升，毛利率相对稳定.....	9
2. 卫材热熔胶市场增长稳定，海外市场潜力大.....	11
2.1 国内热熔胶技术逐步成熟，纤维加工为核心细分市场.....	11
2.2 老龄化趋势下，我国成人纸尿裤市场持续受益.....	13
2.3 非洲、印度与东南亚等新兴市场贡献婴儿与女性卫生用品需求增量.....	18
2.4 预计 2026 年全球一次性卫生用品热熔胶消耗量约为 99 万吨.....	21
2.5 客户壁垒较高，成功实现国产替代并将产品销往海外.....	22
3. 商业模式领先，全球布局成型.....	26
3.1 核心团队出身卓越，持续研发投入成果斐然.....	26
3.2 轻资产布局全球，供应链成本优势凸显.....	27
3.3 持续扩展海外专业团队，欧美市场即将快速收获.....	30
4. 盈利预测.....	32
5. 风险提示.....	33

图表目录

图 1: 卫材热熔胶在纸尿裤中的应用.....	8
图 2: 卫材热熔胶在卫生巾中的应用.....	8
图 3: 公司股权结构图.....	9
图 4: 2023 年公司营收同比增加 21%.....	9
图 5: 2023 年公司归母净利润同比增加 24%.....	9
图 6: 公司经营活动产生的现金净流量额(亿元).....	10
图 7: 公司期间费用率情况.....	10
图 8: 2023 年公司综合毛利率为 15.02%.....	10
图 9: 2023 年公司研发费用占总营收 2.57%.....	10
图 10: 2021 年国内热熔胶销量同比增长 6%.....	12
图 11: 纤维加工是国内热熔胶应用的核心市场之一.....	12
图 12: 我国卫材热熔胶市场规模持续扩张.....	12
图 13: 吸收产品对卫材热熔胶细分产品需求不同.....	12
图 14: 中国吸收性卫生用品市场规模发展放缓.....	13
图 15: 成人失禁用品占比显著提升.....	13
图 16: 中国女性卫生用品消费量较为稳定.....	14
图 17: 中国女性卫生用品市场规模缓慢增长.....	14
图 18: 中国婴儿卫生用品行业市场规模有所下降.....	14
图 19: 中国婴儿纸尿裤市场渗透率不断提高.....	14
图 20: 我国新生儿数量预计持续减少(百万).....	15
图 21: 我国成人失禁用品渗透率仍处于较低水平.....	15

图 22: 中国成人失禁用品行业保持较高增速.....	16
图 23: 2021 年中国成人失禁用品消费量约 72 亿片.....	16
图 24: 我国 65 岁及以上人口占比逐年提升.....	17
图 25: 我国老龄化人口快速增加 (百万)	17
图 26: 目前非洲人口密度处于较低水平.....	18
图 27: 非洲新生儿数量持续增长.....	19
图 28: 撒哈拉以南非洲女性人口数量逐年增长.....	19
图 29: 印度女性人口数量(亿).....	19
图 30: 印度卫生巾市场规模预计(百万美元).....	19
图 31: 印度婴儿纸尿裤市场规模(亿美元).....	20
图 32: 印度 0-4 岁婴儿占总人口比例约 8.4%.....	20
图 33: 东南亚整体婴儿纸尿裤市场规模.....	21
图 34: 东南亚 0-4 岁婴儿占总人口比例约 8.3%.....	21
图 35: 全球前十大卫生用品厂商.....	24
图 36: 聚胶股份国内细分市场市占率(2019).....	25
图 37: 聚胶股份海外细分市场市占率(2019).....	25
图 38: 2023 年公司研发投入 0.42 亿元.....	26
图 39: 公司研发投入处于行业较高水平(2022 年).....	26
图 40: 直接原材料约占公司总成本 89%(2023 年).....	28
图 41: 石油树脂为消耗量最多的原材料.....	28
图 42: 公司产品售价略低(2019 年, 单位: 元/kg).....	29
图 43: 主要原材料价格不同程度下降(单位: 元/kg).....	29
图 44: 公司产能逐年提升 (单位: 万吨)	30

图 45: 海外营收占比超过国内(百万元).....	31
图 46: 海外市场毛利率高于国内市场.....	31
表 1: 公司卫材热熔胶产品主要分为结构胶、橡筋胶、背胶和特种胶四大类.....	7
表 2: 热熔胶按照不同的基料可分为七大类.....	11
表 3: 我国一次性卫生用品热熔胶使用量测算.....	17
表 4: 全球一次性卫生用品热熔胶用量测算.....	22
表 5: 全球三大卫材热熔胶跨国生产商.....	22
表 6: 卫材热熔胶生产商的技术差异主要体现在对客户的针对性开发与定制.....	23
表 7: 公司技术创新屡创荣誉.....	27
表 8: 公司主要原材料为石油树脂、高聚物和矿物油(单位: 亿元).....	28
表 9: 假设主要原材料价格以 5% 的幅度变动下, 公司毛利率敏感性分析.....	29
表 10: 可比公司估值对比.....	32

1. 深耕卫材热熔胶领域，以技术作为立足之本

1.1 专注卫材热熔胶，卫生巾与纸尿裤为主要应用领域

行业内四大主要的卫材热熔胶提供商之一。公司是一家以研发生产卫材热熔胶为核心业务的专业供应商，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，具有无毒、无味、不含溶剂的环保特点。公司的卫材热熔胶产品分为结构胶、橡筋胶、背胶和特种胶四大类，其中特种胶主要是具有特殊性能和功能，包括柔味胶、吸味胶、前腰贴专用胶、左右腰贴专用胶、封口胶、湿强胶、尿显胶、生物可降解热熔胶等，广泛应用于婴儿纸尿裤、妇女卫生巾、成人失禁用品、宠物垫、医疗床垫等领域，起到粘结各组成材料的作用。

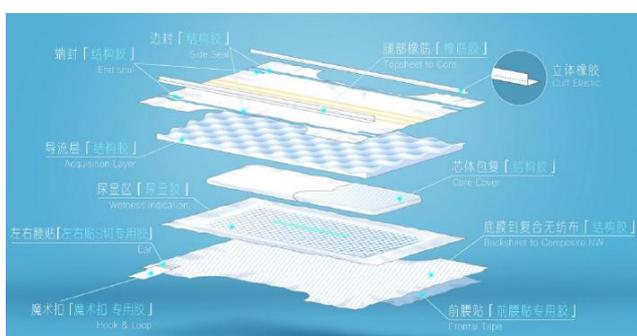
表 1：公司卫材热熔胶产品主要分为结构胶、橡筋胶、背胶和特种胶四大类

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，形成牢固的四周密封或立体防漏密封以及完善的独立包装。常用粘接工位包括无纺布/打孔膜与 PE 底膜、吸水纸与无纺布，PE 或绒毛浆、离型纸与独立包装膜	具有适用基材范围广、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的特点
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	具有内聚高且抗橡筋蠕变的特点
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	背胶普遍具有内聚高且粘力适中的特点
特种胶	柔味胶	纸尿裤、卫生巾	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；适用于大部分结构与基材的粘接
	前腰贴专用胶		将前腰贴粘接在底膜上且可抵抗左右腰贴带来的剪切力	内聚高、抗橡筋蠕变
	左右腰贴专用胶		将左右腰贴粘接在立体防漏和底膜的之间且可抵抗左右腰贴带来的剪切力	内聚力及剪切力强、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

资料来源：公司招股意向书，山西证券研究所

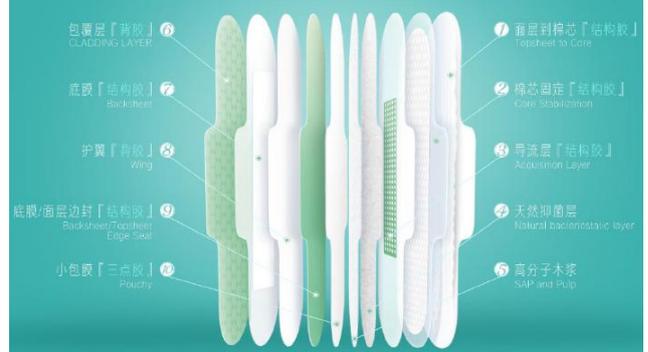
卫材热熔胶质量不可忽视，纸尿裤和卫生巾是公司产品目前用量最大的领域。卫材热熔胶作为无纺布涂层贴合工艺的核心材料，承担着结构粘接的重任，在卫生用品中起着至关重要的作用，直接影响着用户的使用体验。卫材热熔胶质量问题一般在卫生用品制成后一段时间才会显现，如失粘、老化、渗油等，一旦热熔胶出现问题，制成的整批次卫生用品就会报废，给客户造成极大的损失，还会进一步损害客户的市场声誉。因此，下游客户，尤其是知名客户对卫材热熔胶的产品质量极为重视。

图 1：卫材热熔胶在纸尿裤中的应用



资料来源：公司招股意向书，山西证券研究所

图 2：卫材热熔胶在卫生巾中的应用

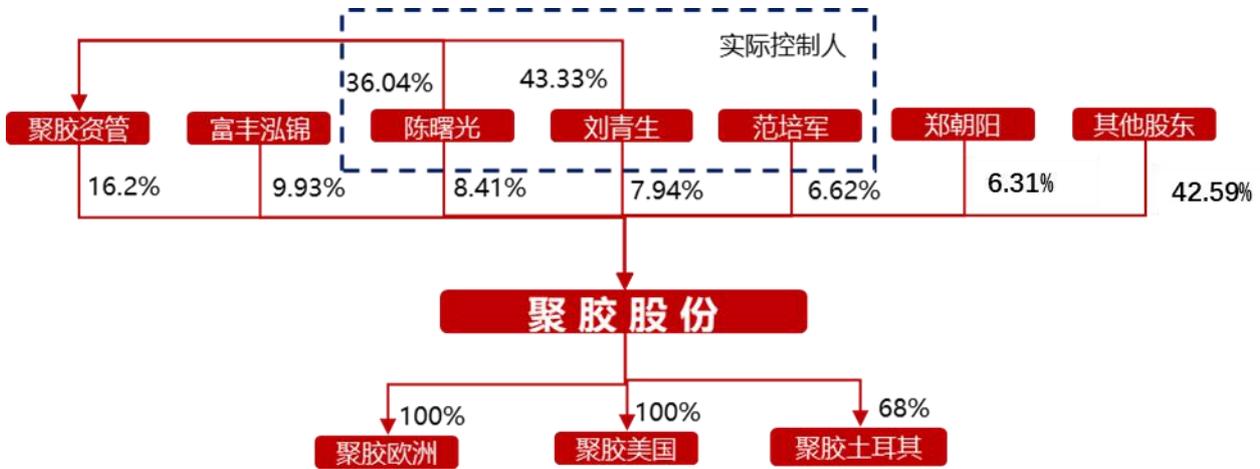


资料来源：公司招股意向书，山西证券研究所

1.2 股权结构清晰，子公司均为全资或控股子公司

公司控股股东及实际控制人为陈曙光、刘青生、范培军三人。陈曙光任公司董事长、总经理，直接与间接持有公司 14.25% 股权，负责公司的全面管理工作；刘青生任公司副董事长、副总经理，直接与间接持有公司 14.96% 股权，负责公司的销售业务；范培军任公司董事、副总经理，直接持有公司 6.62% 股权，负责公司的技术研发及采购工作。三人已签订《一致行动协议》，一致同意在公司的股东大会、董事会表决中均应采取一致行动，如各方不能达成一致意见，则以陈曙光的意见为主。公司拥有两家全资子公司与一家控股子公司；其中，聚胶欧洲（100% 股权）主营业务与公司相同，聚胶美国（100% 股权）与聚胶土耳其（68% 股权）是公司进行产品市场营销而设立的子公司。

