

皇马科技(603181 CH): 受益于表面活性剂 集中度提高, 逐步布局新的领域

**Zhejiang Huangma Technology: Benefiting from Increased
Concentration of Surfactants, Gradually Expand into New
Fields**

庄怀超 Huaichao Zhuang hc.zhuang@htisec.com

2024年5月23日

1. 公司为国内表面活性剂龙头
2. 表面活性剂市场规模持续增长
3. 受益于表面活性剂集中度提升
4. 逐步布局新的领域
5. 盈利预测
6. 风险提示

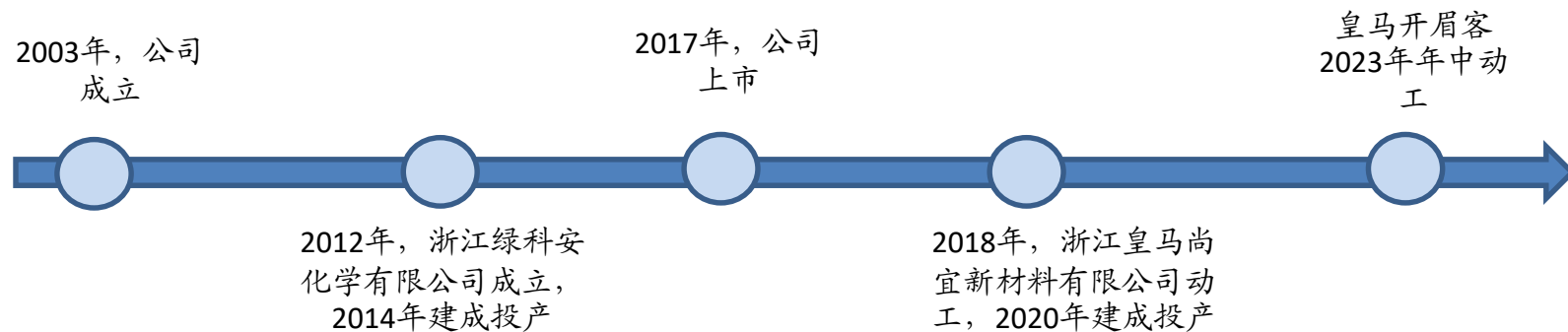
1.1 公司是国内表面活性剂龙头

公司是国内表面活性剂龙头。公司成立于2003年，公司在特种表面活性剂领域积累了大量客户和经验，现已成为国内同行中的佼佼者。公司目前有绿科安及皇马尚宜两大生产基地，具备年产近30万吨特种表面活性剂的生产能力，“第三工厂”皇马开眉客年产33万吨高端功能新材料项目亦在积极推进中，经过多年发展，公司已成为目前国内生产规模较大、品种较全、科技含量较高的特种表面活性剂龙头企业。

图：皇马科技



图：公司发展历程

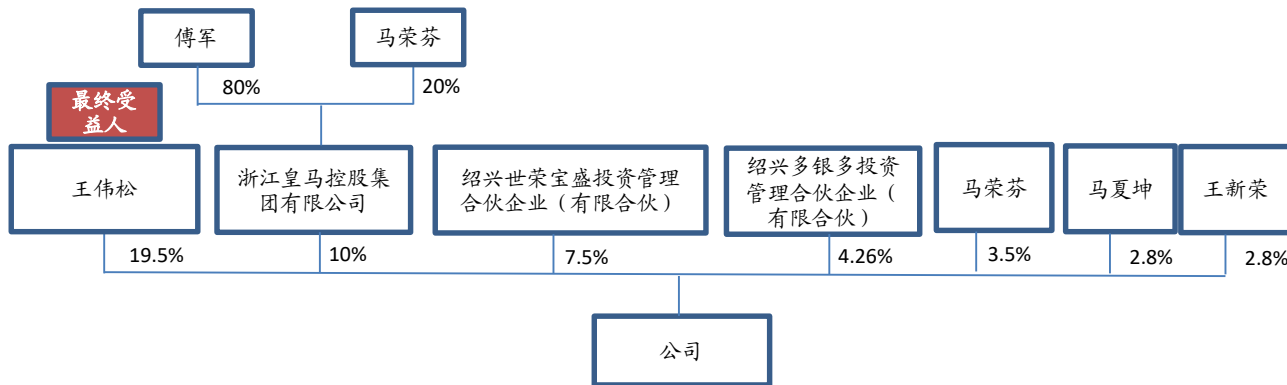


For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

1.1 王伟松为公司最终受益人

公司最终受益人为王伟松，王伟松和马荣芬为实际控制人。

图：公司股权结构图（截至24年4月）

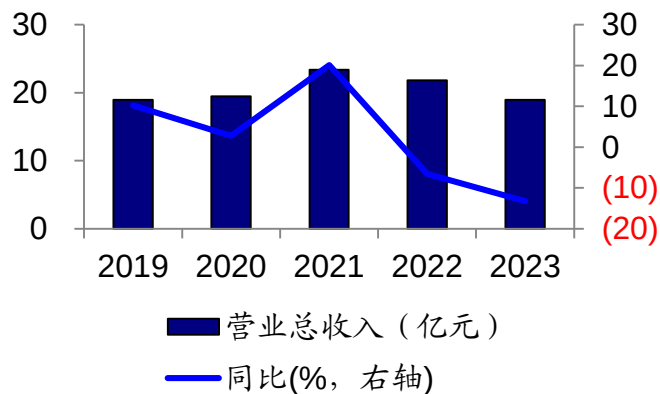


For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

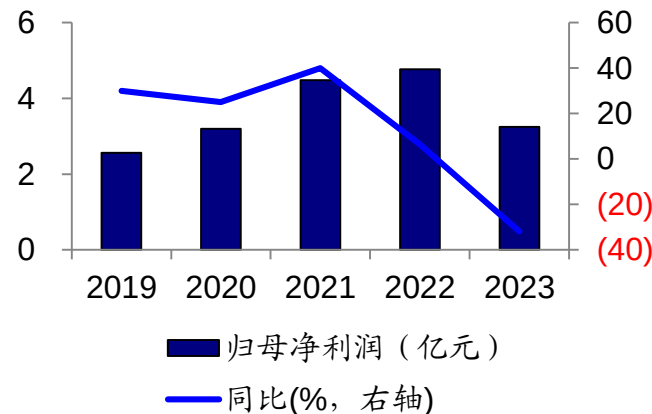
1.2 2019-2023年归母净利润复合增速为6%

公司2019-2023年营收分别为18.94、19.46、23.36、21.82和18.94亿元，2019-2023年复合增速为0%；2019-2023年公司归母净利润分别为2.56、3.20、4.48、4.77和3.25亿元，2019-2023年复合增速为6%。

图：2019-2023年营业收入及增长率



图：2019-2023年净利润及增长率

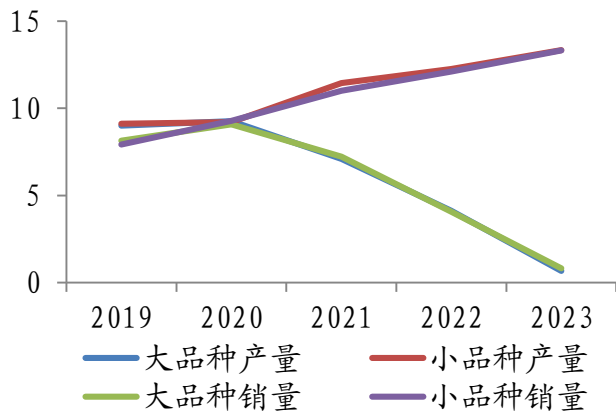


For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

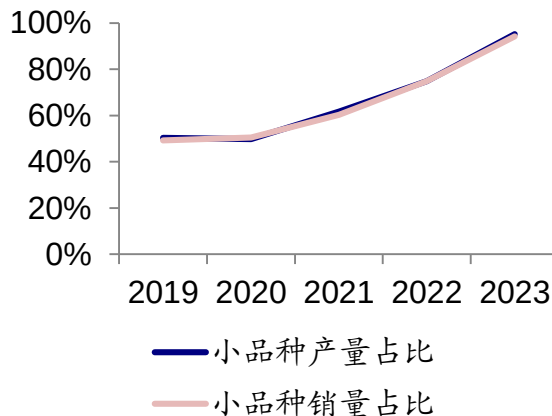
1.2 公司持续优化产品结构

公司持续优化产品结构，23H1，公司已关停大品种减水剂板块产品的生产，全力深耕小品种领域，特别是湿电子化学品用表面活性剂、新能源胶树脂、UV光固化新材料树脂等新产品产销形势较好。进入2023Q3，公司小品种板块产品同比、环比持续增量，出口也出现向好趋势，效益增长较好，有效拉动公司整体业绩提升。公司小品种板块近年来产销量占比持续提升。2019-2023年，小品种产量由50%提升至95%，销量占比由49%提升至94%。

