

Presentation: 医药行业国企改革报告：国企改革正当时，船到中流当奋楫

State-Owned Enterprise Reform in the Pharmaceutical Industry: The Right Time for Reform, Navigating Midstream with Determination

余文心 Wenxin Yu wenxin.yu@htisec.com
孟科含 Kehan Meng kh.meng@htisec.com

14 Jun 2024

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，海通证券印度私人有限公司，海通国际株式会社和海通国际证券集团其他各成员单位的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。关于海通国际的分析师证明，重要披露声明和免责声明，请参阅附录。(Please see appendix for English translation of the disclaimer)

- **国企改革正当时，新一轮国改再出发。** 习近平总书记2019年12月在中央经济工作会议上明确提出制定实施国企改革三年行动方案，2020-2022年国企改革三年行动方案从更大范围、更高层次对国有企业实施深入改革。2023年新一轮国企改革开启，改革进入深水区。统计过去5年医药国企财务数据变化，医药国企毛利率水平持续改善，大多数公司坚持高分红政策。国企市值管理工作重要性逐步提升。2024年1月国务院国资委表示，将进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核，引导中央企业负责人更加重视所控股上市公司的市场表现，及时通过应用市场化增持、回购等手段传递信心、稳定预期，加大现金分红力度，更好地回报投资者。
- **医药国改重点关注中药、血制品与流通板块。** 1) **中药：** 国企在中药上市公司中占据重要地位，21家A股中药上市公司实控人为国资背景，2023年中药国企营收、利润以及市值占比均超过60%，中药国企的收入体量与盈利能力在行业中均占据绝对优势。2) **血制品：** 血制品由于医疗资源品属性，在国家强监管、政策准入高门槛的背景下，国资开启布局并购血制品企业，通过资源整合能力，提升企业获取浆站能力。3) **医药流通：** 行业集中度逐步提升，强者恒强趋势持续演绎，国药、华润等国企占据行业头部地位，国改有望提升行业规范，助力提高药品流通效率。我们认为新一轮国改在以上三个重点医药领域将有望实现突破，叠加新国九条鼓励分红，国企提升对于市值管理重视程度，医药国企有望迎来增长新阶段。
- **国企改革标的建议关注：** 云南白药、昆药集团、太极集团、东阿阿胶、华润三九、天坛生物、国药股份、国药现代等，建议关注马应龙、康恩贝、达仁堂等。
- **风险提示：** 行业政策支持力度不及预期，国企改革推进不及预期，医保支持力度不及预期，行业集采降幅加大的风险。

国企改革多阶段持续推进，国有经济竞争力持续提升

- **国企改革顶层设计意义重大，助推国有企业焕发新活力。**1978年以来我国分多个阶段开展国企改革，先后经历经营管理方式改革、企业制度改革、国资监督管理体制改革与深化改革等多个历史阶段。从不同维度助力国有企业实现改革发展，具有重要的指导性意义。
- **国改三年行动目标明确，有效提升国有经济体各项能力。**习近平总书记2019年12月在中央经济工作会议上明确提出制定实施国企改革三年行动方案，2020年6月30日亲自主持召开中央深改委第十四次会议审定《国企改革三年行动方案（2020-2022年）》，国企改革三年行动正式开启。通过实施国企改革三年行动，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，做强做优做大国有资本和国有企业，增强国有经济竞争力、创新力、控制力、影响力、抗风险能力。

表 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	为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。

中药板块

国企改革是助推中药企业发展的重要抓手

国企改革为什么是中药企业发展变革的重要变量：

- **国企在中药上市公司中占据重要地位。**21家A股中药上市公司实控人为国资背景，数量占比为30%（剔除ST或ST*）。2023年营业收入占比为63%，归母净利润占比为61%，市值占比为60%。中药国企的收入体量与盈利能力在行业中均占据绝对优势。
- **国资正加速注入中药企业。**2020年国企改革三年行动启动之后，国资开始加速注入中药企业，华润入主昆药集团、国药入主太极集团，昆药集团和太极集团变更为国资委直属企业，广誉远、康恩贝由民营企业收归地方，佛慈制药的实控人从兰州市国资变更为甘肃省国资。
- **国企改革有望高效解决中药国企现有问题。**中药国有企业多拥有较为悠久的历史，在产品质量与品牌力等方面均已较好的基础，市场与销售也有稳定的渠道。但过去部分企业存在流程效率较低、业务结构不合理、新产品研发落地速度较慢、销售体系不先进或激励模式不高效等问题，国企改革有望推动解决以上问题。

图 中药国企在行业中占据优势地位

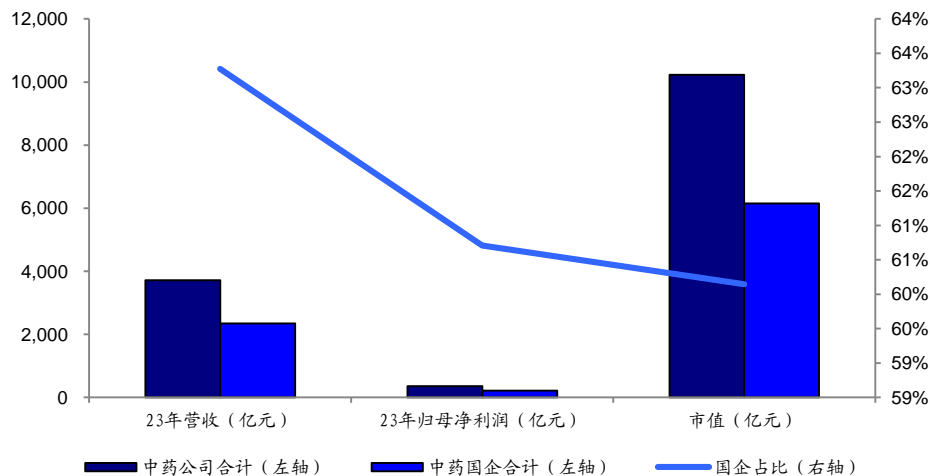


表 国资加速注入中药企业

时间	企业	原有实控人	变更后实控人
2020.04	康恩贝	胡季强先生	浙江国资委
2020.10	太极集团	涪陵区国资委	中国医药集团有限公司
2021.07	广誉远	郭家学先生	山西国资委
2023.01	昆药集团	汪力成先生	中国华润有限公司
2023.07	佛慈制药	兰州国资委	甘肃国资委

中药国企数量占比较高，利润率水平仍有提升空间

- **国企背景企业在中药行业中占比较高。**A股中药上市公司中具备国企背景的企业共21家，其中5家为中央国资实际控股，另16家具地方国资属性。A股中药上市公司中具备国企背景的企业占比约30%（另有三家H股上市中药国企，分别为中国中药、同仁堂科技与同仁堂国药）。A股所有上市公司中具备国企背景的企业占比为28%，医药上市公司中具国企背景的企业占比为16%，中药行业具国企背景的公司数量占比高于全行业平均水平。
- **中药国企归母净利润率水平仍有提升空间。**中药国企的归母净利润率平均值为9%（剔除负值），而其中相对较高的国企利润率水平可达15%以上，通过不断提升盈利能力与降本增效，我们认为未来中药国企改革有望进一步优化企业净利润率水平。

