

聚胶股份(301283 CH): 首次覆盖: 国内卫材热熔胶 行业龙头, 未来市占率逐步提高

**Foucs Hotmelt: Domestic sanitary material hot melt adhesive
industry leader, future market share gradually increased: Initiation**

孙小涵 Xiaohan Sun xh.sun@htisec.com

2024年6月4日

卫材热熔胶行业龙头，业绩不断增长

行业市场容量较为稳定，成人纸尿裤市场需求显著增加

行业竞争格局高度集中，公司进口替代空间广阔

布局海外生产基地，全球布局销量不断增长

发挥配方研发优势，不断推出新产品

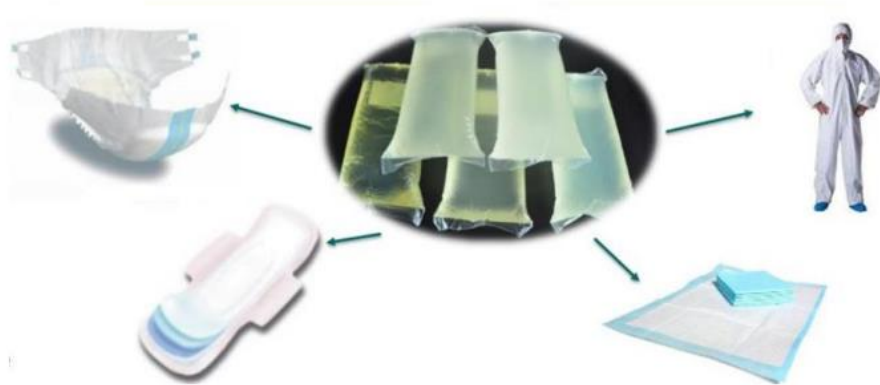
盈利预测及估值

风险提示

公司是卫材热熔胶行业龙头

公司是吸收性卫生用品专用热熔胶（卫材热熔胶）的专业供应商，多年来专注于卫材热熔胶的研发、生产和销售，产品主要包括结构胶、橡筋胶、背胶和特种胶等，下游主要用于卫生巾、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。经过多年行业发展，公司已成为全球行业内四大主要的卫材热熔胶提供商之一。

图：卫材热熔胶产品及下游主要应用



For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

公司多年深耕卫材热熔胶行业，进行全球化布局

公司多年深耕卫材热熔胶行业，进行全球化布局。公司成立于2012年，并于2022年在深圳证券交易所上市。公司多年来深耕卫材热熔胶领域，于2016年开启国际化进程；目前，公司已在中国、波兰建设生产基地并投产，已筹划在墨西哥投建北美生产基地，预计于2024年第二季度动工建设并于2025年投产。

图：公司发展历程



For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

公司卫材热熔胶产品主要包括四大类别

公司卫材热熔胶主要包括结构胶、橡筋胶、背胶、特种胶四大类别，不同产品功能和特点有所不同；从下游看，纸尿裤和卫生巾是公司产品目前用量最大领域。

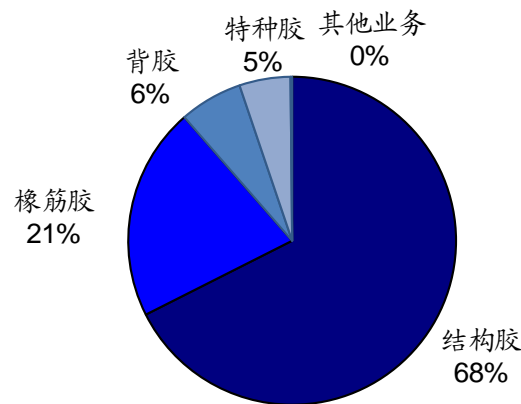
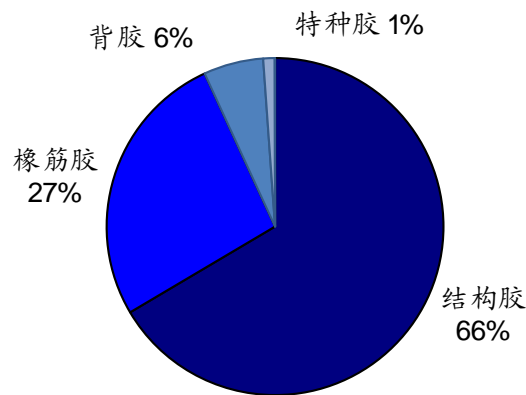
表：公司主要产品情况

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

公司结构胶收入占比最大，特种胶占比不断提升

公司结构胶收入占比最大，特种胶占比不断提升。根据WIND，2018年公司结构胶、橡筋胶、背胶、特种胶收入占比分别为66%、27%、6%、1%；公司结构胶、背胶收入占比较为稳定，橡筋胶收入占比有所下降，特种胶收入占比显著提升；2023年公司四种产品收入占比分别为68%、21%、6%、5%。

图：公司主要产品收入占比

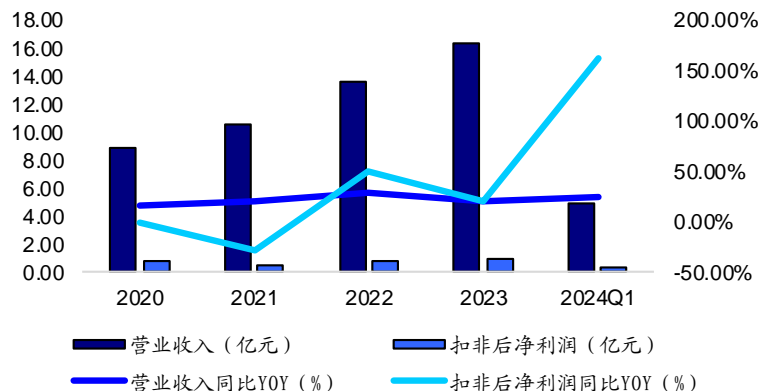


For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

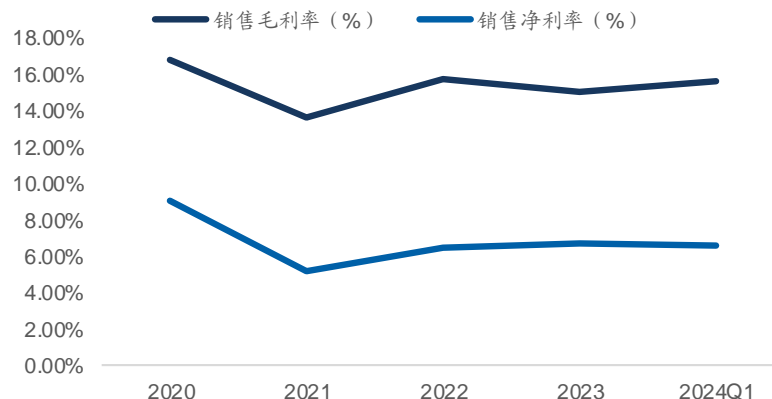
公司营业收入持续增长

2023年，公司实现营业收入16.28亿元，同比增长20.50%，扣非后净利润0.93亿元，同比增长19.31%，主要由于公司加大海外市场开拓力度和客户开发力度，海外收入大幅增长，占2023年度收入比重55.10%，公司经营业绩大幅提升。2024Q1，公司实现营业收入4.80亿元，环比增长3.53%，同比增长24.66%，扣非后净利润0.29亿元，环比增长10.10%，同比增长161.79%；销售毛利率15.65%，同比增长1.84pct，销售净利率6.53%，同比增长2.6pct。

图：2020-2024Q1公司营业收入及扣非后净利润



图：2020-2024Q1公司销售毛利率及销售净利率

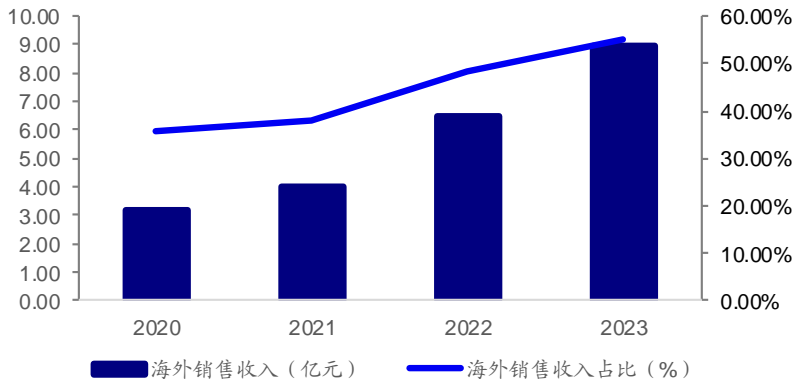


For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

公司海外收入占比不断提升

公司海外收入占比不断提升。公司在产品、技术与服务等方面持续获得海外客户认可，使得海外客户持续突破，海外市场份额不断提升，带动海外收入的大幅增长。2020-2023年，公司海外收入占比分别为35.93%、38.08%、48.19%、55.10%。在海外生产基地布局上，公司波兰工厂于2022年第四季度竣工投产，正在筹备建设的墨西哥工厂预计于2025年投产。

图：2020-2023年公司海外营业收入（亿元）及占比（%）



图：公司海外布局情况

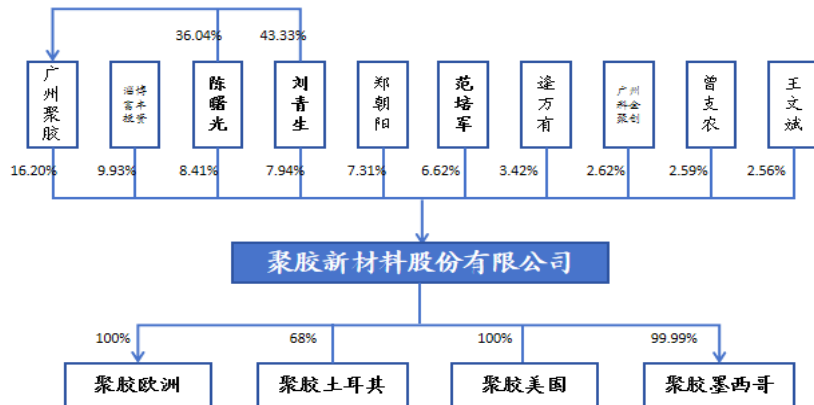


For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

公司股权结构较为集中

陈曙光、范培军、刘庆生为公司实控人。截至2023年年末，公司实际控制人为陈曙光、范培军、刘庆生，三人直接持股1837.58万股，持股比例为22.97%；同时，刘青生和陈曙光分别持有广州聚胶企业管理有限公司43.33%、36.04%股权；因此，三人合计持股比例为35.83%，前十大股东合计持股5407.61万股，持股比例67.60%。

