

首次覆盖：家中常备药领导品牌， 改革深化显活力

600750 CH
Jiang Zhong Pharmaceutical
Rating: OUTPERFORM
Target Price: Rmb29.24

Kehan Meng
kh.meng@htisec.com

投资要点：

- 历史悠久耕耘制药领域，大江入海迎来新一轮发展。**江中药业聚焦制药领域，缔造了“江中”和“初元”两个中国驰名商标。2019年，华润医药正式成为公司的控股股东。公司借助华润医药的产业资源、资本优势及优秀管理体系，进一步提高产业协同效应、整合省内资源、提升管理效率；同时加快重组并购，先后收购桑海、济生、海斯三家公司各51%的股份，丰富公司产品结构，开启了华润江中的新一轮跨越式发展。2023年公司实现营业收入43.90亿元，(+13.00%)，非处方药业务“脾胃、肠道、咽喉咳嗽、补益维矿”四大核心品类均保持增长态势；大健康业务成为公司业务增长的新引擎。
- 强化品牌建设，优化渠道赋能。**公司围绕“做强OTC、发展大健康、布局处方药”的业务重心，内生发展和外延拓展相结合，以品牌驱动和创新驱动引领经营发展提质提速。在品牌建设方面，成熟期的品牌聚焦年轻化，成长期的品牌拓展新场景，不断提升品牌知名度；在渠道覆盖方面，公司不断深挖线上线下渠道增量，结合新零售推广方式，进一步巩固市占率和覆盖率。
- 三大业务蓄力并举，多产品培育打造新增长极。**1) 做强OTC：围绕“脾胃、肠道、咽喉咳嗽、补益维矿”四大核心品类，打造大单品、大品类，目前已培育出11亿元销售额的健胃消食片、过5亿元的乳酸菌素片和贝飞达、过1亿元销售额的复方草珊瑚含片和复方鲜竹沥液等优势产品；2) 发展大健康：围绕中医药、药食同源、西方膳食维矿营养等主线，持续挖掘高端滋补、康复营养、胃肠健康、肝健康四大核心业务潜力，目前高端滋补品“参灵草”收入规模过亿，初元系列产品快速增长，胃肠健康的益生菌系列产品及肝健康的肝纯片突破性增长；3) 布局处方药：围绕心脑血管、呼吸、妇科、泌尿、胃肠等领域，积极适应行业政策的新变化，融入行业发展的新格局，强化业务合规运营，院内外不断拓展。
- 重视股东回报，维持高分红比例。**公司自2019年以来不断提高现金分红比例，2023年年度现金红利总额为8.18亿元，分两次派发，占2023年归母净利润额115.52%。
- 盈利预测：**我们预计公司2024-2026年的归母净利润分别为8.00亿元、9.02亿元、10.25亿元，对应EPS分别为1.27元、1.43元、1.63元。公司是家中常备药践行者，品牌价值高，不断深挖渠道价值以提升二线品种的覆盖面，并且公司重视股东回报，现金分红比例高。参考可比公司，我们给予公司2024年23X PE，对应目标价29.24元，首次覆盖，给予“优于大市”评级。
- 风险提示：**市场竞争加剧的风险，销售不及预期的风险，原材料价格及供应风险，院内产品集采相关的风险。

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)	3885	4390	4945	5645	6491
(+/-)YoY(%)	35.2%	13.0%	12.6%	14.2%	15.0%
净利润(百万元)	598	708	800	902	1025
(+/-)YoY(%)	18.3%	18.4%	13.0%	12.7%	13.7%
全面摊薄EPS(元)	0.95	1.13	1.27	1.43	1.63
毛利率(%)	64.4%	65.3%	65.6%	65.8%	65.7%
净资产收益率(%)	15.3%	18.5%	20.8%	22.7%	24.3%

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. 五十年国民品牌，华润入主后聚焦主业战略明晰.....	5
1.1 历史悠久耕耘制药领域，大江入海迎来新一轮发展.....	5
1.2 内生外延双轮驱动，整合协同焕发活力.....	5
1.3 股权激励计划再推出，强化中高层骨干凝聚力.....	7
1.4 业务聚焦工业制药，产品品类不断丰富.....	8
2. 三大业务蓄力并举，多产品培育打造新增长极.....	11
2.1 做强 OTC，构建多元产品梯队.....	11
2.1.1 夯实胃肠品类领导地位，多渠道强化品牌认知.....	11
2.1.2 咽喉咳喘+补益助力开辟新增长曲线.....	14
2.2 发展大健康，突破藩篱开拓新局.....	16
2.2.1 国民保健意识增加，大健康产品需求进一步释放.....	16
2.2.2 多核心领域有的放矢，产品潜力亟待挖掘.....	17
2.3 布局处方药，资源整合突破瓶颈.....	19
3. 盈利预测.....	22
4. 风险提示.....	23
附表 前十大股东：.....	24
财务报表分析和预测.....	25

图目录

图 1	公司发展历程	5
图 2	公司股权结构	6
图 3	2014-2023 年公司营收及增长情况	8
图 4	2014-2023 年公司归母净利润及增长情况	8
图 5	2016-2023 年公司各业务收入占比变化	9
图 6	2016-2023 年各业务毛利润占比变化	9
图 7	2017-2023 年公司期间费用变动情况	9
图 8	2017-2023 年公司毛利率和净利率变动情况	9
图 9	2017-2023 年公司研发费用情况	10
图 10	2015-2023 年公司 OTC 业务收入及增速	11
图 11	2015-2023 年公司 OTC 业务毛利润及毛利率	11
图 12	2022 年中国城市终端消化系统中成药亚类格局	12
图 13	2022 年中国城市终端消化系统中成药 top20 格局	12
图 14	2016-2022 健胃消食类市场规模及增速	13
图 15	2022 年健胃消食类主要单品销售额占比	13
图 16	2015-2023 年公司乳酸菌素片年销售量及增速	14
图 17	2016-2022 年城市实体药店终端咽喉中成药销售情况	15
图 18	2022 年中国城市实体药店终端五官科用药亚类格局	15
图 19	2019-2023 年公司多维元素片年销售量及增速	16
图 20	2013-2022 年中国居民可支配收入及医疗支出占比	16
图 21	2013-2022 年中国保健市场规模及增速	17
图 22	2019-2023 年大健康业务收入及增速	17
图 23	2019-2023 年大健康业务毛利润及毛利率	17
图 24	初元复合营养品系列产品开发累计研发投入（万元）	18
图 25	2019-2023 年公司处方药业务收入及增速	19
图 26	2019-2023 年公司处方药业务毛利润及毛利率	19
图 27	2017-2023 年桑海制药的净利润率变化	20
图 28	2017-2023 年济生制药的净利润率变化	20
图 29	2018-2023 年海斯制药的净利润率变化	21

表目录

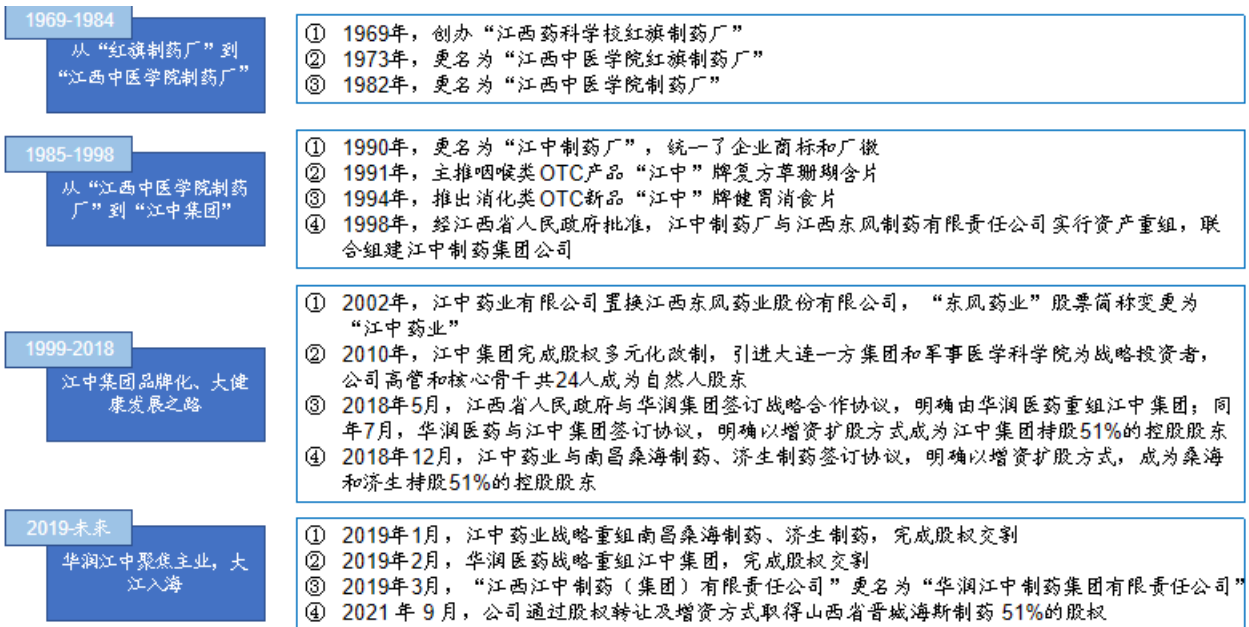
表 1	三家并购标的拳头产品情况.....	6
表 2	公司第二期限制性股票激励计划情况.....	7
表 3	两期激励计划公司限制性股票解售条件对比.....	7
表 4	主要研发项目基本情况.....	10
表 5	公司胃肠品类主要药（产）品基本情况.....	12
表 6	2022 年度中国中药类非处方肠胃用药品牌 TOP10（中药类）.....	12
表 7	公司咽喉补益品类主要药（产）品基本情况.....	15
表 8	咽喉补益品类主要药（产）品基本情况.....	19
表 9	收入分拆.....	22
表 10	可比公司估值.....	23

