

# 日本医药行业比较研究系列二 ——日本医药企业的共性和启示

## The Commonalities and Enlightenment of the Japanese Pharmaceutical Industry

孟科含 Kehan Meng, kh.meng@htisec.com

孙旭东 Xudong Sun, xd.sun@htisec.com

2024年8月19日

- 1、综合来看，当前日本医药企业存在三方面共性，1) 定位清晰，深耕优势疾病领域；2) 出海企业普遍为学习型企业，与跨国药企合作研发提升技术；3) 重视股东回报，长期稳定分红。
- 2、我们认为日本医药行业的痛点和启示是，1) 日本药企把握了化学药机遇，但在生物药浪潮中声势渐微，生物科技产业发展滞后；2) 缺乏创业精神，学术成果到药物发现的转化机制不足。
- 3、当前日本医药企业的关注点，包括卫材（4523.JT）、大冢控股（4578.JT）、泰尔茂（4543.JT）、奥林巴斯（7733.JT）、津村（4540.JT）、Amvis（7071.JT）。

# 一、日本医药企业的共性

# 日本药企定位清晰，深耕优势疾病领域

日本医药企业定位清晰，深耕优势疾病领域。在数十年甚至百年的发展过程中，绝大多数日本医药企业专注其优势赛道，如深耕精神神经领域的大冢控股、卫材，专注抗感染领域的盐野义，始终聚焦特药的协和麒麟，在消化和代谢系统疾病拥有多个重磅品种的武田制药。

在未来发展方向中，日本药企继续围绕优势领域深耕，进行差异化的靶点和适应症布局。例如，协和麒麟在早期利用其发酵技术构建了抗体药物研发基础，未来加大对细胞及基因疗法在特药以及罕见病领域的布局。

## 日本主要医药企业的定位，优势疾病领域，以及发展方向

公司	市值 <sup>1</sup>	优势领域	代表产品	发展方向/潜力药物
中外制药	698	双抗	艾美赛珠单抗	肿瘤（靶向KRAS、SERD、TIGIT等）、双抗/三抗
第一三共	667	ADC	DS8201（德曲妥珠单抗）	ADC（靶向HER2、HER3、B7-H3、CDH6、TROP-2）
武田制药	435	消化及代谢	亮丙瑞林、兰索拉唑、坎地沙坦、吡格列酮	TYK2抑制剂（银屑病）、罕见病
大冢控股	276	精神神经	阿立哌唑，依匹哌唑	精神神经（精神分裂、抑郁、焦虑、多动症）、肿瘤
阿斯泰来	207	前列腺癌	恩杂鲁胺	肿瘤、细胞及基因疗法
盐野义	121	抗感染	玛巴洛他韦	传染病、慢性疼痛、多肽疫苗
协和麒麟	107	特药，抗体	布罗索尤单抗	细胞及基因疗法，KHK4083（特应性皮炎）
卫材	104	阿尔兹海默病	多奈派齐，仑卡奈	阿尔兹海默病抗Tau抗体（E2841），肿瘤
小野药品	73	肿瘤	Opdivo（PD-1）	肿瘤
参天	39	眼药	他氟前列素滴眼液，环孢素	青光眼、干眼、近视等国老龄化和生活方式疾病
久光制药	22	镇痛贴剂	撒隆巴斯	品牌深化
津村	18	汉方药	大建中汤	扩展中国市场
住友制药	11	精神神经	盐酸普拉克索	精神神经，IPS细胞（帕金森）

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](http://equities.htisec.com)

# 研发布局良性竞争，追求源头创新

在当前市场热门靶点中，日本药企良性竞争的特征较为明显。例如，从中、日、美三个国家在抗肿瘤靶点CLDN18.2、CD3，以及非抗肿瘤靶点GLP1R比较来看，中国和美国无论在临床管线数量还是参与企业数量上的竞争都较为激烈，而日本在部分热门靶点上的布局显得尤为稀少。例如，CLDN18.2靶点仅有安斯泰来一家日本药企参与，GLP1R靶点仅有Sochia Pharma的一个双靶点（GLP1R/GIPR）药物SCO-094，尚处于临床I期。尽管GLP-1R是目前全球最火热的靶点之一，但是日本药企基本退出竞争。

## 部分热门靶点临床管线，以及参与企业数量统计

企业所属	靶CLDN18.2			靶GLP1R			靶CD3		
	日本	中国	美国	日本	中国	美国	日本	中国	美国
临床管线数量	6	86	6	1	142	136	15	110	202
参与企业数量	1	57	5	1	67	20	4	40	40

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](http://equities.htisec.com)

# 痛点1: 把握了化学药机遇, 但在生物药领域声势渐微

在美国TOP10畅销药物榜单中, 2000年和2010年上榜药物全部为化学药, 日本药企均有上榜产品。以大冢制药研发的阿立哌唑为代表, 其美国销售额在2010年达到45亿美金。2020年后, 绝大多数上榜药品为生物药, 而日本在生物药领域较弱。我们认为日本错过生物药浪潮的核心原因是, 一方面, 长期医保控费下本土市场逐渐失去创新活力; 另一方面, 日本学术机构到新药发现的转化机制不足, 生物科技产业薄弱。

