

上海医药 SH Pharma (2607 HK)

首次覆盖：中国医药流通龙头，医药商业+医药工业双轮驱动

Initiation: a leading pharmaceutical distributor in China; distribution and drug manufacturing as the main engines

观点聚焦 Investment Focus

此处刷新数据

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

上海医药是中国医药流通龙头公司，医药流通业务、医药工业业务均处于国内领先地位

上海医药集团股份有限公司（简称：上海医药，股票代码：601607.SH，2607.HK）成立于1996年10月，前身为上海医药（集团）总公司。公司主营化学药、生物药、中药和医药流通等业务，是集科、工、贸为一体的大型企业集团。2023年，上海医药实现销售收入2,603亿人民币，同比增长12.2%。其中医药流通/工业收入分别为2,338/263亿人民币。

医药商业（流通+零售）：短期受益于创新服务，中长期行业集中度提升，龙头效应显著

创新服务是商业板块短期维持高增长的重要动力，包括1）与赛诺菲达成超50亿人民币合作，2024年CSO业务有望迎来大爆发；2）为创新药产品提供包括营销、物流、支付、保险的一站式管理服务。创新业务收入增速将高于商业板块，较高的利润率水平将弥补集采对商业利润率的负面影响。**商业板块将从行业集中度提升中持续获益**。“两票制”后头部公司流通业务收入CAGR（9.0%-13.7%）显著高于行业平均（6.6%）。截至2022年流通市场前四家市占率为45.5%，相较于美国（CR3：96%，2018）和日本（CR4：74%，2018）仍有较大提升空间。我们预计凭借“内生增长+外延并购”方式，上海医药的市占率将稳步提升。

医药工业：中药品牌重塑打造第二成长曲线、创新药增量逐步兑现，医药工业迎来收获期

我们认为中药、创新药是主要增长动力，仿制药提供稳定的现金流流入。**创新药**：截至2023年底已有3款创新药上市，并有68个临床/临床获受理项目（按适应症）。我们预计X842将在2024年下半年获批，I001和SRD4610将在2025年获批，2025年后每年有1-2个创新药产品上市。**中药**：采取“大品牌+大品种”战略，通过线上线下的多渠道销售模式，提升终端覆盖，重塑老品牌的第二成长曲线。我们认为六神丸、胃复春、养心氏片、麝香保心丸等核心中药品种将持续贡献收入增量。**仿制药**：集采影响逐步出清，预期2024年收入小幅下滑，2025年后将提供稳定现金流。

盈利预测及估值

我们预计FY24-26营收分别为2,848/3,116/3,404亿人民币，对应三年收入CAGR 9.4%；FY24-26归母净利润分别为51.7/56.7/62.8亿人民币。我们使用现金流折现（DCF）模型及FY24-FY33的现金流进行估值。基于WACC 6.2%，永续增长率3%，港股对A股折价60%，对应目标价14.54元港币。当前股价分别对应FY24/FY25 7.7/7.0倍P/E。首次覆盖给予“优大于市”评级。

风险提示：政策风险；业绩不及预期风险；短期流动性风险；整合进度不及预期风险；研发进展不及预期风险；商誉减值风险。

姓名 Author1
author@htisec.com

姓名 Author2
author@htisec.com

姓名 Author3
author@htisec.com

姓名 Author4
author@htisec.com

目录

- 1. 中国医药流通市场：增长稳健，强者恒强3
 - 1.1 中国医药流通市场规模超 2.7 万亿人民币，2017-2022 年复合增长率 6.6%.....3
 - 1.2 龙头公司市占率不断提升，呈现强者恒强趋势.....4
 - 1.3 国企改革，提质增效是主旋律.....5
- 2. 上海医药：医药商业稳居前三，医药工业即将发力7
 - 2.1 医药商业：短期受益于创新业务，中长期看好市占率提升+运营效率提升9
 - 2.1.1 短期受益于商业创新业务发展9
 - 2.1.2 中长期看好上海医药市占率提升+经营效率提升10
 - 2.2 医药工业：迎来收获期，创新药、中药是增长引擎13
 - 2.2.1 创新药：2024 年增量贡献有限，期待 2024 年后集中发力14
 - 2.2.2 中药：品牌重塑带来第二增长曲线16
 - 2.2.3 仿制药：2024 年收入承压，后续提供稳定现金流17
- 3. 财务分析与竞争对手比较.....19
- 4. 盈利预测与估值.....24
- 5. 风险提示26

1. 中国医药流通市场：增长稳健，强者恒强

中国医药流通市场规模在 2022 年达到 27,516 亿人民币，2017-2022 年复合增长率为 6.6%。受益于医药较强的刚性消费属性，流通市场增速较为稳定，呈现出弱周期性特点。自 2017 年“两票制”改革以来，大批中小型及不规范企业出清，市场资源不断整合，当前中国流通市场呈现出 1 大 3 强的竞争格局。2022 年四家龙头企业的市占率达到 45.5%（按主营收入计算），相较于 2017 年（37.6%）提升 7.9 个百分点，市场集中度在过去 5 年中不断提升。从医药流通业务的收入规模来看，2023 年中国前四大医药流通公司依次为国药控股（1099.HK）、上海医药、华润医药（3320.HK）及九州通（600998.CH）。

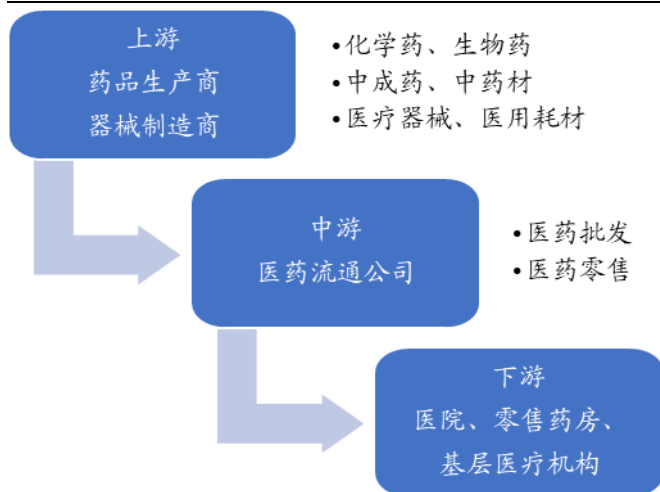
我们认为，中国医药流通市场的规模将随着中国医疗支出规模的增加而稳定增长；考虑到龙头企业具备的产业链优势、物流网络优势、资金周转能力优势等，流通市场的竞争格局将会呈现出强者恒强的马太效应。作为中国医药流通行业的龙头，国药控股、上海医药、华润医药依托其现有的资源及网络渠道优势，将持续受益于行业资源整合。随着医疗器械、第三方医药物流、院内物流管理、智慧后勤等新兴业务的持续拓展，龙头企业的市占率仍有望进一步提升。此外，我们认为随着国企改革不断深化，龙头企业在规模不断提升的基础上，利润率、资本回报率等指标也将成为管理层的重要考核目标。受此影响，我们预期头部企业降本增效的成果将会逐步显现，经营效率和盈利能力将会呈现上升态势。

1.1 中国医药流通市场规模超 2.7 万亿人民币，2017-2022 年复合增长率 6.6%

医药流通公司主要从事药品和器械的分销业务。依托其覆盖全国的分销和配送网络，医药流通公司为上游的药品、器械耗材等产品制造商，及下游的医院、零售药房、基层医疗机构等客户提供分销、配送和其他增值服务。

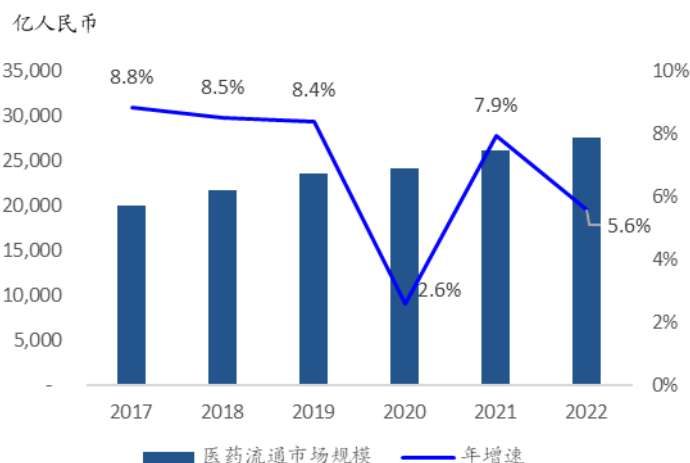
根据中国商务部统计，2022 年全国医药商品市场规模达到 27,516 亿人民币，同比增长 6.0%（扣除不可比因素），2017-2022 年的复合增长率为 6.6%。其中，药品批发市场规模 21,526 亿人民币，同比增长 5.4%；医药零售市场规模 5,990 亿人民币，同比增长 10.7%。

图1. 医药流通行业产业链



资料来源：HTI

图2. 中国医药流通市场规模及年增速，2017-2022



资料来源：中国商务部《2022 药品流通行业运行统计分析报告》，HTI

从过去 10 年医药流通市场的规模和增速来看，我们认为行业增速主要经历了两个阶段，分别为

1) 2012-2016 年：这一阶段的主要特点是高增速，随着中国医药市场的快速发展（国

家统计局数据显示，2012-2016 年全国卫生总费用支出的平均增速达到 13.3%)，医药流通市场发展迅猛，其中 2013 年医药流通市场规模增速同比达到了 16.7%。截至 2012 年底医药批发企业已经超过了 1.6 万家，此后逐步下降至 2016 年的 1.3 万家。

2) 2017-至今：2017 年 1 月，国药药监局推行“两票制”，即药品生产企业到流通企业开一次发票，流通企业到医疗机构开一次发票。“两票制”目的在于规范流通秩序、压缩流通环节、降低虚高药价。“两票制”将一批不符合规范的中小型流通企业挤出市场。市场规模增速相较于前五年有所下滑，龙头企业通过资源整合，行业集中度开始提升。

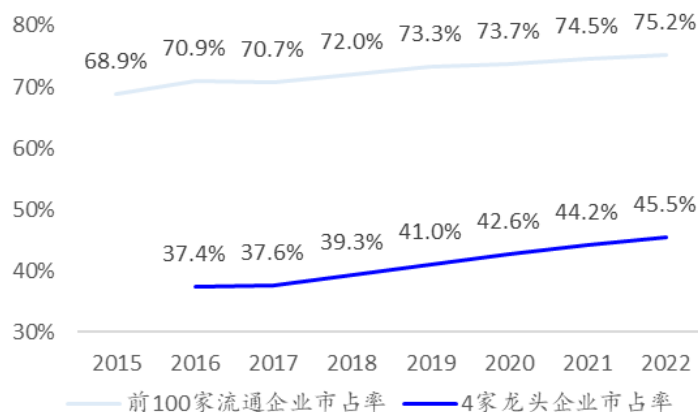
预计中国医药流通市场将持续稳健增长。我们认为，受“两票制”影响，医药流通行业的野蛮生长时代已经结束，医药流通公司正走在规范化发展的路上。考虑到医药市场具备较强的刚性消费属性，医药流通需求与宏观经济关联度较小，呈现出弱周期性特点。中国人口结构的变化，也为医药流通市的增长提供了稳定的市场环境。随着中国老龄化程度加深和对医疗保健重视程度的不断提升，我们预计医药流通市场会随全国卫生支出规模的扩大而同向增长。

1.2 龙头公司市占率不断提升，呈现强者恒强趋势

2015 年到 2022 年期间，中国医药流通企业数量均保持在 1.3-1.4 万家左右，而其中的绝大多数规模较小。2015 年到 2022 年期间，得益于“两票制”的施行，行业集中度呈现出上升趋势。医药流通行业的前 100 大公司市占率由 2015 年的 68.9%（按主营收入计算，下同）提升至 2022 年的 75.2%。其中，2017 年到 2022 年期间上升幅度较为明显，市占率共提升 4.5 个百分点。

医药流通市场的集中度还有上升空间，强者恒强，龙头公司是市场集中度提升的主力军。2017-2022 年期间，医药流通四家龙头企业的市占率由 37.6%提升至 45.5%。除头部公司外，2022 年中国流通行业排名第 5 到 100 位公司市占率加达到 29.7%。其中排名 5-20 位公司市占率加总达 19.5%，排名 21-100 位公司市占率加总仅有 10.2%。尽管如此，和发达国家的医药流通市场集中度相比仍有差距。如美国前三大流通商市占率由 2012 年的 87.0%提升到 2018 年的 95%（源：Drug Channels，“2019-20 Economic Report on Pharmaceutical Wholesalers and Specialty Distributors”），日本 2018 年前四大流通商市占率 74%。我们预计和发达国家相比，中国医药流通市场的集中度还有较大上升空间。2017 年到 2022 年期间，头部 100 家市占率提升 4.5 个百分点，而四家龙头企业市占率提升 7.9 个百分点，四家龙头企业市占率提升是行业集中度提升的核心驱动力。

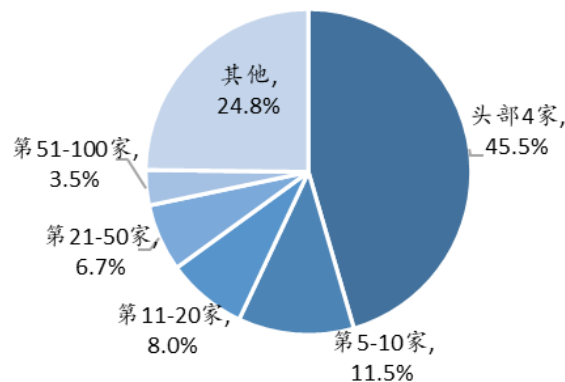
图3. 医药流通市场市占率，2015-2022



资料来源：中国商务部《药品流通行业运行统计分析报告》，HTI

注：2018 年真实数据未披露。

图4. 2022 年医药流通市场市占率



资料来源：中国商务部《2022 药品流通行业运行统计分析报告》，HTI

1.3 国企改革，提质增效是主旋律

国有企业深化改革正当时。近年来，随着习近平总书记提出的国企改革三年行动方案逐步落实，在形成更加成熟更加定型的中国特色现代企业制度和以管资本为主的国资监管体制取得明显成效，在推动国有经济布局优化和结构调整上取得明显成效，在提高国有企业活力和效率上取得明显成效。