1. 五十年国民品牌，华润入主后聚焦主业战略明晰

1.1 历史悠久耕耘制药领域，大江入海迎来新一轮发展

江中药业聚焦制药领域，缔造了“江中”和“初元”两个中国驰名商标，2019年华润入主后迎来新一轮跨越式发展。江中药业诞生于江西南昌，前身是1969年创建的“江西药科学校红旗制药厂”，1998年与江西东风制药有限责任公司实行资产重组，联合组建江中制药集团公司后，20余年间，公司缔造了“江中”和“初元”两个中国驰名商标，打造了四个国家级研发平台。2018年5月，江西省人民政府与华润集团签订战略合作协议，明确由华润医药重组江中集团；同年7月，华润医药与江中集团签订协议，明确以增资扩股方式成为江中集团持股51%的控股股东。2019年公司完成股权交割，华润正式成为江中药业控股股东。公司借助华润医药的产业资源、资本优势及优秀管理体系，进一步提高产业协同效应、整合省内资源、提升管理效率；同时公司加快重组并购，先后收购桑海、济生、海斯三家公司各51%的股份，开拓业务类别，丰富公司产品结构，开启了华润江中的新一轮跨越式发展。

图1 公司发展历程



资料来源：公司官网，公司2021年年报，公司公告2018-044号、2018-051号、2021-040号，HTI

1.2 内生外延双轮驱动，整合协同焕发活力

华润医药入主江中，2019年2月22日，公司推进完成工商变更手续，华润医药控股成为江中集团控股股东，通过绝对控股华润江中制药集团从而间接控股江中药业现有股份的43.07%。江中药业的实际控制人由江西省国资委变更为中国华润有限公司。

受益于华润医药在资本、渠道等方面的资源，江中药业迈出了外延式发展的步伐。2019年，公司收购了南昌桑海制药、南昌济生制药51%股权，获得了200余个产品批文，覆盖呼吸系统、消化系统、泌尿系统、心脑血管、安神补脑等领域，丰富了公司的产品结构；2021年，公司收购了山西省晋城海斯制药51%的股权，将其核心产品双歧杆菌三联活菌肠溶胶囊、雷贝拉唑钠肠溶片纳入产品组合，补充胃肠治疗性用药，进一步夯实公司在胃肠领域的核心业务布局。

表1 三家并购标的拳头产品情况

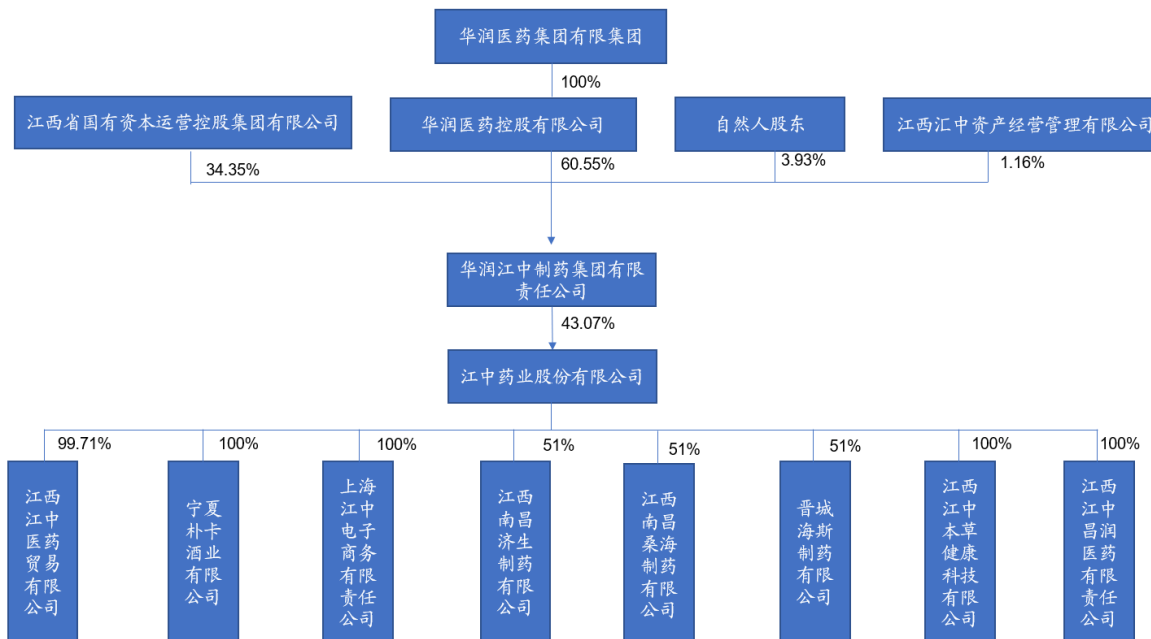
并购标的	拳头产品	亚类	备注
南昌桑海制药	八珍益母胶囊	【中】妇科调经药	独家
	多维元素片	【化】维生素类	非独家
	复方鲜竹沥液	【中】止咳祛痰平喘用药	非独家
南昌济生制药	黄芪生脉饮	【中】心脑血管疾病用药	非独家
	排石颗粒	【中】泌尿系统疾病用药	非独家
	双歧杆菌三联活菌肠溶胶囊	【化】止泻药, 肠道抗炎/抗感染药	独家
晋城海斯制药	雷贝拉唑肠溶片	【化】治疗与胃酸分泌相关疾病的药物	非独家
	注射用盐酸溴己新	【化】咳嗽和感冒用药	非独家
	注射用伏立康唑/伏立康唑片	【化】全身用抗真菌药	非独家

资料来源: 米内网, HTI

公司以“让人类充分享受健康的快乐”为使命, 以“中医药传承与创新的引领者”为愿景, 立足中医药行业, 走品牌与创新驱动之路, 致力于改善人民的健康生活, 成为大众信赖与尊重的企业; 围绕“做强 OTC、发展大健康、布局处方药”三大业务重点, **坚持“内生发展、外延并购”双轮驱动战略**, 通过“内涵增长、外延并购、创新研发、精益生产、智数赋能”五大核心举措, 增强核心功能、提高核心竞争力, 为做强、做优、做大中医药产业做出贡献, 力争提前完成“再造一个江中”的“十四五”目标。

对于已并购的子公司, 公司致力于发挥并购企业的协同价值, 需要赋能发展的业务会共享资源, 能独立运作的成熟业务会充分授权。通过江中的品牌赋能, 并购企业的产品销量都有一定程度的提升。如桑海的产品多维元素片, 销量由 2019 年的 543 万盒提升至 2023 年的 1398 万盒, 4 年 CAGR 达 26.67%。受益于公司的协同效应, 海斯制药的经营情况和盈利能力都有所改善, 其净利润由 2020 年的 0.28 亿元提升至 2023 年的 0.87 亿元, 2023 年净利率达到了 8.89%。未来, 公司会进一步发挥自身优势、协调资源, 赋能新并购企业的产能升级、营销渠道升级, 不断提升新并购企业规范化运作水平, 帮助并购企业焕发新的活力。针对后续外延发展的方向, 公司将基于战略及业务规划, 推动行业优质资源整合, 积极延伸优势领域, 推进项目合作; 同时, 提升投后整合能力, 总结整合经验及模式, 为并购企业赋能提供更多可借鉴的成功实践。

图2 公司股权结构



资料来源: 公司官网, 公司 2023 年年报, HTI

1.3 股权激励计划再推出，强化中高层骨干凝聚力

自 2021 年发布限制性股票激励计划后，公司于 2023 年 1 月推出第二期股权激励计划，拟向激励对象授予不超过 763.5 万股限制性股票，占激励计划草案公告时公司股本总额的 1.21%。本激励计划涉及激励对象 213 人，包括董事、高级管理人员、中层管理人员、核心技术人员及核心业务人员、以及董事会认定需要激励的其他员工，我们认为本激励方案在体现激励性的同时注重绑定约束性，在公司与个人层面挂钩绩效指标。相比于上次的 89 人，新一轮的激励计划在激励人数上有所扩大，将有更多的公司中层骨干参与其中。

表2 公司第二期限限制性股票激励计划情况

项目	内容
激励方式	限制性股票
授予价格	12.79 元/股 (首次授予)
授予对象	首次授予不超过 213 人，包括公告本激励计划时在公司 (含下属子公司) 任职的董事、高级管理人员、中层管理人员、核心技术人员及核心业务人员，以及董事会认定需要激励的其他员工
授予数量	合计 763.5 万股，占总股份 1.21%；首次授予股票 690.20 万股，占比 90.4%；预留股票 73.3 万股，占比 0.12%

资料来源：第二期限限制性股票激励计划 (草案)，HTI

制定更高水平激励考核目标，彰显长期发展信心。根据公司 1 月 3 日发布的股权激励计划 (草案)，考核年度为 2024-2026 年三个会计年度，考核目标分为公司和个人两个层面。公司层面的业绩指标为投入资本回报率、归母净利润复合增长率和研发投入强度，能够全面客观反映公司盈利能力、成长能力和收益质量。相比于第一期考核目标，三个业绩指标的指引均有明显上升，显示了公司对自身企业持续健康发展的信心。除公司层面的业绩考核外，公司还对个人设置了严密的绩效考核体系，对激励对象的工作绩效做出较为准确、全面的综合评价。个人层面业绩考核分为三档，90 (含) 分以上、70 (含) 分-90 分、70 分以下分别解除限售比例 100%、80%、0%。

此次针对董监高等管理人员及核心骨干员工建立的长效激励机制，有全面性、综合性及可操作性的特点，我们认为有助于提升公司竞争力、增加公司对行业内人才的吸引力，同时兼顾对激励对象的约束效果，有助于实现公司核心骨干员工与公司利益的深度绑定，保障公司长期健康发展。

