

与成熟市场相比， 中国的医药股被低估了吗？

孟科含 kh.meng@htisec.com

袁艺琳 yl.yuan@htisec.com

孙旭东 xd.sun@htisc.com

2024年3月15日

与成熟市场相比，中国的医药股被低估了吗？

- 海通医药团队对美国各细分赛道龙头医药公司进行长纬度的供需关系、竞争力和估值体系研究，我们得到以下结论：

- 出海是未来最值得关注的主题之一，药品的管线授权、器械的高竞争力产品，出海都将孕育着广阔的投资机会

-器械板块估值全球格局稳定。主要受益于中国器械工程师红利、珠三角电子产业链优势和强大的本土市场。建议重点关注迈瑞医疗、新产业、澳华内镜、怡和嘉业、开立医疗的国际化进展。

其中平台型器械龙头公司显著被低估，主因业务体量、盈利能力都是国际一流水平，且拥有更快的业绩增速，而美股器械公司竞争格局稳定且被给予更高的永续增长，因此我们认为迈瑞医疗的估值有进一步的提升空间。

-药品板块估值并未体现出明显优势，但我们认为未来随着管线授权药品的临床推进和特许使用费的兑现，中国公司也将在管线出海中获得利润表的长期收益。建议关注：恒瑞医药、百利天恒、科伦博泰、和黄医药等。

-医疗服务面临增速放缓后的估值切换，不同增速需对标不同市场的估值水平，建议关注海吉亚，爱尔眼科，固生堂。

-CXO：全球前五的药明系目前估值仅为Lonza的50%，三星生物的30%，估值差异一方面来自市场，更主要来自风险折价

风险提示：临床试验推进速度或结果不及预期的风险，出海拓展不及预期的风险，订单数量不及预期的风险，DRG/DIP和集中带量采购等政策带来的降价风险，地缘政治风险等。

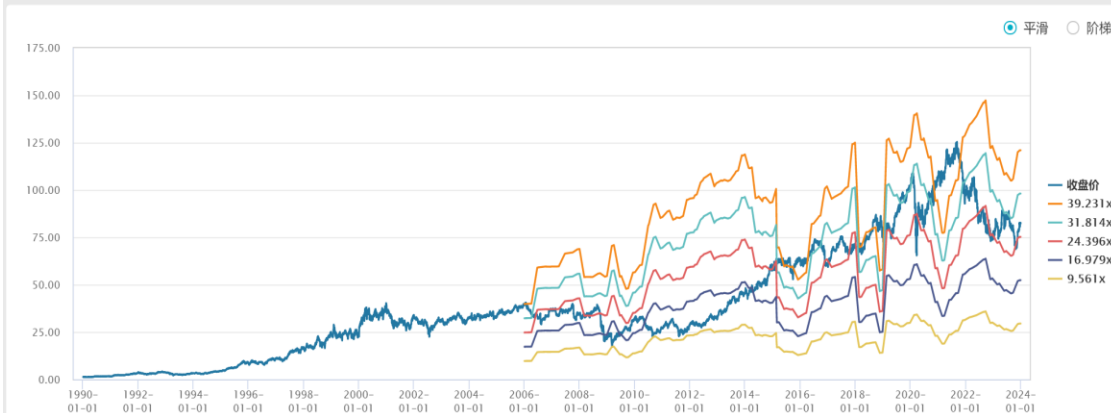
- 与创新药不同，医疗器械的竞争格局相对稳定，产品多为迭代式创新，因此相比药企在估值中享受更高的永续增长率。
- 美国企业因为强大的内需市场，都致力于成长为平台型公司，因此美股器械巨头通过持续并购+全球拓展，来丰富自己的管线，实现收入和利润的增长。同时，美股市场也给与器械龙头溢价，例如美敦力，15年成功并购柯惠后，公司全球地位提升，估值中枢从25X提升至35X。
- 日本企业因缺乏内需市场，致力于成为各细分领域全球龙头，通过出海来带动收入和利润的增长。而日本企业在向高端市场拓展过程中获得了明显的估值溢价。我们认为伴随中国企业出海层次的逐步提升，估值也将带来提升。
- 平台型器械龙头公司显著被低估，主因业务体量、盈利能力都是国际一流水平，且拥有更快的业绩增速，而美股器械公司竞争格局稳定且被给予更高的永续增长，因此我们认为迈瑞医疗的估值有进一步的提升空间。
- 主要受益于中国器械工程师红利、珠三角电子产业链优势和强大的本土市场。建议重点关注迈瑞医疗、新产业、澳华内镜、怡和嘉业、开立医疗的国际化进展。

美敦力：收购后估值中枢提升，股息率3.4%，为标普500平均值的2倍



图 美敦力PE-Band估值变化

美敦力(MEDTRONIC) MDT.N 86.49 +0.23% PE/PB-Band



美敦力是全球领先的医疗科技公司，致力于为慢性病患者提供终身的治疗方案，主要产品覆盖心律失常、心衰、血管疾病、心脏瓣膜置换、体外心脏支持、微创心脏手术、恶性及非恶性疼痛、运动失调、糖尿病、胃肠疾病、泌尿系统疾病、脊椎疾病、神经系统疾病及五官科手术治疗等领域。

美敦力公司连续40多年提高年度股息，历史平均股息率在3.4%，为标普500平均值1.6%的2倍，派息率占Non-GAAP利润口径下得到50%比率甚至更高。公司指引长期会保持派息率在30-40%的范围。随着公司利润率的回升和强劲的自由现金流利润率，近年美股对美敦力估值的中枢为EV/EBITDA的20倍左右。

表 美敦力公司盈利及估值变化一览

主营业务	发展时间段	收入规模变化	收入复合增速	净利润规模变化	利润复合增速	分红回购情况	平均PE估值区间
创新医疗器械、高值手术耗材、手术治疗设备等	1990-2004	8.4-91	18.6%	1-20亿美元	23.9%	/	在15倍-70倍区间波动
	2005-2015	101-203	7.3%	18-27亿美元	4.0%	股息率约为2%-3%	在10-30倍区间波动
	2016-2022 收购柯惠之后	288-317亿美元	1.3%	35-38亿美元	1%	持续提高分红比例，每年保持两位数增速的分红，股息率提升至3.5%-4%	在20-40倍区间波动

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

美敦力：通过持续并购维持利润增速，成功并购拉动估值提升

早期高速增长带来溢价

1998年，美敦力以36亿美元收购 Sofamor Danek 获得其脊柱和神经外科相关的器材和产品，确立美敦力在脊柱产品市场的优势。

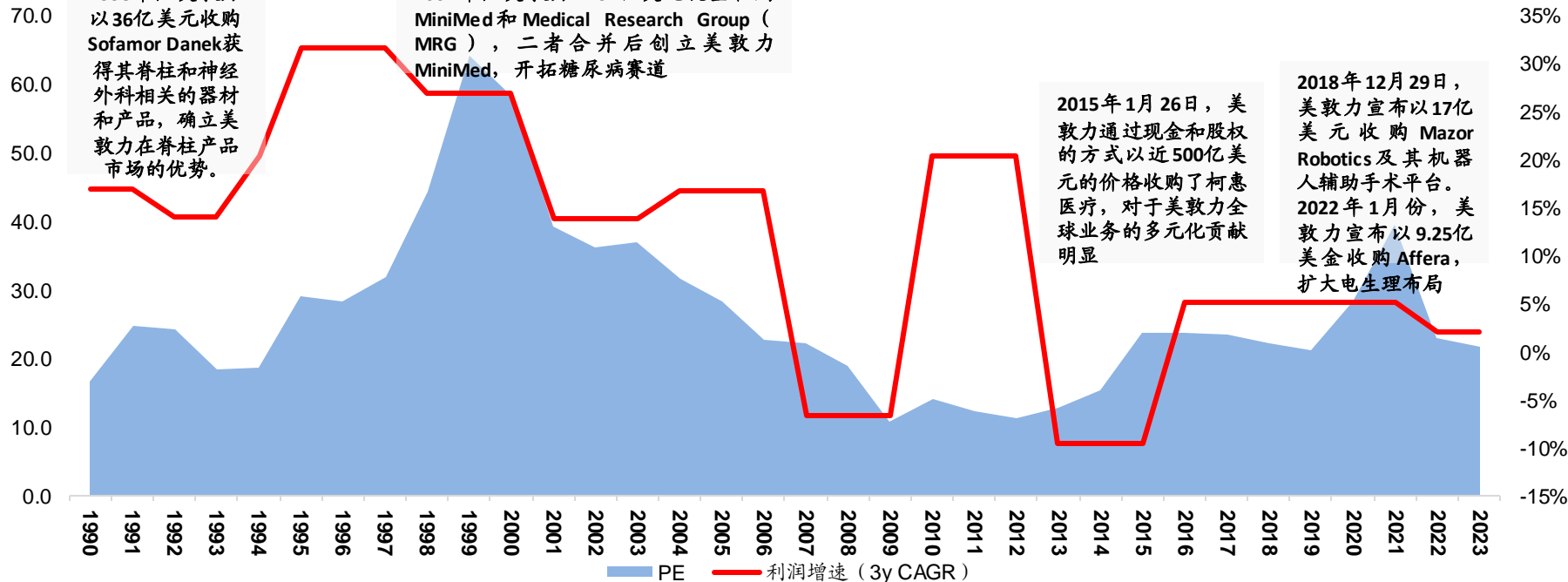
增速下降带动估值逐步回落

2001年，美敦力以37亿美元现金收购 MiniMed 和 Medical Research Group (MRG)，二者合并后创立美敦力 MiniMed，开拓糖尿病赛道

成功并购拉动增长提供估值中枢

2015年1月26日，美敦力通过现金和股权的方式以近500亿美元的价格收购了柯惠医疗，对于美敦力全球业务的多元化贡献明显

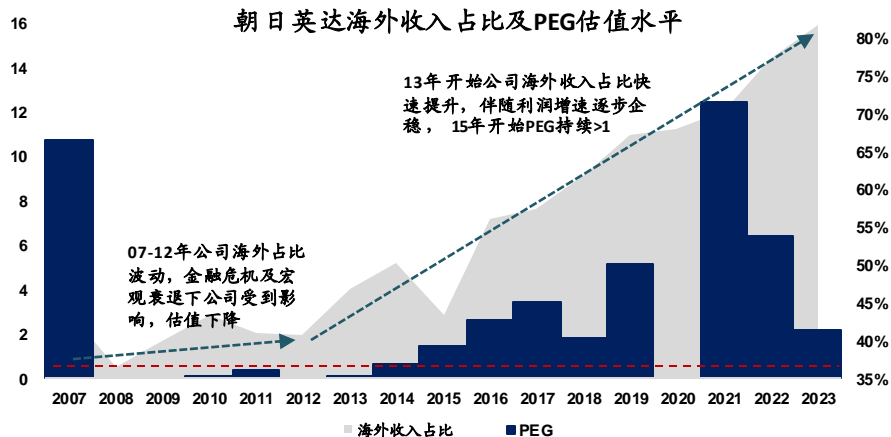
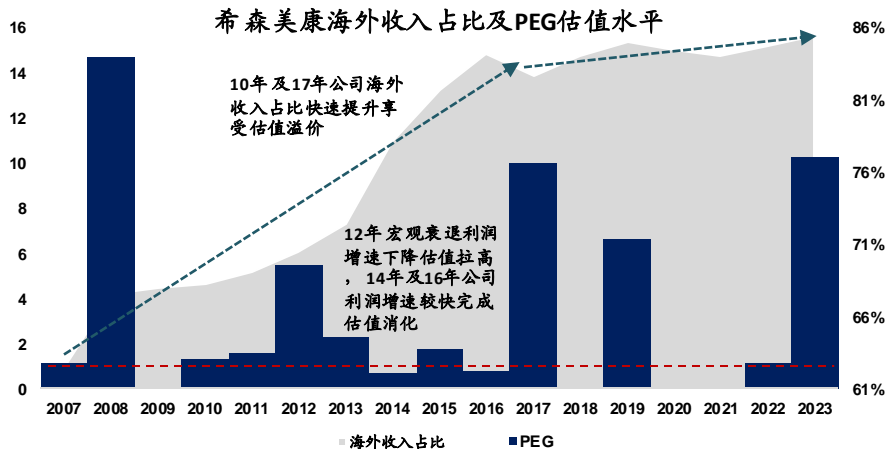
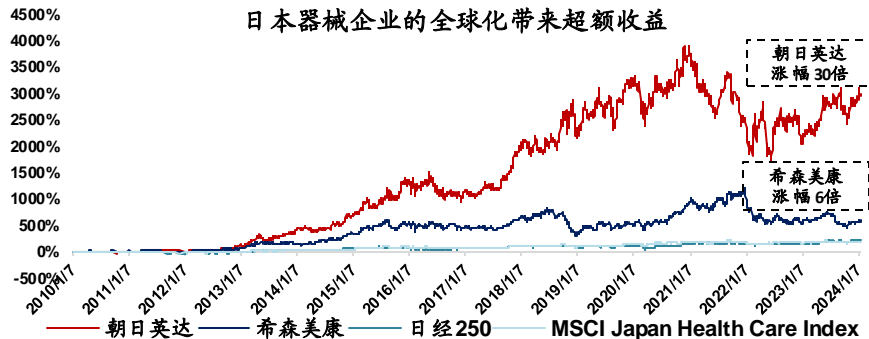
2018年12月29日，美敦力宣布以17亿美元收购 Mazor Robotics 及其机器人辅助手术平台。2022年1月份，美敦力宣布以9.25亿美金收购 Affera，扩大电生理布局



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

日本器械出海扩大过程中获得了PEG溢价和超额收益

- 希森美康的海外占比在2010年达到68%，到2017年提升到83%，朝日英达2012年海外收入占比41%，到2023年提升到82%，两家器械企业在海外占比快速提升过程中，除个别年份影响外均获得2~10x的PEG估值溢价。
- 从收益率来看，2010年初至今，朝日英达涨幅30倍，希森美康涨幅6倍，同期日经250涨幅2.4倍，MSCI日本医疗保健指数涨幅2倍，全球化扩大带来日本器械企业的超额收益
- 我们认为，以欧美为代表的高端市场中医疗器械企业能够获得更高定价空间，中国企业出海层次的逐步提升也将获得欧美市场拓展所带来估值溢价。建议关注迈瑞、新产业、澳华内镜、怡和嘉业、开立医疗等国际化发展。