图：公司股权结构图（截至2023年年末）



For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

公司实行股权激励计划，调动员工创造性



公司实行2023年限制性股票激励计划。根据计划草案（摘要），公司激励计划首次授予的激励对象总人数为37人，拟授予的限制性股票总数为327.12万股，其中公司实控人陈曙光、刘青生、范培军拟获授的限制性股票数量分别为35.90万股、22.64万股、22.64万股，占本次授予股票总数的10.97%、6.92%、6.92%。本次限制性股票的授予价格（含预留授予）为17.44元/股。在业绩考核上，本次激励计划考核周期为2024-2028年五个会计年度。

表：2023年股票激励计划首次授予股票业绩考核目标

归属期	对应考核年份	累计净利润值 (A)	
		触发值 (M)	目标值 (T)
第一个归属期	2024	0.85	1.22
第二个归属期	2024-2026	2.88	4.11
第三个归属期	2024-2028	5.47	7.82

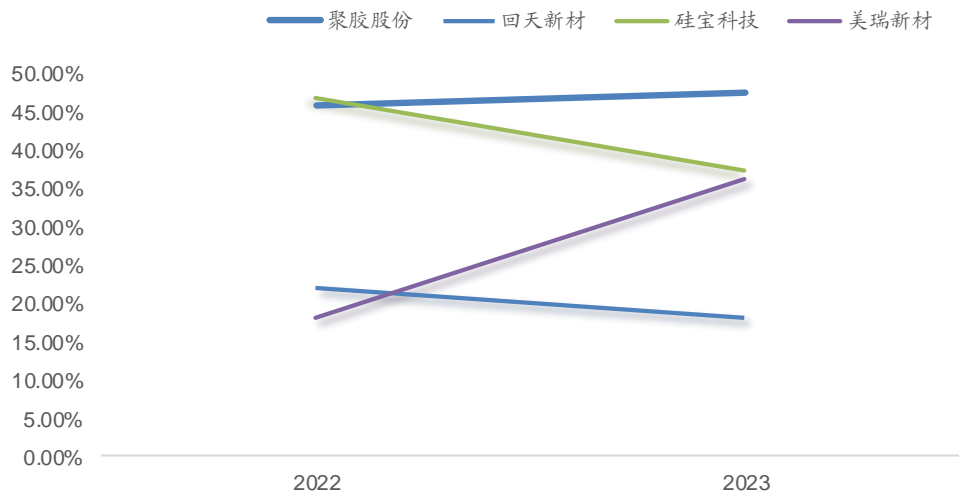
考核指标	业绩完成率	公司层面归属比例 (X)
累计净利润值 (A)	$A \geq T$	100%
	$T > A \geq M$	80%
	$A < M$	0

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

分红率稳定在45%以上

公司重视股东回报，分红率稳定在45%以上。根据WIND，2022-2023年公司现金分红总额分别为4000万元、5144.67万元，股利支付率分别为45.82%、47.59%。从可比公司对比来看，公司股利支付率略高于其他热熔胶及胶粘剂可比公司。

图：2022-2023年可比公司股利支付率



For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

卫材热熔胶行业龙头，业绩不断增长

行业市场容量较为稳定，成人纸尿裤市场需求显著增加

行业竞争格局高度集中，公司进口替代空间广阔

布局海外生产基地，全球布局销量不断增长

发挥配方研发优势，不断推出新产品

盈利预测及估值

风险提示

公司属于胶粘剂行业

胶粘剂又称粘接剂或胶合剂，是一种靠界面作用（化学力或物理力）将同种或两种以上同质或异质的制件（或材料）连接在一起，固化后具有足够强度的有机或无机的、天然或合成的一类物质。按照形态和固化方式，胶粘剂可以分为热熔型、反应型、溶剂（分散剂）挥发型。胶粘剂应用领域不断扩展，涉及建筑、包装、航天航空、电子等国民经济各个领域。

表：胶粘剂主要种类

胶粘剂种类	胶粘原理	产品特点	应用领域
热熔型	将固体聚合物加热熔融后粘接，随后冷却固化而发挥粘合力	热熔胶固化速度可调，环保性好，技术要求较高，应用范围在逐年扩大，近年来市场需求增长较快，发展前景好	包装、纺织、制鞋、建筑、木材加工、汽车、电子电器、装饰、印刷装订、机械加工、医疗等
水基型	可溶于水的高分子物质溶解成适当浓度的水溶液，或不溶性高分子物质，借助表面活性剂的作用，在水中分散成微粒子，然后配置成胶粘剂	环保性好，技术要求低，毛利率较低，胜场成本低，应用广泛，近几年稳定增长	木质层压板、地板、地砖、地毯、天花板、瓦楞纸板、信封等
反应型	在特定条件下发生化学变化形成粘接力	反应型胶粘剂基本为结构胶粘剂，固化速度快，粘接强度高，耐久性好，环保性能好，技术要求高，应用越来越广泛，尤其是在可再生资源等新兴领域的需求量越来越大	可再生能源、建筑、电子电器、航空航天、交通运输、机械、体育用品、木材、制鞋、包装、纺织等
溶剂(分散剂)挥发型	将树脂或橡胶等基料溶解于适当的有机溶剂，由有机溶剂的挥发及与基料进行化学反应固化而产生粘合力	粘接强度较低，环保性较差，技术要求较低，且生产成本较高，近年来市场逐步萎缩	木材、建筑、装饰、汽车、制鞋、包装、纺织、电子、印刷装订、玩具、造纸、皮革、涂料等

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

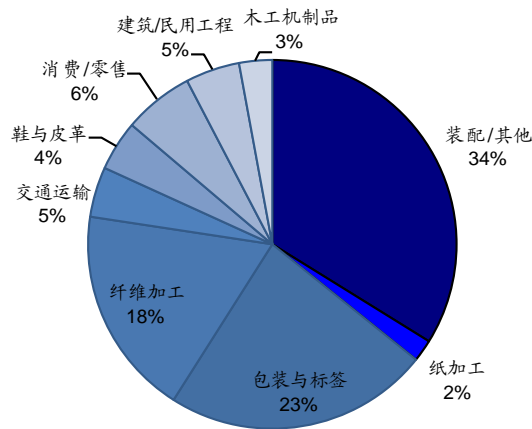
热熔胶具备环保、性能稳定等特点

公司主营产品为热熔型胶粘剂（热熔胶），属于胶粘剂的一种。热熔胶主要由热塑性高分子聚合物组成，将固体聚合物加热熔融后粘接，随后冷却固化而发挥粘合力，由于热熔胶固化速度可以调节，环保性好，技术要求较高，应用范围在逐年扩大。根据不同基料，热熔胶可以分为SBS/SIS热熔压敏胶、EVA热熔胶、PET热熔胶等类别，公司主要产品为SBS/SIS热熔胶。

表：热熔胶主要种类

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

图：2019年国内热熔胶应用行业销售量占比



For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

热熔胶行业具有多重壁垒

低端胶粘剂竞争激烈，中高端产品行业门槛较高。低端胶粘剂对产品生产设备、技术、工艺等要求不高，进入门槛较低，导致生产低端胶粘剂品为主的中小企业众多，市场竞争极其激烈，而热熔胶等中高端胶粘剂对产品生产设备、技术、工艺等较高要求，行业具备多重进入壁垒，技术及下游认证难度大，行业门槛较高。

表：热熔胶行业主要壁垒

主要壁垒	原因
技术壁垒	热熔胶的生产配方及成熟工艺决定产品的性能和质量，因此配方和工艺是热熔胶企业最大壁垒，中高端产品生产配方及工艺的研发、定型需要大量资金、技术和时间投入，并通过改进既有产品，并根据市场细化需求不断扩展同类产品型号。同时，热熔胶产品存在明显的先发优势，技术领先者将获得较大的市场份额，只有少数具有技术优势和技术创新能力的企业才可能参与中高端产品市场竞争，保持持续盈利能力。
客户壁垒	在生产过程中，热熔胶生产公司根据客户需求研发定制化热熔胶产品，经过长时间小试、中试等测试程序并经客户认证通过后，方可进行批量生产。因此，客户关系一旦确立，将保持长期稳定性，建立稳定的供应关系，新的竞争对手难以进入，从而形成有效壁垒。
人才壁垒	热熔胶的研发、生产需要富有经验的高水平研发团队和生产管理团队，以保证技术的先进性和产品的可靠性，目前，我国热熔胶行业人才主要靠相关生产企业自行培养，高素质的技术研发和管理人才较为短缺，新进入者难以在短期内招聘或培养能够满足企业研发、生产所需的研发团队和生产管理团队，新进入企业在人才培养上处于劣势。
资金壁垒	热熔胶的研发、生产需要较大规模的固定自产投资。同时，热熔胶产品研发周期较长，研发过程伴随着资金的持续性投入而经济效益产出较低，后续产品升级和开发也需投入大量资金，热熔胶产品生产对企业资金流动性提出了较高要求。

资料来源：《2019-2025年中国热熔胶行业发展趋势预测与发展战略资讯报告》，华研智库，海通国际

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

热熔胶是政策鼓励产品类型之一

热熔胶是我国政策鼓励类产品之一。热熔胶应用领域广泛，但中国热熔胶行业在全球竞争中还面临着品牌不足、国际化布局落后、缺乏国际化人才等问题，在销售规模、研发能力、产品层次等方面与国际知名化工企业存在较大差距，中高端产品的国产化进程较为急迫，同时，热熔胶具有出色的安全环保特性，是国家政策予以扶持和鼓励的产品类型之一。