表3 两期激励计划公司限制性股票解售条件对比

解除限售期	第一期激励业绩考核目标	解除限售期	第二期激励业绩考核目标
第一个解除限售期	1) 2022 年投入资本回报率应不低于 12.74%，且不低于对标企业 75 分位水平或同行业平均值； 2) 较 2020 年，2022 年归母净利润年复合增长率应不低于 6%，且不低于对标企业 75 分位水平或同行业平均值； 3) 2022 年研发投入强度应不低于 2.96%。	第一个解除限售期	1) 2024 年投入资本回报率应不低于 13.60%，且不低于对标企业 75 分位水平或同行业平均值； 2) 较 2022 年，2024 年归母净利润年复合增长率应不低于 9.0%，且不低于对标企业 75 分位水平或同行业平均值； 3) 2024 年研发投入强度应不低于 3.90%。
第二个解除限售期	1) 2023 年投入资本回报率应不低于 12.75%，且不低于对标企业 75 分位水平或同行业平均值； 2) 较 2020 年，2023 年归母净利润年复合增长率应不低于 6%，且不低于对标企业 75 分位水平或同行业平均值； 3) 2023 年研发投入强度应不低于 2.98%。	第二个解除限售期	1) 2025 年投入资本回报率应不低于 13.60%，且不低于对标企业 75 分位水平或同行业平均值； 2) 较 2022 年，2024 年归母净利润年复合增长率应不低于 9.0%，且不低于对标企业 75 分位水平或同行业平均值； 3) 2024 年研发投入强度应不低于 3.91%。
第三个解除限售期	1) 2024 年投入资本回报率应不低于 12.76%，且不低于对标企业 75 分位水平或同行业平均值； 2) 较 2020 年，2024 年归母净利润年复合增长率应不低于 6%，且不低于对标企业 75 分位水平或同行业平均值； 3) 2024 年研发投入强度应不低于 3.00%。	第三个解除限售期	1) 2026 年投入资本回报率应不低于 13.60%，且不低于对标企业 75 分位水平或同行业平均值； 2) 较 2022 年，2026 年归母净利润年复合增长率应不低于 9.0%，且不低于对标企业 75 分位水平或同行业平均值； 3) 2024 年研发投入强度应不低于 3.92%。

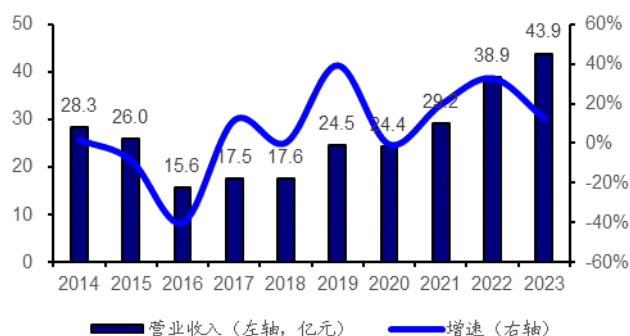
资料来源：2021 年限制性股票激励计划 (2022 年 11 月修订稿)，第二期限限制性股票激励计划 (草案)，HTI

1.4 业务聚焦工业制药，产品品类不断丰富

产品品类不断丰富，2019年起收入加速。2014-2023年，公司营业收入由28.34亿元增长至43.90亿元，9年CAGR为4.98%。2019年华润医药入主江中，同时公司并表桑海制药和济生制药，得益于川贝枇杷胶囊、复方鲜竹沥液、八珍益母胶囊、牛黄蛇胆川贝液、排石颗粒、肾宝胶囊等特色单品的加入，当年收入实现39.55%的快速增长。2021年公司并购晋城海斯，将贝飞达、雷贝拉唑钠肠溶片纳入销售版图，在进一步完善肠胃领域布局的同时，着力开发参灵草、益生菌等潜力品种。2023年，公司实现营业收入43.90亿元，同比增长13.00%，非处方药业务“脾胃、肠道、咽喉咳喘、补益维矿”四大核心品类均保持增长态势；大健康业务实现营业收入6.5亿元，同比增长49.96%，成为公司业务增长的新引擎。

业务更加聚焦工业制药，不断开发新增长极。2014-2023年公司归母净利润稳步增长，由2.65亿元增长至7.08亿元，9年CAGR为11.54%。公司逐步剥离非主营业务，适时转让子公司，聚焦医药工业发展，2015年公司完成了对所持江西九州通51%股权的对外转让，剥离毛利率仅有4.53%（2015年）的医药流通业务，2022年公司注销全资子公司江西江中杞浓酒业有限责任公司，逐步削减酒类业务规模，同时2019年华润接手以来公司不断开发新增长极，丰富产品结构，开发新医药工业业务，营收回升同时带动利润持续增长。

图3 2014-2023年公司营收及增长情况



资料来源：公司2014-2023年年报，HTI

注：2021-2022年的数据根据2023年年报进行了追溯调整

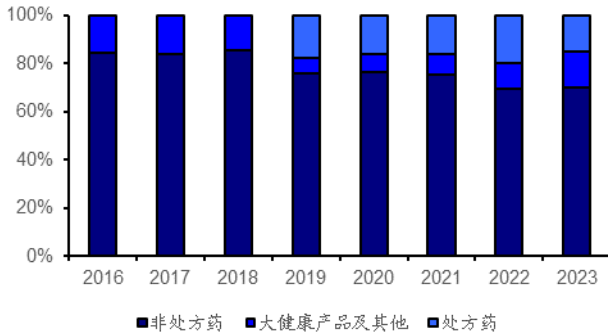
图4 2014-2023年公司归母净利润及增长情况



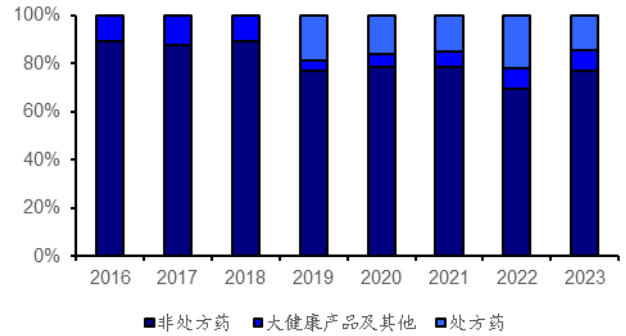
资料来源：公司2014-2023年年报，HTI

注：2021-2022年的数据根据2023年年报进行了追溯调整

主营业务发展聚焦核心优势，着力布局OTC同时开发新增长极。非处方药一直是江中药业的主要业务，公司2015年剥离医药流通业务后，2016-2019年OTC占营业收入近90%，在2019年并购桑海制药和济生制药之后占比有所下降，但营收和毛利占比基本维持在75%以上。近年来，公司聚焦主业发展，通过收并购引入处方药业务的同时大力培育大健康业务，进一步开发新增长极，优化产品结构，形成了非处方药、处方药、大健康产品多方位发展的态势。

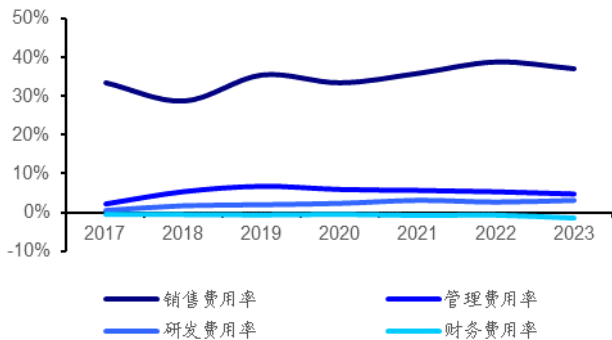
图5 2016-2023 年公司各业务收入占比变化


资料来源：公司 2016-2023 年年报，HTI
注：2022 年的数据根据 2023 年年报进行了追溯调整

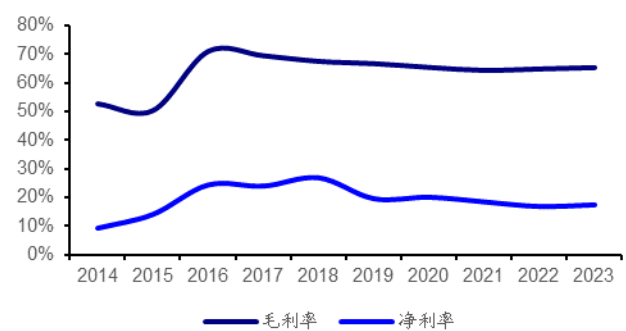
图6 2016-2023 年各业务毛利润占比变化


资料来源：公司 2016-2023 年年报，HTI
注：2022 年的数据根据 2023 年年报进行了追溯调整

业务结构变动使得公司盈利水平有所波动。公司于 2015 年末对外转让毛利率较低的子公司江西九州通，2016 年合并范围减少，业务结构优化，整体毛利率提升至 70% 左右；2019 年以来，由于公司新发展了大健康业务，该业务毛利率相较 OTC 业务和处方药业务较低，因此整体毛利率有所下降。费用方面，2019 年以来公司并购了三家子公司，纳入了新产品和新业务，相关广告宣传费和促销推广费有所增加，因此公司销售费用率有所提升。