表 中药行业A股上市公司中具备国企背景企业的基本情况汇总

证券名称	股票代码	国资属性	市值(亿元)	2023年收入(亿元)	22年期间费用率	2023年归母净利润率	2023年归母净利润(亿元)
片仔癀	600436.SH	漳州国资	1399.03	100.58	14%	28%	27.97
同仁堂	600085.SH	北京国资	615.52	178.61	29%	9%	16.69
华润三九	000999.SZ	中央国资	629.28	247.39	37%	12%	28.53
云南白药	000538.SZ	云南国资	961.72	392.11	16%	10%	40.94
白云山	600332.SH	广州国资	493.21	755.15	12%	5%	40.56
东阿阿胶	000423.SZ	中央国资	444.34	47.15	41%	24%	11.51
达仁堂	600329.SH	天津国资	249.09	82.22	33%	12%	9.87
太极集团	600129.SH	中央国资	212.01	156.23	41%	5%	8.22
昆药集团	600422.SH	中央国资	161.80	77.03	37%	6%	4.45
江中药业	600750.SH	中央国资	168.41	43.9	44%	16%	7.08
康恩贝	600572.SH	浙江国资	138.27	67.33	46%	9%	5.92
马应龙	600993.SH	武汉国资	125.74	31.37	27%	14%	4.43
中恒集团	600252.SH	广西国资	81.11	30.97	58%	3%	0.84
精华制药	002349.SZ	南通国资	59.52	15.12	26%	16%	2.48
亚宝药业	600351.SH	运城国资	43.63	29.1	47%	7%	2
千金药业	600479.SH	株洲国资	48.67	37.98	33%	8%	3.2
广誉远	600771.SH	山西国资	109.94	12.84	61%	7%	0.9
佛慈制药	002644.SZ	兰州国资	36.51	11.63	23%	6%	0.67
太龙药业	600222.SH	郑州国资	26.00	20.7	25%	2%	0.44
陇神戎发	300534.SZ	甘肃国资	22.60	10.8	54%	6%	0.62
启迪药业	000590.SZ	四川国资	14.06	4.05	47%	6%	0.25

中医药产业发展受到国家政策持续支持

近年来国家陆续出台多项高规格政策大力支持中医药产业发展，重点推动中药质量提升和产业高质量发展，加强中医药人才队伍建设，全方位全链条促进中医药行业发展提质增速，同时将中药行业地位进一步提升，从审评、支付与产业端等多维度加大支持力度：

- **审评端：**近年来国家药监局在中药创新药的注册分类及申报、审批流程等方面就已经给予了政策支持。开辟具有中医药特色的注册申报路径，构建中药“三结合”审评证据体系，加大促进具备临床价值的中药创新品种上市；
- **支付端：**符合条件的中医医药机构纳入医保定点，提高中药和中医医疗服务项目纳入医保支付范围，并指出中医医疗机构可暂不实行DRG 付费，在医保终端覆盖范围、医疗服务、产品价格和支付方式上都给予较大的支持。中成药集采价格降幅相对温和，独家品种普遍降幅更低；
- **产业端：**支持上游中药材高质量发展，促进中药材种植质量提升与中药材规范化种植；深入推进中医药人才队伍建设，实施中医药传承与创新“百千万”人才工程，中医药人才规模快速增长，结构布局逐步优化；提升中医药服务的可及性，促进中医药和西医药相互补充、协调发展，提升基层医疗卫生机构中医药服务能力。

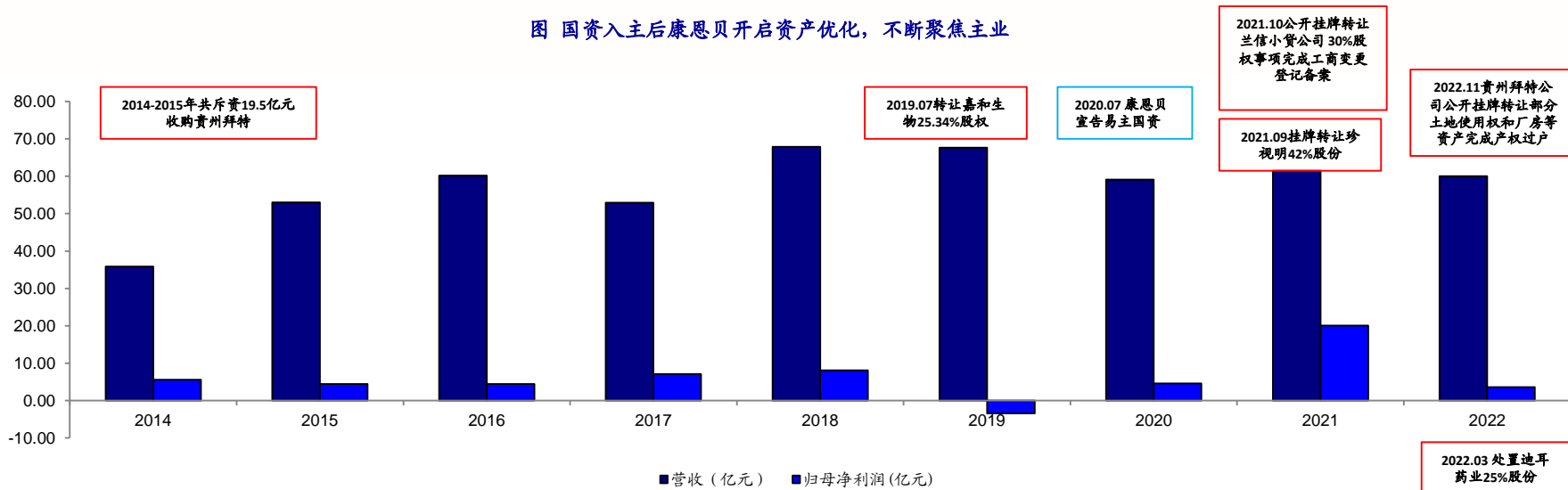
表 近年中医药行业发展支持政策

发布时间	发布机构	政策名称	政策内容
22019年10月	国务院办公厅	《关于促进中医药传承创新发展的意见》	健全中医药服务体系，大力推动中药质量提升和产业高质量发展，加强中医药人才队伍建设，促进中医药传承与开放创新发展，改革完善中医药管理体制机制。
22020年12月	国家药监局	《关于促进中药传承创新发展的实施意见》	结合药品监管工作实际，全面落实“四个最严”的要求，从深化改革、传承精华、坚守底线、创新发展四个方面，促进中医药创新发展。
22021年1月	国务院办公厅	《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》	从人才、产业、资金、发展环境等多个方面提出28条举措，指出，要遵循中医药发展规律，认真总结中医药防治新冠肺炎经验做法，破解存在的问题，更好发挥中医药特色和比较优势，推动中医药和西医药相互补充、协调发展。
22021年6月	国家卫健委	《关于进一步加强综合医院中医药工作推动中西医协同发展的意见》	综合医院是提供中医药服务的重要平台，是中医药传承创新的重要阵地，加强综合医院中医药工作对坚持中西医并重、促进中医药和西医药相互补充、协调发展具有重要意义。
22021年12月	国家中医药管理局和国家医保局	《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》	要求完善适合中医药特点的支付政策。
22022年3月	国务院办公厅	《“十四五”中医药发展规划》	制定“十四五”时期中医药发展目标任务和重点措施。《规划》的发展目标明确，到2025年，中医药健康服务能力明显增强，中医药高质量发展政策和体系进一步完善，中医药振兴发展取得积极成效，在健康中国建设中的独特优势得到充分发挥。
2023年2月	国务院办公厅	《中医药振兴发展重大工程实施方案》	着力改善中医药发展条件，发挥中医药特色优势，提升中医药防病治病能力与科研水平，推进中医药振兴发展。