图 3：公司股权结构图

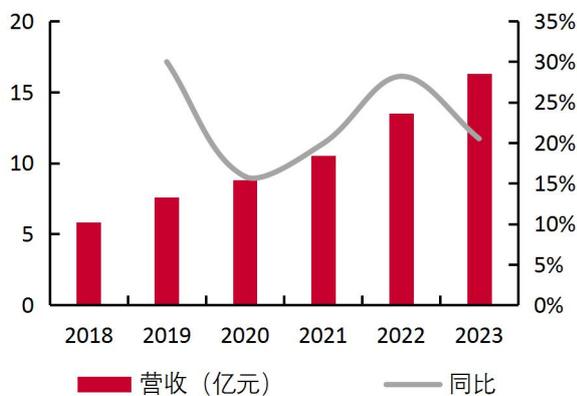


资料来源：Wind，山西证券研究所（注：截至 2024 年 4 月 30 日）

1.3 收入稳步提升，毛利率相对稳定

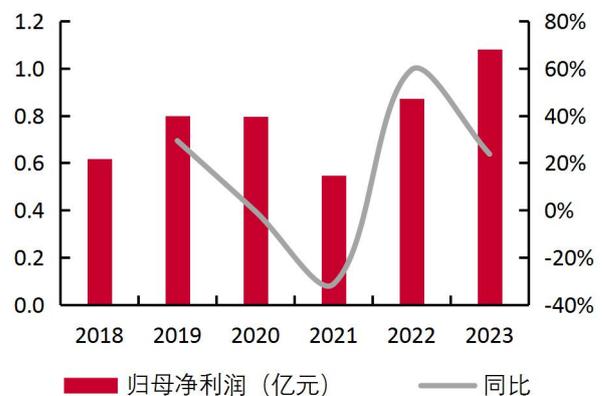
公司持续加大研发投入，不断提升产品质量和性能，不断开发和推出新产品，丰富公司产品结构；同时，继续投建全球三地稳固的供应链生产基地，在稳定开拓国内市场的同时，继续扩大经验丰富的海外专业团队，加大对海外市场的开拓力度和客户开发力度，海外收入大幅增长，经营业绩大幅提升。2023 年公司实现营业收入 16.28 亿元，同比增加 21%；实现归母净利润 1.08 亿元，同比增加 24%。

图 4：2023 年公司营收同比增加 21%



资料来源：Wind，山西证券研究所

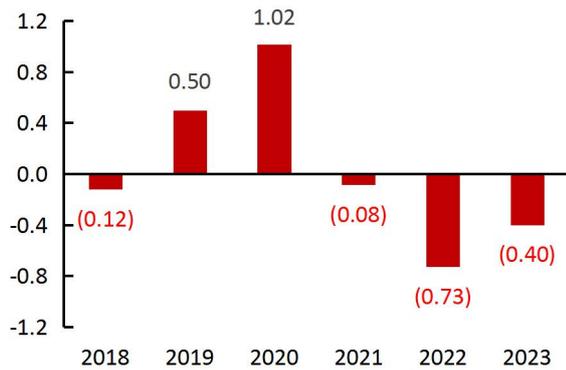
图 5：2023 年公司归母净利润同比增加 24%



资料来源：Wind，山西证券研究所

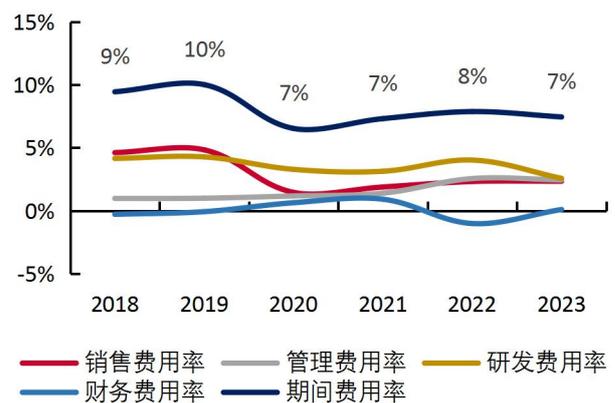
净现金流有所改善，期间费用率稳定。2023 年公司经营性活动产生的现金净流量额为-0.4 亿元；公司销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 2.3%、2.4%、2.6%、0.1%，期间费用率为 7.4%，较 2022 年减少 0.5pct。近年来，公司期间费用率稳定在 7%左右。

图 6：公司经营活动产生的现金净流量额(亿元)



资料来源：Wind，山西证券研究所

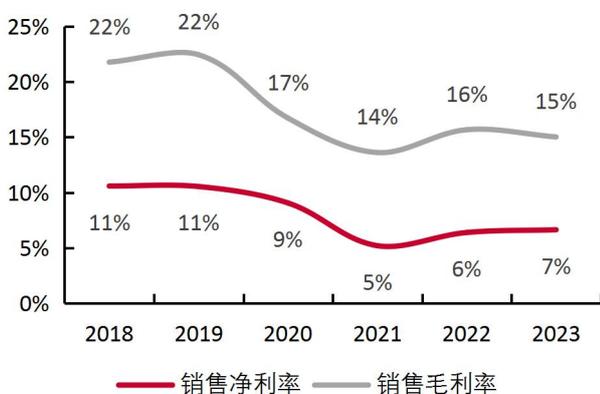
图 7：公司期间费用率情况



资料来源：Wind，山西证券研究所

毛利率相对稳定，持续加大研发投入。2023 年公司销售毛利率为 15.02%，同比减少 0.65pct；销售净利率为 6.64%，同比增加 0.25pct。2023 年公司研发费用支出 0.42 亿元，同比减少 23.08%；占总营收比例为 2.57%，同比减少 1.45pct。公司始终坚持紧贴市场需求和技术发展趋势进行前瞻式研发，新产品显强胶、新一代尿显胶和医疗用胶的收入均较小，新产品生物可降解热熔胶和生物基热熔胶已分别在部分客户陆续试机，处于可随时商业化阶段，尚未产生收入。

图 8：2023 年公司综合毛利率为 15.02%



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 9：2023 年公司研发费用占总营收 2.57%



资料来源：Wind，山西证券研究所

2. 卫材热熔胶市场增长稳定，海外市场潜力大

2.1 国内热熔胶技术逐步成熟，纤维加工为核心细分市场

热熔胶是一种应用广泛的绿色胶粘剂，聚胶股份的产品主要为 SBS/SIS 热熔胶。热熔胶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，主要由热塑性高分子聚合物所组成。它在生产和应用时不使用任何溶剂，无毒、无味，不污染环境，有“绿色胶粘剂”之称。根据不同的基料，可分为 SBS/SIS 热熔压敏胶、EVA 热熔胶、PET 热熔胶、PUR 热熔胶等七大类。热熔胶产品下游行业涉及造纸业、服装业、建筑业、交通运输业、快消品行业、卫生用品业等。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。

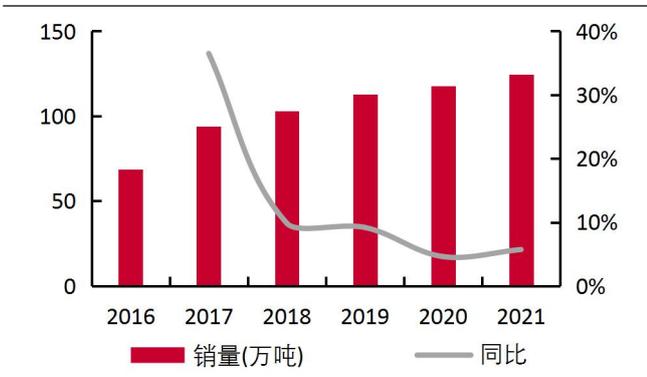
表 2：热熔胶按照不同的基料可分为七大类

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

资料来源：公司招股意向书，山西证券研究所

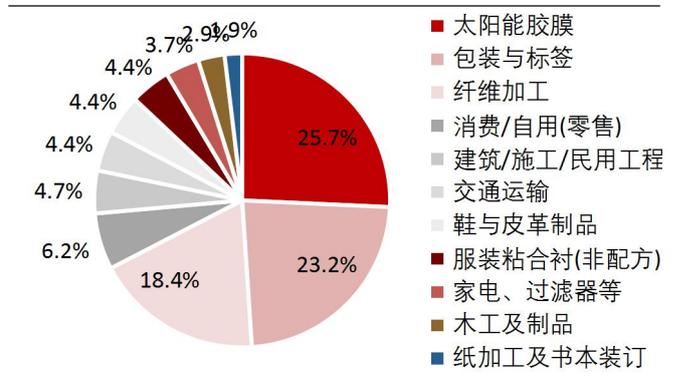
我国热熔胶市场增速稳定，纤维加工细分领域渗透率不断提高。中国是全球热熔胶主要生产地之一，由于国内技术和产品性能提升、可应用市场扩展以及国家对新材料产业的政策扶持等，近 5 年国内热熔胶市场保持较快增速。据中国胶粘剂和胶粘带工业协会数据，2021 年国内热熔胶总销量为 124.56 万吨，同比增速为 5.71%。从应用行业销量来看，太阳能胶膜、包装与标签、纤维加工为热熔胶应用市场份额前三，占比分别为 25.7%、23.2%、18.4%，聚胶股份产品所属的卫材热熔胶属于纤维加工细分市场。

图 10: 2021 年国内热熔胶销量同比增长 6%



资料来源: 中国胶粘剂和胶粘带工业协会, 聚胶股份招股意向书, 《2022 年中国热熔胶行业市场前景及投资研究报告(简版)》, 中商产业研究院, 山西证券研究所

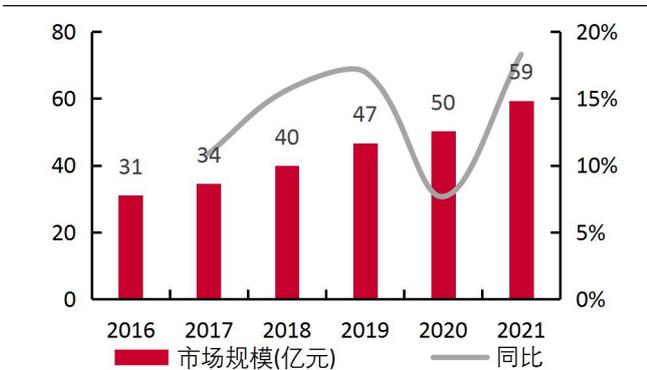
图 11: 纤维加工是国内热熔胶应用的核心市场之一



资料来源: 中国胶粘剂和胶粘带工业协会, 《2022 年中国热熔胶行业市场前景及投资研究报告(简版)》, 中商产业研究院, 山西证券研究所(注: 2020 年)