图7 2017-2023 年公司期间费用变动情况


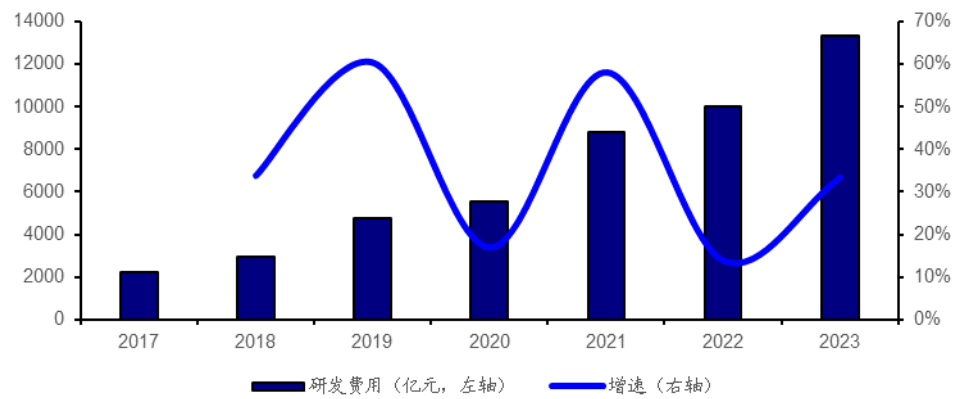
资料来源：wind, HTI

图8 2017-2023 公司毛利率和净利率变动情况


资料来源：wind, HTI

持续增强研发投入，研发费用逐年上升。公司以中医药传承创新发展为使命，坚持“市场化改革”和“科技创新”双轮驱动，不断加大研发投入强度与高层次人才引进，积聚力量开展关键核心技术攻关与产业化转化。2017-2023 年，公司研发费用由 2278 万元增加至 13333 万元，2023 年研发投入强度达 4.27%。2023 年，公司新增发明专利授权 20 件，实用新型专利授权 14 件，新增注册商标 129 件；主要研发项目 7 项，存在化学药品和生物制品的研究，在研项目品类更多元。

图9 2017-2023 年公司研发费用情况



资料来源: wind, HTI

构建短、中、长期研发规划，丰富管线布局。公司将持续加大研发投入，持续引进高层次科技人才，推动新药研发、仿制药引进、大品种孵化、大健康产品的开发与评价，短期加快大健康产品开发，围绕益生菌/后生元、药食同源、康复营养三大方向，实现更多产品上市；中期加快大品种二次开发，通过工艺改进、标准提升等方式，提升现有产品品质，同步以批文引进或仿制的方式，快速补充胃肠产品体系；长期布局胃肠领域中药新药，组建中药新药发现团队，构建中药新药发现新模式，也加快推进活菌药物研发。同时，与澳门大学、香港浸会大学、暨南大学等一流的科研机构合作共建共生研发组织项目，并就中药新药开发、中药大品种孵化开展研讨，推动“产学研用”深度融合。

表4 主要研发项目基本情况

研发项目 (含一致性评价项目)	药(产)品名称	注册分类	适应症或功能主治	是否处方药	是否属于中药保护品种 (如涉及)	研发(注册)所处阶段
中医经典名方产品开发	MFJZ	中药、天然药物3类	肝肾阴虚；阴血不足；急性感染；慢性慢性胃肠炎；中阳不足之痰饮等	是	否	申报前研究
参灵草临床研究	参灵草口服液	不适用	不适用	否	否	上市后再评价
益生菌产品开发及评价	利活益生菌固体饮料	不适用	不适用	否	否	上市后再评价
初元复合营养品系列产品开发	初元复合营养饮品	不适用	不适用	否	否	上市后再评价
治疗 IBS、IBD 用途的益生菌新药联合开发项目	益生菌活菌新药	生物制品1类	治疗 IBS (肠易激综合征)、IBD (炎症性肠病)	是	否	申报前研究
抗衰老痴呆候选新药 IMMJNU-018 临床前研究	ADIM	中药 1.2 类	用于早、中期帕金森综合征的治疗	是	否	申报前研究
雷贝拉唑钠肠溶片一致性评价研究	雷贝拉唑钠肠溶片	化药 4 类	用于治疗胃溃疡、十二指肠溃疡、反流性食管炎等	是	否	取得药品补充申请批准通知书

资料来源: 公司 2023 年年报, HTI

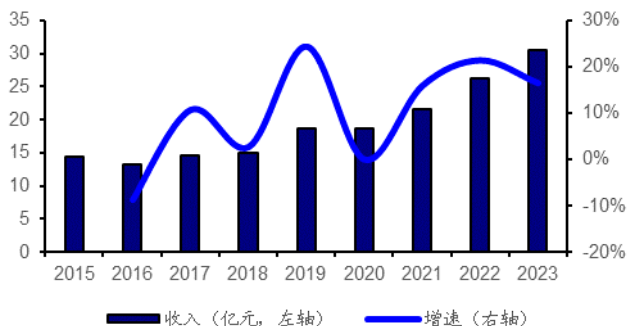
2. 三大业务蓄力并举，多产品培育打造新增长极

2.1 做强 OTC，构建多元产品梯队

聚焦优势领域打造大单品，OTC 业务焕发全新活力。OTC 业务是公司主要的收入来源，包括“脾胃、肠道、咽喉咳喘、补益维矿”四大核心品类，核心产品有健胃消食片、乳酸菌素片、多维元素片、复方草珊瑚含片、子公司海斯制药的双歧杆菌三联活菌肠溶胶囊（贝飞达）等。

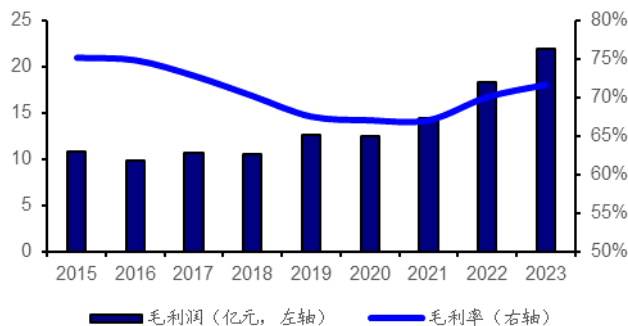
2016-2023 年，公司 OTC 业务营业收入由 13.16 亿元增长至 30.50 亿元，CAGR 为 9.83%，毛利率基本保持在 70% 左右的水平。2016 年，OTC 业务收入下滑 8.62%，主要系公司为 94 号令、两票制等政策的落地，实施渠道精控策略，渠道经销商数量有所减少；2023 年，OTC 业务收入增长 16.46%，四大核心品类均保持增长态势，继续发挥成长压舱石作用。

图10 2015-2023 年公司 OTC 业务收入及增速



资料来源：公司 2015-2023 年年报，HTI

图11 2015-2023 年公司 OTC 业务毛利润及毛利率



资料来源：公司 2015-2023 年年报，HTI

2.1.1 夯实胃肠品类领导地位，多渠道强化品牌认知

公司聚焦胃肠领域 50 年，打造了日常助消化的江中健胃消食片一明星单品和肠道日常调理的江中利活乳酸菌素片、利活贝飞达（双歧杆菌三联活菌肠溶胶囊）两大拳头单品。

- **在品牌建设方面：**公司在胃肠领域打造了“江中”和“利活”双品牌，“江中”是公司拥有的两大中国驰名商标之一，品牌连续 20 年荣登世界品牌实验室“中国 500 最具价值品牌”榜；江中利活牌乳酸菌素片荣获“2022-2023 年度中国家庭常备药上榜品牌”“2023 中国药店店员推荐率最高品牌”等荣誉奖项。
- **在品类布局方面：**脾胃品类核心大单品健胃消食片 2023 年收入规模重回 11 亿元，持续巩固助消化领导地位，并同步扩展脾胃调理类、胃病治疗类产品，借助大单品的势能推动大品类发展。肠道品类，伴随大众对微生态制剂的认可度不断提升，2023 年乳酸菌素片和双歧杆菌三联活菌肠溶胶囊（贝飞达）两大拳头产品收入规模均突破 5 亿元，共同构建肠道健康“治养”组合。
- **在渠道推广方面：**成熟期的“江中”品牌，聚焦品牌年轻化，拓展美食消费的场景链接，挖掘“家中常备”的情感链接，创新渠道推广；通过媒介组合投放，提升在年轻人群中的品牌影响力，进一步巩固消费者心智认知。成长期的“利活”品牌，围绕“养菌”新特性，拓展出行人群的新场景，加强媒介组合投放和新媒体传播，提升消费者品牌认知，不断深挖线上线下渠道增量，致力于打造零售终端“肠道日常调理”第一品牌。

表5 公司胃肠品类主要药(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
中药	消化系统	健胃消食片	健胃消食。用于脾胃虚弱所致的食积，症见不思饮食、嗳腐酸臭、脘腹胀满；消化不良见上述证候者。	否	是	否
化学制剂	消化系统	乳酸菌素片	用于肠内异常发酵、消化不良、肠炎和小儿腹泻。	否	否	否
生物制品	消化系统	双歧杆菌三联活菌肠溶胶囊	肠道菌群失调引起的急慢性腹泻、便秘，也可用于治疗中重型急性腹泻、慢性腹泻及消化不良、腹胀。	是	是	否
中药	消化系统	健儿消食口服液	健脾益胃，理气消食。用于小儿饮食不节损伤脾胃引起的纳呆食少，脘腹胀满，手足心热，自汗乏力，大便不调，以至厌食、恶食。	是	是	否

资料来源：公司 2023 年年报，米内网，药品通，HTI

健胃消食片：10 亿级单品经久不衰，奠定“江中”胃肠领域领导品牌

健胃消食片是公司的明星单品，归属于肠胃中成药，主治由脾胃虚弱所致的食积，症状主要为不思饮食、嗳腐酸臭、脘腹胀满等。江中牌健胃消食片是国内第一个销量过 10 亿元的 OTC 中成药单品，连续 20 年蝉联中国非处方药生产企业及产品综合统计排名（中成药消化类）第一名，并荣膺中国非处方药黄金大单品称号。2023 年，健胃消食片收入规模重回 11 亿元，巩固助消化领导地位，持续构建脾脏品类护城河。