国改关键之一：资产优化+聚焦主业

- **剥离无效资产，聚焦中药主业。**部分中药企业在发展历史过程中追求横向并购扩张，收并购部分无效资产，相关资产与企业整体发展协同性较差，影响企业盈利水平与经营效率。国企改革助推相关企业通过股权结构优化，剥离协同性较差资产，更进一步促使企业聚焦中药制造业主业发展，提升企业整体经营效率。
- 以康恩贝公司为例，在近十余年里投资数十个标的，涉及生物药、医疗器械与互联网医疗等领域，但由于并购标的与公司主营中药业务协同性较差，后续开启资产优化进程。2020.04康恩贝实现所有制改革，浙江省国资委正式入主，此后公司战略聚焦中药大健康主业发展，开启资产整合优化，剥离协同度较低的非中药业务以及投资亏损的业务板块。2021年处置剥离珍视明42%股份，2022年处置贵州拜特。我们认为公司在国资入主后战略目标更加清晰，资产优化实现轻装上阵。

图 国资入主后康恩贝开启资产优化，不断聚焦主业



国改关键之二：管理层变更推动治理结构改善

- **核心管理层实现变更，改革为中药国企带来治理新气象。**新一轮国企改革引领下，多家华润系与地方中药国企完成核心管理团队变更。新任管理层在企业治理与营销改革等方面具备丰富经验。我们认为核心管理层对于企业治理具有重要影响力，完成管理层变更将有效助推国企进行治理体系变革，为国企改革奠定坚实基础。
- **华润三九成为中药国改黄埔军校，对外输出多名核心高管。**太极集团总经理、东阿阿胶董事长、总经理与昆药集团总裁均曾在华润三九任职，且拥有在品牌OTC业务板块工作经验。华润三九是中药品牌OTC龙头，蝉联“2023年度中国非处方药生产企业排行榜”第一名，公司在品牌营销、渠道建设方面拥有先进的经验积累，培养一大批中药管理与营销人才。

表 中药国企改革中多位核心高管完成变更

上市公司	核心高管	职位	任职时间	曾任职单位
太极集团	俞敏	总经理	2021.05.19	江阴天药业、三九药业
东阿阿胶	白晓松	董事长	2023.03.17	华润三九
	程杰	总经理	2021.01.10	华润三九
昆药集团	邱华伟	董事长	2023.01.19	华润三九
	颜炜	总裁	2023.09.28	华润三九
云南白药	张文学	董事长	2024.02.23	云天化集团
	董明	总经理	2021.03.03	华为技术有限公司
达仁堂	张铭芮	董事长	2021.12.28	太极集团
片仔癀	林志辉	董事长	2023.08.09	漳州市纪律检查委员会

国改关键之三：推出激励方案，有效激发内部动能

- **中药国企陆续出台股权激励方案。** 各公司激励方案中基本对未来业绩增长率、研发投入以及分红比例等制定明确目标。我们认为中药国企出台激励方案，提升传统中药国企经营效率，企业长期业绩增长确定性显著提升。
- **华润系中药国企股权激励制定走在前列。** 华润旗下中药国企，例如华润三九、江中药业与华润双鹤、昆药集团等，近年来陆续发布股权激励方案，制定合理增长目标，有效激发国企内部效能，提升核心管理层积极性。我们认为华润系中药国企在股权激励方案制定方面效率更高，市场化机制更加健全。国药系太极集团等国企有望未来推出激励方案，值得持续关注。

表 近年来中药国企股权激励方案情况

证券名称	证券代码	首次授予时间	股权激励目标
华润三九	000999.SZ	2022/5/11	1.以2020年业绩为基数，2022-2024年归母扣非净利CAGR不低于10%，且不低于同行业平均或对标企业75分位水平； 2.2022-2024年归母扣费净资产收益率分别不低于10.15%/10.16%/10.17%，且不低于对标企业75分位水平； 3.2022-2024总资产周转率分别不低于0.69/0.70/0.72。
江中药业	600750.SH	/	1.2024-2026年投入资本回报率应不低于13.60%，且不低于对标企业75分位水平或同行业平均值； 2.以2022年归母净利润为基数，2024-2026年归母净利润年复合增长率应不低于9.0%，且不低于对标企业75分位水平或同行业平均值； 3.2024-2026年研发投入强度应不低于3.90%、3.91%、3.92%。
		2021/11/17	1.2022-2024年投入资本回报率应不低于12.74%、12.75%、12.76%，且不低于对标企业75分位水平或同行业平均值； 2.较2020年，2022-2024年归母净利润年复合增长率应不低于6%，且不低于对标企业75分位水平或同行业平均值； 3.2022-2024年研发投入强度应不低于2.96%、2.98%、3.00%。
东阿阿胶	000423.SZ	/	1、2024-2026年净资产收益率分别不低于10.00%、10.50%与11.00%，且不低于同行业平均水平或对标企业75分位值水平；2、以2022年基准，2024-2026年归属母公司股东的净利润复合增长率不低于20%，且不低于同行业平均水平或对标企业75分位值水平；3、2024-2026年营业利润率分别不低于23.00%、23.50%与24.00%。
昆药集团	600422.SH	2021/5/11	1.以2020年净利润为基数，2021年-2023年净利润增长率分别不低于10%、21%、33%； 2.以2021-2023年现金分红比例不低于当年净利润的30%
启迪药业	000590.SZ	/	1.以2021年净利润为基数，2022年-2024年净利润增长率分别不低于15%、30%、45%； 2.以2021年营业收入为基数，2022年-2024年营业收入增长率分别不低于20%、40%、60%。
达仁堂	600329.SH	2019/12/10	1.以2018年业绩为基数，2020-2022年每股收益分别不低于0.8/0.86/0.92元且不低于同行业对标企业75分位水平； 2.2020-2022年净利润增长率分别不低于9.7%/17.9%/27.1%，且不低于同行业对标企业75分位水平； 3.2020-2022年主营业务收入占营业收入的比例不低于92%。
云南白药	000538.SZ	2020/4/23	2020-2022年净资产收益率不低于10%、10.5%、11%，且2020-2022年度现金分红比例不低于40%
千金药业	600479.SH	2022/2/26	1.以2020年度营业收入为基数，2022-2024年营业收入增长率不低于30%、50%、75%，2022-2024年度的加权平均净资产收益率不低于12%，且以上两个指标不低于行业平均值； 2.以2020年度的研发费用为基数，2022-2023年度的研发费用增长率不低于20%、35%。
中恒集团	600252.SH	2022/1/28	1.2022-2024年经济增加值（EVA）基于2020年的增长率不低于21%/33%/46%； 2.2022-2024年净利润基于2020年的增长率不低于16.6%/26%，且不低于同行业净利润平均水平或对标企业净利润75分位值； 3.2022-2024年现金分红比例不低于30%；
康恩贝	600572.SH	2022/11/11	1.以2021年度为基数，公司2022-2024年度净利润增长率不低于200%/240%/280%，且不低于对标企业75分位值或同行业企业平均值；2022-2024年度加权平均净资产收益率不低于6.5%/7%/7.5%，且不低于对标企业75分位值或同行业企业平均值； 2.2022-2024年度研发投入总额占当期工业营业收入的比例不低于4.5%/5%/5.5%； 3.2022-2023年度净利润现金含量不低于105%。