表：行业相关政策梳理

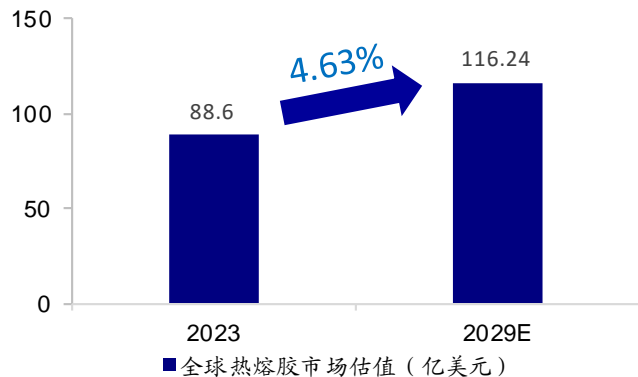
时间	部门	文件名称	相关内容
2022年	发改委、商务部	《鼓励外商投资产业目录(2022年版)》	反应型的胶粘剂及包括高端丙烯酸丁酯和高端丙烯酸辛酯、聚酯多元醇、固化剂在内的关键原材料的生产，密封胶、胶粘带及关键原材料生产，高效、安全、环境友好等增塑剂（聚酯类增塑剂等）；水性油墨和胶粘剂、电子束固化紫外光固化等低挥发性油墨和胶粘剂等产品生产
2020年	发改委、商务部	《鼓励外商投资产业目录(2020年版)》	精细化工：催化剂新产品、新技术，染(颜)料商品化加工技术，电子化学品和纸化学品，皮革化学品(N-N二甲基甲酰胺除外)，油田助剂，表面活性剂，水处理剂，胶粘剂、密封胶、胶粘带，无机纤维、无机纳米材料生产，颜料包膜处理深加工被列为鼓励外商投资产业。
2019年	发改委	《产业结构调整指导目录(2019年本)》	改性型、水基型胶粘剂和新型热熔胶，环保型吸水剂、水处理剂，分子筛固汞、无汞等新型高效、环保催化剂和助剂，纳米材料，功能性膜材料，超净高纯试剂、光刻胶、电子气、高性能液晶材料等新型精细化学品的开发与生产为鼓励类
2017年	发改委	《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录(2016版)》	将高效密封剂、密封胶和胶粘剂列为重点产品和服务对象，为国家重点支持的新材料产业。
2017年	工信部、发改委、科技部、财政部	《新材料产业发展指南》	进一步健全新材料产业体系，着力突破一批关键材料，提升新材料产业保证能力，支撑中国制造实现由大变强的历史跨越。
2015年	中国胶粘剂和胶粘带工业协会	《胶粘剂和胶粘带行业“十三五”发展规划》	重点投资发展环保节能型产品、高新技术型产品和功能型特种压敏胶带制品，鼓励培育战略性新兴产业及规模。

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

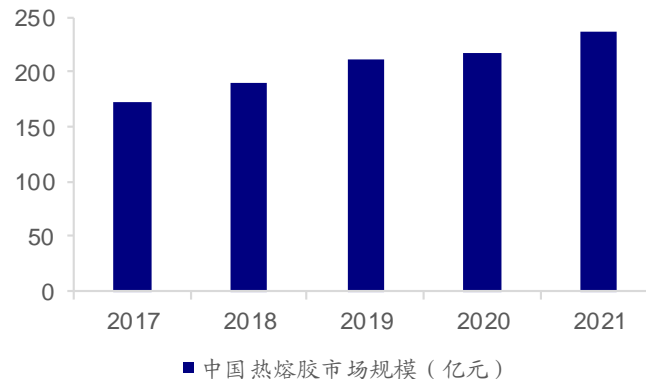
中国热熔胶市场规模不断增长

根据Global Information，2023年全球热熔胶市场估值为88.6亿美元，预计在预测期内将强劲增长，到2029年复合年增长率为4.63%；同时，根据中国胶粘剂工业协会数据，2021年我国热熔胶237.35亿元，2017-2021年复合增速为8.34%。

图：全球热熔胶市场规模（亿美元）



图：中国热熔胶市场规模（亿元）



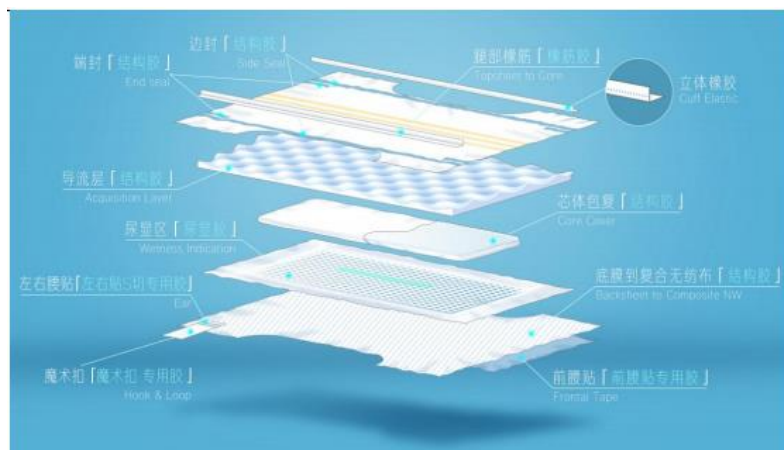
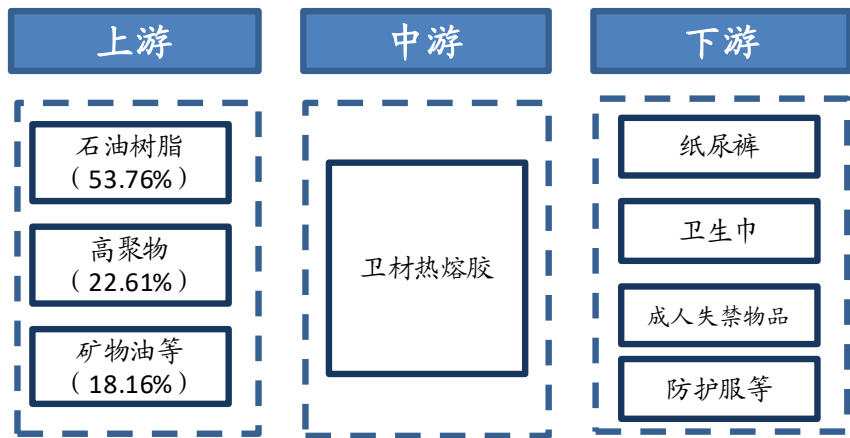
For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

卫材热熔胶属于热熔胶一种

卫材热熔胶是吸收性卫生用品专用热熔胶，上游原材料主要包括石油树脂、高聚物、矿物油等，根据公司年报，三种原材料采购额占采购总额比例分别为53.76%、22.61%、18.16%。卫材热熔胶下游市场为吸收性卫生用品市场，具体应用于包括、女性卫生用品、婴儿纸尿裤、成人失禁用品等卫生用品面层、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。根据产品种类不同，卫材热熔胶主要分为结构胶、橡筋胶、背胶、特种胶等。

图：卫材热熔胶产业链结构图

图：卫材热熔胶在纸尿裤产品中的应用



For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

配方是卫材热熔胶的核心技术壁垒

卫材热熔胶的应用性很强，不同国家消费者习惯、监管要求不同，不同客户或者同一客户在不同国家，其产品设计、基材、工艺设备、性能标准等不同，需要行业内公司针对性定制化开发相应产品配方；同时，由于卫生用品市场需求变化很快，相应地，卫材热熔胶产品的产品配方也在不断变化，其配方和工艺朝着性能更加优异、成本更有优势的方向持续创新发展。因此，卫材热熔胶行业技术主要壁垒体现在技术先进性、配方体系的灵活多样性和持续快速的配方开发和优化能力。

1、原材料配方。要求公司的配方对原材料的包容弹性很大，公司能够在原材料波动的情况下，选择价格最为合适的原材料配方，有力地控制了成本，并且可以提高在某种原料供应短缺的情况下的应对能力；同时，公司要能以最快的速度将最新的原材料导入配方，提高产品性能、降低产品成本。公司可以和上游原料供应商共同进行原材料定制开发，通过开发高性能原材料建立一套完整低价高效的供应链。

2、创新产品配方。要求公司与客户的共同开发，开发适应不同地区与国家的各类产品技术，主要体现在新应用、新需求的开发。同时，公司产品配方技术还要保证产品性能指标、低气味、低VOC、低上胶量、生物可降解等技术前沿也出于行业先进水平。

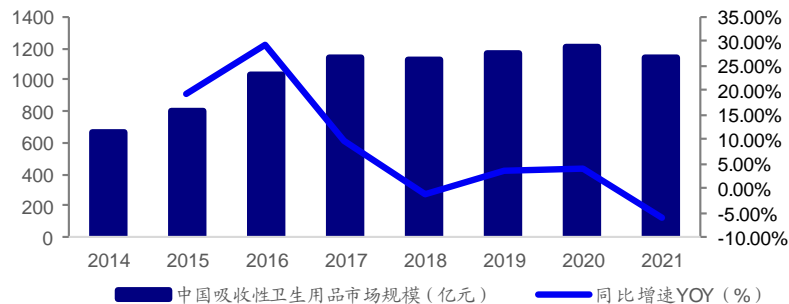
3、生产工艺自动化。主要体现在生产设备自动化技术的运用上，与上游设备供应商进行生产自动化定制化开发，在自动投料、包装等环节实现自动化创新，提升设备精度，解决生产缺陷，提升产品质量。

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

中国一次性卫生用品市场规模较为稳定

根据公司招股书援引中国造纸协会数据，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，按照2019年美元兑人民币6.9汇率测算，2019年中国一次性卫生用品市场规模占全球比重约为19.35%。2021年，中国吸收性卫生用品市场规模为1142.5亿元，同比下降5.89%，2017-2021年，中国一次性卫生用品市场规模整体稳定。

图：2014-2021中国吸收性卫生用品市场规模（亿元）及增速（%）



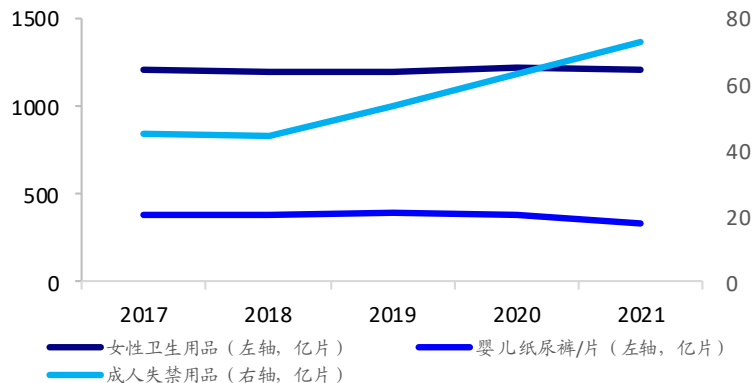
资料来源：公司公告，中国造纸工业协会，《碳中和视域下的垃圾精细化治理：日本吸收性卫生用品回收体系的构建经验及启示》，艾雨池、陆莎等，海通国际

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

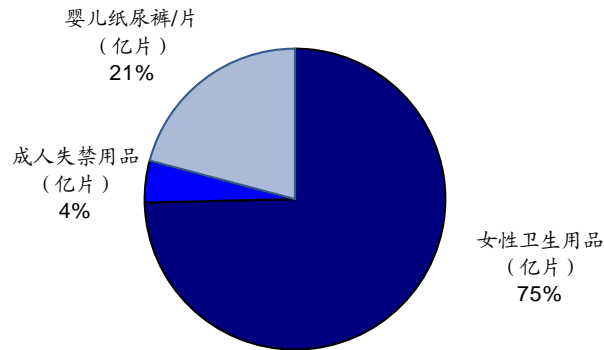
女性用品占比最大，成人纸尿裤消费量显著提升

女性卫生用品消费占比最大，成人失禁用品消费量显著提升。根据中国造纸工业协会数据，2021年中国女性卫生用品、婴儿纸尿裤/片、成人失禁用品消费量分别为1202.5亿片、336.4亿片、72.4亿片，分别同比下降1.51%、10.48%、增长14.82%，2017-2021年复合增长率分别接近0%、-3.12%、12.69%。2021年，三种应用场景的消费量占比分别为75%、21%、4%。