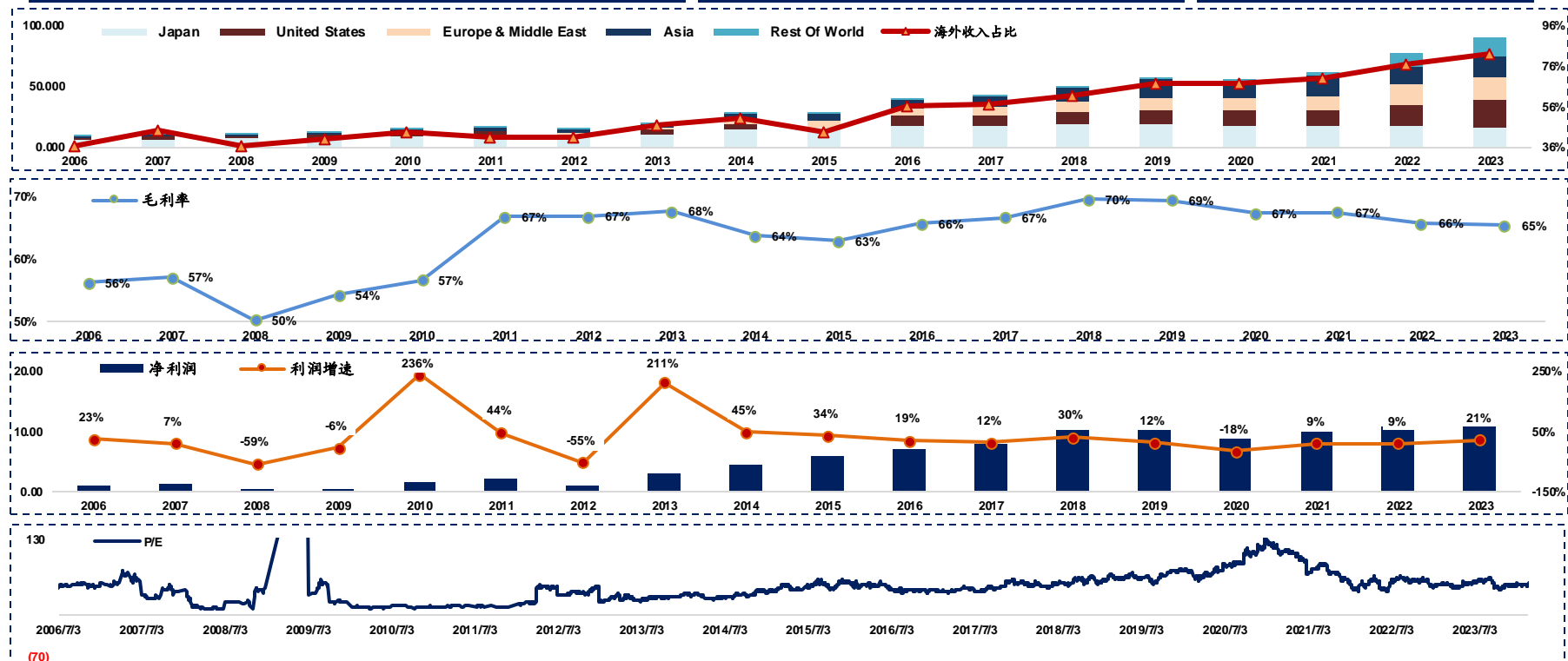
For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

朝日英达：海外扩张中毛利率先优化后逐步回落稳定

本土收入从6亿到10亿，规模效应显现带来毛利率提升

海外占比提升，增速维持，毛利率优化

海外进一步扩大，毛利率回落

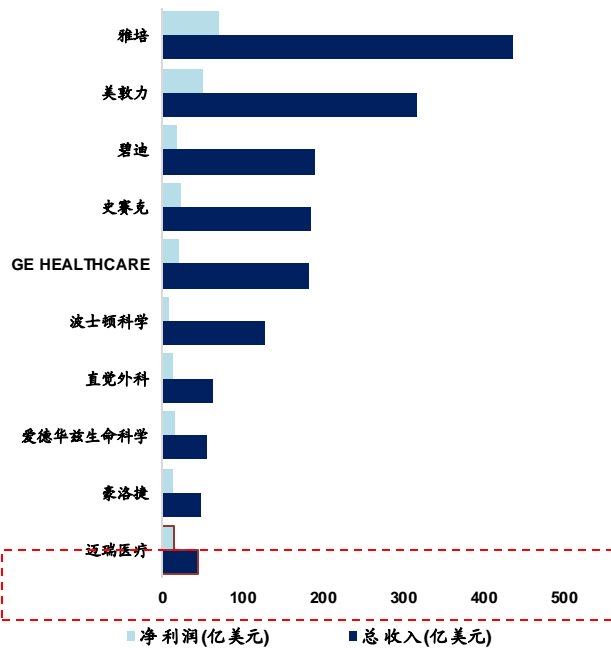


For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

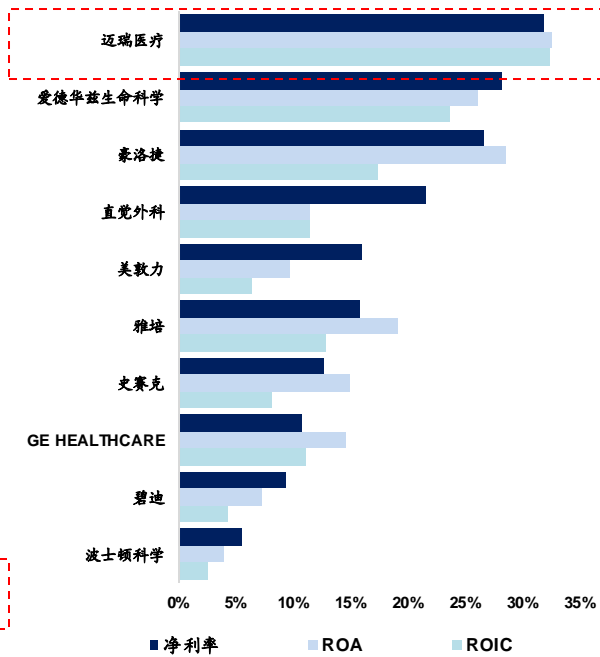
- 从 2019 年到 2022 年，中国医疗器械出海收入已有多家公司突破 10 亿元。和创新药新技术层出不穷不同，医疗器械过去 5 年全球创新匮乏，中国设备、IVD等龙头公司将暂露头角，逐步提升其全球竞争力。除了设备、低值耗材国际化比较成功外（部分公司海外收入占比 40%或以上），IVD（化学发光等）国际化将会迎来突破（占比超过 40%），家用器械、高值耗材亦取得进展（占比超过 20%），高端影像、化学发光、基因测序等领域龙头企业海外占比有望提升15pct

迈瑞体量居国际医械巨头行列，盈利能力和成长能力领先

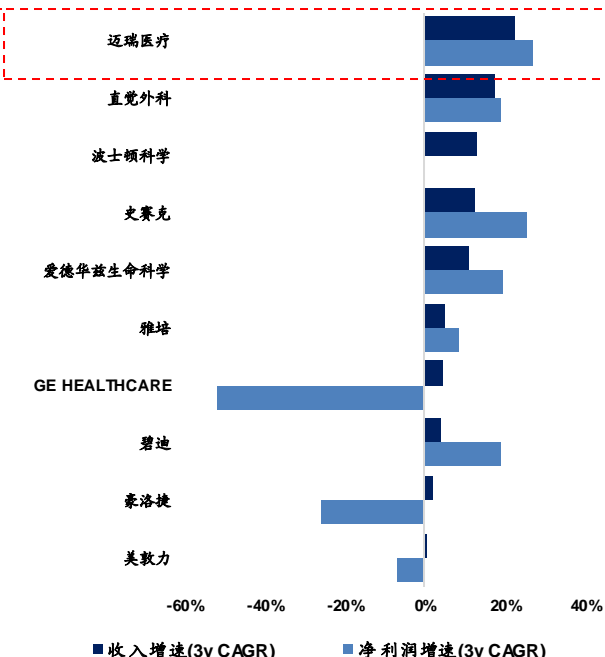
- 迈瑞体量已跃居国际医药巨头行列。2022年收入43亿美元、净利润14亿美元，2022年迈瑞海外收入占比39%，我们认为，迈瑞是我国少数具备国际巨头属性的公司



- 迈瑞净利率高于10家美股医械巨头，以净利率、ROA、ROIC衡量的盈利能力指标均全球领先



- 迈瑞处于增长长期，多数医械巨头已进入业绩稳定期。半数美股医械巨头22年主要财务指标呈现负增长，而迈瑞长期维持在20%以上的归母净利润增长率。

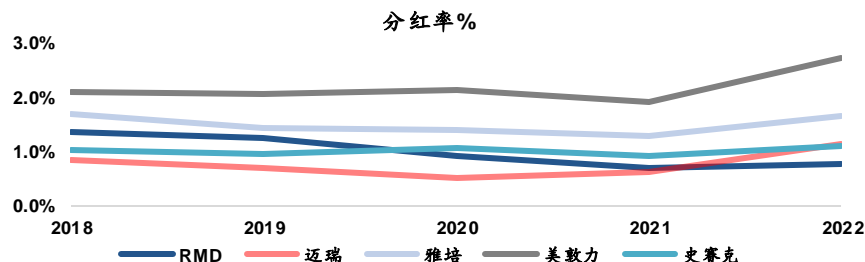
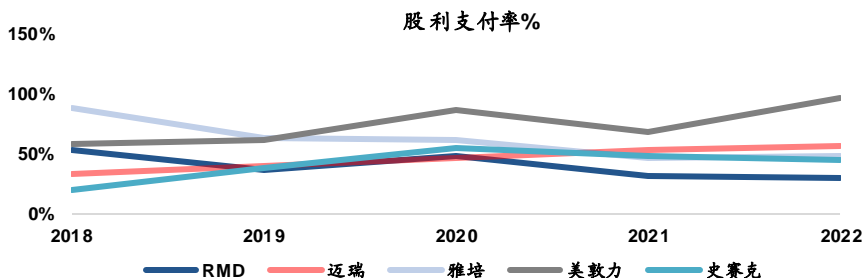


For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

迈瑞医疗增速快于海外龙头医疗器械公司，估值有提升空间

- 海外医械巨头PE估值方差大，成长期公司普遍拥有较高估值。营收及利润维持较高增长的公司，如直觉外科、波士顿科学、史赛克，普遍估值较高。
- 我们认为，给予成长性强的医械巨头高估值，合理性较强。与全球医械巨头相比，迈瑞PE估值处于合理区间。但是，迈瑞处于增长期，多数医械巨头已进入业绩稳定期。半数美股医械巨头22年主要财务指标呈现负增长，而迈瑞长期维持在20%以上的归母净利润增长率。从EV/EBIDA/增速看，迈瑞仍有一定的估值提升空间。迈瑞分红率和股息支付率与国际巨头相当，在A股医药板块分红水平处于领先水平。

公司名称	PE	公司名称	PEG	公司名称	PS	公司名称	EV/EBITDA	公司名称	EV/EBITDA/G
直觉外科	76	美敦力	6.4	直觉外科	19	直觉外科	56	美敦力	4.0
波士顿科学	63	直觉外科	2.1	迈瑞医疗	10	波士顿科学	31	直觉外科	1.5
碧迪	58	迈瑞医疗	1.5	爱德华	9	史赛克	31	迈瑞医疗	1.4
史赛克	43	史赛克	1.2	波士顿科学	7	爱德华	31	史赛克	0.9
爱德华	38	波士顿科学	0.5	史赛克	7	迈瑞医疗	29	波士顿科学	0.2
雅培	36	豪洛捷	-0.5	雅培	5	雅培	21	豪洛捷	-0.3
豪洛捷	35	GE医疗	-1.3	豪洛捷	5	碧迪	20	GE医疗	-0.9
迈瑞医疗	31	雅培	-2.1	碧迪	4	豪洛捷	19	碧迪	-1.2
美敦力	27	碧迪	-3.5	美敦力	4	美敦力	17	雅培	-1.2
GE医疗	23	爱德华	-4.8	GE医疗	2	GE医疗	16	爱德华	-3.9



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

- 现金流贴现是创新药估值的常用方法，主要假设来自对产品峰值和放量速度的判断。5P估值法（概率，患者池，渗透率，价格，专利）决定了单品的销售峰值。对于未上市产品，每当数据积极，前线适应症推进时，成功率和患者池的提升会驱动销售峰值的上调。对于已上市产品，以吉利德和礼来为例，估值的提升往往也伴随着销售峰值的上调和放量加速的预期。
- 参考第一三共和Genmab的案例，我们认为随着管线授权药品的临床推进和特许使用费的确认，中国公司也将在管线出海中获得利润表的长期收益。基于已达成的海外授权协议，在“出海”逻辑下，我们认为中国创新药行业蕴含投资机会，建议关注恒瑞医药、百利天恒、科伦博泰、和黄医药等。
- MNC的稳定分红稳定，EPS的增长为投资者带来长期收益，但当前阶段的中国药企要怎么花钱才能最大程度的回报股东呢？

现金流折线估值法：预测的核心是Topline，5P决定产品销售峰值

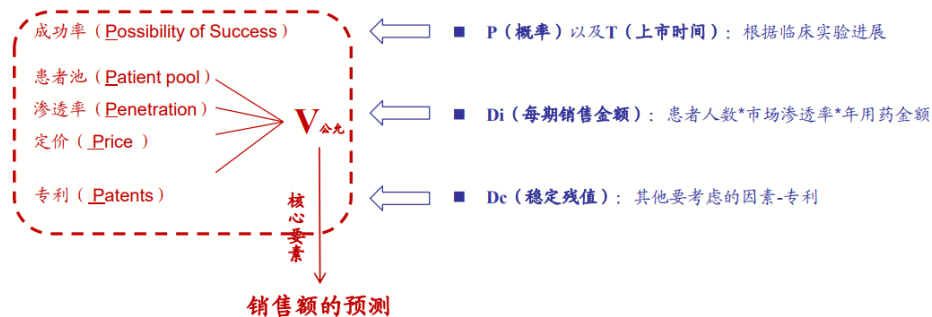
- 药品的专利保护期制度决定了药企为了保证永续现金流，需要不断研发，需要不断追求增长（成长）。
- 相对估值法：先使用5P估值法，计算出药物上市后的峰值销售额= $P_{\text{概率}} \times V_{\text{公允}}$ 。再用P/S估值（企业未盈利）或P/E估值（企业已盈利）计算出该药物对应的市值。
- rNPV：广泛应用于Biotech的估值，价值是所创造的公允收益（净现金流入）的折现值之和，并考虑药品成功上市的概率。

5P估值法

$$\text{Drug Value} = P \times V_{\text{公允}}$$

DCF估值模型

$$\text{Drug Value} = P \times \left[\sum_{i=T_0}^{T_n} \frac{D_i}{(1+r)^i} + \frac{Dc}{(1+r)^{T_n}} \right]$$