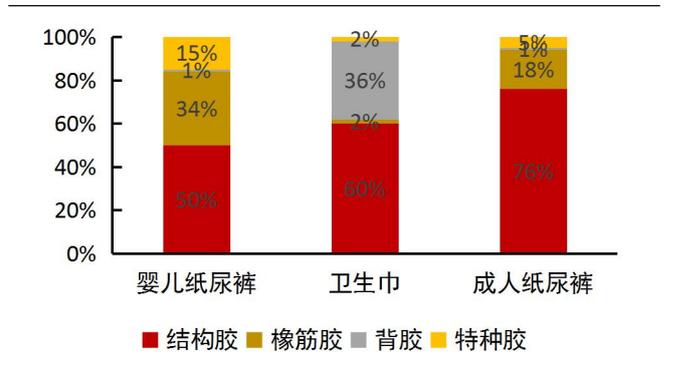
我国卫材热熔胶行业发展迅速, 市场规模持续扩张。据华经产业研究院数据, 2021 年我国卫材热熔胶行业市场规模达到 59 亿元, 同比增速为 18%。不同吸收个护产品对卫材热熔胶细分产品需求不同, 根据聚胶股份数据, 结构胶在婴儿纸尿裤、卫生巾、成人纸尿裤中的用量占比分别为 50%、60%、76%; 同时, 由于纸尿裤的单位面积大于卫生巾, 所以在总量上, 单位纸尿裤的用胶量也大于卫生巾。

图 12: 我国卫材热熔胶市场规模持续扩张



资料来源: 《2022 年卫材热熔胶行业分析, 产业规模持续扩张, 安全环保是行业重要发展趋势》, 华经

图 13: 吸收产品对卫材热熔胶细分产品需求不同



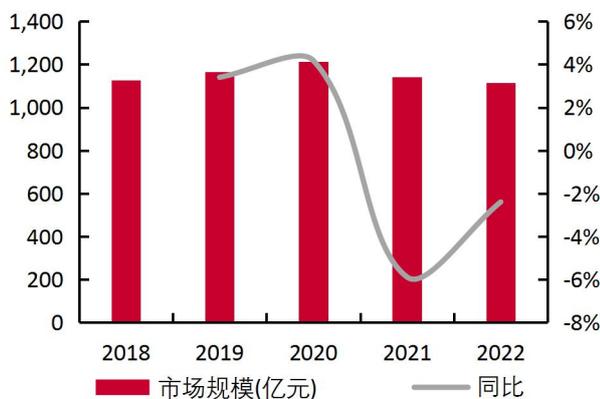
资料来源: 公司招股意向书, 山西证券研究所

产业研究院，山西证券研究所

2.2 老龄化趋势下，我国成人纸尿裤市场持续受益

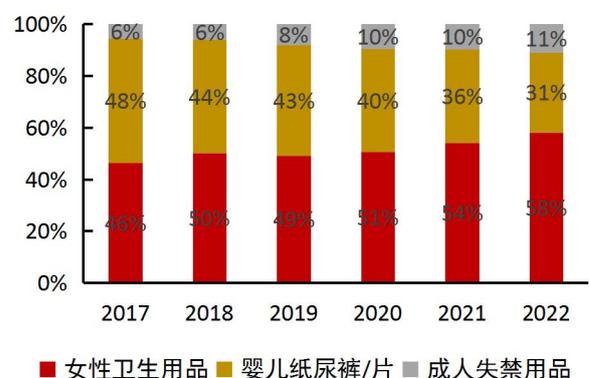
我国一次性卫生用品市场发展总体放缓，女性卫生用品与成人失禁用品占比提升。根据中国造纸业协会生活用纸专业委员会数据，近两年国内一次性卫生用品市场发展缓慢。2022年我国吸收性卫生用品市场规模达到1115亿元，比2021年下降2.4%。其中，女性卫生用品（包括卫生巾、经期裤和卫生护垫）市场规模为650.2亿元，同比增速为5.2%；婴儿卫生用品（纸尿裤）市场规模为344亿元，同比有所下降；成人失禁用品（包括成人纸尿裤/片和护理垫）市场规模为120.9亿元，同比增速为7.9%。从产品结构来看，2022年女性卫生用品、婴儿纸尿裤/片、成人失禁用品占一次性吸收卫生用品市场规模比例分别为58%、31%、11%；其中，婴儿纸尿裤/片占比不断下降，女性卫生用品与成人失禁用品占比持续提升。

图 14：中国吸收性卫生用品市场规模发展放缓



资料来源：中国造纸协会生活用纸专业委员会，豪悦护理 2020-2023 年报，山西证券研究所

图 15：成人失禁用品占比显著提升

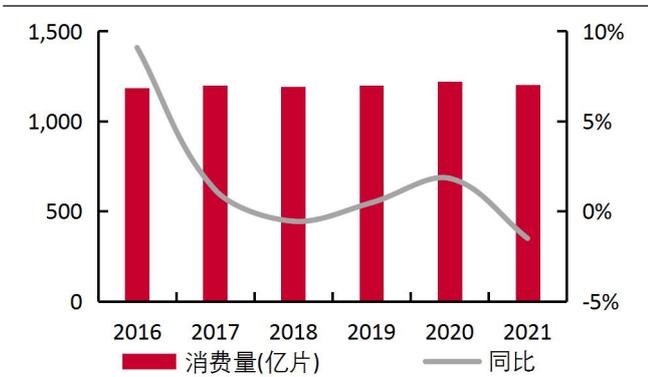


资料来源：《2021 年一次性卫生用品行业概况和展望》，中国造纸协会生活用纸专业委员会，豪悦护理 2023 年报，山西证券研究所

女性卫生用品市场规模继续增长，消费向高端化发展。目前我国女性卫生用品行业渗透率约 100%，2021 年我国女性卫生用品消费量约 1202.5 亿片，同比增速约为-1.51%。行业处于成熟期，增速缓慢，2022 年我国女性卫生用品行业市场规模约为 650.2 亿元，同比增速约为 5.2%；其中，卫生护垫市场容量持续萎缩，卫生巾与经期裤贡献增量。行业未来增长点主要在于消费升级带来的价的提升以及适龄女性年龄段向两端延伸、日更换频次提升等带来量的增加，行业

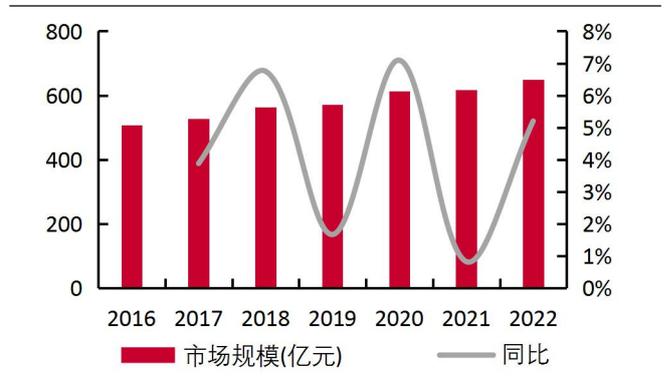
高端化趋势明显。

图 16: 中国女性卫生用品消费量较为稳定



资料来源: Wind,《2021 年一次性卫生用品行业概况和展望》,山西证券研究所

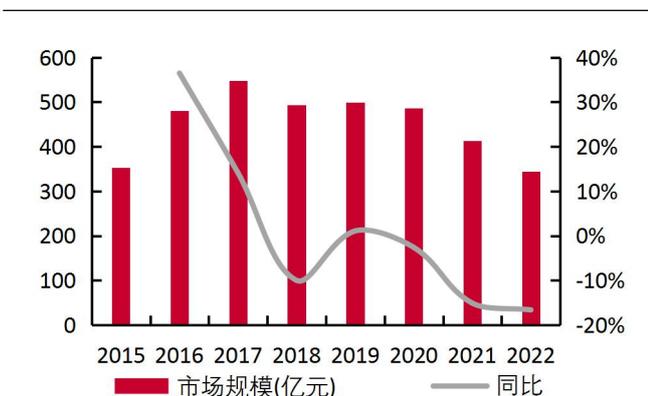
图 17: 中国女性卫生用品市场规模缓慢增长



资料来源: 中国造纸协会生活用纸专业委员会, 豪悦护理 2020-2023 年报, 山西证券研究所

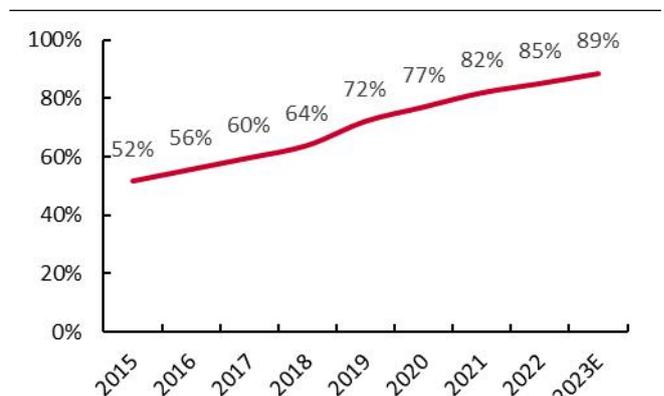
新生儿减少致婴儿纸尿裤市场规模明显下降, 渗透率不断提升。2021 年婴儿纸尿裤/片中产量约 385.2 亿片, 工厂总销量约 395.3 亿片, 同比增速分别为-9.1%和-4.6%。2021/2022 年市场规模分别约为 412.6/344 亿元, 同比增速分别为-15.1%/-16.6%, 下降较为明显。新生儿人数的持续下降使得国内婴儿纸尿裤需求量下降, 是市场规模降低的最主要原因。婴儿纸尿裤市场渗透率从 2020 年的 77.3%提升至 2021 年的 81.5%, 提高了 4.2pct, 预计 2023 年提升至 89%。未来随着二三线城市以及农村市场渗透率的提升, 对婴儿纸尿裤的消费量形成支撑。

