

银发健康产业引领者，战略重塑再起航

600422 CH
Kpc Pharmaceuticals
Rating: OUTPERFORM
Target Price: Rmb24.20

Kehan Meng
kh.meng@htisec.com

投资要点：

- 股权革新迈向新征程，业务架构重塑优化。**昆药集团前身“昆明制药厂”成立于1951年，1995年公司历经整体改制，2000年成功上市。历经多年发展，公司形成了以自主天然植物药为主，涵盖中药、化学药和医药流通领域的业务格局。2023年1月19日，公司完成董、监事会改组工作，控股股东由华立医药变更为华润三九，此后公司结合业务重塑，开启营销组织变革项目，在原有营销体系架构基础上，成立“1381、1951、777”三个事业部，进一步明确公司发展着力点，确立了“银发健康产业引领者、精品国药领先者、老龄健康-慢病管理领导者”新战略目标。
- 推动内部提质增效，经营质量稳步提升。**2023年公司实现营收77.03亿元（-6.99%），收入下滑主要商业板块业务结构优化及对外援助业务减少，归母净利润4.45亿元（+16.05%），扣非归母净利润3.35亿元（+33.45%）。公司产品结构持续优化、多举措推进降本增效，在运营管理方面引入6S管理体系，推动数字化转型和精细化管理落地，公司运营管理水平、组织机制效率显著提升，管理费用、财务费用等均有所下降，经营质量稳步提升。
- 持续构建昆药销售渠道，三大事业部蓄势待发。**公司借助三九商道，进一步整合商业渠道、优化原有商业模式，持续构建“合理覆盖、快速流通、有效销售”的昆药销售渠道，完成全国范围内的零售、医疗体系昆药销售渠道整合建设。公司从品牌+学术覆盖C端，从昆药商道建设B端，从党建、文化引领O端，充分挖掘三大事业部的潜力：1) 777事业部：聚焦三七产业链，充分发挥血塞通口服系列多剂型、多品规的组合优势的同时，进一步夯实三七产业链上中下游能力建设；2) 1381事业部：聚焦核心单品，锻造铁架子、助力渠道战，借势三九商道启动“铁架子工程”，建立以固化终端、销量增长为目标的新型医药营销模式，打造有影响力的国药品牌；3) 1951事业部：做实做强院内优势品种，加快潜力产品推升上量，主动做好集采应对策略以稳住基本盘，同时提高渠道效率和覆盖能力。
- 盈利预测：**考虑到高端消费不景气，原材料成本上升影响毛利率，我们预计公司2024-2026年的归母净利润分别为6.11亿元、7.44亿元、8.99亿元（24-25年原预测为7.40亿元、8.96亿元），对应EPS分别为0.81元、0.98元、1.19元（24-25年原预测为0.98元、1.18元）。公司战略重心再确认，致力于成为银发经济第一股，借力华润构建昆药商道后，公司的营销力和品牌力均有望提升。我们调整公司2024年30X PE（对应PB为3.10X，PS为2.15X，参考可比公司，我们认为处于合理水平），对应目标价24.20元（原目标价28.00元，2023年35X PE，-14%），维持“优于大市”评级。**风险提示：**市场及政策风险，药品降价风险，原材料价格波动风险，研发创新风险。

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）

主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	8282	7703	8539	9424	10420
(+/-)YoY(%)	0.3%	-7.0%	10.9%	10.4%	10.6%
净利润（百万元）	383	445	611	744	899
(+/-)YoY(%)	-24.5%	16.0%	37.3%	21.9%	20.7%
全面摊薄 EPS(元)	0.51	0.59	0.81	0.98	1.19
毛利率(%)	41.5%	44.8%	47.6%	48.7%	49.7%
净资产收益率(%)	7.7%	8.4%	10.3%	11.2%	11.9%

资料来源：公司年报（2022-2023），HTI

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. 战略重心再确立，股权革新迈向新征程.....	5
1.1 发展历史悠久，产业底蕴雄厚.....	5
1.2 华润入主，改革优化迎来新一轮发展.....	6
1.3 收入结构持续优化，经营底盘趋于更稳固健康.....	9
2. 业务重分类三大事业部，蓄能老龄健康产业.....	11
2.1 777 事业部：聚焦三七口服制剂产品，打造三七全产业链标杆.....	11
2.1.1 人口老龄化趋势凸显，心脑血管市场战略地位显现.....	12
2.1.2 “处方-零售”双渠道战略，血塞通口服系列院内院外两开花.....	12
2.2 昆中药 1381 事业部：历史底蕴丰富，专注精品国药.....	14
2.2.1 参苓健脾胃颗粒：补脾领域黄金单品，多渠道广领域延伸发展.....	15
2.2.2 舒肝颗粒：妇科市场业绩稳定，抗郁疗效显著有望带来增量.....	17
2.2.3 香砂平胃颗粒：主治湿滞脾胃，药方立论可考.....	19
2.3 KPC-1951 事业部：关注院内严肃医疗产品，深挖银发人群治疗需求.....	20
2.3.1 血塞通注射剂：集采推进和医保解限，共助销售回升.....	20
2.3.2 天麻素注射液：天麻素系列黄金单品，集采影响出清后有望恢复增长.....	21
2.3.3 骨科系列产品：打造优势产品集群，巩固骨科市场领导地位.....	22
3. 盈利预测.....	24
4. 风险提示.....	25
财务报表分析和预测.....	26

图目录

图 1	公司发展历程	5
图 2	公司股权结构	5
图 3	公司产品划分	6
图 4	2007-2023 年华润三九医药行业毛利率	8
图 5	2007-2023 年华润三九应收账款周转天数变化 (天)	8
图 6	2017-2023 年公司营收及增速	9
图 7	2017-2023 年公司扣非归母净利润及增速	9
图 8	2017-2023 年公司分行业营收占比	9
图 9	2017-2023 年公司工业业务营收格局	9
图 10	2017-2023 年公司毛利率与净利率变化	10
图 11	2017-2023 年公司期间费用率变化	10
图 12	2017-2023 年公司研发费用变化	10
图 13	2018-2022 年中国城市实体药店中成药心脑血管疾病销售额	12
图 14	2019-2023 年公司血塞通口服系列销售收入及增长率	12
图 15	2017-2023 年昆中药收入和净利润变化	15
图 16	2017-2023 年昆中药净利率变化	15
图 17	2018-2022 年参苓健脾胃颗粒销售收入变化	16
图 18	“每餐一包, 四季健脾胃”参苓健脾胃颗粒营销展示	17
图 19	2018-2029E 妇科中成药市场增长情况	17
图 20	2018-2022 年舒肝颗粒销售额及增长率	17
图 21	舒肝颗粒治疗 MADD 有效性实验原理图	18
图 22	2019-2022 年香砂平胃颗粒销售收入变化	19
图 23	2015-2023 年公司注射用血塞通 (冻干) 销售量变化	21
图 24	2012-2023 年血塞通注射液样本医院销售规模变化	21
图 25	2012-2023 年公司血塞通注射液医院销售规模变化	21
图 26	2015-2023 年天麻素注射液销量及增速	22
图 27	2016-2023 年公司骨科系列产品收入情况	23
图 28	2016-2023 年公司骨科系列产品毛利润及毛利率	23
图 29	2015-2023 年阿法骨化醇软胶囊销量及增速	23

表目录

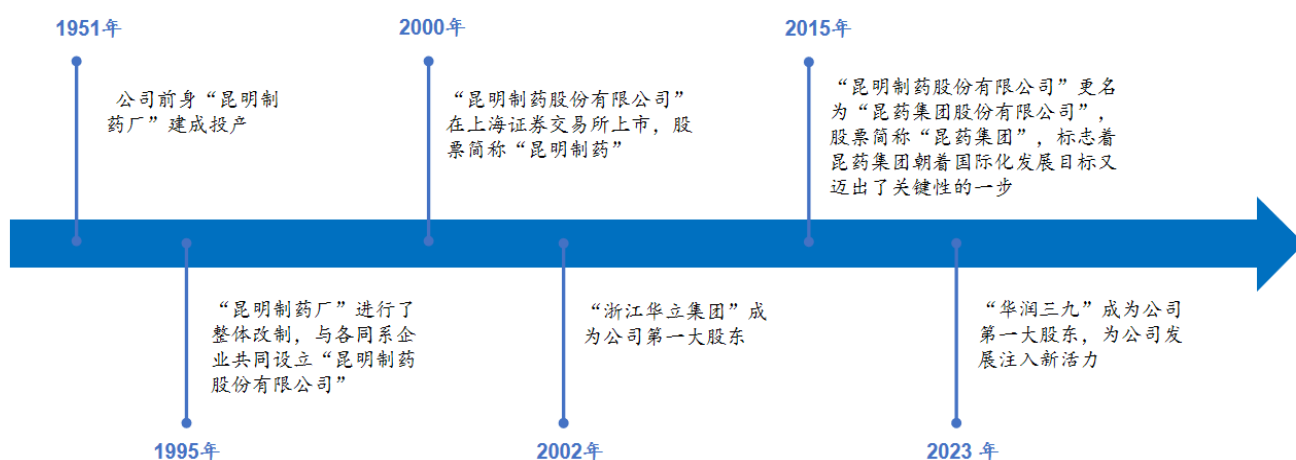
表 1	公司董监高改组完成	7
表 2	777 事业部产品介绍	11
表 3	2022 年中国城市实体药店心脑血管中成药产品 TOP5（亿元）	13
表 4	表 2022 年中国城市实体药店心脑血管中成药品牌 TOP20（亿元）	13
表 5	昆中药主要产品介绍	14
表 6	2022 年中国城市实体药店消化系统中成药品牌 TPO20（亿元）	16
表 7	2023 上半年中国公立医疗机构终端中成药胃药 TPO20 品牌（亿元）	19
表 8	1951 事业部主要药（产）品基本情况.....	20
表 9	中国骨质疏松流行病学调查结果.....	23
表 10	收入分拆	24
表 11	可比公司估值	25

1. 战略重心再确立，股权革新迈向新征程

1.1 发展历史悠久，产业底蕴雄厚

昆药集团是集药物研发、生产、销售、商业批发和国际营销为一体的先进医药集团，其形成了以自主天然植物药为主，涵盖中药、化学药和医药流通领域的业务格局。回顾发展历程，公司前身“昆明制药厂”成立于1951年；1995年，公司经过整体改制设立“昆明制药股份有限公司”；2000年，公司在上交所成功上市（股票简称“昆明制药”）；2015年，公司重新更名为“昆药集团股份有限公司”（股票简称“昆药集团”）。2022年5月9日，华润三九公告收购昆药集团28%股份的重大资产重组预案；2022年12月30日，双方就本次股份协议转让事项完成过户登记手续；2023年1月19日，公司完成对董、监事会的改组工作，昆药集团控股股东由华立医药变更为华润三九。

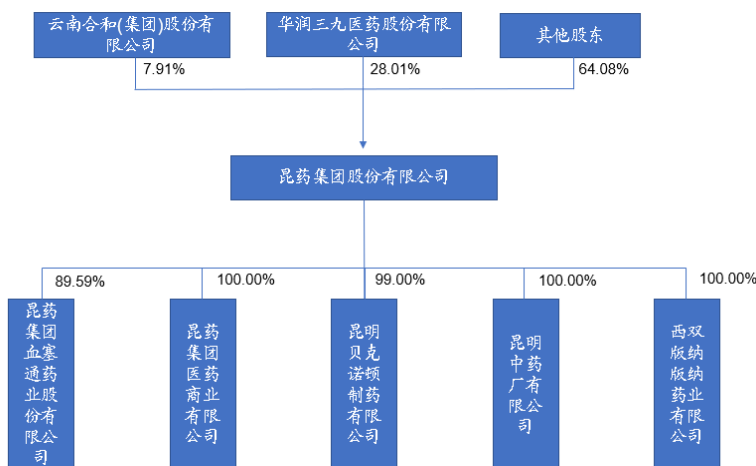
图1 公司发展历程



资料来源：公司官网，公司2022年年报，HTI

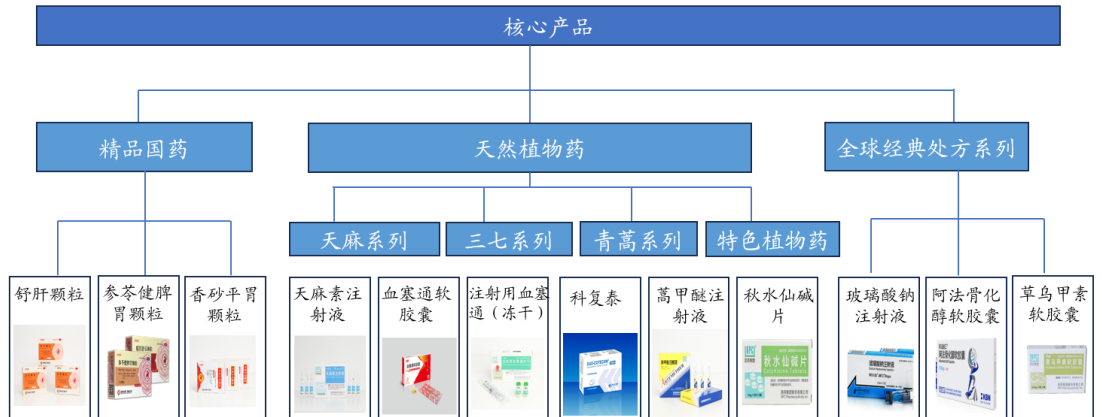
控股众多子公司，产线并行拓展产业布局。公司旗下核心子公司包括昆中药、贝克诺顿、血塞通药业、版纳药业、昆药商业等，各子公司职责分明，其中昆中药负责昆中药1381系列产品产线、贝克诺顿负责化药产线、血塞通药业负责血塞通片剂和颗粒剂产线、版纳药业负责民族药材产线，而昆药商业则负责完善医药流通和推进基层市场。

