

蓝晓科技(300487 CH): 国内吸附分离树脂 龙头，高端应用产品逐步放量

**Sunresin: Domestic Adsorption and Separation Resin Leader,
High-end Application Products Gradually Release Volume**

孙小涵 Xiaohan Sun xh.sun@htisec.com

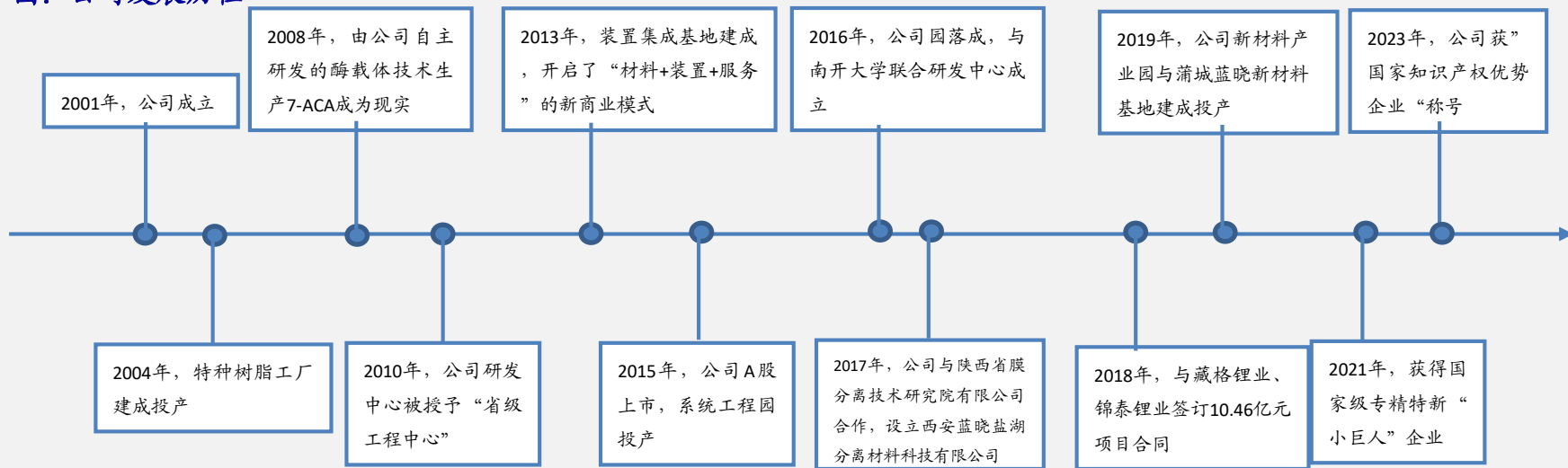
2024年6月11日

1. 公司介绍
2. 公司是吸附分离材料行业领先企业
3. 生命科学拥有丰富的产品品系，营业收入增速较快
4. 公司超纯水制备树脂材料实现产业化
5. 公司盐湖提锂项目仍处于收获期
6. 盈利预测与投资评级
7. 风险提示

公司发展历程介绍

公司从事吸附分离材料的研发、生产和销售，2018年盐湖卤水提锂订单带动公司系统装置快速增长。公司成立于2001年，2015年创业板上市。公司主要从事吸附分离材料的研发、生产和销售以及围绕吸附分离材料形成的配套系统装置和吸附分离技术一体化的柔性解决方案。公司是国家级专精特新“小巨人”企业。2018年青海冷湖100t/a碳酸锂项目生产线完成调试，实现了盐湖卤水提锂的工业化转化。2018年上半年，公司签署藏格锂业盐湖卤水提锂装置项目和锦泰锂业碳酸锂盐湖卤水提锂生产线项目两个大型重点项目，带动公司系统装置收入的增长。

图：公司发展历程



资料来源：公司官网，2020年年报，2023年年报，公司对外投资公告，公司可转债跟踪评级报告，wind，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

公司吸附分离材料应用领域广泛

公司吸附分离材料应用领域广泛。吸附分离材料是一种特种高分子材料，既有吸附能力，又有精确选择性，在与混合物接触时能够吸附其中的目标物而不吸附其他物质，或者对不同的物质具有不同的选择力，从而在下游用户的生产工艺流程中发挥特殊的选择性吸附、分离和纯化等功能。公司提供的吸附分离树脂共有产品 30 多个系列，200 多个品种，被广泛运用于生物医药、金属、食品、环保、化工和水处理等下游领域。

表：公司产品简介

应用领域	产品	作用
金属资源	湿法冶金专用树脂	适用于从低品位矿物、尾矿的浸液或矿浆中提取分离金属，同时在分离性能相近的金属方面起着至关重要的作用，可应用于镓、锂、铜、铀、金、镍、钨等稀有金属的提取
生命科学	层析介质、固相合成载体、西药专用吸附材料、固定化酶载体	层析介质用于疫苗、血液制品、重组蛋白质、抗体等生物蛋白、核酸、病毒等的分离纯化；固相合成载体用于多肽药物、核酸药物合成，拥有丰富的产品品系；西药专用吸附材料用于西药原料药和中间体的提纯分离；固定化酶载体突破7-ACA酶法工艺产业化，实现里程碑式技术革新
水处理与超纯水	高端饮用水、超纯水及不同级别的工业水处理树脂产品	电子级/核级抛光树脂是超纯水制备过程必备的工艺过程，公司自主研发了喷射法均粒技术
食品加工	吸附分离树脂	吸附分离材料在果汁脱色、脱酸、脱苦、脱异味、脱农残、脱棒曲霉素等方面发挥着重要的作用；浓缩果汁加工过程中的质量控制目标是提高果汁色值、透光率、稳定性等理化指标，去除农药残留、棒曲霉素、砷等有害物质
节能环保	LXO 系列废气 VOCs(挥发性有机物)吸附分离材料、二氧化碳专用吸附材料	中低浓度VOCs 的分离回收，包括烷烃、卤代烃、芳烃及低碳醇、酮类、酯类等有机物；用于二氧化碳捕捉
化工与催化	离子膜烧碱用整合系列树脂、双氧水、多晶硅等原料纯化树脂、MTBE 等系列催化树脂	公司吸附分离材料产品广泛应用于离子膜烧碱二次盐水精制、双氧水精制、BDO精制等

资料来源：公司2023年年报，公司招股书，公司可转债募集说明书，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](https://www.htisec.com)

盐湖提锂等系统装置是公司重要盈利部分

系统装置是公司重要盈利部分，2023年盐湖提锂占系统装置收入的63%。公司自主知识产权的阀阵式连续离子交换装置、多路阀装置、模拟移动床连续色谱系统、高通量工业制备色谱等系统设备与材料协同，可以获取更优的吸附分离效果，显著降低运行费用，符合节能减排的国家政策，是吸附分离技术较为先进的系统装置技术服务模式。2023年公司系统装置实现营业收入8.2亿元，同比增长76%，其中盐湖提锂系统装置实现收入5.2亿元，环保领域系统装置增加明显。