年数	阶段	进入下个阶段成功率	累计成功率
0	立项	100%	100%
2	临床前	100%	100%
4	I期	50%	50%
5	II期	75%	38%
7	III期	48%	18%
9	上市申请	75%	14%
11	上市	85%	11%
16	成熟期		11%
19	专利到期		11%
28	产品周期结束		11%

200亿美金以上市值的要求：全球销售能力或先进的技术平台

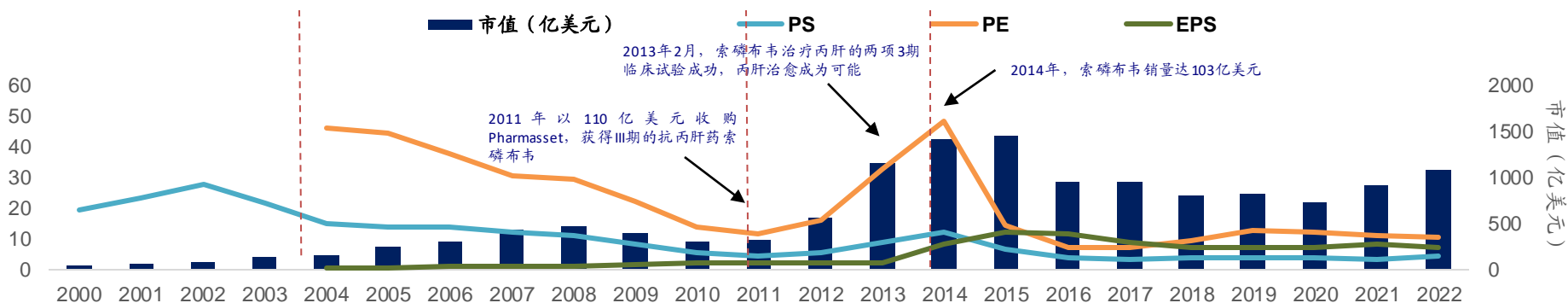
- 截至23年11月29日，全球市值200亿美元以上的药企有28家。市值Top10的药企同时拥有较高的营业收入：比如辉瑞、默克、艾伯维等。
- ADC平台公司 Seagen、第一三共；RNAi平台型公司 Alnylam；mRNA平台公司 Moderna、BioNTech，目前没有很高的营业收入，但凭借出众的平台价值，市值也达到了200亿美元以上。

股票代码	公司	市值 (亿美元)	营业收入 (亿美元)	美国区收入 (亿美元)	技术平台
LLY.N	礼来	5,616	285	182	
NVO.N	诺和诺德	4,625	254	127	
MRK.N	默克	2,539	593	-	
ABBV.N	艾伯维	2,438	581	457	
RHHBY.O	罗氏	2,195	719	318	
NVS.N	诺华制药	2,056	518	177	
AZN.O	阿斯利康	1,962	444	173	
PFE.N	辉瑞制药	1,676	1,003	425	
AMGN.O	安进	1,421	263	177	
SNY.O	赛诺菲-安万特	1,188	484	192	
BMJ.N	百时美施贵宝	995	462	318	
GILD.O	吉利德科学	928	273	189	
VRTX.O	福泰制药 (VERTEX)	894	89	57	
REGN.O	再生元制药	873	122	68	Traps融合蛋白平台、VelociSuite抗体开发平台
GSK.N	葛兰素史克	730	353	179	
TYO: 4519	中外制药	579	95	-	ART-Ig等双抗平台
TYO: 4568	第一三共 (Daiichi Sankyo)	521	86	19	ADC平台 DXd Technology
TAK.N	武田药品工业	446	292	139	
600276.SH	恒瑞医药	426	30	-	
SGEN.O	SEAGEN	404	20	-	ADC平台
BIIB.O	BIOGEN	330	102	35	
MRNA.O	MODERNA	298	193	44	mRNA平台
ARGX.O	ARGENX	258	4	4	SIMPLE Antibody美洲驼抗体平台
BNTX.O	BIONTECH	234	184	-	mRNA平台
TYO: 4578	大冢控股 (OTSUKA)	213	131	55	
TYO: 4503	安斯泰来制药	220	106	53	
ALNY.O	阿里拉姆制药 (ALNYLAM)	202	10	5	RNAi技术平台
GMAB.O	GENMAB	201	20	-	DuoBody®等抗体平台

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

吉利德科学：丙肝领域实现“从0到1”的突破，大单品放量

- 第一阶段：2000年-2003年，吉利德科学实现了从Biotech到Pharma的转型，管线刚开始商业化，尚未或刚刚实现收支平衡。这一阶段的吉利德科学使用PS或者rNPV估值，PS > 10倍。
- 第二阶段：2011年110亿美元收购Pharmasset，获得丙肝药物索磷布韦 Sovaldi。2013年索磷布韦3期临床试验达终，华尔街预测药物峰值超200亿美元（ $P_{概率}$ 的提高导致药物峰值提高）。2014年索磷布韦上市第一年商业化表现优秀，达到103亿美元，公司市值达到1600亿美元的巅峰。2011年-2014年，吉利德科学营收从84亿增长到249亿美元，利润从28亿增长到121亿美元。PE从12x提高至至48x。
- 第三阶段：2015年-2022年，存量丙肝患者得到治愈数量减少，管线收入的增速下滑、缺乏业绩增长的第二曲线，让吉利德科学的股价跌出Top 10的Big Pharma行列。这一阶段PE在7-14倍波动。



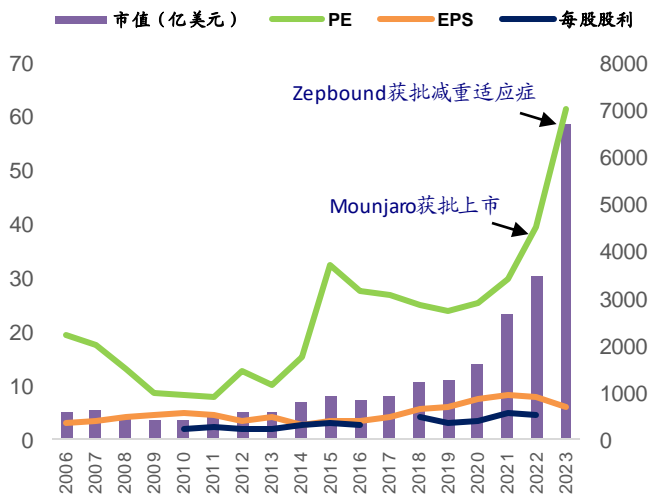
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
营收(亿美元)	2	2	5	9	13	20	30	42	53	70	79	84	97	112	249	326	304	261	221	224	247	273	273
营收增速	15%	20%	100%	86%	53%	53%	49%	40%	26%	31%	13%	5%	16%	15%	122%	31%	-7%	-14%	-15%	1%	10%	11%	0%
丙肝领域产品营收														1.4	124	191	148	91	36	29	19	17	16
净利润(亿美元)	-1	1	1	-1	4	8	-12	16	20	26	29	28	26	31	121	181	135	46	55	54	1	62	46
净利润增速	15%	192%	38%	-200%	724%	81%	-246%	236%	25%	31%	10%	-3%	-8%	19%	294%	50%	-25%	-66%	18%	-1%	-98%	4961%	-26%

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

礼来：GLP-1RA推动其成为全球第一大药企

- 已上市产品的估值提升往往伴随着销售峰值的上调和单品放量加速的预期。
- 2023年，随着礼来的GLP-1R/GIPR双靶点激动剂在减重领域的获批（P_{概率}的提高）以及全球GLP-1R激动剂销售额不断超预期（V_{公允}的提高）带来的药物峰值提高，礼来的市值水涨船高。截至24年2月，礼来市值6693亿美元，对应24年PS 17倍，24年PE 57倍。

礼来股价复盘



	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
市值 (亿美元)	590	606	457	410	404	481	564	570	766	931	810	929	1223	1258	1615	2634	3476	6693
营收 (亿美元)	157	186	204	218	231	243	226	231	196	200	212	229	215	223	245	283	285	341
营收增速	7%	19%	9%	7%	6%	5%	-7%	2%	-15%	2%	6%	8%	-6%	4%	10%	15%	1%	20%
替尔泊肽销售额 (亿美元)																	5	52
EPS	3.15	3.54	4	4.42	4.72	4.35	3.33	4.14	2.78	3.44	3.54	4.22	5.58	5.81	7.5	8.14	7.67	6.01
EPS增速	11%	12%	13%	11%	7%	-8%	-24%	25%	-33%	24%	3%	19%	32%	4%	29%	9%	-5.7%	-22%
净利润 (亿美元)	27	30	-21	43	51	43	41	47	24	24	27	-2	32	83	62	56	62	52
净利润增速	35%	11%	-170%	309%	17%	-14%	-6%	15%	-49%	1%	14%	-107%	1684%	157%	-26%	-10%	12%	-16%
净利率	17%	16%	-10%	20%	22%	18%	18%	20%	12%	12%	13%	-1%	15%	37%	25%	20%	22%	15%

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

MNC的Topline保卫战——寻找下一个“GLP-1”



为了应对自身管线专利悬崖带来的收入下滑风险，MNCs需要进行BD交易扩充管线。但不是每个引进的药物都会成为大药，引起市值共振。

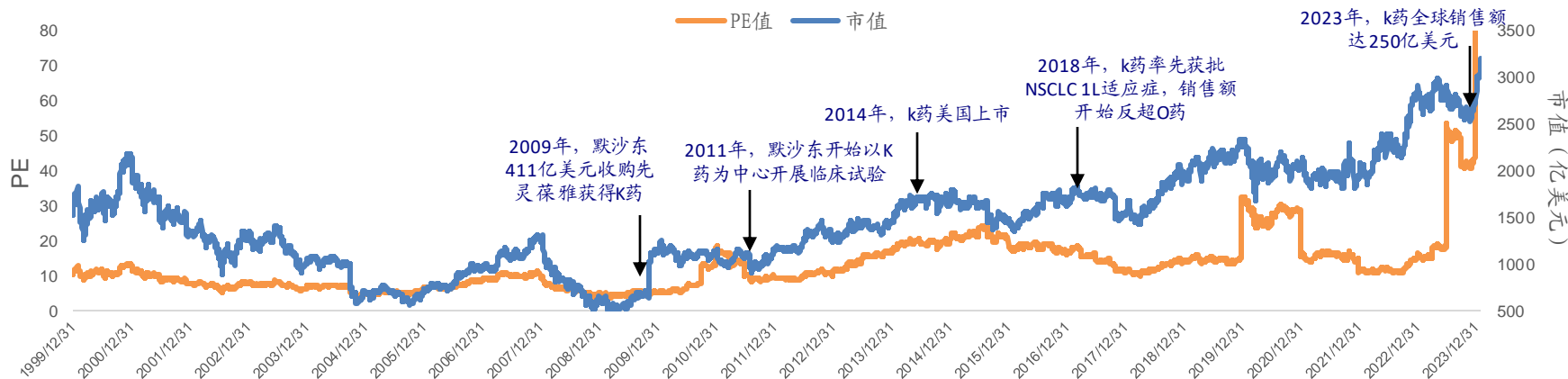
适应症	治疗靶点及模式	靶点潜在市场规模 (亿美元)	代表药物	研发企业	研发进度	关注点	国内主要企业及进度
糖尿病/肥胖症	GLP-1R 多肽	700-1000	司美格鲁肽	诺和诺德	获批上市	过往进展: 减重安全、有效+长期心血管获益; 预计2023年司美格鲁肽销售额近200亿美元 多靶点、更长给药周期、小分子口服为新药的主要研究方向	信达生物 (III), 先为达 (III), 石药集团 (II), 恒瑞医药 (I), 甘李药业 (II), 博瑞生物 (II), 翰森制药 (II) 等
	GLP-1R/GIPR 多肽		替尔泊肽	礼来	获批上市		中国生物制药/鸿运华宁 (I)
	GLP-1R/GIPR 抗体融合多肽		AMG-133	安进	II期		
NASH	GLP-1R小分子	300	orforglipron Danuglipron	礼来 辉瑞	III期 IIb期		恒瑞医药 (II), 锐格医药 (II), 华东医药 (II), 硕迪生物 (III), 信达泰 (I), 闻泰医药 (I), 先为达 (I), 诚益生物 (I)
	THRβ 小分子		Resmetirom	Madrigal	III期	首次III期成功, PDUFA日期2023年3月14日	海思科 (II), 拓臻生物 (II), 歌礼制药 (II), 瑞捷医药 (I), 诚益生物 (I)
阿尔兹海默病	PPAR小分子	100-200	Lanifibranor	Inventiva/中国生物制药	III期	预计2023年内III期临床入组完成, 2025年读出顶线数据; IIb期数据优异	微芯生物 (II), 中国生物制药 (II), 必贝特 (I), 众生药业 (I)
	tau 单抗		TRx0237 E2814 Posidinemab	TauRx 卫材 强生	III期 II/III期 II期	2023年Aβ单抗首次在FDA完全获批, 卫材预计至24年3月底获取新患1万人, 对应销售额6800万美元; Donanemab上市申请递交中 Tau靶点进入III期, 与认知症状相关性更强	东诚药业 (显著) 恒瑞医药 (I)
乳腺癌	HER2 ADC	100	Lecanemab Donanemab	卫材/BioGen 礼来	获批上市 申请上市		
疼痛	Nav1.8, Nav1.7	50-100	DS-8201	第一三共/阿斯利康	获批上市	乳腺癌低表达疗效优异, 预计2023年销售额接近20亿美元 (根据第一三共财报)	荣昌生物 (上市), 科伦博泰 (NDA), 银根生物 (III), 石药集团 (II), 复星医药 (III), 乐普生物 (III), 恒瑞医药 (III), 浙江医药 (I/II), 百力司康 (II), 多禧生物 (II) 等
非小细胞肺癌	c-MET ADC	30-50	VX-548	Vertex	III期	有望替代或延迟疼痛治疗的阿片类药物使用, 无成瘾风险	恒瑞医药 (II), 济远医药 (I), 海博为药业 (I), 费米子科技/健康元 (I)
非小细胞肺癌	EGFR* c-MET 双抗	50-100	Telisotuzumab Vedotin	艾伯维	III期	以 c-MET 过表达为生物标志物的非小细胞肺癌FIC疗法, C-MET 过表达约占 EGFR 野生型非小细胞肺癌的 25%, 预后差。2024年2L+ NSCLC 递交 NDA	荣昌生物 (II)
胃癌	CLDN18.2 ADC	30-50	Amivantamab	强生	获批上市	双抗+三代EGFR vs 奥希 (一线SOC) 头对头成功, PFS 与奥希替尼化疗方案接近	嘉和生物 (I/II), 岸迈生物 (I/II), 贝达药业 (II), 翰森制药 (I)
慢性阻塞性肺病、哮喘	IL-4Ra 单抗	200	CMG901	康诺亚/阿斯利康	Ib/II期	CLDN18.2 ADC 中进展最快, 预计24年进入全球注册性临床, 胃癌中近 2/3 患者存在 CLDN18.2 过表达	信达生物 (II), 礼新医药 (II), 恒瑞 (I/II), 荣昌生物 (I/II), 信诺维 (VII), 中国生物制药 (I), 博安生物 (I), 德医医药 (I), 君实生物 (I), 科伦博泰 (I), 石药集团 (I)
银屑病	TYK2 小分子	50	Dupilimab	赛诺菲	III期	银屑病治疗领域首款安全、有效的口服小分子药物	康诺亚/石药集团 (II), 先声/康乃德 (III), 麦济生物 (III), 中国生物制药 (II), 恒瑞医药 (II), 三生国健 (II), 圣信生物 (II), 智翔金泰 (II), 康方生物 (II) 等
银屑病、炎症性肠病	IL23p19 单抗	100	Deucravacitinib Zasocitinib	BMS 武田	获批上市 III期		高剂制药 (III), 维峰生物 (II), 诺诚健华 (II), 翰森制药 (II), 启元生物 (I/II), 文达医药 (I), 爱科诺 (I), 安视生物 (I), 拓森健恒 (I), 益方生物 (I), 特科罗 (I), 再极医药 (I), 百济神州 (I), 海思科 (I)
系统性红斑狼疮	CD19 CAR-T	30-50	Guselkumab Risankizumab	强生 艾伯维	获批上市 获批上市	与 IL-17 相比, IL-23p19 适应症可拓展至炎症性肠病, 且给药间隔更长 (Q4W→Q8W 或 Q12W); 与 IL12/23 相比, IL-23p19 治疗银屑病的 PASI90 更高 (60%→80%)、疗效更优	康哲药业 (上市), 信达生物 (III), 圣信生物 (II), 石药集团 (I)
			Rapcabtagene Autoleucel CABA-201	诺华 Cabaletta	I/II期 I期	病例报道 CD19 CAR-T 对重度 SLE 疗效优异, 有望实现“一针治愈”	药明巨诺 (I)、亘喜生物 (VII)、雅科生物 (I)、吉凯基因 (I)