## 美国TOP10畅销药物榜单

2000年	商品名	通用名	公司	国家	销售额
1	Prilosec	奥美拉唑	阿斯利康	美国	41
2	Lipitor	阿托伐他汀	辉瑞	美国	37
3	Prevacid	兰索拉唑	武田制药	日本	28
4	Prozac	氟西汀	礼来	美国	26
5	Zocor	辛伐他汀	默沙东	美国	22
6	Celebrex	塞来昔布	辉瑞	美国	20
7	Zoloft	盐酸舍曲林	辉瑞	美国	19
8	Paxil	帕罗西汀	GSK	英国	18
9	Claritin	氯雷他定	先灵葆雅	美国	17
10	Glucophage	盐酸二甲双胍	默克	德国	16

资料来源: Drug Topics

2010年	商品名	通用名	公司	国家	销售额
1	Lipitor	阿托伐他汀	辉瑞	美国	72
2	Nexium	艾司奥美拉唑	阿斯利康	美国	63
3	Plavix	氯吡格雷	BMS	美国	61
4	Advair Diskus	沙美特罗替卡松	GSK	英国	47
5	Abilify	阿立哌唑	大冢制药	日本	45
6	Seroquel	富马酸喹硫平	阿斯利康	美国	43
7	Singulair	孟鲁司特	默沙东	美国	41
8	Crestor	瑞舒伐他汀	阿斯利康	美国	38
9	Actos	盐酸吡格列酮	武田制药	日本	35
10	Epogen	阿法依泊汀	安进	美国	33

资料来源: IMS Publication Date: June 15, 2011

2020年	商品名	通用名	公司	国家	销售额
1	Humira	阿达木单抗	艾伯维	美国	161
2	Keytruda	帕博利珠单抗	默沙东	美国	84
3	Revlimid	来那度胺	BMS	美国	83
4	Biktarvy	比克恩丙诺	吉利德	美国	61
5	Stelara	乌司奴单抗	强生	美国	52
6	Enbrel	依那西普	安进	美国	49
7	EYLEA	阿柏西普	拜耳/拜生元	德国/美国	49
8	Trulicity	度拉糖肽	礼来	美国	38
9	Opdivo	纳武利尤单抗	BMS	美国	39
10	Ibrance	依西美坦	辉瑞	美国	36

资料来源: AJHP

2022年	商品名	通用名	公司	国家	销售额
1	Humira	阿达木单抗	艾伯维	美国	186
2	Keytruda	帕博利珠单抗	默沙东	美国	127
3	Eligius	阿哌沙班	辉瑞/BMS	美国	116
4	Comirnaty	托珠单抗	辉瑞	美国	88
5	Biktarvy	比克恩丙诺	吉利德	美国	85
6	Revlimid	来那度胺	BMS	美国	84
7	Rybelsus/Ozempic/Wegovy	司美格鲁肽	诺和诺德	美国	75
8	Stelara	乌司奴单抗	强生	美国	64
9	Dupixent	度普利尤单抗	赛诺菲/拜生元	美国	63
10	EYLEA	阿柏西普	拜耳/拜生元	德国/美国	63

资料来源: Statista

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](http://equities.htisec.com)

## 痛点2: Biotech产业滞后, 政府加大鼓励投入

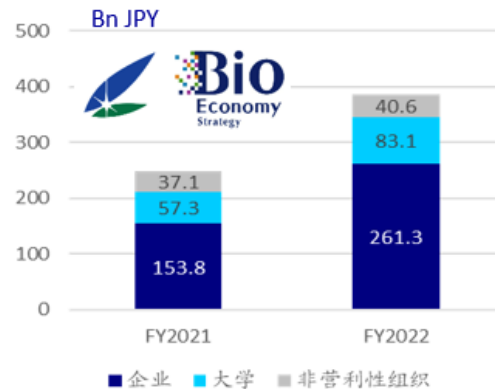
日本Biotech产业发展滞后, 政府鼓励投入生物科技领域。日本内阁提出2030年目标, 通过1) 扩大生物药和生物材料等市场规模; 2) 打造生物产业集群; 3) 建立数据平台, 到2030年打造最先进生物经济社会。同时, 政策将从四个方面支持产业发展, 包括鼓励资本投入、优化VC投资环境、加强产业集群和大学的作用, 并大举扩张SBIR项目<sup>2</sup>以鼓励创新创业。

在政策推动下, 日本生物科技领域研发投入规模实现高速增长。FY21-22, 日本生物科技领域研发投入规模从2,482亿日元增长至3,850亿日元, 同比增长55.1%。我们认为生物科技产业的发展需要医药研发生产外包等产业的协同, 日本仍需更多时间。