图：产销量情况（单位：万吨）



图：小品种产销量占比情况

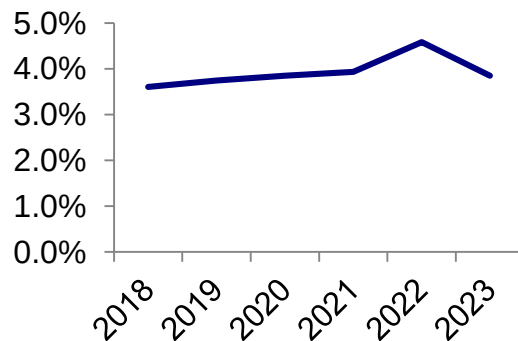


For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

1.3 公司拥有持续的技术创新和产品开发优势

公司设有国家企业技术中心、国家博士后科研工作站、省级重点企业研究院、工程技术研究中心、高新技术研发中心等一批高水平创新研发平台。公司与浙江大学等全国知名高等院校及研究所建立了紧密的产学研合作，与世界知名企业迈图、道康宁等建立了良好的业务技术合作关系。截至2024年4月，公司已开发研制出了近1800种产品，获得了多项科研成果，2023年新增国家授权发明专利49件，累计194件；新增国际授权发明专利1件，累计16件；新增实用新型专利7件，累计44件。2023年公司新增参与制订国家、行业、团体标准5项，累计80项；累计拥有国家级重点新产品10只。新增省级新产品试制计划39只，累计273只；新增科技成果鉴定10件，累计128件。

图：公司研发费用占收入比例



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

1.4 公司已形成十六大板块

截至23H1，公司已形成十六大板块。

表：公司产品下游应用

产品	主要下游应用领域
新材料树脂板块产品	新能源汽车及舰船、光伏、储能等工业领域，地板、幕墙、装配式建筑等领域的粘接和密封。
减水剂应用板块产品	大型基建、高层建筑等混凝土基础设施领域
有机硅应用板块产品	家居沙发、汽车内饰；家电、建筑、冷链物流保温发泡聚氨酯材料；高层建筑玻璃幕墙密封胶；太阳能电池板密封胶；日化护理产品等多个领域
印染助剂应用板块产品	各类纤维的前处剂；纤维、纱线和织物的染色；以及用于染色印花后的后整理剂
环保涂料应用板块产品	特种UV固化油墨、涂料和粘合剂；水性建筑、汽车、机床设备等工业涂料，设备防腐等特种涂料、低VOC（零VOC）水性木器漆、油墨等各种涂料油漆
润滑油及金属加工液应用板块产品	航空航天、高端汽车、船舶发动机油；抗燃和生物可降解的液压油等领域；电子材料、半导体材料、航空航天器、高铁等交通工具、各类金属清洗剂等
农化助剂应用板块产品	杀虫剂，除草剂，杀菌剂，种子处理剂，植物生长调节剂等多种环保型剂
纤维油剂应用板块产品	锦纶工业帘子线、异型涤纶单丝、工业粘胶纤维，涤纶长丝，不同规格的丙纶复丝、变形丝等纤维
复合新材料应用板块产品	各类玻纤浸润剂等
水处理应用板块产品	各类污水及湖泊的净化处理，也可用于膜法水处理用膜清洗剂等
个人护理应用板块产品	洗发护发、洗浴护肤、面部、口腔、彩妆类个人护理品，美容美发，高端化妆品和高级香精香料
碳四衍生物板块产品	减水剂应用领域、农药领域、阻燃剂领域等
油田化学品应用板块产品	钻井、固井、采油、油气采集输送和油田水处理等领域
造纸化学品应用板块产品	造纸制浆、湿部、表面施胶、涂布以及废纸再生等方面
电子化学品应用板块产品	集成电路和分立器件用化学品、液晶显示器件用化工材料、抛磨材料等
聚醚胺板块产品	环氧树脂的高性能固化剂，在胶黏剂和结构胶中应用广泛，还用于生产高强度、高韧性的复合材料或者防腐涂料等

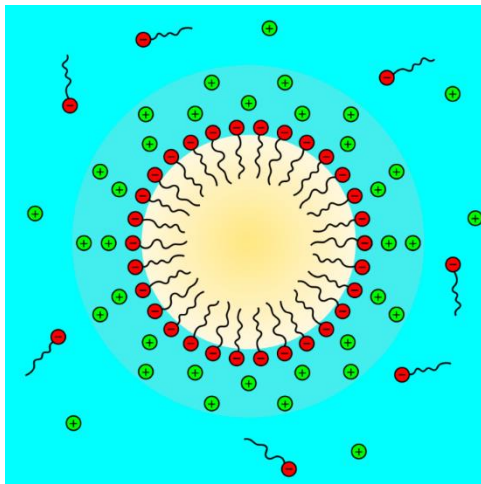
For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

1. 公司为国内表面活性剂龙头
2. 表面活性剂市场规模持续增长
3. 受益于表面活性剂集中度提升
4. 逐步布局新的领域
5. 盈利预测
6. 风险提示

2.1 表面活性剂是一种具有特殊结构和性质的有机化合物

表面活性剂是一种具有特殊结构和性质的有机化合物。传统的表面活性剂分子结构中同时含有亲水和疏水两部分，它们能明显地改变两相间的界面张力或液体的表面张力，具有润湿或抗粘、乳化或破乳、起泡或消泡以及增溶、分散、洗涤、防腐、抗静电等一系列物理化学作用。

图：表面活性剂

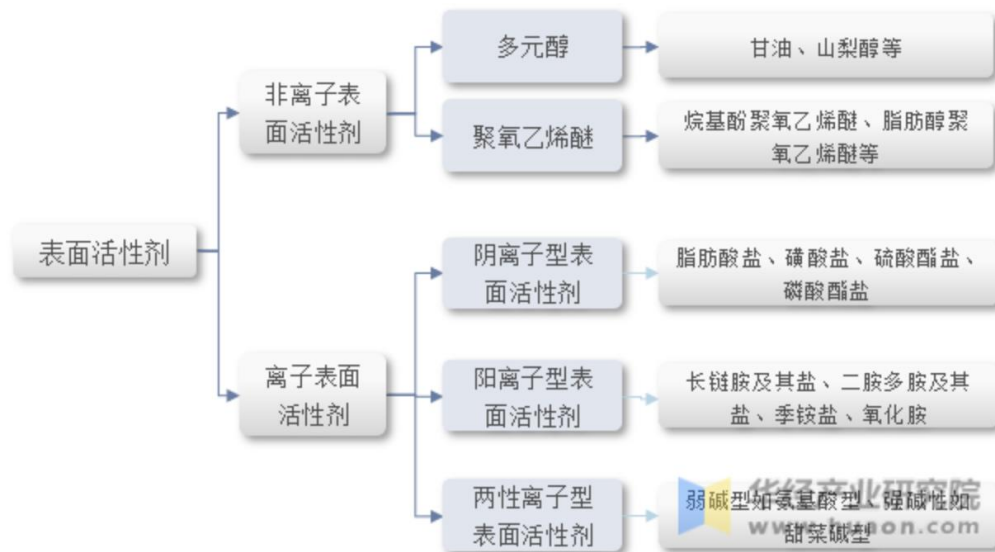


For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

2.1 表面活性剂分为非离子表面活性剂和离子表面活性剂

国内表面活性剂产品分为阴离子、非离子、阳离子和两性及其他四大类，生产和市场结构以阴离子和非离子为主，阴离子产品集中磺化硫酸化系列产品，产品主要包括脂肪醇醚硫酸盐（AES）、烷基硫酸盐（AS）、烷基苯磺酸（LAS）和烯烃磺酸盐（AOS）等。在全球四中类型表面活性剂中，阴离子表面活性剂是应用最广的表面活性剂，其次为非离子表面活性剂。