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

复盘默沙东：K药成为大药助力市值水涨船高

- 引入管线对市值的影响更多取决于：①该管线是否能为企业带来稳定的营收/EPS端改善。②交易的预期回报率。
- K药有收入快速增长的预期后，默沙东的市值也稳步增长：以2018年K药获批1L NSCLC大适应症为时间节点。默沙东在2013-2017年市值涨跌幅0.7%，营收5年CAGR-1.8%，利润5年CAGR-11.4%；2018-2022年市值涨跌幅7.3%，营收5年CAGR7.0%，利润5年CAGR18.5%。

默沙东股价复盘

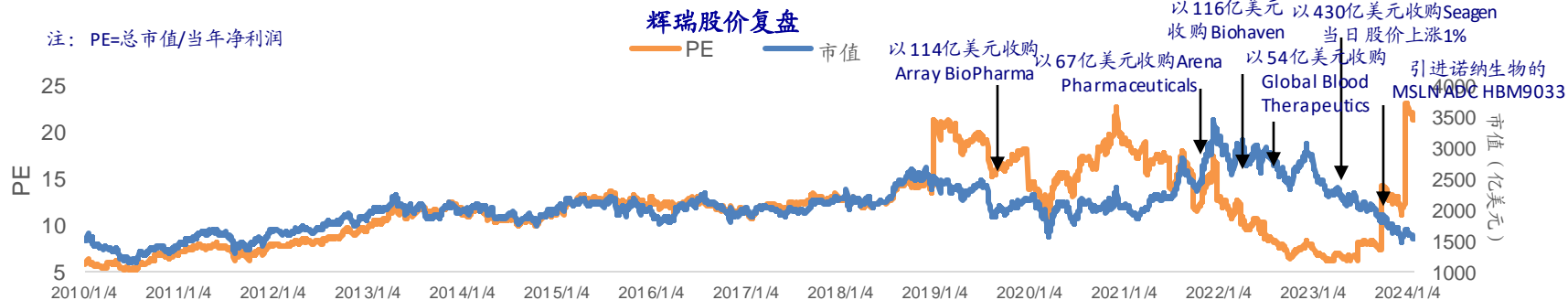


	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
营收 (亿美元)	460	480	473	440	422	395	398	401	423	391	415	487	593
营收增速	68%	4%	-2%	-7%	-4%	-6%	1%	1%	5%	-8%	6%	17%	22%
K药销售额 (亿美元)					0.6	5.7	14.0	38.1	71.7	110.8	143.8	171.9	209.4
EPS	3.37	3.76	3.8	3.5	3.48	3.57	3.78	3.94	4.33	5.17	6	5.8	7.39
EPS增速	4%	11%	1%	-8%	-1%	3%	6%	4%	10%	19%	16%	-3%	27%
净利润 (亿美元)	9	63	62	44	119	44	39	24	62	98	71	130	145
净利润增速	-93%	628%	-2%	-29%	171%	-63%	-12%	-39%	160%	58%	-28%	85%	11%

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

复盘辉瑞：近期交易并不能抵消收入端压力，市值承压

对于MNCs来说，如果License-in的药物的放量预期不能抵消营收下滑的压力，短期难以对市值产生积极影响。辉瑞新冠业务营收基数高并存在下滑风险，2022年新冠营收567亿美元。从2019年以来，辉瑞陆续收购了Array BioPharma, Arena Pharmaceuticals, Biohaven, Global Blood Therapeutics, Seagen等公司。2022年，以上BD涉及公司的产品销售收入合计28.2亿美元；所有BD涉及管线中，根据安斯泰来预测，Padcev潜在峰值25-30亿美元，Rimegepant潜在峰值50-60亿美元，较新冠营收体量仍小。



	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
市值 (亿美元)	1403	1639	1825	1960	1960	1993	1972	2166	2495	2168	2049	3319	2878
总营收 (含新冠, 亿美元)	671	653	547	516	496	489	528	525	536	409	1.5	369	567
新冠营收											1.5	369	567
总营收 (不含新冠)	671	653	547	516	496	489	528	525	536	409	418	444	436
总营收 (不含新冠) 增速	34%	-3%	-16%	-6%	-4%	-2%	8%	-1%	2%	-24%	2%	6%	-2%

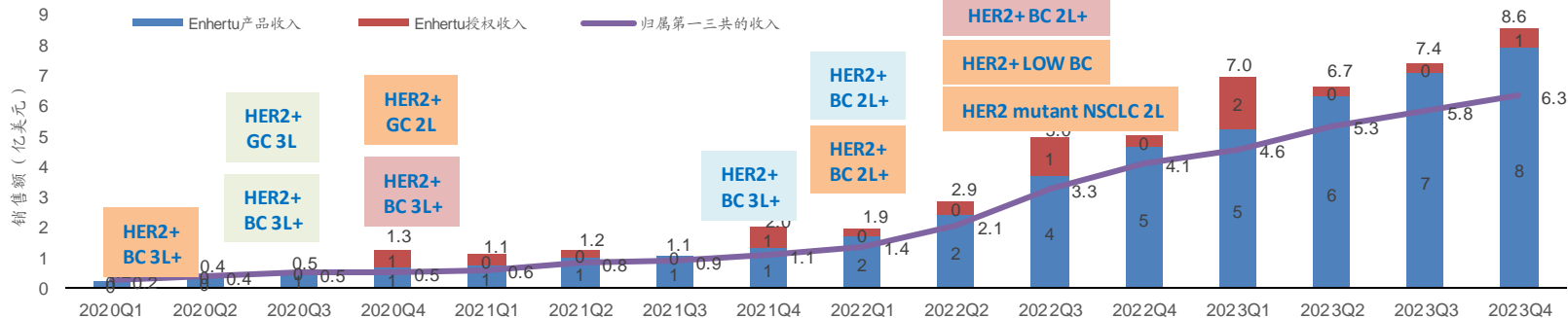
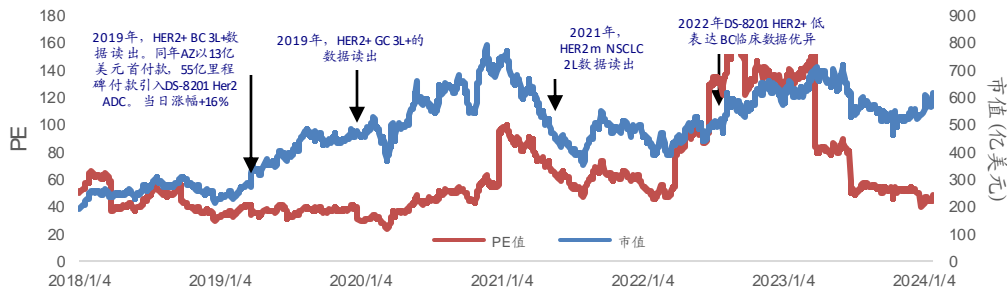
Array BioPharma	Braftovi (BRAF) 黑色素瘤等 Mektovi (MAP2K1/2) 黑色素瘤等									0.5	1.6	1.9	1.9
Global Blood Therapeutics	Oxbryta (HbS) 罕见病									0.5	1.4	1.5	1.7
Arena Pharmaceuticals	Etrasimod (S1PR1/4/5) 溃疡性结肠炎												
Biohaven	Rimegepant (CGRP) 偏头痛 Zavegepant (CGRP) 偏头痛											0.6	4.6
	Adcetris (CD30 ADC) Padcev (Nectin-4 ADC) Tivdak (FII ADC) Tukysa (Her2 ADC) 其他 ADC 早期资产												20
Seagen													
诺纳生物	HBM9033 (MSLN ADC) 实体瘤 外延管线合计销售									1.0	3.0	4.7	28.2
	净利润 (含新冠, 亿美元)	83	100	146	220	91	70	72	213	112	160	220	314
	净利润增速	-4%	21%	46%	51%	-58%	-24%	4%	195%	-48%	44%	129%	43%

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

复盘第一三共：合作交易转让方市值变化取决于药物潜在峰值

- 对于第一三共来说：MNCs认可数据，推进临床试验提高了研发成功率。长期来看，MNCs拓展海外市场后目标患者池扩大、海外销售带来的利润导致V_{公允}的提高。
- DS8201授权给AZ时，只有HER2+ BC 3L+数据，但随着DS8201在乳腺癌多个适应症的全球临床试验推进，P_{概率}和V_{公允}都在不断提高。目前DS8201正在拓展乳腺癌辅助/新辅助/1L疗法，全球峰值有望达110亿USD。授权交易以及海外临床数据读出提高药物预测峰值：2020年由于AZ引入DS-1062 Trop-2 ADC的交易，以及DS-8201公布晚期乳腺癌最长PFS数据催化，第一三共PE从37x增长至82x。2022年DS-8201的DESTINY-Breast04三期临床试验达终催化，PE从76x增长至85x。两次上涨并非业绩带动，主要为估值贡献。
- 在ADC平台价值被认可前，第一三共传统业务市值在100亿USD~150亿USD波动，对应PE 20~30倍。

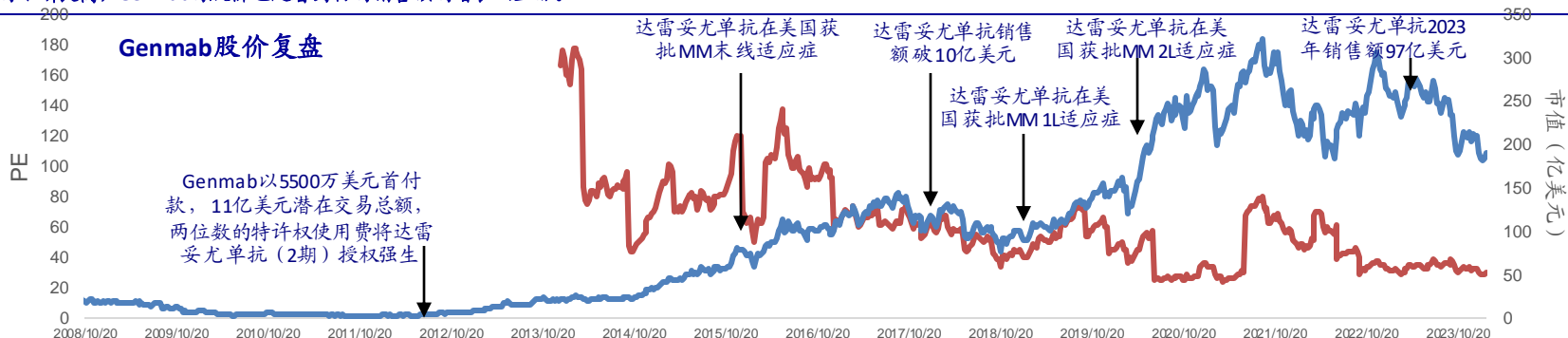
DS8201						
时间点	2019年3月	2019年3月	2019年11月	2021年5月	2022年1月	2022年7月
事件	HER2+ 3L BC DESTINY-Breast01 数据读出	DS8201 海外权利授权AZ	HER2+ 3L GC DESTINY-Gastric01 数据读出	HER2m NSCLC 2L DESTINY-Lung01 数据读出	HER2+ 低表达 BC DESTINY-Breast04 数据读出	获批HER2阳性2L BC
潜在患者池	~20k BC	~20k BC	~20k BC ~4k GC	~20k BC ~4k GC ~6k NSCLC	~140k BC ~4k GC ~6k NSCLC	~160k BC ~4k GC ~6k NSCLC
潜在全球峰值	~5-10亿USD	~10亿USD	~11亿USD	~13亿USD	~40亿 USD	~50亿 USD



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

复盘Genmab: 只要产品力足够强, 授权交易转让方也能涨

- 2012年Genmab和强生就达雷妥尤单抗达成商业合作, 除了首付款和里程碑付款之外, Genmab每年可以从强生获得达雷妥尤单抗的特许使用费。从财报披露的royalty收入我们可以倒推, 在达雷妥尤单抗全球销售额<20亿美元时, 特许使用费在12%-13%, 全球销售额超过30亿美元时, 特许使用费比例达到了16%-18%。
- 2012~2015年, 在达雷妥尤单抗上市之前, MM的治疗方案为来那度胺、蛋白酶抑制剂等二代药为主, 达雷妥尤单抗是MM领域第一款靶向疗法, CD38+三药方案大大提高了治疗患者的PFS和ORR率, Genmab股价也上涨约25倍。强生独立承担达雷妥尤单抗的临床研发和商业化费用之后, 不断研发推进, $P_{概率}$ (临床试验成功) 和 $V_{公允}$ (MM患者DOT延长、治疗线数前移拓宽了患者池) 的不断提高, Genmab的股价也随着药物的销售额的增长而上涨。