### 日本制药企业研发投入规模<sup>1</sup>, 1980-21年



### 日本生物科技领域研发投入规模

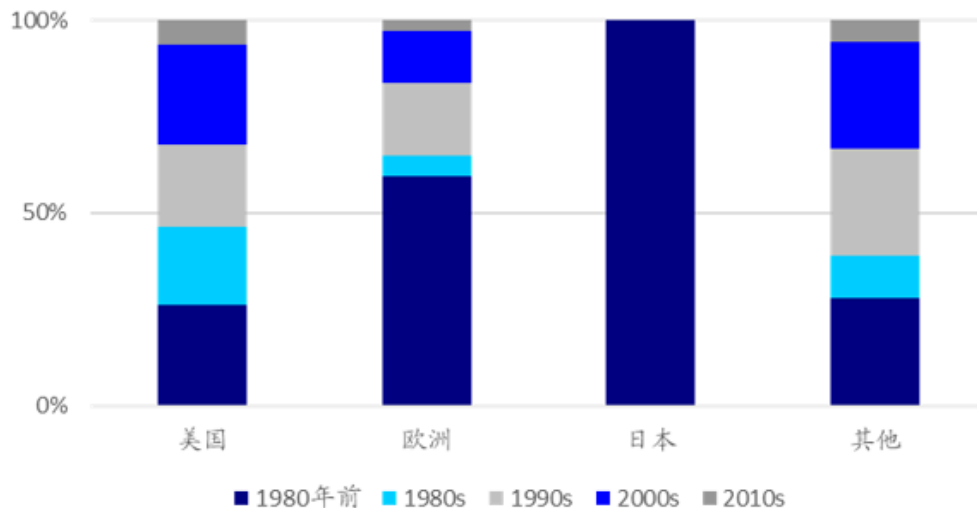


For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at [equities.htisec.com](https://www.htisec.com)

# 痛点3: 学术到药物发现的转化机制不足

大学和公共机构的基础科学研究是新药研发的重要途径。2017-22年，美国约一半的获批药物由1990年后成立的公司创造，而日本所有获批药物均为1980年前的老牌药企创造。我们认为，日本当前在新药发现方面的长期竞争力不足的一个核心原因是，日本医药产业缺乏学术成果到产业端的转化机制。

2017-2022年FDA获批药物的研发企业创立时间



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](http://equities.htisec.com)

# 出海企业普遍为学习型企业，重视合作研发

大冢合作BMS前，在美国缺乏知名度，销售能力偏弱。合作BMS后，提升临床设计水平，建立美国销售能力。

大冢合作灵北前，在CNS赛道主要参与精神分裂，欧洲销售能力偏弱。合作灵北后，拓展阿尔茨海默、抑郁、焦虑等适应症。

企业	合作方	代表药物	适应症/FDA获批时间	合作方式	企业隐性获益	研发历史
大冢控股	百时美贵施宝 (美国)	阿立哌唑	成人精神分裂/2002 13-17岁青少年精神分裂/2007 6-17岁自病症易怒/2009 10-17岁双相型情感障碍/2015	2009年扩展协议： 关于阿立哌唑：1) 预付\$4亿，阿立哌唑合作从2013年延长至2015年； 2) <b>BMS美国销售分成从原协议的65%下降</b> ，2010至58%，2011至53.5%。 2012至51.5%。2013年后BMS销售分成将降低至30%，不超过\$27亿的分成。 3) <b>大冢从原协议的不承担商业化费用到承担30%</b> ，2013-15年承担50%。 关于 <b>肿瘤药物扩展合作</b> ：大冢将分担BMS的SPRYCEL（白血病）and IXEMPRA（乳腺癌）在美国、欧洲、日本的共同推进费用和商业化费用，2010年开始BMS将向大家支付该产品年净销售额的合作费，并按递减分级方式持续到2020年。	大冢： <b>临床试验设计</b> ； 肿瘤药研发； <b>美国市场销售能力</b> 和知名度。  BMS：产品权益； 分散风险。	1972年瑞典Arvid Carlsson发现多巴胺受体（诺奖）；  1980年大冢开发多巴胺受体激动剂OPC-4392用于抗精神病；  1987年结合OPC-4392的靶向左右和D2受体拮抗剂研发阿立哌唑。
	灵北制药  (丹麦，专注CNS领域70年，抗焦虑和抑郁药物闻名全球)	阿立哌唑 依匹哌唑 阿立哌唑 依匹哌唑	阿立哌唑1月长效/2013 抑郁/精神分裂/2015 阿立哌唑2月长效/2023 阿尔茨海默病激越/2023	2011年销售和成本共享协议（ <b>共担研发和商业化成本</b> ）：合作研发、获批后合作推广不超过3个IIB期后化合物，灵北预付款\$2亿，大冢将获得预付+研发+里程碑款项总计约\$14亿，大冢将获得销售里程碑\$18亿。 <b>销售额和成本分担比例</b> ： 阿立哌唑长效： <b>灵北欧洲加拿大50%，美国20%</b> ，大冢享有亚洲全部权益。 依匹哌唑： <b>灵北欧洲加拿大50%，美国45%</b> ，大冢享有亚洲全部权益。 大冢制药保留参与在灵北负责国家的共同研发和商业化权益。	大冢： 拓展欧洲、南美、澳洲市场； <b>学习灵北CNS领域经验</b> 灵北：扩展抗精神病药物组合，渗透美国精神病社区。	1999年结合利培酮等多巴胺拮抗剂与阿立哌唑的基础，研发依匹哌唑。
总结			30年投入收获阿立哌唑，2014年全球销售峰值达84亿美金。 15年联合研发收获依匹哌唑，作为FDA批准的首个阿尔兹海默病激越药物。 <b>合作BMS学习临床试验设计能力</b> ，学习肿瘤药物研发能力。 <b>合作灵北扩展CNS领域经验</b> ，为拓展阿尔茨海默、抑郁、焦虑、癫痫、多动症等多个适应症奠定基础。			