图2 公司股权结构



资料来源：公司2023年年报，HTI

产品文号丰富，覆盖多个疾病领域。公司作为全国医药制造业百强企业，业务布局完善，涵盖医药制造、医药流通、医药大健康三大业务板块。公司依托昆药、昆中药、贝克诺顿、贝克诺顿（浙江）、血塞通药业、版纳药业、武陵山制药七大国家 GMP 标准的现代化医药生产平台，拥有粉针剂、注射剂、胶囊剂、片剂、颗粒剂、丸剂、散剂等全剂型智能化生产线，产品批准文号 600 余项。产品涵盖心脑血管、骨科、抗疟疾及脾胃类、妇科（身心）类等治疗领域，形成了以血塞通软胶囊、注射用血塞通（冻干）等核心产品为代表的昆药血塞通系列产品、以参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒、香砂平胃颗粒为代表的精品国药系列产品、以玻璃酸钠注射液、阿法骨化醇软胶囊等为代表的骨科优势领域产品集群及以灯银脑通胶囊为代表的特色植物药潜力产品集群。

图3 公司产品划分


资料来源：公司官网，HTI

1.2 华润入主，改革优化迎来新一轮发展

2023 年，昆药集团正式成为华润三九旗下成员企业，烙就新起点，开启新征程。在华润三九的赋能下，在新董事会的带领下，公司紧抓“银龄”时代机遇，紧跟中医药振兴发展国家战略，秉承“大药厚德，痼疾在抱”的企业使命，聚焦“健康老龄化”赛道，强化战略引领、把准发展方向，锚定成为“银发健康产业引领者”的核心战略目标，赓续国药传统、打造三七标杆；坚定践行华润“1246”模式，深入推进“四个重塑”，聚焦主责主业，持续提升核心竞争力；聚焦改革深化，充分激活内生动力，在融合中促改革，在改革中促发展，打造面向未来的业绩创造能力、市场运营能力和科研创新能力，用业绩践行国有企业的责任与担当。

➤ 董监高改组完成，业务架构重塑优化

2023 年以来，公司持续推进公司董事会、监事会的改组工作。2023 年 1 月，原控股股东华立集团汪思洋辞去董事长等职务，改由华润三九董事长邱华伟担任公司董事长，原华润三九 OTC 事业部总经理颜炜任公司副董事长职务，并于 2023 年 9 月出任公司总裁。颜炜曾任华润三九医药 OTC 事业部总经理、康复慢病事业部总经理、华润三九首席营销官。此外，公司新聘任董事、副总裁、财务总监等都来自华润体系。我们认为公司核心管理层及董、监事会的顺利改组，赋能公司“十四五”高质量发展，携手促进健康产业发展，为公司高质量改革发展打下坚实基础。

表 1 公司董监高改组完成

姓名	职务	主要工作经历
邱华伟	董事长	曾任深圳市三九医药贸易有限公司董事长，华润三九医药股份有限公司高级副总裁、总裁，华润江中制药集团有限责任公司董事。兼任中国非处方药物协会轮值会长、中国农村卫生协会副会长、世界中医药学会联合会中药新药创制专业委员会理事会常务理事、国家中药材标准化与质量评估创新联盟副理事长。现任华润三九医药股份有限公司董事长，昆药集团董事长。
颜炜	副董事长、总裁	曾任华润三九医药股份有限公司 OTC 事业部总经理、康复慢病事业部总经理。现任昆药集团副董事长、总裁。
李泓燊	副董事长	曾任招商银行春城路支行副行长（主持工作）、昆明分行国际业务部总经理，红云红河烟草（集团）有限责任公司曲靖卷烟厂厂长助理、副厂长、厂长，红云红河烟草（集团）有限责任公司昆明卷烟厂厂长，红云红河烟草（集团）有限责任公司副总裁、副总经理。现任云南合和（集团）股份有限公司总经理，兼任云南白药集团股份有限公司董事、云南红塔银行股份有限公司董事、中维资本控股股份有限公司董事、昆药集团副董事长。
周辉	董事	曾任深圳市三九医药贸易有限公司投资管理部部长助理，深圳市三九医药连锁股份有限公司业务发展与投资管理中心负责人。现任华润三九医药股份有限公司董事、副总裁、董事会秘书、总法律顾问、首席合规官，昆药集团董事。兼任深圳上市公司协会生物医药与大健康专业委员会副主任委员、董事会秘书专业委员会副主任委员、中国上市公司协会董事会秘书专业委员会委员。
郭霆	董事	曾任北京双鹤药业股份有限公司财务总监、北京双鹤药业股份有限公司副总裁、华润北贸副总经理、华润北贸总经理、华润三九医药股份有限公司营销中心副总经理，华润三九医药股份有限公司助理总裁。兼任中国中药协会第四届理事会副会长。现任华润三九医药股份有限公司副总裁，昆药集团董事。兼任福荣儿童医学发展研究中心非医院理事单位代表、中国中药协会第四届理事会副会长。
梁征	董事	曾任华润（集团）有限公司财务部高级经理，泰国长春置地有限公司财务董事，珠海华润银行股份有限公司运营管理部总经理、风险管理部总经理，华润租赁有限公司副总经理兼首席风险官，华润金融控股有限公司财务部总经理，华润三九医药股份有限公司助理总裁兼财务总监。现任华润三九医药股份有限公司财务总监，昆药集团董事。
钟江	监事会主席	曾任华润三九（雅安）药业有限公司副总经理、财务总监，华润三九医药股份有限公司财务管理中心助理总经理、副总经理。现任华润三九医药股份有限公司财务管理中心总经理，昆药集团监事会主席。
邵金锋	监事	曾任华润三九医药股份有限公司投资发展部总经理。现任华润三九医药股份有限公司投资中心副总经理，昆药集团监事。
席凯	副总裁	曾任华润三九医药股份有限公司公共事务中心副总经理、纪委办公室副主任，昆药集团股份有限公司纪委书记。现任昆药集团股份有限公司副总裁。
孙志强	财务总监	曾任华润三九医药股份有限公司财务管理中心助理总经理。现任昆药集团股份有限公司财务总监、财务负责人。

资料来源：公司 2023 年年报，HTI

公司结合业务重塑，开启营销组织变革项目，在原有营销体系架构基础上，成立“1381、1951、777”三个事业部，进一步明确公司发展着力点。其中：

- ✓ **“昆中药 1381”事业部**围绕“强渠道、优制度、建铁军”三大核心路径高效推进，把握市场机遇、优化产品组合，凭借六百多年老字号品牌价值 and 昆药商道优势助力实现打造“精品国药领先者”的目标；
- ✓ **“KPC-1951”事业部**围绕“心脑血管、骨骼肌肉、呼吸系统、神经精神”等核心治疗领域，承接公司成为“银发健康产业引领者”战略目标，通过以“智慧管线、智慧营销、智慧平台、智慧组织”为核心的“四提工程”，持续价值创造、坚守长期主义，打造老年健康领域严肃治疗的引领者；
- ✓ **三七口服“777”事业部**重点聚焦三七产业链，致力于慢病管理和老龄健康领域，进一步深挖三七产业链的学术价值，提供更专业化的解决方案以满足临床需求。

随着人口老龄化的加速，银发经济已经成为一个潜力巨大的市场。复旦大学老龄研究院发布的《中国银发经济发展研究报告》显示，2035 年银发经济规模将达到 19 万亿元，届时将占总消费的 28%，占 GDP 的 9.6%。瞄准银发经济蓝海，三个事业部将成为公司打造精品国药、深耕慢病管理、拓展老龄健康产业的核心支撑，为公司的蓬勃高质量发展注入源源不断的活水。

➤ 同业竞争亟待解决，竞争格局有望优化

在公司并入华润三九之前，华润圣火的血塞通软胶囊与公司的血塞通软胶囊为同名同剂型药物，双方客户、渠道具有高度重合性，为直面竞争关系，且血塞通软胶囊的生产厂家仅有二者，再无其它。华润三九在收购过程中就同业竞争问题出具了承诺函，承诺在 5 年内解决现存的同业竞争问题，并避免再发生与公司主营业务构成同业竞争的业活动。

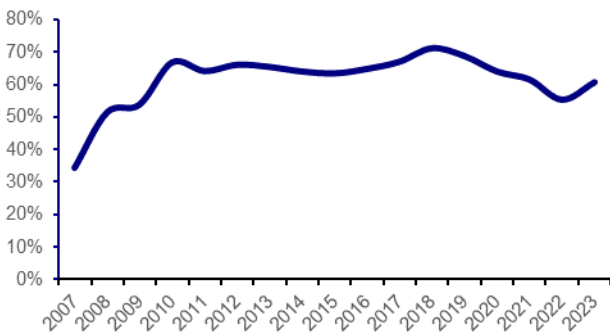
目前华润圣火和昆药的协同工作在持续推进。2023 年以来，公司和华润圣火一同参与了三七产业链研讨会、中药产业链沙龙、中国老龄产业中长期发展趋势与研判专家座谈会等一系列重要活动的联合举办，协力推动三七产业链平台搭建、助力中药产业链高质量发展。2023 年 11 月，公司与华润三九、华润圣火及华润现代共同参与投资新设云南省三七研究院有限公司，加速实现各方对三七产业的资源整合和协同赋能，力争将三七研究院打造成为高水平的三七产业新型研发机构，并在三七基础研究、应用研究、产业发展及示范应用等方面实现突破，共同助推三七产业高质量跨越式发展。

➤ “三九商道、6S 体系”，赋能公司新发展

以往昆药集团与渠道商的业务合作模式较为粗放，存在一个省区拥有几百上千家渠道商的情况。我们认为渠道商数量过多，不仅降低了营销效率，也不利于公司对终端库存、回款账期的管理；同时分配给每个渠道商的产品量较少，在渠道商的业务层面，公司的重要性降低，即公司失去在渠道商前的定价主动权。

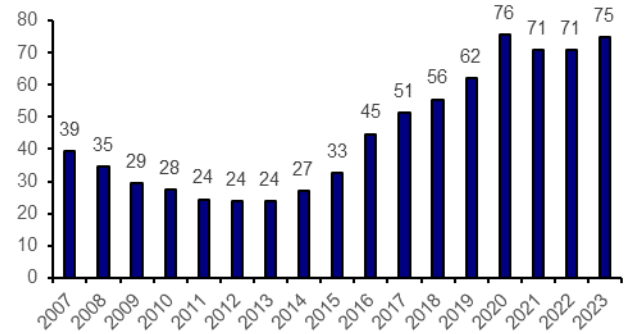
华润三九自 2009 年开始建立“三九商道”，其重视渠道的价值观、生意观，注重与渠道商的长期合作模式，十余年来，“三九商道”对于企业业务体量的做大起到了至关重要的作用。在该模式下，每家渠道商所分配到的业务量较大，使得三九能够掌握定价主动权，同时回款账期也能得到有效的管理。从财务数据上来看，华润三九医药行业的毛利率明显提升，由 2007 年的 49.74% 提升至 2010 年的 66.9%，且在此之后基本都维持在 60% 以上；应收账款周转天数下降，2010-2014 年间应收账款周转天数均在 28 天以下，2015 年后，随着华润三九并购项目的增加，周转天数有所增加。

图4 2007-2023 年华润三九医药行业毛利率



资料来源：wind, HTI

图5 2007-2023 年华润三九应收账款周转天数变化 (天)