图：2017-2021年吸收类卫生用品消费量（亿片）



图：2021年各类吸收类卫生用品消费量占比（%）

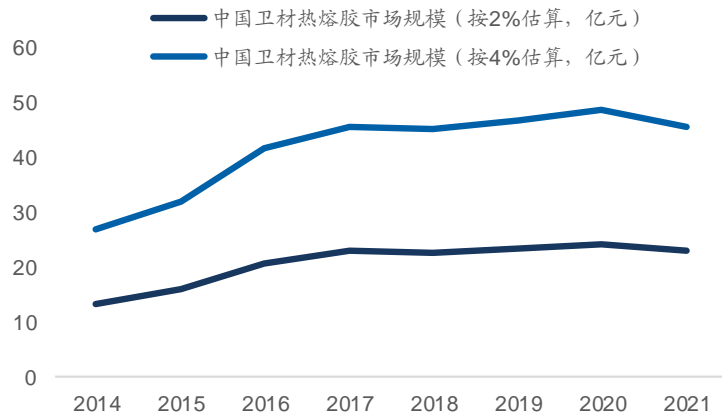


For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

成人纸尿裤用胶量最大

根据公司招股书，一般而言，卫材热熔胶占卫生巾和纸尿裤最终售价的2-4%，据此估算，2021年卫材热熔胶国内市场容量约为22.85-45.7亿元。同时，根据公司研发部门测算，单位婴儿纸尿裤、卫生巾、成人纸尿裤的用胶量大致为5.7: 1: 7.7的关系。

图：2014-2021年中国卫材热熔胶市场规模（亿元）

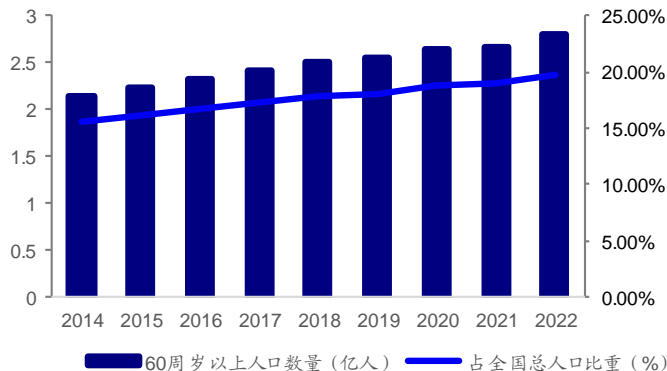


For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

成人纸尿裤贡献卫材热熔胶需求增量

目前我国的成人失禁用品仍处于发展初期。由于人口老龄化加剧，加之居民生活水平提高，老年人护理需求上升，随之而来的是成人失禁用品市场的快速发展，根据国家统计局数据，2022年我国60岁以上人口总数约2.8亿人，占全国总人口比重19.80%。同时，我国成人失禁用品渗透率远低于美国、日本等发达国家；在卫材热熔胶用量上，2021年我国成人纸尿裤卫材热熔胶用量占比约为15%，而全球2019年成人纸尿裤用量占比约为25%，我国显著低于全球平均用量水平。

图：中国60岁以上人口总数情况



For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

新兴国家卫材热熔胶需求有望提升

从全球来看，新兴市场的渗透率远远低于成熟市场，可支配收入的增加和人口增长等因素带来的推动作用尤为明显。在这些地区，婴儿纸尿裤、女性卫生用品和成人失禁产品的消费率仍然很低，新兴市场未来面临着巨大的增长机会。

表：新兴国家及地区未来需求增量情况

主要国家及地区	市场情况
非洲	非洲的新兴经济体正在为卫生用品市场提供新的机会。随着收入水平的提高，以及健康和卫生等相关教育的日益普及，一次性卫生用品的使用率有望进一步提升。由于人均使用量少，出生率高，非洲卫生用品市场仍然有很大的增长机会。尤其是南非，已成为卫生用品生产厂家的热点地区。
印度	世界第二大人口大国印度的收入水平和人口增长明显上升。随着政府和工业界继续推广现代的卫生习惯，婴儿纸尿裤和女性卫生用品等产品的需求有望增长。印度的卫生用品市场在所有细分领域均继续快速增长，这主要是由于可支配收入增加、就业的女性人数增加、宣传教育活动的进一步开展以及众多政府和非政府组织的倡议。越来越多的广告和促销活动使消费者更加了解卫生用品的便利性和重要性，而这刺激了需求增长。
拉丁美洲	尽管面临经济挑战，拉丁美洲仍被认为是具有增长潜力的地区。近年来，全球卫生用品制造商在该地区持续进行收购和投资。其中，巴西的卫生和个人护理用品市场是世界第四大市场，在过去五年中，家用纸制品和一次性纸尿裤的年增长率分别为5.6%和5.4%。在该地区，人口增长、经济发展和更高的生活水平将推动此类产品的普及率得到提高。
东南亚	根据 Euromonitor 的数据，亚太地区目前是一次性卫生用品的最大市场。这里有着庞大但尚未充分开发的消费者群体，不断加强的消费意识，以及不断增强的消费能力。东南亚市场(SEA)在2019年实现了50亿美元的零售额，并且在未来五年内，预计该地区的零售额将以8%的复合年增长率健康发展。作为发展中市场，东南亚的主要增长动力仍然是经济发展和城市化，而且这里的纸尿裤普及率仍然很低。

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

卫材热熔胶行业龙头，业绩不断增长

行业市场容量较为稳定，成人纸尿裤市场需求显著增加

行业竞争格局高度集中，公司进口替代空间广阔

布局海外生产基地，全球布局销量不断增长

发挥配方研发优势，不断推出新产品

盈利预测及估值

风险提示

行业竞争格局高度集中



卫材热熔胶进入门槛较高，主要表现在下游市场高度集中在少数知名厂商，前十名厂商占据绝大部分市场份额，一般企业很难进入该等知名厂商的供应链体系，导致卫材热熔胶集中度很高。根据公司招股书，全球卫材热熔胶行业形成了汉高、富乐、波士胶、公司四家国际巨头共同控制主要市场份额的格局，合计市场占有率达到80%以上，其中公司市占率约为15%。汉高是结构胶领域全球领导者，波士胶是橡胶胶领域全球领导者。

表：卫材热熔胶四大龙头企业情况

可比公司	基本情况	市场地位	关键业务数据
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。	公司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。	2021-2022年，公司胶粘剂业务销售收入分别为109亿美元、120亿美元，汉高已在上海、广州、成都、东莞、汕头等地设立了胶粘剂生产企业。
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，其核心技术为环氧胶、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。	公司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。	公司2023年年报及2024年一季报分布实现营业收入35.11亿美元、8.10亿美元，其中医疗健康、消费用胶粘剂营业收入分别为16.02亿美元、3.69亿美元，市场份额排名第二，公司已在中国境内广州、南京等地设立工厂。
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。	公司是全球最大的粘合剂与密封胶生产商之一	具有超过百年的丰富生产经验，2020年销售额达20亿欧元、11亿欧元，全球有6,000余名雇员，已在广州、珠海、常熟等地设立工厂，在上海建立了亚太地区研发中心。
公司	公司成立于2012年，专注于一次性卫生用品专用热熔胶的研发、生产及销售	在国内市场，公司成功实现进口替代，成为国内规模最大、产品种类最齐全的卫材热熔胶生产企业之一；在国外市场，公司突破外资巨头的垄断局面，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。	公司2023-2024Q1销售额分别为2.3亿美元、0.68亿美元，公司已于中国广州、欧洲波兰建立生产基地，2023年产能16.3万吨，未来随着广州新基地以及墨西哥基地投产，产能不断提高。

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

汉高：全球胶粘剂行业龙头

德国汉高是消费和工业领域的技术开发商和生产商，公业务主要包括胶粘剂和消费品两大类，产品广泛应用于：家庭、工艺、个人护理和化妆品、办公室、学校以及汽车、电子和包装行业。公司最知名的品牌包括Bref、Fa、Pattex、Persil、Perwoll、Pril、Pritt、Schauma、Sil、Somat、Spee和taft。2023年-2024Q1，公司实现营业收入232.68亿美元、57.71亿美元，分别同比下降3.94%、5.21%；公司胶粘剂业务（Adhesive Technology）实现营业收入116.69亿美元、29.06美元，收入占比分别为50.15%、50.36%，公司预计2024年胶粘剂业务收入同比增长2-4%。

表：2020-2024Q1公司营业收入及EBIT情况（亿美元，%）

	2020	2021	2022	2023	2024Q1
营业收入（亿美元）	219.78	237.33	235.90	232.68	57.71
营业收入同比（YOY）	-4.30%	4.24%	11.62%	-3.94%	-5.21%
EBIT（亿美元）	31.06	32.75	27.20	32.14	
EBIT利润率（%）	14.13%	13.80%	11.53%	13.81%	

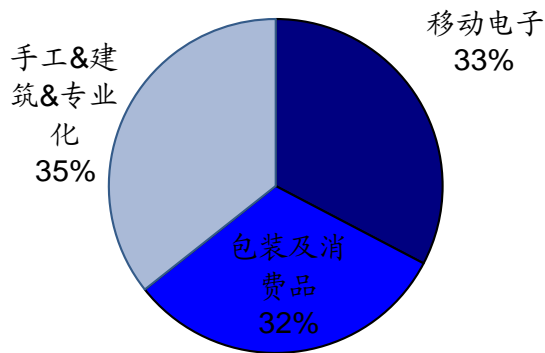
表：2020-2024Q1公司胶粘剂业务收入及利润情况

胶粘剂业务	2020	2021	2022	2023	2024Q1
营业收入（亿美元）	99.15	114.03	118.40	116.69	29.06
营业收入同比（YOY）	-8.2%	11%	16.6%	-4%	-4.1%
营业利润（亿美元）	14.25	18.03	15.80	15.39	
EBIT利润率（%）	14.37%	15.81%	13.34%	13.19%	