图：公司
系统集成
装置

阀阵式与多路阀系统



撬装单元装置



模拟移动床SMB色谱



高通量工业制备色谱



EPC工程及运行支持



定制式技术服务

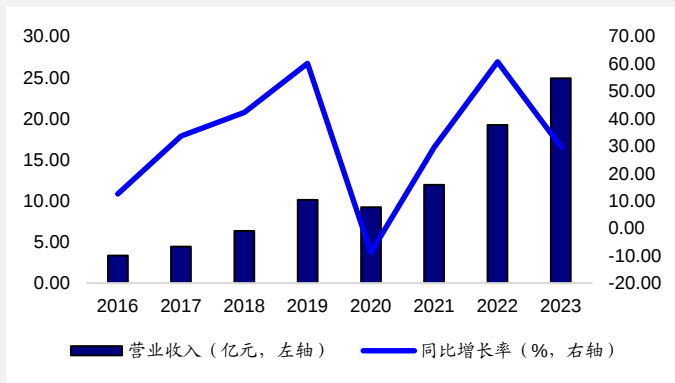


For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

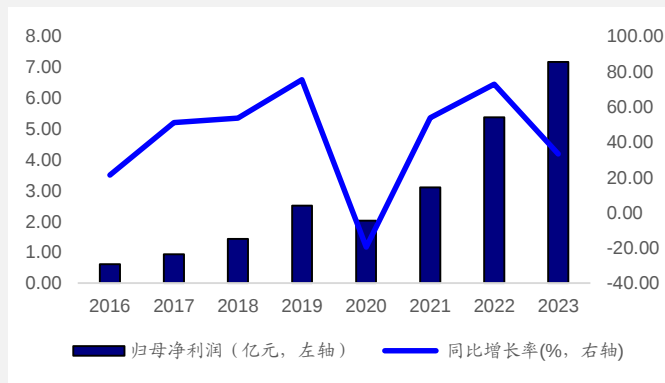
2019-2023年公司营业收入复合增速达25%

2019-2023年公司营业收入复合增速达25%，其中基本仓业务复合增速达到30%。公司技术以材料为核心，形成“材料+应用+装置”板块。2019-2023年公司实现营业收入分别为10.12、9.23、11.95、19.20、24.89亿元，复合增速为25%，公司基本仓业务连续多年稳定增长。公司2019-2023年实现归母净利润分别为2.51、2.02、3.11、5.38、7.17亿元，复合增速为30%。

图：公司2016-2023年营业收入及同比增速



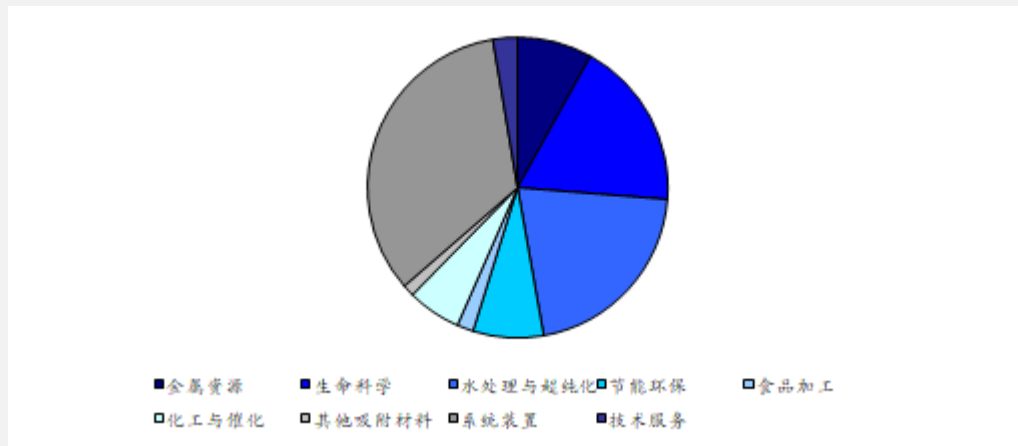
图：公司2016-2023年归母净利润及同比增速



生命科学、水处理及超纯化业务营业收入增速较快

生命科学、水处理及超纯化业务营业收入增速较快。2023年公司收入占比前三的分别为系统装置、水处理及超纯化、生命科学板块；吸附材料中，收入占比前三的分别是水处理与超纯化、生命科学、金属资源。2023年公司生命科学、水处理及超纯化业务增速较快，分别为4.4、5.1亿元，同比增长40%、22%。其中生命科学受到GLP-1市场高景气拉动，固相载体需求增长明显，拉动收入占比持续上升。

图：公司2023年各板块收入占比情况

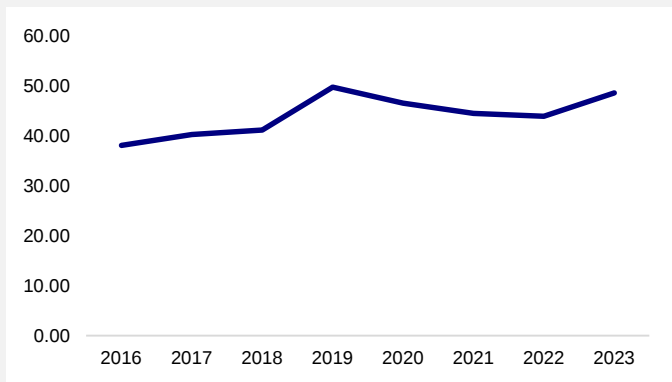


For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

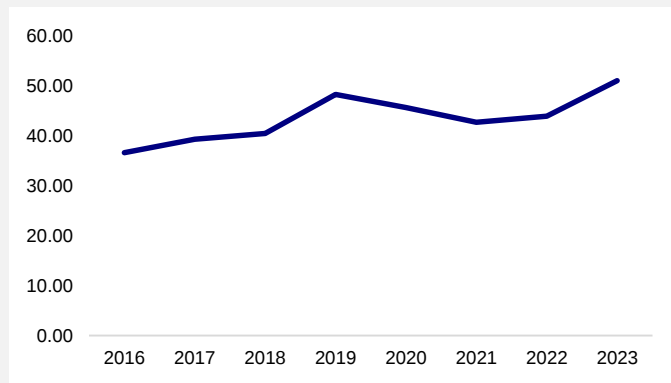
公司吸附分离材料附加值提高推动毛利率增长

2019-2023年公司综合毛利率分别为49.83%、46.62%、44.57%、43.99%、48.67%，其中离子交换树脂毛利率分别为48.34%、45.73%、42.8%、43.97%、51.13%，2023年公司毛利率的提升主要得益于高毛利品种，如生命科学业务维持较高增速，占比增加；同时也得益于生产精细化管理和成本控制加强。

图：2016-2023年公司销售毛利率



图：2016-2023年公司离子交换树脂毛利率

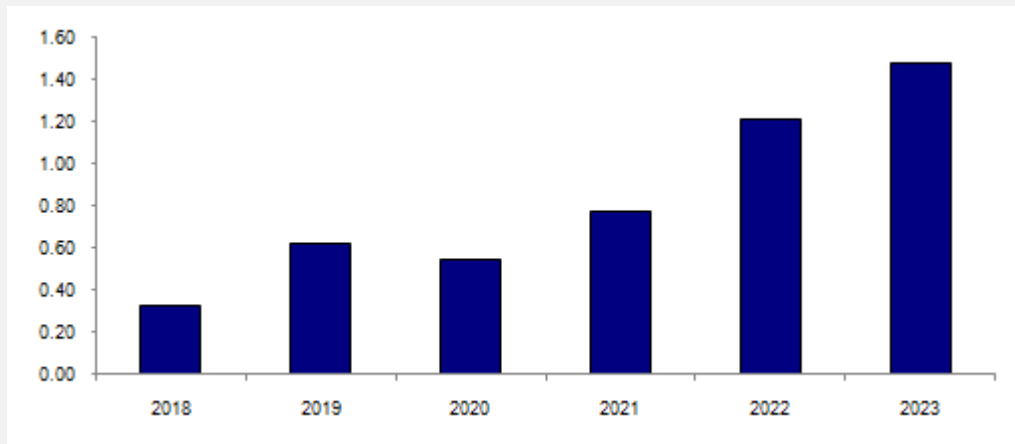


For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

公司持续加大研发投入

公司持续加大研发投入。公司注重研发，在吸附分离领域具有较强的技术优势，截止2023年公司获得国内授权专利59项、PCT授权专利6项，处于申请阶段国内专利79项，国外专利78项。公司研发费用整体呈增长态势，2019-2023年研发费用分别为0.62、0.55、0.77、1.21、1.47亿元。2023年公司引进Dr. Alessandra Basso担任生科领域全球市场及营销总监，同时形成了全球化的营销和技术服务网络。