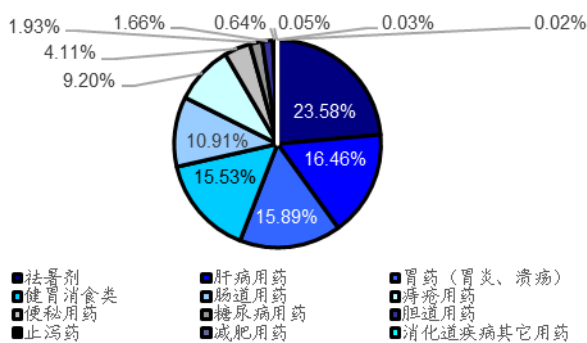
表6 2022 年度中国中药类非处方肠胃用药品牌 TOP10 (中药类)

排名	商品名(商标名)	药品通用名	企业名称
1	江中	健胃消食片	华润江中制药集团有限责任公司
2	革铃	革铃胃痛颗粒	扬子江药业集团有限公司
3	卫苏	胃苏颗粒	扬子江药业集团有限公司
4	太极、桐君阁	沉香化气片	太极集团重庆桐君阁药厂有限公司
5	漢森	四磨汤口服液	湖南汉森制药股份有限公司
6	天士力	荆花胃康胶丸	天士力医药集团股份有限公司
7	999	三九胃泰颗粒/胶囊	华润三九医药股份有限公司
8	999	气滞胃痛颗粒	华润三九医药股份有限公司
9	昆中药	参苓健脾胃颗粒	昆明中药厂有限公司
10	昆中药	香砂平胃颗粒	昆明中药厂有限公司

资料来源：非处方药物协会，HTI

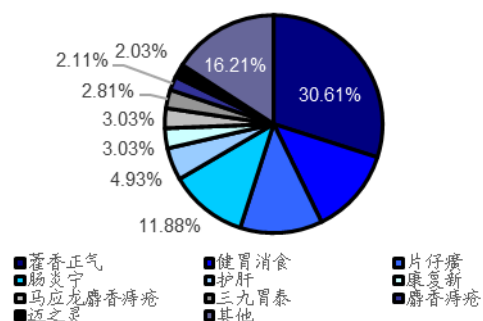
根据米内网的数据，2022 年中国城市实体药店终端消化系统中成药销售额突破 170 亿元。从亚类格局来看，健胃消食类、胃药（胃炎、溃疡）、祛暑剂等五个亚类最畅销，市场份额合计近 80%。从厂家格局来看，太极集团重庆涪陵制药、漳州片仔癀药业、江中药业、江西康恩贝中药、黑龙江葵花药业居于前五。

图12 2022 年中国城市终端消化系统中成药亚类格局



资料来源：米内网，HTI

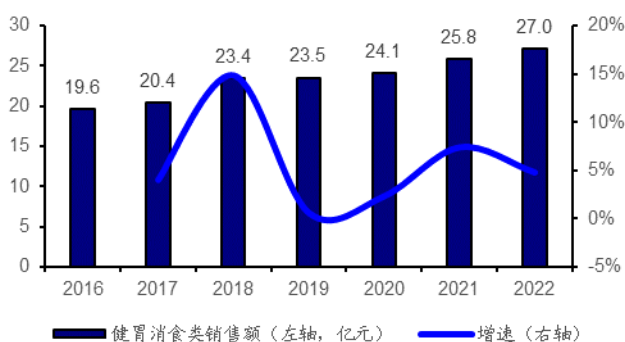
图13 2022 年中国城市终端消化系统中成药 top20 格局



资料来源：米内网，HTI

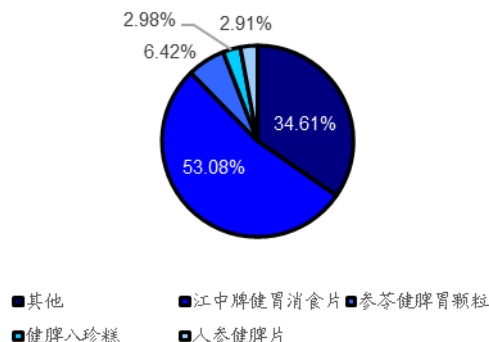
江中牌健胃消食片归属于消化系统中成药亚类中的健胃消食类，根据米内网的数据，健胃消食类市场规模逐年上升，2016-2022年CAGR为5.51%，2022年健胃消食类产品规模突破27亿。健胃消食片品类在2015-2022的收入稳定在10亿元以上，在中国城市实体药店终端中成药健胃消食类市场，健胃消食片是唯一一个超10亿大品种。目前，健胃消食片作为一种知名OTC中成药，生产厂家有超过40家，在这40家中江中药业市场份额一直保持在九成以上。2022年江中药业的健胃消食片稳坐健胃消食类TOP1品牌，市场份额达53.08%。

图14 2016-2022 健胃消食类市场规模及增速



资料来源：米内网，HTI

图15 2022 年健胃消食类主要单品销售额占比



资料来源：米内网，HTI

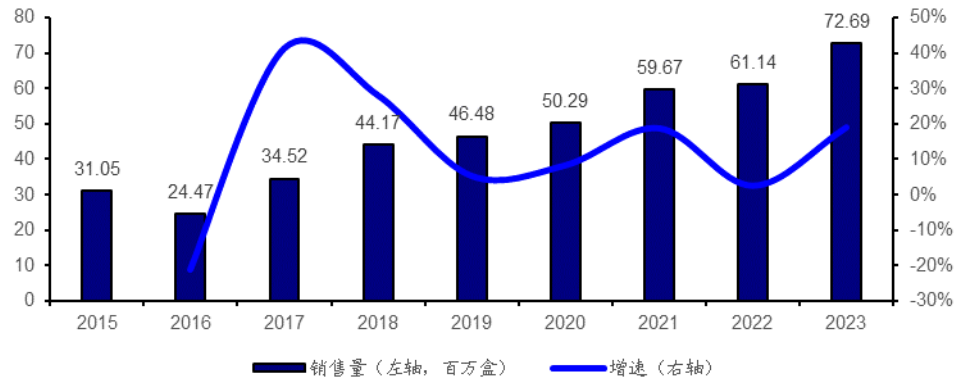
推动年轻化宣传，构建脾胃产品集群。面对新营销环境的变化，公司创新营销思路，用年轻故事为江中牌健胃消食片赋能。在“2023 乌镇健康大会暨第二届中国 OTC 大会”中，公司凭借美食跨界创新营销荣获“西湖奖·创新营销案例”。未来，健胃消食片将持续巩固助消化领导地位，构建脾胃产品集群，拓展美食场景，打造美食伴侣，以新场景、新传播链接新人群，推动品牌年轻化；联动新零售平台，实现多渠道推广，提升市场份额。

乳酸菌素片：“利活”牌的代表产品，定位“养菌”差异化特性

乳酸菌素片是公司“利活”牌的代表产品，也是公司胃肠品类的核心单品，适用于肠内异常发酵、消化不良、肠炎和小儿腹泻等，战略定位与健胃消食片差异化竞争，聚焦“单焦点，双品牌”。根据米内网的数据，在中国城市实体药店终端化学药止泻药及肠道抗炎/抗感染药市场，乳酸菌素是TOP1品种，江中药业的乳酸菌素片占据市场2成左右份额。在中国网上药店终端，江中药业的乳酸菌素片排在止泻药及肠道抗炎/抗感染药TOP3品牌，2020年和2021年在网上药店的销售额增速分别高达128.97%和65.01%，正在快速成长。

公司在乳酸菌素片的推广坚持“以食为药，利活肠道”，提出“养菌”新特性，优化“联合用药+疗程推荐”。2016-2023年，公司乳酸菌素片销量由2447万盒增长至7269万盒，期间CAGR为16.83%，2023年，乳酸菌素片收入规模突破5亿元，产品对终端和消费者的影响力不断提升。随着公司加强传统媒介和新媒体的组合传播，增加产品品牌知名度，夯实“肠道日常调理”与“养菌”的定位，我们认为乳酸菌素片的消费者认知和渗透都将逐步提升。此外，公司的乳酸菌素颗粒于2022年底上市，目前主要作为肠道主力产品乳酸菌素片的补充剂型，细分婴童人群，探索成长机会，未来希望能与乳酸菌素片共同推动乳酸菌素品类实现突破。

图16 2015-2023 年公司乳酸菌素片年销售量及增速



资料来源：公司 2015-2023 年年报，HTI

双歧杆菌三联活菌肠溶胶囊：收购自海斯制药，进一步补充胃肠道领域布局

双歧杆菌三联活菌肠溶胶囊是 2021 年新并购子公司海斯制药的核心产品，商品名为贝飞达，主要治疗肠道菌群失调引起的急慢性腹泻、便秘，也可用于治疗中型急性腹泻，慢性腹泻及消化不良、腹胀，是国家基药品种、国家医保品种。贝飞达挖掘“补菌”特性，与乳酸菌素片深耕肠道领域，构建“养菌+补菌”的肠道组合，为患者胃肠健康提供更多治养结合的健康解决方案，2023 年贝飞达营业收入规模突破 5 亿元。

受限于产能瓶颈，贝飞达短期内难以进一步扩大销售。为满足海斯制药产能扩大及厂区扩建需求，公司第九届董事会第十次会议已于年初审议通过《关于控股子公司海斯制药启动金匠产业园项目一期工程的议案》，新产业园预计 2025 年年底建成，2026 年投产试运行。我们认为双歧杆菌三联活菌肠溶胶囊（贝飞达）通过产能提升将进一步夯实产销量，持续打造肠道健康“治养”组合，未来仍有一定的增长空间。

2.1.2 咽喉咳嗽+补益助力开辟新增长曲线

公司咽喉补益类产品多样，包括上呼吸道类的复方草珊瑚含片、复方鲜竹沥液、感冒止咳颗粒等，补益类的多维元素片、古优、肾宝胶囊、黄芪生脉饮等，以及儿童上呼吸道的小儿止咳糖浆、小儿氨咖黄敏颗粒等。