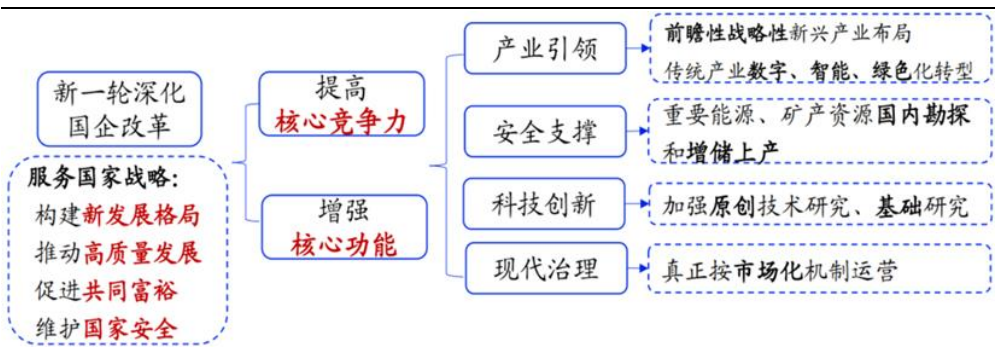
继部署实施国有企业改革三年行动之后，实施国有企业改革深化提升行动，是党中央站在党和国家工作大局的战略高度，面向新时代新征程作出的一项全局性、战略性重大决策部署。2024 年 2 月国资委会议强调，2024 年要不折不扣完成 70%以上主体任务。新一轮国企改革深化重点主要包括：一是提高核心竞争力，主要通过完善现代公司治理、提升科技创新能力来实现。二是增强核心功能，要努力为提高一体化国家战略体系和能力多作贡献。在此基础上，深化国企改革包含两层涵义：第一，增强国企的产业引领力。第二，提高国企的安全支撑力。

表1. 历史各阶段国企改革要点汇总

历史阶段	改革阶段	国企改革要点
1978-1998 年	经营管理方式改革	国企改革初期主要针对经营管理和经营制度进行改革，采用放权让利、建立现代企业制度等方式激活生产效率；
1999-2012 年	企业制度改革	国资监督管理体制改革时期，期间国资委设立，国企法人治理结构趋于完善；
2012-2020 年	国资监督管理体制改革	国企改革进入深化改革时期，分类改革、混合所有制改革等全面推进；
2020-2022 年	深化改革	国企改革三年行动方案更加强调改革落实，围绕提升经济竞争力、创新力、控制力等改革方向提出可衡量、可考核的目标要求；
2024 年	新一轮国改	按照国资委要求，今年要不折不扣完成 70%以上主体任务。当前央企、地方国企正全力以赴推进新一轮国企改革，加快布局战略性新兴产业、加大力度推进重组整合、深入推进价值创造成为改革重点任务。

资料来源：wind，《现代国企研究》公众号，HTI

表2. 新一轮国企改革的方向



资料来源：海通证券研究所《国企改革重点：有何变化？——国企研究系列一》，HTI

股权激励计划逐步落地，创新业态布局提升效能。国内头部流通公司通过股权激励、发展创新药、中药等创新业态、调整内部组织架构等方式，积极响应国企改革号召，提升效能。国药控股、上海医药及华润医药旗下子公司先后出台股权激励计划，为业绩高速增长提供较大确定性。创新业务发展方面，流通国企有望通过在医药产业链上下游进行创新业务布局，充分发挥渠道优势。上海医药和华润医药在化药、创新药、中药领域均有布局，国药在医药制药业务刚刚起步。上海医药积极开展南北板块整合，提升公司一体化水平，以期望实现经营效率提升的目标。

表3. 华润医药、上海医药、国药控股对比

指标	华润医药	国药控股	上海医药
2023 年收入	2459 亿人民币	5966 亿人民币	2603 亿人民币
2023 年归母净利润/率	38.5 亿人民币/1.57%	90.5 亿人民币/1.52%	37.7 亿人民币/1.45%
创新药	• 华润双鹤打造抗肿瘤和抗病毒创新技术平台。 • 深圳研究所运行良好，具有生物创新药和化学创新药两大研发平台。 • 管线仍处于早期。	• 旗下联营企业国药现代大力推进科技创新，坚持实施“创新驱动发展”战略，采取“仿创结合、以仿为主”策略。	• 截至 2023 年共有 68 个创新药在研临床管线，其中 7 项处于关键性临床研究或 III 期阶段，3 款产品上市。
中药	• 旗下拥有华润三九、江中药业、东阿阿胶、昆药集团等多家涵盖中药业务的子公司。 • 不断加强中药业务全产业链发展，丰富产品结构，拓展产品品类，巩固CHC龙头优势。 • 销售收入占工业收入约 49%。		• 拥有 7 个核心中药企业、6 个中华老字号品牌。 • 引入云南白药作为战略投资人，对中药大健康产品进行开发，并进一步丰富上游中药材生产的布局。 • 对特色中药产品进行二次开发。 • 2023 年销售收入占工业收入约 37%。
股权激励	• 旗下子公司江中药业、华润三九、华润双鹤于 2021 年陆续推出为期 3 年的股权激励计划。 • 东阿阿胶于 2024 年推出股权激励。	• 公司于 2016 年推出股权激励，第一期计划于 2018 年开始，2020 年结束，为期 3 年。	• 公司于 2019 年推出为期 5 年的股权激励计划。

资料来源：公司年报；公司官网；中国商务部，HTI

2. 上海医药：医药商业稳居前三，医药工业即将发力

上海医药主要发展历程

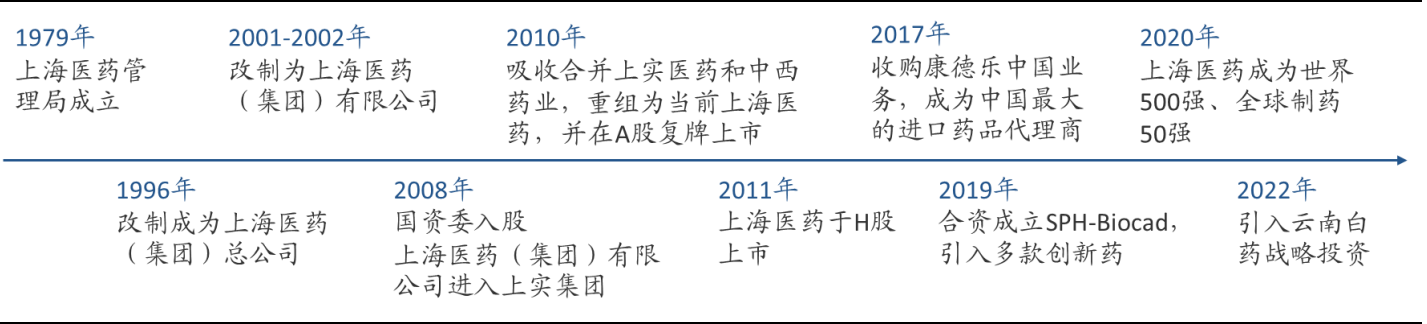
上海医药前身为 1979 年成立的上海市医药管理局。1996 年政企分开，原医药管理局改制成为上海医药（集团）总公司，2001 年改制为上海医药（集团）有限公司。2008 年上海医药（集团）有限公司进入上实集团；2010 年上实集团和上海医药（集团）有限公司进行医药资产重组，重组后上海医药集团股份有限公司（即上海医药）在 A 股市场上市，随后 2011 年完成 H 股上市。

拓展华北市场：上海医药 A 股上市后，于 2011 年以 36 亿人民币收购中信医药（随后更名为上药科园信海）。该收购成为上海医药向华北地区拓展的重要布局。

成为中国最大的进口药品代理商：2017 年，上海医药再次以 5.76 亿美元收购康德乐中国业务。彼时，康德乐中国是中国第八大药品分销商，直接覆盖全国 13 个重点城市，次级网络覆盖 322 座城市，服务近 11000 家医疗机构。收购完成后，上海医药成为中国最大的进口药品代理商。该收购是中国医药流通市场前十名间发生的首次收并购事件。

引入云南白药（000538.CH）作为战略投资者：2022 年上海医药以非公开发行 A 股股票的方式引入云南白药作为公司战略投资者，募资总额约 140 亿人民币；云南白药成为上海医药第二大股东。双方将在中医药、大健康、医药商业等领域协同发展，合作共赢。

图5. 上海医药主要里程碑

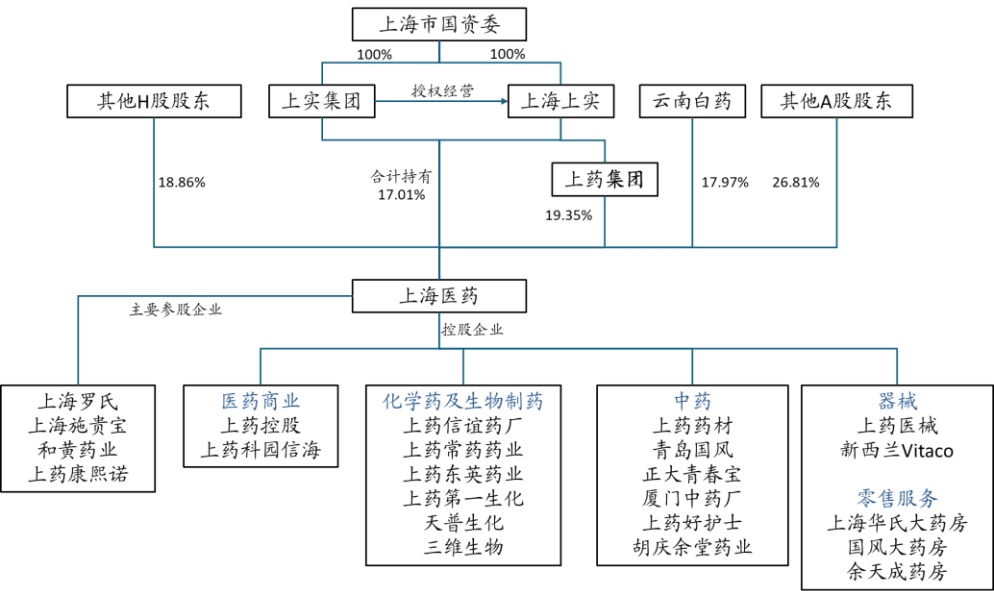


资料来源：上海医药公司年报，HTI

上海医药股权结构

上海国资委为实控人，云南白药为第二大股东。截至 2023 年底，上海医药实际控制人为上海市国资委，上海市国资委通过上实集团和上海上实直接和间接持有上海医药 28.6% 的股份（上海上实通过持有 60.0% 上药集团股份，间接持有上海医药 19.4% 的股份）。云南白药 2022 年战略投资上海医药后，成为上海医药第二大股东。

图6. 截至 2023 年底上海医药股权结构图



资料来源：上海医药公司年报，HTI

医药商业稳定增长+医药工业迎来收获期

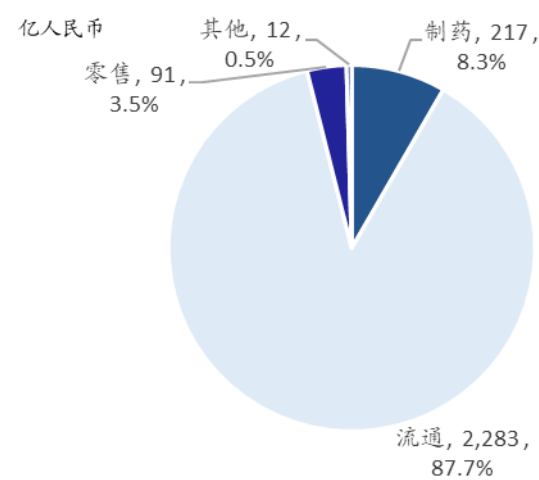
上海医药业务主要分为两大部分，分别为医药商业（流通业务+零售业务）板块和医药工业板块（制药业务）。2023 年上海医药实现总体营业收入 2,603 亿人民币，同比增长 12.2%。其中，医药流通收入达 2,338 亿人民币，占总收入的 89.8%；医药零售收入 91 亿人民币，占总收入的 3.5%；医药工业收入 263 亿人民币，占总收入的 10.1%；内部业务抵消 106 亿，占总收入的-4.1%。按对外销售口径计算，医药流通收入 2,283 亿人民币，占总收入的 87.7%；医药零售收入 91 亿人民币，占总收入的 3.5%；医药工业收入 217 亿人民币，占总收入的 8.3%。

