

➤ **公司公告拟收购嘉好股份：**2月20日，公司签署《股权收购框架协议》，拟以现金方式收购嘉好股份100%股权。**整体估值暂定4.8亿元。**2022年嘉好股份净利润0.29亿元，对应收购PE约16X，截至23Q3、嘉好股份净资产3.53亿元，对应收购PB约1.36X。嘉好股份是新三板上市企业，曾于2022年申请创业板IPO、后终止。

➤ **嘉好股份主营热熔压敏胶，2018-2022年收入CAGR达16%**

嘉好股份主营业务为**热熔压敏胶**，截至2022年末具备8万吨热熔压敏胶产能。2022年**产品结构：**一次性卫生材料收入3.74亿元（占比47%），标签系列收入3.71亿元（占比47%），高分子防水材料收入0.41亿元（占比5%），其中，一次性卫生材料下游应用领域主要为卫生巾、纸尿裤、防疫防护服等，标签系列下游应用领域主要为铜版纸标签、PP合成纸标签、快递面。

财务表现：①嘉好营收从2018年的4.41亿元增长至2022年的7.95亿元，CAGR达16%，**各年份大体保持12-20%收入增速、下游应用领域交替增长**，例如2021年受益消费者对网购、外卖、快速消费品等终端需求不断增加，标签系列产品营收同比+31%，2022年受益海外市场复苏，一次性卫生材料营收同比+49%。23Q1-Q3营收5.9亿元，同比+1.14%。②嘉好净利润从2018年的1463万元增长至2022年的2917万元，CAGR达19%，年份间波动明显，主因系原材料（主要为SIS和橡胶油）波动影响毛利率，例如2020-2022年嘉好毛利率分别为17.79%、13.19%、12.04%，净利润同样逐年下降。随着原材料价格压力缓解，**23Q1-Q3嘉好毛利率恢复至15.09%，净利润3977万元，同比+119%。**

同行参照：嘉好下游应用场景偏向于消费，目前市场份额主要为海外龙头德国汉高、美国富乐、法国波士胶等企业掌握。**内资方面，嘉好业务模式与聚胶股份具备一定可比性**，聚胶股份热熔压敏胶产能为广州现租赁工厂10.3万吨+波兰工厂6.1万吨（2022年10月开始试生产）+广州新工厂12万吨（2022年10月动工建设），主要产品为卫材热熔胶，2022年收入13.51亿元，归母净利8729万元，市值（截至2月20日）22亿元。

➤ **拓展海外，外延扩张**

收购嘉好股份，有望在市场、区域、产品等方面发挥协同效应：①**市场角度**，2022年嘉好股份境外收入2.42亿元、占比30%，主要出口地区集中在欧洲（英国、法国、俄罗斯等）+亚洲（土耳其、印尼、越南等）+南美（巴西、智利等）。2022年硅宝出口收入1.32亿元、占比仅为5%，自建海外渠道需要时间，**估计收购后硅宝有望借助嘉好拓展海外渠道**，同时，硅宝也可为嘉好国内赋能；②**区域角度**，2024年1月硅宝与上海闵行区颛桥镇人民政府签订《投资协议书》，购置16亩工业用地、投资1.5亿元用于建设有机硅先进材料研究及产业化开发项目，嘉好基地位于上海及江苏太仓，收购硅宝有望加深华东区域布局；③**产品角度**，收购嘉好后拓展产品线，公司外延并购经验丰富。

➤ **投资建议：**公司已披露业绩快报，预计2023年收入26.05亿元，归母净利3.15亿元，同比+25.9%。考虑到业绩快报以及公司拟收购嘉好股份，我们略微调整盈利预测，预计公司2023-2025年归母净利润分别为3.15、3.96、4.88亿元，现价对应2023-2025年动态PE分别为17x、13x、11x。**继续重点推荐：**①建筑胶继续提升市占率，流通渠道高增，②工业胶光伏、动力电池突破大客户放量，③硅碳负极加快建设，④拟外延收购优质标的嘉好股份，加快出海。维持“推荐”评级。

风险提示：地产竣工不及预期；工业胶领域渗透不及预期；原材料价格波动。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	2,694	2,606	3,413	4,298
增长率 (%)	5.4	-3.3	31.0	25.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	250	315	396	488
增长率 (%)	-6.5	25.8	25.7	23.3
每股收益 (元)	0.64	0.81	1.01	1.25
PE	21	17	13	11
PB	2.4	2.2	2.0	1.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2024年2月20日收盘价）