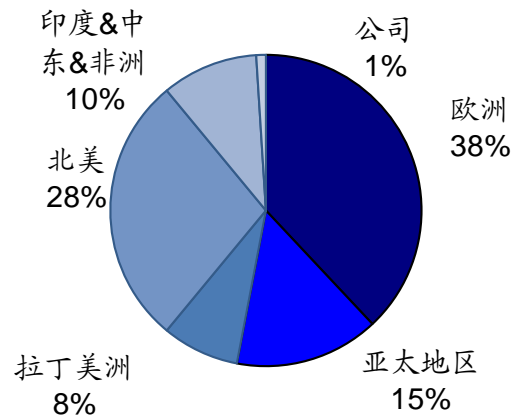
For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

汉高集团胶粘剂业务主要分为移动电子、包装及消费品、手工&建筑&专业化三个细分类别，2024Q1，三大类别胶粘剂产品营业收入分别同比增长3.7%、下降0.2%、增长0.3%。在热熔胶产品上，汉高TECHNOMELT®品牌产品在全球范围内受到青睐。公司不断加强在粘合剂领域的创新研发工作，2023年公司在美国新泽西州成立新的研发中心，并开设一个电池中心，加强于汽车电池制造商的合作；同时，公司在上海成立创新中心，2023年也取得重大创新进展。

图：2024Q1公司胶粘剂各个细分领域收入占比



图：2023年公司胶粘剂各个地区销售占比



For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

富乐：专注于胶粘剂领域，全球制造商



富乐公司成立于1887年，是全球领先的粘合剂供应商，公司多年来始终致力于完善粘合剂、密封胶和其他特种化工品，具体业务可以分为工程用胶粘剂、卫生健康&消费用胶粘剂、建筑用胶粘剂三大领域。公司粘合剂广泛应用于汽车电子、电路板、空气过滤、磨料、航天航空、薄膜、家用消费、医疗卫生等多个领域。2023-2024Q1，公司实现营业收入35.11亿美元、8.10亿美元，分别同比下降6.36%、增长0.15%，其中卫生健康&消费胶粘剂产品收入占比为45.6%、45.43%。

图：2020-2024Q1公司营业收入及EBIT情况（亿美元，%）

	2020	2021	2022	2023	2024Q1
营业收入（亿美元）	27.90	32.78	37.49	35.11	8.10
营业收入同比（YOY）	-3.68%	17.48%	14.37%	-6.36%	0.15%
EBIT（亿美元）	2.48	2.85	3.64	4.11	0.79
EBIT利润率（%）	8.89%	8.69%	9.71%	11.71%	9.75%

图：2020-2024Q1公司各个业务营业收入情况（亿美元）

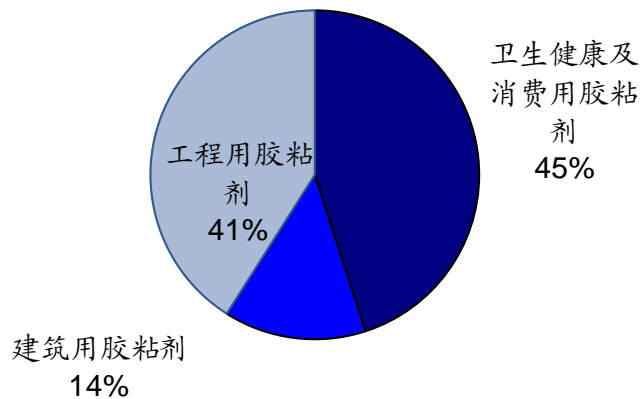
亿美元	2020	2021	2022	2023	2024Q1
工程用胶粘剂	10.88	13.72	15.33	14.29	3.29
卫生健康&消费	13.33	14.73	16.96	16.01	3.68
建筑用胶粘剂	3.69	4.34	5.21	4.81	1.14

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

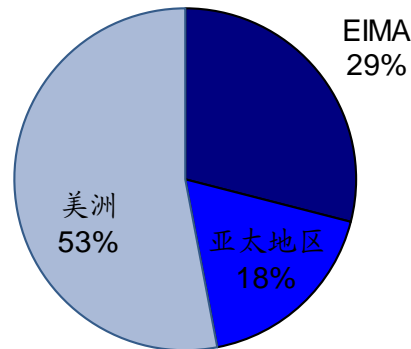
富乐：专注于胶粘剂领域，全球制造商

2023年，富乐公司工程用胶粘剂、卫生健康及消费用胶粘剂、建筑用胶粘剂收入占比分别为41%、45%、14%。在卫生健康及消费用胶粘剂产品上，公司主要生产及供应用于美容保健、卫生医疗等领域的胶粘剂产品，2022-2023年，该业务板块实现营业利润1.66亿元、2.15亿元，利润率分别为9.8%、13.4%。在销售区域上，公司胶粘剂主要销售美洲地区，2023年销售占比为53%。

图：2023年公司胶粘剂各个细分领域收入占比



图：2023年公司胶粘剂各个地区销售占比

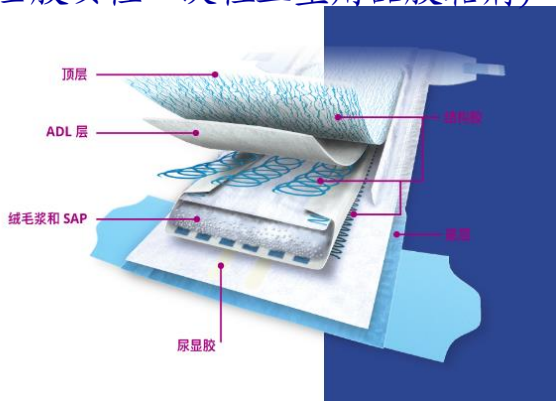


For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

波士胶公司成立于1889年，前身为一家专为制鞋业生产皮革着色剂和染料的生产商，公司通过合并、收购、自身增长在全球多个国家和地区发展壮大，目前是全球领先的智能胶粘剂解决方案提供商，暂未上市。在胶粘剂业务上，公司主要有建筑施工、工业解决方案、一次性卫生用品胶粘剂三大板块；在一次性卫生用品业务上，公司首发全球第一款纸尿裤专用腿部橡筋胶，到开拓智能尿显胶技术，不断引领全球一次性卫生用品行业变革。

公司从木浆绒毛浆、高吸水性聚合物（SAP）、聚合物底膜等各个领域对传统产品进行革新，进行女性卫生用品、纸尿裤等产品的一站式用胶需求。

图：波士胶女性一次性卫生用品胶粘剂产品



图：波士胶下游婴儿纸尿裤产品胶粘剂



For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

下游市场及卫材热熔胶行业趋向于中高端发展。从下游来看，随着中高收入人群的增加，女性个人健康意识不断增强，以及父母对婴儿卫生、健康意识的提高，纸尿裤及卫生巾中高端市场持续扩容，中高端产品的市场需求增长超过行业平均，带动上游卫材热熔胶往中高端共同发展；从卫材热熔胶行业本身来看，随着中国石化产业的迅速发展，产业链不断完善成熟，热熔胶国产原材料在全球迅速崛起，质量性能优异，产品价格便宜，使得低端热熔胶原先的成本优势丧失，市场逐步萎缩，正被中高端热熔胶逐步替代。

表：2019年结构胶、橡筋胶、背胶、特种胶在中高端和低端市场的规模

区域	等级	结构胶	橡筋胶	背胶	特种胶
国内	中高端	8.79	4.29	1.68	1.94
	低端	10.78	3.51	2.46	1.51
全球	中高端	42.39	19.58	9.14	8.90
	低端	57.20	20.60	4.48	7.95

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

国内企业以低端产品为主

目前，全球卫材热熔胶中高端市场以汉高、富乐、波士胶、公司为主，中高端企业凭借配发开发、创新研究、原料选择、设备工艺等优势，可以提供结构胶、橡胶胶、背胶、特种胶等全线产品，而国内其他少量低端公司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。

表：各区域市场内主要企业、产品种类、应用场景、技术差异情况

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，差异主要体现在针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。

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

公司市场份额有望逐步提高

公司作为市场新进入者，在汉高、富乐、波士胶等跨国公司占据了主要市场份额的背景下，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，向中高端客户的销售比例不断提升。在海外市场上，公司市占率较低，尤其在北美、日韩等市场区域份额很小，随着公司墨西哥基地投产，以及产能不断扩张，未来发展空间广阔。

图：公司全球市场布局及拓展情况



For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

卫材热熔胶行业龙头，业绩不断增长

行业市场容量较为稳定，成人纸尿裤市场需求显著增加

行业竞争格局高度集中，公司进口替代空间广阔

布局海外生产基地，全球布局销量不断增长

发挥配方研发优势，不断推出新产品

盈利预测及估值

风险提示

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

公司在建项目稳步推进

公司全球布局生产基地，在建项目稳步推进。公司目前生产基地主要位于广州及波兰，广州仙村工厂产能10.3万吨，波兰工厂产能6.1万吨，两处生产基地产品均包括结构胶、橡胶、背胶、特种胶。在建项目上，公司在建广州总部工厂产能12万吨，公司预计2024年投产；在建北美墨西哥工厂，预计2025年投产。

表：公司产能布局情况（截至2023年年末）

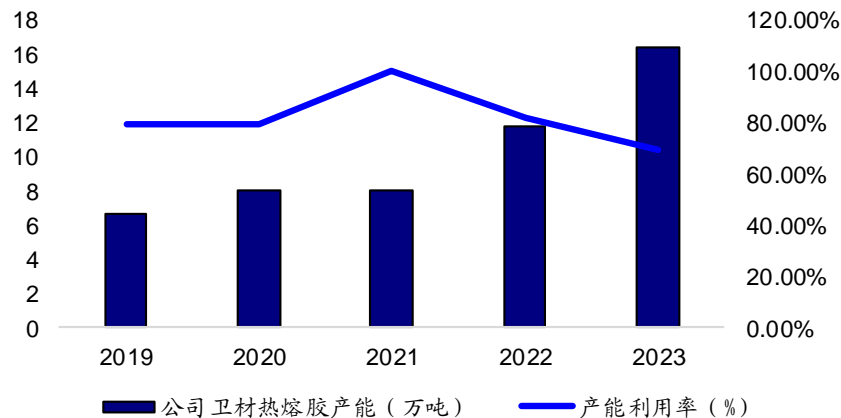
生产基地	已建产能（万吨）	在建产能（万吨）	投产时间
广州仙村工厂	10.3		已投产
波兰工厂	6.1		于2022年10月投产， 2023年贡献盈利
全球研发中心暨广州总部工厂 (广州新工厂)		12	预计于2024Q2投产
墨西哥工厂		5-6（规划）	预计2025年投产

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

公司卫材热熔胶产能不断提升

公司卫材热熔胶产能不断提升。公司卫材热熔胶产能从2019年6.67万吨提升至2023年16.4万吨，2023年，公司卫材热熔胶产能利用率69.32%，产能利用率较低主要由于公司波兰工厂于2022年第四季度投产，2023年处于产能爬坡阶段。