图7. 上海医药总收入及增速，2013-2023



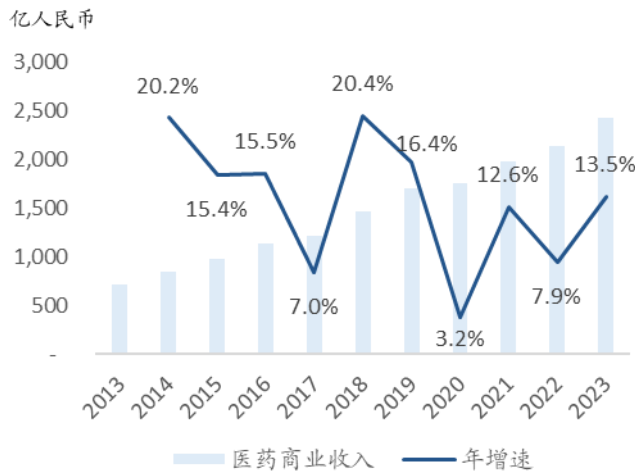
资料来源：wind，HTI

图8. 上海医药收入拆分 2023（按对外销售口径）



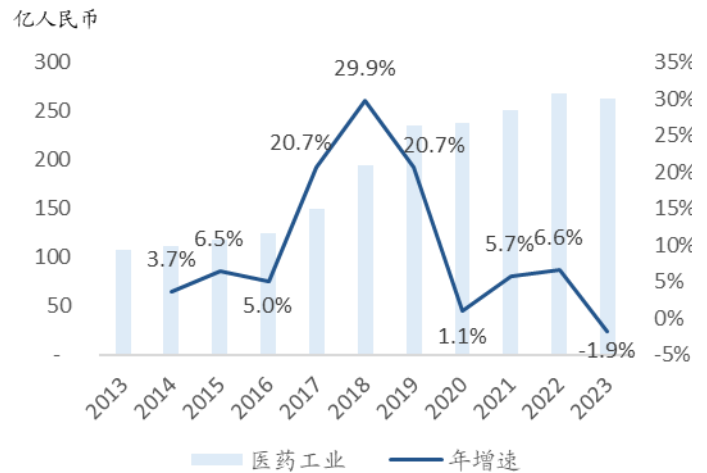
资料来源：wind，HTI

图9. 医药商业收入及增速，2013-2023



资料来源: wind, HTI

图10. 医药工业收入及增速，2013-2023



资料来源: wind, HTI

2.1 医药商业：短期受益于创新业务，中长期看好市占率提升+运营效率提升

截至 2023 年，上海医药是中国第二大全国性医药流通企业，上海医药分销网络覆盖全国 31 个省、直辖市及自治区，覆盖各类医疗机构超过 3.2 万家，零售网络分布在全国 16 个省区市，零售药房总数超过 2,000 家。2018 年收购康德乐中国后，上海医药成为国内头部进口创新药品代理商、国内头部进口疫苗代理商。

我们认为上海医药将会保持其在医药流通领域的领先地位，公司医药商业板块短期将受益于商业板块的创新业务，包括：1）上海医药为创新药、进口药代理提供全生命周期服务，创新药分销收入有望保持高速增长；2）CSO 服务快速增长。中长期来看，我们预期上海医药 1）通过“内生+并购”的方式持续提升上海医药在流通市场的市占率；2）通过医药商业南北板块整合战略，进一步强化公司运营控制能力，提高经营效率。

2.1.1 短期受益于商业创新业务发展

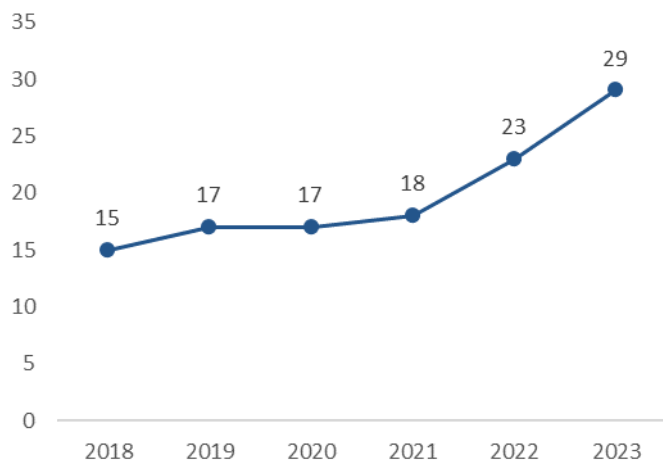
合约销售（CSO）服务快速增长

与赛诺菲达成超 50 亿人民币合作，CSO 业务有望迎来大爆发。2016 年上海医药与拜耳共同探索跨国药企在中国的 CSO 业务模式，该合作延续至今，并于 2023 年实现销售收入超 10 亿人民币。2023 年底，上海医药与赛诺菲达成战略合作，该合作涉及重点疾病领域的 20 多个产品（多数为已过专利期、带量采购的品种），合约规模超 50 亿人民币。2023 年上海医药 CSO 业务实现销售约 29 亿人民币，同比增幅约 50%。2024 年第一季度，CSO 收入同比大增 128%至 17 亿人民币。我们预计，基于与赛诺菲合作的增量，2024 年上海医药 CSO 业务将会迎来大爆发。此外，与赛诺菲的合作也体现了上海医药在医药流通领域丰富的业务经验和严谨的合规管理，为未来上海医药赢得更多跨国药企 CSO 服务订单打下坚实基础。

创新药、进口药全生命周期服务

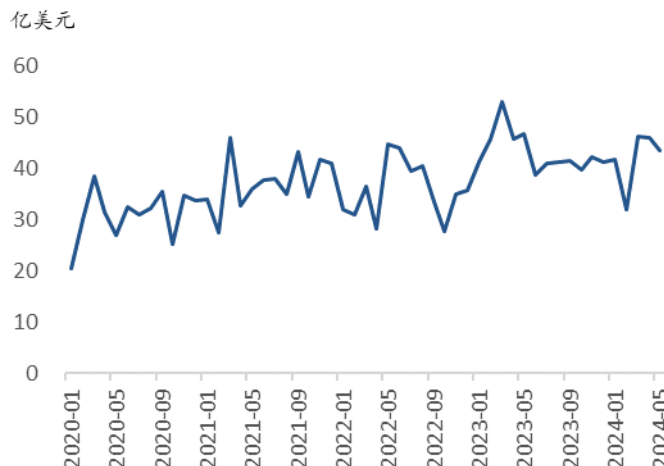
中国进口总代龙头，为海外药企提供一站式服务。2018 年上海医药收购康德乐中国业务后，进一步强化了上海医药在药品流通领域的领先地位，成为中国最大的进口产品代理商。康德乐服务众多跨国药企，2018 年其进口产品分销收入占有所有药品销售收入的 55%，在收购前康德乐在中国医药流通市场排名第八。收购康德乐中国业务后，上海医药着力打造进口创新药的全生命周期服务平台，为全球医药企业创新产品提供涵盖上市前合作、进出口服务、全国分销、创新增值四大领域的全供应链一站式管理服务。2023 年上海医药全年成功引入进口总代品种达 29 个，2024 年第一季度成功引进 4 个进口总代品种。

图11. 上海医药年度进口总代品种数量，2018-2023



资料来源：上海医药年报，HTI

图12. 中国医药材及药品进口金额，2020.01-2024.05



资料来源：wind，HTI

除海外进口总代产品外，上海医药也为国产创新药产品在中国市场提供了全生命周期服务，包括上市前营销、一体化供应链、高值药品直送（DTP）、创新支付等一揽子打包服务。

上药云健康+镁信健康解决创新药患者可及性和支付难题。在创新支付方面，2015 年上海医药成立上药云健康。上药云健康是“互联网+”医药商业科技平台，为患者提供以电子处方+云药房为基础的普慢药“互联网+”服务，为创新药上市后存在的可及性问题提供解决方案。截至 2023 年末，上药云健康拥有超 200 家 DTP 药房及授权院边店，覆盖全国 25 省 66 市，累计服务超 300 家跨国和本土药企。根据上药云健康介绍，该平台是 80%创新药全国首单落地的第一选择，创新药覆盖率达 90%。在支付端，上海医药采用“药险”联动的模式，2017 年上药云健康作为战略股东孵化镁信健康。随后镁信健康推出了多样化的普惠健康险与各类医疗健康福利及服务。截至 2023 年底累计服务保单量近 2.5 亿张，覆盖中国 70%上市创新药，在全国 150+座城市实现医疗保障覆盖。

在上海医药全生命周期管理的战略下，2024 年一季度上海医药的商业流通板块创新药服务收入同比增幅约 33%，2023 年上半年同比增长 24%，2022 年同比增长 15%，创新药服务收入增速超过医药商业板块增速。我们预期上海医药凭借其在创新药、进口药领域多年的服务经验以及与海外头部企业建立起的紧密合作关系，创新药全生命周期服务将会是医药商业板块的重要驱动力。

2.1.2 中长期看好上海医药市占率提升+经营效率提升

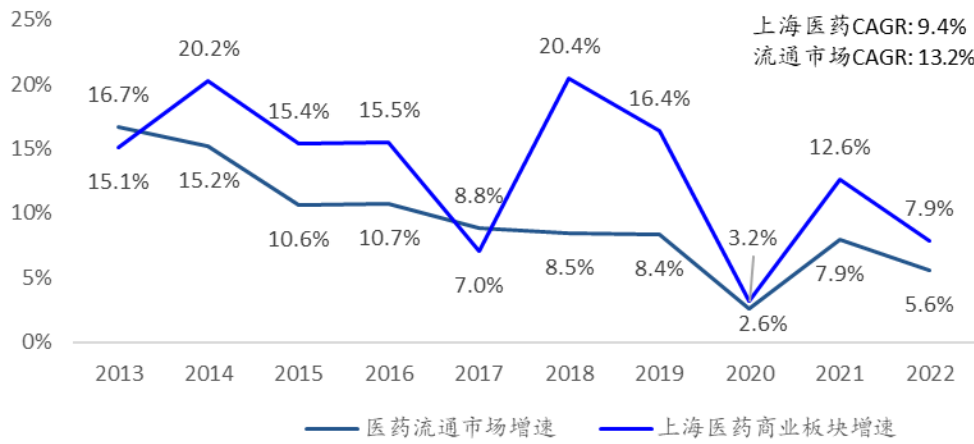
“内生+并购”，上海医药市占率持续提升

回看上海医药商业板块过去 10 年的发展，我们发现内生增长和外延式并购是公司在医药流通市场占有率快速提升的主要原因。一方面，强大的物流体系是上海医药内生增长的重要保障：上海医药以长三角为起点，随后向珠三角（广州、中山）、京津冀地区快速扩展，近年来先后进入云南、四川，随着上药贵州、上药遵义的设立，大西南布局也基本完成，目前已经具备了覆盖全国 31 个省份的强大医药物流网络，满足了中国医药市场快速扩容所带来的药品、医疗器械物流需求。凭借上述强大的物流网络，上海医药在多个省市被当地政府确定为政府应急储备药品定点储备、配送单位。另一方面，上海医药充足的在手现金既保障了物流业务开展过程中的资金周转需求，又为潜在收并购机会提供了支持。

从内生增长来看，2013 年到 2022 年期间，上海医药凭借其强大的医药物流网络和完

善的供应链服务能力，公司商业板块复合增长率为 13.2%，高于医药流通行业 2013-2022 年 9.4%的复合增长率。

图13.上海医药流通业务收入增速 vs 医药流通市场增速



资料来源：上海医药公司年报，HTI

外延并购方面来看，从 2016 年到 2023 年，上海医药在医药流通市场积极寻找潜在收购标的。上海医药通过并购的方式，快速获取当地物流仓储网络，是快速拓展新市场的有效手段。

表4. 上海医药流通领域主要收并购

时间	收购标的	金额（亿人民币）	收购后上药持股比例
2023 年	正大天晴商业板块	未披露	
	-连云港正大天晴医药		-连云港天晴: 100%
	-苏州天晴兴卫医药		-苏州天晴: 68%
	-浙江天晴中卫医药		-浙江天晴: 100%
	湖南润吉药业	1.49	51%
2022 年	上药罗欣医药(山东)	4.15	70%
2021 年	江苏省润天生化医药	3.60	60%
2020 年	四川省国嘉医药科技	16.93	51%
2018 年	辽宁省医贸公司	2.48	52%
	上药控股安徽有限公司	2.30	41%
	江苏大众药物物流	3.00	100%
	四川省国嘉医药科技	2.19	10%
	康德乐中国	5.86 亿美元	100%
2017 年	四川神宇医药	2.97	51%
	徐州医药股份	5.79	99%
2016 年	南通苏博大药房	未披露	100%
	北京鹤安长泰大药房	未披露	未披露
	云南上药医药	1.47	70%
	上药科园信海黑龙江医药	未披露	未披露
	上药控股江西上饶医药	未披露	未披露

资料来源：上海医药年报，HTI

资金周转能力较好，主营业务中地域协同性强、流通业务收入占比高的公司被收购可能性大。中长期来看，我们认为上海医药会持续关注医药流通市场的潜在收并购标的，并通过收并购的方式持续提升上海医药的市场份额。市场份额和收入规模来看，头部四家公司与排名 5-10 名公司已经拉开一定差距。我们认为，头部四家流通公司不会出现彼此之间的收并购，其余潜在被收购标的应具备以下特征：1）具备较好的资金周转能力，所在地区医保资金压力相对较小，确保被收购标的不拖累上海医药的资金周转效率；2）与上海医药在地域上有一定协同性或可以快速拓展新市场；3）主营业务中流通业务占比较大，工业收入占比较小（工业收入占比较高，管理层出于其他战略考虑，会降低其被收购的意愿，如华东医药等）。

表5. 医药流通企业主营业务收入排名，2020-2023

排名	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2023 年总收入 (亿人民币)
1	国药控股	国药控股	国药控股	国药控股	5,966
2	上海医药	上海医药	上海医药	上海医药	2,603
3	华润医药	华润医药	华润医药	华润医药	2,447
4	九州通	九州通	九州通	九州通	1,501
5	重药控股	重药控股	重药控股	重药控股	801
6	广州医药	广州医药	南京医药	南京医药	536
7	深圳海王生物工程	南京医药	广州医药	广州医药	526
8	南京医药	深圳海王生物工程	深圳海王生物工程	华东医药	406
9	华东医药	华东医药	华东医药	中国医药健康产业	388
10	安徽华源医药	浙江英特集团	中国医药健康产业	深圳海王生物工程	364