图 18: 中国婴儿卫生用品行业市场规模有所下降



资料来源: 中国生活用纸年鉴, Wind,《2021 年一次性卫生用品行业概况和展望》, 豪悦护理 2023 年

图 19: 中国婴儿纸尿裤市场渗透率不断提高

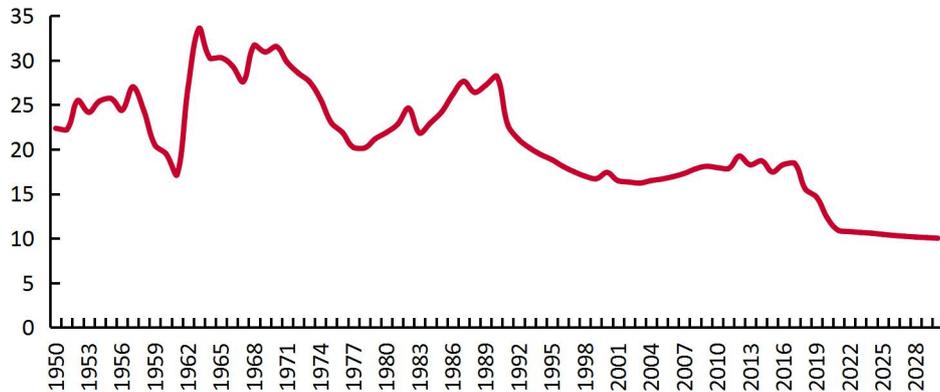


资料来源: 中国生活用纸年鉴, Wind,《2022 年中国婴儿纸尿裤消费白皮书》, 艾瑞咨询, 山西证券研

报, 山西证券研究所

究所

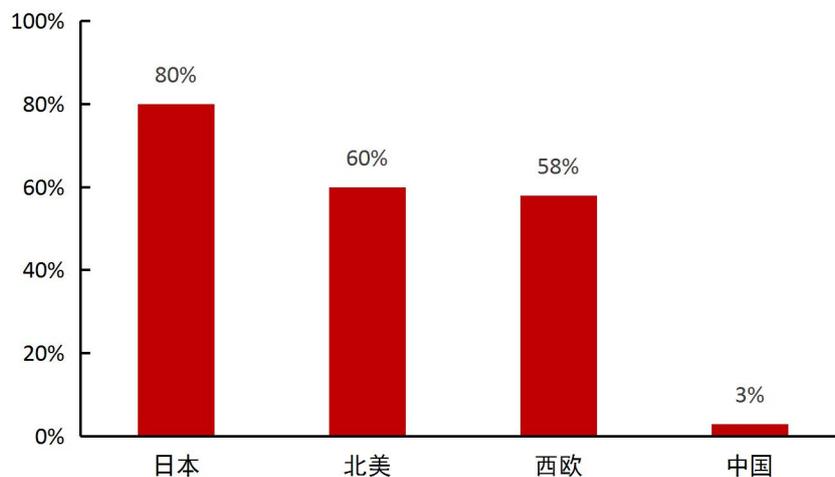
图 20: 我国新生儿数量预计持续减少 (百万)



资料来源: United Nations, 山西证券研究所

成人失禁用品市场处于导入阶段, 新兴市场有望进入加速增长期。成人失禁用品的消费群体主要包括活动不便的老人、因手术或生育导致的卧床患者、以及因外出或交通堵塞无法如厕的功能性需求患者等, 具有穿戴方便、贴身舒适的特点; 目前, 我国失禁人群的消费习惯尚未完全养成, 成人失禁用品行业处于导入期阶段。日本、北美、西欧成人失禁用品的市场渗透率分别约为 80%、60%、58%, 我国成人失禁用品渗透率仅 3%, 低于世界平均水平。随着居民生活水平的提高, 对中老年人生活品质愈加重视, 对成人失禁用品的接受度也持续提高。

图 21: 我国成人失禁用品渗透率仍处于较低水平



资料来源：生活用纸委员会，可靠股份招股说明书，山西证券研究所

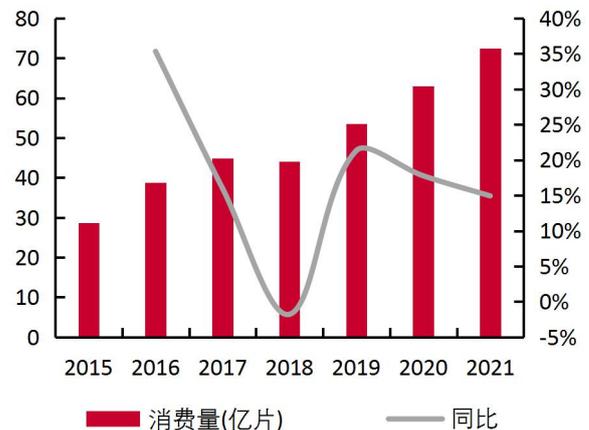
受益于老龄化趋势延续与渗透率提升，消费量与市场规模均保持较高增速。据中国造纸协会生活用纸专业委员会统计，2021年我国成人失禁用品总消费量为72.4亿片，同比+14.9%；其中，纸尿裤占比57.6%，同比-13.7pct；纸尿片占比6.4%，同比-0.9pct；护理垫占比35.9%，同比+14.5pct；轻度失禁用品占比0.1%。我国成人失禁用品市场规模从2015年的49.6亿元增长至2021年的112.1亿元，年均复合增长率达到14.56%。未来，随着大众对成人失禁用品的接受度逐渐提升及社会老龄化进程的加速，我国成人失禁用品市场将有望持续受益。

图 22：中国成人失禁用品行业保持较高增速



资料来源：中国生活用纸年鉴，Wind，《2021年一次性卫生用品行业概况和展望》，豪悦护理2022/2023年报，山西证券研究所

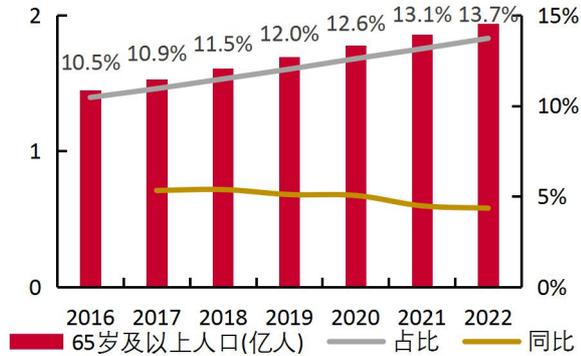
图 23：2021年中国成人失禁用品消费量约72亿片



资料来源：中国生活用纸年鉴，Wind，可靠股份2022年报，山西证券研究所

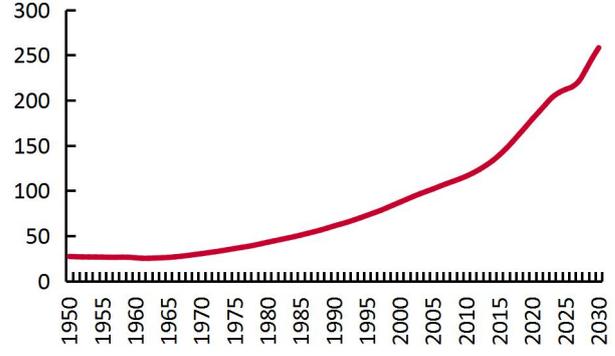
老龄化形势严峻，为成人失禁用品创造更多的需求。2022年我国65岁及以上人口数量约1.94亿人，同比增速约为4.34%；占全国总人口的13.72%，较去年增加0.57pct。根据全国老龄工委发布的《中国老龄产业发展报告》，2050年我国老年人口数量将达到4.8亿，成为全球老龄产业市场潜力最大的国家。2022年我国人均GDP继续提升，达到8.57万元，按年平均汇率折算约1.27万美元，满足形成相当规模的失禁用品消费群体的必要条件，即人均GDP达到8000-10000美元，我国成人失禁用品市场已具备相当的经济基础。

图 24：我国 65 岁及以上人口占比逐年提升



资料来源：Data Bank，山西证券研究所

图 25：我国老龄化人口快速增加（百万）



资料来源：Our World In Data，山西证券研究所

预计 2026 年我国一次性卫生用品热熔胶需求量达到 16 万吨。据联合国预测，2024-2026 年我国新生儿人口数量分别为 1058、1044、1033 万；2022 年我国婴儿纸尿裤渗透率为 84.2%，假设渗透率每年增加 1%；经测算，预计 2024-2026 年我国婴儿纸尿裤用热熔胶量为每年 5.37 万吨。据 Our World In Data 预测，2024-2026 年我国 15-64 岁经期妇女人口数量分别为 4.69、4.70、4.72 亿（假设男:女=1.1:1）；卫生巾渗透率约为 98%；经测算，预计 2024-2026 年我国卫生巾用热熔胶量为每年 2.65 万吨左右，需求稳定。据 Our World In Data 预测，2024-2026 年我国 65 岁及以上老年人口数量分别为 2.09、2.12、2.15 亿；2021 年我国成人失禁用品渗透率为 5%，假设之后每年增长 1%；经测算，预计 2024-2026 年我国成人失禁用品用热熔胶量分别为 5.84、6.69、7.53 万吨，同比增速分别为 17%、14%、13%。

表 3：我国一次性卫生用品热熔胶使用量测算

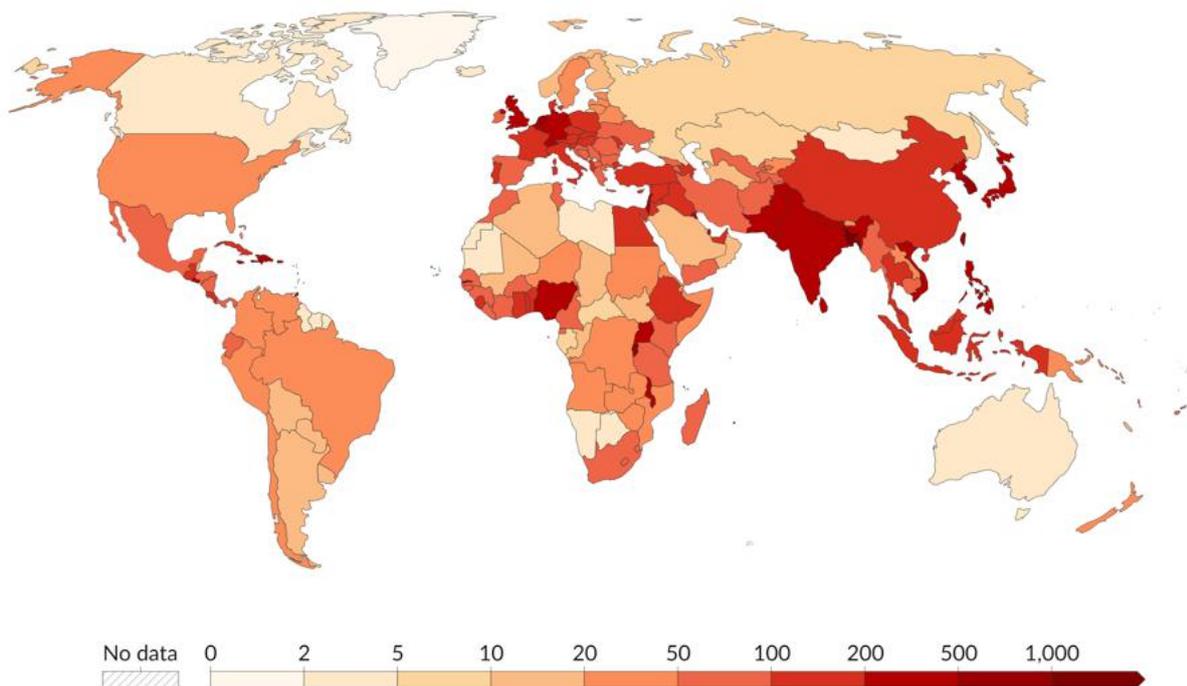
		2021	2022	2023	2024	2025	2026
一次性卫生用品消费量（亿片）	婴儿纸尿裤	419	410	411	413	413	413
	女性卫生用品	884	882	881	882	885	888
	成人失禁用品	55	69	83	97	111	126
热熔胶消耗量（万吨）	结构胶	7	7	8	9	9	10
	橡胶胶	2	3	3	3	3	3
	背胶	1	1	1	1	1	1
	特种胶	1	1	1	1	1	1
	合计	11	12	13	14	15	16