图：2019-2023年公司卫材热熔胶产能（万吨）及产能利用率（%）

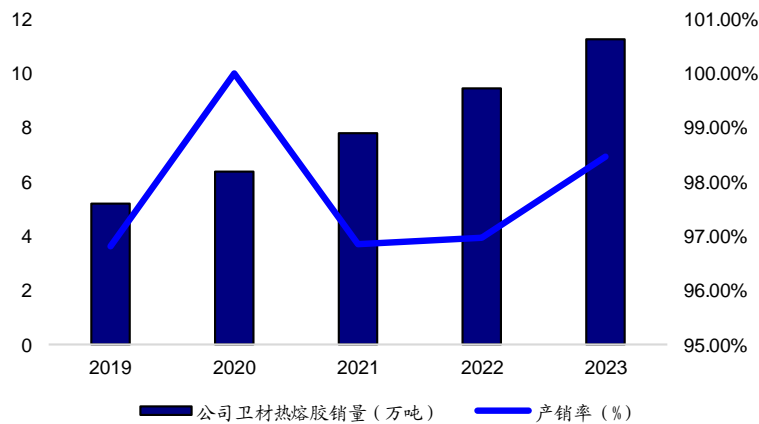


For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

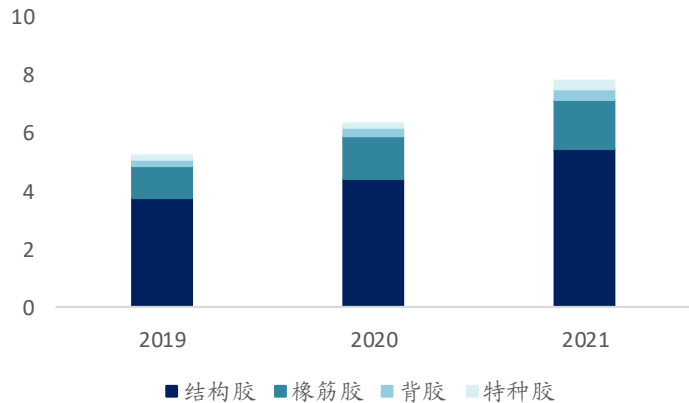
公司主要产品产销量不断增长

公司采用以销定产的模式，产销率不低于97%。公司卫材热熔胶产品销量不断增长，从2019年5.32万吨提升至2023年11.37万吨，年复合增长率为20.93%。在产品结构上，2019-2021年公司四种卫材热熔胶销量均稳步增长，2021年结构胶、橡胶胶、背胶、特种胶销量分别为5.41万吨、1.71万吨、0.38万吨、0.25万吨；从销量增速来看，特种胶增速最快，四种产品销量年复合增长率分别为21.03%、21.74%、33.99%、60.91%。

图：2019-2023年公司产品销量（万吨）及产销率（%）



图：2019-2021年公司四类产品销量情况（万吨）

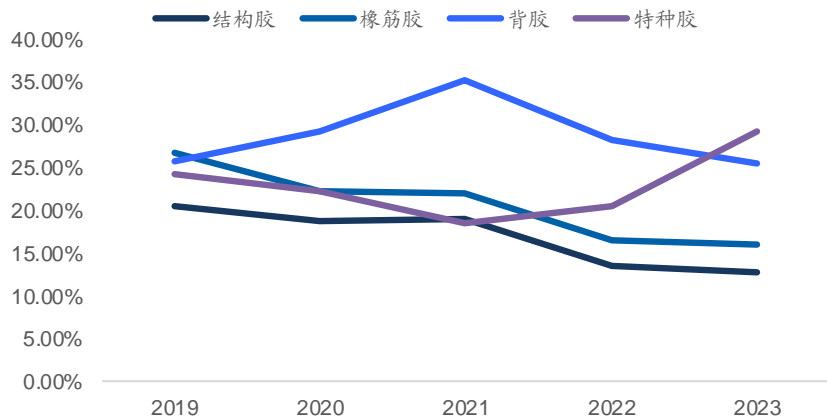


For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

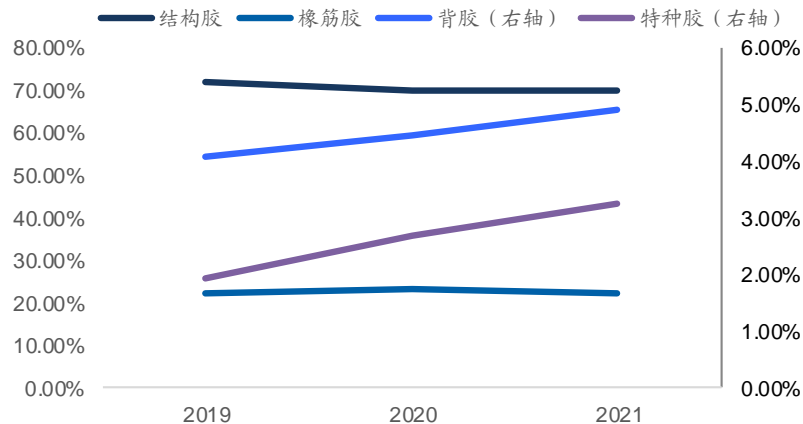
高毛利产品销量占比不断提高

公司卫材热熔胶四大类产品中，公司背胶和特种胶毛利率较高，2023年，公司结构胶、橡胶胶、背胶和特种胶毛利率分别为12.57%、15.89%、25.33%、29.15%。公司高毛利产品背胶及特种胶销售占比仍然较低，2021年公司四大类产品销售占比分别为71.65%、22.33%、4.08%、1.94%；然而，公司高毛利产品销量不断提升，背胶销售量占比从2019年的4.08%提升2021年的4.91%，特种胶销量占比从2019年的1.94%提升至2021年的3.23%。

图：2019-2023年公司四大类产品毛利率情况（%）



图：2019-2021年公司四大类产品销量占比情况（%）

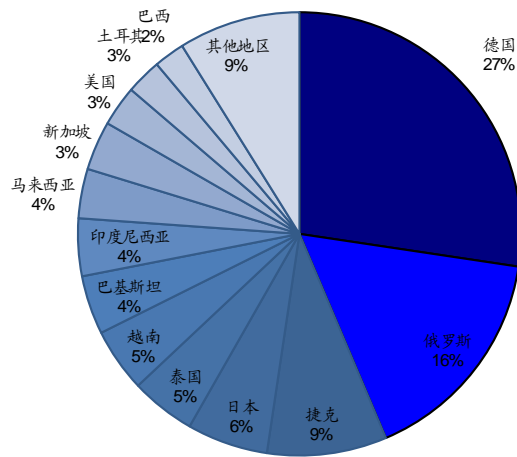
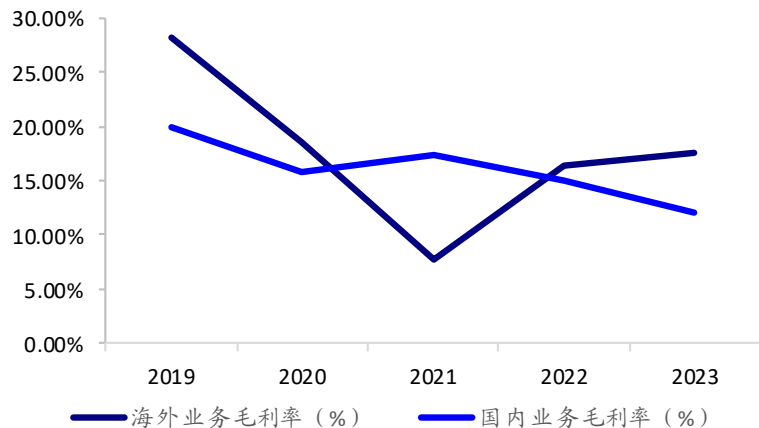


For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

海外业务毛利率高于国内业务

公司海外市场毛利率显著高于国内市场。海外发达国家市场，由于市场发展成熟，竞争格局相对稳定，行业毛利率相对较高；海外新兴市场国家市场，由于快速增长的市场规模，消费需求强劲，行业毛利率也相对较高。因此，公司在海外的销售也保持着较高的毛利率。2023年，公司海外业务毛利率为17.52%，显著高于国内市场毛利率11.95%。从销售区域来看，2021年，德国是公司海外销售主要国家。

图：2019-2023年公司国内业务及海外业务毛利率情况（%） 图：2021年公司海外收入主要地区占比（%）



For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

原材料价格波动影响公司毛利率

公司原材料主要包括石油树脂、高聚物、矿物油等，其中石油树脂占比最大，2023年采购金额占比采购总额53.76%。公司主要原材料价格受供求关系及原油价格波动的双重影响，呈现不同程度的波动。在原材料价格上涨的情况下，公司产品价格相对于原材料价格又具有一定的滞后性，若公司无法及时将成本上涨传导至下游，将会导致公司毛利率下降，同时，存货价值减损也会影响公司盈利。

卫材热熔胶行业龙头，业绩不断增长

行业市场容量较为稳定，成人纸尿裤市场需求显著增加

行业竞争格局高度集中，公司进口替代空间广阔

布局海外生产基地，全球布局销量不断增长

发挥配方研发优势，不断推出新产品

盈利预测及估值

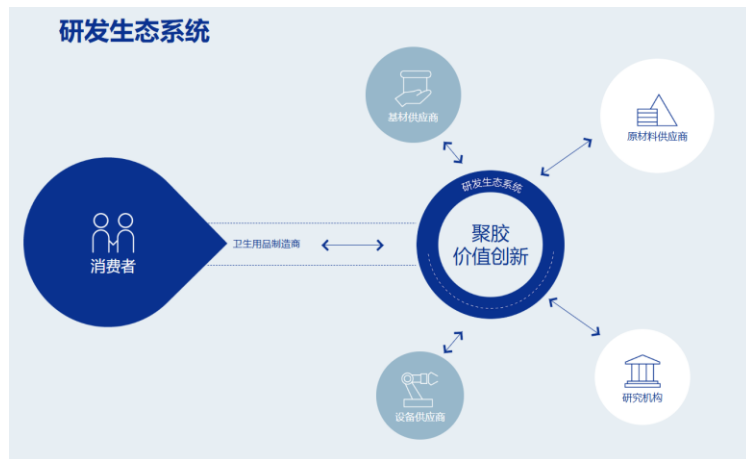
风险提示

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

公司已形成完整研发体系

公司已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，公司的产品在可降解性上已达到国际先进水平。为了保证技术先进性，公司不断提高创新能力，坚持持续创新。与供应商合作开发定制化原材料，与大学/研究机构合作研究，与设备、基材供应商合作开发，不断地针对客户的新需求、新设计、新基材、新设备快速地做出更高效的配方。