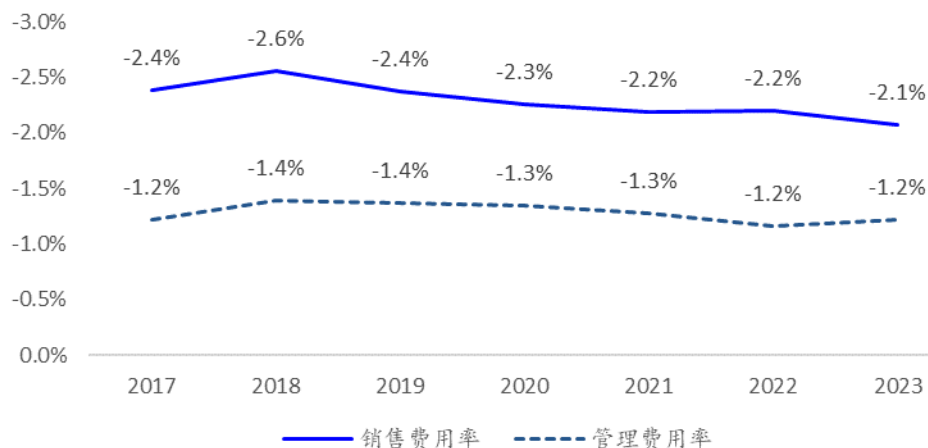
资料来源：中国医药商业协会，wind, HTI

我们认为流通市场强者恒强的格局会延续，上海医药在药品进口分销、药品全生命周期管理、医疗健康保险、高端耗材、高值药品直送及院内物流服务等领域具备强大的产业竞争力，是上海医药保持内生高增速的重要支撑。近期重点发力的 CSO 业务在拉动流通整体收入规模的同时，较高的毛利率还有望改善商业板块整体利润水平。外延并购方面，截至 2024 年一季度上海医药在收现金达 300 亿人民币，具备进行收并购的资金基础。我们看好上海医药通过内生增长和外延并购的方式，不断提升其在医药流通领域的市占率。

国企改革深化，医药商业南北板块整合，进一步提高经营效率。

自 2019 年新一轮国企改革以来，降本增效、提高运营效率成为上海医药重要的运营管理方向。从过去 5 年的上海医药流通业务的费用率来看，已经取得了较好的成效。流通业务的销售费用率由 2018 年的 2.6%降低至 2023 年的 2.1%，管理费用率由 2018 年的 1.4%降低至 2023 年的 1.2%。我们认为费用率的改善主要得益于管理层在内部降本增效方面采取的措施。

图14.上海医药流通业务费用率变化，2017-2023



资料来源：上海医药公司年报，HTI

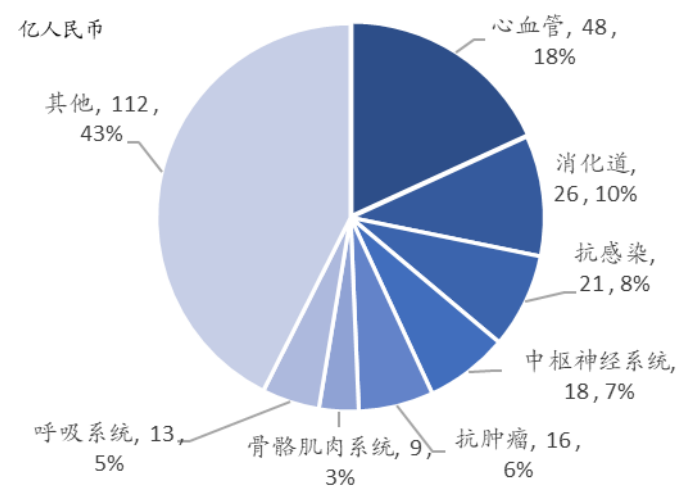
2023年8月上海医药启动商业板块南北平台整合项目，主要为应对行业大集中大竞争变革，提升医药商业板块整体实力，实现一体化经营。该整合项目的核心目标是提升上海医药整体盈利能力，降低运营成本。通过内部整合。该方案将围绕“组织一体、业务一体、管理一体”制定具体落地方案，希望打造成“国家级现代医药供应链服务平台”。目前上海医药流通业务主要由两家子公司（上药控股和科园信海）来完成，管理层预期将通过上药控股吸收科园信海的方式，成立省级管理平台。2024年将从江苏、浙江、安徽等省份开始不断打造省级品牌。

短期可能有整合期阵痛，中长期利好运营管理效率提升。我们认为，组织人员架构整合速度相对会比较快完成，地方管理层将会通过择优方式选择，人员架构和业务开展模式上不会有大规模调整，这部分整合难度相对较低。另一方面，我们认为管理系统一体化、仓储物流系统一体化、财务体系一体化等将会需要较长时间完成，主要是考虑到此前上海医药收购较多，各经营主体之间管理系统、财务系统口径可能存在差异，仓储物流管理系统研发投入时间较长等因素。我们预期全面完成南北整合的时间点可能会在2025年到2026年。值得关注的是，上海医药具备较强的整合管理经验，从康德乐中国业务整合情况来看，康德乐中国整合后，净利润提升大约1个百分点（考虑到流通业务净利润水平在2%-4%左右，1个百分点提升较为显著）。中长期来看，我们认为南北整合将进一步强化上海医药在医药商业的运营管控，实现决策与授权体系、运营体系、信息系统、物流、人才与激励、财务体系等的统一，发挥南北优势，扩大产业协同，提升运营效率。

2.2 医药工业：迎来收获期，创新药、中药是增长引擎

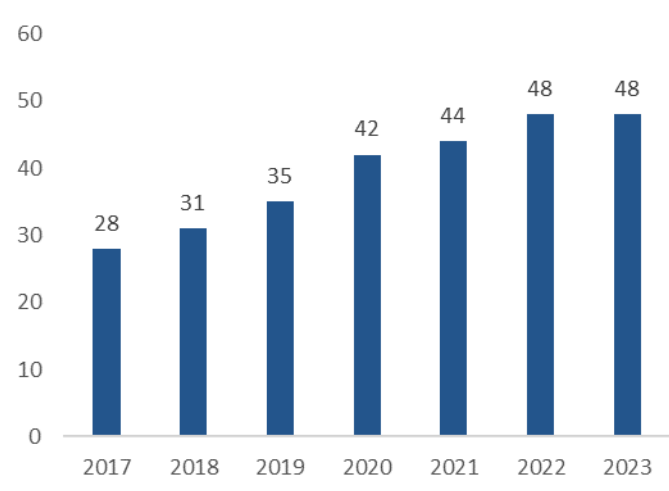
上海医药工业制造覆盖化学和生物药品、现代中药和保健品、医疗器械等范围，聚焦抗肿瘤、心脑血管、精神神经、抗感染、自身免疫、消化代谢和呼吸系统七大治疗领域。上海医药在国内12个省市以及海外建有药品生产基地，常年生产约700个药品品种，20多种剂型。2023年上海医药工业板块过亿产品达到48个，与2022年持平；60个重点品种销售收入149亿人民币，同比下降5.0%。

图15. 2023 年上海医药工业收入按治疗领域划分



资料来源：上海医药年报，HTI

图16. 上海医药全年销售过亿产品数量，2017-2023



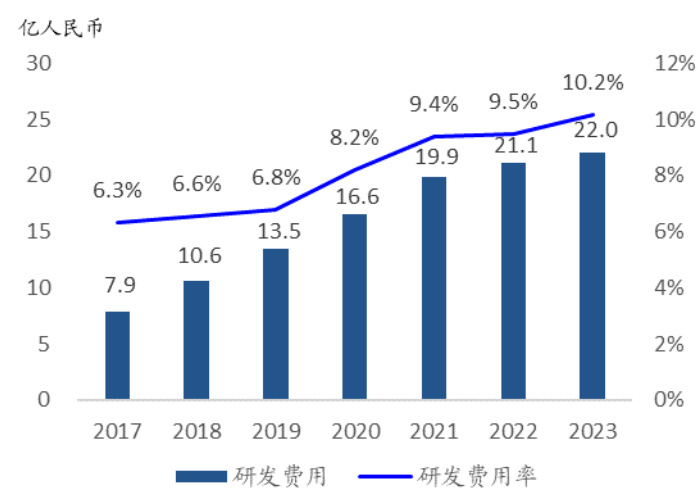
资料来源：上海医药年报，HTI

创新药迎来收获期，中药“大品牌”战略创造增量。上海医药的医药工业板块收入主要可以分为三个主要分布，分别为创新药产品、中药产品和仿制药产品。从收入贡献角度来看，我们认为，1) 创新药产品 2024 年能够为上海医药带来的收入增量贡献仍然比较有限，创新药产品上市并纳入医保后，预期能在 2025 年及未来带来更显著的收入增量贡献。当前阶段正处在创新药发力前夕，2025 年创新药收入贡献将快速提升。2) 中药实施“大品牌+大品种”战略带来持续收入增量贡献。3) 受去年多霉茵素 B 降价影响，2024 年仿制药板块收入会小幅下滑，2025 年后逐步恢复并提供稳定的现金流。

2.2.1 创新药：2024 年增量贡献有限，期待 2024 年后集中发力

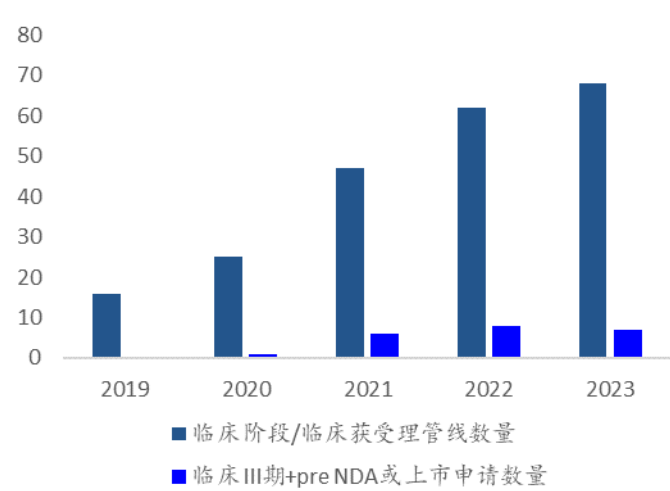
2017 年到 2023 年期间，上海医药在医药工业领域的研发费用显著提升，由 2017 年的 7.9 亿人民币提升至 2023 年的 22.0 亿人民币（2023 年研发投入总计 26.0 亿人民币）。研发费用率（研发费用/医药工业对外收入）由 2017 年的 6.3% 提升至 2023 年的 10.2%。截至 2023 年底，上海医药已有安柯瑞（重组人 5 型腺病毒）、凯力康（尤瑞克林）、培菲康（双歧杆菌三联活菌）3 款创新药，兰索拉唑碳酸氢钠 1 款改良型新药上市。在研管线方面，截至 2023 年底，上海医药共有 68 个已经获批临床/临床申请获受理项目（按适应症计算），其中创新药 55 项，改良型新药 13 项。在创新药管线中，已有 3 项提交上市前沟通（pre-NDA）或上市申请（NDA），分别为 X842，I001 和 SRD4610，4 项处于关键性研究或临床 III 期阶段。我们预期随着管线推进，2025 年后，每年至少有 1-2 个创新药产品上市为上海医药贡献收入增量。

图17. 上海医药研发费用及研发费用率，2017-2023



资料来源：上海医药年报，HTI

图18. 上海医药研发管线数量 2019-2023



资料来源：上海医药年报，HTI

表6. 上海医药临床 III 期，pre-NDA/NDA 阶段项目，截至 2023 年底

	药品名/代号	治疗领域	适应症	研发阶段
1	X842	消化代谢	反流性食管炎	NDA
2	I001	心血管	原发性轻、中度高血压	NDA
3	SRD4610	精神神经	肌萎缩侧索硬化症	pre-NDA
4	BCD-100	抗肿瘤	宫颈癌	临床 III 期
5	BCD-100	抗肿瘤	非小细胞肺癌	临床 III 期
6	BCD-085	自身免疫	银屑病	临床 III 期
7	BCD-085	自身免疫	强直性脊柱炎	临床 III 期

资料来源：上海医药年报，HTI

X842: 2021 年上海医药以不超过 6.9 亿人民币取得 X842 原料药及制剂在中国区域的独家委托生产和所有适应症的工业销售权。X842 是新一代钾离子竞争性酸阻断剂（P-CAB）口服药物。X842 反流性食管炎适应症的上市申请已于 2023 年 2 月获受理。该类药物为竞争性阻断 H-K-ATP 酶中的钾离子活性，具有起效迅速、抑酸作用强且持久、疗效个体间差异不显著、不良反应少等优点。目前，P-CAB 已在中国胃食管反流病（GERD）专家共识中与质子泵抑制剂（PPI）一并成为治疗 GERD 的首选药物，有望打破抑酸市场 PPI 一家独大的局面。IQVIA 数据显示，2022 年传统 PPI 类产品销量总计达 130 亿人民币，2023 年总计达 115 亿人民币（P-CAB 约 6.8 亿人民币）。目前已上市产品包括伏诺拉生片、替戈拉生片和凯普拉生片，且均已进入医保目录。上海医药的 X842 有望成为中国上市的第四款 P-CAB 类产品。

表7. 中国 P-CAB 市场已上市和提交上市产品情况

	药品名	药企	中国上市时间	进入医保时间
1	伏诺拉生片	武田制药	2019 年	2020 年
2	替戈拉生片	罗欣药业	2022 年	2022 年
3	凯普拉生片	复星医药/柯菲平医药	2023 年	2023 年
4	X842	上海医药	NDA 获受理（2023 年 2 月）	
5	非苏拉赞	扬子江药业	NDA 获受理（2023 年 6 月）	

资料来源：HTI

我们预计 X842 获批上市，期待 2025 年进入医保后加速放量。我们预期，X842 会在 2024 年下半年获批上市。根据 2024 年医保药品目录调整征求意见，2024 年 6 月 30 日后上市的产品不能参与 2024 年医保谈判。考虑到抑酸市场较为激烈的市场竞争格局，X842 在未纳入医保目录前，放量速度会比较有限。但我们仍然看好纳入医保后，X842 凭借其起效迅速、抑酸作用强且持久的特点，有望快速放量。

I001: I001 是新一代口服非肽类小分子肾素抑制剂，目前已有 3 个适应症处于临床试验中后阶段。其中针对高血压适应症的上市申请已于 2023 年 6 月获受理，目前统计结果显示主要终点已达到，有望为广大的轻、中度高血压患者提供更丰富的治疗手段。I001 对炎症性肠病和糖尿病肾病两项适应症正积极开展入组。我们预期 I001 会在 2025 年上半年获批，有机会参与明年医保谈判。