资料来源：wind, HTI

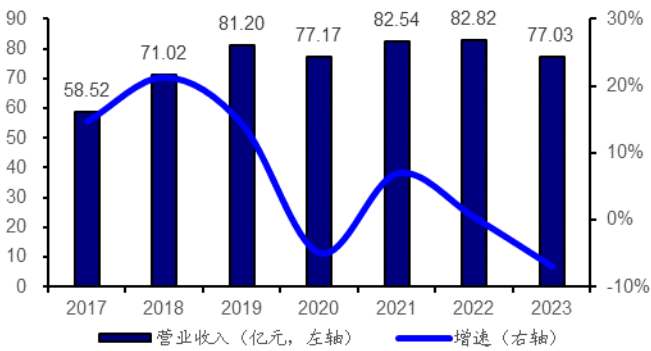
华润三九成为公司控股股东后，昆药借助三九商道体系和终端覆盖等优势，持续推动渠道变革。2023 年，公司已完成全国范围内的零售、医疗体系昆药销售渠道整合建设，实现从多级渠道到聚焦重点主流客户重点管控，从粗放式渠道商合作模式转变为聚焦少数、关键渠道商，院外业务提质增速明显。公司持续优化全链路渠道，在夯实院内、院外线下渠道优势的同时，面对新零售等新兴业态，大胆试新、小步试错，通过大单品突破抢滩新零售，不断开拓新零售渠道网络。此外，公司在华润体系的指引下拟定更为长远的战略目标，在公司运营管理方面引入 6S 管理体系，推动数字化转型和精细化管理落地，公司运营管理水平、组织机制效率显著提升，管理费用、财务费用等均有所下降，经营质量稳步提升。

战略重心再确认，致力于成为银发健康产业第一股。公司第十届二十四次董事会决议明确，公司将通过内生发展加外延扩张方式，力争 2028 年末实现营业收入翻番，工业收入达到 100 亿元，致力于成为银发健康产业第一股。

1.3 收入结构持续优化，经营底盘趋于更稳固健康

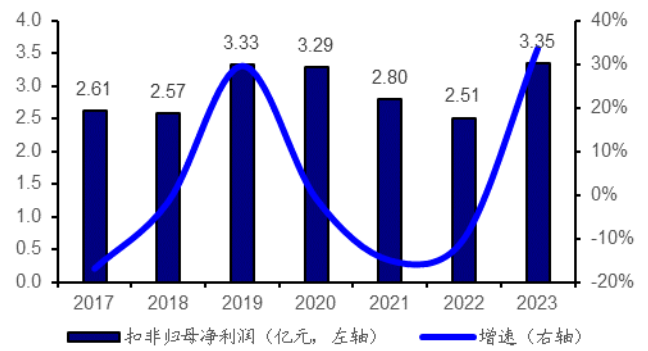
收入稳定增长，利润受业务结构调整有波动。2017-2023 年，公司的营业收入从 58.52 亿元增长至 77.03 亿元，期间 CAGR 为 4.69%，其中 2023 年收入同比下降 6.99%，主要系商业板块业务结构持续优化及对外援助业务有所减少。扣非归母净利润方面，2021 年和 2022 年连续两年出现较大幅度下滑，我们认为主要原因是公司收入结构调整，毛利率较高的针剂收入占比下降，此外 2022 年计提了 6759 万元的资产减值损失也进一步拖累了净利润；2023 年公司实现扣非归母净利润 3.35 亿元，同比增加 33.45%，全年计提各项资产减值准备共计 1.35 亿元，转回各项资产减值准备 1605.15 万元，核销各项资产减值准备 2745.27 万元，转销及转出各项资产减值准备 699.80 万元，对 23 全年利润总额影响额为 -1.19 亿元。

图6 2017-2023 年公司营收及增速



资料来源：wind, HTI

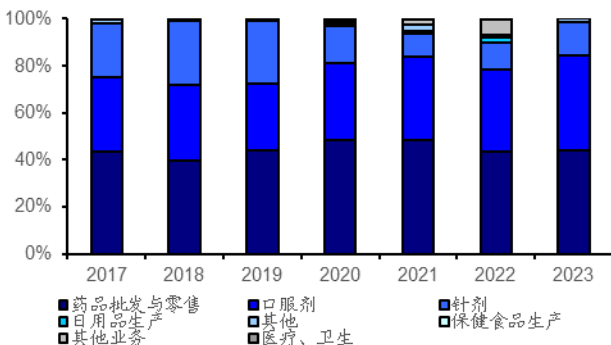
图7 2017-2023 年公司扣非归母净利润及增速



资料来源：wind, HTI

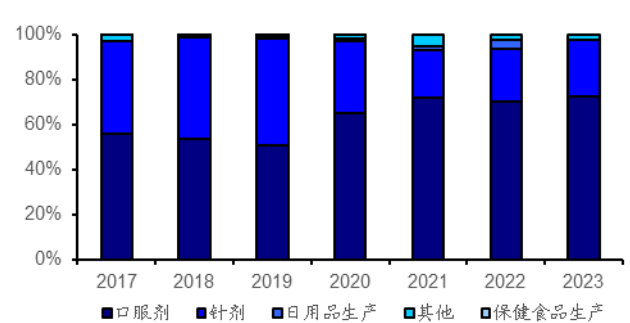
业务结构调整，口服、院外业务快速发展。分行业来看，药品批发与零售、口服剂、针剂为公司收入的主要来源，2023 年分别占营业收入的 40.11%、36.89%、12.79%。2020 年以来，受新冠疫情反复、医疗机构住院治疗与医保支付适应症受限及中成药带量采购预期等因素影响，公司针剂产品的收入出现下滑，在工业收入中的占比由 2019 年的 47.60%下降至 2022 年的 23.15%，2023 年小幅回升至 25.10%，主要是注射用血塞通（冻干）集采中标使得其销量增长。公司积极调整战略，在大品类、强品牌、拓渠道多维共振驱动下，公司口服剂产品业务、院外业务持续实现快速增长：一方面，公司立足优势治疗领域，集中核心资源，加快推动以昆药血塞通软胶囊为核心的昆药血塞通口服系列产品以及以参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒为核心的“昆中药 1381”精品国药系列产品在院外市场的业务布局，2023 年口服产品实现收入 30.55 亿元，同比增长 5.6%，在工业收入中的占比达 72.41%；另一方面，在零售终端，公司品类拓展与品牌影响双管齐下，强化头部零售企业合作、提升中小连锁终端覆盖、加快电商渠道布局。

图8 2017-2023 年公司分行业营收占比



资料来源：wind, HTI

图9 2017-2023 年公司工业业务营收格局

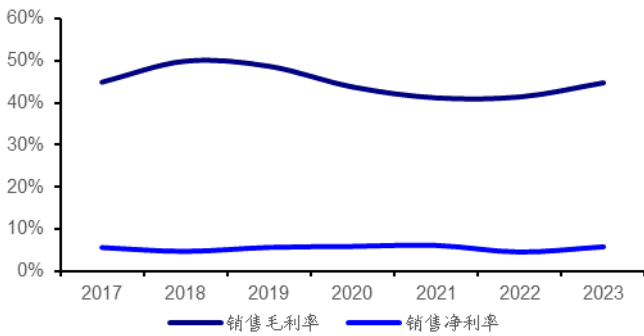


资料来源：wind, HTI

公司药品产品群覆盖心脑血管、骨科、抗疟疾类、妇科和消化系统领域。分治疗领域来看，心脑血管治疗领域是公司重要的收入来源，2023 年实现收入为 20.79 亿元，同比增长 13.67%，收入占比为 27.57%。消化系统领域 2023 年实现收入 5.35 亿元，同比下降 6.36%；妇科领域收入增长迅速，2023 年收入 3.32 亿元，同比增加 20.61%；骨科领域收入 2.18 亿元，同比下降 7.34%。

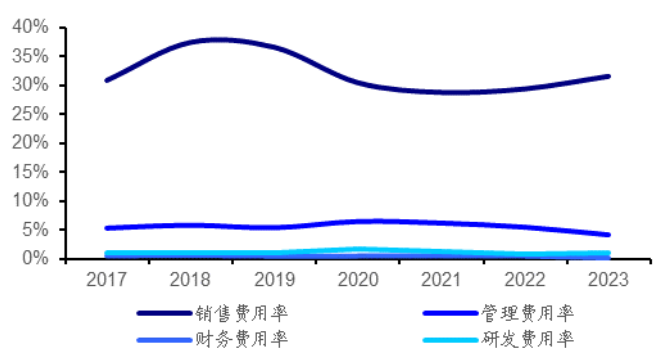
毛利率企稳回升，费用结构优化。毛利率方面，公司的毛利率在 2018-2021 年期间呈下降趋势，主要是因为中药注射剂使用受限背景下，公司毛利率较高的注射剂产品收入占比下降所致。2023 年公司毛利率为 44.82%，同比增加 3.30pcts，我们认为主要跟毛利率较低的商业收入下降有关。费用方面，公司的管理、研发和财务费用基本维持稳定，2023 年管理费用在降本增效背景下有所下降，销售费用同比持平，我们认为主要系一些产品的集采和费用结构优化的影响。随着后续公司对品牌的持续打造、华润的持续赋能以及工业收入规模的不断提升，我们认为公司的净利率仍有改善空间。

图10 2017-2023 年公司毛利率与净利率变化



资料来源：wind, HTI

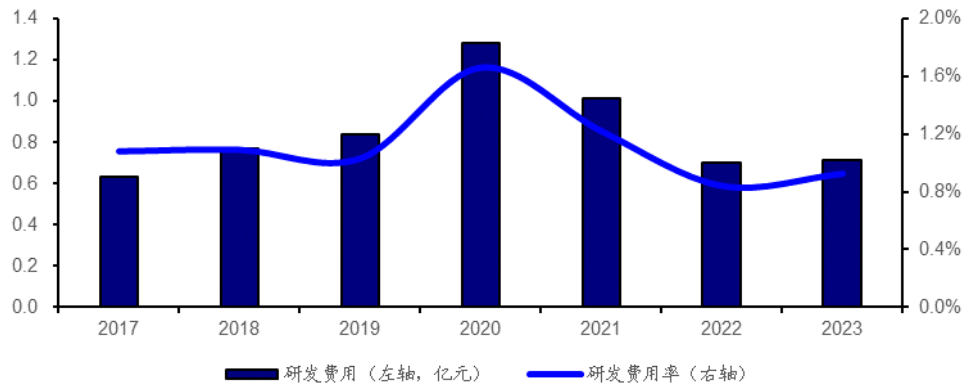
图11 2017-2023 年公司期间费用率变化



资料来源：wind, HTI

聚焦核心治疗领域，研发创新持续着力。研发方面，一方面，依托公司在植物药领域的深厚积淀和研发优势，组建拥有较高影响力的高水平药物研发团队，围绕老龄化健康需求，聚焦包括心脑血管等慢病管理及老龄健康领域，持续推进植物药、创新药、改良型新药、差异化仿制药品种的研究开发。另一方面，通过外部合作、投资并购、产品引进等多渠道，优化配置短中长期创新药物布局，构建公司未来丰富且梯队化、有竞争壁垒的产品管线，为公司高质量发展提供核心驱动力。

图12 2017-2023 年公司研发费用变化



资料来源：wind, HTI

2. 业务重分类三大事业部，蓄能老龄健康产业

2023 年，公司结合业务重塑，开启营销组织变革项目，在原有营销体系架构基础上，成立“1381、1951、777”三个事业部，为助推公司精品国药业务、慢病管理业务及老龄健康产业蓄势赋能。三七口服“777”事业部重点聚焦三七产业链，致力于慢病管理和老龄健康领域，进一步深挖三七产业链的学术价值，提供更专业化的解决方案以满足临床需求；“昆中药 1381”事业部围绕“强渠道、优制度、建铁军”三大核心路径高效推进，把握市场机遇、优化产品组合，凭借六百多年老字号品牌价值和昆药商道优势助力实现打造“精品国药领先者”的目标；“KPC-1951”事业部围绕“心脑血管、骨骼肌肉、呼吸系统、神经精神”等核心治疗领域，承接公司成为“银发健康产业引领者”战略目标，通过以“智慧管线、智慧营销、智慧平台、智慧组织”为核心的“四提工程”，持续价值创造、坚守长期主义，打造老年健康领域严肃治疗的引领者。

2.1 777 事业部：聚焦三七口服制剂产品，打造三七全产业链标杆

“777 事业部”聚焦三七口服制剂产品，包含血塞通软胶囊、血塞通滴丸、血塞通片。血塞通系列产品成分有据可循，药用功效可考，核心成分为“三七”。三七是传统名贵中药材，栽培历史已有 400 多年，主产于云南。三七药用价值极高，具有止血、活血散瘀、消肿止痛及滋补强壮等作用，享有“金不换”、“参中之王”、“南国明珠”等美誉，在治疗心血管疾病方面疗效显著，且随着现代中药提取技术的提高，极大提高了其作用功效。三七总皂苷是三七的主要有效成分，目前临床常用的三七总皂苷制剂以口服制剂和注射制剂为主，《中华人民共和国药典》2020 版规定制剂含三七皂苷 R1、人参皂苷 Rg1、Re、Rb1、Rd 分别不少于 5%、25%、2.5%、30%、5%，且上述 5 种皂苷在口服制剂中总量不得低于 75%，在注射制剂中总量不得低于 85%。公司拥有三七 GAP 种植基地，其内控质量标准始终高于《中国药典》标准，此外公司通过工艺改进将三七总皂苷含量由 85% 提升至 90% 以上，有效降低了三七总皂苷原料中蛋白质、鞣质、异常毒性物质的含量，大幅提升了安全性。