国改关键之四：品牌价值与产品力重塑

优异的品牌价值与明确的产品疗效是中药国企具备的两大优势。品牌价值能够有效赋能中药企业在产品推广与营销，核心产品的可靠临床价值是中药企业的生命力。

- **中药国企拥有悠久历史积淀，传统老字号品牌价值巨大。**根据《2023年中国医药品牌价值和品牌强度评估报告》显示，中国医药品牌价值前15强中有6家为中药国企，占比40%。其中中药领域排名第一的广药集团品牌价值高达22亿美元，云南白药、片仔癀、华润三九与同仁堂品牌价值分别为8亿、3亿、3亿、3亿美金。我们认为中药国企普遍凭借悠久的历史传承积淀，在长久的竞争中流传至今，品牌价值在其中发挥巨大作用，品牌也是中药国企未来长远发展的核心竞争力。
- **核心产品临床价值显著，成就中药国企业绩不断提升。**中药国企拥有众多具有良好疗效的中药品种。太极的藿香品种、片仔癀系列、华润三九的三九感冒灵系列以及东阿阿胶的阿胶系列产品等均是具备良好口碑以及可靠临床价值的传统中药品种。片仔癀与云南白药属于国家级绝密配方。优质产品具备终端提价能力，助推终端销售实现量价齐升。

表 2023年中国医药品牌价值前10强

排名	企业	品牌价值（亿美元）
1	国药集团	38
2	广药集团	22
3	上海医药	15
4	云南白药	8
5	华东医药	6
6	复星医药	4
7	石药集团	4
8	片仔癀	3
9	华润三九	3
10	同仁堂	3

国改关键之五：营销改革推动核心产品放量

- 营销改革助推核心品种放量。** 中药国企拥有较高的品牌价值与产品力，国企改革后通过营销战略升级，东阿阿胶在2022年提出“药品+健康消费品”双轮战略，品牌唤醒与品牌焕新工作，推动复方阿胶浆产品2023年实现销售规模快速提升40%；太极集团推动核心大单品藿香正气口服液与急支糖浆销售，23年两个大单品实现销售分别为22.7亿元、8.8亿元，同比增速分别为45%与67%；达仁堂的速效救心丸23年销量首次突破20亿元。我们认为国企改革重点推动营销战略升级，有效推动中药单品种的快速放量，为国企业绩改善奠定基础。
- 营销手段更加多元，提升销售激励力度。** 采取更加积极的营销手段推动核心品种多渠道快速放量，更加注重中药院内与院外渠道的拓展方式，同时将一线销售团队的薪酬奖金更多与业绩相挂钩，激发销售团队的能动性，有效促进核心品种的一线销售。

图 东阿阿胶历史总市值变化情况

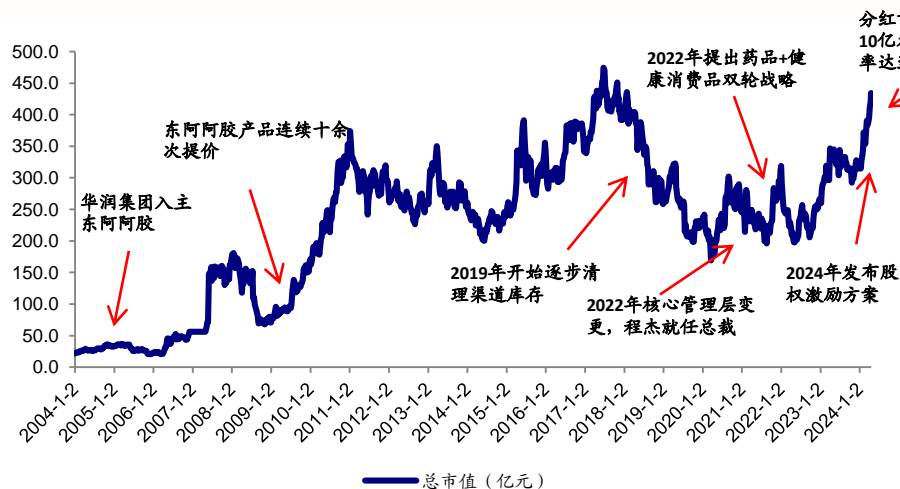
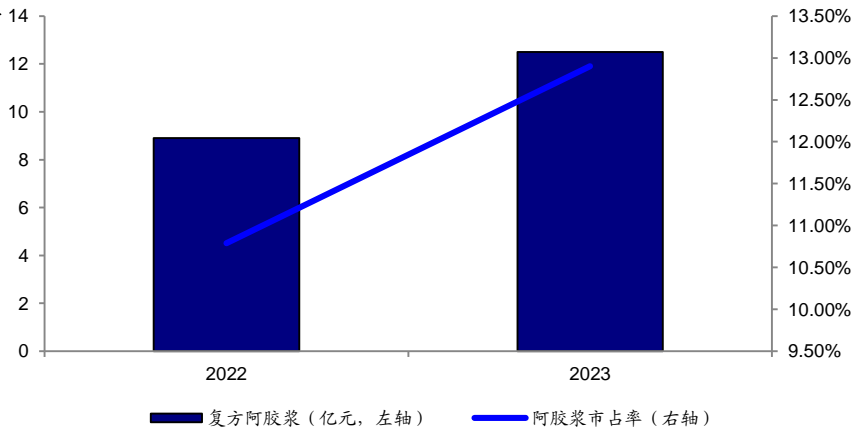


图 2023年东阿复方阿胶浆药店终端销售规模与市占率快速提升



国改关键之六：降本增效提升盈利能力

国企改革主要为相关企业带来两方面的业绩改善：营收规模增长与销售净利率提升。

- 营收规模增长：太极集团、东阿阿胶、云南白药等企业营收近5年保持相对快速增长，通过内部结构优化，营销模式变革，国改中药公司保持相对快速增长。
- 销售净利率提升：中药企业在国改之后，除了在销售规模方面有增长，通过内部降本增效实现费用率降低，也有效拉动销售净利率增长。在此方面东阿阿胶与太极集团近几年表现尤为突出，太极集团销售净利率从2019年的-0.89%提升至2023年的5.46%，东阿阿胶净利率从2019年的-15.05%提升至2023年的24.43%。我们认为国企改革有效带动企业降本增效，提升整体盈利水平。