图：表面活性剂分类

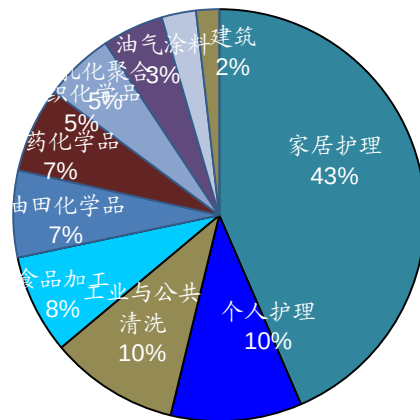


For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

2.2 表面活性剂下游主要包括洗涤用品、农药乳化剂、纺织印染等

表面活性剂下游应用广阔。目前特种表面活性剂行业下游应用非常广泛，涉及国民经济的各个领域，如水处理、玻纤、涂料、建筑、油漆、日化、油墨、电子、农药、纺织、印染、化纤、皮革、石油、汽车工业、航天航空等，并正扩展到各高新技术领域，为新材料、生物、能源、信息等高新技术行业提供了有力支撑。

图：表面活性剂下游应用

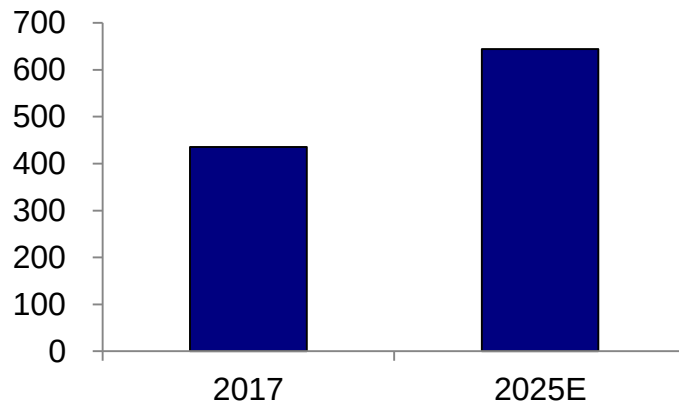


For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

2.3 表面活性剂市场规模持续增长

市场调研（Allied Market Research, AMR）发布的一份名为《表面活性剂市场的类型和应用：2018-2025年全球机遇分析和行业预测》的报告中的数据所知，2017年全球表面活性剂市场价值为435.55亿美元，预计将在2025年达到644.08亿美元，2018年至2025年的复合年增长率为5.4%。预计亚太地区将在整个预测期内成为收入最高的区域。北京国化新材料技术研究院有限公司及表面活性剂发展中心共同发布的《中国非离子表面活性剂市场年度报告（2022版）》显示，预计2026年中国非离子表面活性剂总产能将达到466.0万吨/年。根据中商产业研究院的预测，2023年中国的表面活性剂市场规模预计将达到684.63亿元。而在全球范围内，表面活性剂市场规模也在稳步增长；全球表面活性剂市场规模已达到约500亿美元，并且预计未来五年内有望突破700亿美元。

图：全球表面活性剂市场规模（亿美元）

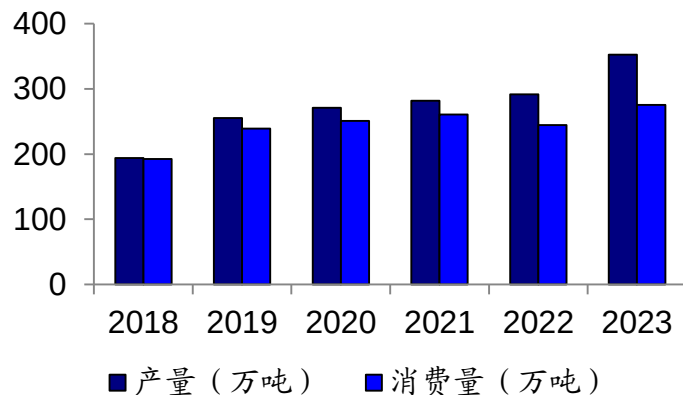


For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

2.3 表面活性剂产销量持续增长

根据卓创资讯，2018-2023年我国非离子表面活性剂和阴离子表面活性剂总产量由193.7万吨提升至352.2万吨，复合增速为13%；非离子表面活性剂和阴离子表面活性剂总消费量由192.5万吨提升至275.1万吨，复合增速为7%。

图：我国非离子表面活性剂和阴离子表面活性剂总产销量



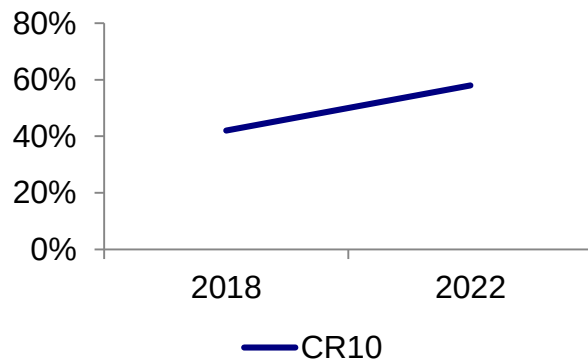
For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

1. 公司为国内表面活性剂龙头
2. 表面活性剂市场规模持续增长
3. 受益于表面活性剂集中度提升
4. 逐步布局新的领域
5. 盈利预测
6. 风险提示

3.1 非离子表面活性剂产能集中度提升

根据卓创资讯，我国非离子表面活性剂CR5为52%。根据中国洗涤用品工业协会，2018-2022年，非离子表面活性剂的产能集中度提升。截至2022年，TOP10生产企业的产能占比约58%，较2018年增长16个百分点。

图：TOP10非离子表面活性剂生产企业的产能占比



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

3.2 表面活性剂竞争格局

表：我国表面活性剂公司介绍

公司名称	表面活性剂产能	公司介绍
赞宇科技	2023年产能突破120万吨/年，在建产能22万吨/年。	公司是专业从事表面活性剂、油脂化学品研发制造和洗护用品 OEM/ODM 业务的高新技术企业，现已成为国内研究和生产表面活性剂、油脂化学品的龙头企业之一。23年，公司销售表面活性剂（含洗护用品加工）数量57.72万吨，同比增长21.84%。主要表面活性剂产品产销量国内排名行业前一。23年，公司天然油脂基表面活性剂的总销售量位居同行业前列，第一大产品 AES 及第二大产品 LAS 均保持在同行业第一位。
丽臣实业	23年产能48.50万吨/年。	公司主营业务为表面活性剂和洗涤用品的研发、生产及销售。公司拥有长沙、上海、东莞三大生产基地。公司主要参与阴离子表面活性剂市场的竞争，国内磺化表面活性剂集中度保持较高水平。
三江化工	截至21年，总产能达到40万吨/年，拟新建8万吨/年表活（AEO2）生产线。	公司为国内最大的民营环氧乙烷及 AEO 表面活性剂供应商，拥有9套表面活性剂装置。
皇马科技	23年产能近30万吨/年。	公司成立于 2003 年，主营业务为特种表面活性剂的研发、生产和销售，主要产品为非离子表面活性剂，是目前国内生产规模较大、品种较全、科技含量较高的特种表面活性剂企业之一。
圣德华星	非离子表面活性剂产能26万吨/年。2022年6月，公司20万吨非离子表面活性剂项目进行公示。	公司成立于2019年，为吉林圣德实业集团的全资子公司2019年8月，吉林圣德集团与辽宁华兴集团签署承债式重组协议，辽宁圣德华星化工有限公司收购辽宁华兴集团60%的股权，正式启动华兴集团的重组。华兴集团已经成为国内重要的阴离子表面活性剂生产基地。
奥克股份	23年非离子表面活性剂活性剂产能12万吨/年。	公司成立于 2000 年，主营业务为 EO、乙烯衍生绿色低碳精细化工高端新材料的研发与生产销售。公司在东北、华东、华南、华中和西南拥有160万吨乙氧基化产能战略布局，形成了从乙烯到环氧，到聚醚单体、锂电池电解液溶剂、药用辅料、非离子表面活性剂及其衍生专用化学品的完整产业链。
海安石化	截至23年2月，产能10万吨/年。	公司始建于1972年，1997年由国有制改为股份制企业。公司位于海安工业园区内，主要生产各种特种表面活性剂，工业助剂。广泛应用于纺织、印染、化纤、染料、医药、农药、化肥、橡胶、塑料、食品、造纸、皮革、日化、涂料、金属加工、环保、混凝土等领域。
晨化股份	23年表面活性剂（含自用聚醚）产能为8.96万吨/年。	公司表面活性剂及中间体产品主要包括烷基糖苷（APG）、聚醚胺、聚醚、硅油等产品。拥有万吨烷基糖苷、万吨阻燃剂、万吨有机硅、万吨硅橡胶的生产能力，阻燃剂生产能力居国内前三。