SRD4610: SRD4610 是一款罕见病，用于治疗肌萎缩侧索硬化症（ALS），目前该产品已经提交上市申请。国内 ALS 治疗药物仅有利鲁唑与依达拉奉，患者治疗需求还未得到满足。我们预期 SRD4610 会在 2025 年下半年获批。

医药商业创新业务与医药工业板块产能协同，助力创新药加速放量。医药商业板块的创新药一站式服务能够为工业板块新上市产品提供包括前期市场营销、供应链服务、高值药品直送、线上线下支付、商业医保服务等一揽子打包服务。我们预计，随着医药工业板块中的创新产品逐步上市，上海医药的医药商业板块与医药工业板块之间的协同效应会逐步显现，有望利好创新产品上市后快速进入市场放量。

2.2.2 中药：品牌重塑带来第二增长曲线

2023 年中药板块实现收入 98.2 亿人民币，同比增长 10.3%，占 2023 年医药工业收入的 37.4%，较 2022 年的 33.3% 有小幅提升。2024 年一季度中药板块收入同比增速依然强劲。上海医药在中药板块上采取大品牌+大品种策略。上海医药当前共拥有 1）六神丸、八宝丹、麝香保心丸三个国家保密配方；2）雷允上、国风、青春宝、好护士、胡庆余堂、厦门中药厂以及合资企业和黄药业七家中成药工业百强企业；以及 3）“雷氏”，“龙虎”，“宏仁堂”，“余天成”，“鼎炉”“神象”六个中华老字号品牌。

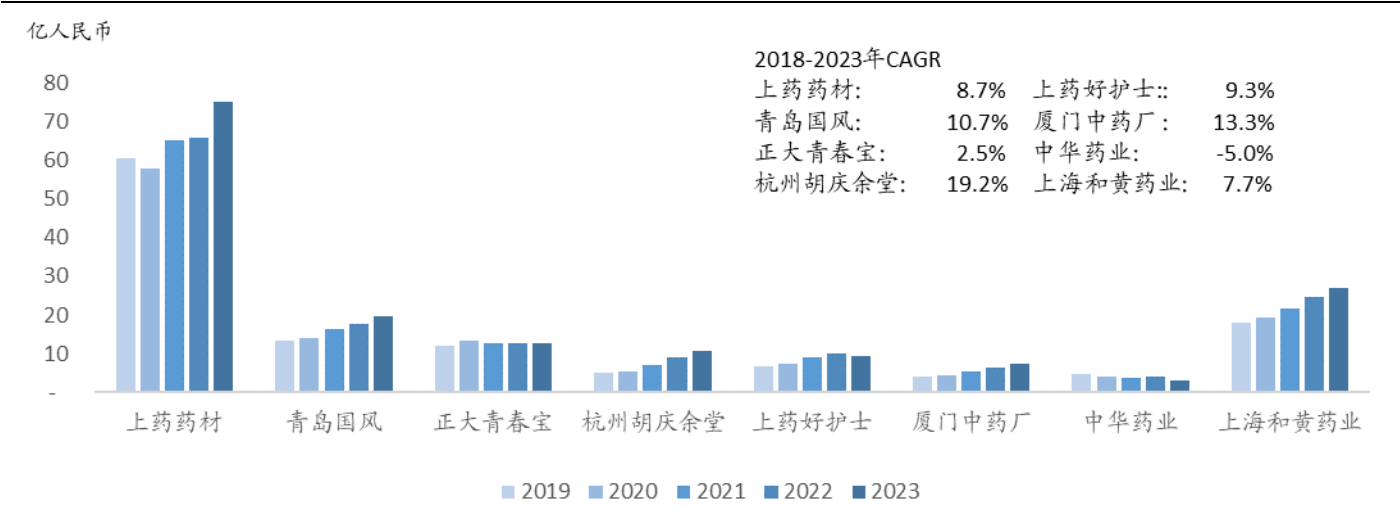
表8. 上海医药中药重点品牌及产品

公司	重点品牌	主要产品
上海雷允上药业	雷氏	国家级非遗项目六神丸（国家保密配方），银杏酮酯系列，巴布膏系列
上海中华药业	龙虎	龙虎人丹，龙虎清凉油
杭州胡庆余堂	胡庆余堂	胃复春，强力枇杷露，安宫牛黄丸
正大青春宝药业	正大青春宝	冠心宁，抗衰老片，参麦注射液，丹参注射液
厦门中药厂	鼎炉	八宝丹（国家保密配方），新癪片，六味地黄丸
上药好护士	苍松	乳癖消片、瘀血痹胶囊
和黄药业		麝香保心丸（国家保密配方），胆宁片，正气片，生脉注射液
青岛国风		养心氏片

资料来源：上海医药及子公司官方网站，HTI

“大品牌+大品种”战略已初现成效，预期通过二次开发，多渠道运营，核心品种还有放量空间。过去五年除上海中华药业外，其余上海医药中药子公司（合营公司）均实现正增长。其中青岛国风（养心氏片）、胡庆余堂（胃复春）、厦门中药厂（八宝丹）的年收入增长超过 10%，是过去几年公司在大品牌开发战略成效的体现。和黄药业 2018-2023 年年收入增速达到 7.7%，主要得益于其核心产品麝香保心丸的增长，是大品种二次开发战略成效的体现。我们认为上海医药的品牌复苏战略将选择组分较为清晰、可以做循证医学的品种做二次开发，通过线上线下的多渠道销售模式，提升终端覆盖，持续拓展销售渠道。如六神丸、胃复春、冠心宁、养心氏片、麝香保心丸等核心中药品种还有增量空间。

图19.上海医药主要中药子公司、合营公司收入，2019-2023



资料来源：上海医药年报，HTI

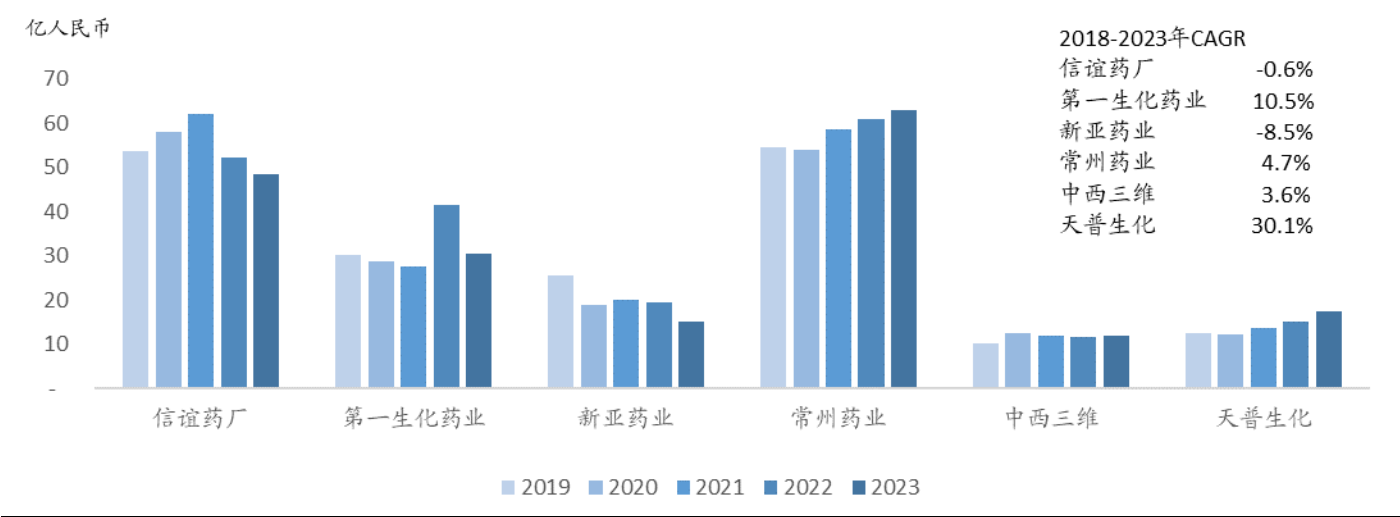
注：和黄药业为合营公司，上海医药持有其 50%的股权。

云南白药作为上海医药战略投资者，将为上海医药提供优质的中药材保障。云南白药构建的中药材产业平台提供长期稳定且优质可溯的三七、重楼、红花、茯苓、当归、木香等云南中药材。2023 年上海医药从云南白药采购三七、红花、当归等品种，采购规模已经超过 2,000 万人民币。另一方面，云南白药自上药药材采购人工麝香等品种。逐步建立起的规模化双向采购保证了双方中药材供应链的稳定。我们认为在当前在中药材价格普涨、2023 年康美中药材价格指数同比上涨 17.3%的背景下（数据来源：康美中国中药材价格指数网），与云南白药的合作在保障供给的同时，中药材成本也会更为可控。

2.2.3 仿制药：2024 年收入承压，后续提供稳定现金流

集采压力逐步释放，仿制药提供稳定现金流。自 2018 年“4+7”带量采购（集采）以来，累计开展九批十轮国家集采，共纳入 374 个品种，带量采购制度已逐步实现常态化、制度化。2024 年 6 月，《深化医药卫生体制改革 2024 年重点工作任务》明确指出，2024 年在国家层面至少开展一批药品和一批高值医用耗材集采，预计到今年年底，各地国家和省级集采药品将累计达到 500 个，提前完成“十四五”规划的目标任务。2023 年上海医药有 13 个品种（16 个品规）通过了仿制药治疗和疗效一致性评价，总计过评产品增加到了 60 个品种（87 个品规）。我们认为随着“十四五”规划的目标完成在即，集采对于仿制药的影响正在逐步出清。我们预期 2024 年仿制药业务受多霉毒素 B 降价的影响，会呈现出下滑的趋势。2025 年后仿制药业务收入会趋于稳定，并为上海医药提供稳定的现金流。

图20.上海医药主要仿制药子公司收入，2019-2023



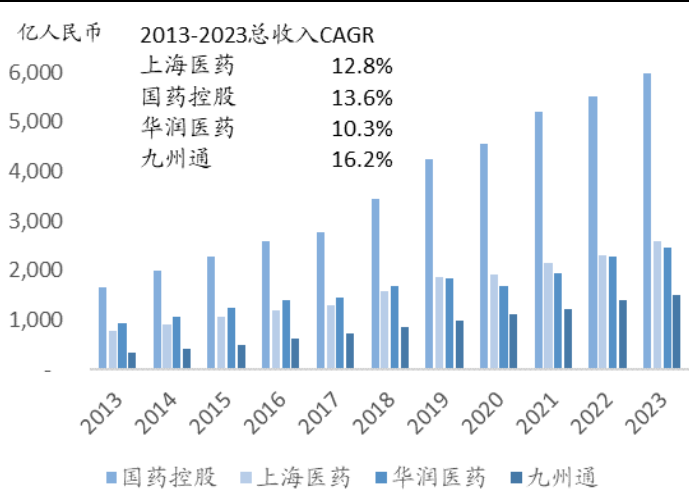
资料来源：上海医药年报，HTI

3. 财务分析与竞争对手比较

总收入、流通业务收入及增速比较

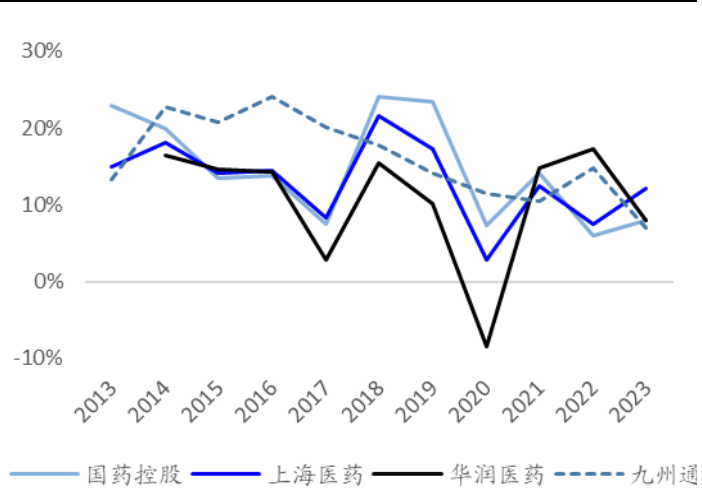
2013 年到 2023 年，上海医药收入规模由 782 亿人民币提升至 2,603 亿人民币，对应 2013 年到 2023 年总收入复合增长率（CAGR）12.8%，增速排在头部四家流通公司的第三位。其中 2023 年上海医药总收入增速同比达到 12.2%，高于其他三家的 6.9%-8.0%。2018 年上海医药收入同比增速较快达到 21.6%，主要是因为上海医药当年收购了康德乐中国业务带来的收入增量。