图：2018-2023年公司研发支出持续上升（亿元）

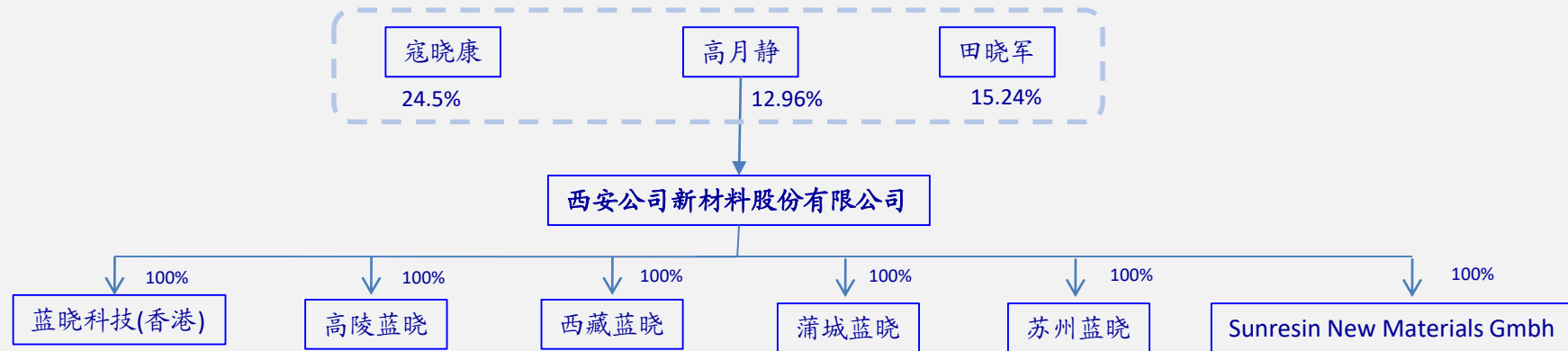


For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

公司创始团队成员具备深厚的专业背景

公司创始团队成员具备深厚的专业背景。公司实控人为寇晓康和高月静夫妇，高月静为董事长，寇晓康为总经理，分别持有公司12.96%和24.5%的股份。高月静女士在新加坡国立大学理学院留学从事改性功能高分子材料研究，获得国家科学技术进步二等奖，为国务院特殊津贴专家；寇晓康先生是全国行业权威期刊《离子交换与吸附》编委、南京大学产业教授、西北工业大学、西安建筑科技大学校外硕士生导师，国务院政府特殊津贴专家、国家级领军人物。公司全资子公司高陵蓝晓和蒲城蓝晓的主要业务分别是吸附分离材料及系统装置、吸附及离子交换树脂。

图：截至2023年12月公司股权结构



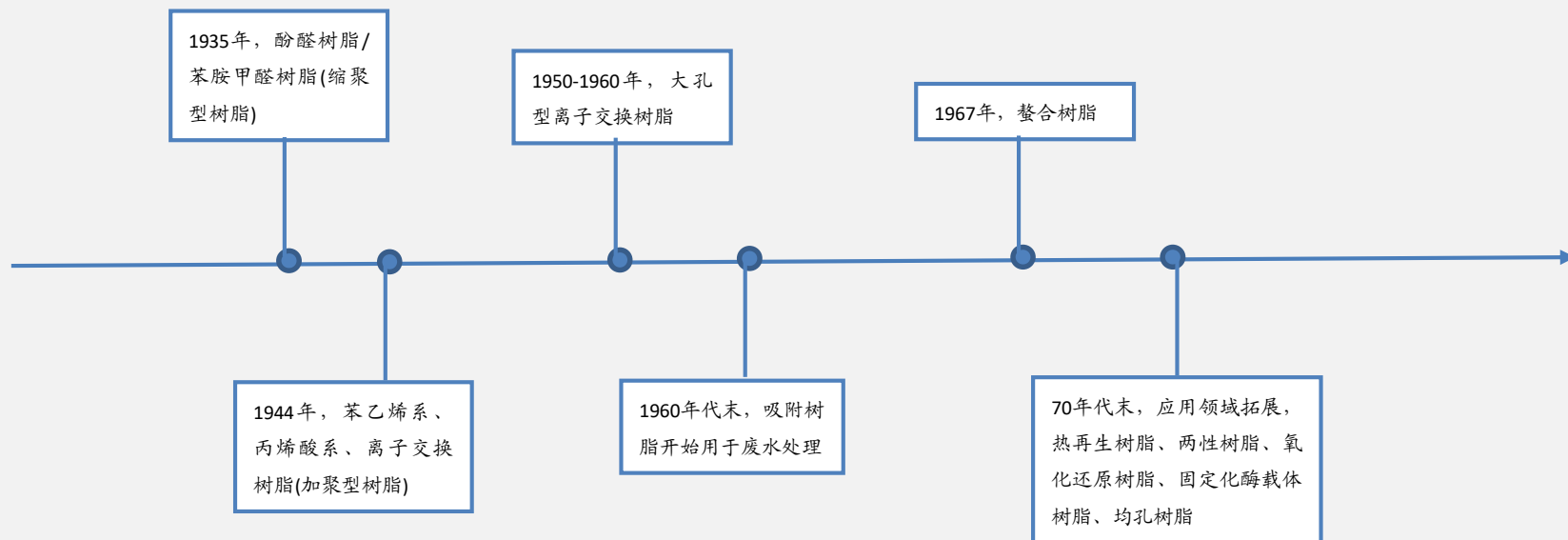
For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

1. 公司介绍
2. 公司是吸附分离材料行业领先企业
3. 生命科学拥有丰富的产品品系，营业收入增速较快
4. 公司超纯水制备树脂材料实现产业化
5. 公司盐湖提锂项目仍处于收获期
6. 盈利预测与投资评级
7. 风险提示

吸附分离材料合成技术和应用技术不断提升

吸附分离材料合成技术和应用技术不断提升。吸附分离材料起源于20世纪30年代的离子交换树脂，随着应用领域的需求不断升级，在离子交换树脂基础上，逐步出现了大孔吸附树脂、螯合树脂和酶载体等树脂。随着吸附分离材料合成技术和应用技术的不断提升，下游应用领域不断拓展，吸附分离材料已应用到大部分工业领域。

图：吸附分离树脂材料发展历程



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

吸附分离树脂主要分为离子交换树脂、吸附树脂、螯合树脂和酶载体树脂。离子交换树脂是最早出现的吸附分离材料，是指具有离子交换基团的高分子化合物；吸附树脂是在离子交换树脂的基础上发展起来的，吸附树脂内部拥有许多孔道，提供扩散通道和吸附场所；螯合树脂是指吸附分离材料上的官能团能够与特定金属离子结合形成结构非常稳定的螯合物；酶载体是指将生物活性酶加载在树脂上，形成固定化酶。