资料来源：United Nations，Our World In Data，生活用纸委员会，聚胶股份招股意向书，豪悦护理 2023 年报，可靠股份招股说明书，Happiest Baby，山西证券研究所测算

2.3 非洲、印度与东南亚等新兴市场贡献婴儿与女性卫生用品需求增量

非洲、印度和东南亚等新兴市场体现出最大的增长潜力。由于发达国家的人口比例正在放缓和人口老龄化，婴儿纸尿裤、卫生巾等一次性卫生用品市场几乎达到饱和的程度；而非洲目前人口密度非常低，在这些地区婴儿纸尿裤、女性卫生用品和成人失禁用品的市场渗透率远远低于成熟市场，可支配收入的增加和人口的惯性增长等因素带来的卫生用品需求推动作用尤为明显。

图 26：目前非洲人口密度处于较低水平

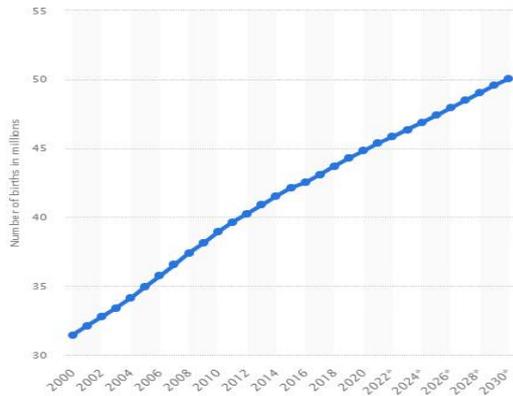


资料来源：Our World In Data，山西证券研究所

人口基数大、增长快，非洲卫生用品市场极具潜力。根据联合国数据，2023 年非洲总人口数为 14.6 亿，人口总量很大，人口增长前景也非常可观。据 Statista 数据，2022 年非洲的生育率为每名妇女生育 4.21 个孩子；预计到 2030 年，非洲的生育率将下降至每名妇女生育 3.8 次左右，仍保持在较高的水平，预计 2030 年新生儿数量达到 5000 万以上。随着新生儿与女性

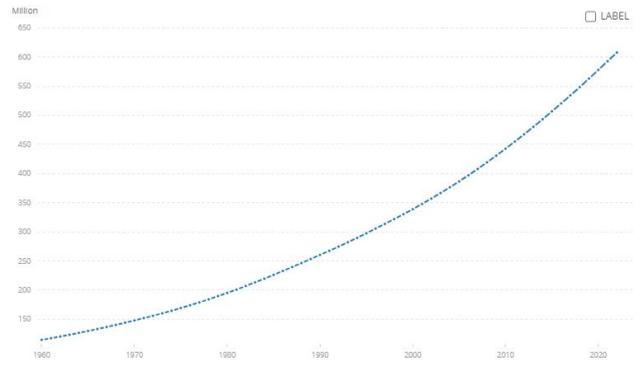
人口数量的增加，以及城市化进程的推进，卫生用品市场的潜力进一步扩大。

图 27：非洲新生儿数量持续增长



资料来源：Statista，山西证券研究所

图 28：撒哈拉以南非洲女性人口数量逐年增长



资料来源：The World Bank，山西证券研究所

政府推广普及与女性购买力增加使印度女性卫生用品市场有较高的增速。据 GlobalData 数据，2021 年印度女性人口数为 6.46 亿，同比增加 0.9%。在过去几年中，印度政府开始与一些私营实体和非政府组织合作，采取措施普及卫生巾的使用，特别是贫困妇女和农村妇女；此外，女性劳动力的增加也提高了女性的决策能力和购买力，人们对经期卫生意识的不断增强推动了卫生巾市场的增长。据 IMARC 数据，2022 年印度卫生巾市场规模约 6.89 亿美元，预计 2028 年达到 12.27 亿美元，CAGR 为 9.5%。

图 29：印度女性人口数量(亿)

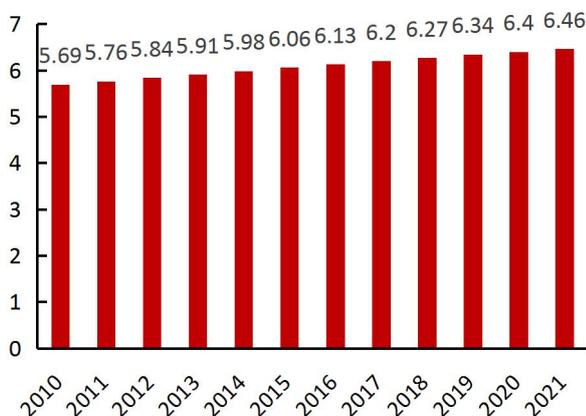
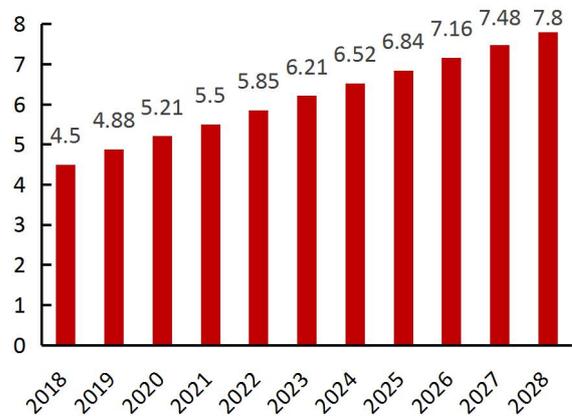


图 30：印度卫生巾市场规模预计(百万美元)

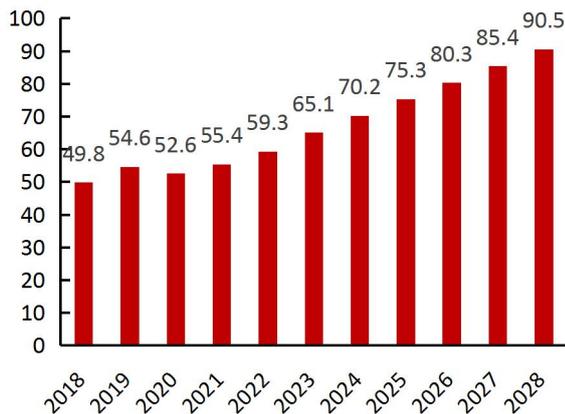


资料来源：GlobalData，山西证券研究所

资料来源：Statista，山西证券研究所

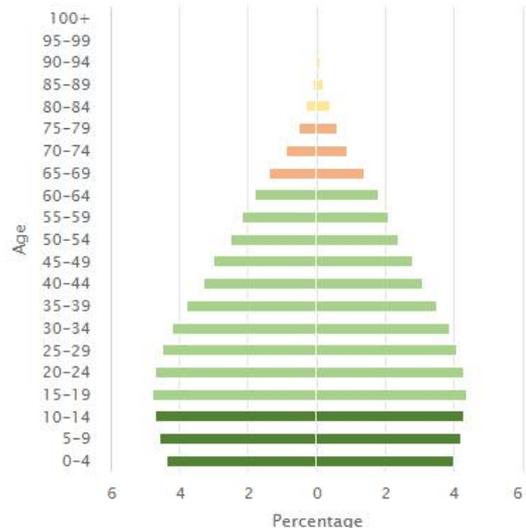
人口的不断增长和城市化进程加速，促使印度婴儿纸尿裤市场的需求快速增长。印度婴儿纸尿裤市场的主要驱动力之一是生活方式的变化和快速的城市化；城市父母面临着繁忙的日程和传统洗衣设施有限的挑战，越来越多的选择一次性婴儿纸尿裤而不是传统的布料。据 Statista 数据，2023 年印度婴儿纸尿裤市场规模约 65.1 亿美元，预计 2024 年达到 70.2 亿美元，且 2024-2028 年均复合增长率约为 6.56%。随着印度城市化进程持续加速，一次性婴儿尿布的需求预计将保持强劲。

图 31：印度婴儿纸尿裤市场规模(亿美元)



资料来源：Statista，山西证券研究所

图 32：印度 0-4 岁婴儿占总人口比例约 8.4%



资料来源：ESCAP，山西证券研究所（2020 年）

婴儿纸尿裤是东南亚卫生用品市场最大的子品类。亚太地区是全球一次性卫生用品消费的最大市场，根据 Euromonitor 数据，2022 年东南亚一次性卫生用品市场整体零售额达到了 65 亿美元；其中，婴儿纸尿裤是市场最大的品类，2022 年市场规模超过 40 亿美元，同比增速约 11%；预计 2027 年婴儿纸尿裤市场会超过 60 亿美元。

东南亚市场拥有庞大的母婴用户基础，以及高达千亿的新生儿人口规模。当前东南亚人口规模已超过 6 亿（ESCAP 预计 2024 年达到 6.93 亿），且人口年轻化程度非常高，2020 年 0-4 岁儿童占东南亚总人口的 8.3%。据 The World Bank 数据，东南亚 11 个国家 2021 年的平均出

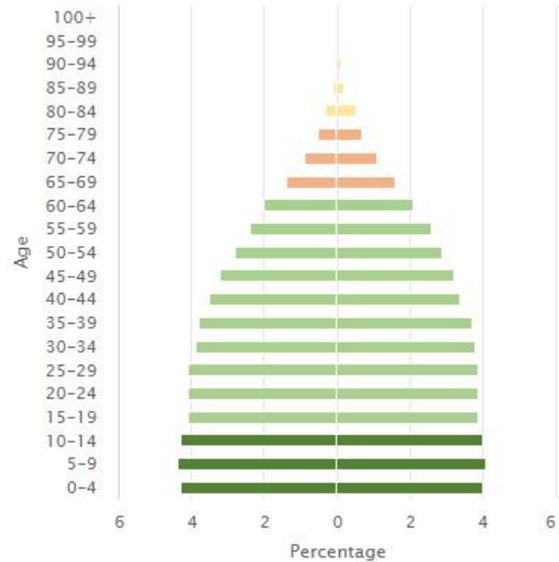
生率为每 1000 人中 15.88 名新生儿；其中最高的是老挝，每 1000 人中有 21.97 名新生儿；最低的是新加坡，每 1000 人中有 8.6 名新生儿。

图 33：东南亚整体婴儿纸尿裤市场规模



资料来源：Euromonitor，山西证券研究所

图 34：东南亚 0-4 岁婴儿占总人口比例约 8.3%



资料来源：ESCAP，山西证券研究所（2020 年）

2.4 预计 2026 年全球一次性卫生用品热熔胶消耗量约为 99 万吨

预计 2026 年全球婴儿纸尿裤热熔胶消耗量为 31.75 万吨。据 Our World In Data 数据，2024-2026 年全球新生儿数量分别为 13448、13471、13491 万，有小幅增长；0-1 岁、1-2 岁、2-3 岁婴儿每年纸尿裤消费量分别约为 2520、1512、504 片；单片纸尿裤用胶量约为 1.3g，其中结构胶、橡筋胶、背胶、特种胶占比分别为 50%、34%、1%、15%；经我们测算，2024-2026 年全球婴儿纸尿裤消耗热熔胶量分别约为 30.06、30.91、31.75 万吨/年。