单位: 亿美元	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
营收	0.7	0.8	1.2	1.5	1.7	2.7	3.6	4.8	8.0	15.5	13.5	20.7	23.9
营收增速	-40%	38%	37%	28%	33%	60%	30%	28%	28%	88%	-16%	72%	13%
royalty收入						0.8	1.6	2.8	4.7	7.3	11.1	16.5	19.9
达雷妥尤单抗的royalty收入						0.7	1.5	2.7	4.7	6.8	9.7	14.2	16.4
达雷妥尤单抗全球销售额						5.7	12.4	20.3	30.0	41.9	60.2	79.8	97.4
达雷妥尤单抗特许使用费%						12%	12%	13%	16%	16%	16%	18%	17%
EPS	-1.07	-0.44	0.23	0.66	1.23	2.38	2.93	3.25	5.03	11.98	6.65	14.4	11.2
EPS增速	-40%	59%		186%	87%	94%	23%	11%	55%	138%	-45%	117%	-22%
净利润	-1.1	-0.8	0.2	0.5	1.1	1.8	1.7	2.3	3.2	7.3	4.8	7.8	6.3
净利润增速	-86%	18%		168%	153%	55%	-7%	33%	47%	120%	-37%	84%	-21%
净利润率	-170%	-101%	17%	35%	67%	65%	47%	49%	40%	47%	35%	38%	26%

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

AH股大药企：表观估值与海外大药企相当

- 从表观来看，中国的大药企并未出现明显的低估。
- 前文讨论了礼来和第一三共等大药企的估值，按分部估值看，单品或技术平台贡献较大的估值弹性和市值。国内一线大药企的创新药管线虽然丰富，但支付政策决定了单品的天花板。三共模式的映射下，我们认为国内药企与MNC合作实现出海，管线价值或将在成功率和患者池方面有较好的提升，参考Genmab，未来应进一步关注特许使用费等商务细节为利润表所带来的中长期影响。

AH股大药企														
代码	公司	市值	21年营收	22年营收	23E营收	24E营收	23PS	24PS	21年归母	22年归母	23E归母	24E归母	23PE	24PE
600276 CH	恒瑞医药	36573.5	4016.8	3163.8	3309.6	3819.4	11.1	9.6	702.4	580.9	649.6	793.1	56.7	46.5
	YOY		-7%	-18%	5%	15%			-28%	-14%	12%	22%		
000963 CH	华东医药	8404.1	5359.2	5608.4	5773.5	6400.4	1.5	1.3	356.9	371.7	408.4	494.3	20.6	17.0
	YOY		3%	9%	3%	11%			-18%	9%	10%	21%		
002422 CH	科伦药业	5272.2	2678.9	2812.4	2985.0	3234.3	1.8	1.6	171.0	254.1	327.1	360.7	15.8	14.3
	YOY		5%	9%	6%	8%			33%	55%	29%	10%		
3692 HK	翰森制药	9380.2	1540.5	1395.2	1390.5	1589.2	6.8	5.9	420.7	384.2	385.6	432.7	24.6	22.0
	YOY		14%	-6%	0%	14%			6%	-5%	0%	12%		
1093 HK	石药集团	8998.0	4320.9	4600.5	4424.0	4853.5	2.0	1.9	869.1	905.8	852.6	937.4	10.5	9.7
	YOY		12%	11%	-4%	10%			9%	9%	-6%	10%		
1177 HK	中国生物制药	7046.1	4165.0	4279.8	4210.2	4655.2	1.7	1.5	2265.1	378.3	380.2	406.1	17.4	15.2
	YOY		14%	7%	-2%	11%			427%	-83%	1%	7%		
美股大药企														
代码	公司	市值	21年营收	22年营收	23E营收	24E营收	23PS	24PS	21年归母	22年归母	23E归母	24E归母	23PE	24PE
LLY US Equity	礼来	596715.5	28318.4	28541.4	33669.7	39205.7	17.7	15.2	5581.7	6244.8	5723.5	10867.5	95.7	50.5
			15%	1%	18%	16%			-10%	12%	-8%	90%		
MRK US Equity	默沙东	301270.0	48704.0	59918.2	59918.2	63309.4	5.0	4.8	14519.0	4608.0	2492.3	20053.6	85.9	14.0
			17%	22%	1%	6%			85%	11%	-83%	705%		
PFE US Equity	辉瑞	159680.6	81288.0	100330.0	58755.0	60493.4	2.7	2.6	21979.0	31372.0	4026.9	9744.8	18.4	12.3
			94%	23%	-41%	3%			129%	43%	-87%	142%		
GILD US Equity	吉利德	108767.0	27305.0	27281.0	27066.0	27632.3	4.0	3.9	6225.0	4592.0	5877.1	7009.8	12.9	12.0
			11%	0%	-1%	2%			4961%	-26%	28%	19%		

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

海外大药企收入增长放缓伴随分红率提升, AH大药企分红率有提升空间



- AH股和美股Pharma: EPS增速越低的时期, 分红率一般更高。
- 国内大药企股息率、分红率偏低。

美股Pharma股息率和分红率 (单位: USD)

礼来	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
股息率	5.6	4.7	4.0	3.9	2.9	2.4	2.8	2.5	2.0	2.0	1.8	1.2	1.1
分红率	42.8	50.2	53.5	44.9	88.2	88.7	79.2		75.3	52.4	45.0	57.4	58.7
每股股利	2.0	2.2	1.8	1.9	2.5	3.1	2.8		4.2	3.0	3.4	4.7	4.5
EPS	4.7	4.4	3.3	4.1	2.8	3.4	3.5	4.2	5.6	5.8	7.5	8.1	7.7
EPS增速	7%	-8%	-24%	25%	-33%	24%	3%	19%	32%	4%	29%	9%	-6%
ROE	46%	33%	29%	29%	14%	16%	19%	-2%	30%	134%	150%	76%	64%

默沙东	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
股息率	4.2	4.2	4.2	3.5	3.2	3.5	3.2	3.4	2.7	2.5	3.0	3.4	2.5
分红率	549.4	76.8	83.9	116.5	43.3	115.2	131.0	216.2	85.4	102.3	139.6	54.4	49.1
每股股利	18.5	2.9	3.2	4.1	1.5	4.1	5.0	8.5	3.7	5.3	8.4	3.2	3.6
EPS	3.4	3.8	3.8	3.5	3.5	3.6	3.8	3.9	4.3	5.2	6.0	5.8	7.4
EPS增速	4%	11%	1%	-8%	-1%	3%	6%	4%	10%	19%	16%	-3%	27%
ROE	2%	12%	11%	9%	24%	10%	9%	6%	20%	37%	28%	41%	35%

吉利德	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
股息率						1.7	3.3	3.7	4.5	4.6	5.3	4.2	3.5
分红率						10.4	18.3	59.2	54.7	60.1	2816.3	58.1	81.1
每股股利						1.3	2.1	5.1	3.8	4.2	194.9	4.7	5.8
EPS	1.8	2.0	2.0	2.0	7.9	12.2	11.4	8.7	6.9	7.0	6.9	8.2	7.1
EPS增速	26%	7%	2%	0%	295%	55%	-6%	-24%	-20%	1%	-1%	18%	-13%
ROE	47%	44%	32%	30%	90%	107%	72%	24%	26%	25%	1%	32%	22%

辉瑞制药	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
股息率	7.0	6.1	5.5	4.8	4.9	5.0	5.1	4.7	4.0	4.5	4.6	2.9	3.3
分红率	72.9	78.0	72.8	57.7	72.6	99.6	101.6	36.4	72.7	75.9	121.7	39.3	28.8
每股股利	1.6	1.8	1.6	1.3	1.6	2.2	2.4	0.9	2.2	2.2	3.4	1.7	1.9
EPS	2.3	2.3	2.2	2.2	2.3	2.2	2.4	2.6	3.0	3.0	2.8	4.2	6.5
EPS增速	7%	2%	-5%	1%	3%	-3%	10%	8%	15%	-1%	-7%	52%	55%
ROE	9%	12%	18%	28%	12%	10%	12%	33%	17%	25%	15%	31%	36%

AH股Pharma股息率和分红率 (单位: USD)

恒瑞医药	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
股息率	1.0	1.5	1.7	1.2	1.4	1.0	1.3	1.1	1.3	1.5	1.1	2.1	2.9
分红率	10.3	11.5	9.2	9.9	9.9	9.0	12.2	11.4	19.9	19.1	16.9	22.5	22.5
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01	0.01	0.02	0.02	0.03	0.04	0.02
EPS	0.02	0.02	0.03	0.03	0.04	0.05	0.06	0.08	0.09	0.12	0.16	0.16	0.10
EPS增速	19%	21%	17%	22%	15%	39%	15%	26%	18%	31%	30%	0%	-39%
ROE	24%	23%	23%	21%	21%	25%	23%	23%	24%	23%	14%	11%	

科伦药业	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
股息率		0.9	0.9	0.9	0.9	0.5	0.5	0.8	0.8	1.6	1.2	1.6	2.3
分红率	18.1	12.4	11.0	11.1	18.0	30.9	34.2	40.2	24.7	64.3	54.3	54.3	52.7
每股股利	0.01	0.01	0.01	0.02	0.02		0.03	0.03	0.03	0.08	0.05	0.07	0.09
EPS	0.07	0.11	0.13	0.14	0.12		0.08	0.08	0.12	0.12	0.09	0.12	0.17
EPS增速		53%	0%	0%	0%			0%	60%	2%	-25%	32%	40%
ROE	15%	13%	13%	12%	10%	6%	5%	6%	6%	7%	6%	8%	12%

石药集团	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
股息率		1.6	1.3	1.9	1.4	1.5	1.5	0.9	1.5	1.1	1.9	2.1	2.5
分红率	49.0		12.6	45.9	46.6	39.0	34.6	33.8	36.4	33.6	29.6	31.3	41.1
每股股利	0.01	0.00	0.00	0.00	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.02	0.02	0.02	0.03
EPS	0.03	0.02	0.01	0.01	0.02	0.02	0.02	0.03	0.04	0.05	0.06	0.07	0.07
EPS增速	-26%	-53%	-53%	57%	36%	27%	21%	30%	27%	26%	21%	28%	-1%
ROE	14%	11%	57%	14%	16%	20%	22%	22%	22%	22%	25%	23%	22%

中国生物制药	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
股息率	3.3	4.0	1.2	0.9	1.0	0.6	1.2	0.5	1.4	0.8	0.9	0.8	2.2
分红率	69.3	74.8	27.7	23.8	19.6	22.9	23.2	23.1	8.7	29.8	48.5	8.6	121.7
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01	0.01	0.01	0.04
EPS	0.00	0.00	0.01	0.01	0.01	0.01	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.09	0.03
EPS增速	0%	0%	50%	50%	22%	27%	14%	19%	21%	4%	-8%	291%	-69%
ROE	19%	12%	21%	21%	25%	25%	23%	25%	47%	13%	17%	62%	8%

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

- 中国医疗服务板块当前面临的核心矛盾是增速放缓后如何定价。在国际比较中EV/EBITDA方法更适用于不同税率、不同杠杆水平且有明显重资产运营特征的医疗服务行业。
- 对于全球投资者，中国医疗服务资产还有性价比吗？
 - 新兴市场投增速。例如，根据Bloomberg一致预期，印度阿波罗医院2024-2025年收入增速预期17%，净利润增速预期36%，当前对应2024年57X PE。
 - 成熟市场投稳定EPS提升和分红。例如，HCA在2014-2022年的股价提升430%，主要贡献来源于EPS的增长和回购注销股本，估值中枢约为10X EV/EBITDA。
 - 中国更应该对标哪个市场？不同增速下的公司享受不同水平的估值。
- 建议关注：海吉亚、爱尔眼科、固生堂。

中国医疗服务公司当下面临的问题是如何进行估值切换

- 国内当前对医疗服务公司定价缺乏共识，当下面临的问题是企业发展中枢下降，相对粗放的P/E估值比价不足以衡量企业价值，需要切换方法。随行业竞争加剧、区域市占率达到相当水平后，叠加支付端压力大，国内医疗服务公司增长中枢下降，由30-40%下降至20-30%。估值体系由买增长到买EPS提升和分红，逐渐接轨国际。估值方法由P/E（仅衡量股权价值），到EV/EBITDA（衡量股权和债务杠杆），到考量分红的价值。

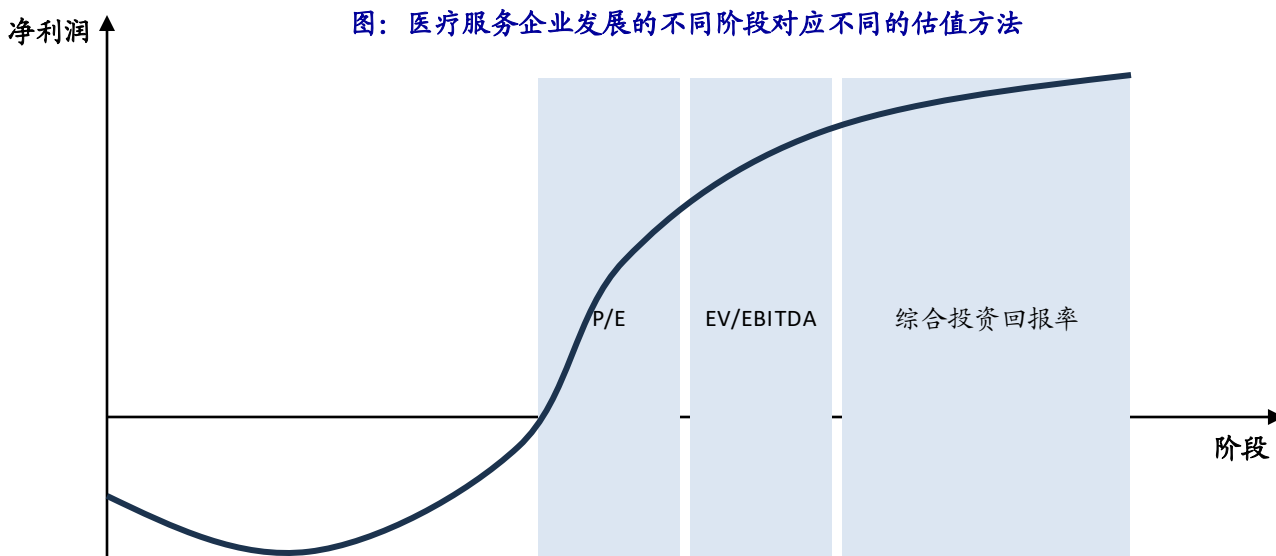
表：中国医疗服务上市公司估值对比

医疗服务	类型	市值(亿元)↓	P/E	归母/经调整利润复合增速		行业需求	ROE	分红(亿元)	股息支付率	股息率
		2024/1/30	2024E	2019-2021	2021-2023E		2023E	2023年		
爱尔眼科	眼科	1257	28	30%	22%	景气不变	17%	7.2	27%	0.5%
华夏眼科	眼科	244	27	43%	25%	景气不变	13%	1.6	31%	0.7%
通策医疗	口腔	200	26	23%	-10%	景气不变	14%	-	-	-
美年健康	体检	198	23	-	79%	景气不变	6%	-	-	-
海吉亚	肿瘤	153	17	62%	26%	景气不变	12%	0.9	20%	0.4%
普瑞眼科	眼科	98	31	34%	49%	景气不变	8%	0.1	73%	0.1%
固生堂	中医	90	26	43%	37%	景气上行	13%	0.9	50%	0.9%
环球医疗	综合	71	3	11%	3%	景气不变	10%	6.4	31%	7.6%