表7 公司咽喉补益品类主要药(产)品基本情况

所属产品群	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
上呼吸道类	复方草珊瑚含片	疏风清热, 消肿止痛, 清利咽喉。用于外感风热所致的喉痹, 症见咽喉肿痛、声哑失音; 急性咽喉炎见上述证候者	否	否
上呼吸道类	复方鲜竹沥液	清热化痰, 止咳。用于痰热咳嗽, 痰黄黏稠	否	是
上呼吸道类	感冒止咳颗粒	清热解表, 止咳化痰。用于外感风热所致的感冒, 症见发热恶风、头痛鼻塞、咽喉肿痛、咳嗽、周身不适	否	否
补益类	肾宝胶囊	调和阴阳, 温阳补肾, 安神固精, 扶正固本。用于阳痿、遗精、腰腿酸痛、精神不振、夜尿频多、畏寒怕冷, 妇女月经过多, 白带清稀诸症	否	否
补益类	多维元素片	用于预防和治疗因维生素与矿物质缺乏所引起的各种疾病	否	否
补益类	古优	本品经动物实验评价, 具有增加骨密度的保健功能	否	否
儿童上呼吸道类	氨咖黄敏口服溶液	适用于缓解儿童普通感冒及流行性感冒引起的发热、头痛、四肢酸痛、打喷嚏、流鼻涕、鼻塞、咽痛等症状	否	否
儿童上呼吸道类	小儿氨咖黄敏颗粒	适用于缓解儿童普通感冒及流行性感冒引起的发热、头痛、四肢酸痛、打喷嚏、流鼻涕、鼻塞、咽痛等症状	否	否

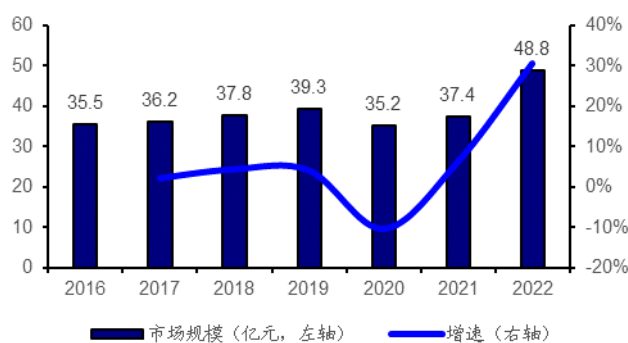
资料来源: 公司 2022 年年报, 公司官网, 米内网, HTI

咽喉疾病是一种很常见的疾病, 咽喉中成药因此成为不少家庭的常备用药。米内网数据显示, 咽喉中成药在中国城市实体药店终端销售额曾稳步提升, 2020 年受新冠疫情影响大幅下降 10.45%; 2021 年销售额逐渐恢复, 同比增长 6.16%; 2022 年销售额超过 48 亿元, 同比增长 30.60%, 2022 年五官科用药各亚类中, 咽喉中成药销售额占比 63.41%, 其中江中药业市占率位列第 4 名。

公司咽喉咳喘品类初步形成“1+1+N”的产品矩阵, 公司围绕复方草珊瑚含片和复方鲜竹沥液两大核心产品, 同步延伸咽喉咳喘特色单品, 构建咽喉咳喘品类集群。2023 年, 公司复方草珊瑚含片+复方鲜竹沥液合计收入突破 3 亿元。

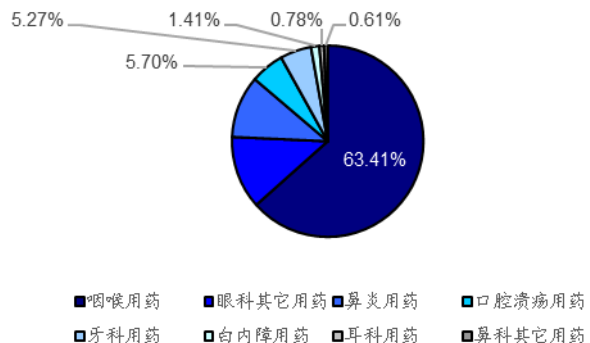
复方草珊瑚含片具有疏风清热、消肿止痛、清利咽喉之功效, 用于外感风热所致的咽喉肿痛、声哑失音、急性咽喉炎属风热证候者。针对公司首个销量过亿的单品, 公司持续品牌唤醒, 重启央视广告投放, 围绕教师等目标人群强化公关营销, 匹配消费者需求增加强化渠道合作, 2023 年收入增速超 20%。复方鲜竹沥液是子公司济生制药的拳头产品之一, 具有清热化痰, 止咳的功效, 公司发挥“江中”品牌优势, 围绕基层重点市场, 持续做强该产品, 2023 年复方鲜竹沥液的收入规模创新高, 成为公司新的过亿单品。

图17 2016-2022 年城市实体药店终端咽喉中成药销售情况



资料来源: 米内网, HTI

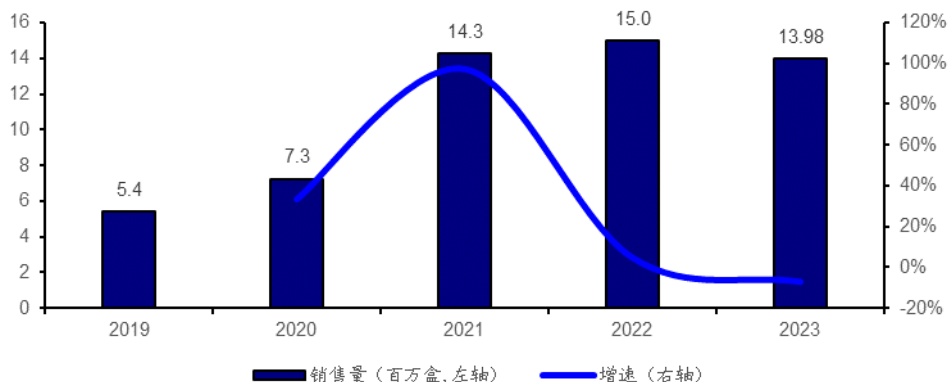
图18 2022 年中国城市实体药店终端五官科用药亚类格局



资料来源: 米内网, HTI

多维元素片是江中子公司桑海制药核心单品, 主要用于预防和治疗因维生素与矿物质缺乏所引起的各种疾病, 2019 年收购时营业收入尚未过亿, 近年通过“江中”品牌赋能、渠道覆盖、线上新零售推广等举措实现了增长突破, 2021 年收入突破 1.9 亿, 同比增长 143.53%, 成为桑海制药首个过亿产品, 2022 年收入突破 2.3 亿, 获得中国药店“2021-2022 中国药店店员推荐率最高品牌”奖, 被认定为“江西名牌产品”。

图19 2019-2023 年公司多维元素片年销售量及增速



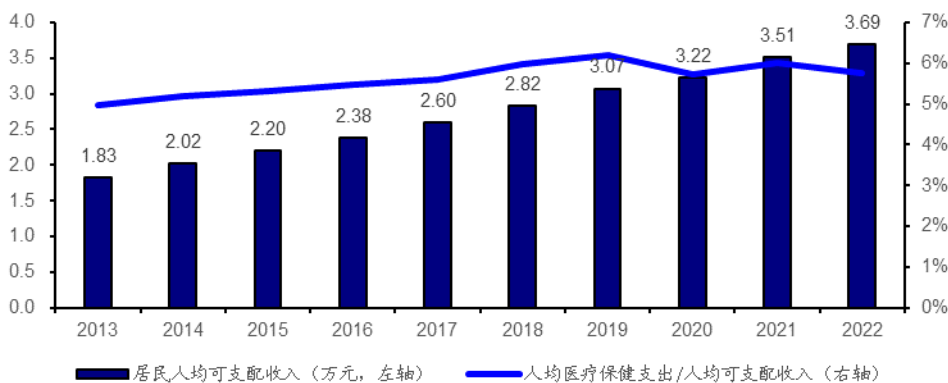
资料来源：公司 2019-2023 年年报，HTI

2.2 发展大健康，突破藩篱开拓新局

2.2.1 国民保健意识增加，大健康产品需求进一步释放。

国家统计局数据显示，中国居民可支配收入持续增长，但医疗保健消费支出水平仍处在较低水平，2022 年居民人均医疗保健消费支出为 2120 元，仅占人均可支配收入的 5.75%。我们认为收入水平的增加以及国民健康意识的增强，将会持续刺激居民释放健康消费需求，医疗保健消费支出占比有望大幅提升，凸显出保健品市场的巨大发展潜力。

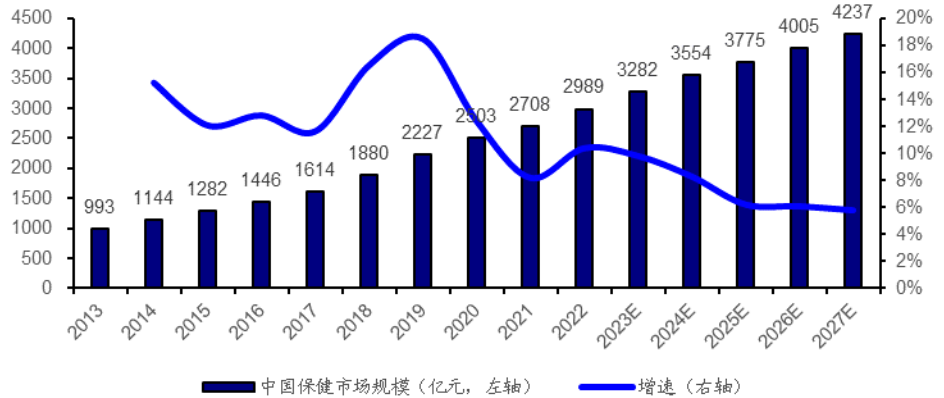
图20 2013-2022 年中国居民可支配收入及医疗支出占比



资料来源：国家统计局，HTI

iiMedia Research 数据显示，中国保健品行业自 2013 年的 993 亿元迅速增长至 2022 年的 2989 亿元，CAGR 达 13.03%，2027 年有望达到 4237 亿元。随着消费者健康意识的提升，“银发一族”和“年轻一代”将是行业增长的主要驱动人群。