预计 2026 年全球卫生巾热熔胶消耗量为 11.63 万吨。据 Our World In Data 数据，2024-2026 年全球 15-64 岁人口数量分别为 52.78、53.32、53.85 亿；据 Statistics 数据，2023 年女性占世界人口比例约为 49.75%；经期女性卫生巾消费量约为 192 片/年；单片卫生巾用胶量约为 0.3g，其中结构胶、橡筋胶、背胶、特种胶占比分别为 60%、2%、36%、2%；经我们测算，2024-2026 年全球女性卫生用品热熔胶消耗量分别约为 11.10、11.36、11.63 万吨/年。

预计 2026 年全球成人失禁用品热熔胶消耗量为 55.59 万吨。据 Our World In Data 数据，2024-2026 年全球 65 岁以上人口数量分别为 8.33、8.57、8.81 亿，由于人口老龄化，成人失禁

用品目前是增长最快的市场；失禁用品消费量约为 1460 片/年；单片成人纸尿裤用胶量约为 6g，其中结构胶、橡筋胶、背胶、特种胶占比分别为 76%、18%、1%、5%；经我们测算，2024-2026 年全球成人失禁用品热熔胶消耗量分别约为 46.70、51.06、55.59 万吨/年。

综上，2024-2026 年，全球一次性卫生用品热熔胶消耗量合计约为 88、93、99 万吨，年均增速在 6%左右。

表 4：全球一次性卫生用品热熔胶用量测算

		2021	2022	2023	2024	2025	2026
一次性卫生用品消费量（亿片）	婴儿纸尿裤	2136	2187	2248	2313	2378	2442
	女性卫生用品	3449	3529	3612	3699	3788	3877
	成人失禁用品	578	640	708	778	851	926
热熔胶消耗量（万吨）	结构胶	46	50	53	57	61	65
	橡筋胶	16	17	18	19	20	21
	背胶	4	4	5	5	5	5
	特种胶	6	6	7	7	7	8
	合计	73	77	83	88	93	99

资料来源：Our World In Data，生活用纸杂志，聚胶股份招股意向书，Happiest Baby，前瞻产业研究院，《2021 年京东成人纸尿裤行业趋势洞察白皮书》，山西证券研究所测算

2.5 客户壁垒较高，成功实现国产替代并将产品销往海外

卫材热熔胶行业集中度高，市场主要掌握在汉高、富乐与波士胶三家海外厂商手中。海外卫材热熔胶市场主要由汉高、富乐与波士胶三家供应商主导，市占率大约 70%；且汉高是结构胶领域的全球领导者，波士胶是橡筋胶领域的全球领导者。聚胶股份现已完全打破汉高、富乐、波士胶三大跨国公司的垄断，成为国内规模最大的卫材热熔胶生产企业之一；目前，公司在海外市场尤其是北美、日韩及西欧等庞大的市场区域份额仍很小，海外市场可开拓空间巨大。

表 5：全球三大卫材热熔胶跨国生产商

公司名称	基本情况	市场地位
汉高	成立于 1876 年，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，其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。	是全球胶粘剂行业的龙头企业，其胶粘剂产品的市场占有率全球第一。

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，其核心技术为环氧树脂、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。	是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。
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。	是全球最大的粘合剂与密封胶生产商之一。

资料来源：聚胶股份招股意向书，山西证券研究所

底层技术差异不大，差异主要体现在针对性配方开发。卫材热熔胶产品的底层技术已经比较成熟，行业内各公司使用的生产技术与基本原理无本质差异，行业的技术主要体现在应用研究上，热熔胶配方研究、原料的开发与选择、设备工艺路线与控制方法一直处于不断更新换代的状态，需要具备完善的研发体系与开发能力。公司重视研发投入，并建立了专业的技术团队，为公司开发了众多非专利配方技术，目前公司的产品配方多达 160 多种。此外，卫材热熔胶仅为汉高、富乐、波士胶业务的一小部分，其持续研发投入动力不足。

表 6：卫材热熔胶生产商的技术差异主要体现在对客户的针对性开发与定制

市场领域	主要企业	产品种类	应用场景	技术差异
中高端	汉高、富乐、波士胶、发行人	均能提供结构胶、橡胶胶、背胶及特种胶等全线产品。	主要集中在下游中高端客户，包括宝洁、金佰利、日本大王等跨国企业及恒安、重庆百亚等内资品牌领先企业。	结构胶、橡胶胶、背胶等产品底层的技术差异不明显，差异主要体现在对客户的具体要求针对性地开发不同的配方。发行人在配方更新和迭代速度方面优于竞争对手，快速更新的配方有助于公司在保持产品性能的同时不断降低成本，提高竞争优势。特种胶领域的技术差异化很大，实现特定功能的配方和应用技术差异明显。
低端	以汉高、富乐、波士胶、聚胶股份为主，以及其他国内少量厂商	除汉高、富乐、波士胶、聚胶股份外，其他厂商由于缺乏根据客户需求定制化开发的能力，一般仅能提供部分通用产品。	主要以三四线区域性国产卫生用品企业为主。	基础性的技术差异不大，但由于下游客户一般相对低端，对性能指标要求相对较低，因此配方技术要求相对较低。

资料来源：聚胶股份招股意向书，山西证券研究所

卫材热熔胶的主要门槛表现在高客户壁垒，难以进入知名厂商供应链体系。卫材热熔胶的进入门槛较高，主要表现在下游市场高度集中于少数知名卫生用品厂商，全球前十大卫生用品

厂商占据了绝大部分市场份额，技术壁垒高，对于卫材热熔胶技术要求严苛，一般企业很难进入知名厂商的供应链体系。公司从低端客户开始，逐步建立市场声誉和品牌知名度，不断跻身进入中高端客户的供应链体系，目前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；从中国地区开始，不断延伸到欧洲、东南亚等市场区域，并不断向北美等市场规模庞大的地区拓展。

图 35：全球前十大卫生用品厂商

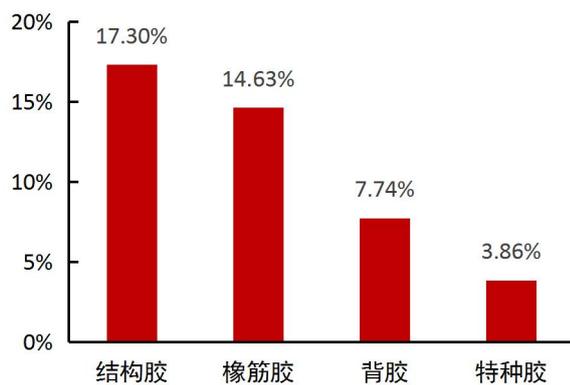


资料来源：公开资料，山西证券研究所

凭借技术、服务、成本的综合优势，实现进口替代并将产品销往海外。公司通过持续研发投入和技术创新，不断进行配方调整和优化，产品在技术、品质等方面与竞争对手的差距已经很小，且成功将国产原材料导入公司的配方体系，实现原材料替代，并同供应商一同开发进步，持续保持着产品性能和成本的领先优势。同时，公司能够为客户提供全方位的售前、售中、售

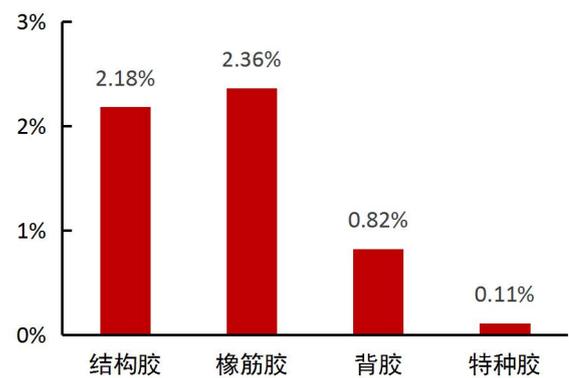
后技术服务，以及及时的服务响应速度为客户提供定制化的解决方案。凭借技术、服务、成本的综合优势，公司在生产规模、品牌知名度、技术开发、生产工艺改进等方面树立起较高的市场地位，突破了外资巨头的垄断局面，成功实现进口替代，并成为行业内少数有能力将产品销往海外高端客户的国内厂商之一。

图 36：聚胶股份国内细分市场市占率(2019)



资料来源：聚胶股份招股意向书，山西证券研究所

图 37：聚胶股份海外细分市场市占率(2019)



资料来源：聚胶股份招股意向书，山西证券研究所

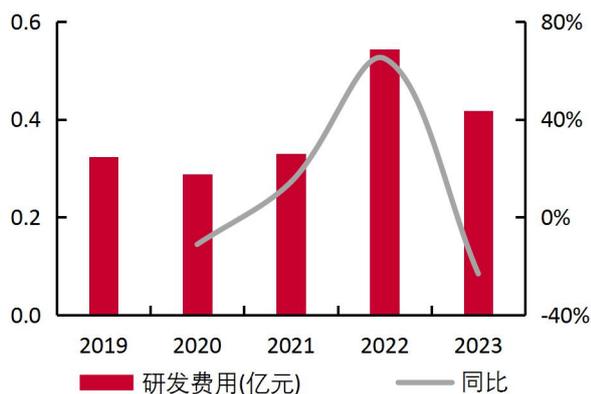
3. 商业模式领先，全球布局成型

3.1 核心团队出身卓越，持续研发投入成果斐然

管理层及核心技术人员背景卓越，专业能力突出。公司董事会成员均具备业内龙头公司汉高、富乐、波士胶等长期工作经历，或实业公司、管理岗位的丰富从业经验。核心技术团队均具有十年以上的行业从业经历，具备在三大国际竞争对手的长期从业经验，骨干成员拥有多年在世界五百强就职的成熟经验，熟悉海外市场规则以及海外优质客户的产品技术标准，使公司具有全球化市场的开阔视野与极强的海外市场拓展能力。

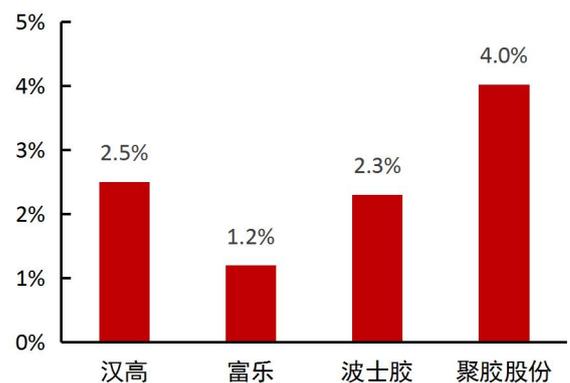
持续研发投入，优化人才结构。公司研发费用投入保持稳定，为战略发展提供技术保障；2023 年公司研发费用 0.54 亿元，占同期营业收入的 2.57%。同时，公司也不断增加员工培训预算，实行在岗培训和脱产培训相结合，外训和内训相结合，管理能力培训和业务技能培训相结合的政策，不断提高员工管理水平和业务能力。公司专注于卫材热熔胶，通过强化自主创新能力和深化公司核心竞争力全面提升公司的综合竞争力；持续的研发投入使得研发费用（2022 年）占收入的比重（4.02%）高于汉高（2.5%）、富乐（1.2%）、波士胶（2.3%）等主要竞争对手。

