

聚胶股份 (301283)

业绩略超预期，看好海外业务前景

行业：基础化工/化学制品
 投资评级：买入（维持）
 当前价格：31.16 元
 目标价格：46.80 元

事件：

10 月 27 日，公司发布 2023 年三季报，2023 年前三季度公司实现营业收入 11.64 亿元，同比增长 18.6%；归母净利润 0.79 亿元，同比增长 10.6%；扣非后归母净利润 0.67 亿元，同比增长 0.4%；基本每股收益 0.99 元。

单季度业绩改善明显，盈利能力有望持续增强

单季度看，Q3 公司实现营业收入 4.18 亿元，同比增长 19.4%，环比增长 15.8%；归母净利润 0.37 亿元，同比增长 30.5%，环比增长 35%。公司 Q3 业绩同环比显著改善，主要是海外市场开拓带来的销量增加所致，盈利能力环比亦有所改善，Q3 公司综合毛利率/净利率分别为 16%/9%，环比分别提升 4.5/1.3pct。

展望未来，四季度以来原材料价格持续回落，截至 10 月 27 日，碳 5 出厂价（山东鲁华）回落至 5600 元/吨，较 Q3 平均价格（6406 元/吨）下降 13%，叠加伴随波兰工厂产能不断爬坡，单位运营成本有望下降，且四季度为卫生用品销售传统旺季，我们认为公司盈利能力有望持续增强。

渠道优势显著，海内外项目稳步推进

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 月动工建设并计划于 24 年春投产，并计划在墨西哥投建北美生产基地。同时，波兰基地项目聚焦欧美等国际市场，有望推动公司海外市场份额持续扩大。

截至三季度末，墨西哥子公司已取得墨西哥当地主管机关出具的税务注册登记证明文件，其工商注册登记处于墨西哥当地主管部门审批阶段；募投项目广州新工厂的建设工作以及波兰工厂的客户与产品认证、持续优化等各关键节点工作，均按计划如期推进，为公司未来可持续发展奠定基础。

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，对应增速分别为 27%/39%/29%，归母净利润分别为 1.4/2.5/3.7 亿元，对应增速 54%/85%/49%，EPS 分别为 1.68/3.12/4.64 元，三年 CAGR 为 62%。公司渠道壁垒深厚、积极扩产且国产替代空间广阔，但鉴于波兰工厂产能释放仍需时间，我们给予公司 24 年 15 倍 PE，对应目标价 46.8 元，维持“买入”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

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	80.00/42.34
流通 A 股市值(百万元)	1,383.13
每股净资产(元)	18.23
资产负债率(%)	13.06
一年内最高/最低(元)	64.00/29.28

股价相对走势



作者

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

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1054	1351	1722	2385	3074
增长率(%)	19.88%	28.18%	27.47%	38.52%	28.89%
EBITDA(百万元)	76	94	187	338	502
归母净利润(百万元)	55	87	135	249	371
增长率(%)	-31.22%	59.37%	54.37%	84.97%	48.92%
EPS(元/股)	0.68	1.09	1.68	3.12	4.64
市盈率(P/E)	45.5	28.6	18.5	10.0	6.7
市净率(P/B)	7.0	1.8	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	33.3	38.5	9.9	5.8	4.1

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为 2023 年 10 月 27 日收盘价

相关报告

1、《聚胶股份 (301283)：业绩符合我们预期，看好波兰工厂未来发展》2023.08.22
 2、《聚胶股份 (301283)：新基地试车至公司业绩承压，全球化布局加速》2023.04.24

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	192	238	307
应收账款+票据	253	359	416	577	743
预付账款	5	14	12	17	22
存货	115	207	192	256	323
其他	48	654	657	663	670
流动资产合计	505	1423	1469	1752	2066
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	1843	2272	2762
短期借款	70	5	0	115	183
应付账款+票据	170	204	247	330	416
其他	26	48	57	76	96
流动负债合计	266	257	304	521	695
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	315	534	711
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	308	519	833
股东权益合计	356	1414	1528	1738	2051
负债和股东权益总计	637	1679	1843	2272	2762

现金流量表

单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	55	86	134	248	370
折旧摊销	5	8	34	52	74
财务费用	10	-14	0	2	6
存货减少(增加为“-”)	-45	-92	15	-64	-67
营运资金变动	-86	-170	8	-133	-139
其它	47	102	-15	64	67
经营活动现金流	-14	-79	175	170	312
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	117	70
股权融资	0	20	0	0	0
其他	-29	957	-20	-40	-63
筹资活动现金流	49	906	-23	77	7
现金净增加额	-107	64	3	47	69

利润表

单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1054	1351	1722	2385	3074
营业成本	910	1139	1425	1903	2403
营业税金及附加	3	3	5	7	9
营业费用	20	31	40	52	61
管理费用	48	89	96	132	165
财务费用	10	-14	0	2	6
资产减值损失	0	-6	-2	-3	-4
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	153	284	422
营业外净收益	-1	0	0	0	0
利润总额	61	99	153	283	422
所得税	7	13	19	35	52
净利润	55	86	134	248	370
少数股东损益	0	-1	0	-1	-1
归属于母公司净利润	55	87	135	249	371

财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	19.88%	28.18%	27.47%	38.52%	28.89%
EBIT	-27.26%	20.71%	78.89%	86.65%	49.89%
EBITDA	-25.57%	23.17%	98.77%	81.22%	48.59%
归属于母公司净利润	-31.22%	59.37%	54.37%	84.97%	48.92%
获利能力					
毛利率	13.61%	15.67%	17.23%	20.20%	21.83%
净利率	5.20%	6.39%	7.80%	10.42%	12.03%
ROE	15.41%	6.17%	8.82%	14.33%	18.08%
ROIC	26.10%	18.60%	18.40%	28.61%	30.70%
偿债能力					
资产负债率	44.09%	15.80%	17.09%	23.52%	25.74%
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	2.4
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	1.0	1.1
每股指标(元)					
每股收益	0.7	1.1	1.7	3.1	4.6
每股经营现金流	-0.2	-1.0	2.2	2.1	3.9
每股净资产	4.4	17.7	19.1	21.7	25.7
估值比率					
市盈率	45.5	28.6	18.5	10.0	6.7
市净率	7.0	1.8	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	33.3	38.5	9.9	5.8	4.1
EV/EBIT	35.8	42.3	12.0	6.9	4.8

数据来源: 公司公告、iFind, 国联证券研究所预测; 股价为 2023 年 10 月 27 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

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