表：吸附分离树脂种类情况

产品	作用原理	优点
离子交换树脂	当离子交换剂与溶液接触的时候，溶液中的可交换离子与交换剂上的抗衡离子发生交换实现分离和纯化作用	浓缩、分离、提纯、净化
吸附树脂	它主要利用分子间作用力对不同物质进行选择性的吸附，尤其适用于含酚类有机化合物的处理	吸附快、解吸率高、吸附容量大、洗脱率高、树脂再生简便、安全性高
螯合树脂	螯合树脂是一类特殊的吸附分离材料，是指吸附分离材料上的官能团能够与特定金属离子结合形成结构非常稳定的螯合物，从而将金属离子分离或提取出来	对金属离子键合强度大、选择性高
酶载体树脂	载体外观为具有一定粒度的球形，内部结构包括适当大小的孔和适合的功能基团，可以通过合成设计调整孔径的大小以适合酶蛋白进入其孔内，并依靠物理或化学作用力结合，用于溶液中的酶催化反应	可以多次重复利用，降低生产成本

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

公司是国内吸附分离材料行业的领先企业

公司是国内吸附分离材料行业的领先企业。在国内吸附分离材料应用领域，行业内企业主要分为三类，一是跨国企业，如美国陶氏化学、德国朗盛、日本三菱；二是国内具有较好技术实力和业务规模的公司，如公司、争光股份、纳微科技、江苏苏青、淄博东大等；三是中小规模离子交换与吸附树脂行业生产企业，产品应用领域主要集中在工业水处理领域。陶氏杜邦、德国朗盛、日本三菱、住友化学等国际厂商依靠其技术和品牌，较早地占据了国内甚至全球高端市场。包括公司在内的少数本土企业凭借产品良好的性价比和专业的技术服务优势，逐步突破国际厂商技术封锁。

表：吸附分离材料行业内主要企业

应用领域	国际	国内
湿法冶金/金属提取	住友化学等	公司
制药领域	陶氏化学、日本三菱等	公司、纳微科技
食品加工领域	陶氏化学等	公司、争光股份
水处理领域	陶氏化学、漂莱特、日本三菱等	公司、争光股份
环保领域	-	公司、争光股份、江苏苏青、淄博东大
化工领域	德国朗盛、漂莱特、日本三菱等	公司

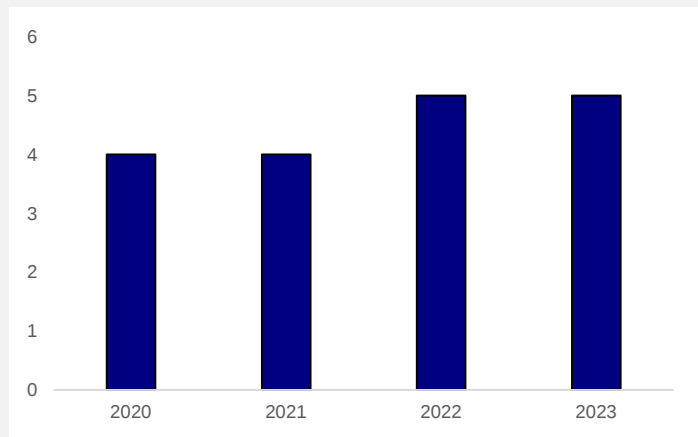
资料来源：公开信息，新世纪评级整理，2023公司向不特定对象可转债跟踪评级报告，海通国际

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

公司吸附分离材料产能达5万吨/年

2020-2023年公司吸附分离材料产能实现增长。2022年公司吸附分离材料通过技改，设计总产能增至5.00万吨/年，主要生产基地为高陵新材料产业园与蒲城材料园项目，均可生产化工环保、湿法冶金、食品加工、生物制药等各类吸附分离材料。公司引进自动化生产流程，通过生产过程的模块化配置等方法，缩短产品生产周期，增加生产线利用率并降低产品成本。

图：公司2020-2023年产能（万吨）



表：主要化工园区的产品种类情况

主要化工园区	产品种类
新材料产业园	离子交换树脂、螯合树脂、吸附分离树脂、均粒树脂及固定化酶载体、固相合成载体、层析介质等多种原料体系的吸附分离材料
蒲城蓝晓产业园	离子交换树脂、螯合树脂、吸附分离树脂等吸附分离材料

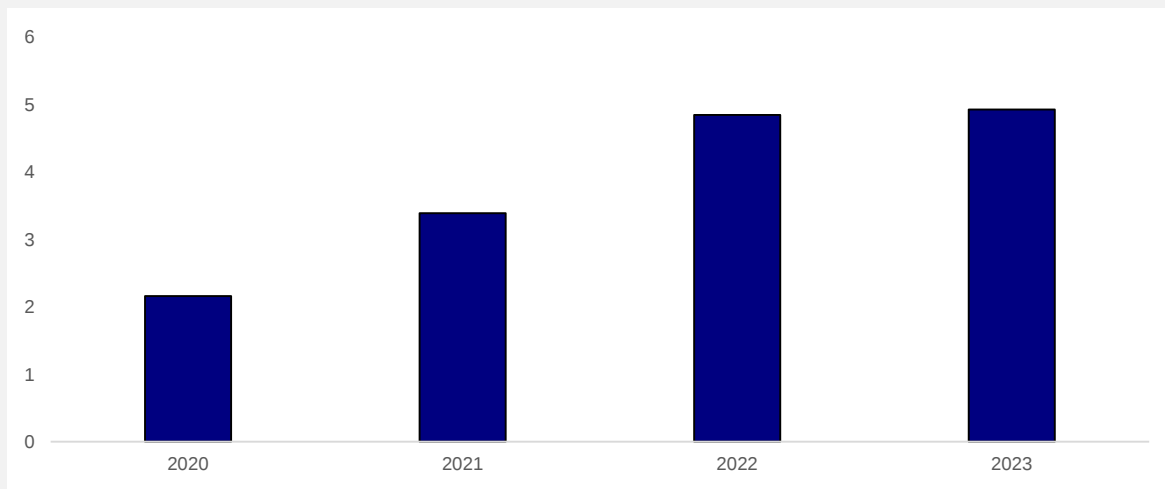
资料来源：2023公司向不特定对象可转债跟踪评级报告，公司2023年年报，海通国际

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

公司吸附分离材料产量持续增长

2020-2023年公司吸附分离材料产量实现增长。2020-2022年及2023年公司吸附分离材料产量分别为2.16万吨、3.39万吨、4.85万吨和4.93万吨，公司采取以销定产的生产模式，由于吸附分离材料下游需求旺盛，2022年随着高陵蓝晓新材料产业园和蒲城材料园项目产能不断释放，公司产能利用率提升至96.91%。

图：公司2020-2023年产量（万吨）



资料来源：2023公司向不特定对象可转债跟踪评级报告，公司2023年年报，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. 公司介绍
2. 公司是吸附分离材料行业领先企业
3. 生命科学拥有丰富的产品品系，营业收入增速较快
4. 公司超纯水制备树脂材料实现产业化
5. 公司盐湖提锂项目仍处于收获期
6. 盈利预测与投资评级
7. 风险提示

公司提供多种生命科学领域吸附分离树脂品种

公司提供层析介质、色谱填料、微载体、多肽合成固相载体、核酸固相合成载体、西药专用吸附材料、固定化酶载体等产品。层析介质用于疫苗、血液制品、重组蛋白质、抗体等生物蛋白、核酸、病毒等的分离纯化；多肽固相合成载体用于 GLP-1 类药物、胸腺肽等生产；核酸固相合成载体用于寡核苷酸药物合成；西药专用吸附材料用于西药原料药和中间体的提纯分离，其中头孢系列树脂打破国外垄断，提供稳定、性能优良的医药级专用吸附材料产品；固定化酶载体是固定化酶中十分重要的基材，固定化酶广泛应用于生物医药、食品等领域。