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

• 医疗服务公司的发展一定经历三阶段：由

1) 早期高增长，主要使用股权融资。给予高于/等于利润增速的P/E； 2) 中期稳增长，二级股权融资成本走高，企业拥有一定的正现金流/内部造血能力后，可通过债务杠杆调节企业发展速度。给予高于/等于利润增速的EV/EBITDA； 3) 后期低增长/不增长，较难以低收购价格实现外部扩张，一级市场和二级市场资产价格趋同，公司利用资金创造超额收益低能力减弱，逐步将利润进行高比例分红或回购股本注销回馈股东。股东长期投资回报率=ROE+股息率+再投资收益率(3-4%)。

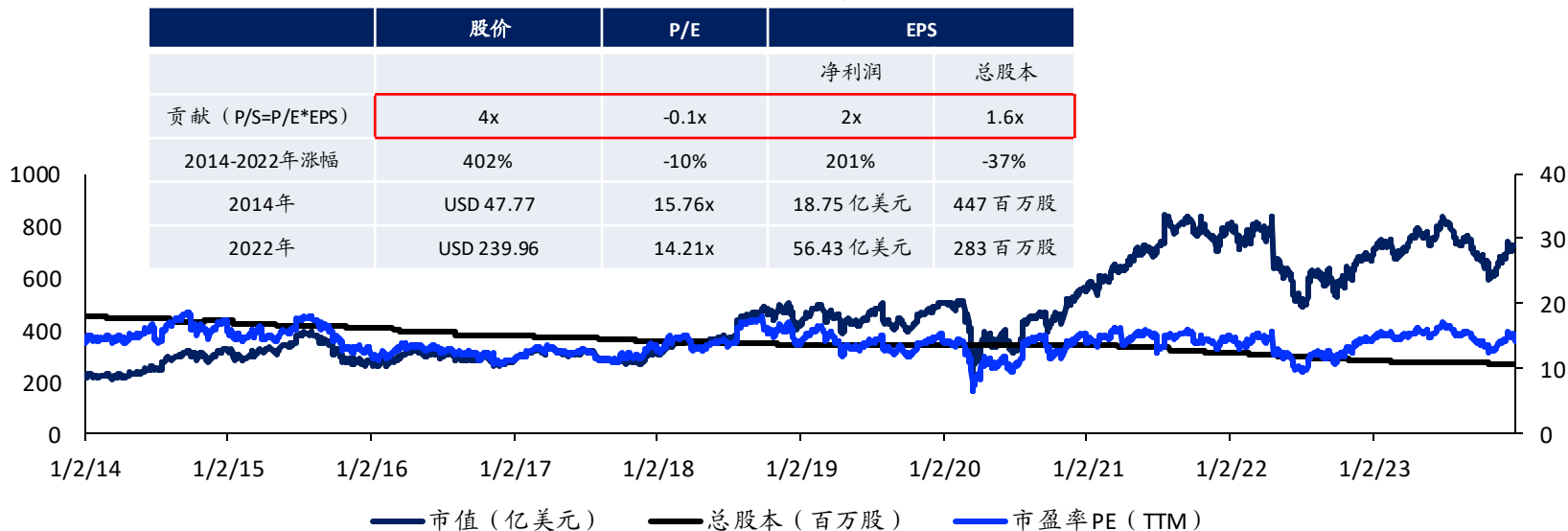


For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

医疗服务HCA: 高壁垒, 稳定PE, EPS和股本回购贡献主要股票回报

- 以2022年收入602亿美元计, HCA是全球第一大医疗服务公司。2014-2022年, HCA股价涨幅402%, 主要来自于以下3个方面: (1) 归母净利润增长贡献=增长2.01倍; (2) 股票回购贡献=股本减少37%, 对应贡献EPS增长1.6倍。(3) P/E估值是负贡献=下滑0.10倍;
- EV/EBITDA, 基本在10倍左右波动, 由于公司资产负债率较高, 财务费用等相对较高, 因此使用该估值方法具备一定意义。爱尔眼科EV/EBITDA近年来在25-40倍波动, A股医疗服务对EV/EBITDA接受程度相对较小。我们认为, HCA更大的借鉴意义在于, 收入增速放缓时, 如果利润率能持续提升, 利润增速可以保持稳定, PE估值也可保持稳定。

图: HCA股价复盘 (2014-2023年)



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

中国公司仍拥有新兴市场最高增长中枢，和最低估值

- 对比新兴市场医疗服务公司，低增长不一定代表低估值。海外新兴市场医疗服务公司大多增长中枢在10-20%甚至更低，但仍有30-50xPE。
- 成熟的品牌有显著高溢价。因成熟医疗服务模型很难被颠覆，人的资源和口碑不断积累提高品牌力形成正循环，市场地位越来越强，而国家医疗费用则会长期增长。典型案例如下图龙头连锁医院：Apollo（10-15%收入增长，2024年57xPE，29xEV/EBITDA）；Dr Sulaiman（10-15%收入增长，2024年43xPE，34xEV/EBITDA）；BDMS（5-10%增长，2024年27xPE，17xEV/EBITDA）。

表：海外新兴市场医疗服务上市公司估值和收入增速对比

医疗服务	类型	市值 (亿 USD)	净利润 (亿 USD)		P/E		EV/EBITDA	
			2024/3/6	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E
Apollo Hospital	印度连锁医院	105	1.2	1.8	89	57	38	29
Max Healthcare	印度连锁医院	89	1.6	1.9	56	48	39	32
Dr Sulaiman	沙特连锁医院	301	6.0	7.0	50	43	40	34
MEH	沙特连锁医院	28	0.5	0.8	54	36	23	20
Aster DM	印度连锁医院	27	0.6	0.8	48	34	14	12
Mouwasat	沙特连锁医院	67	1.8	2.1	37	32	25	22
CARE	沙特连锁医院	24	0.8	0.9	30	28	22	20
IHH	亚洲连锁医院	113	3.6	4.0	31	28	14	13
Narayana	印度连锁医院	30	1.0	1.1	30	27	22	19
BDMS	泰国连锁医院	131	4.4	4.8	30	27	18	17
Bumrungrad	泰国连锁医院	52	2.1	2.2	25	23	18	16

中国公司的估值

	收入增速							
	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	
Apollo Hospital	18%	8%	15%	-10%	38%	5%	11%	
Max Healthcare	10%	-8%	-37%	124%	56%	7%	46%	
Dr Sulaiman	5%	9%	17%	24%	15%	15%	25%	
MEH	-5%	8%	17%	7%	15%	24%	14%	
Aster DM	18%	9%	7%	-4%	19%	8%	15%	
Mouwasat	11%	11%	10%	5%	9%	14%	14%	
CARE	-11%	-7%	14%	5%	8%	18%	21%	
IHH	10%	26%	-11%	30%	-1%	12%	2%	
Narayana	26%	16%	8%	-21%	43%	13%	9%	
BDMS	13%	11%	-18%	7%	13%	10%	4%	
Bumrungrad	6%	5%	-34%	-1%	52%	23%	4%	

中国公司的增速

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

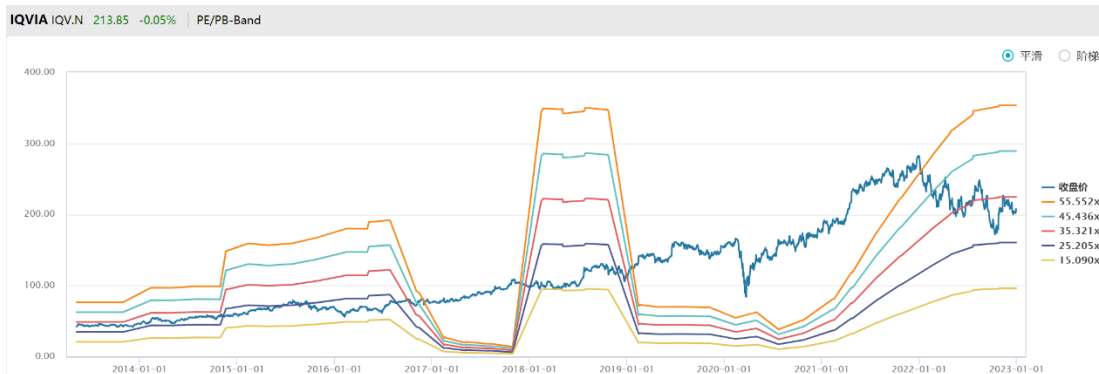
- 基本定价原则，不同增速下的公司享受不同水平的估值：
 - 利润增速>20%的医疗服务公司，30-60xPE，20-35xEV/EBITDA。（以沙特MEH，印度Narayana为例）；
 - 利润增速10-20%的医疗服务公司，20-40xPE，20-30xEV/EBITDA。（以印度Apollo，沙特Dr Sulaiman为例）；
 - 利润增速<10%的医疗服务公司，10-20xPE，10-20xEV/EBITDA。（以美国HCA和泰国BDMS为例）。
- 医疗服务公司的四个维度值得溢价：
 - 可提升客单价的服务和技术迭代。如眼科从屈光到白内障，或肿瘤从科室独立服务到MDT，从光子到质子放疗。
 - 高壁垒。在长期市场竞争更有确定性，品牌力强，可能在增长期享受更多的超额收益。
 - 强并购外延能力。如海吉亚21年17.3亿元24xPE收购苏州永鼎，收入6亿，利润0.72亿，利润率12%。24年利润率提升至16%，相当于14xPE（58%的原收购PE）。6折。
 - 优质的人和品牌。医院资产较为特殊，交易价格往往溢价净资产，医院资产价值=净资产+人力资源价值。人力和管理整体形成品牌，提供专业化服务产生经济价值。

建议关注：爱尔眼科、海吉亚、固生堂

- 参考全球CXO巨头Lonza、查尔斯河、三星生物的估值，我们认为当前中国CXO龙头显著被低估，未来随着业绩、市占率的持续分化，作为全球前五的药明系应享有更高估值。
- 印度的CDMO怎么看？以仿制药API、制剂为主，创新药业务一直受限于专利政策、基础科学家较为稀缺等大环境。近年来，印度企业开始采取China PLUS ONE政策鼓励创新药CRO及CDMO业务。以Syngene为首的印度企业，收入体量不足国内药明系的1/10，每年20%左右的业绩增速，当前24年PE约40-50倍。

IQVIA: CRO估值明显高于药企，高壁垒对应相对稳定的高估值

图 IQVIA公司 PE-Band估值变化



IQVIA是全球领先的医疗健康数据和技术解决方案提供商，业务包括医疗健康数据和分析、基于数据资源的药物研发、市场情报和咨询、医药销售和分销解决方案以及医疗保健技术服务等。

公司2010-2015年增长平缓，收入复合增速7.9%。2016年公司与IMS Health合并，体现出较好的并购效应，发展迅速，2015-2017年收入复合增长率达30.3%，利润复合增长率57.5%。2021年全球CRO疫情后复苏强劲，公司凭借数字和技术能力为结构转型带来竞争优势，且收购Q² Solutions剩余股权进一步促进业务增长，2020-2022年收入复增长率12.6%，利润复合增长率24.4%，估值在25x-55x。

表 IQVIA公司盈利及估值变化一览

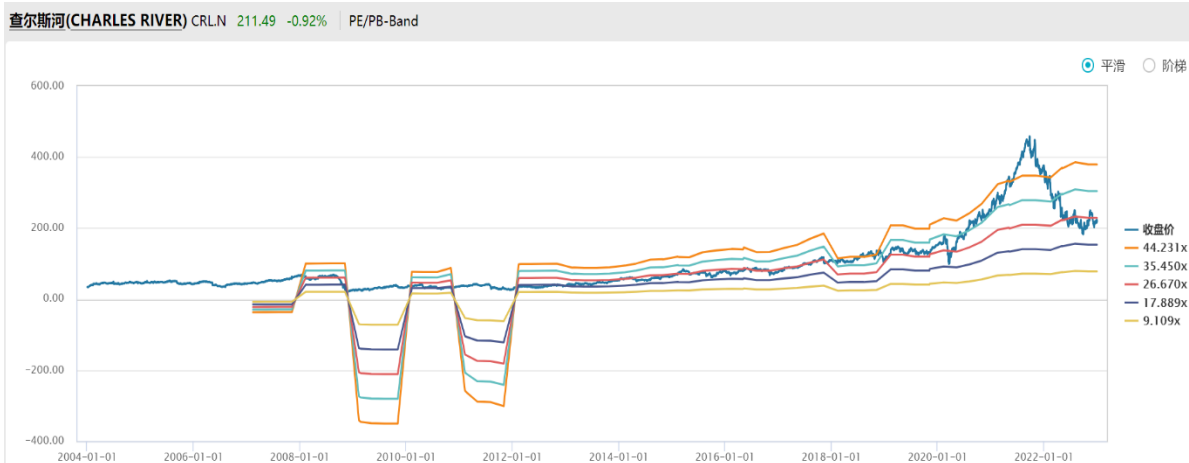
主营业务内容	发展时间段	收入规模变化	收入复合增速	净利润规模变化	利润复合增速	分红回购情况	平均PE估值区间
医疗健康数据和分析、基于数据资源的药物研发、市场情报和咨询等	2010-2015年	39.2—57.4亿美元	7.9%	1.6—4.2亿美元	21.3%	分红回购较少	在20-30倍波动
	2015-2017年	57.4—97.4亿美元	30.3%	4.2—10.4亿美元	57.5%	每年回购在3%-6%	在35-45倍波动
	2020年-至今	113.6—144.1亿美元	12.6%	12.5—19.4亿美元	24.4%	每年回购在1%左右	利润率修复，稳定在30-35倍左右