在现在健康经济的蓬勃发展下，人们对保健品在“肠道健康”、“营养科学”、“特殊膳食”等各细分领域的需求也快速增长。公司大健康聚焦康复营养、高端滋补、胃肠健康三大品类，我们认为公司的布局响应居民细分化、精准化保健需求，分品类按照产品特点制定推广政策，该板块的收入有望进一步提升。

图21 2013-2022 年中国保健市场规模及增速


资料来源：艾媒咨询，HTI

2.2.2 多核心领域有的放矢，产品潜力亟待挖掘

公司大健康业务主要包括康复营养的初元系列产品、高端滋补的参灵草系列产品、胃肠健康及肝健康系列产品等。初元主要为营养饮品，其中初元复合肽营养饮品主要成分为肽，是由不同小分子活性蛋白搭配研制的产品；参灵草主要成分为西洋参、灵芝、冬虫夏草（或虫草菌粉）；胃肠领域主要为益生菌系列产品；胃肠健康类主要为益生菌系列产品；肝健康主要为肝纯片；古优氨基葡萄糖钙片等产品也属于特色品种。2020年在疫情和全民健康意识提高的背景下，大健康产品的刚需属性得到提升，2023年大健康板块实现营收6.5亿元，增速高达49.96%。此前公司大健康业务的毛利率在50%附近波动，2022年大健康业务里新增海斯制药医疗物资批发业务，由于批发业务毛利率较低、本部产品收入结构变化，导致“大健康产品及其他”毛利率下降。2023年，公司持续提升品牌影响，大健康产品销量增加以及结构变化，毛利率有所回升。

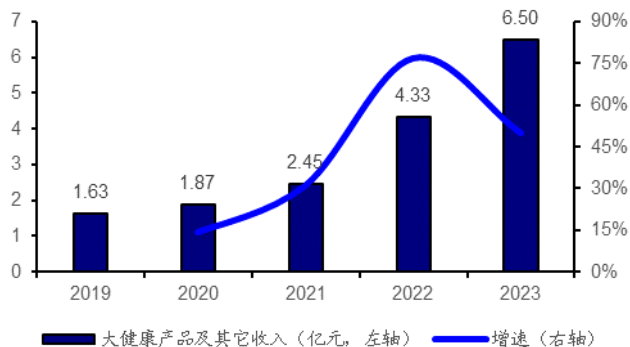
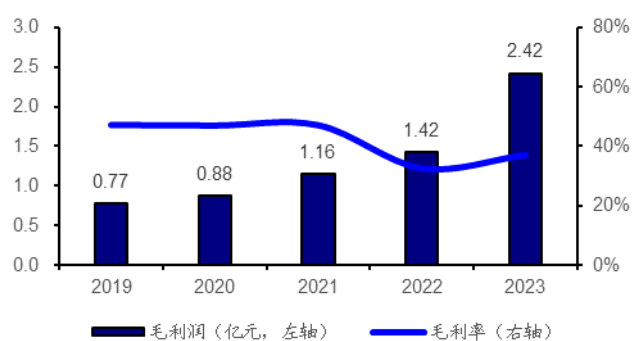
图22 2019-2023 年大健康业务收入及增速

 资料来源：公司 2019-2023 年年报，HTI
 注：2022 年的数据根据 2023 年年报进行了追溯调整

图23 2019-2023 年大健康业务毛利润及毛利率

 资料来源：公司 2019-2023 年年报，HTI
 注：2022 年的数据根据 2023 年年报进行了追溯调整

参灵草：国医大师加持，多味高质量中药配伍

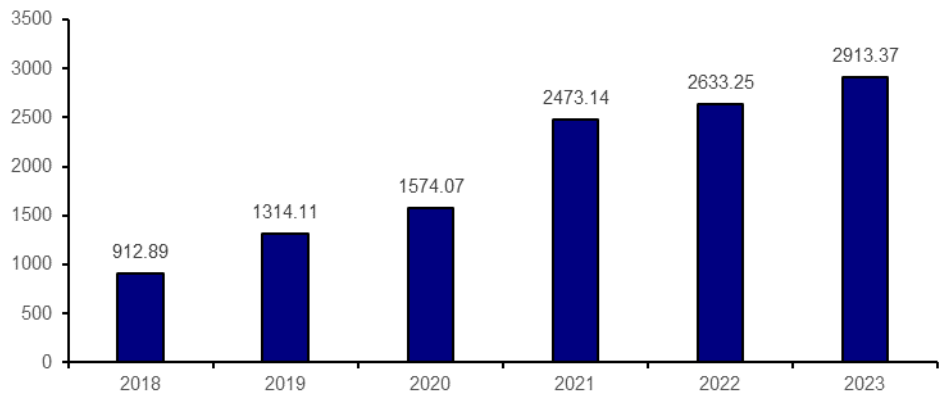
参灵草是高端滋补保健品，是江中制药和朱良春、路志正、王永炎等三位国医大师历时六年的研发、改进、更新而成，为独家“保密配方”，取“冬虫夏草”的“填精”、西洋参的“补气”、灵芝的“安神”，三者配伍组方来实现“精气神同补”。在原料的使用上，参灵草也保持严苛的标准：冬虫夏草来自青海玉树海拔4000米的高原草甸，虫草酸、虫草多糖、氨基酸等有效物质含量高；西洋参、灵芝、玫瑰花也从原产地精选，执行严格的质量标准，不含重金属不含农药残留。2022年8月，由四川大学华西医院中国循证医学中心主导研究的参灵草真实世界研究结果出炉，该真实世界研究报告基于同济、湘雅、浙大一附院等国内9家知名医院，总计516例患者经过6个月跟踪随访的临床真实世界数据统计分析编制，结果表明参灵草具有提高肺癌患者总体生存质量、缓解疲劳、滋补身体等功效。

高端滋补品“参灵草”持续强化品牌定位，聚焦功效研究、航空航天、专家背书三大特点，聚力打造标杆市场，通过真实世界研究及改善长新冠患者免疫、疲劳的临床研究，提升消费者对产品的认可度，围绕出行逻辑强化媒体投放，赋能品牌影响力提升，参灵草系列产品收入规模过亿，延续稳定增长趋势。参灵草过去产品定位、渠道较为单一，其潜力没有得到充分的释放。目前，一方面公司正在加强参灵草功效的学术研究，另一方面也积极拓宽销售渠道，增加品牌宣传推广，让更多消费者甚至投资者能够接触和了解该产品。同时公司加速打造标杆市场，媒介投放、公关宣传、圈层营销相结合，逐步强化消费者认知，推动收入端增长。

初元：坚持“术后康复营养”品牌定位，持续投入研发新品

初元系列产品是由江中集团和“蛋白质药物国家工程研究中心”共同研制而成，初元复合肽营养液专门针对术后病人研制，富含海洋鱼皮胶原低聚肽、小麦低聚肽两种小分子活性肽，均衡搭配水溶性膳食纤维、枸杞提取物、葡萄糖酸锌等营养素，可被小肠直接吸收，不会造成任何消化负担，特别适合手术后病人食用，促进术后伤口愈合和身体恢复，增强体质。公司注重初元产品的研发，持续增加初元复合营养品系列产品研发投入，2023年新增初元复合营养品系列产品研发投入280.12万元，累计达2913.37万元。“初元”系列产品进一步夯实“康复营养”的品牌心智，精细化开展线上线下渠道管理，聚焦打造肽类、蛋白类的差异化优势，同步开拓特医食品赛道，不断增加产品储备，丰富业务布局，2023年初元系列产品收入实现约40%的增长。

图24 初元复合营养品系列产品开发累计研发投入（万元）



资料来源：公司 2018-2023 年年报，HTI

胃肠健康及肝健康：抓住新媒体流量，进行全渠道推广

胃肠领域主要为益生菌系列产品，包括江中利活益生菌、江中益童益生菌等；肝健康主要为肝纯片。其中，江中利活益生菌定位为“更适合国人肠道的益生菌”，借助利活牌乳酸菌素片在药品领域的品类品牌效应，公司将江中胃肠的认知优势延伸到食品领域，进入食品益生菌市场；江中牌肝纯片以显齿蛇葡萄提取物、微晶纤维素、崩解剂、硬脂酸镁为主要原料，经植物提取、制粒、干燥、压片、包衣加工而成，对化学性肝损伤有保护作用。胃肠健康的益生菌系列产品及肝健康的肝纯片，抓住新媒体流量红利，结合品牌共建模式，持续加强产品专业背书推广，运用新零售推广方式进行全渠道推广，两大品类均实现突破性增长，有望成为新的过亿业务。

针对胃肠健康类，益生菌系列将持续优化品类布局，强化贴牌产品管控，加强自研产品打造力度及自营业务能力建设，助推益生菌品类规模持续提升；针对肝健康类，围绕肝纯片进行大单品深耕，同时拓展布局解酒护肝、助眠护肝类产品，满足多样化人群复合功效的诉求。

2.3 布局处方药，资源整合突破瓶颈

公司的处方药业务覆盖胃肠、心脑血管、妇科、肾科、呼吸等领域，主要产品有公司本部的蚓激酶肠溶胶囊（博洛克）、痔康片、舒胸颗粒等，子公司桑海制药、济生制药的中药类产品八珍益母胶囊、排石颗粒、黄芪生脉饮，海斯制药的化药类产品雷贝拉唑钠肠溶片等等。