表：公司生命科学领域产品情况

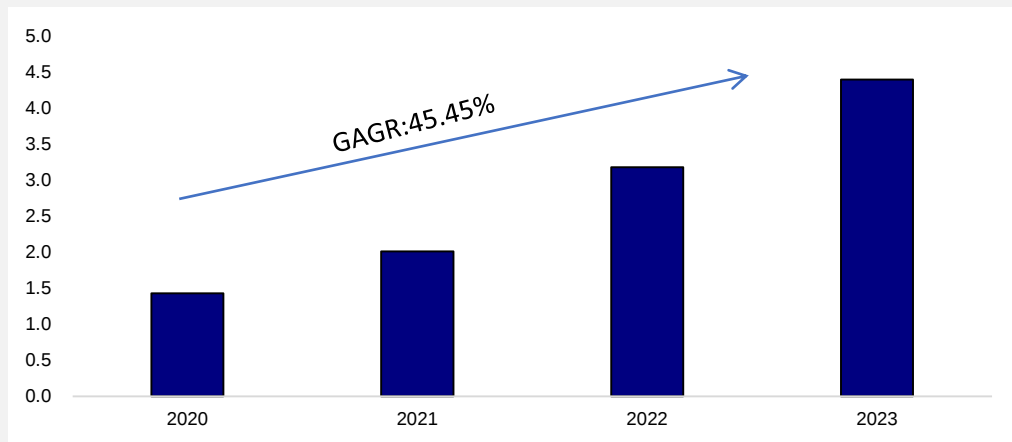
产品种类	用途
层析介质	用于疫苗、血液制品、重组蛋白质、抗体等生物蛋白、核酸、病毒等的分离纯化
固相合成载体	用于多肽药物、核酸药物合成，拥有丰富的产品品系
西药专用吸附材料	用于西药原料药和中间体的提纯分离，其中头孢系列树脂打破国外垄断，提供稳定、性能优良的医药级专用吸附材料产品
固定化酶载体	Sepite®LX1000系列固定化酶载体具有高孔容和比表面积、载酶量大、酶活高、机械强度高、使用批次多等优点，可满足不同酶固定化对载体的要求，现已成功用于7ACA、6APA、7ADCA、氨基酸等工业生产领域

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

生命科学领域收入实现持续快速增长

2020-2023年公司生科领域复合增速是**45.45%**。2020-2023 年生科板块销售收入分别为1.43、2.01、3.18、4.4 亿元，复合增速达45.45%。公司新建成固相载体车间、琼脂糖/葡聚糖车间，产能分别达到 120t 和 70000L，并系统化完成与之匹配的品控建设和认证体系。固相合成载体 seplife 2-CTC 和 sieber 树脂已成为多肽企业主导品种的主要供应商。

图：公司2020-2023年生物科学板块收入情况（亿元）



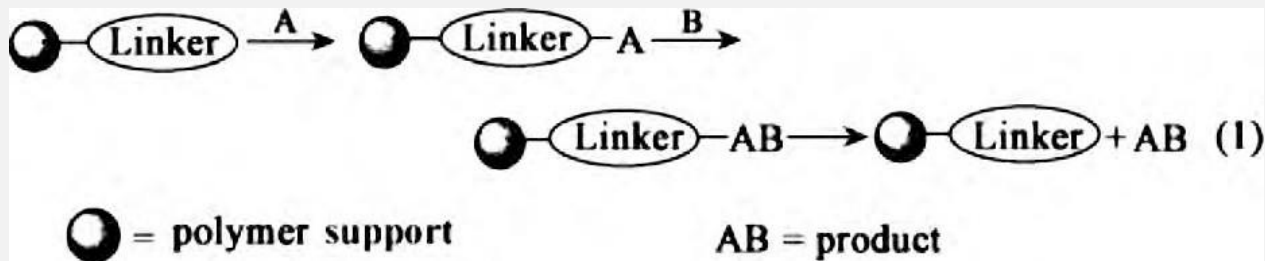
For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

固相合成载体在多肽、核酸等合成方面发挥重要作用

固相合成实现序列聚合是应用最为广泛的方法。固相有机合成，是把反应物或催化剂键合在固相载体上进行反应的方法。在固相合成中，通过过滤、洗涤就可以将每一步反应的产物和其它组分分离，后处理简单。最重要的是，其可以通过调节反应物单体的加入顺序，按特定顺序连接多个单体，得到序列确定的分子链。

多肽固相合成的要点：①通过氨基保护，保证氨基酸按顺序接到树脂上，而不发生自缩聚。②选择合适的连接基团和侧链保护基团，使其在肽链增长的过程中保持稳定。③活化羧基，保证每一步缩合反应都趋于完全，提高产率。

图：固相合成原理



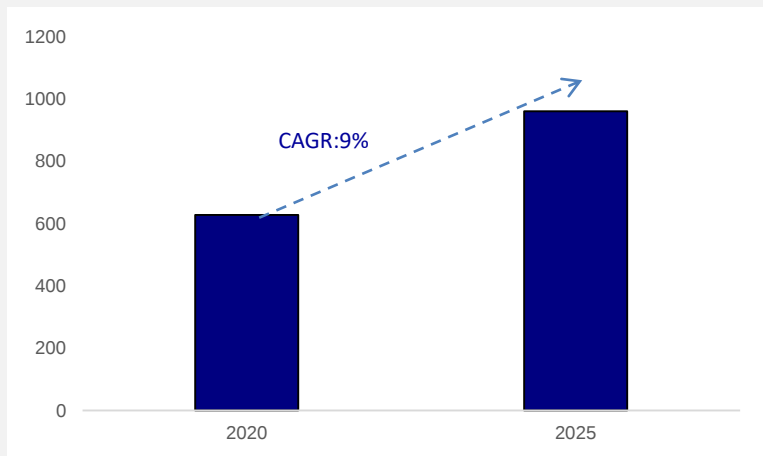
资料来源：杨宸皓《固相合成在序列可控聚合中的应用综述》，海通国际

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

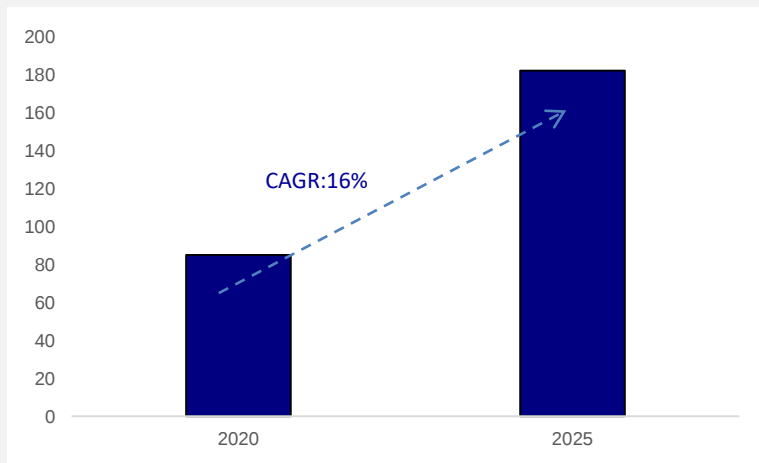
下游多肽市场规模持续增长

多肽类药物市场规模实现持续增长。生物药是制药行业近年来发展最快的子行业之一，根据公司2023年年报援引Frost&Sullivan的数据，2022年中国生物药市场规模4210亿元，2025年将增长至6752亿元，复合年增长率17%。根据公司2023年年报Frost&Sullivan数据，2020年全球多肽类药物市场规模628亿美元，至2025年预计将增长至960亿美元；2020年中国多肽类药物市场规模85亿美元，预计2025年将增长至182亿美元，复合年增长率为16%。