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](http://equities.htisec.com)

# 2023-24年医药企业普遍提高每股现金分红

与2021-22年相比，2023-24年以武田、第一三共、中外制药等为代表的大型企业，以及久光、参天等中型企业持续提高DPS。

	股息支付率				DPS/JPY				
	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023	24计划
武田	75%	123%	89%	205%	180	180	180	188	196
YoY						0%	0%	4%	4%
大冢	36%	42%	40%	48%	100	100	100	110	120
YoY						0%	0%	10%	9%
第一三共	69%	77%	53%	48%	54	27	30	50	60
YoY						-50%	11%	67%	20%
久光	74%	70%	57%	47%	83.5	84	84.5	85	90
YoY						1%	1%	1%	6%
参天	120%	47%	0%	46%	28	32	32	33	34
YoY						14%	0%	3%	3%
中外制药	42%	41%	34%	40%	105	76	78	80	82
YoY						-28%	3%	3%	2%
津村	32%	26%	30%	39%	64	64	64	85	136
YoY						0%	0%	33%	60%
协和麒麟	50%	47%	48%	37%	44	46	51	56	58
YoY						5%	11%	10%	4%
泰尔茂	28%	29%	34%	31%	29	34	40	44	52 <sup>1</sup>
YoY						17%	18%	10%	18%
小野药品	33%	34%	30%	30%	50	56	70	80	80
YoY						12%	25%	14%	0%
盐野义	29%	31%	22%	29%	108	115	135	160	170
YoY						6%	17%	19%	6%
奥林巴斯	119%	15%	14%	9%	12	14	16	18	20
YoY						17%	14%	13%	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](http://equities.htisec.com)

## 二、当前日本医药企业的关注点

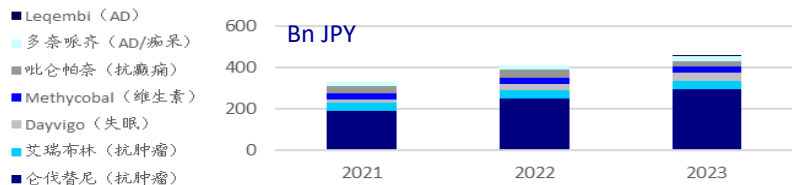
# 卫材：创新驱动的神经和肿瘤领域跨国药企

卫材成立于1941年，深耕精神神经、肿瘤创新药领域。公司合作辉瑞、强生、默沙东、Biogen等国际药企，先后推出多奈哌齐、雷贝拉唑、仑伐替尼、Leqembi等重磅品种。公司当前市值113亿美金<sup>1</sup>，2023年收入47.9亿美金，净利润2.8亿美金；过去10年<sup>3</sup>收入和净利润复合增速为2.1%、2.9%，其中国内收入增速为-3.4%，海外收入增速为6.0%。

**主要关注点：** ① 首个FDA批准的阿尔茨海默症对症治疗药物，Leqembi (Aβ单抗) 放量，基于血检普及率提升和皮下维持治疗适应症获批节奏。② 仑伐替尼联合帕博利珠单抗的胃癌、食管癌III期数据读出；③ 其他核心管线进展，如右下图。

**短期风险：** Leqembi欧洲获批的不确定性，或放量不及预期；部分产品美国专利到期（吡仑帕奈；多奈哌齐）。

## 卫材核心产品收入情况，2021-2023年



	Bn JPY	2021	2022	2023
核心产品收入占比		44.0%	55.4%	62.1%
海外收入占比		71.7%	67.9%	70.8%
总收入		756	744	741
YoY		17.1%	-1.6%	-0.4%
净利润		46	57	44
YoY		8.1%	24.3%	-23.0%

## 部分核心管线进展<sup>2</sup>

领域	药物	适应症	地区	阶段
AD	Lecanemab (Aβ单抗)	早期AD	US	获批 2023/7
			JP	获批 2023/9
			CH	获批 2024/1
		EU	NDA 2023/6	
		皮下维持治疗	US	sBLA 2024/3
		AD临床前期	US	III期
	E2841 (抗Tau抗体) /Lecanemab	AD	JP/US/EU	II/III期
肿瘤	仑伐替尼/帕博利珠单抗	肝癌/一线	JP/US/EU/CH	III期
		食管癌/一线	JP/US/EU/CH	III期
		胃癌/一线	JP/US/EU/CH	III期

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](http://equities.htisec.com)