表 2 777 事业部产品介绍

药品名称	适应症或功能主治	是否处方药	是否属于中药保护品种	是否纳入国家基药目录	是否纳入国家医保目录
血塞通软胶囊	 活血祛瘀，通脉活络。用于瘀血阻滞所致的缺血性中风病（脑梗塞）中经络恢复期，症见半身不遂、偏身麻木、口舌歪斜，语言蹇涩等	是	否	否	是
血塞通片	 活血祛瘀，通脉活络，抑制血小板聚集和增加脑血流量。用于脑路瘀阻，中风偏瘫，心脉瘀阻，胸痹心痛；脑血管病后遗症，冠心病心绞痛属上述证候者。	是	否	否	是
血塞通滴丸	 活血祛瘀，通脉活络，抑制血小板聚集和增加脑血流量。用于脑路瘀阻，中风偏瘫，心脉瘀阻，胸痹心痛；脑血管后遗症、冠心病心绞痛属上述证候者。	是	否	否	是
血塞通颗粒	 活血祛瘀，通脉活络，抑制血小板聚集和增加脑血流量。用于脑路瘀阻，中风偏瘫，心脉瘀阻，胸痹心痛；脑血管后遗症、冠心病心绞痛属上述证候者。	是	否	否	是

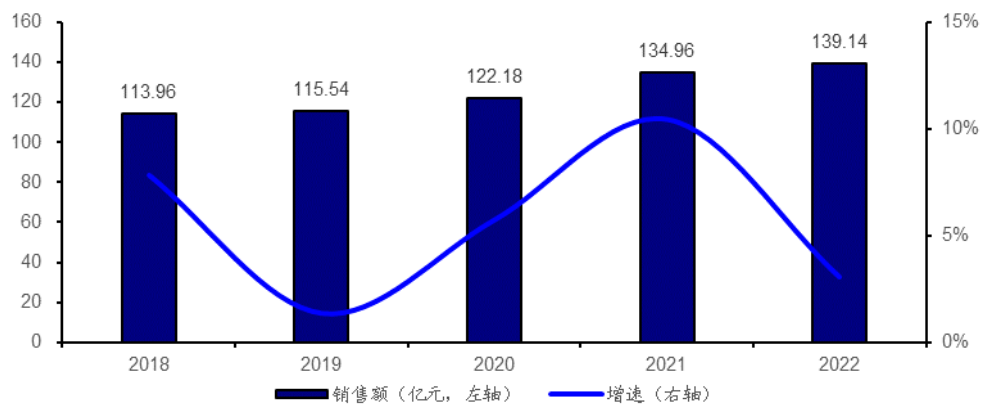
资料来源：公司 2022 年年报，药品通网站，公司官网，方舟健客网，药品交易网，国家医保目录（2023 年），HTI

2.1.1 人口老龄化趋势凸显，心脑血管市场战略地位显现

老龄化趋势下，心脑血管疾病市场稳定增长。人口老龄化趋势不可逆转，庞大的中老年与慢病患者为消费健康市场塑造需求基本盘。其中，心脑血管疾病作为中老年人口常见疾病种类，药品市场份额也进一步扩张。根据米内网数据，2018-2022 年间，中国城市实体药店中成药心脑血管疾病市场销售额由 113.96 亿元增至 139.14 亿元，CAGR 为 5.12%。

卒中+三高群体人数攀升，用药需求大。我国卒中患病总人数超过 2800 万，带病生存的卒中患者多达 1700 多万，卒中不仅死亡率逐年上升，发病也在趋于年轻化，45 岁以下人群的发病率超过总发病率的 10%，卒中成为威胁中国国民健康的重大疾病之一。此外，我国三高人群（高血压、高血糖、高血脂）人数超过 3 亿，拥有庞大的用药需求。

图13 2018-2022 年中国城市实体药店中成药心脑血管疾病销售额

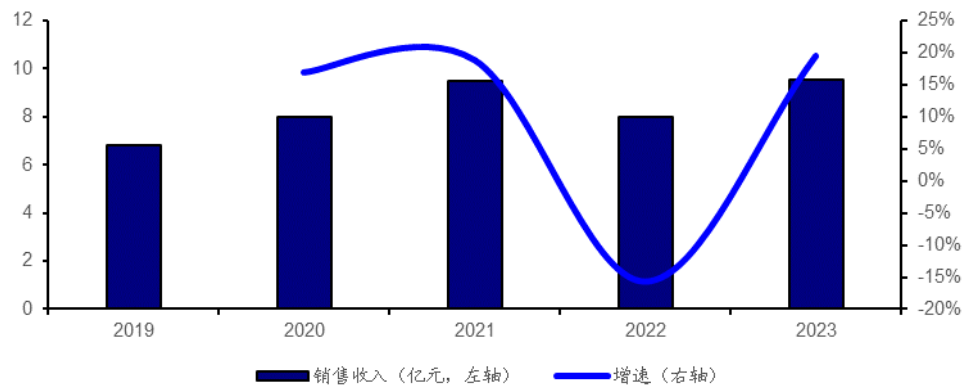


资料来源：米内网，HTI

2.1.2 “处方-零售”双渠道战略，血塞通口服系列院内院外两开花

2020 年和 2021 年，公司血塞通口服系列实现销售收入分别为 7.98 亿元和 9.48 亿元，同比分别增加 16.89%、18.80%；2022 年血塞通口服系列实现销售收入为 8 亿元，同比下滑 15.6%，主要系血塞通软胶囊在湖北等 19 省中成药联盟、广东等 6 省中成药联盟集采未中标导致院内销售下滑；2023 年血塞通口服系列销售收入反弹，同比增长 19.44%，血塞通多剂型、多品规的组合优势凸显，三七产品集群的市场占有率、渠道渗透率和品牌知名度提升。随着公司在院内非集采区域以及院外市场的持续深耕，我们认为公司的血塞通口服系列有望实现稳定增长。

图14 2019-2023 公司血塞通口服系列销售收入及增长率



资料来源：公司 2019-2023 年报，HTI

深耕院内市场，发挥渠道组合优势。公司努力克服 2022 年血塞通胶囊广东等 6 省、湖北等 19 省省级集采联盟未中标、血塞通滴丸在广东等 6 省中成药联盟集采未中标等因素，以“自营+招商”模式，持续提升终端掌控与医院开发能力，并充分发挥血塞通软胶囊与血塞通滴丸的渠道组合优势，尽可能保持院内市场销售平稳度过集采“阵痛期”。2023 年，公司的血塞通片在上海市中成药带量采购中中标，为该产品在上述区域内销售实现量的突破奠定基础，亦为血塞通口服系列的院内市场带来增长动力。

积极开拓院外市场，“学术赋能+品牌打造”双管齐下。据米内网数据显示，2022 年中国城市实体药店心脑血管中成药产品中，血塞通软胶囊位列实体药店零售心脑血管中成药产品的第五名，销售额超 5 亿元，在心脑血管领域中成药零售端有重要地位。公司的血塞通胶囊在 2022 年中国城市实体药店心脑血管中成药品牌排名第 11，受到消费者的认可。公司建立一支面向全域零售企业的专业终端营销团队，持续精耕零售渠道，加大与头部品牌连锁药店的战略合作，积极开展与京东、阿里等“互联网+医疗健康”平台合作，以专业的品牌力、学术力持续推动以血塞通软胶囊为核心的血塞通口服产品在零售端的快速增长。我们认为随着华润三九入驻助力营销渠道改革，公司将加强与大型商业公司的销售合作，院外市场有望进一步发展。

表 3 2022 年中国城市实体药店心脑血管中成药产品 TOP5 (亿元)

排名	产品名称	销售额	国家医保	国家基药	OTC
1	安宫牛黄丸	40+	甲类	是	--
2	复方丹参滴丸	7+	甲类	是	--
3	参松养心胶囊	6+	甲类	是	--
4	复方丹参片	5+	甲类	是	--
5	血塞通软胶囊	5+	乙类	--	--

资料来源：米内网，HTI

表 4 表 2022 年中国城市实体药店心脑血管中成药品牌 TOP20 (亿元)

排名	产品名称	企业简称	销售额
1	安宫牛黄丸	北京同仁堂股份同仁堂制药	14+
2	安宫牛黄丸	北京同仁堂科技制药	9+
3	复方丹参滴丸	天士力医药集团	7+
4	参松养心胶囊	北京以岭药业	6+
5	速效救心丸	津药达仁堂集团第六中药	*
6	脑心通胶囊	陕西步长制药	*
7	安宫牛黄丸	山东宏济堂制药集团	*
8	通心络胶囊	石家庄以岭药业	*
9	芪蒯强心颗粒		*
10	复方丹参片	白云山和记黄埔中药	*
11	血塞通软胶囊	昆药集团	*
12	银杏叶提取物片	德国威玛舒培博士	*
13	稳心颗粒	山东步长制药	*
14	血脂康胶囊	北京北大维信生物	*
15	同仁堂牛黄清心丸	北京同仁堂股份同仁堂制药	*
16	安宫牛黄丸	南京同仁堂制药	*
17	安宫牛黄丸	山西广誉远国药	*
18	血塞通软胶囊	昆明华润圣火药业	*
19	丹参保心茶	大兴安岭天草药业	*
20	麝香保心丸	上海和黄药业	*

资料来源：米内网，HTI

解决与华润圣火同业竞争关系在即，有望实现协同作用。血塞通口服产品中，血塞通软胶囊是核心产品，血塞通软胶囊主要厂商为公司和华润圣火。由于华润医药下属企业圣火药业与公司血塞通软胶囊产品存在同业竞争的情况，公司承诺将妥善解决同业竞争问题，此举有望整合双方渠道、终端资源，实现血塞通软胶囊收入的进一步增长。

2.2 昆中药 1381 事业部：历史底蕴丰富，专注精品国药

昆中药品牌根基深厚，深入专注精品国药领域。昆中药肇启于明太祖洪武十四年（1381 年），正式开工于清道光六年（1826 年），至今已有 600 多年的历史。昆中药是我国五大中药老字号之一，是“中华老字号”企业。昆中药现有药品批准文号 143 个，独家产品 21 个，1 个国家二级中药保护品种，已有 31 件授权专利，拥有参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒、香砂平胃颗粒三大黄金单品，持续培育清肺化痰丸、金花消瘿丸、口咽清丸等在内的潜力品种和特色品种，并取得安宫牛黄丸、板蓝根颗粒等产品上市许可批件，从品类、规模等不同维度构建产品梯队，全力打造中国老字号一线品牌。

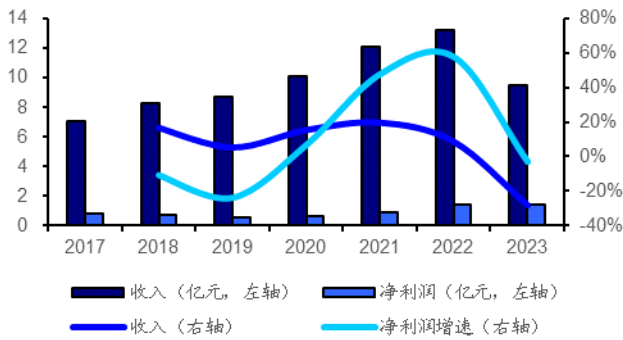
表 5 昆中药主要产品介绍

药品名称	适应症或功能主治	是否处方药	是否属于中药保护品种	是否纳入国家基药目录	是否纳入国家医保目录
舒肝颗粒	舒肝理气，散郁调经。用于肝气不舒的两胁疼痛，胸腹胀闷，月经不调，头痛目眩，心烦意乱，口苦咽干，以及肝郁气滞所致的面部黧黑斑（黄褐斑）。	否	否	是	是
参苓健脾胃颗粒	补脾健胃，利湿止泻。用于脾胃虚弱，饮食不消，或泻或吐，形瘦色萎，神疲乏力。	否	否	否	否
香砂平胃颗粒	健脾，温中，燥湿。用于饮食不节，食湿互滞，胃脘胀痛，消化不良。	是	否	是	是
口咽清丸	清热降火，生津止渴。用于咽喉肿痛，牙疳口疮，津液不足，口干舌燥。	否	是	否	否
清肺化痰丸	降气化痰，止咳平喘。用于肺热咳嗽，痰多气喘，痰涎壅盛，肺气不畅。	否	否	否	否