图：公司研发生态系统



For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

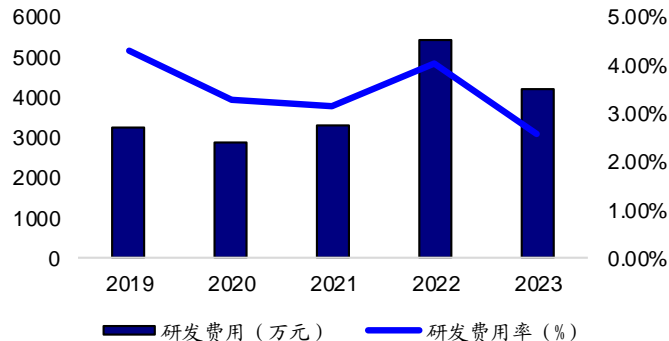
公司重视研发支出，专利数量逐年增加

在研发基地上，公司国内以广州为中心，在海外波兰建立了卫材热熔胶生产和技术服务基地，在土耳其设立了技术服务实验室。在研发人员上，2023年年末公司技术研发团队在职人员共计35人，核心技术人员主要为范培军、彭军。在专利上，截至2023年年末，公司共有专利技术22项，其中发明专利3项，实用新型专利19项；除专利技术外，公司还开发了众多非专利配方技术，根据公司招股书，公司产品配方多达160多种。2023年，公司研发费用4179.17万元，研发费用率约为2.57%。

表：2021-2023年公司专利情况

	专利技术数量 (项)	发明专利数量 (项)	实用新型专利数量 (项)
2021	20	3	17
2022	21	3	18
2023	22	3	19

图：2019-2023年公司研发费用情况



For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

公司主要研发项目情况

表：2023年公司研发投入主要项目情况（部分）

主要研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
基于国产原材料的4L'的高性能热熔压敏胶的开发及产业化关键技术的研究	研发低气味、低VOC、低上胶量、低应用温度、低热降解的热熔胶	客户试机	预期研究出一种基于国产原材料“4L'的高性能热熔压敏胶的开发及产业化关键技术	提高市场竞争力
可生物降解的热熔压敏胶的开发	开发可降解的热熔压敏胶，解决性能差、很难达到应用的要求、降解率不高等缺点。	客户试机	开发可降解的热熔压敏胶	提升公司可持续发展能力
基于国产C5氢化石油树脂的高粘力环保卫材热熔压敏胶的研发与产业化	开发可降解的热熔压敏胶，解决性能差、很难达到应用的要求、降解率不高等缺点。	小规模商业化阶段	开发可降解的热熔压敏胶	提升公司可持续发展能力
高静水压耐热老化医疗用高端胶的开发及产业化	针对国内医疗高端市场，开发一款高端胶达到高粘力，高湿强、高静水压、热老化优异的性能。	完成中试	开发一种医疗用高端胶，满足医疗用热熔胶的高静水压耐热老化性能需求。	提升产品质量
热熔胶成品无破损无污染理料系统的开发	本项目拟开发一种包装线胶块整理系统，实现热熔胶的自动化输送及装箱。	完成中试	开发一种热熔胶成品无破损无污染理料系统，满足成品包装前的自动理料，提高包装效率和质量。	间化工序、提高工作效率
热熔胶原材料快速均匀搅拌工艺研究及其搅拌设备开发	本项目拟开发一种高效搅拌技术，解决搅拌桨叶在釜内太低、投入的物料都高于桨叶，导致搅拌物料不均匀，需要长时间搅拌才能完成抽真空的工艺步骤的问题。	完成中试	开发一种搅拌釜抽真空搅拌技术，并开发一种搅拌设备，实现热熔胶材料的高效搅拌，提高热熔胶的搅拌效率。	提升产品质量
高安全性婴儿护理专用卫材热熔胶的开发	本公司拟从原料的筛选系统、配方调整以	小规模商业化阶段	开发一种婴儿护理专用卫材热熔胶材料快	提升产品质量

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

公司积极开发可降解高性能材料

公司推出新产品湿强胶、新一代尿显胶和医疗用胶的收入均较小；同时，公司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。2023年3月22日，第19届中国热熔胶高峰论坛期间在中国合肥举办，公司推出全球首款可堆肥降解生物基粘合解决方案。赋能个人卫生用品行业，打造绿色可持续未来。

卫材热熔胶行业龙头，业绩不断增长

行业市场容量较为稳定，成人纸尿裤市场需求显著增加

行业竞争格局高度集中，公司进口替代空间广阔

布局海外生产基地，全球布局销量不断增长

发挥配方研发优势，不断推出新产品

盈利预测及估值

风险提示

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

产能假设:

根据公司新增产能建设进度, 假设公司卫材热熔胶2024-26年产能利用率分别为57%、66%、75%;

销量假设:

根据2023年产销率, 假设公司卫材热熔胶2024-26年产销率分别为99%;

价格假设:

根据2023年价格, 假设公司卫材热熔胶2024-26年价格为14517.75元/吨;

毛利率假设:

- 1) 卫材热熔胶: 根据2023年毛利率, 假设公司2024-26年毛利率为15.5%、15.5%、16%;
- 2) 其他业务: 根据2022-23年毛利率, 假设公司2024-26年毛利率为55%。

	2023	2024E	2025E	2026E
合计				
收入 (百万元)	1627.66	2190.36	3039.09	3453.74
成本 (百万元)	1383.19	1849.67	2566.61	2899.45
毛利率 (%)	15.02%	15.55%	15.55%	16.05%
卫材热熔胶				
收入 (百万元)	1,625.16	2,187.36	3,035.49	3,449.42
成本 (百万元)	1,383.00	1,848.32	2,564.99	2,897.51
毛利率 (%)	14.90%	15.50%	15.50%	16.00%
其他业务				
收入 (百万元)	2.50	3.00	3.60	4.32
成本 (百万元)	0.19	1.35	1.62	1.94
毛利率 (%)	92.26%	55.00%	55.00%	55.00%

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为1.62、2.23、2.66亿元，对应EPS分别为2.02元、2.79元、3.33元。由于公司是国内卫材热熔胶行业龙头，给予一定估值溢价；参考同行业公司，我们给予公司2024年20倍PE，对应目标价40.40元，首次覆盖给予“优于大市”评级。

公司名称	股票代码	股价 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)		
			2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
300041.CH	回天新材	8.23	0.53	0.6	0.7	15.53	13.72	11.76
300019.CH	硅宝科技	13.00	0.81	0.99	1.2	16.05	13.13	10.83
平均						15.79	13.42	11.30

资料来源：WIND，股价为2024年6月3日收盘价，EPS为wind一致预期，海通国际

资产负债表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	220	153	-27	15
应收账款及应收票据	412	517	718	815
存货	239	296	440	487
其它流动资产	586	621	665	685
流动资产合计	1,457	1,588	1,796	2,003
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	200	272	356	422
在建工程	102	106	109	95
无形资产	22	22	22	22
非流动资产合计	346	419	500	548
资产总计	1,802	2,006	2,296	2,551
短期借款	7	9	11	13
应付票据及应付账款	202	283	392	443
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	52	83	114	146
流动负债合计	261	374	517	602
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	3	3	3	3
非流动负债合计	3	3	3	3
负债总计	265	377	520	605
实收资本	80	80	80	80
归属于母公司所有者权益	1,537	1,629	1,776	1,946
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	1,802	2,006	2,296	2,551

现金流量表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	108	162	223	266
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	28	34	44	53
非经营收益	-7	-13	-18	-20
营运资金变动	-169	-88	-247	-82
经营活动现金流	-40	95	2	217
资产	-108	-106	-126	-101
投资	138	0	0	0
其他	-38	12	18	21
投资活动现金流	-8	-94	-108	-80
债权募资	0	2	2	2
股权募资	0	-2	0	0
其他	-24	-71	-76	-96
融资活动现金流	-24	-71	-74	-94
现金净流量	-20	-67	-180	42

资料来源：WIND，股价为2024年6月3日收盘价，EPS为wind一致预期，海通国际

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

利润表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,628	2,190	3,039	3,454
营业成本	1,383	1,850	2,567	2,899
毛利率%	15.0%	15.6%	15.5%	16.0%
营业税金及附加	5	6	9	10
营业税金率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	38	51	71	80
营业费用率%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%
管理费用	40	55	76	86
管理费用率%	2.4%	2.5%	2.5%	2.5%
EBIT	121	192	267	320
财务费用	2	-2	-1	0
财务费用率%	0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	10	13	18	21
营业利润	130	195	268	320
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	130	194	268	320
EBITDA	145	226	311	373
所得税	22	33	45	54
有效所得税率%	16.8%	16.8%	16.8%	16.8%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	108	162	223	266

资料来源：WIND，股价为2024年6月3日收盘价，EPS为wind一致预期，海通国际

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

卫材热熔胶行业龙头，业绩不断增长

行业市场容量较为稳定，成人纸尿裤市场需求显著增加

行业竞争格局高度集中，公司进口替代空间广阔

布局海外生产基地，全球布局销量不断增长

发挥配方研发优势，不断推出新产品

盈利预测及估值

风险提示

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

原材料价格波动

项目建设进度不及预期

宏观经济波动

下游需求不及预期

Summary

- Domestic sanitary material hot melt adhesive industry leader, the performance is growing.
- Industry market capacity is relatively stable, adult nappy market demand has increased significantly.
- Industry competition pattern is highly concentrated, and the company's import substitution space is vast.
- The company layouts overseas production bases, and the global layout of the sales volume continues to grow.
- The company gives play to the advantages of the formula R & D, and continues to launch new products.
- Profitability Forecasts and Valuation.
- Risk Warning

重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司 (HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK) 和海通国际证券有限公司 (HTISCL) 的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团 (HTISG) 各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited (“HTIRL”), Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), Haitong International Japan K.K. (“HTIJKK”), Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，孙小涵，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的3个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Xiaohan SUN, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，[请发邮件至ERD-Disclosure@htisec.com](mailto:ERD-Disclosure@htisec.com)）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

评级定义 (从2020年7月1日开始执行):

海通国际 (以下简称“HTI”) 采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司: 优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读HTI的评级定义。并且HTI发布分析师观点的完整信息, 投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下, 分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况 (比如投资者的现有持仓) 以及其他因素。

分析师股票评级

优于大市, 未来12-18个月内预期相对基准指数涨幅在10%以上, 基准定义如下

中性, 未来12-18个月内预期相对基准指数变化不大, 基准定义如下。根据FINRA/NYSE的评级分布规则, 我们会将中性评级划入持有这一类别。

弱于大市, 未来12-18个月内预期相对基准指数跌幅在10%以上, 基准定义如下

各地股票基准指数: 日本–TOPIX, 韩国–KOSPI, 台湾–TAIEX, 印度–Nifty100, 美国–SP500; 其他所有中国概念股–MSCI China.