资料来源：公司年报，HTI，USDJPY=155；

注释1：24/7/29；注释2：截至24/5/15；注释3：2013-23年

# 大冢：发展于输液，成就于精神分裂和保健品

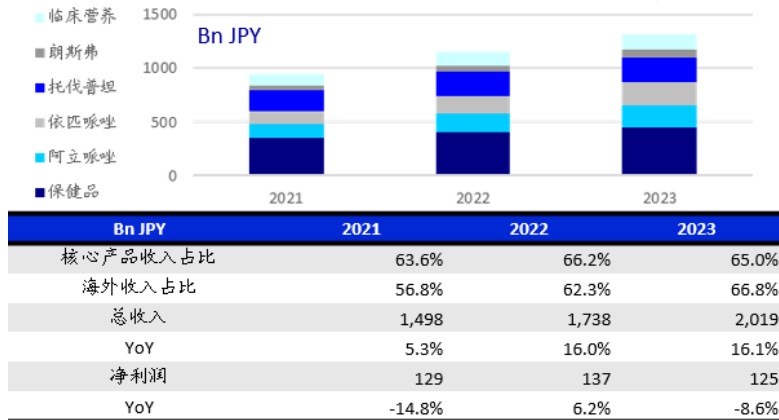
大冢控股成立于1921年，目前为日本市占率<sup>1</sup>超过50%的输液龙头，并在全球占据主要市场地位。历经百年，公司已经成为药品和保健品双核驱动的跨国药企，拥有阿立哌唑、依匹哌唑、托伐普坦超10亿美金品种，打造了宝矿力水特等快消爆品。公司当前市值283亿美金<sup>2</sup>，2023年收入130.3亿美金，净利润8.3亿美金；过去10年收入和净利润复合增速为3.3%、-1.8%，其中国内收入增速为0.7%，海外收入增速为5.0%。

**主要关注点：**①现有药品/管线：Core 2 + Next 8 + Plus 2（Core 2驱动2023-28年增长，包括依匹哌唑、朗斯弗；Next 8潜力管线<sup>3</sup>驱动2029-34年增长；Plus 2 licensed-out产品的Royalty，包括Kisqali和Pluvicto）；②保健品收入稳步增长，长期受益于少子老龄化及女性健康意识提升。

**短期风险：**核心产品专利到期的风险（阿立哌唑、托伐普坦）。

## 包括Next 8在内的部分核心管线进展<sup>3</sup>

大冢控股核心产品收入情况，2021-2023年



领域	药物/器械 (N8)	适应症	地区	阶段
精神神经	Ulotaront	精神分裂	US JP/CH	PIII PII/III
		抑郁	US	PII/III
	centanafadine	焦虑	JP/US	PII/III
		多动症 (ADHD)	US	PIII
心血管、肾脏	uRDN (器械)	高血压	JP	PIII
	sibeprenlimab	IgA肾病	JP/US/EU	PIII
肿瘤	futibatinib	实体瘤 (食道癌、胰腺癌)	US/EU	PII
	zipalertinib	非小细胞肺癌	JP/US/EU	PIII
	INQOVI	MDS	EU	NDA
	ASTX030	血液肿瘤 (MDS、CMML、AML)	US	PII

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at [equities.htisec.com](https://www.equities.htisec.com)

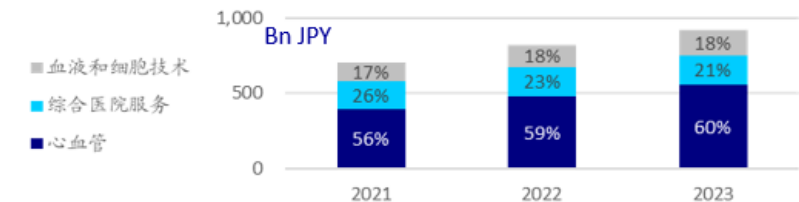
# 泰尔茂：匠人精神典范，深耕心血管高耗



泰尔茂成立于1921年，为全球范围经营心血管耗材的头部厂商，特殊材料和涂层技术是其重要壁垒。公司当前市值269亿美金<sup>2</sup>，为全球市值前20医疗器械企业。2023年收入59.5亿美金，净利润6.8亿美金；过去10年收入和净利润复合增速为7.0%、12.1%，其中国内收入增速为1.1%，海外收入增速为9.8%。

**主要关注点：**TRI在不同途径的介入手术持续加深渗透。**短期风险：**中国区域介入耗材集采。

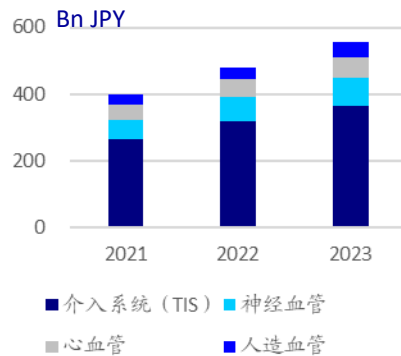
## 泰尔茂收入和利润情况，2021-2023年



	2021	2022	2023
<b>Bn JPY</b>			
核心产品收入占比	100%	100%	100%
海外收入占比	70.7%	74.7%	77.1%
总收入	703	820	922
YoY	14.6%	16.6%	12.4%
净利润	89	89	106
YoY	5.3%	16.0%	16.1%