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

查尔斯河：近年利润增速有波动，估值与生物医药研发景气度关系密切



图 查尔斯河公司PE-Band估值变化



查尔斯河主营业务为实验动物模型和服务、药物发现和安全性评价及药物生产制造服务。

公司1997-2005年高速增长，收入/利润复合增长率达26.5%/32.4%。2005-2013年经历金融危机周期复苏期，收入规模基本持平，收入年复合增长率0.5%，利润波动剧烈，主要受08年经济危机影响，并计提并购标的7亿美元商誉损失。

公司于14年进入业务转型期，14-22年一共实现15次并购，收购多家临床前研究公司实现快速布局，收入、利润复合增速分别达15.0%/18.3%，估值在17x-44x。药物发现及安评业务是查尔斯河收入主要来源，通过内生增长与外延扩增并举，增强核心竞争力。

表 查尔斯河公司盈利及估值变化一览

主营业务内容	发展时间段	收入规模变化	收入复合增速	净利润规模变化	利润复合增速	分红回购情况	平均PE估值区间
实验动物模型和服务、药物发现和安全性评价、药物生产制造服务等	1997-2005年	1.7—11.2亿美元	26.5%	0.2—1.4亿美元	32.4%	分红回购较少 金融危机后大比例回购股票，个别年份回购比例达7%、15%。分红较少。 14、15年回购3%、4%，后回购股票较少。分红较少	盈利能力尚不稳定
	2005-2013年	11.2—11.7亿美元	0.5%	1.4—1.0亿美元	-3.9%		在11-18倍区间
	2014年-至今	13.0—39.8亿美元	15.0%	1.3—4.9亿美元	18.3%		在25-40倍区间

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

CXO: 中国CXO龙头估值性价比凸显

- 中国工程师红利长期存在，中国CXO龙头业绩增速、净利率普遍高于海外对标，但当前中国龙头估值更低。业绩上看，中国龙头2024年表现利润增速预期超过10%（对应20X），而海外龙头2024年BBG一致预期增速仅为个位数（对应30X）。

图：国内外CXO估值对比

图：国内外CXO龙头净利率对比

净利率		单位: %	2017	2018	2019	2020	2021	2022
临床前CRO	国外	CRL	6.75	10.09	9.69	12.49	11.27	12.39
		Labcorp	12.20	7.80	7.14	11.14	14.76	8.61
	国内	昭衍	25.37	26.46	27.87	29.15	36.69	47.32
		康龙化成	9.90	11.66	14.12	22.34	21.76	13.17
			2017	2018	2019	2020	2021	2022
临床CRO	国外	IQVIA	13.64	2.73	2.05	2.71	7.00	7.57
		ICON	16.01	12.43	13.40	11.90	2.79	6.53
		Medpace	8.97	10.39	11.67	15.70	15.92	16.81
	国内	泰格	19.69	22.03	34.79	63.56	65.06	32.06
		诺思格	11.82	16.08	20.29	17.61	16.49	17.93
			2017	2018	2019	2020	2021	2022
CDMO	国外	Lonza	15.59	10.16	15.36	19.32	54.48	19.57
		三星生物	-20.87	41.83	28.92	20.69	25.10	26.59
		Catalent	-1.57	2.95	3.29	9.72	8.47	3.73
	国内	药明康德	16.70	24.27	14.85	18.06	22.43	22.62
		凯莱英	25.30	22.15	22.51	22.92	23.05	32.13
		药明生物	15.58	24.85	25.36	30.14	34.09	29.76

公司	收入			净利润		
	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
CRL	39.8	41.0	42.5	4.9	3.9	4.5
	12%	3%	4%	24%	-20%	15%
IQVIA	144.1	149.0	155.9	10.9	12.2	13.8
	4%	3%	5%	13%	12%	12%
Lonza	65.2	75.0	74.8	12.6	11.4	10.1
	15%	11%	-0.3%	80%	-10%	-12%
三星生物	23.3	28.0	32.3	6.0	6.1	7.4
	91%	20%	15%	103%	3%	20%
赛默飞	449.0	428.0	430.0	69.5	59.8	62.9
	15%	-5%	0.5%	-10%	-14%	5%
药明康德 经调整	56.5	58.0	63.8	13.2	14.8	16.3
	72%	3%	10%	83%	12%	10%
药明生物 经调整	22.0	24.1	27.7	6.9	6.6	7.4
	49%	10%	15%	49%	-5%	15%
泰格医药 扣非	10.2	11.0	12.1	2.2	2.3	2.4
	36%	8%	10%	25%	5%	5%
昭衍新药 主业利润	3.3	3.5	3.7	0.8	0.7	0.7
	50%	5%	10%	64%	-18%	10%

市值	估值24/3/1, bbg一致	
	23 PE	24PE
136	35	30
458	38	33
392	34	39
416	68	56
2198	37	35
224	15	14
102	15	14
52	23	22
18	25	25

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

CXO: 以A/H溢价视角分析, 外资机构给予CXO龙一估值溢价

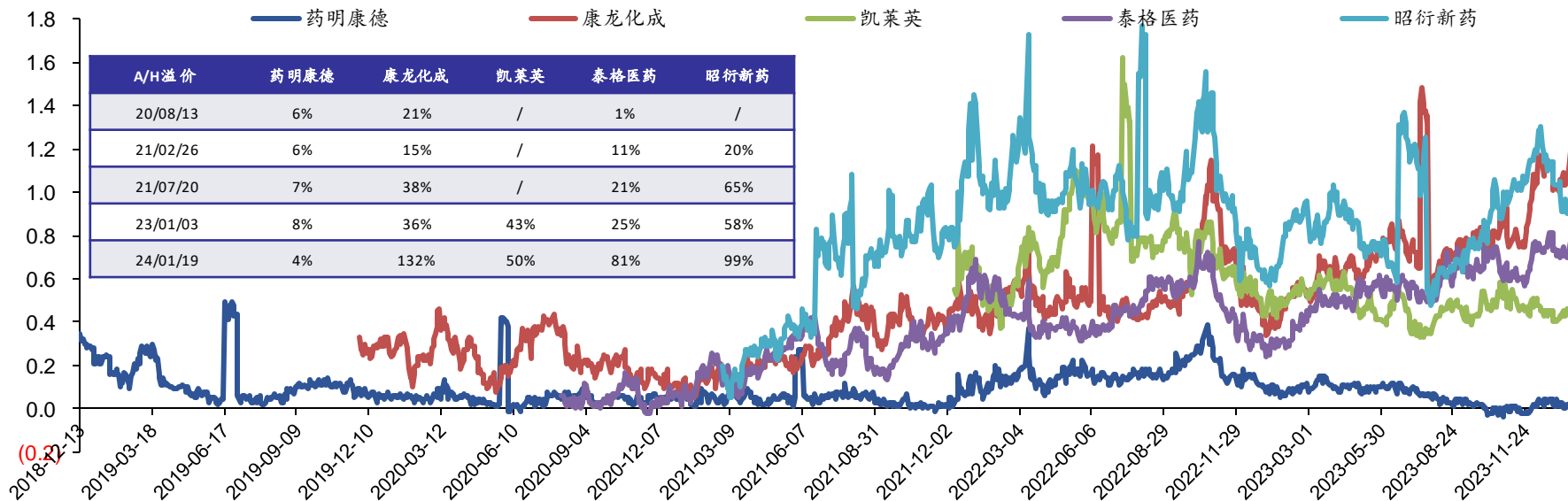
以CXO两地A/H上市 的股票为例, A/H溢价率经历了三个明显的阶段:

(1) 2020-2021H1: 各公司A/H溢价率普遍在20%左右。

(2) 2021Q3景气度出现松动开始, 除药明康德外A/H溢价率迅速提升。

(3) 2023年开始, 药明康德A/H溢价率逐渐收窄, 并且偶有时间A/H出现折价, 其他CXO公司A/H溢价持续扩大, 我们认为具备全球竞争力的产业龙头享受一定的估值溢价。

图: 中国CXO公司A/H溢价率



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

CXO: 二三线CXO将逐渐分化, 龙头估值应享受溢价

- 欧美: CXO赛道相对成熟, 除产业并购整合拆分外, 鲜有重要玩家进入, 竞争格局相对稳定, 给予龙头高溢价。
- 国内: CXO赛道相对新兴, 过去几年赛道快速放量, 二线公司在行业快速增长过程中, 由于需求外溢、规模效应提升利润率, 业绩持续超预期, 2019-2022年通常给予二/三线公司更高增速预期和估值溢价。
- 印度: 仿制药API、制剂为主, 创新药业务一直受限于专利政策、基础科学家较为稀缺等大环境。近年来, 印度企业开始采取China PLUS ONE政策鼓励创新药CRO及CDMO业务。Syngene为首的印度企业, 收入体量仅为国内药明系的1/10不到, 每年20%左右的业绩增速, 对应24年40-50倍PE。
- 未来随着全球生物医药投融资景气度温和复苏, 供给端已经相对稳定, 从过去新冠药、减肥药等全球最优原研订单都能看到龙头公司的竞争优势, 需求难以再从龙头不断外溢给二/三线, 在强者恒强的竞争环境下, 国内CXO赛道各公司业绩和市占率将持续分化, 作为全球前五的药明系、国内临床龙头泰格医药等龙头公司应享有更高估值。

图: 药明康德机构持仓占比

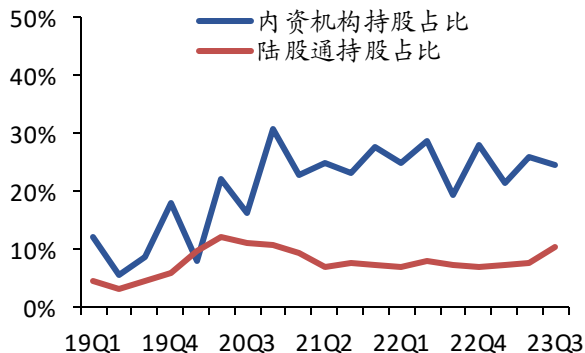


图: 泰格医药机构持仓占比

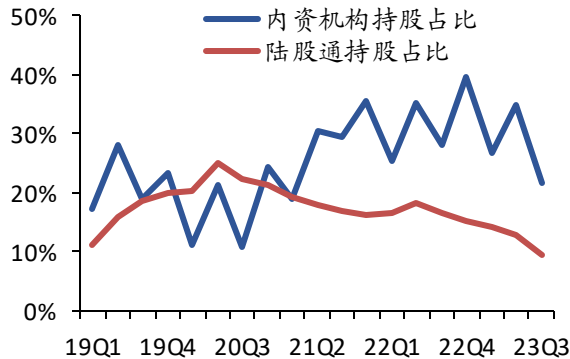
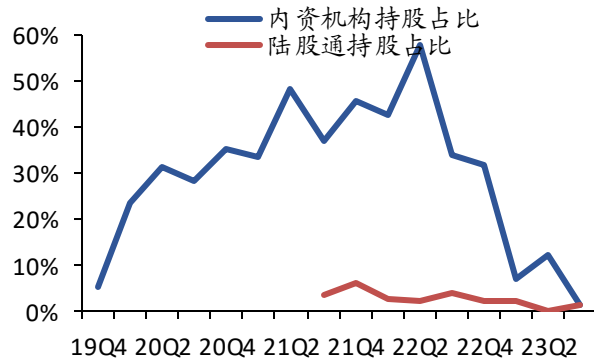


图: 美迪西机构持仓占比



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

海外龙头公司回购分红稳定，个别年份加大回购以稳定股价、回报股东



- 龙头公司回购分红相对稳定。近年来强生分红稳定在1%-2%、回购比例在2.0%-2.5%；辉瑞分红比例较高稳定在5%-6%，回购相对较低；CXO公司相对分红回购比例较低，查尔斯河回购+分红比例在1%左右；IQVIA以回购为主，回购比例在1%左右。
- 个别年份加大回购、分红比例，以稳定股价、回报股东。在个别年份公司利润下滑、股价出现波动的时间点，公司通常加大回购力度。IQVIA在2017年回购比例达12.7%、礼来2018年回购比例3.4%、强生2012年回购比例达6.6%。

图：美股医药龙头公司回购、分红情况

Johnson & Johnson	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
回购股票占总股本比例	3.5%	3.0%	4.9%	1.2%	1.6%	1.4%	6.6%	0.3%	2.5%	1.9%	2.7%	1.7%	1.7%	1.8%	0.8%	1.1%	1.3%	
股息率	0.7%	0.8%	1.1%	1.2%	1.3%	1.4%	1.5%	1.6%	1.7%	1.9%	2.0%	2.1%	2.2%	2.4%	2.5%	2.6%	2.8%	
当年股票回报率%	12%	4%	-8%	11%	-1%	10%	11%	35%	17%	1%	15%	24%	-5%	16%	11%	11%	6%	
当年PE	18	18	13	14	12	16	23	20	17	19	20	24	224	27	24	25	24	
Pfizer	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
回购股票占总股本比例	7.5%	13.2%	0.5%	0.0%	0.8%	5.4%	4.6%	14.2%	2.7%	3.1%	2.4%	2.3%	5.0%	4.3%	0.1%	0.0%	0.9%	
股息率	2.7%	3.2%	4.5%	2.3%	2.6%	2.9%	3.2%	3.5%	3.8%	4.0%	4.3%	4.6%	4.9%	5.2%	5.4%	5.6%	5.7%	
当年股票回报率%	15%	-8%	-17%	8%	0%	29%	20%	26%	5%	7%	4%	16%	0%	-7%	-2%	67%	-10%	
当年PE	23	10	11	18	23	15	19	8	19	24	32	22	11	13	24	17	10	
Eli Lilly					2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
回购股票占总股本比例					0.0%	0.0%	1.5%	1.9%	1.0%	0.8%	0.7%	0.3%	3.4%	3.5%	0.3%	0.3%	0.4%	
当年股票回报率%					4%	25%	24%	7%	40%	25%	-10%	0%	40%	16%	31%	66%	34%	
当年PE					8	10	14	12	29	40	33	42	272	16	29	44	58	
Charles River					2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
回购股票占总股本比例					14.7%	22.2%	3.4%	6.6%	3.7%	3.0%	0.3%	2.1%	0.0%	0.0%	0.2%	0.3%	0.3%	
股息率							2.3%						0.6%	0.6%	0.3%	0.7%	0.8%	
当年股票回报率%					5%	-23%	37%	42%	20%	26%	-5%	44%	3%	0%	64%	51%	-42%	
当年PE					18	/	17	26	25	26	25	26	40	32	41	48	25	
HCA Healthcare					2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022		
回购股票占总股本比例					15.6%	/	2.4%	5.7%	8.9%	9.9%	4.9%	3.6%	2.1%	0.8%	10.5%	10.3%		
当年股票回报率%					-27%	71%	58%	54%	-8%	9%	19%	43%	20%	12%	58%	-6%		
当年PE					8	4	15	18	13	11	12	13	14	16	12	13		
IQVIA												2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
回购股票占总股本比例												5.8%	12.7%	6.1%	3.2%	1.2%	0.8%	0.1%
当年股票回报率%												11%	29%	19%	33%	16%	57%	-27%
当年PE												47	376	19	123	195	70	32