图21. 四家龙头流通公司总收入规模比较，2013-2023



资料来源：wind，HTI

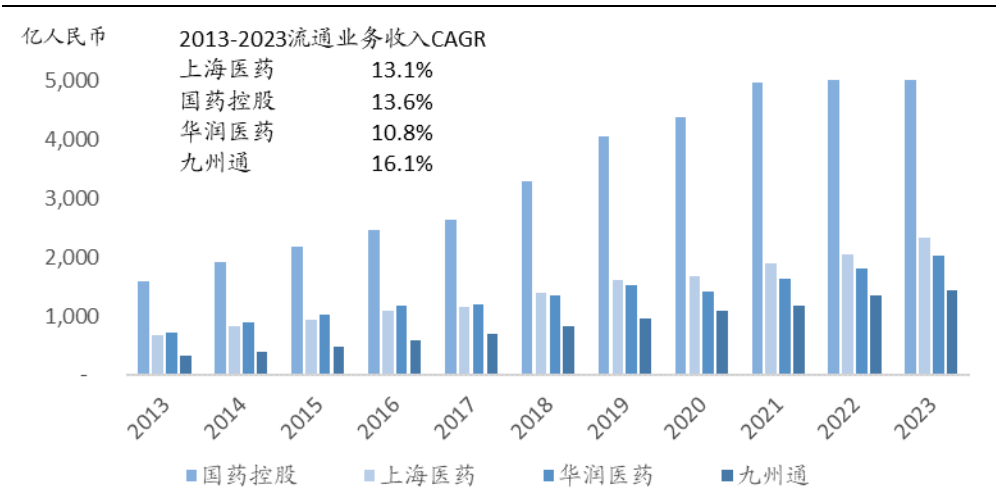
图22. 四家龙头流通公司总收入年增速比较，2013-2023



资料来源：wind，HTI

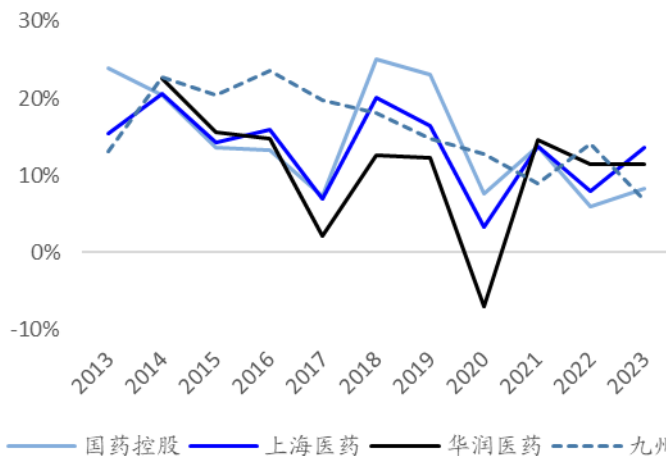
2023 年上海医药实现医药流通业务收入 2,338 亿人民币，2013 年到 2023 年期间，流通收入 CAGR 为 13.1%，增速排在四家流通龙头企业的第三位。从收入规模上看，国药控股 2023 年以 5,713 亿人民币的医药流通业务收入牢牢占据中国医药流通市场龙头的位置。2013 年-2023 年期间，国药控股流通业务收入 CAGR 为 13.6%。上海医药、华润医药、九州通三家分别排名二到四位。从流通收入占比来看，国药控股和九州通收入主要是医药流通业务为主，占比都在 95%左右；上海医药和华润医药流通业务收入占比在 80-90%左右，主要是其有较大部分的医药工业收入。

图23. 四家龙头流通公司流通业务收入规模比较，2013-2023



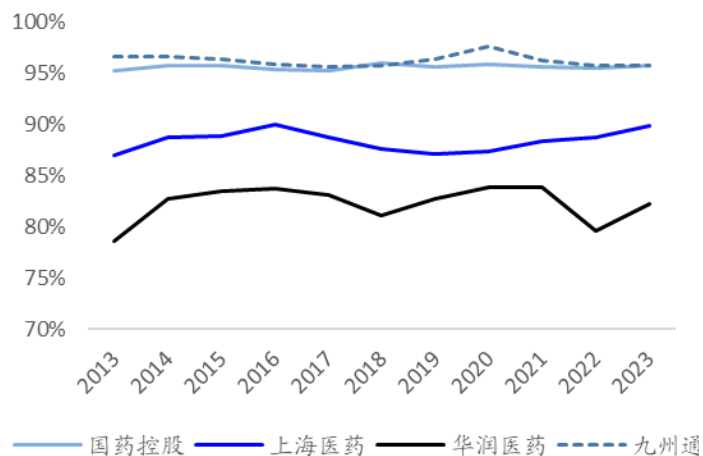
资料来源：wind，HTI

图24. 四家龙头流通公司流通业务年增速比较, 2013-2023



资料来源: wind, HTI

图25. 四家龙头流通公司流通业务收入占比, 2013-2023

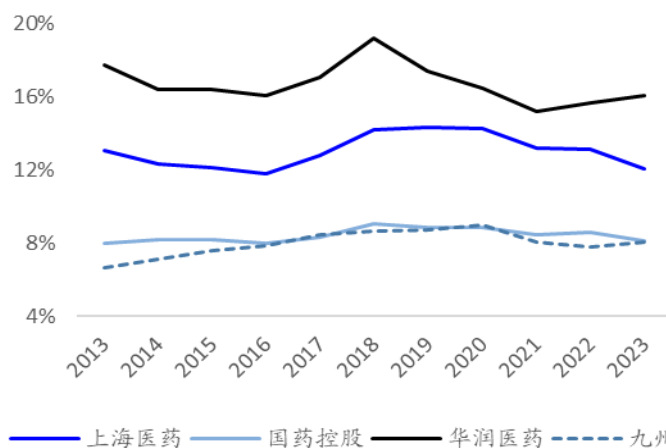


资料来源: wind, HTI

毛利率、经营利润率及归母净利润率比较

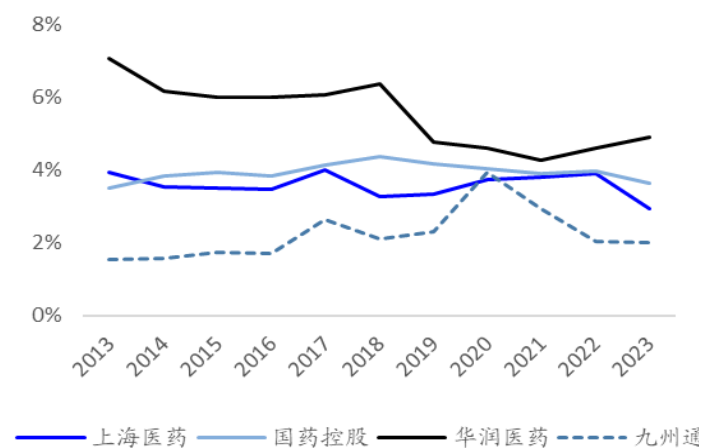
毛利率过去 5 年呈下降趋势, 调整基本到位, 政策端对于经营利润的影响小于对于毛利率的影响。2018 年以来“两票制”和国家带量采购等政策对医药流通企业毛利率产生负面影响, 但这一影响随着“两票制”全面铺开, 国家带量采购全面覆盖, 即将出清; 龙头公司的毛利率有望趋于稳中向好发展。经营利润率方面, 2018 年到 2023 年, 上海医药经营利润率由 3.3% 下降到 2.9%, 国药控股由 4.3% 下降到 3.6%, 华润医药由 6.4% 下降到 4.9%, 九州通由 2.1% 下降到 2.0%。尽管 2018 年后四家流通龙头公司的毛利率出现了不同程度的下滑, 经营利润率端下降幅度则相对较小。我们认为主要原因是, 1) 政策端带来毛利率下滑影响的同时, 得益于集采后销售费用的降低, 抵消了一部分影响; 2) 医药流通创新服务毛利率较高, 抵消了一部分负面影响; 3) 头部公司国企改革不断深化, 优质资源整合、经营效率提升、优化人员结构, 管理费用支出不断精简, 管理费用率呈现下降趋势。

图26. 四家龙头流通公司毛利率比较, 2013-2023



资料来源: wind, HTI

图27. 四家龙头流通公司经营利润率比较, 2013-2023



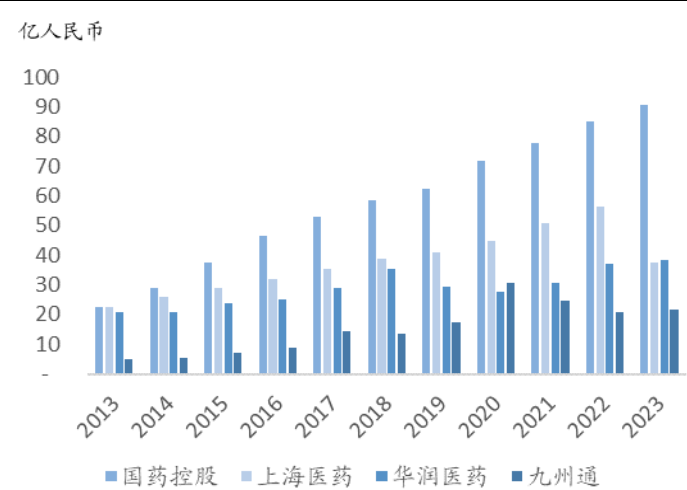
资料来源: wind, HTI

上海医药 2023 年归母净利润偏低, 主要受非经常性损失影响, 看好 2024 年反转。2024 年上海医药净利润 51.7 亿人民币, 同比下降 26.1%, 归母净利润 37.7 亿人民币, 同比

下降 32.9%。净利润和归母净利润的下滑主要受 1) 2023 年上半年，上药康希诺资产减值影响；2) 2023 年下半年，上药第一生化罚款缴纳，及多霉菌素 B 降价后上药第一生化利润端贡献减少；3) 其他资产减值等非经常性损失影响。2024 年上海医药归母净利润有望快速反弹。首此影响，2023 年上海医药归母净利润为 1.4%，同比下降 1.0 个百分点。

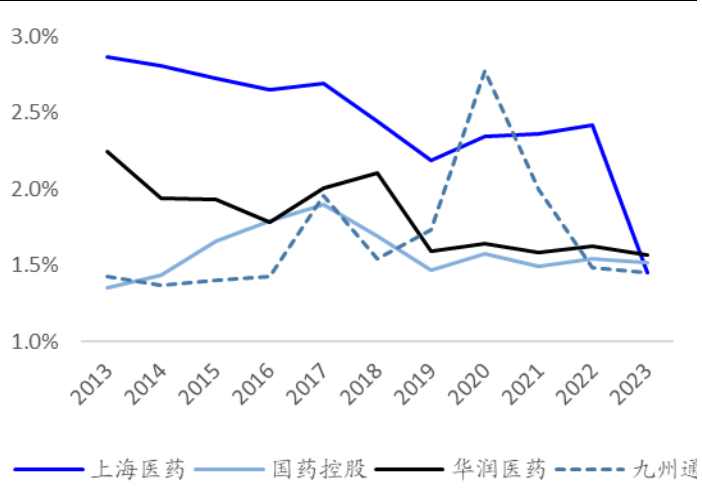
从归母净利润上看，2023 年国药控股以 90.5 亿人民币的归母净利润排在医药流通市场首位，华润医药和上海医药归母净利润分别为 38.5 亿人民币和 37.7 亿人民币，分别排在第二、第三位。归母净利润率方面，上海医药归母净利润率 2018 年至 2022 年在 2.2%至 2.4%之间波动，2023 下降至 1.4%。2018 年到 2023 年；国药控股和华润医药归母净利润率较为稳定，基本在 1.5%-1.7%之间波动。

图28. 四家龙头流通公司归母净利润比较，2013-2023



资料来源：wind，HTI

图29. 四家龙头流通公司归母净利润率比较，2013-2023

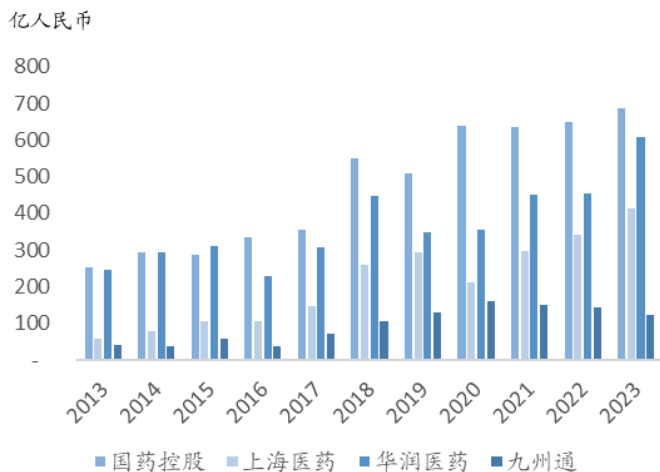


资料来源：wind，HTI

债务规模与财务费用率比较

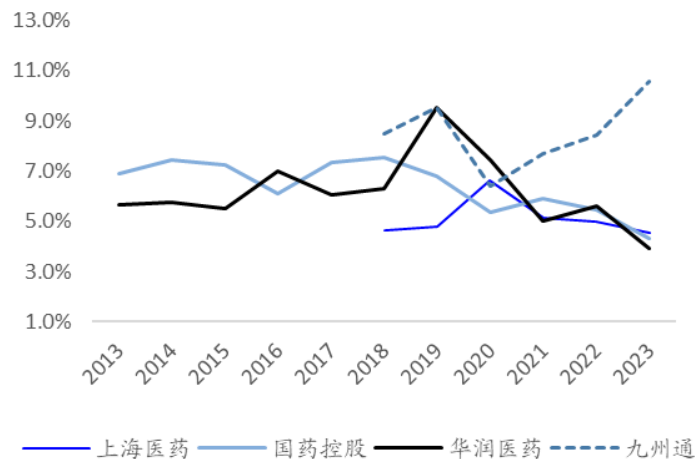
债务规模随业务规模增长而提升，龙头公司财务费用呈现下降趋势，长期利好净利润率。2013 年到 2023 年，由于龙头公司承担着行医药业内“垫资”的角色，应收账款及存货对资金的占用较多，龙头公司的有息债务规模均呈现出上升趋势，且随着流通业务规模增长，现金周转需求在不断提升。短期借贷是这龙头公司补充流通性的重要手段，但随着借贷规模的增加，龙头公司的财务成本规模已经达到 13 亿-30 亿人民币之间，对净利润的影响也变得不可忽略。随着中国宏观环境变化，融资成本不断下行，头部公司短期借贷成本也呈现下降趋势。从财务费用率（财务支出/有息负债）上看，华润医药 2023 年财务费用率仅为 3.9%，为四家龙头公司中最低，国药控股和上海医药分别为 4.3%和 4.6%。从趋势上看，国药控股、上海医药和华润医药的财务费用率呈现出下滑趋势。我们认为，龙头公司得益于 1) 强大的国资股东背景；2) 优秀的信用评级（九州通为 AA+，其余三家为 AAA）；3) 稳定的龙头地位和盈利能力，头部公司能拿到更大的信贷规模和更低的融资成本。我们预期，随着央行多次降息调整，头部公司的财务费用率有望持续下降，并最终利好净利润率。