## 公司的增长驱动力

### 心血管产品



### 主要增长动力

- 心血管业务主要销售造影导丝、造影导管、导入鞘、血管闭合装置、PTCA球囊导管、冠状动脉支架、自膨胀外周支架、血管内超声 (IVUS)、成像导管产品。
- 我们认为心血管业务的持续增长主要因公司持续推动经桡动脉介入 (TRI) 的加深渗透，并基于此拓展产品组合。其中，导管通过手腕血管插入进行血管介入治疗，与经股动脉介入 (TFI) 相比，效果、安全性、成本更低，TRI成本相比TFI低约916美金<sup>1</sup>。
- 我们预计TRI的渗透率提升节奏主要取决于临床接受度和培训所必须的时间和投入。公司业绩预期基于FY22-26年，不同途径介入治疗的渗透率提升如下：
  1. 冠状动脉：73% → 75%+
  2. 外周动脉：6% → 20%+
  3. 肿瘤介入：9% → 15%+
  4. 神经血管：5% → 15%+
- 2022-26年公司预计整体收入复合增长High single-digit，前2年已显著高于该目标，主要受到收入占比60%的心血管业务拉动。其中介入系统拉动最大，介入、神经、心血管、人造血管2年复合增速分别为18%、20%、15%、29%。

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](http://equities.htisec.com)

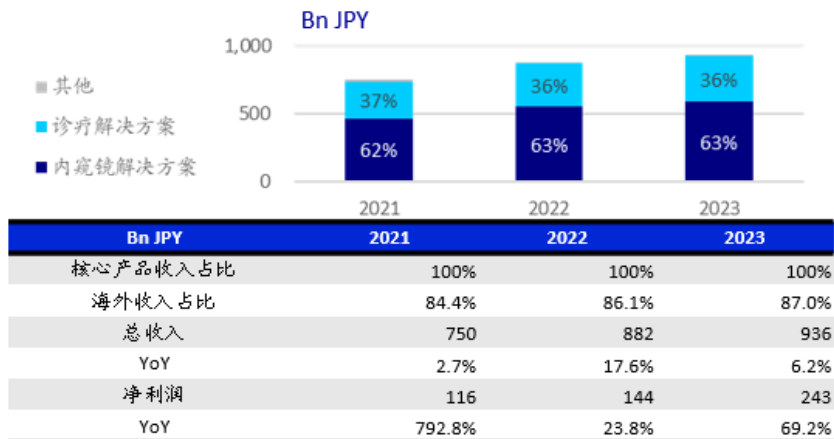
# 奥林巴斯：全球内窥镜龙头，市占率超过60%

公司成立于1919年，为全球和日本内窥镜龙头，1921年研发了日本第一台光学显微镜，1950年首次开发医用内窥镜成为世界癌症防治领域重要手段。公司核心壁垒是光学-数字技术，核心能力是精密制造、产品创新及迭代能力、提供优质服务的能力。公司当前市值200亿美金<sup>2</sup>，2023年收入60.4亿美金，净利润1.6亿美金；过去10年收入和净利润复合增速为2.8%、33.4%，其中国内收入增速为-3.4%，海外收入增速为4.2%。

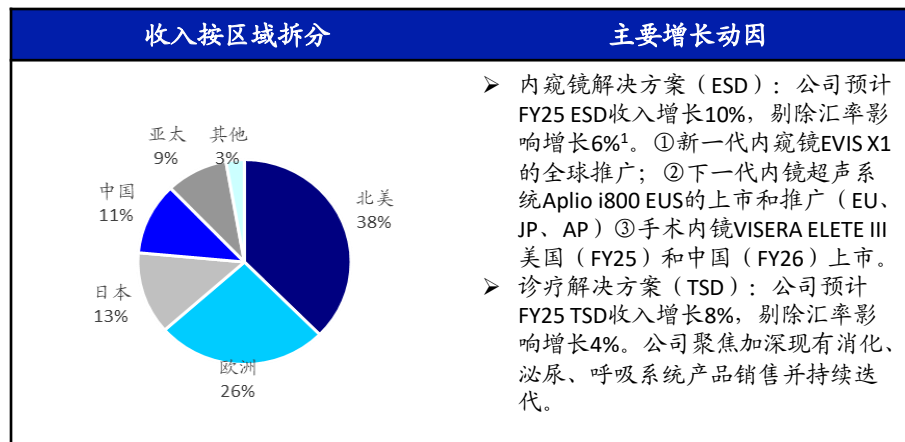
**主要关注点：**①北美EVIS X1放量带动内窥镜解决方案收入增长；②中国招投标恢复；③Elevate费用对业绩的影响有望在FY26改善。

**短期风险：**中国区域监管形势变化对新品入院的影响；Elevate全面补救和转型计划的费用受汇率影响。

## 奥林巴斯收入和利润情况，2021-2023年



## 公司的增长驱动力



For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at [equities.htisec.com](https://www.htisec.com)