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

印度市场

印度：2000-2010，MNC淡出视线，国内企业格局稳定

- 2000年，印度医药股票市场前十中有四家是MNC在印度的子公司，分别包括GSK、诺华、辉瑞和赛诺菲。前十大市值公司的平均PE为25X。市值最大的本土企业为Cipla，2000年12月31日收盘市值为626亿印度卢比（约为54亿人民币），彼时中国最大市值的医药公司为华润三九，市值为152亿人民币。
- 2010年，从市值上可以看出印度本土药企的崛起，前十名中仅剩下一家外资企业。2000-2010年，印度药企作为全球的药房，凭借原料药和仿制药实现了收入和利润的大幅提升。Top10市值公司的收入CAGR达16%，利润CAGR则高达20%。平均PE为22.9X（剔除DRD）。
- 在这10年中，太阳制药表现突出，凭借其原料药和仿制药在全球的销售，实现收入增长5倍，利润增长9倍。市值增长20X。

2000年 (mn INR)	公司	市值 (2000/12/31)	收入	利润	PE	股息支付率
CIPLA IN Equity	Cipla	62608	7914	1331	47.05	-
DRRD IN Equity	Doctor Reddy's	33710	10016	1445	23.33	-
GLXO IN Equity	GSK	27165	-	-	-	-
SUNP IN Equity	太阳制药	25160	6211	1352	18.61	-
HCBA IN Equity	诺华印度	16686	7938	1034	16.13	46.21
WPL IN Equity	Wockhardt	14933	—	—	-	-
PFIZ IN Equity	辉瑞印度	14297	3062	395	36.22	23.76
SANL IN Equity	赛诺菲印度	11134	9453	513	21.69	38.13
MORE IN Equity	Morepen	10847	—	—	-	-
ARBP IN Equity	阿拉宾度	9941	9961	683	14.55	-
Average		22648	7794	965	25.37	36.03
Average (亿人民币)		19	7	1		

2010年 (mn INR)	公司	市值 (2010/12/31)	收入	利润	PE	股息支付率
SUNP IN Equity	太阳制药	499441	38086	13511	27.47	21.08
CIPLA IN Equity	Cipla	296920	53595	10826	24.70	14.83
DRRD IN Equity	Doctor Reddy's	281260	70277	1068	201.41	-
LPC IN Equity	Lupin	215125	47736	6816	20.55	17.77
GLXO IN Equity	GSK	197993	21511	5606	35.32	60.44
ZYDUSLIF IN Equity	Zydus	159253	35741	5060	22.39	13.51
GNP IN Equity	Genmark	97812	25006	3245	21.58	3.33
DIVI IN Equity	DIVI's	85750	9416	3403	25.98	23.30
BIOS IN Equity	Biocon	84170	20364	2932	18.86	23.87
ARBP IN Equity	阿拉宾度	76497	35754	5634	9.22	4.92
10年CAGR		24%	16%	20%	-1%	-6%
Average (剔除DRRD)		199422	35749	5810	22.90	20.34
Average (剔除DRRD) (亿人民币)		172	31	5		

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

印度：2023，太阳制药崭露头角，成为市值超2000亿的pharma

- 2020年，Top10 药企PE为26.62XPE，新上榜公司包括Biocon、Torrent和Alkem。
- 2010-2020年，Top10药企的收入增长CAGR为15%，利润10%。其中DIVI's市值增长幅度最大，超10倍，收入增长近5倍，利润增长近3倍。
- 2023年，Top10 药企平均PE为36.66XPE，在这3年中，Sun pharma的市值翻倍，2023年年末市值为3万亿印度卢比（约为2600亿人民币），利润CAGR为31%。

2020年 (mn INR)	公司	市值 (2020/12/31)	收入	利润	PE	股息支付率
SUNP IN Equity	太阳制药	1421211	323252	37649	22.44	25.49
DIVI IN Equity	DIVI's	1019904	52912	13765	38.36	30.86
DRRD IN Equity	Doctor Reddy's	865549	174600	19498	26.53	16.99
CIPLA IN Equity	Cipla	661253	166949	15465	22.03	20.85
BIOS IN Equity	Biocon	558480	61448	7482	41.24	-
ARBP IN Equity	阿拉宾度	539825	227380	28451	8.51	6.18
ZYDUSLIF IN Equity	zydus	488069	138121	11766	23.26	30.45
TRP IN Equity	Torrent	474278	77800	10247	32.56	52.84
LPC IN Equity	Lupin	443015	151428	-2694	-	-
ALKEM IN Equity	Alkem	349871	81920	11271	24.67	26.52
10年CAGR		13%	15%	10%	2%	3%
Average		682146	145581	15290	26.62	26.27
Average (亿人民币)		587	125	13		

公司 (10-20)	市值	收入	利润	PE	股息支付率
DIVI's	28%	19%	15%	4%	3%
阿拉宾度	22%	31%	21%	-4%	-8%
DRRD	12%	10%	34%	-18%	
ZYDUSLIF	11%	27%	18%	-13%	-20%
太阳制药	12%	13%	9%	1%	2%
Cipla	8%	12%	4%	-1%	3%
Lupin	21%	19%			

2023年 (mn INR)	公司	市值 (2023/12/31)	收入	利润	PE	股息支付率
SUNP IN Equity	太阳制药	3021769	432789	84736	27.85	32.56
DIVI IN Equity	DIVI's	1036363	76659	18234	41.10	43.68
CIPLA IN Equity	Cipla	1006201	224732	28019	25.94	24.49
DRRD IN Equity	Doctor reddy's	967099	245879	45067	17.07	14.79
MANKIND IN Equity	Mankind	794167	87494	12819	61.95	-
TRP IN Equity	TORRENT	780268	94637	12452	41.78	59.83
ZYDUSLIF IN Equity	Zydus	697611	168778	19603	25.40	30.91
ARBP IN Equity	阿拉宾度	635157	246171	19275	15.75	22.80
ALKEM IN Equity	ALKEM	622049	114404	9842	41.26	60.74
LPC IN Equity	LUPIN	602374	162700	4301	68.54	42.32
3年CAGR		14%	8%	18%	11%	12%
Average		1016305	185424	25435	36.66	36.90
Average (亿人民币)		874	159	22		

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

Summary

We have studied the supply-demand relationship, competitiveness and valuation system of the leading pharmaceutical companies in the United States in each segment of the track at a long latitude, and have come to the following conclusions:

- 1, going overseas is one of the most noteworthy main lines in the future, the pipeline authorization of drugs, the high competitiveness of the device products, going overseas will breed broad investment opportunities.
- 2, the valuation of the device plate global pattern is stable. Mainly benefited from China's device engineers dividend, the Pearl River Delta electronics industry chain advantage and a strong local market.
- 3, which platform-type device leading companies significantly undervalued, mainly due to the business volume, profitability is the international first-class level, and has a faster performance growth rate, while the U.S. device company competition pattern is stable and was given a higher perpetual growth, so we believe that the valuation of the medical Meiry has further room for improvement.
- 4, product plate valuation does not reflect a clear advantage, but we believe that the future with the pipeline licensed drugs clinical advancement and royalties to cash, Chinese companies will also be in the pipeline out of the sea in the income statement of long-term gains.
- 5, medical services are facing a slowdown in the valuation of the switch, different growth rates need to be benchmarked against the valuation level of different markets.
- 6, CXO: the world's top five companies such as WuXi AppTec is currently valued at only 50% of Lonza, Samsung Biologics 30%, valuation differences on the one hand from the market, more mainly from the risk discount.

Risk Tips: Risk of clinical trials advancing at a slower pace or with less expected results, risk of less-than-expected overseas expansion, risk of less-than-expected order quantities, risk of price reductions due to policies such as DRG/DIP and centralized banded purchasing, geopolitical risks, etc.

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，孟科含，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, Kehan Meng, 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.

我，袁艺琳，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, Yilin Yuan, 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.

我，孙旭东，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, Xudong 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).

海通证券股份有限公司和/或其子公司（统称“海通”）在过去12个月内参与了2273.HK的投资银行项目。投资银行项目包括：1、海通担任上市前辅导机构、保荐人或主承销商的首次公开发行项目；2、海通作为保荐人、主承销商或财务顾问的股权或债务再融资项目；3、海通作为主经纪商的新三板上市、目标配售和并购项目。

Haitong Securities Co., Ltd. and/or its subsidiaries (collectively, the "Haitong") have a role in investment banking projects of 2273.HK within the past 12 months. The investment banking projects include 1. IPO projects in which Haitong acted as pre-listing tutor, sponsor, or lead-underwriter; 2. equity or debt refinancing projects of 2273.HK for which Haitong acted as sponsor, lead-underwriter or financial advisor; 3. listing by introduction in the new three board, target placement, M&A projects in which Haitong acted as lead-brokerage firm.

作为回报，海通拥有603127.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 603127.CH.

2273.HK 及 1672.HK 目前或过去12个月内是海通的投资银行业务客户。

2273.HK and 1672.HK are/were an investment bank clients of Haitong currently or within the past 12 months.

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

688301.CH, 603127.CH, 无锡东方新格环境设计装饰工程有限公司, 海通期货-青岛海洋创新产业投资基金有限公司-海通期货-通合共盈FOF三十六期单一资产管理计划, 金华中开院高新产业发展合伙企业(有限合伙), 青岛海洋创新产业投资基金有限公司, 威海市鲲鹏服务贸易创新产业投资基金合伙企业(有限合伙), 中山市长青新产业有限公司, 青岛海洋创新产业投资基金有限公司, 威海市鲲鹏服务贸易创新产业投资基金合伙企业(有限合伙), 中山市长青新产业有限公司, 300015.CH, 香港华润(集团)有限公司上海代表处, 石药集团欧意药业有限公司 及 002044.CH目前或过去12个月内是海通的客户。海通向客户提供非投资银行业务的证券相关业务服务。

688301.CH, 603127.CH, 无锡东方新格环境设计装饰工程有限公司, 海通期货-青岛海洋创新产业投资基金有限公司-海通期货-通合共盈FOF三十六期单一资产管理计划, 金华中开院高新产业发展合伙企业(有限合伙), 青岛海洋创新产业投资基金有限公司, 威海市鲲鹏服务贸易创新产业投资基金合伙企业(有限合伙), 中山市长青新产业有限公司, 青岛海洋创新产业投资基金有限公司, 威海市鲲鹏服务贸易创新产业投资基金合伙企业(有限合伙), 中山市长青新产业有限公司, 300015.CH, 香港华润(集团)有限公司上海代表处, 石药集团欧意药业有限公司 and 002044.CH are/were a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

海通在过去12个月中获得对2273.HK提供投资银行服务的报酬。

Haitong received in the past 12 months compensation for investment banking services provided to 2273.HK.

海通在过去的12个月中从688301.CH, 603127.CH 及 002044.CH获得除投资银行服务以外之产品或服务的报酬。

Haitong has received compensation in the past 12 months for products or services other than investment banking from 688301.CH, 603127.CH and 002044.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.

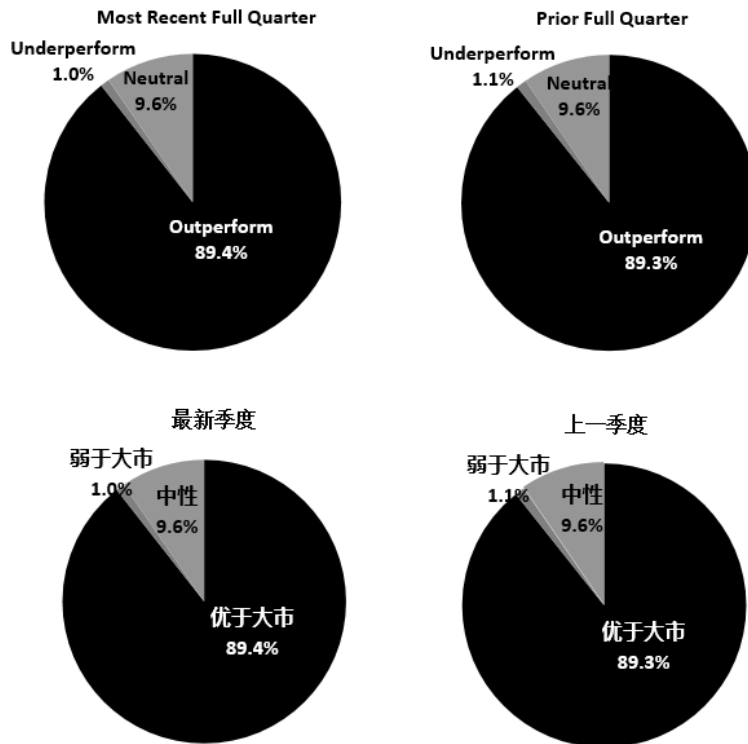
Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

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.

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

评级分布 Rating Distribution



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

APPENDIX 2

截至 2023 年 12 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	89.4%	9.6%	1.0%
投资银行客户*	3.9%	5.1%	5.6%

*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 December 31, 2023

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	89.4%	9.6%	1.0%
IB clients*	3.9%	5.1%	5.6%

*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.

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.htsec.com

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.

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

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

重要免责声明:

非印度证券的研究報告: 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。

印度证券的研究報告: 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」) 的研究報告。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。

所有研究報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。

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

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.

APPENDIX 2

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。

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

美国投资者的通知事项: 本研究报告由HTIRL, HSIPL或HTIJJK编写。 HTIRL, HSIPL, HTIJJK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HTIJJK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HTIJJK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

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

APPENDIX 2

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、广告或公开发行。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”。

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

APPENDIX 2

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 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:

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

APPENDIX 2

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

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

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

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

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

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

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center
841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 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>

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