图 国企改革相关中药企业近5年营收变化情况（单位：亿元）

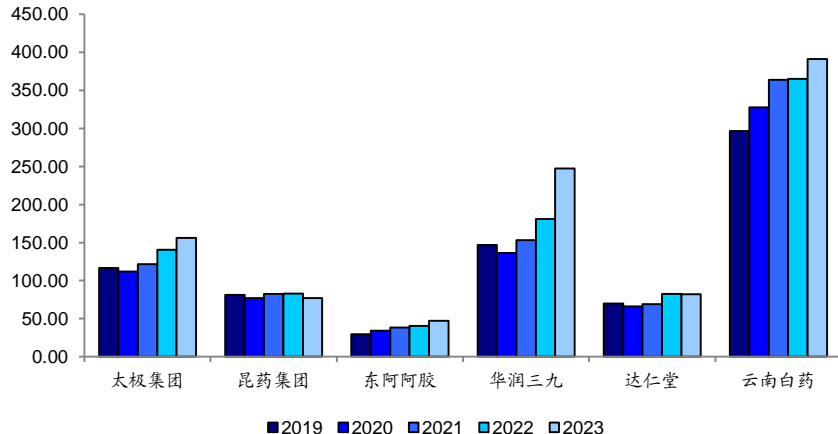
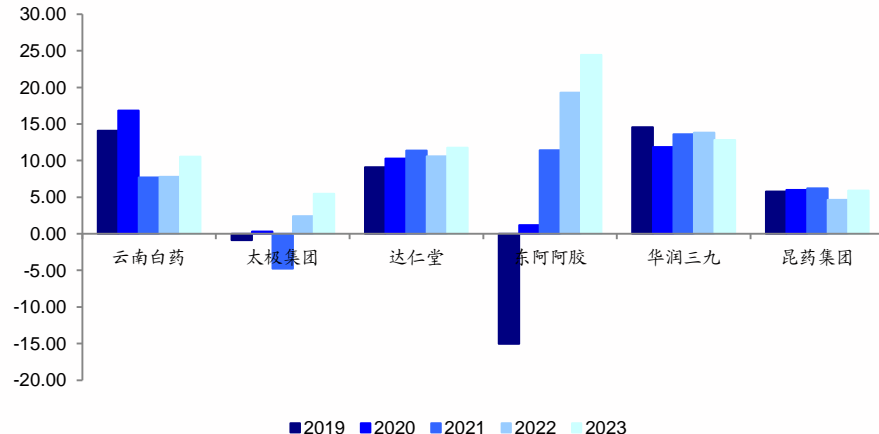


图 国企改革相关中药企业近5年净利率有变化情况（单位：%）

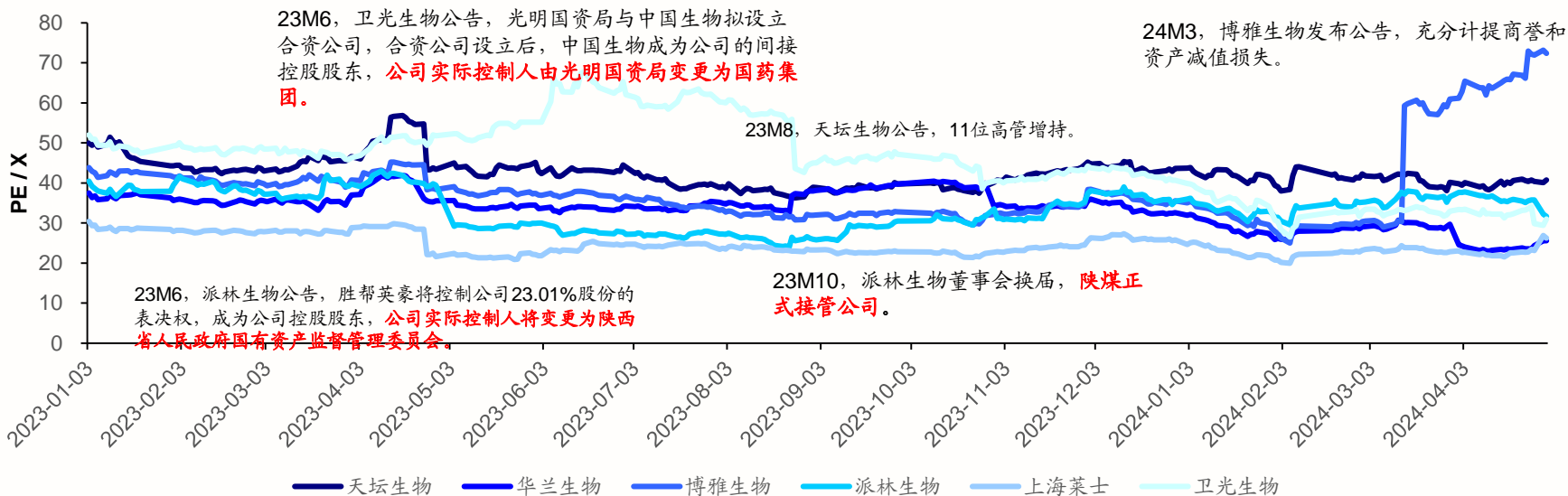


血制品板块

血制品行业国改关键：赋能新浆站审批获取，提升资源整合能力

- ▶ **国企改革有望助力企业资源整合效率提升。**血制品行业具备资源品行业属性，国家对于血制品行业监管程度高，具备较高的政策准入门槛，同时具有资金密度高的特点。国企入主血制品企业有望充分发挥资源整合能力，通过资金与资源投入提升企业运营能力，助推企业实现降本增效。
- ▶ **国资将有效提升企业对于新浆站审批获取能力。**国家对企业申请单采血浆站有着极高的要求，我们认为拥有国企、央企背景的企业依托集团与各地战略合作背景，能积极争取各级政府及卫生健康行政主管部门支持，申请新浆站的能力更突出。当前天坛生物、博雅生物、华兰生物、派林生物均在申请、建设新浆站，我们认为后续应关注企业新增浆站的数量、覆盖区域以及建设后拿采浆证的时间。

图 血制品公司市盈率PE (TTM) 变化情况



流通板块

流通行业国改关键：股权激励计划逐步落地，创新业态布局提升效能

- 股权激励出台激发内部活力。华润医药旗下子公司近期频繁出台股权激励计划，为业绩高速增长提供较大确定性。
- 国企推动在创新业务发展，利用产业链优势提升效能。上海医药和华润医药在化药、创新药、中药领域均有布局，国药在医药流通行业是绝对的龙头，但制药业务刚刚起步。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。