图：全球2020-2025年多肽市场规模（亿美元）



图：中国2020-2025年多肽市场规模（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

色谱技术是分离纯化重要手段

层析介质是层析分离纯化过程的核心材料。色谱填料（层析介质）通常指几微米至几百微米粒径的球状材料，内部具有丰富的孔道结构，其性能取决于结构形貌、粒径大小和分布、孔径大小、基质材料、键合相等，生产难度大，生产工艺要求高。按照基质特点不同，色谱填料（层析介质）可分为软胶和硬胶。软胶填料主要以琼脂糖、葡聚糖等为基质材料；硬胶填料以有机聚合物（聚丙烯酸甲酯和聚苯乙烯-二乙烯苯）、多孔玻璃为基质材料。

表：软胶硬胶填料情况

种类	作用	代表公司
软胶	软胶填料有良好的生物相容性，广泛应用生物制药领域，使用历史悠久，应用技术成熟，是目前生物大分子分离纯化的主流产品	Cytiva（原 GE 生命科学）、Bio-rad
硬胶	具有刚性好、耐压高等特点，近年来发展较为迅速，应用于生物制药领域	Tosoh、Merck

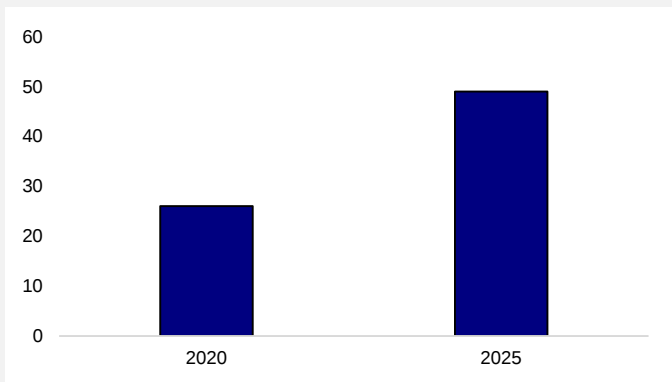
资料来源：公司关于深圳证券交易所关注函回复的公告（修订稿），海通国际

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

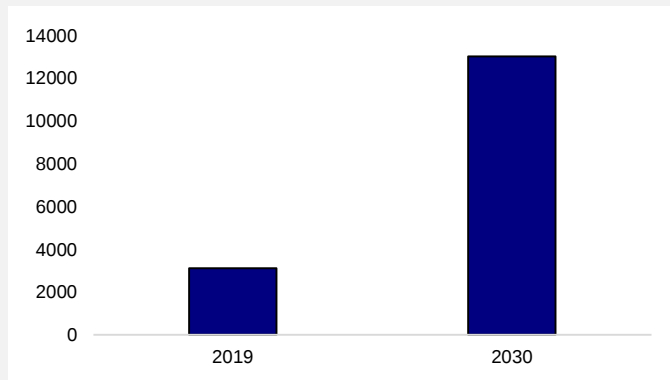
2025年国内色谱填料市场规模达到49亿元

中国生物制药产业发展迅速。根据公司关于深圳证券交易所关注函回复的公告（修订稿）援引机构预测，中国生物制药产业市场空间将由 2019 年的 3120 亿元增至 2030 年的 13030 亿元。我国色谱填料（层析介质）等核心材料基本依赖进口，给予国产材料巨大的潜在市场空间。根据公司关于深圳证券交易所关注函回复的公告（修订稿）援引机构预测，2020 年国内色谱填料（层析介质）市场规模约为 26 亿元，2025 年有望达到 49 亿元。

图：国内2020-2025年色谱填料市场规模（亿元）



图：国内2019-2030年生物制药市场规模（亿元）



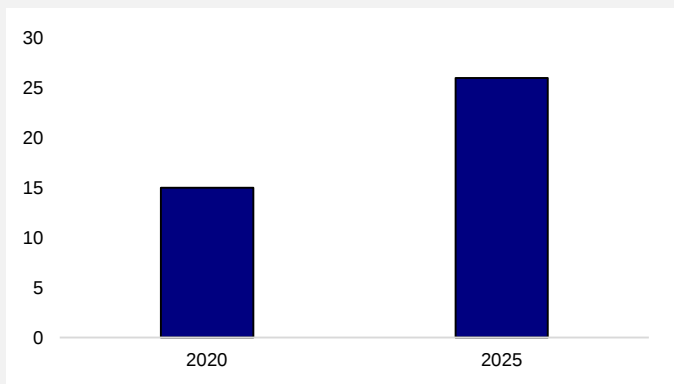
资料来源：公司关于深圳证券交易所关注函回复的公告（修订稿），海通国际

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

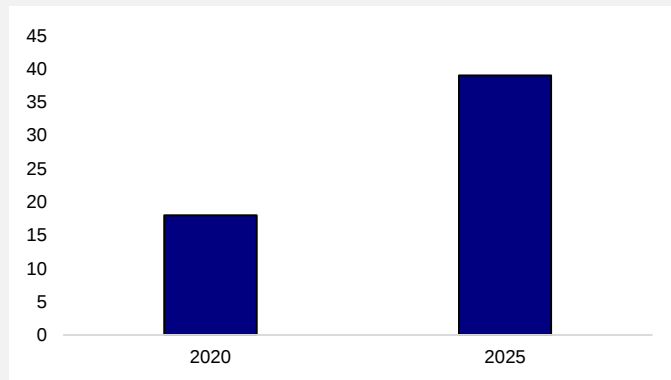
2025年国内微载体规模为39亿元，进口替代空间大

国内微载体进口替代空间大。在微载体（LX-MC-dex1）方面，公司是国内能够对标 GE 产品并进入工业化应用的供应商。根据公司关于深圳证券交易所关注函回复的公告（修订稿）援引机构预测，2020年全球微载体规模为15亿美元，到2025年市场规模有望达到26亿美元；2020年中国微载体市场规模约为18亿元，2025年有望达到39亿元，市场潜力较大。

图：全球2020-2025年微载体市场规模（亿美元）



图：中国2020-2025年微载体市场规模（亿元）



资料来源：公司关于深圳证券交易所关注函回复的公告（修订稿），海通国际

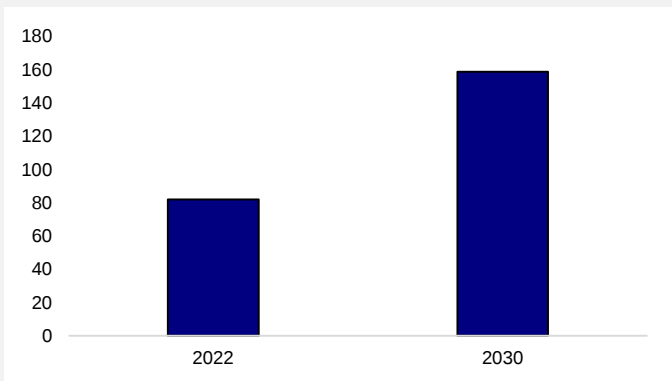
For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

1. 公司介绍
2. 公司是吸附分离材料行业领先企业
3. 生命科学拥有丰富的产品品系，营业收入增速较快
4. 公司超纯水制备树脂材料实现产业化
5. 公司盐湖提锂项目仍处于收获期
6. 盈利预测与投资评级
7. 风险提示