资料来源：公司 2023 年年报，国家基本药物目录（2018 年），药监局，国家医保目录（2023 年），药品交易网，HTI

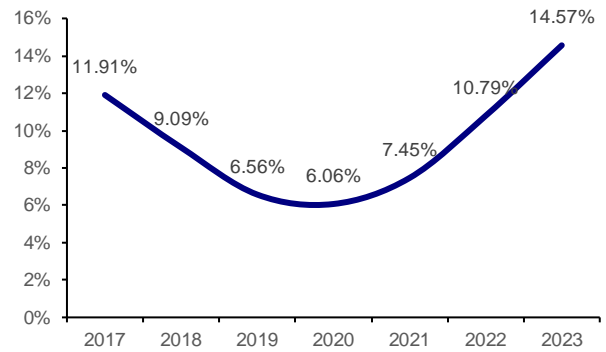
昆中药收入稳定增长，净利率波动后稳步回升。昆中药的收入由 2017 年的 7.08 提升至 2023 年的 9.47 亿元，2023 年的收入有所下降，我们认为主要的原因是公司新设营销公司，整合昆药、昆中药、贝克诺顿三大营销体系，因此昆中药的结算口径有所调整；净利润由 2017 年的 0.84 亿元提升至 2023 年的 1.38 亿元，6 年 CAGR 为 8.57%。昆中药的利润率在 2019-2020 年有一些波动，我们认为跟昆中药内部新厂搬迁、营销架构调整等因素有关，随着昆中药持续推进降本增效、优化产品结构，净利率逐步回升。

图15 2017-2023 年昆中药收入和净利润变化



资料来源：公司 2017-2023 年年报，HTI

图16 2017-2023 年昆中药净利率变化



资料来源：公司 2017-2023 年年报，HTI

携手连锁、融入三九，全面提升渠道价值。昆中药持续加大精品国药市场推广，先后与一心堂、健之佳、老百姓、大参林、高济医疗、益丰、漱玉平民等连锁终端签订战略合作协议，驱动 OTC 快消营销。同时，公司在借助三九商道的基础之上，进一步整合商业渠道、优化原有商业模式，持续构建“合理覆盖、快速流通、有效销售”的昆药销售渠道，完成全国范围内的零售、医疗体系昆药销售渠道整合建设，实现从多级渠道到聚焦重点主流客户重点管控。聚焦区域龙头、抢占战略高地；打响“滇军爆破”战役、赢战中小连锁；老字号爆品打造、抢滩新零售，多途径、多渠道稳步提升终端覆盖。

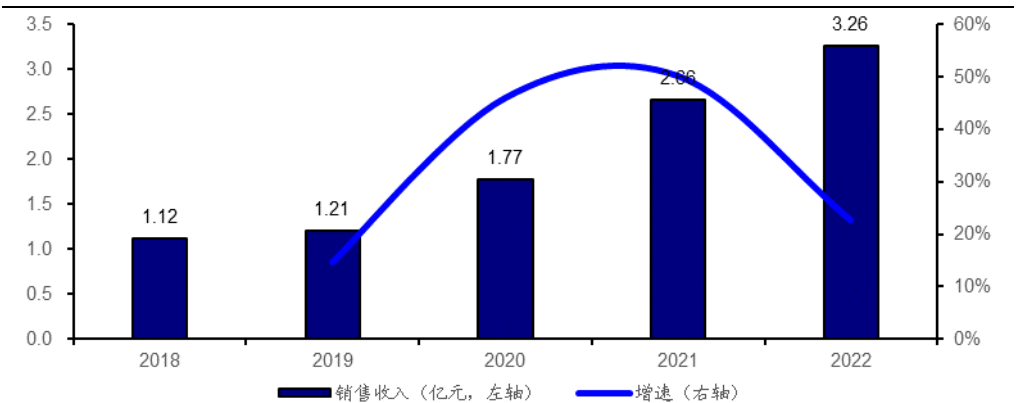
2.2.1 参苓健脾胃颗粒：补脾领域黄金单品，多渠道广领域延伸发展

消化系统中成药市场扩容，参苓健脾胃颗粒销售额快速增长。根据米内网数据显示，中国零售药店终端（城市实体药店和网上药店）消化系统中成药市场规模快速扩容，2022 年首次突破 200 亿元大关。公司参苓健脾胃颗粒在 2022 年中国实体药店消化系统中成药品牌中排名第 13。参苓健脾胃颗粒的组方源于宋代《太平惠民和剂局方》中的参苓白术散，在此基础上，进行配方优化而成，以更为温润滋阴的北沙参替代人参益胃生津，配伍山药、扁豆、白术等药，共同发挥补脾健胃，利湿止泻的功效，对脾胃虚弱饮食不消，或泻或吐，形瘦色萎，神疲乏力有明显的治疗作用。2022 年，公司参苓健脾胃颗粒实现销售收入为 3.26 亿元，2018 年至 2022 年的 CAGR 达 30.64%，营收快速增长。

表 6 2022 年中国城市实体药店消化系统中成药品牌 TPO20 (亿元)

排名	产品名称	企业名称	销售额
1	藿香正气液	太极集团重庆涪陵制药	24+
2	健胃消食片	江中药业	14+
3	片仔癀	漳州片仔癀药业	13+
4	肠炎宁片	江西康恩贝中药	11+
5	护肝片	黑龙江葵花药业	5+
6	马应龙麝香痔疮膏	马应龙药业集团	*
7	三九胃泰颗粒	华润三九医药	*
8	藿香正气滴丸	天士力医药集团	*
9	康复新液	四川好医生攀西药业	*
10	麝香痔疮栓	马应龙药业集团	*
11	迈之灵片	德国礼达	*
12	肠炎宁胶囊	海南葫芦娃药业集团	*
13	参苓健脾胃颗粒	昆明中药	*
14	新复方芦荟胶囊	河北万邦复临药业	*
15	正露丸	大幸药品	*
16	片仔癀胶囊	漳州片仔癀药业	*
17	藿香正气软胶囊	神威药业集团	*
18	消渴丸	白云山中一药业	*
19	排毒养颜胶囊	云南盘龙云海药业	*
20	保济丸	广州王老吉药业	*

资料来源：米内网，HTI

图17 2018-2022 年参苓健脾胃颗粒销售收入变化


资料来源：公司 2018-2022 年报，HTI

多渠道融合发展，构建品类品牌新势。2021 年以来，昆中药启动品牌工程，以做大品类增量为出发点，开创了“补脾”品类赛道。为提升昆中药参苓健脾胃颗粒品牌知名度，参苓健脾胃颗粒围绕广告打造广覆盖、深渗透、长周期的投放矩阵：利用分众电梯媒体广覆盖、高频次、低干扰的优势，锁定核心目标省份 TOP 连锁终端附近 2 公里内具有高影响力、高居住率的居民社区、办公商圈、写字楼，择取黄金时段，进行高频次、大密度的梯媒广告传播；另一方面，结合消费群体本身的触媒习惯，通过抖音、快手等，形成精准触达、强势曝光，迅速引燃消费者对参苓产品的关注度和美誉度。2022 年，公司在西湖论坛上发布参苓健脾胃颗粒再定位，开启 OTC 快消化营销，以“每餐一包，四季健脾胃”为场景，精准营销、精准触达，实现画像场景内容一体化。此外，线上渠道方面，公司积极推进以消费者为核心的媒体传播，多个媒体渠道设立营销话题，传递品牌理念，扩大品牌曝光度。

图18 “每餐一包，四季健脾胃”参苓健脾胃颗粒营销展示



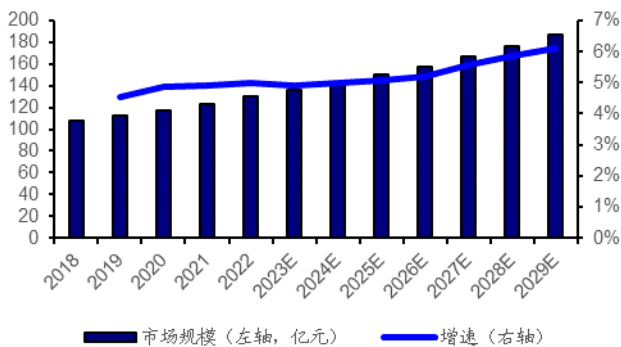
资料来源：公司公众号，HTI

开启 OTC 快消化战略，延伸参苓健脾胃大健康产品。昆中药依托参苓健脾胃颗粒产品延伸出“参苓健脾胃”大健康产品，打造“药品组方+食品配方”的“治、养、调”一体化解决方案，做到参苓生活全场景，多人群覆盖。例如 2022 年年末，昆中药与跨界合作伙伴温氏食品合作，针对大国“食”代下的中老年及家庭群体，以食疗、食补为基础，将参苓健脾胃食品级配方制成汤料包，辅以健脾药材料包和温氏优质土鸡，联合推出健脾预制菜产品“参苓白切鸡盐焗鸡和参苓鸡汤”，覆盖更广的生活场景。

2.2.2 舒肝颗粒：妇科市场业绩稳定，抗郁疗效显著有望带来增量

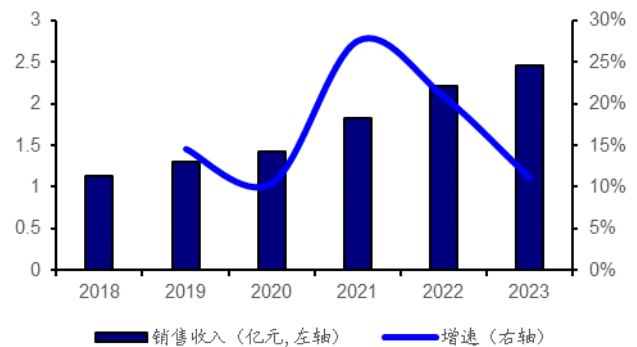
百亿级妇科中成药市场温和增长，舒肝颗粒业绩稳定。根据医学药网援引智研针产业研究院数据，近年来妇科中成药市场持续维持在百亿元以上，2018-2022 年 CAGR 约为 4.82%，保持平稳增长。舒肝颗粒的组方是在逍遥散基础上加香附、丹皮、栀子组成的，具有 80 年的历史传承，主要用以舒肝理气，散郁调经、肝气不舒的两肋疼痛，胸腹胀闷，月经不调，头痛目眩，心烦意乱，口苦咽干，以及肝郁气滞所致的面部黧黑斑（黄褐斑）。2023H1 昆药舒肝颗粒在中国城市实体药店中成药妇科用药产品排名 19，市场份额 1.27%，而 2022 年，昆药舒肝颗粒并未上榜，市场份额小于 1.03%，市场份额提升。2023 年，公司稳住院内销售，加速布局院外渠道，舒肝颗粒实现销售收入为 2.46 亿元，同比增长 11.11%，5 年 CAGR 达 16.82%。

图19 2018-2029E 妇科中成药市场增长情况



资料来源：智研瞻产业研究院，HTI

图20 2018-2022 年舒肝颗粒销售额及增长率

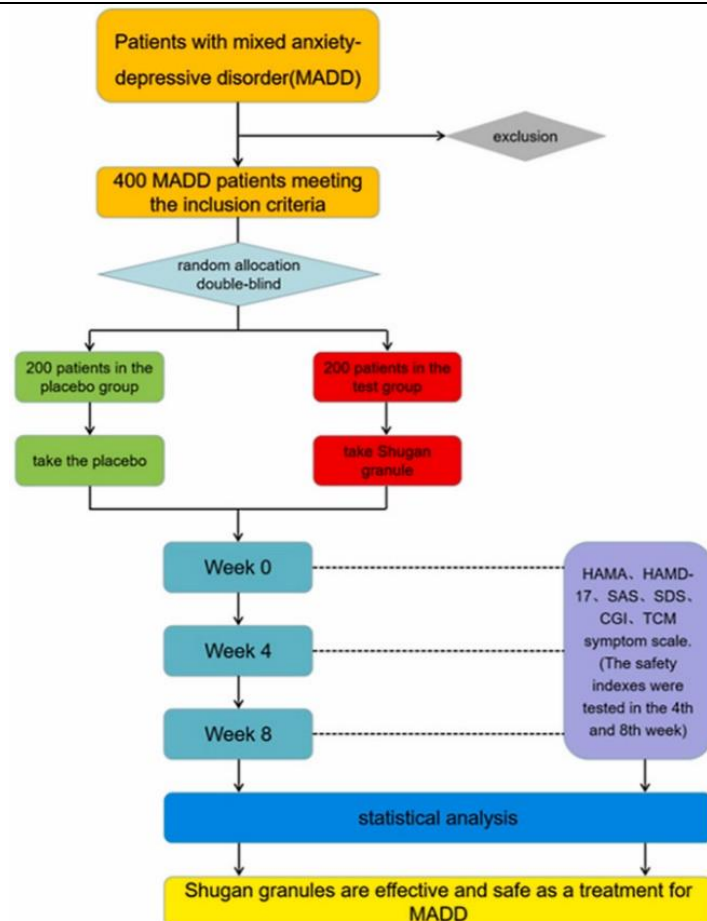


资料来源：公司 2018-2023 年年报，HTI

创造性开发 MADD 的中医症状量表“肝郁变火证”，舒肝颗粒抗郁效果有望带来增量市场。2019 年我国一项心理疾病现状的大样本横断面流行病学调查显示，国内因抑郁障碍造成的终身患病率约为 6.9%，12 个月患病率为 3.6%。中国中西医结合学会神经科专业委员会在分析评价抑郁症中西医结合诊治临床研究证据基础上，充分考虑中西医结合治疗的现状和经验，兼顾疗效、风险、经济因素以及临床可操作性，制定了《抑郁症中西医结合诊疗专家共识》，其中提到抑郁症发生与突发或慢性持久的不良情绪刺激有关，此阶段属发病初期，多表现为轻中度抑郁，辨证多属肝气郁结证，治疗重在舒肝解郁、调畅情志。