资料来源：表面活性剂发展中心，赞宇科技23年年报，丽臣实业23年年报，三江化工22年年报，皇马科技23年年报，圣德华星官网，南通生态环境，海安石化官网，晨化股份23年年报和23年半年报，中国上市公司网，海通国际整理

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

3.2 表面活性剂竞争格局（续）

表：我国表面活性剂公司介绍（续）

公司名称	表面活性剂产能	公司介绍
钟山新材	22年批复产能为5万吨/年，实际建设产能为1.60万吨/年。	公司前身是中国石化集团金陵石化公司化工二厂，始建于1954年。2004年企业改制后加入江苏省著名民营企业金浦集团。公司以生产多种表面活性剂、聚醚多元醇为主的大型精细化工企业，也是我国大型农用乳化剂生产企业之一。
桐乡恒隆	产能2.50万吨/年；2023年9月，20万吨表面活性剂通过环评。	公司隶属桐昆集团，成立于2009年。桐昆集团是一家投资石油炼化，以PTA、聚酯和涤纶长丝制造为主业，兼跨铝加工、包装新材料、装备制造、房地产、物流、金融、商贸、新能源等领域的大型民营企业。
美思德	23年有机硅表面活性剂产能2.2万吨。	公司主营业务为聚氨酯泡沫稳定剂（又称“匀泡剂”、“有机硅表面活性剂”）和有机胺催化剂（又称“聚氨酯催化剂”）的研发、生产和销售。
科隆股份	23年产能为0.6万吨/年。	公司成立于2002年，主营业务为精细化工绿色低碳新材料系列产品的研发、制造、销售及服务，主要产品以聚醚单体、聚羧酸系高性能减水剂（包括聚羧酸减水剂浓缩液及聚羧酸泵送剂）为主，碳酸乙烯酯等其它EOD为辅。
联泓新科	NA	公司是一家新材料产品和解决方案供应商，专注于新材料产品的研发、生产与销售，公司EVA光伏胶膜料、EVA电线电缆料、PP薄壁注塑专用料、EOD特种表面活性剂等主营产品在细分市场领域均处于行业领先地位。
威尔化工	NA	公司源于金陵石化，于2000年2月成立，2005年10月入驻国家级南京化学工业园精细化工产业园。公司以药用辅料、高级合成润滑油基础油、特种表面活性剂及聚醚为主营业务。

资料来源：《江苏钟山新材料有限公司2022年度土壤和地下水自行监测报告》，桐昆集团官网，美思德23年年报，科隆股份23年年报，联泓新科23年年报，中国上市公司网，CHEMBALL，海通国际整理

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

3.3 我国表面活性剂相比海外具有价格优势

我国表面活性剂出口价格显著低于进口价格，我国表面活性剂相比海外具有价格优势。根据百川盈孚，2024年3月，我国阴离子表面活性剂和非离子表面活性剂出口价格为进口价格的48%。

图：我国表面活性剂2024年3月进出口价格

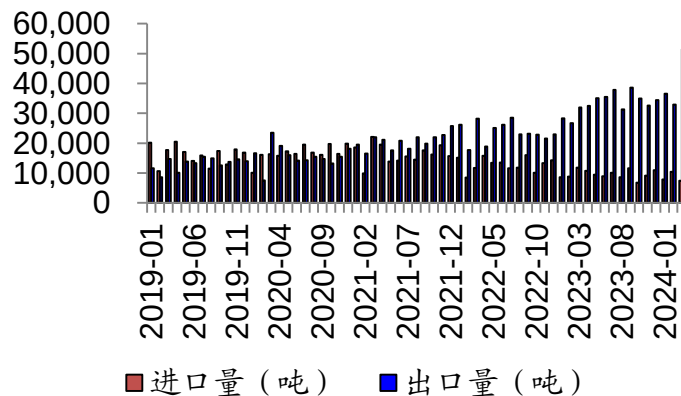
	进口价格（美元/吨）	出口价格（美元/吨）	出口价格/进口价格
阴离子表面活性剂	2201.11	1047.31	48%
非离子表面活性剂	3551.09	1688.18	48%

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

3.3 我国表面活性剂出口数量持续增长，进口数量持续减少

我国表面活性剂出口数量持续增长，进口数量持续减少。据海关数据统计，2024年3月国内非离子表面活性剂进口数量为7480.752吨，进口同比减少了36.84%。据海关数据统计，2024年3月国内非离子表面活性剂出口量达到51502.932吨，出口同比增加60.89%。据海关数据统计，2024年3月国内阴离子表面活性剂进口数量为7382.581吨，进口同比上涨60.42%。据海关数据统计，2024年3月国内阴离子表面活性剂出口量达到54961.16吨，出口同比增加23.78%。

图：我国表面活性剂进出口数量

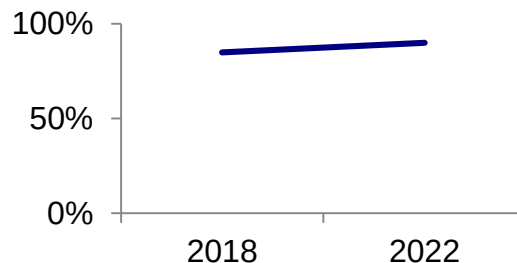


For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

3.3 表面活性剂国产化率提升

供应结构方面，非离子表面活性剂供应以国产为主，近年来国产量占比呈现上升趋势，2018-2022年占比由84.9%提升至89.9%。进口量方面，2018-2022年，非离子表面活性剂进口量整体呈现下行趋势，年复合增长率-5.35%，截至2022年进口量约15.54万吨，同比下降超过20%；出口量，2018-2022年，中国非离子表面活性剂出口量呈现增长趋势，年复合增长率23.9%，截至2022年出口量为28.49万吨，同比增长超过14%。

图：我国非离子表面活性剂国产化率



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

1. 公司为国内表面活性剂龙头
2. 表面活性剂市场规模持续增长
3. 受益于表面活性剂集中度提升
4. 逐步布局新的领域
5. 盈利预测
6. 风险提示

4.1 聚酰亚胺是综合性能最高的聚合物品种之一

聚酰亚胺（PI）是分子中含有酰亚胺基团的杂环聚合物，是迄今综合性能最高的聚合物品种之一。通用塑料和工程塑料的产品加工模式通常是由供应商提供基础树脂，再由生产企业加工成各种制品供应市场，而聚酰亚胺相关企业大多是集合了材料合成与制品成型，直接向市场提供制品。聚酰亚胺产品的形态包括薄膜、浆料、树脂、纤维、泡沫、复合材料等：