# 津村：日本汉方药市场龙头，市占率超过80%

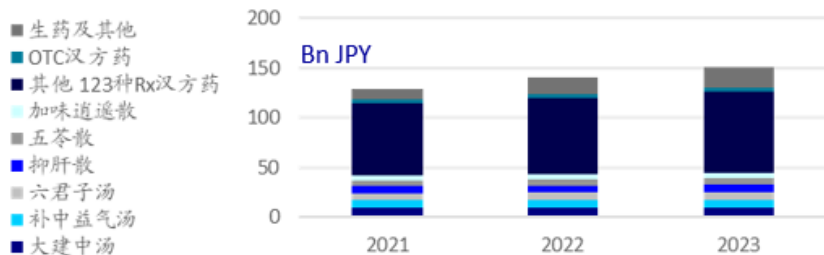
公司成立于1893年，主要销售汉方药制剂，公司拥有129个处方汉方药，在日本处方汉方药市场份额超过80%<sup>1</sup>。公司当前市值20亿美金<sup>2</sup>，2023年收入9.7亿美金，净利润1.2亿美金；过去10年收入和净利润复合增速为4.7%、3.0%，其中2020-21年国内收入增速为6.4%，海外收入增速为43.4%。2017年以来中国平安入股津村成为其持股10%的第一大股东，将中国作为未来10年的重要战略市场。

**主要关注点：**①2024年NHI对公司129种处方汉方药中的66种提价，公司预计药价平均涨幅21.6%。医保对汉方药控费相对友好。②其他如下。

**短期风险：**中药材价格波动，能源价格波动。

## 公司的增长驱动力

### 津村收入和利润情况，2021-2023年

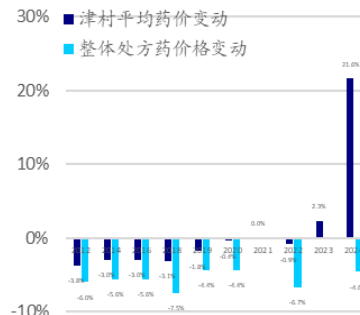


	Bn JPY	2021	2022	2023
核心产品收入占比		100%	100%	100%
海外收入占比		7.7%	11.0%	12.4%
总收入		130	140	151
YoY		11.3%	8.1%	7.7%
净利润		19	17	18
YoY		31.6%	-10.4%	3.8%

### NHI<sup>3</sup>价格平均修订比率

### 主要增长动因

2012-24年，  
津村平均药价+105.8%  
(2012-23年-87.0%)  
医保内处方药-63.0%



- **日本：**围绕老年健康、癌症、女性健康三个领域设定8个育药（较大品种），9个增长药（潜力品种）支撑本土市场增长。通过线上推广加深日本市场汉方药渗透。2021-23年每年处方10张汉方药的医生从8.4万名增长至12.7万名，占临床医生数量比例从26%提升至39%，公司预计在2024年突破50%。
- **中国机遇：**目前以拓展生药和OTC为主，同时获得更为稳定的药材供应。通过加大对生药和药食同源产品在中国的布局，收并购扩张，规划到2031年实现中国100亿人民币以上收入，其中中成药70亿人民币，生药/饮片/药食同源30亿人民币。
- **美国市场：**2024年5月美国大建中汤治疗术后肠梗阻的II期临床402人已入组完成。

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

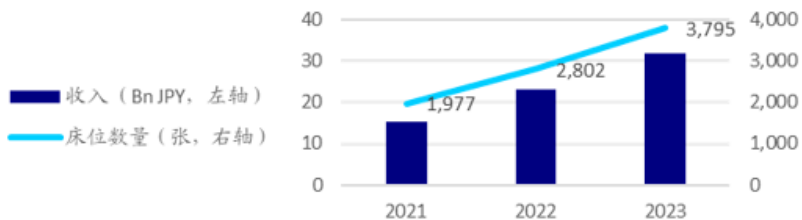
# Amvis: 日本多死社会下的私营疗养院

Amvis成立于2013年，主要经营为晚期癌症等患者提供临终护理、康复疗养、上门护理和照护服务的疗养院。截至2023财年公司主要在以东京都为主的地区经营76家“医心馆”，拥有3,795张疗养床位（平均单床产出近40万人民币），并逐步向北海道和西部扩张。公司当前市值17亿美金<sup>1</sup>，2023年收入2.06亿美金，净利润0.41亿美金，净利率高约20%。

**主要关注点：**①高速外延驱动业绩增长，公司预计24/25财年床位增速为38%/26%；②当前1年以上成熟设施床位平均使用率87%，1年新设施51%，对应约993张床位，使用率提升将驱动内生增长；③渗透空间广阔。日本每年癌症患者约40万人，医心馆当前承接约7000名，占比1.8%。

**短期风险：**医疗纠纷的风险，护理人员不足的风险，市场竞争加剧的风险。

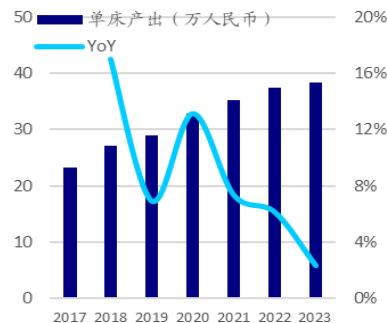
## Amvis收入和利润情况, 2021-2023年



	Bn JPY	2021	2022	2023
总收入		15	23	32
YoY		67.1%	50.5%	38.6%
净利润		3	4	6
YoY		112.0%	62.9%	47.5%