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

Analyst Stock Ratings

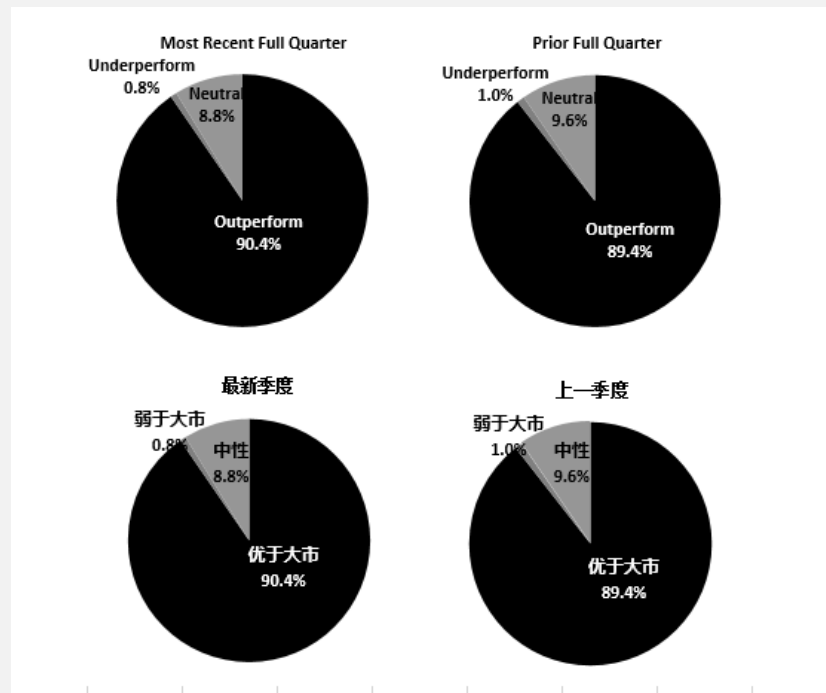
Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

Underperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.

评级分布 Rating Distribution



APPENDIX 2

截至2024年3月31日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	90.4%	8.8%	0.8%
投资银行客户*	3.3%	4.9%	0.0%

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据FINRA/NYSE的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

此前的评级系统定义（直至2020年9月30日）：

买入，未来12-18个月内预期相对基准指数涨幅在10%以上，基准定义如下

中性，未来12-18个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据FINRA/NYSE的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来12-18个月内预期相对基准指数跌幅在10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本—TOPIX, 韩国—KOSPI, 台湾—TAIEX, 印度—Nifty100; 其他所有中国概念股—MSCI China.

Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of March 31, 2024

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	90.4%	8.8%	0.8%
IB clients*	3.3%	4.9%	0.0%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

BUY: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

NEUTRAL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

SELL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.

海通国际非评级研究: 海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

Haitong International Non-Rated Research: Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

海通国际A股覆盖: 海通国际可能会就沪港通及深港通的中国A股进行覆盖及评级。海通证券（600837.CH），海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国A股的研究报告。但是，海通国际使用与海通证券不同的评级系统，所以海通国际与海通证券的中国A股评级可能有所不同。

Haitong International Coverage of A-Shares: Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. Haitong Securities (HS; 600837 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

海通国际优质100 A股（Q100）指数: 海通国际Q100指数是一个包括100支由海通证券覆盖的优质中国A股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程，并结合对海通证券A股团队自下而上的研究。海通国际每季对Q100指数成分作出复审。

Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index: HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

盟浪义利 (FIN-ESG) 数据通免责声明条款: 在使用盟浪义利 (FIN-ESG) 数据之前, 请务必仔细阅读本条款并同意本声明:

第一条 义利 (FIN-ESG) 数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司 (以下简称“本公司”) 基于合法取得的公开信息评估而成, 本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考, 并不构成对任何个人或机构投资建议, 也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因收到此评估数据而将收件人视为客户, 收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断, 盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明, 本数据 (如财务业绩数据等) 仅代表过往表现, 过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条 本数据版权归本公司所有, 本公司依法保留各项权利。未经本公司事先书面许可授权, 任何个人或机构不得将本数据中的评估结果用于任何营利性目的, 不得对本数据进行修改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等, 否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的, 由用户承担相应的赔偿责任, 盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定, 而盟浪网站平台载明的其他协议内容 (如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务 (含认证) 协议》《盟浪网隐私政策》等) 有约定的, 则按其他协议的约定执行; 若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的, 则以本免责声明约定为准。

SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer: Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.

2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.

3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.

4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. User Registration Protocol of SusallWave Website, User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website, Privacy Policy of Susallwave Website), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明:

非印度证券的研究报告: 本报告由海通国际证券集团有限公司 (“HTISGL”) 的全资附属公司海通国际研究有限公司 (“HTIRL”) 发行, 该公司是根据香港证券及期货条例 (第571章) 持有第4类受规管活动 (就证券提供意见) 的持牌法团。该研究报告在HTISGL的全资附属公司Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”) 的协助下发行, HTIJKK是由日本关东财务局监管为投资顾问。

印度证券的研究报告: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发行, 包括制作及发布涵盖BSE Limited (“BSE”) 和National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) 上市公司 (统称为「印度交易所」) 的研究报告。HTSIPL于2016年12月22日被收购并成为海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌, 经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源, 但HTIRL、HTISGL或任何其他属于海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期, 如有更改, 恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容, 本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区, 本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价, 则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易, 包括设计金融衍生工具的, 有产生重大风险的可能性, 因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况, 如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问, 以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失, HTISG及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师除外, HTISG及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员, 均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG的销售员、交易员和其他专业人士均可向HTISG的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但HTIRL没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 www.equities.htisec.com, 查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织 and 行政安排的内容信息。

非美国分析师披露信息: 本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在FINRA进行注册或者取得相应的资格, 并且不受美国FINRA有关与本研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第2241条规则之限制。

IMPORTANT DISCLAIMER

For research reports on non-Indian securities: The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

For research reports on Indian securities: The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”) and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website www.equities.htisec.com for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

Non U.S. Analyst Disclosure: The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

分发和地区通知:

除非下文另有规定，否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

香港投资者的通知事项: 海通国际证券股份有限公司(“HTISCL”)负责分发该研究报告，HTISCL是在香港有权实施第1类受规管活动(从事证券交易)的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》(香港法例第571章)(以下简称“SFO”)所界定的要约邀请，证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给SFO所界定的“专业投资者”。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系HTISCL销售人员。

美国投资者的通知事项: 本研究报告由HTIRL、HSIPL或HTIJKK编写。HTIRL、HSIPL、HTIJKK以及任何非HTISG美国联营公司，均未在美国注册，因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照1934年“美国证券交易法”第15a-6条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」(“Major U.S. Institutional Investor”)和「机构投资者」(“U.S. Institutional Investors”)。在向美国机构投资者分发研究报告时，Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”)将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者，希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易，只能通过HTI USA。HTI USA位于340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173，电话(212) 351-6050。HTI USA是在美国于U.S. Securities and Exchange Commission (“SEC”)注册的经纪商，也是Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (“FINRA”)的成员。HTI USA不负责编写本研究报告，也不负责其中包含的分析。在任何情况下，收到本研究报告的任何美国投资者，不得直接与分析师直接联系，也不得通过HSIPL、HTIRL或HTIJKK直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的HSIPL、HTIRL或HTIJKK分析师没有注册或具备FINRA的研究分析师资格，因此可能不受FINRA第2241条规定的与目标公司的交流，公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具(包括ADR)可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册，或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响，可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系:

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
联系人电话: (212) 351 6050

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

Notice to Hong Kong investors: The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to "Professional Investors" as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

Notice to U.S. investors: As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA"), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

中华人民共和国的通知事项：在中华人民共和国（下称“中国”，就本报告目的而言，不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾）只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规，该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定，在取得中国政府所有的批准或许可之前，任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何实益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

加拿大投资者的通知事项：在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由Haitong International Securities (USA) Inc.（“HTI USA”）予以实施，该公司是一家根据National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations（“NI 31-103”）的规定得到「国际交易商豁免」（“International Dealer Exemption”）的交易商，位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大，该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发售。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点，任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时，每个加拿大的收件人均将被视为属于National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions第1.1节或者Securities Act (Ontario)第73.3(1)节所规定的「认可投资者」（“Accredited Investor”），或者在适用情况下National Instrument 31-103第1.1节所规定的「许可投资者」（“Permitted Investor”）。

新加坡投资者的通知事项：本研究报告由Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd（“HTISSPL”）[公司注册编号201311400G]于新加坡提供。HTISSPL是符合《财务顾问法》（第110章）（“FAA”）定义的豁免财务顾问，可（a）提供关于证券，集体投资计划的部分，交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议（b）发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》（第289章）第4A条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题，本研究报告的收件人应通过以下信息与HTISSPL联系：

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd
50 Raffles Place, #33-03 Singapore Land Tower, Singapore 048623
电话:(65) 6536 1920

日本投资者的通知事项: 本研究报告由海通国际证券有限公司所发布,旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构(根据日本金融机构和交易法(“FIEL”)第61(1)条,第17-11(1)条的执行及相关条款)。

英国及欧盟投资者的通知事项: 本报告由从事投资顾问的Haitong International Securities Company Limited所发布,本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

澳大利亚投资者的通知事项: Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited和Haitong International Securities (UK) Limited分别根据澳大利亚证券和投资委员会(以下简称“ASIC”)第03/1102、03/1103或03/1099号规章在澳大利亚分发本项研究,该等规章免除了根据2001年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC的规章副本可在以下网站获取: www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制,该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

印度投资者的通知事项: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受Securities and Exchange Board of India (“SEBI”)监管的Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”)所发布,包括制作及发布涵盖BSE Limited (“BSE”)和National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (统称为「印度交易所」)研究报告。

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“请注意, SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

, 未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有: 海通国际证券集团有限公司2019年。保留所有权利。

People's Republic of China (PRC): In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

Notice to Canadian Investors: Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the "international dealer exemption" under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an "accredited investor" as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a "permitted client" as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL") [Co Reg No 201311400G. HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act (Cap. 110) ("FAA") to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act (Cap. 289). Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.
10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315
Telephone: (65) 6536 1920

Notice to Japanese investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act ("FIEL") Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

Notice to UK and European Union investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited's affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

Notice to Australian investors: The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Class Order 03/1102, 03/1103 or 03/1099, respectively, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, www.legislation.gov.au. Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

Notice to Indian investors: The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges").

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited
SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax:+91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors”.

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>