表：聚酰亚胺主要产品及应用领域

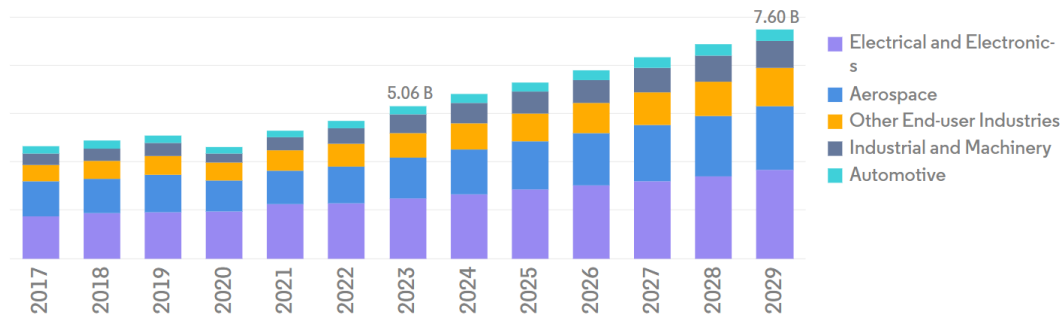
产品形态	应用领域
薄膜	薄膜是PI最早开发的应用领域，可作为绝缘及电缆绕包材料；透明PI可做成柔性基板/盖板材料
浆料	PI绝缘涂料、PI胶黏剂、PAA溶液、PI溶液等
树脂	适合大型电站、纺织机械、气体压缩机、刹车片、轴承等场景，用于耐高温、自润滑、密封以及耐磨零部件
纤维	用于制作防弹防火织物应用于降落伞、消防服，用作高温介质及放射性物质的滤料等（高温滤料的最佳选择）
泡沫	作为隔热、隔音、防震等功能材料广泛应用于飞机、船舰、火车、汽车等领域
复合材料	广泛应用于航空航天零部件、耐热高强的机械件等，如汽车的热交换元、汽化器外罩和阀盖仪表等
分离膜	可用于各种气体分离（如氢/氨、氨/氧、二氧化碳/甲烷等），从气体原料气及醇类中脱除水分，用作渗透蒸发膜和超滤膜
光刻胶	有负性胶和正性胶。分辨率可达亚微米级，与颜料或染料配合可用于彩色滤光膜，极大简化加工工序
质子传输膜	用于燃料电池的隔膜，其燃料渗透率远低于传统的商业全氟磺酸膜
光电材料	用作波导材料、光学开关材料等。PI作为发色团的基体能够提高材料的稳定性

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

4.1 聚酰亚胺市场规模持续增长

根据QY Research研究团队调研统计，2023年全球聚酰亚胺市场销售额达到了599亿元，预计2030年将达到883亿元，年复合增长率（CAGR）为5.7%（2024-2030）。目前亚太是全球最大的聚酰亚胺市场，占有大约50%的市场份额。就下游来说，电气行业是最大的下游领域。

图：最终用户行业消耗的聚酰亚胺值(美元)

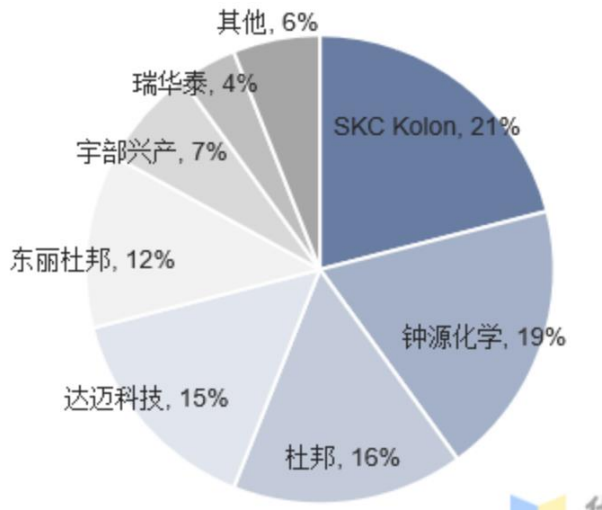


For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

4.1 美日韩占聚酰亚胺近80%产能

从全球市场来看，包括美国杜邦公司、日本钟渊化学工业株式会社、日本东丽株式会社、日本宇部兴产株式会社和韩国SKC Kolon PI公司在内的美、日、韩企业占据了整个行业近80%的产能，其中美国杜邦公司2021年产量约为3500吨，占比超过全球总产量的20%。我国的PI产业发展滞后，技术起步较晚，还处于模仿国外研发的阶段。国内PI企业产能规模较小（多为百吨级装置，90%以上是薄膜产品），并且产品性能不稳定、精细化程度低、品种少。PI大类别和高端产品基本全部被国外企业垄断，严重制约了我国相关产业的发展。但经过几十年的积累，国内不少厂商已有丰富的研发经验，培养了大量技术人才，正试图打破海外巨头的垄断，包括长春高琦、深圳瑞华泰、桂林电科院、江苏奥神等在内的国内企业在PI薄膜、纤维等领域都取得了较大进展。

图：2021年全球PI膜行业市场格局（单位：%）

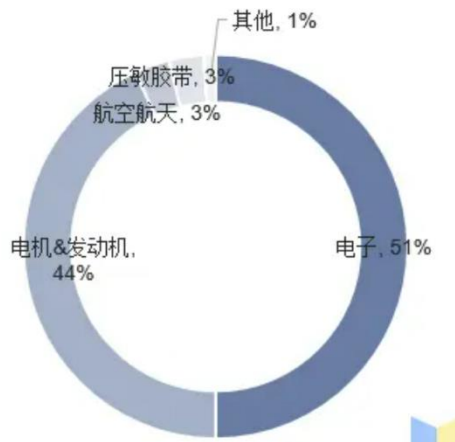


For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

4.1 高端聚酰亚胺进口替代空间大

PI薄膜属于高技术壁垒行业，中国大陆起步晚，还处于追赶阶段，多数生产商以生产电工级产品（价格10~30万元/吨）为主，低端电绝缘PI薄膜市场基本已实现自给，但高性能电子领域的产品仍然高度依赖进口（进口率85%以上，日本、韩国和中国台湾省是最主要的进口来源地）。PI薄膜与碳纤维、芳纶纤维并称为制约我国高技术产业发展的三大瓶颈性关键材料。

图：中国PI薄膜应用需求分布（单位：%）

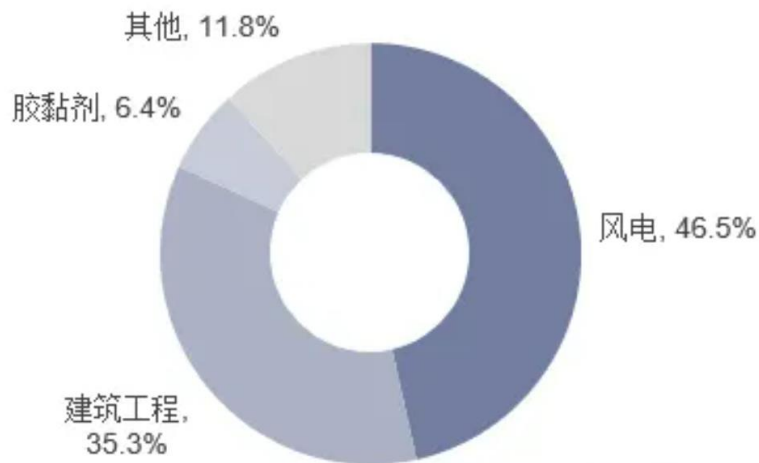


For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

4.2 聚醚胺是典型的固化剂

聚醚胺是典型的固化剂，由聚醚和胺分子组成，用于增强最终产品的性能，如柔韧性、疏水性、亲水性和韧性。由于其独特的性能，聚醚胺广泛用于复合材料应用，因为它们在强度和柔韧性之间提供了关键的平衡。此外，聚醚胺基复合材料旨在替代木材、金属和混凝土。由于其轻质设计、高介电强度和对环境退化的高抵抗力，它们可用于航空航天、汽车零件和风力涡轮机叶片等高要求的应用。