2022 年，郭荣娟教授团队的学术论文《Clinical efficacy of Shugan granule in the treatment of mixed anxiety-depressive disorder: A multicenter, randomized, double-blind, placebo-controlled trial (舒肝颗粒治疗 MADD (肝气郁结证) 的随机、双盲、安慰剂对照、多中心临床试验)》正式发表于国际学术期刊《Journal of Ethnopharmacology》(IF=4.36)，这是首个在中国甚至世界上进行 MADD 治疗的随机对照的多中心临床试验，科学阐述了混合性焦虑抑郁障碍的诊断标准、临床循证等方面的研究现状，并通过试验证明了舒肝颗粒治疗 MADD 的有效性、安全性和应用前景，为临床提供支持依据和治疗 MADD 的药物建议。在中国中医心身医学 2022 学术年会上，《中成药治疗抑郁障碍临床应用指南》正式发布，基于循证医学证据，共对 6 种证据充足的中成药进行了推荐，其中推荐舒肝颗粒联合抗抑郁化药西酞普兰治疗轻中度抑郁障碍，改善抑郁症状 (证据级别 C，推荐强度：强推荐)，充分展示了其在抗抑郁治疗领域的重要价值。我们认为随着舒肝颗粒在抗抑郁治疗领域地位的不断强化，其市场空间有望进一步扩大。

图21 舒肝颗粒治疗 MADD 有效性实验原理图



资料来源：郭荣娟等《Clinical efficacy of Shugan granule in the treatment of mixed anxiety-depressive disorder: A multicenter, randomized, double-blind, placebo-controlled trial (舒肝颗粒治疗 MADD (肝气郁结证) 的随机、双盲、安慰剂对照、多中心临床试验)》，HTI

2.2.3 香砂平胃颗粒：主治湿滞脾胃，药方立论可考

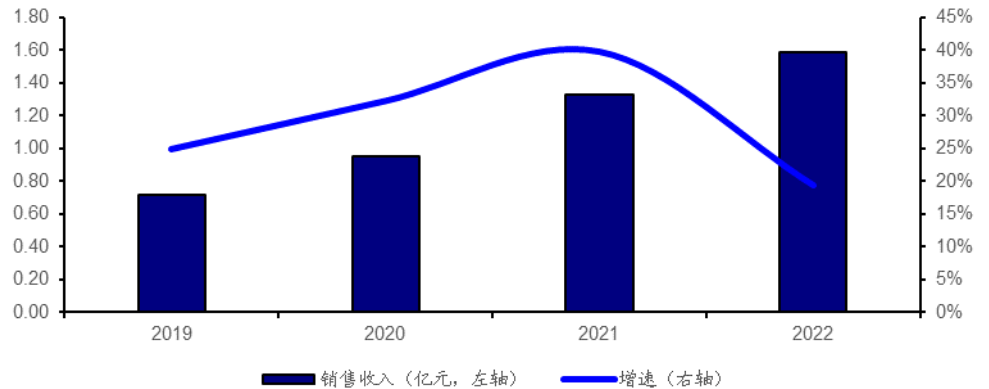
中成药胃药市场火热，香砂平胃颗粒增速稳健。根据米内网数据显示，2022年中国公立医疗机构终端中成药胃药销售额保持在70亿元水平，略有小幅波动。香砂平胃颗粒来源于宋代周应的《简要济众方》“平胃散”加减，此后历代医书，如《太平惠民和剂局方》《万病回春》等，均把“平胃散”作为治疗湿滞脾胃的基础方。香砂平胃颗粒主要成分为苍术、陈皮、甘草、厚朴、香附、砂仁等，主治用于饮食不节，食湿互滞，胃脘胀痛，消化不良。2023年上半年，公司的香砂平胃颗粒在中国公立医疗机构终端中成药胃药品牌中排名第12。作为基药独家品种，2022年公司香砂平胃颗粒实现销售收入为1.59亿元，2019-2022年的CAGR达30.21%。受益于院内高覆盖率以及胃药中成药市场的稳健态势，我们预计公司香砂平胃颗粒有望保持稳健。

表7 2023上半年中国公立医疗机构终端中成药胃药TPO20品牌(亿元)

排名	产品名称	企业简称	销售额
1	康复新液	四川好医生攀西药业	4+
2	胃苏颗粒	扬子江江苏制药	3+
3	康复新液	湖南科伦制药	2+
4	革铃胃痛颗粒	扬子江江苏制药	2+
5	摩罗丹(浓缩丸)	邯郸制药	1+
6	康复新液	内蒙古京新药业	1+
7	枳术宽中胶囊	朗致集团双人药业	1+
8	元胡止痛滴丸	甘肃陇神戎发药业	1+
9	益气和胃胶囊	合肥立方药业	1+
10	气滞胃痛胶囊	辽宁华润本溪三药	1+
11	达立通颗粒	南昌弘益药业	1+
12	香砂平胃胶囊	昆明中药	*
13	三九胃泰颗粒	华润三九医药	*
14	康复新液	昆明赛诺制药	*
15	安胃疡胶囊	新疆全安药业	*
16	养胃胶囊	正大青春宝药业	*
17	荆花胃康胶丸	天士力医药集团	*
18	安胃疡胶囊	惠州九惠制药	*
19	香砂养胃颗粒	黑龙江久久药业	*
20	三九胃泰颗粒	华润三九医药	*

资料来源：米内网，HTI

图22 2019-2022年香砂平胃颗粒销售收入变化



资料来源：公司2019-2022年年报，HTI

2.3 KPC-1951 事业部：关注院内严肃医疗产品，深挖银发人群治疗需求

“KPC 1951”事业部重点关注院内严肃医疗产品，为公司持续巩固在心脑血管、骨风关肾、CNS 等治疗领域的优势、拓展老龄健康产业领域奠定基础，主要包括针剂产品和特色植物药，具体产品包括注射用血塞通（冻干）、阿法骨化醇软胶囊、天麻注射液、玻璃酸钠注射液、草乌甲素软胶囊等。该事业部将全面关注老龄健康领域、深挖银发人群治疗需求，通过智慧管线、智慧平台、智慧营销、智慧组织的战略路径，深耕心脑血管、肌肉骨骼、神经精神三大核心领地，坚持“品牌+学术”双轮驱动，推动实现“成为老年健康领域严肃治疗的引领者”的目标。

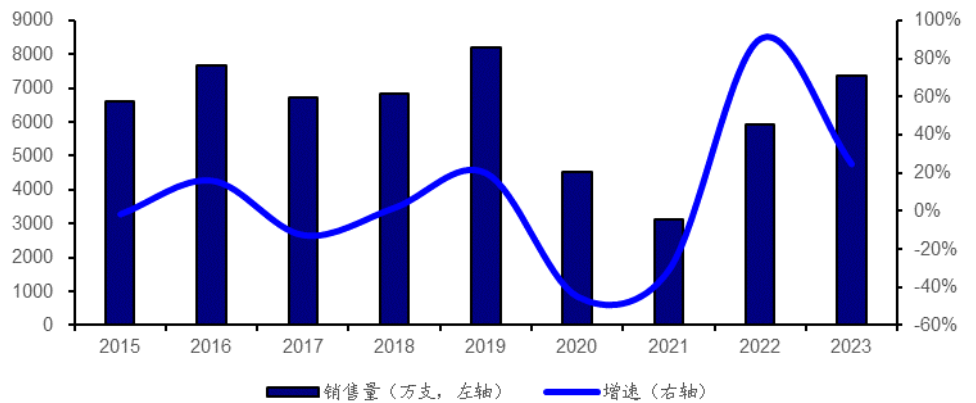
表 8 1951 事业部主要药（产）品基本情况

细分行业	治疗领域	药（产）名称	适应症或功能主治	是否纳入国家基药目录	是否纳入国家医保目录	是否属于中药保护品种
天然植物药制造	心脑血管	注射用血塞通（冻干）	活血祛瘀，通脉活络。用于中风偏瘫、瘀血阻络及脑血管疾病后遗症、胸痹心痛，视网膜中央静脉阻塞属瘀血阻滞者。	是	是	是
化学药制造	骨科	阿法骨化醇软胶囊	1.骨质疏松症；2.肾性骨病（肾病性佝偻病）；3.甲状旁腺机能亢进（伴有骨病者）；4.甲状旁腺机能减退；5.营养和吸收障碍引起的佝偻病和骨软化症；6.假性缺钙（D-依赖型 I）的佝偻病和骨软化症。	是	是	否
化学药制造	心脑血管	天麻素注射液	1.用于神衰、神衰综合征及脑外伤性综合征。2.用于眩晕症：美尼尔氏病、药性眩晕、外伤性眩晕、突发性耳聋、前庭神经炎、椎基底动脉供血不足等。3.用于神经痛：三叉神经痛、坐骨神经痛、枕骨大神经痛等。4.用于头痛：血管性头痛、偏头痛、神经衰弱及神衰综合征等。	是	是	否
化学药制造	骨科	玻璃酸钠注射液	膝关节退行性关节炎	否	是	否
化学药制造	骨科	草乌甲素软胶囊	用于骨关节炎、类风湿性关节炎。	否	是	否

资料来源：公司 2022 年年报，米内网，HTI

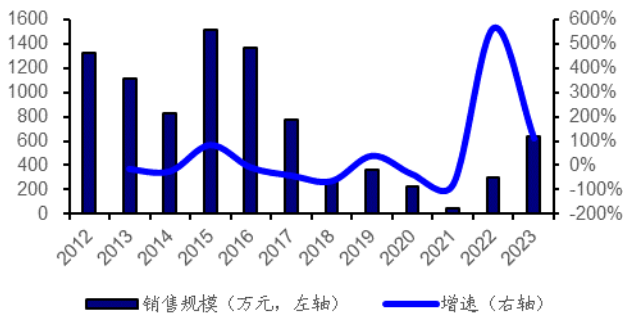
2.3.1 血塞通注射剂：集采推进和医保解限，共助销售回升

注射用血塞通（冻干）销量 2017 年以来出现了较大波动。公司络泰牌血塞通注射液于 1985 年上市，是同类产品中首个被“国家中药品种保护委员会”认定为国家中药二级保护的品种，并于 1997 年被认定为云南省首批名牌产品。作为原研单位，公司的血塞通注射剂（冻干、注射液）于 2009 年、2012 年分别被列入《国家基本药物目录》，现在已经发展成为十大治疗心脑血管疾病的中药品种之一。2017 年以来，公司的注射用血塞通（冻干）的销量出现了较大波动：2017 年的医保目录限制 26 个中药注射剂在二级以上医疗机构使用，在列的注射用血塞通（冻干）当年销量出现下滑；2018 年，国家药监局决定对血塞通注射剂（血塞通注射液、注射用血塞通（冻干））增加警示语，并对【禁忌】和【注意事项】项进行修订；2019 年的医保目录增加了了对血塞通注射液的限制，由“限二级及以上医疗机构”调为“限二级及以上医疗机构的中风偏瘫或视网膜中央静脉阻塞的患者”；2020-2021 年，受新冠疫情影响，在院内销售的注射用血塞通（冻干）销量出现了进一步的下滑。

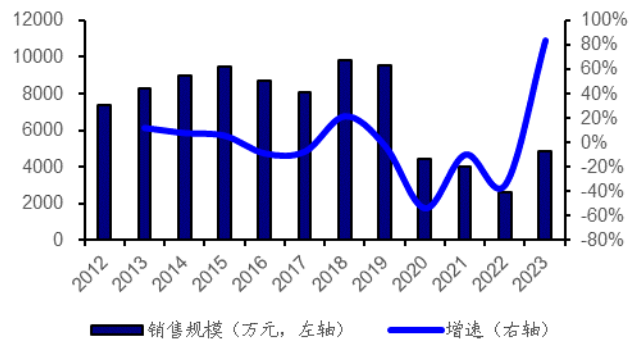
图23 2015-2023 年公司注射用血塞通（冻干）销售量变化


资料来源: ifind, HTI

中药注射剂逐步松绑，加之积极参与集采，公司血塞通注射液销量逐步恢复。2022年医保目录中，注射用血塞通（冻干）、血塞通注射液产品医保支付范围做了相应的限制调整，取消了“中风偏瘫或视网膜中央静脉阻塞的患者”的支付限制。此外，2022-2023年，面对国家对中成药集采“扩圈”趋势，公司根据自身情况制定参与策略、积极参与省际联盟集采，注射用血塞通（冻干）陆续中标湖北19省联盟、广东6省联盟、北京市、上海市集采。2023年公司注射用血塞通（冻干）销量逐渐恢复，销售额同比增长24.62%。2023年医保目录中，共有27种中药注射剂医保支付部分松绑，同时国家药监局宣布组建以张伯礼院士为组长的中药注射剂上市后研究评价专家工作组，推动持有人加快中药注射剂上市后研究评价。我们认为后续中药注射剂行业的发展将趋于更加规范化发展，公司的血塞通注射剂亦有望从中受益。