图 38：2023 年公司研发投入 0.42 亿元



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 39：公司研发投入处于行业较高水平(2022 年)



资料来源：Henkel/HB Fuller/Arkema/聚胶股份 2022 年报，山西证券研究所

拥有高素质专业创新团队，获多项创新荣誉。公司建立了完善的研发和产品开发体系，截至 2023 年末，公司技术研发团队在职人员 35 人，专业涵盖有机化学、分析化学、高分子化工、

化学工程等领域，在热熔胶及相关产品领域具有较强的研发创新能力，不断实现技术突破。截至 2023 年末，公司已获得 22 项专利技术，其中发明专利 3 项；研发人员还为公司开发了众多非专利配方技术。公司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。公司已经掌握了先进的卫材热熔胶研发制造工艺，建立了完善的研发体系，紧跟市场发展方向，在技术储备方面甚至走在了行业的前列，特别是体现在目前整个行业主流技术发展方向中的生物可降解性。

表 7：公司技术创新屡创荣誉

序号	获得的重要奖项	颁发单位	时间
1	国家级专精特新“小巨人”企业	工信部	2021 年
2	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
3	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
4	2017 年度广州市创新标杆企业	广州市人民政府	2017 年
5	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
6	广州市企业研究开发机构证书	广州市科技创新委员会	2016 年
7	广州市科技创新小巨人企业证书	广州市科技创新委员会	2015 年

资料来源：聚胶股份招股意向书，山西证券研究所

建立完备的研发体系，技术储备走在行业前列。公司于 2022 年 10 月开工建设广州智慧工厂，作为公司生产总部和全球研发中心；将专注于创新及绿色低碳技术，为全球客户进行适应性的定制化开发。公司紧跟市场发展方向，在目前主流技术发展方向中的生物可降解性方面走在行业前列。据德国莱茵技术（上海）有限公司 2021 年 12 月 17 日对公司某型号产品出具的检测报告，公司该产品的生物可降解率达到了 77.68%，公司的产品在可降解性上已达到国际先进水平。

3.2 轻资产布局全球，供应链成本优势凸显

石油树脂、高聚物、矿物油为主要原材料。公司热熔胶产品主要原材料为石油树脂、高聚物、矿物油等，2023 年公司直接原材料成本占比约 89.38%。分产品来看，结构胶、橡胶胶以及背胶对应的主要原材料单位耗用量整体比较平稳，石油树脂的单位耗用量分别约为 0.51、0.58、0.48kg/kg；高聚物的单位耗用量分别约为 0.18、0.23、0.21kg/kg；矿物油的单位耗用量分别约为 0.24、0.16、0.29kg/kg；特种胶由于差异化的性能需求，产品间的配方差异较大，单位耗用量波动较大。2022 年预计消耗主要原材料合计 8.92 万吨；其中石油树脂约 4.92 万吨，占比 55%；

高聚物约 1.85 万吨，占比约 21%；矿物油约 2.15 万吨，占比约 24%。

图 40：直接原材料约占公司总成本 89%(2023 年)

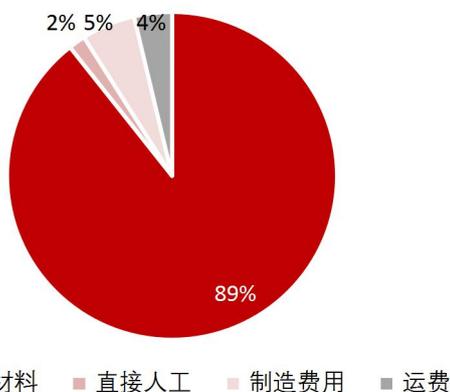
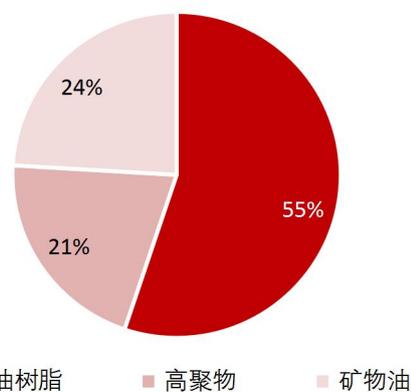


图 41：石油树脂为消耗量最多的原材料



资料来源：聚胶股份 2023 年报，山西证券研究所

资料来源：聚胶股份招股意向书，山西证券研究所

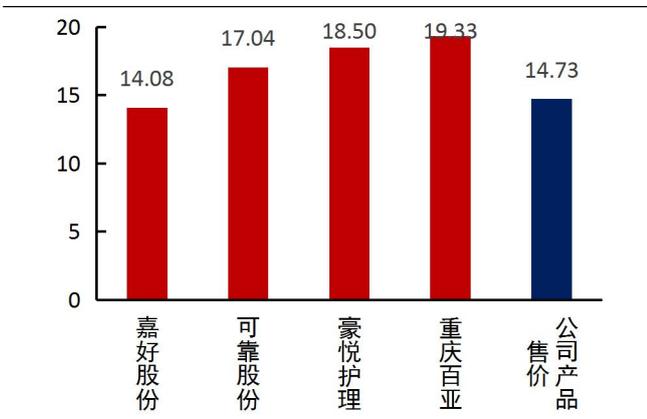
表 8：公司主要原材料为石油树脂、高聚物和矿物油（单位：亿元）

	2019		2020		2021		2022	
	采购金额	占比	采购金额	占比	采购金额	占比	采购金额	占比
石油树脂	3.09	52.70%	3.65	54.87%	4.47	52.46%	5.44	49.70%
高聚物	1.41	24.00%	1.46	21.92%	2.21	25.88%	2.92	26.72%
矿物油	0.76	13.01%	0.83	12.46%	1.16	13.64%	1.88	17.20%
合计	5.26	89.71%	5.94	89.25%	7.84	91.99%	10.24	93.62%

资料来源：聚胶股份招股意向书与 2022 年报，山西证券研究所

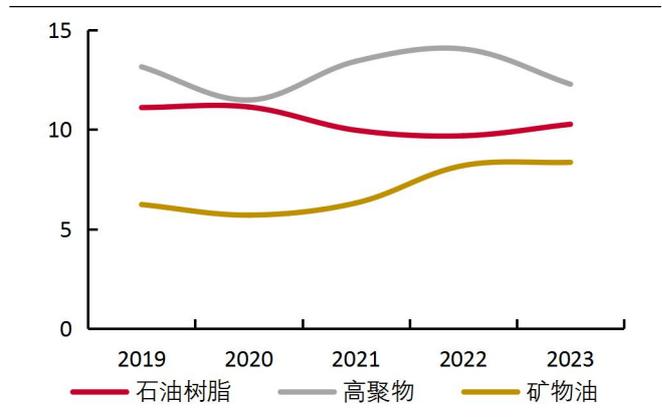
持续导入国产原材料，建立低价高效供应链体系。公司不断进行配方调整和优化，将国产原材料导入公司配方体系，降低成本；目前除极少数有特殊性能要求的原材料需进口外，大部分原材料均为国产。2019 年重庆百亚向汉高、富乐、波士胶的采购价格分别为 20.97、26.61、17.73 元/kg，而同期公司产品销售价格为 14.73 元/kg，低成本优势使得公司产品更有性价比。此外，公司同种性能的产品有替代配方可供选择，在个别原材料价格处于高位时，可在生产过程中进行配方调整，采用性价比较高的配方来提高盈利能力。

图 42: 公司产品售价略低(2019 年, 单位: 元/kg)



资料来源: 聚胶股份招股意向书, 山西证券研究所

图 43: 主要原材料价格不同程度下降(单位: 元/kg)



资料来源: 聚胶股份招股意向书与 2022/2023 年报, 山西证券研究所

敏感性分析: 原材料价格 5%幅度变动下, 公司毛利率变化。考虑到原材料在成本中占比较高, 其价格变化对公司业绩影响较大, 我们假设原材料价格按照 5%的幅度变动, 对其进行了敏感性分析。由于高聚物在原材料成本中占比最小且价格较为稳定, 在测算中假设其价格为 0.80 万元/吨; 石油树脂、矿物油分别以 1.05 万元/吨、1.25 万元/吨为基准, 以 5%为变动幅度。经测算, 公司毛利率变动范围在 8%-28%之间。

表 9: 假设主要原材料价格以 5%的幅度变动下, 公司毛利率敏感性分析

矿物油/石油树脂	0.89	0.95	1.00	1.05	1.10	1.16	1.21
1.06	28%	25%	23%	21%	18%	16%	14%
1.13	27%	24%	22%	20%	17%	15%	13%
1.19	26%	23%	21%	19%	16%	14%	12%
1.25	25%	22%	20%	18%	15%	13%	11%
1.31	24%	21%	19%	17%	14%	12%	10%
1.38	23%	20%	18%	16%	13%	11%	9%
1.44	21%	19%	17%	15%	12%	10%	8%

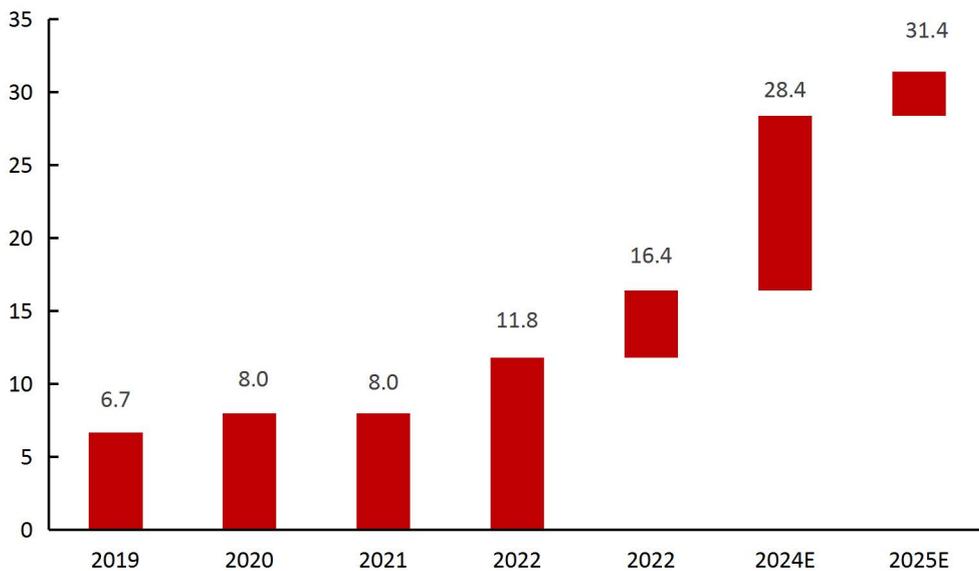
资料来源: 山西证券研究所测算(注: 原材料价格单位均为万元/吨)

3.3 持续扩展海外专业团队，欧美市场即将快速收获

波兰工厂持续开拓欧洲市场，提高产能利用率。首个欧洲生产基地波兰工厂已于 2022 年 10 月开始试生产，因产量尚未达到设计规模而导致综合单位运营成本较高，但市场开拓与生产运营等各项工作都在按计划推进中。公司循序渐进地开展客户认证工作，按订单有序的安排生产、发货，目前已在供应欧洲、北美以及中东地区的客户；同时，持续不断地对生产线、工厂管理进行优化调整，不断提升生产运营效率，目前，波兰工厂已经实现盈利。