图：2021年中国聚醚胺下游应用占比情况

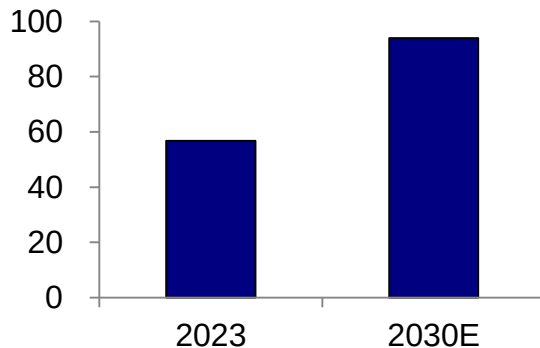


For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

4.2 聚醚胺市场规模持续增长

根据QY Research研究团队调研统计，2023年全球聚醚胺市场销售额达到了56.8亿元，预计2030年将达到93.9亿元，年复合增长率（CAGR）为7.6%（2024-2030）。

图：全球聚醚胺市场销售额（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

4.2 聚醚胺主要供应商为国际巨头

当前聚醚胺主要供应商为巨头。其中亨斯迈最早将其引入并商业化，其生产装置分布在美国及新加坡等地。其次是巴斯夫，产能分布在德国、美国及中国。亨斯迈与德国巴斯夫仍主导着全球聚醚胺市场，两大巨头的聚醚胺产能分别为12万吨与8万吨，合计占全球总产能64.41%，占据了绝大部分的市场份额。国内目前仅有正大新材料、晨化股份、阿科力、皇马科技、万华化学等少数厂商具备规模的聚醚胺产能。

图：海外与中国聚醚胺主要生产公司概况

生产企业	装置地点	应用领域
海外		
亨斯迈	新加坡 美国-德州 美国-威尔士	环氧树脂、油田、聚脲、汽油添加
巴斯夫	德国-路德维希 美国-路易斯安娜 中国-南京	环氧树脂、油田、聚脲、汽油添加
国内		
阿科力	中国-无锡	风力发电叶片制造、页岩气开采。环保涂料等领域
正大新材料	中国-淄博	风电、建筑、胶粘剂、油气开采及纺织品处理
晨化股份	中国-扬州	风电、光伏、石油页岩气开采、建筑安装
皇马科技	中国-杭州	新材料树脂

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

4.3 MS树脂是一种透明共聚合物

MS树脂是以甲基丙烯酸甲酯和苯乙烯为主要原料所合成的透明共聚合物。它是将含有可水解基团的硅烷化合物通过相关的化学反应使之链接到平均相对分子质量为5000~10000，且具有双官能度的聚醚的端基上而制得的。MS聚合物的结构特征是主链为大分子聚醚，端基是含有可水解基团的硅烷基。MS树脂的特点：优异的透明性、光学性、吸湿性小、耐候性佳、易于加工和成型品残留应力小。

图：MS树脂



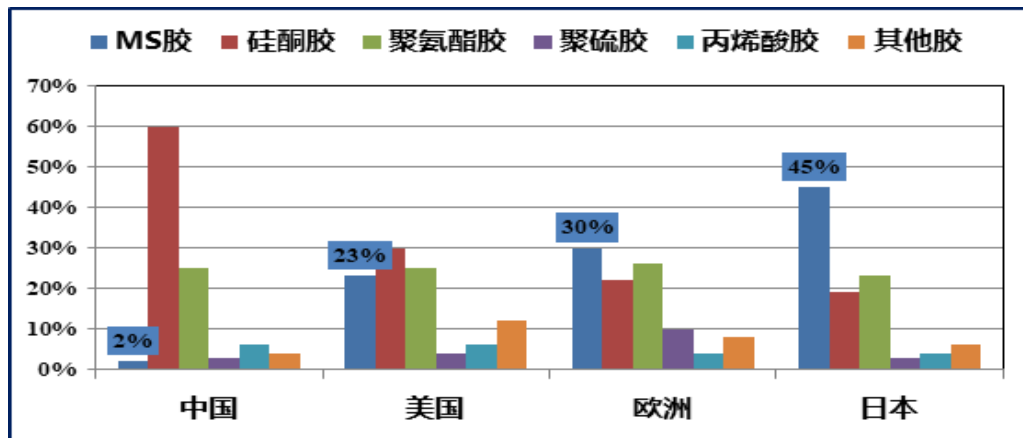
资料来源：皇马科技招股书，中塑在线，新思界，Modor Intelligence，海通国际整理

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

4.3 MS树脂存在广阔开发前景

MS树脂存在广阔开发前景。MS树脂是MS胶的关键材料，占MS胶制造成本的八成左右。MS树脂又称苯乙烯-甲基丙烯酸甲酯共聚物树脂，主要通过MMA单体与苯乙烯共聚而成。MS树脂应用场景广泛，我国市场消费量呈增长态势，2023年达10万吨左右，但目前我国MS树脂供应不足，市场由国外企业占据主导。MS胶是硅烷改性聚醚胶的简称，主要是以MS聚合物为基础聚合物，配合填料，增塑剂以及其他功能性助剂而成的单组分或双组分弹性密封胶，是继硅酮胶（SR）、聚氨酯胶（PU）之后发展起来的新一代建筑密封胶。主要应用于建筑工程和装饰装修的粘接、填缝、接缝、密封、防水、补强等领域。2023年，全球MS胶市场规模同比增长5.2%，达1600亿元人民币。我国是全球建筑密封胶主要消费国之一，但MS胶市场消费占比仍较低，未来市场存在广阔开发前景。

表：各国MS胶市场份额占比



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

4.3 MS树脂进口替代空间大

MS树脂进口替代空间大。全球MS树脂主要生产商有电化株式会社、奇美实业、英力士、巴赛尔公司、LG MMA、Resirene、Deltech Polymers和蓝星集团等等。从国际环境来看，国外MS树脂合成技术比较成熟，反观我国在MS树脂合成、密封胶制备和工程技术应用研究等方面还存在薄弱环节，MS树脂生产厂家主要集中在欧美日中国，当前国内使用的MS树脂主要依赖进口。MS树脂是集中性行业，其中全球行业老大电化株式会社，在2018年占全球MS树脂的38.63%，其中中国最大的企业是位于台湾地区的奇美实业集团，占全球产量的22%，而在前几年奇美实业几乎垄断中国的生产市场，而在2018年12月，中国蓝星集团才推出MS树脂产品。

表：主要MS树脂生产企业

企业名称	公司介绍
Kaisha	是一家日本化学公司，成立于1915年，总部设在东京，生产有机和无机化学品、水泥、特种水泥添加剂、电子元件转移材料和食品包装材料。
奇美实业	为全球主要的塑料与橡胶材料供货商，产品项目众多，并广泛应用于生活中各式用品的加工制造，是台湾第一家亚克力板及ABS树脂生产商，总部位于台湾台南。
Styrolution	总部位于德国法兰克福，是一家全球苯乙烯供应商，为各种行业的许多日常用品提供苯乙烯类应用，包括汽车、电子、家居、建筑、医疗保健、玩具/运动/休闲和包装。
利安德巴塞尔工业公司	是世界上最大的聚合物、石化产品和燃油公司之一，是全球聚烯烃技术、生产和市场的领导者；是环氧丙烷及其衍生物的先驱；燃油及其精炼产品，包括生物燃料的重要生产商。
Resirene	是墨西哥公司，致力于通过消费品和化学品以及汽车零部件的生产和商业化来实现其商业价值的增长。
Deltech Polymers	已经成为一系列通用水晶聚苯乙烯产品的可靠供应商，阻止产品销售、技术服务和运营管理，为客户提供满足其要求所需的产品和服务的组合。
中国蓝星	以材料科学、生命科学、环境科学为主导业务。是全球化的化工材料和特种化学品公司。