图24 2012-2023 年血塞通注射液样本医院销售规模变化


资料来源: PDB 数据库, HTI

图25 2012-2023 年公司血塞通注射液医院销售规模变化


资料来源: PDB 数据库, HTI

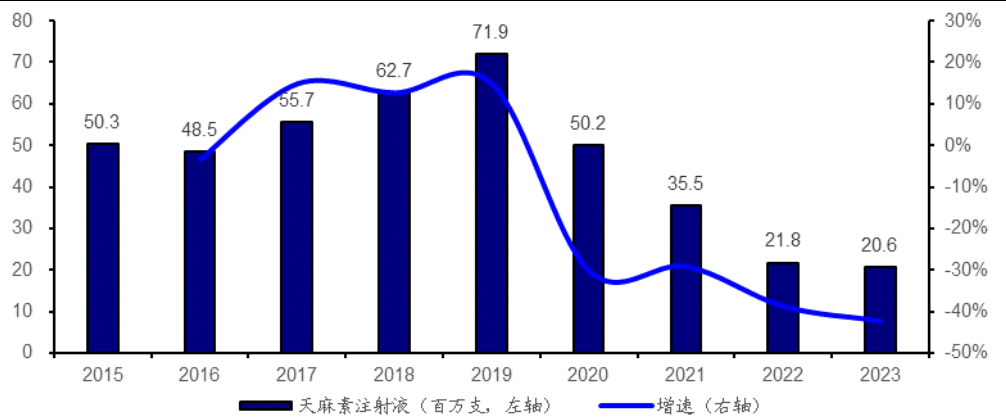
2.3.2 天麻素注射液：天麻素系列黄金单品，集采影响出清后有望恢复增长

天麻素是从中国天然药材天麻中提取的活性成分，具有改善头晕、头痛、脑血管病、神经认知障碍等功效，临床上广泛用于治疗头晕、眩晕和心脑血管疾病。北京大学医药管理国际研究中心开展了一项关于天麻素注射液与银杏叶提取物注射液疗效和经济性比较的真实世界研究，探索二者治疗头晕或眩晕临床疗效与药物经济性差异，为临床决策提供依据。研究显示，在真实世界中，无论是单纯的头晕或眩晕患者，还是头晕眩晕合并脑梗死的患者，天麻素注射液疗效和经济性均优于银杏叶提取物。该研究是从疗效和经济性两方面对天麻素注射液进行评估的真实世界研究，为天麻素注射液治疗头晕眩晕提供了强有力的真实世界证据。除了单纯的头晕眩晕外，该研究还对头晕眩晕合并脑梗死患者进行了分析，在该部分患者人群中，天麻素注射液同样表现出卓越的疗效，同时可节约治疗费和检查费，为临床医生制定治疗方案提供了全新的参考依据。

公司天麻素研究源远流长，产品定位治疗眩晕基础用药。上世纪七八十年代，为保护野生天麻资源，公司与中科院昆明植物研究所周俊院士合作，于 1979 年从天麻药材中分离提取并确定了天麻素化学结构，并于 1980 年完成了天麻素的全化学合成；1984 年，公司的天麻素注射液获批上市，实现了科研成果的转化；1985 年，公司在天麻素基础上进行深度开发，天麻素衍生物乙酰天麻素及其片剂上市；1999 年，公司天麻素系列产品正式以“天眩清”为商品名，并定位为“治疗眩晕基础用药”。

公司的天麻素注射液是天麻素系列的核心产品，市场占有率第一。但 2016 年天麻素注射液受国内各省份招标政策影响，销售量较上期略有下降；2018 年，国家药监局责令天麻素注射剂修改说明书，增加不良反应和注意事项，并将【儿童用药】项修订为：未进行儿童用药有效性和安全性研究，儿童慎用；2020-2023 年，天麻素注射液在山西药品联盟、11 省际联盟和广东药品联盟、京津冀集采中陆续中标，加之疫情影响下院内针剂产品销售受限，天麻素注射液的销量快速下降。

图26 2015-2023 年天麻素注射液销量及增速



资料来源：ifind，公司 2023 年年报，HTI

进行天麻素注射液循证医学研究，临床疗效再添新证据。2022 年，《Biomedicine & Pharmacotherapy》(IF=7.419) 发布天麻素研究成果，研究揭示了天麻素可广泛用于各类前庭疾病患者的治疗，改善前庭运动功能障碍。天麻素和倍他司汀都是临床上治疗眩晕的一线用药，此项研究结果表明：1) 天麻素与倍他司汀对前庭功能改善效果相当；2) 倍他司汀显著干扰肠胃功能，而天麻素对肠胃功能几乎无影响；3) 天麻素对肠胃黏膜损伤及胃分泌功能的影响显著低于倍他司汀。我们认为随着天麻素在临床上的证据不断涌现，同时各地集采后的影响逐步出清，公司的天麻素注射液的销售有望企稳。

2.3.3 骨科系列产品：打造优势产品集群，巩固骨科市场领导地位

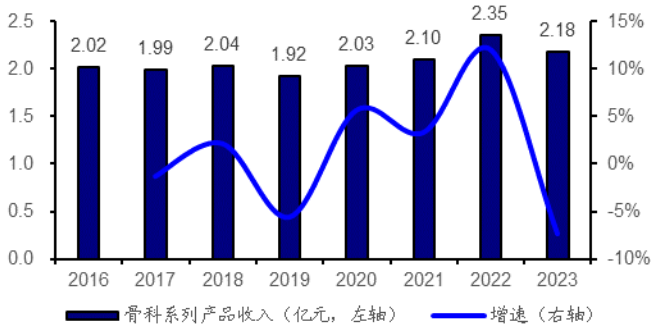
千万人口的骨折风险，“寂静杀手”骨质疏松。随着年龄增长，老年人口骨质疏松患病率增长十分显著，而由于女性在绝经后雌激素水平急剧下降，成骨过程以及钙质吸收作用都受到影响，50 岁以上女性的骨质疏松问题更加严峻。我国骨质疏松流行病学调查结果显示，在高发群体 50 岁以上人群中，骨质疏松受累人数多达 9341 万，而患病知晓率仍不足 7.0%。骨质疏松导致的骨骼变形、行动障碍、骨折风险等问题给易感人群带来了十分严峻的健康问题。人口老龄化加剧进一步放大了骨质疏松的危害，全面关注居民骨健康已经成为十分重要的健康命题。随着中国社会老龄化程度不断加深和消费者健康保健意识的提升，骨科市场规模有望稳定增长。

表 9 中国骨质疏松流行病学调查结果

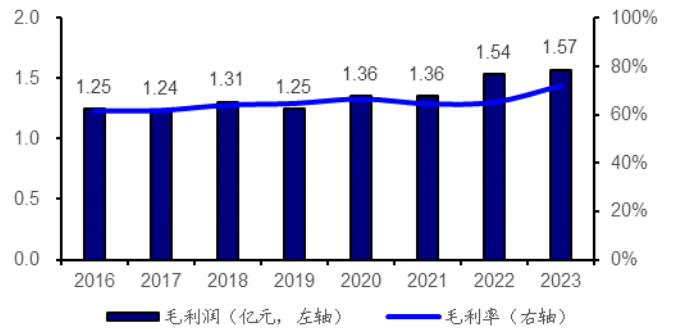
人群范围	性别	骨质疏松率	患病率(总)	骨质疏松患病人数/万人
50 岁以上	男	6.00%	19.20%	9350
	女	32.10%		
65 岁以上	男	10.70%	32.00%	6100
	女	51.60%		

资料来源：中国骨质疏松症流行病学调查（国家卫健委），澎湃新闻，第七次人口普查，HTI

骨科系列产品收入稳定，在院内具有优势地位公司。骨与关节系列产品主要有阿法骨化醇软胶囊、玻璃酸钠注射液、草乌甲素软胶囊等。在推广方面，公司在巩固公立医疗等级医院市场的同时，积极拓展基层和诊所渠道，深挖核心潜力市场，加强处方药下沉能力。持续提升终端掌控与医院开发能力，结合“学术赋能+品牌打造”，强化渠道拓展与协同，增强产品品牌价值，带动产品实现稳步增长。孙公司贝克诺顿（浙江）制药有限公司首仿上市药品瑞益清®普瑞巴林口服溶液成功进入国家医保药品目录，持续补充公司特色专科产品管线，为公司院内产品增长添加新生力军。2018 至 2023 年间，公司的骨科系列产品维持在 2 亿以上的收入规模，在院内骨科处于领先地位；该系列的毛利率平稳有升，均在 60% 以上的水平，2023 年骨科系列产品毛利率达到 72.16%。

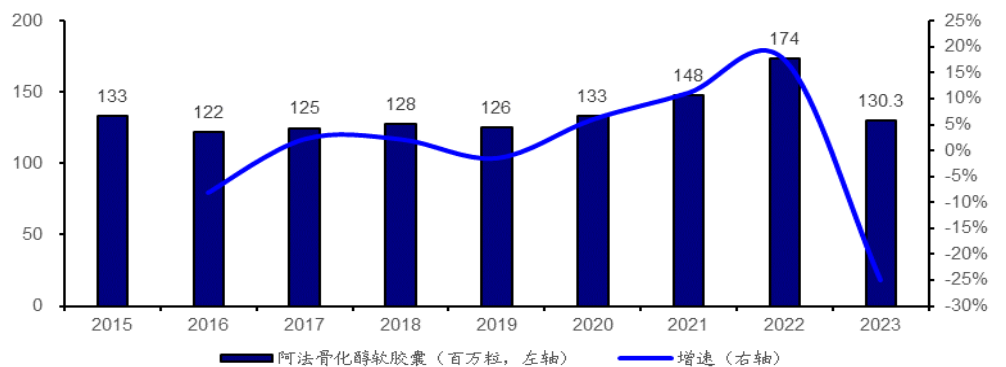
图27 2016-2023 年公司骨科系列产品收入情况


资料来源：ifind，公司 2023 年年报，HTI

图28 2016-2023 年公司骨科系列产品毛利润及毛利率


资料来源：ifind，公司 2023 年年报，HTI

阿法骨化醇软胶囊归属于消化系统及代谢药，是公司骨科系列核心单品。阿法骨化醇软胶囊的主要成分是阿法骨化醇，是一种维生素 D 类似物，可以促进小肠黏膜对钙的吸收，提升血钙、血磷水平，还能够抑制甲状旁腺激素的分泌，从而治疗骨质疏松、佝偻病等疾病。此外，阿法骨化醇软胶囊还可以促进皮肤细胞内的钙磷转运，使钙沉积于骨质内，从而提高骨密度，也可以用于治疗甲状旁腺功能减退症。阿法骨化醇软胶囊销售量整体平稳，2023 年销售量为 1.30 亿粒，销售量有所下降，主要系上年产品中标加大销售，客户渠道库存较多所致。

图29 2015-2023 年阿法骨化醇软胶囊销量及增速


资料来源：公司 2015-2023 年报，HTI

3. 盈利预测

我们对公司的关键业务拆分的假设如下：

1) 药品、器械批发与零售：公司旗下医药流通平台昆药商业，确立了“打造具备老年健康和中药材产业链前端服务能力的特色医药商业公司”的目标；聚焦基层网络优势、持续优化业务结构；夯实基层医疗业务、等级医疗业务。公司将充分整合资源，建立中药材业务拓展能力，并择机布局康养器械；深挖子公司经营潜能、统筹平衡多措并举，全面提升经营质效；提升组织效能，支撑整体发展战略落地。我们预计公司药品、器械批发与零售业务 2024-2026 年营业收入分别增长 7%/5%/5%。

2) 口服剂：公司的口服剂产品主要包括药血塞通软胶囊为代表的三七系列口服产品和以昆中药参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒、香砂平胃颗粒为代表的“昆中药 1381”精品国药系列产品。通过构建昆药商道，我们认为公司口服剂在终端的覆盖率和品牌势能都将有所提升。我们预计公司口服剂 2024-2026 年营业收入分别增长 20.6%/15%/15%。

3) 针剂：公司的针剂产品主要包括注射用血塞通（冻干）、天麻素注射液、玻璃酸钠注射液等产品。我们认为公司针剂类产品积极应对集采，夯实院内基础，实现集采区域内医疗机构的采购量的提升。我们预计公司针剂 2024-2026 年营业收入 CAGR 为 11%。