墨西哥工厂有望加速拓展北美市场。为完善公司全球化供应链，进一步开拓北美市场，增强公司应对国际贸易壁垒的能力，公司选择墨西哥作为全球战略布局的第二个海外生产基地，投资建设年产 12 万吨卫生用品高分子新材料制造及研发总部项目，首期工程 3 万吨预计 2025 年建成投产。

图 44：公司产能逐年提升（单位：万吨）

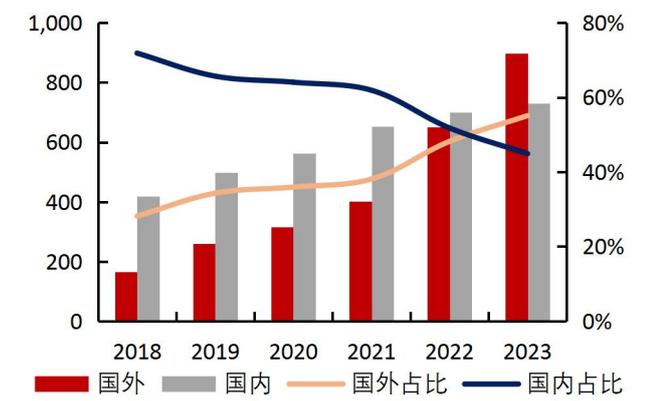


资料来源：聚胶股份招股意向书与 2022/2023 年报，山西证券研究所

公司增长潜力主要在海外市场，海外市场的拓展提振公司业绩。虽然公司目前在海外市场份额占比仍比较小，海外市场进一步开拓还需要一定的过程和时间；但公司建立了广受海外客户尊重的具备丰富卫材热熔胶行业经验的专业团队，不断加大海外市场的开拓力度，尤其是全球前十大卫生用品厂商的开拓力度，以进一步提升海外市场份额。公司海外客户持续突破，海外市场份额不断提升，带动海外市场收入大幅增长，2023 年公司实现海外收入 8.97 亿元，同

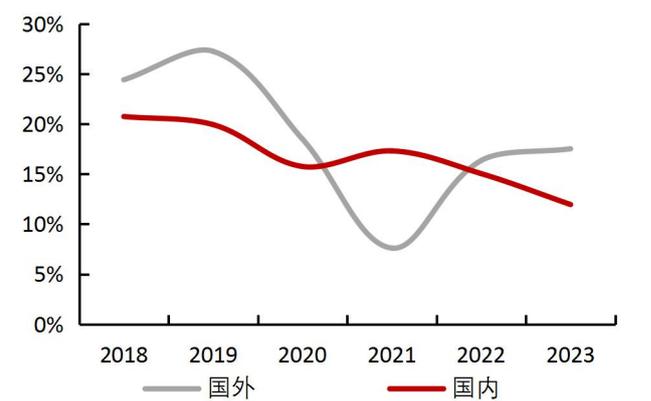
比增加 37.77%；海外市场营收占比从 2018 年的 28%提升到了 2023 年的 55.10%。2023 年公司海外市场平均销售毛利率约为 17.52%，明显高于国内市场的 11.95%，后续随着海外市场的持续拓展，公司的盈利能力有望得到持续提升。

图 45：海外营收占比超过国内(百万元)



资料来源：聚胶股份每年年报，山西证券研究所

图 46：海外市场毛利率高于国内市场



资料来源：聚胶股份每年年报，山西证券研究所

4. 盈利预测

销量方面：公司广州原工厂产能 10.3 万吨，饱和生产；波兰基地 6.1 万吨产能于 2022 年 11 月建成，2023 年产能逐渐爬坡；广州新工厂 12 万吨产能 2024 年 6 月建成并逐渐投产；墨西哥基地 12 万吨产能预计 2025 年建成首期 3 万吨并逐渐投产。假设结构胶、橡胶、背胶、特种胶销量占比维持 68%、23%、5%、4%；2024-2026 年结构胶销量分别为 10.05、13.17、17.37 万吨，橡胶销量分别为 3.36、4.49、5.85 万吨，背胶销量分别为 0.84、1.17、1.45 万吨，特种胶销量分别为 0.59、0.83、1.02 万吨。

价格方面：预计 2024-2026 年结构胶单吨价格分别为 1.40、1.44、1.43 万元，橡胶单吨价格分别为 1.37、1.34、1.35 万元，背胶单吨价格分别为 1.80、1.73、1.74 万元，特种胶单吨价格分别为 1.46、1.52、1.66 万元。

毛利率方面：公司深度客户份额持续增长，预计毛利率维持稳定；假设结构胶、橡胶、背胶、特种胶毛利率分别为 13.0%、16.0%、25.0%、29.0%。

基于以上核心假设，我们预计公司 2024-2026 年实现营收 21.10、28.30、36.92 亿元，同比增速分别为 29.61%、34.15%、30.48%；综合毛利率分别为 15.18%、15.21%、15.20%；分别实现净利润 1.37、1.78、2.30 亿元，同比增速分别为 27.0%、29.7%、29.3%；EPS 分别为 1.72、2.23、2.88；对应 5 月 6 日收盘价 33.61 元，2024-2026 年 PE 分别为 19.5、15.1、11.7，维持“买入-B”评级。

表 10：可比公司估值对比

公司代码	公司名称	收盘价 (元)	EPS			PE			PB
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E
301283.SZ	聚胶股份	33.61	1.72	2.23	2.88	19.54	15.07	11.67	1.50
301009.SZ	可靠股份	8.74	0.19	0.21	0.25	45.69	40.98	34.95	1.75
300019.SZ	硅宝科技	13.70	0.99	1.20	1.49	13.82	11.43	9.20	1.94
300041.SZ	回天新材	8.44	0.60	0.70	0.84	14.14	11.99	10.00	1.50
均值			-	-	-	24.55	21.46	18.05	-

资料来源：Wind，山西证券研究所（注：股价为 2024 年 5 月 6 日收盘价，可比公司采用 Wind 一致预期）

5. 风险提示

1) 成长性放缓的风险：公司目前在海外市场份额还比较低，公司若要保持高速增长，必须要在该等客户和市场领域不断抢占竞争者的份额，且开拓新的客户也需要较长时间的认证周期，公司可能面临竞争失败的风险，从而导致成长性放缓。

2) 原料价格波动的风险：公司主要原材料为石油树脂、高聚物、矿物油等，材料成本占比较高，原材料价格受供求关系及国际原油价格的双重影响，会呈现不同程度的波动。

3) 募投项目未能如期产生效益的风险：公司年产 6.1 万吨的“卫材热熔胶产品波兰生产基地建设项目”已于 2022 年 10 月开始试生产，“年产 12 万吨卫生用品高分子新材料制造及研发总部项目”预计 2024 年 6 月 30 日之前投产；如果募投项目未能如期产生效益，新增折旧摊销、运营成本和费用将在一定程度上影响公司的净利润。

4) 海外经营风险：因国际市场的政治环境、经济政策、竞争格局、区域冲突、突发事件等更加复杂多变，且法律体系、商业环境、企业文化等与国内存在诸多差异，因此，境外业务的开展一定程度上存在涉外经营管理的适应性风险。

5) 技术人员流失和技术失密的风险：下游客户非常注重公司的配方创新和开发能力，如果技术人员特别是核心技术人员出现流失，可能对公司正在研发的项目造成不利影响，也会削弱公司的持续开发能力，同时也可能出现因人员流动导致的技术失密事件，可能对公司经营造成重大不利影响。

6) 汇率变动风险：公司外销业务主要以欧元、美元结算，汇率波动将会影响公司外币计价的销售收入，也影响着公司的汇兑损益，可能会对公司利润造成不利影响。

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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1423	1457	2031	2541	3095
现金	189	220	582	781	1018
应收票据及应收账款	299	412	509	727	886
预付账款	14	2	18	9	27
存货	207	239	338	435	573
其他流动资产	714	584	584	590	591
非流动资产	257	346	378	439	525
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	190	200	241	300	374
无形资产	23	22	25	29	33
其他非流动资产	44	123	112	111	117
资产总计	1679	1802	2409	2980	3620
流动负债	257	261	732	1135	1558
短期借款	5	7	359	704	968
应付票据及应付账款	204	202	324	381	539
其他流动负债	48	52	49	50	52
非流动负债	9	3	3	3	3
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	9	3	3	3	3
负债合计	265	265	735	1138	1561
少数股东权益	0	0	-0	-1	-2
股本	80	80	80	80	80
资本公积	1140	1141	1141	1141	1141
留存收益	192	260	381	533	721
归属母公司股东权益	1414	1537	1674	1843	2060
负债和股东权益	1679	1802	2409	2980	3620

现金流量表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-73	-40	69	-50	94
净利润	86	108	137	178	229
折旧摊销	8	18	17	21	27
财务费用	-14	2	8	8	-1
投资损失	-2	-10	-3	-4	-5
营运资金变动	-170	-170	-90	-253	-157
其他经营现金流	18	12	0	0	0
投资活动现金流	-785	-8	-47	-79	-108
筹资活动现金流	906	-24	-13	-18	-12
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.09	1.35	1.72	2.23	2.88
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.91	-0.50	0.86	-0.63	1.18
每股净资产(最新摊薄)	17.67	19.21	20.93	23.03	25.75

利润表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1351	1628	2110	2830	3692
营业成本	1139	1383	1789	2399	3131
营业税金及附加	3	5	6	8	10
营业费用	31	38	42	60	81
管理费用	34	40	40	58	82
研发费用	54	42	69	92	121
财务费用	-14	2	8	8	-1
资产减值损失	-11	-5	-6	-8	-10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2	10	3	4	5
营业利润	99	130	159	206	268
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	99	130	158	205	267
所得税	13	22	21	28	38
税后利润	86	108	137	178	229
少数股东损益	-1	0	-0	-1	-1
归属母公司净利润	87	108	137	178	230
EBITDA	102	142	174	238	318

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	28.2	20.5	29.6	34.1	30.5
营业利润(%)	60.5	30.9	21.8	29.6	30.2
归属于母公司净利润(%)	59.4	23.8	27.0	29.7	29.3
获利能力					
毛利率(%)	15.7	15.0	15.2	15.2	15.2
净利率(%)	6.5	6.6	6.5	6.3	6.2
ROE(%)	6.1	7.0	8.2	9.6	11.1
ROIC(%)	5.7	6.6	6.7	7.4	8.2
偿债能力					
资产负债率(%)	15.8	14.7	30.5	38.2	43.1
流动比率	5.5	5.6	2.8	2.2	2.0
速动比率	4.4	4.4	2.2	1.8	1.6
营运能力					
总资产周转率	1.2	0.9	1.0	1.1	1.1
应收账款周转率	5.2	4.6	4.6	4.6	4.6
应付账款周转率	6.1	6.8	6.8	6.8	6.8
估值比率					
P/E	30.8	24.9	19.6	15.1	11.7
P/B	1.9	1.7	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA	18.4	13.9	11.3	8.9	6.7

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