## 公司的增长驱动力

### 公司平均单床产出



### 主要增长动因

- **商业模式：**日本分级诊疗、收缩医院床位背景下，承接有临终关怀、持续护理需求的患者。支付方多元，公司约90%收入来自医保和介護保险，10%收入来自患者负担的生活费用。
- **内生增长，床位使用率提升。**
- **外延扩张，可复制性高：**在强需求下，公司计划24/25年拓展至103家、131家，床位数达到5248张、6621张。
- **单店趋势：**（新设施建设1-2年，平均一家设施投入不超过5亿日元，4-6月使用率达到50%实现月度盈亏平衡，1年内床位使用率达到80%，5年回本。）

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

## Summary

1. We have identified three common characteristics of Japanese pharmaceutical companies, which include: (1) Creating differentiated labels in areas of competitive advantage; (2) Companies that go global are learning organizations, often collaborating with multinational pharmaceutical companies on research and development; (3) They place a high value on shareholder returns, maintaining a long-term stable dividend policy.
2. Our perspective on the pain points and insights of the Japanese pharmaceutical industry is as follows: (1) They have seized opportunities in the chemical pharmaceutical sector but missed the wave of biotechnology, leading to a lag in the development of the bio-pharmaceutical industry; (2) There may be an insufficiency in the translation mechanism from academic institutions to drug discovery.
3. Interpreting the recent highlights of Japanese pharmaceutical companies includes Eisai Co., Ltd. (4523.JT), Otsuka Holdings Co., Ltd. (4578.JT), Terumo Corporation (4543.JT), Olympus Corporation (7733.JT), Nippon Shinyaku Co., Ltd. (4540.JT), and Amvis, Inc. (7071.JT).

## 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，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).

## 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

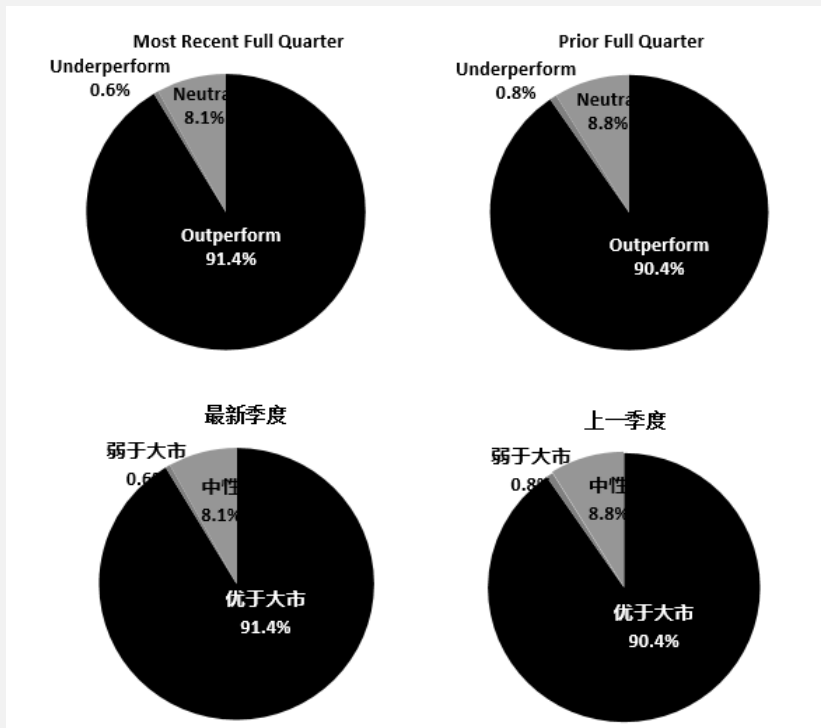
**Outperform:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**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6月30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	91.4%	8.1%	0.6%
投资银行客户*	3.1%	4.8%	0.0%

\*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

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

### 此前的评级系统定义（直至2020年9月30日）：

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

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

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

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

### Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of June 30, 2024

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	91.4%	8.1%	0.6%
IB clients*	3.1%	4.8%	0.0%

\*Percentage of investment banking clients in each rating category.

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

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

### Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

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

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

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## 重要免责声明:

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

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

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

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源, 但HTIRL、HTISGL或任何其他属于海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期, 如有更改, 恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容, 本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区, 本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价, 则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易, 包括设计金融衍生工具的, 有产生重大风险的可能性, 因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况, 如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问, 以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失, HTISG及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师除外, HTISG及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员, 均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG的销售员、交易员和其他专业人士均可向HTISG的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但HTIRL没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 [www.equities.htisec.com](http://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](http://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, 12<sup>th</sup> 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”）于新加坡提供。HTISSPL是符合《财务顾问法》2001（“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》2001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  
10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315  
电话: (65) 6713 0473

**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](http://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](mailto:prasanna.chandwaskar@htisec.com)

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

，未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有：海通国际证券集团有限公司2019年。保留所有权利。

**People’s Republic of China (PRC):** In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

**Notice to Canadian Investors:** Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the “international dealer exemption” under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an “accredited investor” as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a “permitted client” as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

**Notice to Singapore investors:** This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”). HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act 2001 (“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 2001. 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) 6713 0473

**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](http://www.legislation.gov.au). Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

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

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

# APPENDIX 2

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

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

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax:+91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors”.

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>