表 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	2459亿元	5966亿元	2603亿元
2023年归母净利润/率	38.54亿元/1.57%	90.54亿元/1.52%	37.68亿元/1.45%
创新药	R华润双鹤打造抗肿瘤和抗病毒创新技术平台。 R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。	R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。	R2024年第一季度，创新药板块销售同比增幅约33%，成功引入4个进口总代品种；
中药	R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。 R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。	T	R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。 R对特色中药产品进行二次开发。
股权激励	R旗下子公司江中药业、华润三九、昆药集团于2021年陆续推出为期3年的股权激励计划。 R东阿阿胶于2024年推出股权激励。	R公司于2016年推出股权激励，为期3年，业绩考核目标为净资产收益率分别不低于12.7%、12.7%、12.8%，净利润复合增长率不低于12%，且不低于对标企业75%分位值水准。	R公司于2019年推出股权激励计划。业绩考核目标为2020-2022年年公司加权平均净资产收益率分别不低于12.0%、12.2%、12.4%，且不低于对标企业75分位；归母净利润不低于上一年度；
布局省份数	28	30	31

国企改革重点个股

云南白药：混改有效提升市场化竞争力，战略聚焦推动改革再出发

- **混改引入民营资本新华都与鱼跃医疗，公司市场化程度有效提升。**云南白药历史上通过母公司层面增资扩股与上市子公司对母公司吸收合并，引入民营资本并实现整体上市完成混改目标。2016-2017年白药控股引入战略股东新华都与鱼跃医疗，云南国资委、新华都与鱼跃医疗股权结构比例变为45:45:10。云南白药吸收合并母公司白药控股，实现云南白药整体上市。2017年6月，云南白药实控人由云南国资委变为无实际控制人状态，公司市场化程度实现有效提升。
- **核心管理层完成变更，战略聚焦主业，企业改革再出发。**2024年2月公司选举产生新一任董事长张文学，核心管理层完成变更。公司战略聚焦核心主业，推动药品、健康、中药资源与省医药四大事业部发展。药品事业部群将持续深耕肌肉骨骼类优势OTC领域，同时推动其他品牌中药品种放量；健康品事业群聚焦口腔健康及护理产品，通过线上、线下多渠道积极拓展市场份额。我们认为云南白药本次管理层变更顺利完成，重新进行战略定位，进一步聚焦核心主业，企业有望实现新一轮重要改革。
- **分红比例持续提升，积极回报投资者。**公司上市以来实现连续三十年分红，累计现金分红金额超过 207 亿元。公司 2023 年度分红预案为每 10 股派息 20.77 元，分红总额 37.06 亿元，占2023年归母净利润比例90.53%。

➤ **风险提示：改革推进不及预期，核心产品放量不及预期，行业政策风险。**

图 云南白药股权结构图

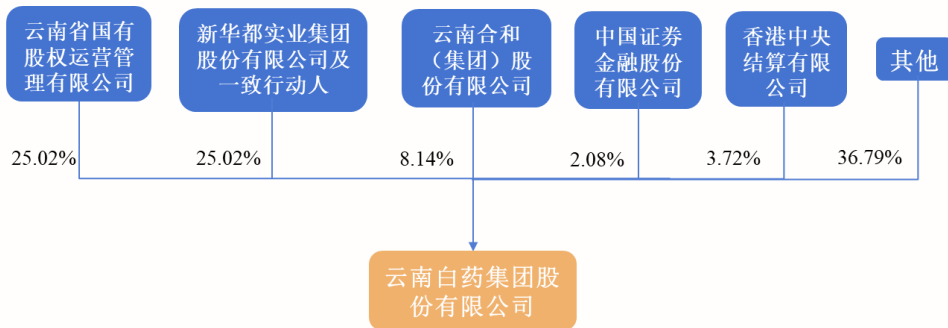
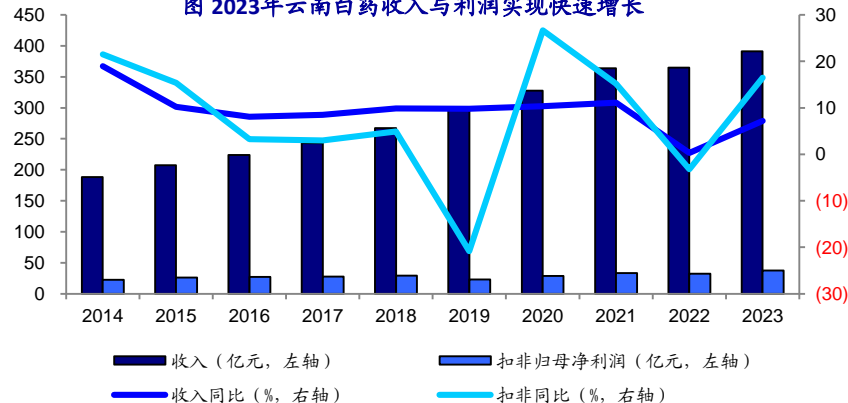


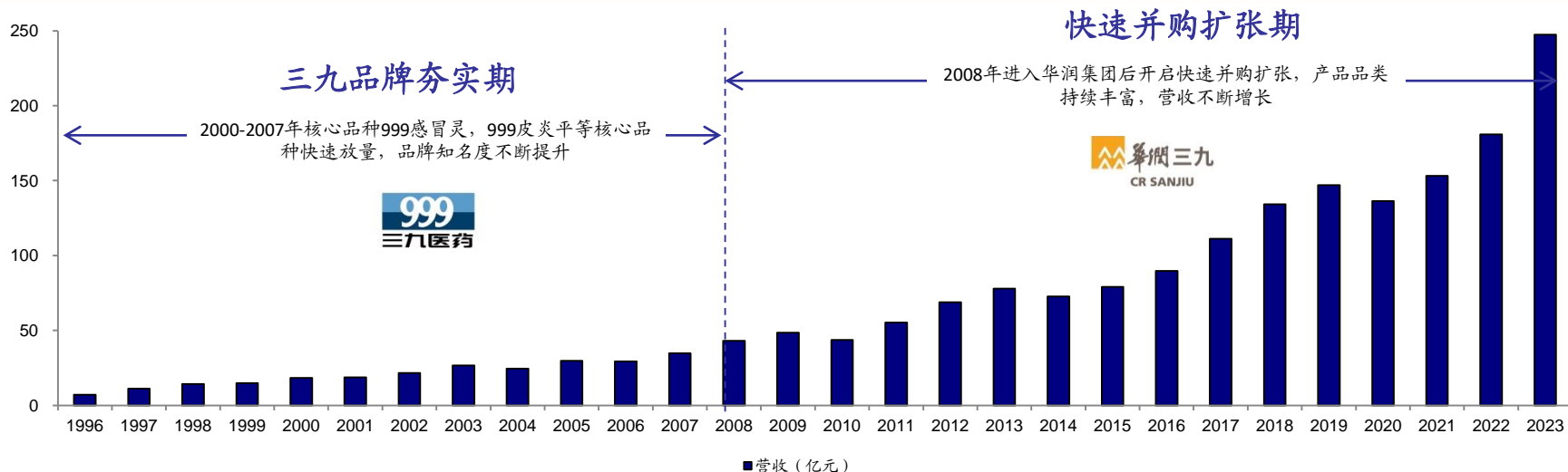
图 2023年云南白药收入与利润实现快速增长



华润三九：中药品牌OTC王者，内生+外延驱动长期稳健成长

- ▶ **华润入主引领国企改革征程。**华润三九起源于1985年成立的深圳南方制药厂，2000年3月在深交所上市。其核心业务定位于CHC健康消费品和处方药领域，产品覆盖领域广，产品线丰富。2008年三九正式加入华润集团，开启国企改革新征程，公司迎来快速发展期。
- ▶ **公司上市后历经“品牌夯实期 + 并购扩张期”。**第一阶段，999品牌知名度不断夯实，核心产品999感冒灵、999皮炎平等实现快速放量；第二阶段，三九医药加入华润集团，开始陆续剥离非主营业务，并在集团推动下完成一系列收并购项目，聚焦中医药主业。在儿科、骨科、妇科、肝胆、肿瘤、康复慢病等领域不断丰富产品管线，销售规模不断成长。
- ▶ **风险提示：产品销售不及预期，配方颗粒国标备案不及预期。**