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

4.4 UV光固化树脂是一种在紫外线作用下固化所得的产品

UV（紫外光）固化树脂是一种在紫外线作用下通过链式聚合反应将单体、低聚物等进行固化所得的产品。由于它们具有高硬度高、高光泽度以及快速固化等独特的特性，因此，通过将各种低聚物和聚合型紫外光固化树脂与稀释剂进行组合可以获得各种不同的性能。另外，由于可以最大限度地减少固化反应中的加热量以及固化时间，它们通常被用于采用低耐热塑料基板的光学和电气/电子材料。此外，它们作为可持续材料而广受关注，因为它们具有出色的节能性，并且易于生产具有“无溶剂”要求的环保产品。

图：UV光固化树脂

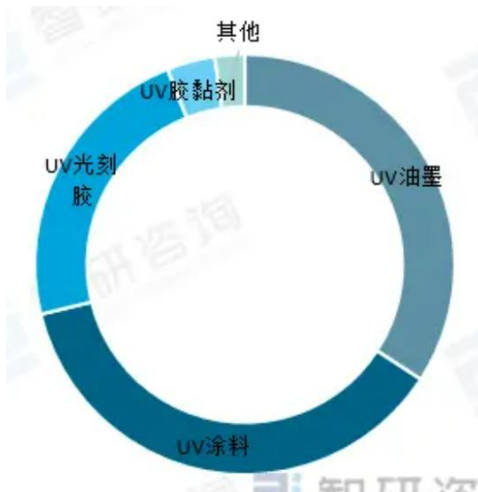


For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

4.4 UV光固化树脂主要应用为UV油墨、UV涂料

从产业链下游应用领域来看，我国辐射固化产品中四大支柱——UV 涂料、UV 油墨、UV 光刻胶、UV 胶黏剂的消耗量增速十分可观。光固化产品在生活的方方面面都有应用，且作为一种新型材料，它正取代传统的涂料、油墨、胶黏剂。因此，市场的扩大不仅来自于下游工业对材料本身的巨大需求，还体现在新型材料逐步替代传统材料，占领整个市场份额。UV树脂主要应用为UV油墨、UV涂料，占比分别为34.20%、37%。根据数据显示，2022年全球UV树脂行业市场规模约为52.17亿美元。

图：UV光固化树脂下游应用



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

4.5 公司持续推进小品种板块产品增量

公司坚持多品种、多板块发展战略，持续开拓包括MS树脂、聚醚胺、新能源等在内的新板块、新领域。近年来公司小品种板块产销量持续稳步提升，公司将继续深耕主业，不断扩大市场占有率。公司特种表面活性剂产品以中间产品居多，而非终端产品，公司产品下游运用领域广泛，可应用于集成电路、新能源汽车制造等领域。**1) 聚酰亚胺：**中科亚安作为公司联营公司，近期主要发展产品为航空航天用聚酰亚胺产品。**2) MS树脂：**公司MS树脂项目已在子公司皇马尚宜规模量产。**3) 新能源胶树脂：**公司生产的新能源胶树脂可用于生产新能源电池用胶，并已应用于国内头部新能源汽车生产企业。

表：皇马科技各大板块产品介绍

板块分类	板块内容	板块特点
成熟板块	粘合剂新材料树脂板块、减水剂应用板块、有机硅应用板块、印染助剂应用板块、纤维油剂应用板块	为公司提供稳定的营业收入
成长性板块	润滑油及金属加工液、涂料、农化助剂应用板块	较高毛利率和良好的成长性保证了公司的利润水平
加速培育阶段	复合新材料、水处理、聚醚胺及高端电子化学品等应用板块	广阔的市场前景将会为公司的持续发展提供保障

资料来源：公司22年年报，公司23年半年报，公司投资者问答，皇马科技:2023年04月14日投资者关系活动记录表，海通国际整理

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

4.5 公司重点推进战略性新兴产业板块

公司积极开拓以湿电子化学品用表面活性剂、新能源胶树脂、UV光固化新材料树脂等为代表的成长性产品。公司的战略性新兴产业板块大类目前包括高端功能性电子化学品板块和功能性新材料树脂板块。公司将功能性电子化学品、UV光固化、湿电子化学品用表面活性剂等相关产品归类为高端功能性电子化学品板块，将新能源胶树脂、MS树脂、聚酰亚胺树脂、聚醚胺等相关产品归类为功能性新材料树脂板块。24Q1，公司战略性新兴产业板块销量占总销量的26%，营收占总营收的26%。

表：公司2024Q1主要经营数据

主要产品	产量（吨）	销量（吨）	营业收入（亿元）
特种功能性及高分子材料表面活性剂	40940.54	40441.30	5.32
	其中：战略性新兴产业板块	10550.03	1.40
占比		26%	26%

资料来源：皇马科技:2024年一季度主要经营数据公告，皇马科技23年年报，海通国际整理

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

4.5 在建项目为公司发展奠定基础

表：皇马科技在建项目

项目名称	项目进度	项目内容	项目效益
年产3万吨高端表面功能新材料项目	截至2023年12月31日，已完工转固	项目产能包括炔二醇新材料系列4000吨、特种聚醚新材料系列18500吨、乙烯基乙二醇醚新材料4000吨、新材料纤维油剂系列3500吨，同时联产2592吨氯化钾、1003.5吨甲醇	总投资4.33亿元，建成达产后将年平均销售收入6.27亿元，利润7578万元。
年产200吨聚酰亚胺新材料技改项目	截至2023年12月31日，电气、设备、管道等安装尚在进行中	短期内满足航空航天领域等对于10吨级高温聚酰亚胺树脂的规模要求，中期实现热塑性聚酰亚胺树脂的高端热塑领域百吨级的应用；	项目实施后可实现年销售收入2.29亿元，利润3917万元
年产0.9万吨聚醚胺技改项目	截至2023年12月31日，催化剂和冷凝系统等安装尚在进行中，预计2024H1完工	项目总投资8280万元，项目淘汰3000吨/年甲基烯丙醇产能，形成年产0.9万吨聚醚胺新材料(丙二醇聚醚胺4500吨、三羟甲基丙烷聚醚胺4500吨)的生产能力，年联产氨水172吨	NA
年产0.6万吨聚醚胺新材料技改项目	截至2023年12月31日，已完工转固	NA	NA
年产33万吨高端功能新材料项目	土建于2023年年中开始施工，正按照项目进度顺利推进，一期项目预计将于2025年底前实现试生产。截至2023年12月31日，建筑主体已结顶，外立面装饰工程等尚在进行中。	项目产能包括：12万吨高端环氧树脂固化剂-聚醚胺系列产品、5万吨端硅氧烷基聚醚新材料树脂产品、3万吨烯丙醇及衍生产品、1.5万吨炔二醇及衍生产品、2万吨树脂稀释剂产品、3万吨乙撑胺产品、1万吨甲基环氧氯丙烷产品、1.5万吨生物基高端表面活性剂产品、1万吨航天航空高端树脂新材料产品、3万吨特种高分子聚醚新材料产品。一期项目年产16.85万吨高端功能新材料，优先建设公司已具备成熟工艺技术条件的优势产品聚醚胺系列、聚醚新材料系列、聚酰亚胺树脂等产品，将烯丙醇产品、乙撑胺、树脂稀释剂产品等上下游延伸新产品在后期实施。	据悉，整个项目实施后预计年可实现工业总产值现价90亿元，工业增加值现价17.75亿元。

资料来源：浙江绿科安化学有限公司年产200吨聚酰亚胺新材料技改项目，皇马科技23年年报，浙江绿科安化学有限公司年产200吨聚酰亚胺新材料技改项目环境影响报告书（公示稿），项目设立安全评价，全球环氧及衍生物可持续发展合作论坛援引投资者互动平台，皇马科技23年年报，海通国际整理
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

1. 公司为国内表面活性剂龙头
2. 表面活性剂市场规模持续增长
3. 受益于表面活性剂集中度提升
4. 逐步布局新的领域
5. 盈利预测
6. 风险提示

5.1 在建项目为公司增长奠定基础

皇马尚宜年产3万吨/年产线部分产能于2023年下半年开始逐步投产。绿科安公司于2023年上半年退出了大品种板块减水剂产品的产能生产，并通过对大品种车间的技改用于转投其他主营产品线。年产0.9万吨聚醚胺技改项目预计2024H1完工。