推荐
维持评级
当前价格：
13.53元

分析师 李阳

执业证书：S0100521110008

邮箱：liyang_yj@mszq.com

研究助理 赵铭

执业证书：S0100122070043

邮箱：zhaoming_yj@mszq.com

相关研究

1. 硅宝科技 (300019.SZ) 2023 年三季度点评：23Q3 归母净利同比+45%，年内单季度收入增速首次转正-2023/10/20
2. 硅宝科技 (300019.SZ) 2023 年半年报点评：23Q2 扣非净利同比+48%，建筑胶、工业胶销量同比高增-2023/08/13
3. 硅宝科技 (300019.SZ) 2023 年一季报点评：23Q1 业绩同比+29%，硅碳负极加快建设、认证进展-2023/04/22
4. 硅宝科技 (300019.SZ) 2022 年年报点评：Q4 毛利率 25% 同环比均提升，工业胶客户实现新突破-2023/03/27
5. 硅宝科技 (300019.SZ) 2022 年业绩快报点评：Q4 收入、业绩环比改善，工业胶全年高增-2023/02/12

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,694	2,606	3,413	4,298
营业成本	2,170	1,954	2,597	3,282
营业税金及附加	13	12	15	19
销售费用	83	107	133	168
管理费用	63	81	102	129
研发费用	110	109	143	181
EBIT	266	356	439	541
财务费用	-4	-2	-8	-9
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	6	5	7	9
营业利润	277	360	450	555
营业外收支	-1	-1	-1	-1
利润总额	276	360	450	554
所得税	26	45	54	66
净利润	250	315	396	488
归属于母公司净利润	250	315	396	488
EBITDA	324	418	513	628

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	728	1,222	1,381	1,686
应收账款及票据	677	607	683	601
预付款项	8	9	9	13
存货	276	268	356	450
其他流动资产	271	270	283	297
流动资产合计	1,961	2,376	2,712	3,046
长期股权投资	0	5	12	21
固定资产	561	613	677	739
无形资产	94	94	93	93
非流动资产合计	858	902	936	972
资产合计	2,819	3,277	3,648	4,018
短期借款	235	235	235	235
应付账款及票据	196	410	522	548
其他流动负债	133	180	201	251
流动负债合计	564	824	957	1,034
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	30	28	28	30
非流动负债合计	30	28	28	30
负债合计	594	852	985	1,063
股本	391	391	391	391
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2,225	2,425	2,662	2,955
负债和股东权益合计	2,819	3,277	3,648	4,018

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	5.43	-3.29	30.99	25.92
EBIT 增长率	-10.71	33.68	23.32	23.18
净利润增长率	-6.48	25.77	25.66	23.25
盈利能力 (%)				
毛利率	19.48	25.01	23.91	23.63
净利润率	9.29	12.08	11.59	11.34
总资产收益率 ROA	8.88	9.61	10.85	12.14
净资产收益率 ROE	11.25	12.98	14.86	16.50
偿债能力				
流动比率	3.48	2.88	2.83	2.95
速动比率	2.95	2.53	2.44	2.48
现金比率	1.29	1.48	1.44	1.63
资产负债率 (%)	21.08	26.01	27.02	26.46
经营效率				
应收账款周转天数	66.16	60.00	50.00	35.00
存货周转天数	46.42	50.00	50.00	50.00
总资产周转率	0.93	0.85	0.99	1.12
每股指标 (元)				
每股收益	0.64	0.81	1.01	1.25
每股净资产	5.69	6.20	6.81	7.56
每股经营现金流	0.32	1.84	1.10	1.60
每股股利	0.30	0.30	0.40	0.50
估值分析				
PE	21	17	13	11
PB	2.4	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	17.17	13.29	10.82	8.85
股息收益率 (%)	2.22	2.22	2.99	3.69

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	250	315	396	488
折旧和摊销	57	62	74	87
营运资金变动	-188	339	-43	47
经营活动现金流	127	719	431	624
资本开支	-107	-79	-104	-117
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-324	-100	-104	-117
股权募资	0	0	0	0
债务募资	153	0	-1	0
筹资活动现金流	29	-125	-168	-202
现金净流量	-168	494	159	305

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 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。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026