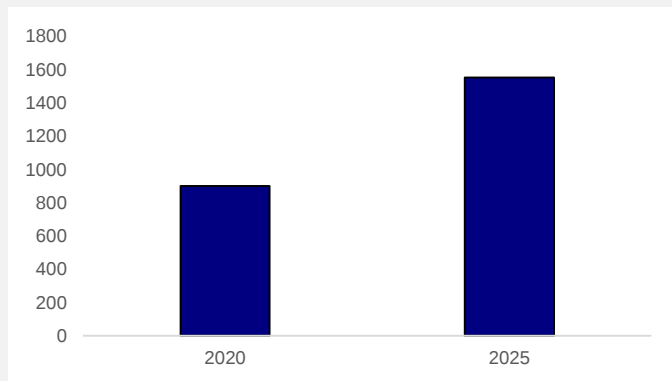
高端水处理树脂需求量明显上升

高端水处理树脂需求量明显上升。高端饮用水市场随着家用净水设备装机量提高，拉升高端水处理树脂需求量明显上升。根据公司2023年年报援引Global Information数据显示，2022年超纯水市场规模为82亿美元，到2030年市场规模预计达到158.7亿美元，复合年增长率为8.6%；根据公司2023年年报援引BCC Research数据显示，2020年全球净水器市场规模约为901亿美元，预计2021-2025年间将保持11.5%的复合增速。

图：全球2022-2030年超纯水市场规模（亿美元）



图：全球2020-2025年净水器市场规模（亿美元）



资料来源：公司2023年年报，Global Information，BCC Research，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

公司喷射法均粒技术具有工业化优势

公司喷射法均粒技术具有工业化优势。在超纯水领域，电子级/核级抛光树脂是超纯水制备过程必备的工艺过程，公司自主研发了喷射法均粒技术一直是行业顶尖技术，打破了少数国外公司对该技术的垄断，在电子级、核级超纯水领域取得重要工业化突破。2022年以来公司在电子级和核级吸附分离材料领域实现商业化销售，逐步开始向京东方、TCL华星光电等下游客户进行稳定供货。

表：ASTM 规定的超纯水关键技术标准与公司均粒树脂生产出超纯水对比表

参数	Type E.1	Type E 1.1	Type E 1.2	蓝晓出水指标	指标说明
应用领域	PCP、LED	OLED	Mircons	OLED/Microns	-
电阻率25°C (MΩ.cm)	18.1	18.2	18.2	18.2	18.2 MΩ.cm 是纯水的理论电阻率极值，该指标越接近 18.20，表明水的纯净度越高
总有机碳（在线） (μg/L)	5	2	1	0.45~0.70	指水中各种有机物含碳总量，数值越低，表明水质越纯净
溶解氧(μg/L)	25	10	3	0.9	指水中溶解的氧含量，该数值越低，对保障加工良品率越有利

注：ASTM指美国材料与实验协会

资料来源：公司关于深圳证券交易所关注函回复的公告（修订稿），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. 公司介绍
2. 公司是吸附分离材料行业领先企业
3. 生命科学拥有丰富的产品品系，营业收入增速较快
4. 公司超纯水制备树脂材料实现产业化
5. 公司盐湖提锂项目仍处于收获期
6. 盈利预测与投资评级
7. 风险提示

吸附法具备优异选择性、分离效率高等优势

吸附法具备优异选择性、分离效率高等优势。现有提锂方法主要包括沉淀法、萃取法、煅烧法和吸附法。沉淀法的工艺流程较复杂，且选择性较差，容易与其他金属离子共沉淀；萃取法则需要大量有机溶剂，不利于环境保护和生产人员健康；煅烧法会对设备造成严重腐蚀，环保压力大；吸附法因其优异的选择性、高分离效率、工艺简单、吸附材料可回收等优点，在效率、安全性和经济性上都具有优势。

表：提锂方法技术特点

方法	技术特点	适用范围
沉淀法	卤水经过盐田浓缩，分离钠盐、钾盐，加石灰分离镁，酸化萃取硼，再净化，加入化学沉淀剂沉淀锂盐	适用于高锂品位、低镁锂比卤水，对于高镁锂比卤水，需要添加大量沉淀剂除去伴生Mg ²⁺
萃取法	通过有机溶剂萃取锂实现锂与其他杂质成分的分离和浓缩，高浓度反萃液进一步生产各种锂盐	适用于高镁锂比条件下的锂镁分离
煅烧法	通过对提硼后的高锂高镁老卤浓缩干燥、煅烧分解为氧化镁，用水溶出氧化镁中的可溶性锂盐，再沉淀出碳酸锂产品	主要提锂对象是高镁锂比卤水，高镁锂比卤水为富锂的水氯镁石饱和溶液
吸附法	卤水通过对锂有选择性的吸附剂吸附，再用淡水解吸与其他杂质成分分离并富集，再通过小型盐田浓缩后化学沉淀锂	适用于低品位、高浓盐、高镁锂比盐湖卤水中锂的分离

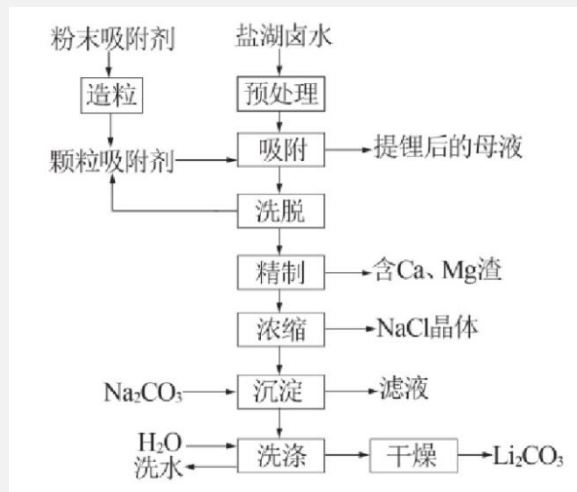
资料来源：张亮等《全球提锂技术进展》，于建国等《支撑国家新能源战略发展的锂资源开发》，蒋晨啸等《我国盐湖锂资源分离提取进展》，曹兆江等《青海盐湖锂资源及提锂技术概述》，罗清龙等《吸附法分离盐湖卤水中锂的研究进展》，海通国际

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

国内盐湖锂资源丰富

国内盐湖锂资源丰富。全球锂矿资源锂主要赋存于盐湖卤水和矿石中，目前已探明的锂资源中，盐湖卤水占58%，锂精矿占26%。根据USGS数据，全球已探明的锂资源约为8900万吨，主要集中在玻利维亚、阿根廷、智利、美国、澳大利亚和中国。中国已探明的锂资源（金属当量）储量约为534万吨，约占全球储量的6%。其中，盐湖资源约占全国总储量的80%以上，矿石资源约占不到20%。含锂盐湖主要分布在青海、西藏和湖北。

图：吸附法从盐湖卤水中提取碳酸锂生产工艺流程图



表：硬岩提锂工艺与卤水提锂工艺对比

对比内容	硬岩提锂工艺	卤水提锂工艺
勘探	成本高，周期长	成本低，周期短
资源品位	锂含量高，一般Li ₂ O 0.3%~2.4%	锂含量低，一般Li ₂ O 0.09%~0.32%
LCE生产成本	成本高,7 000~9 000 \$/t	成本低,2 000~4 000 \$/t
生产周期	周期短,从采矿到成品1周-3个月	周期长,18~24个月
资源和技术特点	资源类型相近,工艺成熟可靠,建厂周期短,容易复制扩产,产品种类可灵活调整,产品质量稳定	资源类型变化多,工艺通用性差,产品质量稳定性差,建厂周期长
产能保障	不受天气影响	易受气候、洪水等自然灾害的影响

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

公司盐湖提锂项目仍处于收获期

2022 年以来，作为全球领先的盐湖提锂技术提供商，公司陆续签订多个盐湖卤水提锂产业化订单，截至2023 年末，公司已完成及在执行盐湖提锂产业化项目共 12 个，合计碳酸锂/氢氧化锂产能 8.6 万吨，其中 5 个已经成功投产运营。此外公司在锂产业链广泛布局，吸附分离材料及技术广泛服务于矿石锂精制、锂资源回收、地下水资源提锂、伴生矿等领域。