表 10 收入分拆

		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总表	营业收入 (百万元)	8253.53	8282.06	7703.12	8539.35	9424.09	10419.85
	增速 (%)	6.95%	0.35%	-6.99%	10.86%	10.36%	10.57%
	营业成本 (百万元)	4844.78	4843.69	4250.58	4477.17	4836.20	5240.93
	毛利率 (%)	41.30%	41.52%	44.82%	47.57%	48.68%	49.70%
药品、器械批发与零售	营业收入 (百万元)	4010.55	3587.32	3321.86	3554.39	3732.11	3918.71
	增速 (%)	7.81%	-10.55%	-7.40%	7.00%	5.00%	5.00%
	毛利率 (%)	8.42%	13.23%	14.49%	14.50%	14.50%	14.50%
口服剂	营业收入 (百万元)	2891.41	2893.27	3054.71	3683.99	4236.58	4872.07
	增速 (%)	14.03%	0.06%	5.58%	20.60%	15.00%	15.00%
	毛利率 (%)	75.82%	69.26%	68.09%	69.00%	69.00%	69.00%
针剂	营业收入 (百万元)	850.25	953.13	1058.83	1175.30	1304.59	1448.09
	增速 (%)	-31.51%	12.10%	11.09%	11.00%	11.00%	11.00%
	毛利率 (%)	84.54%	83.39%	83.39%	84.00%	84.50%	84.50%
日用品生产	营业收入 (百万元)	81.21	180.74				
	增速 (%)	145.79%	122.55%				
	毛利率 (%)	73.32%	60.03%				
医疗服务	营业收入 (百万元)	8.23	16.73				
	增速 (%)	270.12%	103.13%				
	毛利率 (%)	12.71%	60.21%				
其他	营业收入 (百万元)	203.10	88.63	104.73	125.68	150.81	180.97
	增速 (%)	174.77%	-56.36%	18.17%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率 (%)	17.83%	13.88%	-19.48%	14.00%	14.00%	14.00%

资料来源：wind, HTI

我们预计公司 2024-2026 年的归母净利润分别为 6.11 亿元、7.44 亿元、8.99 亿元，对应 EPS 分别为 0.81 元、0.98 元、1.19 元。公司战略重心再确认，致力于成为银发经济第一股，借力华润构建昆药商道后，公司的营销力和品牌力均有望提升。考虑到高端消费不景气，原材料成本上升影响毛利率，我们调整公司 2024 年 30X PE (对应 PB 为 3.10X, PS 为 2.15X, 参考可比公司，我们认为处于合理水平)，对应目标价 24.20 元，维持“优于大市”评级。

表 11 可比公司估值

代码	简称	收盘价 (元)	每股收益 (元)			市盈率 (X)			PB (X)	PS (X)
		2024/4/17	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2024E	2024E
002603.SZ	以岭药业	19.70	1.20	1.36	1.58	16.40	14.53	12.48	2.34	2.64
600329.SH	达仁堂	33.94	1.28	1.57	1.91	26.52	21.59	17.78	3.64	2.85
600129.SH	太极集团	33.15	1.48	2.03	2.62	22.40	16.32	12.67	3.84	1.00
	均值					21.77	17.48	14.31	3.27	2.16

资料来源: wind, HTI 注: 收盘价为 2024 年 4 月 17 日价格, EPS 为 wind 一致预期

4. 风险提示

市场及政策风险, 药品降价风险, 原材料价格波动风险, 研发创新风险。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标 (元)					营业总收入	7703	8539	9424	10420
每股收益	0.59	0.81	0.98	1.19	营业成本	4251	4477	4836	5241
每股净资产	6.99	7.80	8.78	9.97	毛利率%	44.8%	47.6%	48.7%	49.7%
每股经营现金流	0.47	1.03	1.16	1.29	营业税金及附加	75	73	80	89
每股股利	0.20	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%
价值评估 (倍)					营业费用	2433	2861	3204	3584
P/E	37.27	27.14	22.26	18.44	营业费用率%	31.6%	33.5%	34.0%	34.4%
P/B	3.13	2.81	2.49	2.20	管理费用	314	342	372	408
P/S	2.15	1.94	1.76	1.59	管理费用率%	4.1%	4.0%	4.0%	3.9%
EV/EBITDA	19.10	14.97	12.35	10.07	EBIT	582	858	1009	1185
股息率%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	10	7	0	-8
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.1%	0.1%	0.0%	-0.1%
毛利率	44.8%	47.6%	48.7%	49.7%	资产减值损失	-66	0	0	0
净利润率	5.8%	7.2%	7.9%	8.6%	投资收益	17	17	19	21
净资产收益率	8.4%	10.3%	11.2%	11.9%	营业利润	568	779	949	1144
资产回报率	4.6%	5.9%	6.5%	7.2%	营业外收支	-5	-5	-5	-5
投资回报率	7.4%	9.9%	10.5%	11.0%	利润总额	564	774	944	1139
盈利增长 (%)					EBITDA	797	1022	1176	1352
营业收入增长率	-7.0%	10.9%	10.4%	10.6%	所得税	109	151	184	222
EBIT 增长率	4.0%	47.3%	17.6%	17.4%	有效所得税率%	19.4%	19.5%	19.5%	19.5%
净利润增长率	16.0%	37.3%	21.9%	20.7%	少数股东损益	9	12	15	18
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	445	611	744	899
资产负债率	42.7%	40.7%	39.8%	37.6%					
流动比率	1.93	2.09	2.19	2.39	资产负债表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
速动比率	1.41	1.56	1.65	1.85	货币资金	1493	2161	2930	3834
现金比率	0.41	0.58	0.71	0.90	应收账款及应收票据	2734	2781	2919	3055
经营效率指标					存货	1688	1739	1983	2063
应收账款周转天数	116.55	110.00	104.00	98.00	其它流动资产	1116	1140	1182	1231
存货周转天数	142.67	137.78	138.52	138.97	流动资产合计	7031	7821	9014	10183
总资产周转率	0.81	0.86	0.87	0.87	长期股权投资	24	23	22	21
固定资产周转率	6.84	8.09	9.42	11.23	固定资产	1083	1029	972	884
					在建工程	96	116	136	156
					无形资产	312	272	232	192
					非流动资产合计	2534	2459	2381	2273
现金流量表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E	资产总计	9565	10280	11395	12456
净利润	445	611	744	899	短期借款	725	725	725	725
少数股东损益	9	12	15	18	应付票据及应付账款	933	959	1156	1120
非现金支出	333	209	207	202	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-16	9	7	5	其它流动负债	1986	2065	2234	2423
营运资金变动	-415	-62	-99	-146	流动负债合计	3644	3749	4115	4269
经营活动现金流	356	779	875	978	长期借款	108	98	88	78
资产	-57	-94	-94	-64	其它长期负债	337	337	337	337
投资	-290	1	1	1	非流动负债合计	445	435	425	415
其他	8	17	19	21	负债总计	4089	4184	4539	4683
投资活动现金流	-339	-76	-74	-42	实收资本	758	757	757	757
债权募资	-29	-10	-10	-10	归属于母公司所有者权益	5297	5905	6649	7548
股权募资	18	-3	0	0	少数股东权益	179	192	207	225
其他	-191	-22	-22	-22	负债和所有者权益合计	9565	10280	11395	12456
融资活动现金流	-202	-35	-32	-32					
现金净流量	-183	668	769	904					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 17 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2023), HTI

APPENDIX 1

Summary

Investment Highlights:

Kpc Pharmaceuticals embarks on a new journey with equity reform and business restructuring. Established in 1951 and listed in 2000, the company has developed a business model focusing on proprietary natural plant medicines, including traditional Chinese medicine, chemical drugs, and pharmaceutical distribution. On January 19, 2023, a board reshuffle occurred, with China Resources Sanjiu Medical & Pharmaceutical becoming the controlling shareholder. The company launched a marketing transformation project, establishing three divisions '1381', '1951', '777', to clarify development priorities and set new strategic goals as a leader in the silver health industry, quality traditional Chinese medicine, and elderly health management.

The company improved operational quality, achieving a revenue of RMB 7.70 billion (-6.99%), with the decline mainly due to sector optimization and reduced foreign aid. Net profit attributable to shareholders was RMB 0.45 billion (+16.05%), and recurring NPATs was RMB 0.34 billion (+33.45%). Product structure optimization, cost reduction, and efficiency measures, including the introduction of a 6S management system and digital transformation, led to significant improvements in operational management and organizational efficiency, with G&A and Finance expenses decreasing.

Kpc Pharmaceuticals continues to build its sales channels, with the three divisions poised for growth. Leveraging China Resources Sanjiu's commercial network, the company integrates retail and medical system sales channels nationwide. The divisions focus on different strategies: '777' on the Notoginseng industry chain, '1381' on core products and channel strategies, and '1951' on strengthening hospital-based products and responding to centralized procurement.

Earnings Forecast: We project net profit attributable to shareholders for 2024-2026 to be RMB 0.61 billion, RMB 0.74 billion, and RMB 0.90 billion, with corresponding EPS of RMB 0.81, RMB 0.98, and RMB 1.19. With a strategic focus on becoming a leader in the silver economy and enhanced marketing and branding post-restructuring, we assign a 2024 PE of 30X (PB 3.10X, PS 2.15X), with a target price of RMB 24.20, maintaining an 'Outperform' rating.

Risk Warning: Market and policy risks, drug price reductions, raw materials price volatility, and R&D innovation risks.

附录 APPENDIX

重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited ("HTIRL"), Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), Haitong International Japan K.K. ("HTIJKK"), Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG"), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，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@htsec.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@htsec.com if timely and comprehensive information is needed).

海通证券股份有限公司和/或其子公司（统称“海通”）在过去 12 个月内参与了 600036.CH 的投资银行项目。投资银行项目包括：1、海通担任上市前辅导机构、保荐人或主承销商的首次公开发行项目；2、海通作为保荐人、主承销商或财务顾问的股权或债务再融资项目；3、海通作为主经纪商的新三板上市、目标配售和并购项目。

Haitong Securities Co., Ltd. and/or its subsidiaries (collectively, the "Haitong") have a role in investment banking projects of 600036.CH within the past 12 months. The investment banking projects include 1. IPO projects in which Haitong acted as pre-listing tutor, sponsor, or lead-underwriter; 2. equity or debt refinancing projects of 600036.CH for which Haitong acted as sponsor, lead-underwriter or financial advisor; 3. listing by introduction in the new three board, target placement, M&A projects in which Haitong acted as lead-brokerage firm.

600036.CH 目前或过去 12 个月内是海通的投资银行业务客户。

600036.CH is/was an investment bank clients of Haitong currently or within the past 12 months.

香港华润(集团)有限公司上海代表处及 600036.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 and 600036.CH are/were a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

海通在过去的 12 个月中从 600036.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 600036.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.

评级分布 Rating Distribution

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.

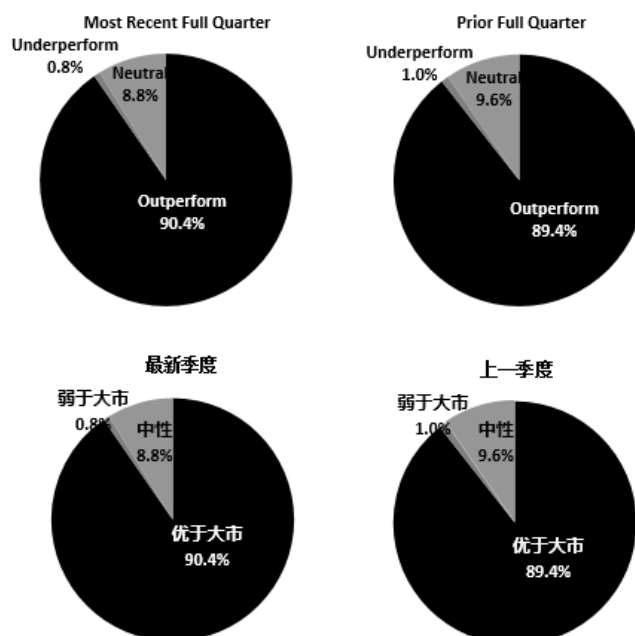
Analyst Stock Ratings

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.



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

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 盟浪并不因此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、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

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. (“HTIJK”), 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, HTIJK 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 HTIJK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJK 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权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

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

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

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd

50 Raffles Place, #33-03 Singapore Land Tower, Singapore 048623

电话: (65) 6536 1920

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

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

澳大利亚投资者的通知事项: Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会(以下简称"ASIC")公司(废除及过度性)文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究, 该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取: www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制, 该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

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

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 Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, www.legislation.gov.au. Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

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

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>

Kpc Pharmaceuticals - 600422 CH



1. 25 Sep 2023 OUTPERFORM at 17.62 target 28.0.