图30. 四家龙头流通公司付息债务规模比较，2013-2023



资料来源: wind, HTI

图31. 四家龙头流通公司利息费用率比较，2013-2023



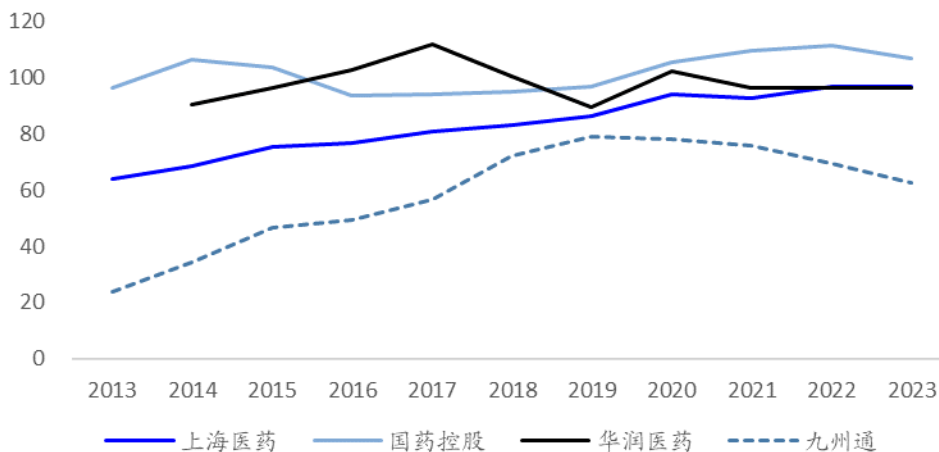
资料来源: wind, HTI

应收账款周转天数比较

“两票制”实施前，由于存在大包及省代等中间垫资环节，医药供应链融资需求相对较小。“两票制”后，医药流通企业承担起为医药生产企业垫款的职能，头部公司凭借其在资金规模、上下游议价能力上的优势，市场份额得以不断提升。相反部分中小型流通公司由于回款周期被拉长，其资金周转将会遇到瓶颈。应收账款周转情况是考察医药流通公司回款周期的重要指标。

“两票制”后应收账款周转天数呈上升趋势，2023 年有所好转。整体来看，“两票制”施行后叠加 2020 年到 2022 年期间外部不可抗力力的影响，应收账款周转天数呈现出上升趋势。上海医药应收账款周转天数由 2017 年的 80.7 天增长至 2023 年的 96.6 天，国药集团由 93.8 天增长至 106.9 天，九州通由 56.4 天增长至 62.7 天。Choice 数据显示，32 家医药商业公司在 2022 年年报中披露的应收账款周转天数平均为 104 天，远远高于整个 A 股医药板块 488 家上市企业的应收账款周转天数平均天数 83 天。2023 年，四家流通公司的应收账款周转天数均出现不同程度的下降。

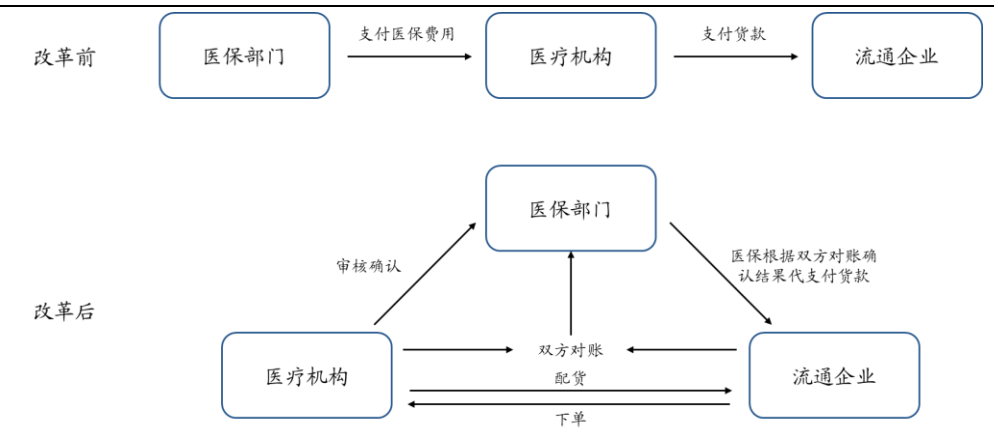
图32. 四家龙头流通公司应收账款周转天数比较，2013-2023



资料来源: wind, HTI

集采药品直接结算改革有望加快回款周期。鼓励地方探索推进集采药品耗材直接改革是 2024 年医保集采的一个重要举措。从福建、山东等省份试点效果来看，采取医保基金向医药企业直接结算的方式后，医药企业收回货款的时间从普遍在 6 个月以上缩短到了 30 天以内。

图33. 集采药品直接结算改革有望加快回款周期

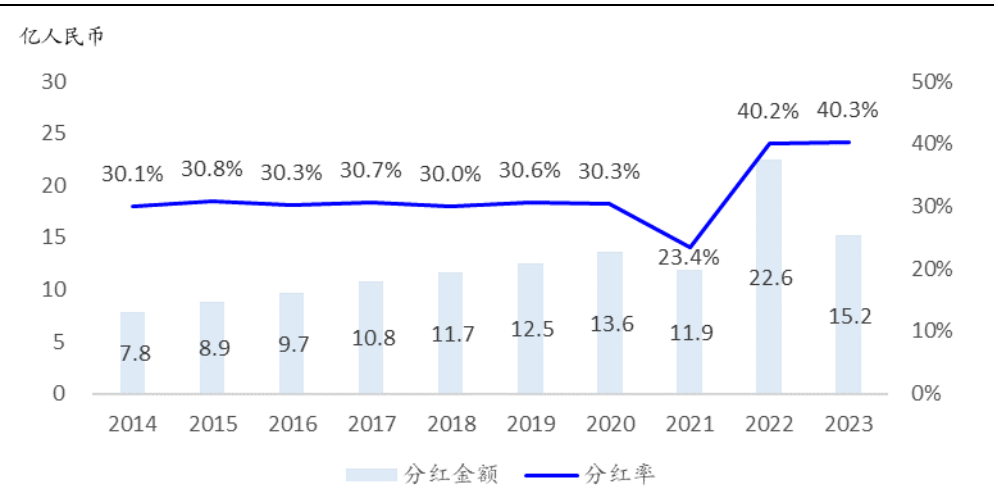


资料来源：国家医保局，HTI

现金分红及分红比例

上海医药在 2014 年到 2023 年期间均维持大约 30%的分红比例，分红金额由 2014 年的 7.8 亿人民币增长至 2023 年的 15.2 亿人民币。尽管 2023 年受非经常性损失影响，归母净利润下滑，上海医药通过提高分红率的方式，维持了当年较高的分红金额。我们预计未来上海医药会保持大约 30%左右的年分红比例，积极回报投资者。

图34. 上海医药现金分红及分红比例，2014-2023



资料来源：上海医药年报，HTI

4. 盈利预测与估值

我们认为，凭借上海医药在流通板块建立其的强大物流网络及充足的在手现金用以保障周转运营和收并购需求，上海医药在流通领域的市场份额有望持续提升，并维持其在中国医药流通领域的龙头地位。上海医药的医药工业板块有望受益于创新药逐步获批上市兑现业绩增长，以及中药产品二次开发开启第二成长曲线。我们预计公司 FY24-26 营收分别为 2,848/3,116/3,404 亿人民币，对应 FY23-FY26 财年 9.4%的收入复合增速。我们预计未来上海医药的整体毛利率会有所下滑，主要由于低毛利的流通业务占比会有小幅上升；净利润率有望上行，得益于上海医药改革深化、降本增效带来的运营效率提升。我们预测 FY24-26 的归母净利润分别为 51.7/56.7/62.8 亿人民币。我们使用经风险调整的贴现现金流（DCF）模型及 2024-2033 财年的现金流预测对该公司进行估值。基于 WACC 6.2%，永续增长率 3.0%，港股对 A 股折价 60%，对应目标价 14.54 元人民币。当前股价分别对应 FY24/FY25 7.7/7.0 倍 P/E。首次覆盖给予“优大于市”评级。

表9. DCF 估值模型

DCF Valuation (CNY mn)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
Sales	260,295	284,792	311,584	340,433	371,081	403,202	436,697	471,440	507,173	543,703	580,812
y-y growth		9.4%	9.4%	9.3%	9.0%	8.7%	8.3%	8.0%	7.6%	7.2%	6.8%
Gross profit	30,590	32,633	34,957	37,726	40,821	44,095	47,548	51,177	54,915	58,742	62,639
y-y growth		6.7%	7.1%	7.9%	8.2%	8.0%	7.8%	7.6%	7.3%	7.0%	6.6%
EBIT		8,868	9,718	10,729	11,759	12,852	14,017	15,262	16,562	17,920	19,325
Tax rate		22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%
EBIT*(1-tax rate)		6,917	7,580	8,368	9,172	10,025	10,934	11,904	12,918	13,978	15,074
+ D&A		1,578	1,599	1,626	1,658	1,695	1,737	1,786	1,839	1,898	1,964
- Change in working capital		(5,949)	(6,707)	(6,943)	(7,562)	(7,626)	(8,195)	(8,197)	(8,633)	(8,540)	(8,869)
- Capx		(2,387)	(2,481)	(2,582)	(2,690)	(2,806)	(2,929)	(3,060)	(3,201)	(3,350)	(3,510)
FCFF		159	(8)	469	577	1,288	1,547	2,433	2,924	3,987	4,658
Terminal value											148,438
FCF + Terminal value		159	(8)	469	577	1,288	1,547	2,433	2,924	3,987	153,097
Discount factor		0.97	0.92	0.86	0.81	0.76	0.72	0.68	0.64	0.60	0.57
PV of FCF + Terminal value		155	(8)	405	469	985	1,114	1,648	1,865	2,393	86,526
Terminal growth rate	3.0%	Present value of enterprise (CNY mn)									95,552
WACC	6.2%	-Net debt (CNY mn)									(677)
Cost of Equity	7.0%	-MI (CNY mn)									(11,802)
Cost of Debt	4.0%	Equity value (CNY mn)									83,074
Equity Beta	0.64	No. of shares									3,701
Risk Free Rate	2.5%	DCF per share (CNY)									22.44
Market Risk Premium	7.0%	CNY/HKD									1.08
Target Debt to Asset ratio	20%	A/H Discount									60%
Effective Corporate Tax Rate	22.0%	DCF per share (HKD)									14.54

资料来源： HTI

表10. DCF 估值敏感性分析

WACC	Terminal growth rate								
	2.2%	2.4%	2.6%	2.8%	3.0%	3.2%	3.4%	3.6%	3.8%
5.4%	15.62	16.69	17.90	19.30	20.93	22.85	25.15	27.96	31.45
5.6%	14.42	15.34	16.39	17.59	18.97	20.57	22.46	24.73	27.48
5.8%	13.35	14.16	15.07	16.10	17.28	18.64	20.22	22.08	24.31
6.0%	12.40	13.11	13.91	14.81	15.82	16.98	18.31	19.87	21.70
6.2%	11.54	12.17	12.88	13.66	14.54	15.54	16.68	18.00	19.53
6.4%	10.76	11.33	11.95	12.64	13.42	14.29	15.27	16.39	17.69
6.6%	10.06	10.57	11.12	11.74	12.42	13.18	14.03	15.00	16.11
6.8%	9.42	9.87	10.37	10.92	11.52	12.19	12.94	13.79	14.74
7.0%	8.83	9.24	9.69	10.18	10.72	11.31	11.97	12.71	13.54

资料来源： wind, HTI

表11. 可比公司估值（截至 2024 年 7 月 25 日）

	股票代码	收盘价	EPS			P/E		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
上海医药	02607.HK	11.54	1.40	1.53	1.70	7.66	6.97	6.31
上海医药	601607.SH	19.37	1.40	1.53	1.70	13.88	12.64	11.4
国药控股	01099.HK	18.38	3.17	3.48	3.84	5.38	4.89	4.4
华润医药	03320.HK	5.24	0.68	0.76	0.83	7.12	6.41	5.8
九州通	600998.SH	4.52	0.55	0.60	0.65	8.22	7.59	6.9