表：公司盐湖提锂重大订单执行情况

合同标的	标的公司	合同金额 (亿元)	进展情况
10000t/a 盐湖提锂吸附工段设备项目	藏格锂业	5.78	2020年完成10条生产线建设
3000t/a 盐湖提锂整线建设项目	锦泰锂业	4.68	2021年公司完成了锦泰项目的全线建设
4000t/a 盐湖提锂整线建设（锦泰锂业二期）	锦泰锂业	2.74	2022年确认销售收入 2.42 亿元
10000t/a 盐湖提锂整线	金海锂业	4.90	2023年确认销售收入4.29亿元
25000t/a 盐湖提锂吸附工段设备	西藏珠峰	6.50	2023年确认销售收入0.92亿元

资料来源：公司 2020-2023 年年度报告，2019 年公司可转换债券跟踪评级报告，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. 公司介绍
2. 公司是吸附分离材料行业领先企业
3. 生命科学拥有丰富的产品品系，营业收入增速较快
4. 公司超纯水制备树脂材料实现产业化
5. 公司盐湖提锂项目仍处于收获期
6. 盈利预测与投资评级
7. 风险提示

盈利预测与投资评级：我们预计公司24-26年EPS分别为1.87（维持）、2.29（-2.14%）、2.81元/股（新增）。我们给予2024年公司35倍PE估值，对应目标价为65.45元（-10.29%），维持“优于大市”评级。

公司名称	股票代码	股价 (元)	PB (倍)	EPS (元/股)			PE (倍)		
				2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
300285.SZ	国瓷材料	18.63	2.89	0.57	0.76	0.96	33	25	19
300655.SZ	晶瑞电材	8.28	3.40	0.01	0.09	0.12	828	93	69
688269.SH	凯立新材	26.40	3.45	0.86	1.24	1.64	31	21	16
平均			3.25				297	46	35

资料来源：WIND，股价为2024年6月11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

盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E	资产负债表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2,489	3,055	3,793	4,755	货币资金	2,249	2,886	3,670	4,549	净利润	717	946	1,155	1,420
营业成本	1,278	1,568	1,959	2,472	应收账款及应收票据	624	723	897	1,106	少数股东损益	4	6	7	9
毛利率%	48.7%	48.7%	48.4%	48.0%	存货	1,100	1,372	1,693	2,145	非现金支出	161	87	95	98
营业税金及附加	24	33	39	51	其它流动资产	258	463	667	1,095	非经营收益	44	-21	-13	-20
营业税金率%	1.0%	1.1%	1.0%	1.1%	流动资产合计	4,231	5,444	6,927	8,895	营运资金变动	-258	-134	-45	-148
营业费用	89	108	135	169	长期股权投资	10	10	10	10	经营活动现金流	669	884	1,200	1,360
营业费用率%	3.6%	3.5%	3.6%	3.5%	固定资产	697	884	1,068	1,204	资产	-160	-223	-213	-187
管理费用	108	154	178	231	在建工程	219	184	127	93	投资	14	-61	-216	-313
管理费用率%	4.3%	5.0%	4.7%	4.9%	无形资产	216	228	245	260	其他	6	26	20	29
EBIT	834	1,028	1,280	1,587	非流动资产合计	1,464	1,634	1,791	1,919	投资活动现金流	-140	-258	-408	-471
财务费用	-20	-55	-40	-38	资产总计	5,695	7,077	8,719	10,814	债权募资	556	0	0	0
财务费用率%	-0.8%	-1.8%	-1.0%	-0.8%	短期借款	43	43	43	43	股权募资	45	4	0	0
资产减值损失	-6	-5	-5	-5	应付票据及应付账款	546	704	858	1,097	其他	-176	8	-7	-9
投资收益	2	24	20	29	预收账款	0	0	0	0	融资活动现金流	425	13	-7	-9
营业利润	818	1,084	1,320	1,625	其它流动负债	1,125	1,383	1,709	2,136	现金净流量	973	637	784	879
营业外收支	-1	-1	-1	0	流动负债合计	1,713	2,131	2,610	3,276					
利润总额	817	1,083	1,319	1,625	长期借款	0	0	0	0					
EBITDA	963	1,090	1,350	1,660	其它长期负债	526	539	539	539					
所得税	96	131	157	196	非流动负债合计	526	539	539	539					
有效所得税率%	11.7%	12.1%	11.9%	12.0%	负债总计	2,239	2,669	3,149	3,815					
少数股东损益	4	6	7	9	实收资本	505	505	505	505					
归属母公司所有者净利润	717	946	1,155	1,420	归属于母公司所有者权益	3,437	4,383	5,538	6,958					
					少数股东权益	19	25	32	41					
					负债和所有者权益合计	5,695	7,077	8,719	10,814					

资料来源：WIND，股价为2024年6月11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

1. 公司介绍
2. 公司是吸附分离材料行业领先企业
3. 生命科学拥有丰富的产品品系，营业收入增速较快
4. 公司超纯水制备树脂材料实现产业化
5. 公司盐湖提锂项目仍处于收获期
6. 盈利预测与投资评级
7. 风险提示

下游需求不及预期;
原材料价格大幅波动;
产品认证不及预期。

Summary

The company is a leading company in the adsorption and separation materials industry.

Life sciences sector has a rich range of products with fast growth of operating income.

The company's ultrapure water preparation resin materials has achieved industrialisation.

The company's lithium extraction project in the salt lake is still in the harvest period.

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).

作为回报，海通拥有688269.CH一类普通股证券的1%或以上。

The Haitong beneficially owns 1% or more of a class of common equity securities of 688269.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.

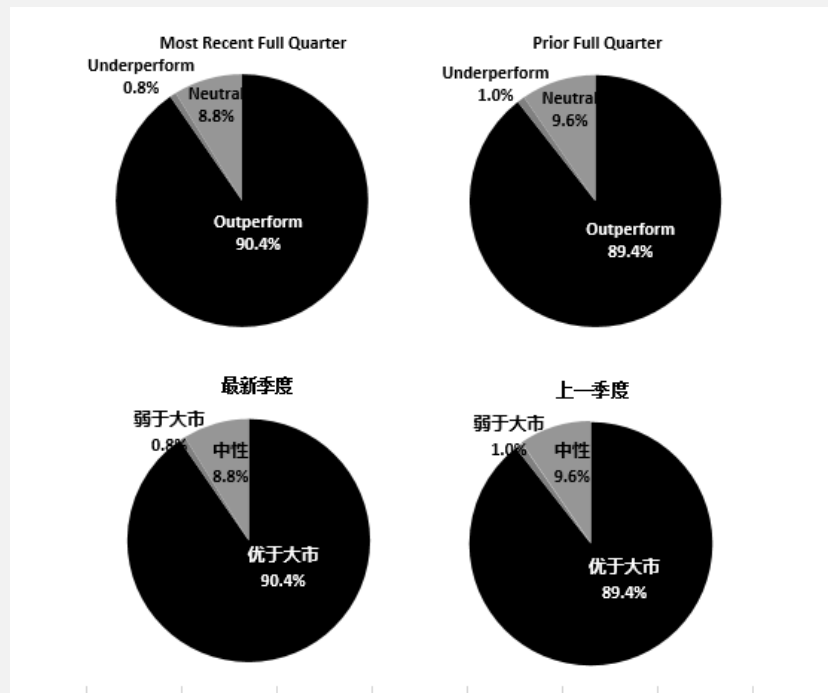
Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

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 disclaim 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

Sunresin - 300487 CH



1. 25 Jul 2023 OUTPERFORM at 59.09 target 72.96.

Source: Company data Bloomberg, HTI estimates