图 华润入主后公司通过并购实现快速发展



昆药集团：华润入主引领改革，战略重塑品牌新生

- 华润入主昆药集团，战略重塑定位“银发经济领导者”。2022年5月，华润三九向华立医药及其一致行动人华立集团收购其持有的昆药集团28%股份，2022年12月华润三九正式入主昆药集团，三九有望帮助昆药集团在品牌重塑与营销改革方面进行提升。同时公司战略定位为“银发健康产业的引领者”，聚焦老龄化赛道。
- 六百年传承老字号，传统品牌力焕发新生。昆药品牌始创于1381年，拥有六百余年历史，品牌具备旺盛的生命力，以三七为核心的中药材造就了昆药的核心品种血塞通系列，加入华润体系之后有望借助三九在品牌塑造方面的优势，助力昆药品牌换新升级。
- 营销架构与渠道改革，核心品类放量可期。公司事业部结构调整后成立昆中药1381、KPC 1951与三七口服777三大事业部，进一步优化内部营销组织架构。我们认为，昆药营销组织架构与渠道改革后，内部营销结构得到优化，同时优化产品品牌力以及院内外渠道营销能力，有望助推核心产品血塞通口服系列院外快速放量。
- 风险提示：改革推进不及预期，核心产品放量不及预期，行业政策风险。

图 昆药集团实控人变更为华润三九

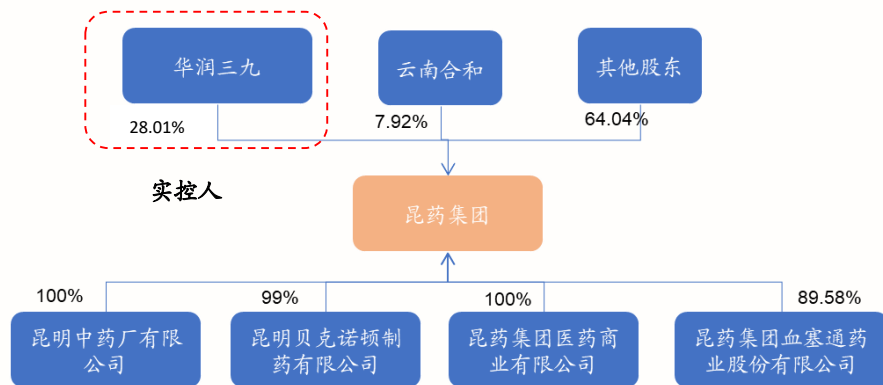
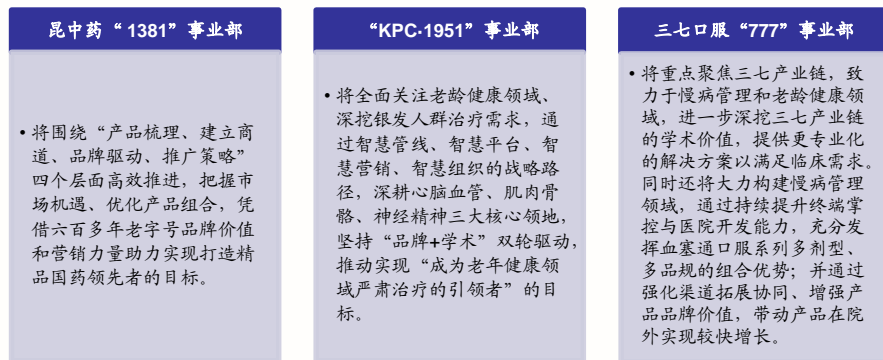


图 昆药集团组织架构重塑后事业部情况



太极集团：国药集团入主深化改革，有效激发内部动能

- **国药集团入主太极，聚焦中药主业，资产整合提升经营效率。**太极集团的前身是1972年由国家投资建成的四川省涪陵中药厂，隶属于涪陵区国资委。2021年国药集团控股太极集团，混改正式落地，进一步加强其在化药、中成药及商业流通板块的竞争能力，太极集团也将获得国药集团在经营管理、渠道协同、资源整合等方面的优势，从而提升自身发展潜力，增强竞争实力。混改后业绩实现快速增长，2023年公司实现归母净利润8.22亿元，同比增长131.99%。
- **内部组织架构不断优化，提升管理效能。**通过混改，太极集团实现从总部到子公司的全方位“瘦身健体”。总部层面全面梳理整合并重新制定职能部门职责，根据专业条线统一业务归口，避免重叠或交叉管理，总部部门由原来的39个减至27个。子公司层面，中药材资源板块子公司采取“一套班子、两块牌子”方式整合；医药流通板块按区域整合运营管理机构，压缩管理层级；理顺医药工业、医药流通等业务板块的产权关系和管理层级；按照“一企一策”“分类处置”的原则，加快清理处置“两非”（非主业、非优势业务）“两资”（低效、无效资产）企业，卸下历史包袱，实现轻装上阵。
- **风险提示：核心产品放量不及预期，经营效率改善不及预期。**

图 国药集团入主太极集团，成为实际控制人

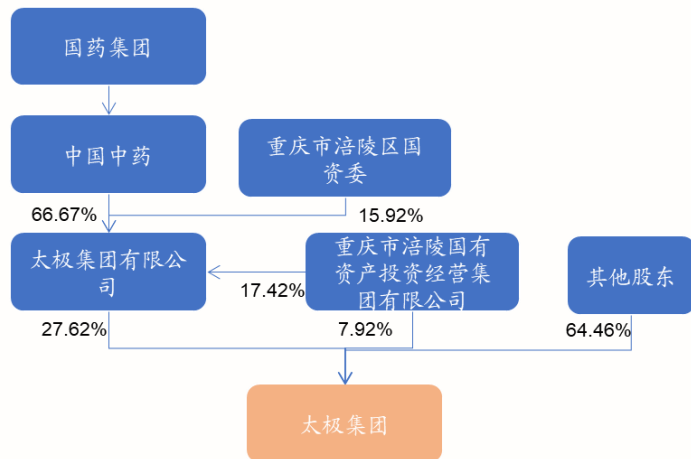
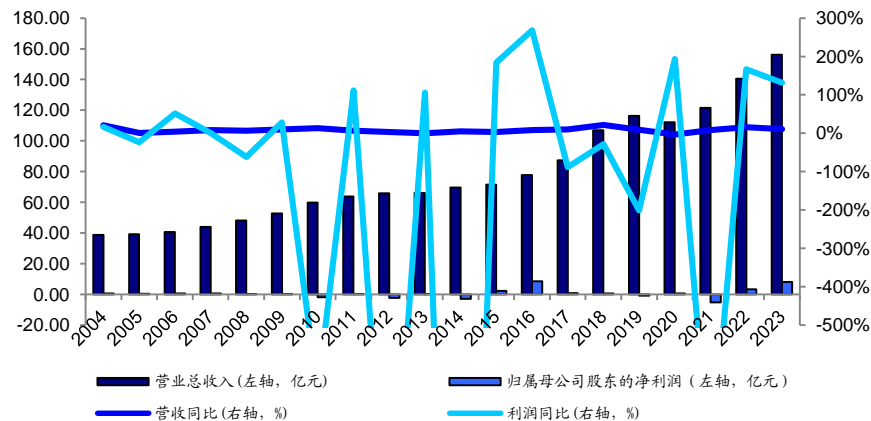