资料来源：wind（可比公司 EPS，取自 wind 一致预期），HTI

表12. 财务报表

Key financials	FY2022	FY2023	FY2024F	FY2025F	FY2026F	Profit & Loss (CNY mn)	FY2022	FY2023	FY2024F	FY2025F	FY2026F
Revenue (CNY mn)	231,981	260,295	284,792	311,584	340,433	Total turnover	231,981	260,295	284,792	311,584	340,433
Operating Profit / Loss (CNY mn)	9,015	7,667	8,868	9,718	10,729	Cost of sales	(202,211)	(229,705)	(252,159)	(276,627)	(302,707)
Pre-tax profit / Loss (CNY mn)	6,992	5,167	6,710	7,368	8,151	Gross profit	29,770	30,590	32,633	34,957	37,726
Net income to ord equity (CNY mn)	5,617	3,768	5,166	5,673	6,276	Total operating costs	(20,755)	(22,923)	(23,765)	(25,239)	(26,997)
Revenue growth	7.5%	12.2%	9.4%	9.4%	9.3%	Operating profit	9,015	7,667	8,868	9,718	10,729
Net profit growth	11.4%	-26.1%	29.9%	9.8%	10.6%	Operating EBITDA	10,575	9,205	10,446	11,318	12,355
ROE	10.2%	6.5%	8.1%	8.3%	8.6%	Depreciation and amortisation	1,560	1,538	1,578	1,599	1,626
Balance Sheet (CNY mm)						Operating EBIT	9,015	7,667	8,868	9,718	10,729
Total cash and equivalents	27,401	30,518	31,052	31,636	32,594	Interest income (expense)	(1,313)	(1,486)	(1,660)	(1,745)	(1,836)
Inventories	34,460	36,623	41,442	44,047	49,336	Pre-tax profit	8,808	7,054	8,602	9,446	10,450
Account and other receivables	71,134	78,224	85,904	93,801	102,691	Taxation	(1,816)	(1,888)	(1,892)	(2,078)	(2,299)
Trade receivables	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	Net income	6,992	5,167	6,710	7,368	8,151
Other current assets	16,517	17,069	17,569	18,180	18,868	Minorities	1,375	1,399	1,543	1,695	1,875
Total current assets	149,513	162,434	175,967	187,663	203,490	Net income to ord equity	5,617	3,768	5,166	5,673	6,276
Property, plant and equipment	14,317	15,725	16,104	16,535	17,018	One-off expense	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
Other non-current assets	34,305	33,814	34,450	35,119	35,822	Normalized net income	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
Total non-current assets	48,622	49,539	50,554	51,654	52,840	Per Share Data					
Total assets	198,135	211,973	226,521	239,317	256,329	EPS (CNY)	1.6	1.0	1.4	1.5	1.7
Contract liabilities	2,243	1,971	2,010	2,050	2,091	Revenue per share (CNY)	66.6	70.3	76.9	84.2	92.0
Trade and other payable	71,062	75,583	82,552	86,774	94,447	Operating EBITDA per share (CNY)	3.0	2.5	2.8	3.1	3.3
Bank borrowing	27,751	35,560	37,339	39,579	41,954	BVPS (CNY)	22.4	21.7	23.1	24.6	26.3
Other current liabilities	9,636	9,258	9,443	9,632	9,824	DPS (CNY)	0.6	0.4	0.4	0.5	0.5
Total current liabilities	110,691	122,372	131,343	138,034	148,316	Recurrent cash flow per share (CNY)	1.3	0.8	0.1	0.2	0.3
Bank borrowing	6,260	5,786	6,133	6,501	6,891	Shares in issue (million)	3,483	3,701	3,701	3,701	3,701
Contract liabilities	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	Year end adjusted shares in issue (million)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
Other liabilities	3,182	3,488	3,558	3,629	3,702	Key Ratios					
Total non-current liabilities	9,441	9,275	9,691	10,131	10,593	Growth	FY2022	FY2023	FY2024F	FY2025F	FY2026F
Total liabilities	120,132	131,646	141,035	148,165	158,909	Revenue growth	7.5%	12.2%	9.4%	9.4%	9.3%
Shareholder's equity	67,063	68,524	72,141	76,112	80,505	Operating profit growth	9.9%	-14.9%	15.7%	9.6%	10.4%
Minority interests	10,939	11,802	13,345	15,040	16,914	Net profit growth	11.4%	-26.1%	29.9%	9.8%	10.6%
Total equity	78,002	80,326	85,486	91,152	97,420	Margins	FY2022	FY2023	FY2024F	FY2025F	FY2026F
Total liabilities & shareholders' equity	198,135	211,973	226,521	239,317	256,329	Gross margin	12.8%	11.8%	11.5%	11.2%	11.1%
Cash flow (CNY mn)						Operating EBITDA margin	4.6%	3.5%	3.7%	3.6%	3.6%
Operating profit	9,015	7,667	8,868	9,718	10,729	Operating margin	3.9%	2.9%	3.1%	3.1%	3.2%
Deprecation and amortisation	1,560	1,538	1,578	1,599	1,626	Pretax profit margin	3.8%	2.7%	3.0%	3.0%	3.1%
Changes in working capital	(6,186)	(5,949)	(6,707)	(6,943)	(7,562)	Tax rate	-20.6%	-26.8%	-22.0%	-22.0%	-22.0%
Other operating cash flow	354	1,976	940	222	415	Net profit margin	3.0%	2.0%	2.4%	2.4%	2.4%
Cash generated from operations	4,743	5,232	4,680	4,597	5,207	Key Ratios					
Capex	(2,843)	(2,953)	(2,220)	(2,311)	(2,408)	ROE	10.2%	6.5%	8.1%	8.3%	8.6%
Other investing cash flow	(9,630)	462	(842)	(864)	(887)	ROA	3.9%	2.5%	3.1%	3.2%	3.3%
Net cash flow from investing activities	(12,473)	(2,492)	(3,061)	(3,175)	(3,296)	Capex/revenue	-1.2%	-1.1%	-0.8%	-0.7%	-0.7%
Change in borrowings	4,338	7,336	2,125	2,608	2,765	Current ratio (x)	1.4	1.3	1.3	1.4	1.4
Proceeds from changes in capital	13,883	95	-	-	-	Creditor days	74.8	74.3	74.0	74.1	74.2
Other financing cash flow	(6,082)	(7,200)	(3,210)	(3,447)	(3,719)	Debtor days	98.5	98.6	98.7	98.8	98.9
Net cash flow from financing activities	12,139	232	(1,085)	(838)	(954)	Inventory days	56.5	56.4	56.3	56.2	56.1
Cash at beginning of period	20,138	24,534	27,500	28,034	28,618	Sales/avg assets	1.3	1.3	1.3	1.3	1.4
Net change in cash	4,409	2,971	534	584	958	Credit analysis					
Forex effects	(12)	(6)	-	-	-	Debt/EBITDA (x)	3.2	4.5	4.2	4.1	4.0
Implied cash at end of period	24,534	27,500	28,034	28,618	29,576	Debt/equity	44%	51%	51%	51%	50%
Free cash flow	1,901	2,278	2,460	2,286	2,799	Net debt to equity	8%	13%	15%	16%	17%

资料来源：HTI

5. 风险提示

政策风险：医药行业发展受国家相关政策规范及影响较大。近年来新医改政策密集推出并逐步向纵深推进，对于企业经营提出更高的要求。如果上海医药不能在国家产业政策和行业监管政策指导下及时有效的对生产经营做出相应调整和完善，将对其生产经营产生不利的影响。

业绩不及预期风险：医药流通领域的竞争态势呈现多样化，从单纯市场份额竞争转向对市场快速反应能力的竞争，从单一领域竞争转向生产、流通全方位的供应链竞争。此外，叠加医保控费的大趋势，国家集采、医保谈判等行业政策变动可能带来潜在影响。如果上海医药未能有效控制成本费用，将有可能影响其利润端增长。

短期流动性风险：上海医药收入规模扩大的同时也面临更大的“垫资”需求，加大了短期资金流动性压力。目前上海医药的流动资产对流动负债具有一定覆盖能力，但是随着经营规模不断扩大，上海医药的短期资金流动性压力将进一步提高。

整合进度不及预期风险：“南北整合”战略需要前期人力和设备的投入，如果整合不及预期，可能会为上海医药带来额外的费用支出，并且对中长期降本增效的效果产生不利的影响。

研发进展不及预期：公司研发投入已经达到工业收入的 10%左右，创新药产品研发若不及预期，将对医药工业板块中长期增长带来不利的影响。

商誉减值风险：截至 2023 年底，上海医药共有商誉 114 亿人民币，若子公司业绩不及预期可能存在商誉减值风险。

APPENDIX 1

Summary

SH Pharma is a leading pharmaceutical distributor in China, with strong capabilities in both pharmaceutical distribution and manufacturing.

Shanghai Pharmaceuticals Holding Co., Ltd. (SH Pharma, stock code: 601607.SH/2607.HK) was founded in Oct 1996, formerly known as Shanghai Pharmaceutical (Group). SH Pharma engages in business of drug manufacturing (including chemicals, biologicals and traditional Chinese medicines) and pharmaceutical distribution. In 2023, SH Pharma booked sales of RMB260.3bn, suggesting y-y growth of 12.2%. Among these, sales of pharmaceutical distribution and manufacturing business came in at RMB233.8bn and 26.3bn, respectively.

Pharmaceutical distribution: benefits from innovative service in the short term and increasing industry concentration in the long run

Innovative services are the key driver for maintaining the high growth in SH Pharma's distribution segment, including: 1) a collaboration with Sanofi worth over RMB5bn, leading to a sales surging in contract sales organization (CSO) business in 2024; 2) providing one-stop management services (e.g. marketing, logistics, payment, insurance, etc.) for innovative drug products. The revenue growth of innovative services is expected to exceed that of the distribution segment. The higher GPM of innovative services will partially offset volume-based procurement's (VBP) negative impact on overall GPM. **The distribution sector will continue to benefit from increasing market concentration.** After the "two-invoice system" implementation, the revenue CAGR of leading companies' distribution business (9.0%-13.7%) significantly outpaced the industry average (6.6%). As of 2022, the four-firm concentration ratio (CR) of pharmaceutical distribution market was 45.5%, suggesting a considerable room for improvement comparing with the United States (CR3: 96%, 2018) and Japan (CR4: 74%, 2018). We expect SH Pharma to win the market share through a combination of organic growth and M&A.

Pharmaceutical manufacturing: TCM re-branding to bring a second curve; innovative drug to create incremental value; a harvest period for the segment

We expect TCM and innovative drugs are segment's main growth engines, while generic drugs provide a stable cash flow. **Innovative drugs:** as of 2023, SH Pharma has three launched innovative drugs and 68 projects (by indication) in clinical/clinical application acceptance stage. We expect 1) X842 to be approved in 2H24, 2) I001 and SRD4610 to be approved in 2025; and 3) 1-2 innovative drug products to launch annually after 2025. **TCM:** SH Pharma implements a "Big Brand + Big Product" strategy, online and offline sales strategy, and rebranding strategy to create a second growth curve. We believe core TCM products such as Liu-Shen-Wan (六神丸), Wei-Fu-Chun (胃复春), Yang-Xin-Shi tablet (养心氏片), and Shexiang Baoxin Pill (麝香保心丸) will contribute incremental revenue. **Generic Drugs:** The impact of VBP is gradually diminishing. We expect a slight decline in revenue in 2024, and stable cash flow after 2025.

Forecast and valuation

We expect SH Pharma to 1) achieve sales of RMB284.8bn/311.5bn/340.4bn in FY24-FY26, respectively, implying a three-year sales CAGR of 9.4%; and 2) book net profit to shareholders of RMB5.2bn/5.7bn/6.3bn in FY24-FY26, respectively. We use DCF model and cash flows from FY24-FY33 for valuation. Based on a WACC of 6.2%, a perpetual growth rate of 3%, and a H-A share discount of 65% (H share price [in RMB]/A share price=60%), our target price for SH Pharma is HKD14.54. The stock currently trades at 7.7x/7.0x P/E ratio for FY24/FY25. We initiate our coverage with an "Outperform" rating.

Risks: 1) Policy risk; 2) results underperformance risk; 3) liquidity risk; 4) internal business integration below expectations risk; 5) R&D below expectations risk; and 6) goodwill impairment risk.

附录 APPENDIX

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，Stephanie Lam，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, Stephanie Lam, 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）

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

评级定义（从 2020 年 7 月 1 日开始执行）：

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

分析师股票评级

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

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

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

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

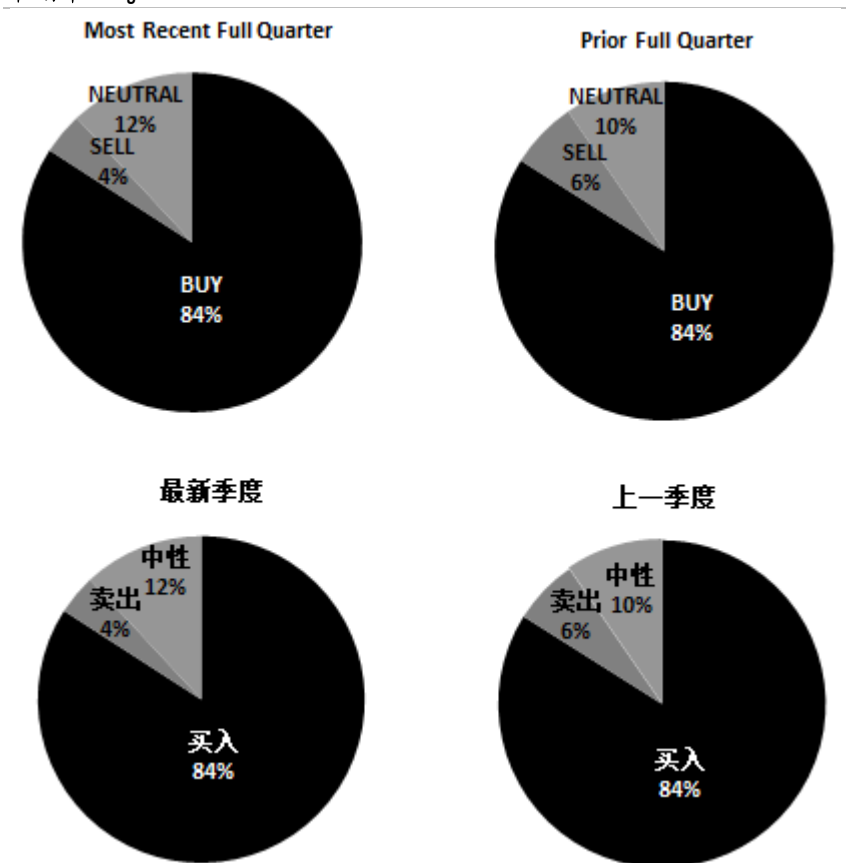
Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

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

评级分布 Rating Distribution



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; for all other China-concept stocks – MSCI China.

截至 2020 年 3 月 31 日海通国际股票研究评级分布

	买入	中性 (持有)	卖出
海通国际股票研究覆盖率	84%	4%	12%
投资银行客户*	7%	0%	2%

*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 6 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, 2020

	BUY	Neutral (hold)	SELL
HTI Equity Research Coverage	84%	4%	12%
IB clients*	7%	0%	2%

*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.

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 (“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 organisational 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开发售或认购。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 201306644N] 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：本研究报告由从事投资顾问及受日本财务省关东财务局所监管的 Haitong International Japan K.K. (“HTIJK”) 所发布，本项研究仅提供给《日本金融商品交易法》中界定的“合格机构投资者”。

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”) 公司 (废除及过度性) 文书第 2016/396 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。

本项研究仅供收件人使用，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 201306644N]. 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 Japan K.K. (“HTIJK”), which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan. This research report is solely and exclusively directed at, and made available only to “Qualified Institutional Investors” as defined in the Financial Instruments and Exchange Law of Japan.

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 Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, 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").

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



Source: Company data Bloomberg, HTI estimates