表：公司2023年产能

主要厂区或项目	设计产能	产能利用率 (%)	在建产能	预计完工时间
绿科安厂区	8.65万吨/年	63.86	0.9万吨/年	2024H1
皇马尚宜新材料厂区	13万吨/年	65.28		

注：上述产能为截止报告期末的最新产能情况，未加权平均，故导致期末产能利用率偏低。

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

5.2 盈利预测

盈利预测与投资评级。我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为3.81、4.74和5.93亿元（原2024-25预测为4.27、5.10亿元），结合可比公司估值，我们给予2024年21倍PE（原为2023年24x），对应目标价13.65元（原为14.16元）。我们维持“优于大市”评级。

表：公司分业务盈利预测

项目	2023	2024E	2025E	2026E
总收入(百万元)	1894.11	2211.99	2527.34	3078.31
总成本(百万元)	1427.85	1649.00	1884.26	2295.28
总毛利率	24.62%	25.45%	25.45%	25.44%
表面活性剂				
收入(百万元)	1892.02	2209.90	2525.25	3076.22
成本(百万元)	1427.43	1648.59	1883.84	2294.86
毛利率	24.56%	25.40%	25.40%	25.40%
其他				
收入(百万元)	2.09	2.09	2.09	2.09
成本(百万元)	0.41	0.42	0.42	0.42
毛利率	80.20%	80.00%	80.00%	80.00%

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

5.3 可比公司估值比较

表：可比上市公司估值比较								
公司名称	股票代码	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
回天新材	300041.SZ	8.18	0.53	0.60	0.70	19	14	12
坤彩科技	603826.SH	42.21	0.18	1.04	1.98	329	40	21
均值						174	27	17

资料来源：Wind，股价为2024年5月22日收盘价，每股收益均为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

5.3 可比公司估值比较

利润表（百万元）	2023	2024E	2025E	2026E	现金流量表（百万元）	2023	2024E	2025E	2026E	资产负债表（百万元）	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,894	2,212	2,527	3,078	净利润	325	381	474	592	货币资金	690	551	907	1,040
营业成本	1,428	1,649	1,884	2,295	少数股东损益	0	0	0	0	应收账款及应收票据	250	303	329	441
毛利率%	24.6%	25.5%	25.4%	25.4%	非现金支出	108	117	123	131	存货	210	432	301	592
营业税金及附加	11	11	13	15	非经营收益	5	5	5	4	其它流动资产	122	128	97	165
营业税金率%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	营运资金变动	-117	-159	109	-290	流动资产合计	1,271	1,414	1,633	2,237
营业费用	9	10	12	12	经营活动现金流	321	343	711	437	长期股权投资	6	6	6	6
营业费用率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.4%	资产	-199	-448	-347	-297	固定资产	1,582	1,850	2,018	2,134
管理费用	56	66	50	52	投资	82	0	0	0	在建工程	246	311	370	423
管理费用率%	2.9%	3.0%	2.0%	1.7%	其他	4	1	0	0	无形资产	251	251	251	251
EBIT	360	449	559	696	投资活动现金流	-113	-447	-347	-296	非流动资产合计	2,146	2,480	2,707	2,876
财务费用	-1	4	5	3	债权募资	-43	0	0	0	资产总计	3,418	3,894	4,340	5,113
财务费用率%	0.0%	0.2%	0.2%	0.1%	股权募资	0	-28	0	0	短期借款	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	其他	-116	-8	-8	-8	应付票据及应付账款	180	301	260	420
投资收益	1	1	0	0	融资活动现金流	-159	-36	-8	-8	预收账款	0	0	0	0
营业利润	367	448	557	696	现金净流量	49	-140	356	133	其它流动负债	208	211	225	246
营业外收支	3	0	0	0						流动负债合计	389	512	484	666
利润总额	371	448	557	696						长期借款	193	193	193	193
EBITDA	472	566	682	827						其它长期负债	78	78	78	78
所得税	46	67	84	104						非流动负债合计	272	272	272	272
有效所得税率%	12.4%	15.0%	15.0%	15.0%						负债总计	660	783	756	938
少数股东损益	0	0	0	0						实收资本	589	589	589	589
归属母公司所有者净利润	325	381	474	592						归属于母公司所有者权益	2,758	3,110	3,584	4,176
										少数股东权益	0	0	0	0
										负债和所有者权益合计	3,418	3,894	4,340	5,113

资料来源：Wind，股价为2024年5月22日收盘价，每股收益均为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

1. 公司为国内表面活性剂龙头
2. 表面活性剂市场规模持续增长
3. 受益于表面活性剂集中度提升
4. 逐步布局新的领域
5. 盈利预测
6. 风险提示

- 1、市场竞争加剧;
- 2、原材料价格波动;
- 3、市场价格波动。

- The company is a leading domestic surfactant company
- The market size of surfactants continues to grow
- Benefiting from increased concentration of surfactants
- Gradually laying out new fields
- Profit forecast
- Risk statement

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，庄怀超，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, Huaichao Zhuang, 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).

603181.CH, 300610.CH 及 天津利安隆科技集团有限公司 目前或过去12个月内是海通的客户。海通向客户提供非投资银行业务的证券相关业务服务。

603181.CH, 300610.CH and 天津利安隆科技集团有限公司 are/were a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

海通在过去的12个月中从603181.CH获得除投资银行服务以外之产品或服务的报酬。

Haitong has received compensation in the past 12 months for products or services other than investment banking from 603181.CH.

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.

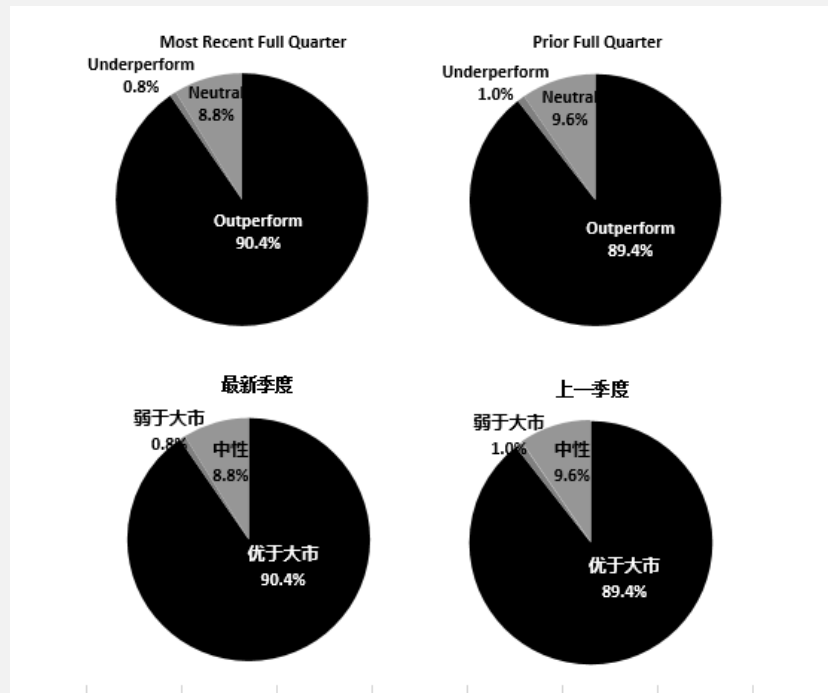
Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

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.

APPENDIX 2

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有关与本项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。HTIUSA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 400 013, 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

APPENDIX 2

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

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, 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>

Recommendation Chart

Zhejiang Huangma Technology - 603181 CH



1. 20 Aug 2022 OUTPERFORM at 16.69 target 21.4.
2. 13 Apr 2023 OUTPERFORM at 11.97 target 16.8.
3. 7 Nov 2023 OUTPERFORM at 11.23 target 14.16.

Source: Company data Bloomberg, HTI estimates