图 混改后太极集团业绩实现快速增长



达仁堂：混改助推营销改革，中药老字号迎风新生

- 老字号达仁堂是乐达仁先生于1914年在天津创办的，乐达仁先生是有着三百年历史的“乐家老铺”（北京同仁堂的前身）的正宗后裔，与同仁堂同出一脉。达仁堂于2021年3月完成国企混改，混改后津沪深生物医药科技有限公司持股67%、渤海国资持股33%。2022年5月中新药业更名为津药达仁堂集团股份有限公司。
- 在混改完成后，“三核九翼”整体战略规划在公司层面落地实施，产品销售条线偏向以科室与产品自身特点为导向。2022年上半年公司在原有的销售平台基础上对产品线进行了梳理。2023年公司工业收入49.30亿元，同比保持两位数增长，再创新高。系统推进“三核九翼”战略，持续深耕主品有战绩。销售额过亿品种达到10个，其中速效救心丸销售额首次突破20亿元，清咽滴丸、安宫牛黄丸、京万红软膏、清肺消炎丸进入2亿元品种梯队。
- **风险提示：营销改革不及预期，二线品种放量不及预期。**

图 混改后津沪深入主达仁堂母公司天津医药集团

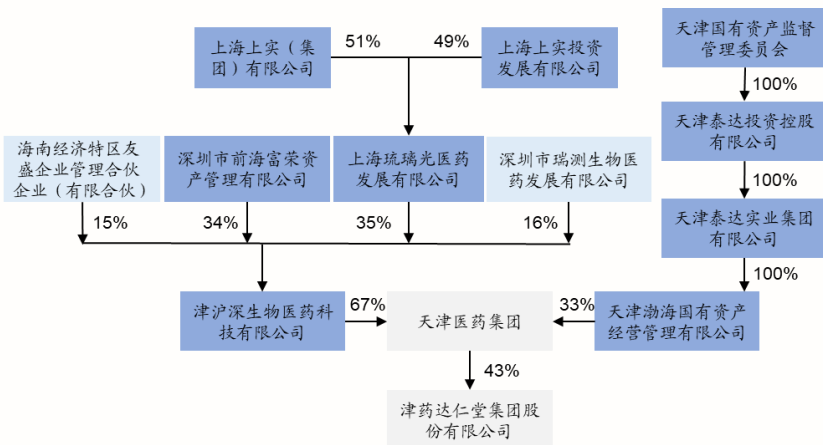


图 天津医药集团混改进程与公司人员变动梳理



1. 行业政策支持力度不及预期
2. 国企改革推行进度不及预期
3. 医保支持力度不及预期
4. 行业集采降幅加大的风险

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，余文心，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, Wenxin Yu, 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，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.

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).

香港华润(集团)有限公司上海代表处, 国药集团容生制药有限公司, 600085.CH, 601607.CH, 石药集团欧意药业有限公司 及 000403.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。

香港华润(集团)有限公司上海代表处, 国药集团容生制药有限公司, 600085.CH, 601607.CH, 石药集团欧意药业有限公司 and 000403.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.

000403.CH 目前或过去12个月内是海通的客户。海通向客户提供非证券业务服务。

000403.CH is/was a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-securities services.

海通在过去的12个月中从600085.CH 及 000403.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 600085.CH and 000403.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

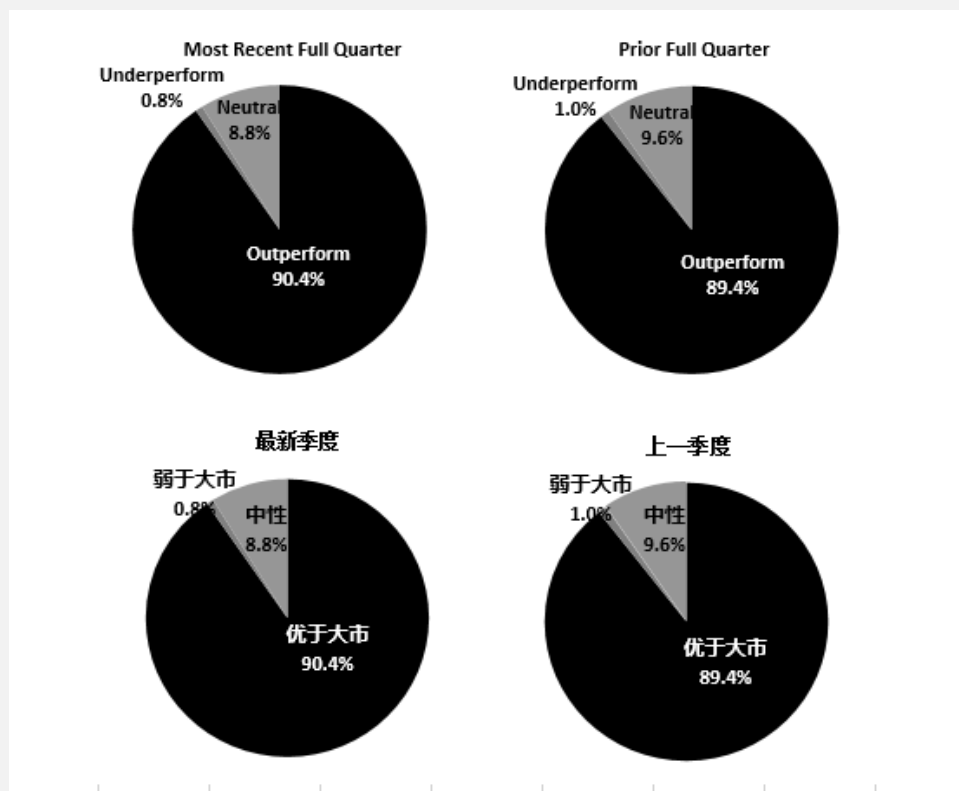
Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

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.

评级分布 Rating Distribution



截至2024年3月31日海通国际股票研究评级分布

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

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

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

此前的评级系统定义（直至2020年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, 2024

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

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

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

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

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

重要免责声明：

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

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

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

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源，但HTIRL、HTISCL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和行政安排的内容信息。

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

IMPORTANT DISCLAIMER

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

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

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

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

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

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

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

分发和地区通知：

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

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

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

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

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

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

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

CIN U74140MH2011FTC224070

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

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

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

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:

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>