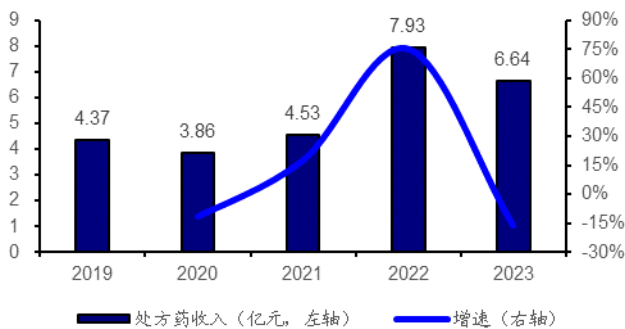
表8 咽喉补益品类主要药（产）品基本情况

所属产品群	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	是否属于国家中药保护品种（如涉及）
基层医疗	蚓激酶肠溶胶囊	用于缺血性脑血管病，使过高的纤维蛋白原和血小板凝集率降低，改善症状并防止病情发展	否	是	否
基层医疗	痔康片	清热凉血，泻热通便。用于热毒风盛或湿热下注所致的便血、肛门肿痛、有下坠感；一、二期内痔见上述证候者	否	是	否
临床院线	八珍益母胶囊	益气养血，活血调经。用于气血两虚兼有血瘀所致的月经不调症见月经周期错后、行经量少、淋漓不净、精神不振、肢体乏力	是	是	是
临床院线	排石颗粒	清热利水，通淋排石。用于下焦湿热所致的石淋，症见腰腹疼痛、排尿不畅或伴有血尿；泌尿系结石见上述证候者	是	是	否
临床院线	雷贝拉唑钠肠溶片	用以治疗酸相关性疾病，如消化性溃疡、胃食管反流性疾病、卓-艾氏综合征等	否	是	否

资料来源：公司 2022 年年报，公司官网，米内网，HTI

处方药业务是公司 2019 年 1 月并购了桑海制药和济生制药才发展起来的一个新的独立板块，2019 年该板块实现营业收入为 4.37 亿，占全年收入的 17.87%。2020 年受到疫情的影响，线下就诊量下降，公司处方药业务量下滑，该板块收入下滑 10.13%。随着疫情局势好转，并且 2021 年公司收购晋城海斯制药，处方药业务得到扩大，2022 年该板块的收入提升至 7.45 亿（+64.4%）。处方药业务毛利率维持在 60% 以上，2022 年毛利率为 65.87%，同比增加 4.63pcts，主要系海斯制药处方药产品的贡献。2023 年，在医疗系统反腐等行业政策新变化的压力下，公司积极推动产业转型升级，强化业务合规运营，将处方药业务的下滑控制在一定范围，实现处方药业务收入 6.6 亿元，同比减少 16.31%。

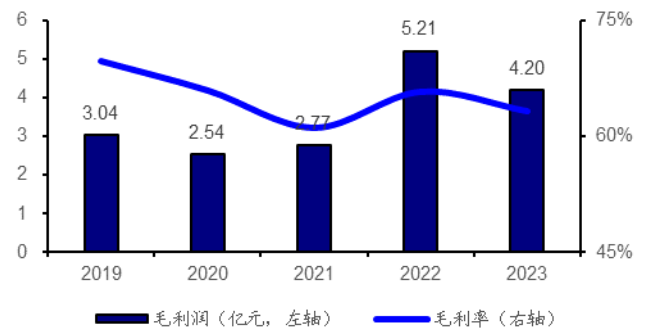
图25 2019-2023 年公司处方药业务收入及增速



资料来源：公司 2019-2023 年年报，HTI

注：2022 年的数据根据 2023 年年报进行了追溯调整

图26 2019-2023 年公司处方药业务毛利润及毛利率



资料来源：公司 2019-2023 年年报，HTI

注：2022 年的数据根据 2023 年年报进行了追溯调整

桑海、济生制药：并购实现批文和品种的补充，开启处方药板块布局

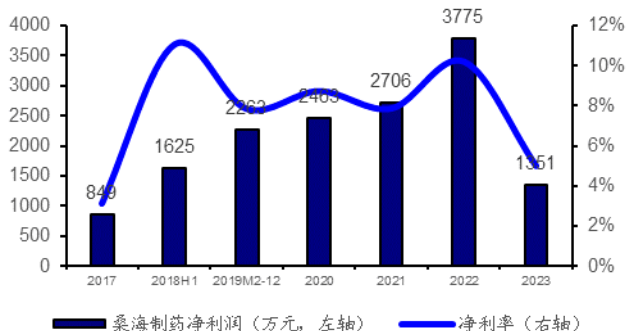
2019 年，公司公告以现金增资方式分别取得桑海制药、济生制药 51% 股权，增资金额分别为 1.64 亿元、2.13 亿元，合计为 3.77 亿元。交易完成后，桑海制药、济生制药将成为公司的控股子公司，纳入公司合并报表范围。通过并购桑海制药、济生制药，有效增补了公司品种和批文，在品牌规划、产品开发、渠道共建方面实现有效融合，以求实现优势互补，协同发展。

桑海制药成立于 1992 年，是一家从事中成药、化学药的研制、生产和销售以及药品批发零售的企业，主导产品为八珍益母胶囊、牛黄蛇胆川贝液、肾宝胶囊、多维元素片 (21) 等。桑海制药拥有 104 项药品再注册批件，以补益类、上呼吸道类中药药品注册批件为主，并购当年已入选《国家基本药物名录 (2018 年版)》的品规 13 个，入选《国家基本医疗保险药品目录 (2017 版)》的品规 30 个。

济生制药成立于 1986 年，是一家以生产中成药为主的现代化国有制药企业，主要产品包括复方鲜竹沥液、排石颗粒、川贝枇杷胶囊、黄芪生脉饮等，并购当年已入选 2018 版《国家基药目录》的品规有 32 个，入选 2017 版《国家医保目录》的品规有 44 个。

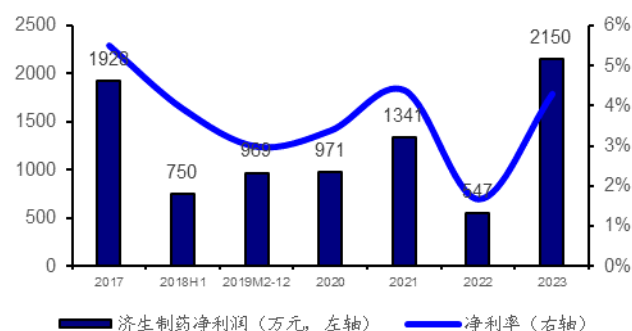
桑海制药和济生制药自融入江中体系以来，公司对其符合公司战略规划、匹配品牌调性的特色品种，逐步开展梳理和规划，陆续通过品牌赋能和渠道协同，提升相关产品的竞争力和影响力。根据收购时的资产评估报告，2017 年桑海制药的收入和净利润分别为 2.72 亿元和 800 万元，济生制药的收入和净利润分别为 3.51 亿元和 1900 万元，合并来看净利率为 4.33%。受医疗领域腐败集中整治工作的影响，子公司的处方药业务受到影响，2023 年桑海制药的收入和净利润分别为 2.71 亿元和 1351 万元，济生制药的收入和净利润分别为 5.02 亿元和 2150 万元，合并来看净利率为 4.53%。目前公司还在进行营销部门的调整，我们认为后续两个子公司在销售能力和销售质量上仍有提升空间。

图27 2017-2023 年桑海制药的净利润率变化



资料来源：拟增资事宜所涉及的江西南昌桑海制药有限责任公司股东全部权益价值资产评估报告，公司 2019-2023 年年报，HTI

图28 2017-2023 年济生制药的净利润率变化



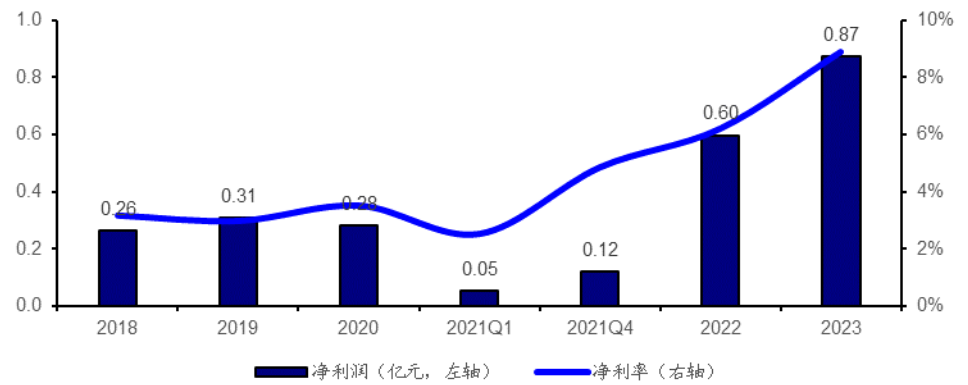
资料来源：拟增资事宜所涉及的江西南昌济生制药有限责任公司股东全部权益价值资产评估报告，公司 2019-2023 年年报，HTI

晋城海斯制药：跨省资源整合，优势互补开拓市场

海斯制药主要从事化学药的研制，以治疗型化药为主，核心产品有“贝飞达”双歧杆菌三联活菌肠溶胶囊、雷贝拉唑钠肠溶片、注射用盐酸溴己新、注射用伏立康唑等。公司在完成海斯制药并购后及时开展投后整合相关工作，完成了资产、人员、财务、组织机构的全面对接，推动财务管理、业务拓展、公司治理及企业文化等方面的逐步融合，并制定了海斯制药的商业计划及发展规划。产品上，公司加大贝飞达、雷贝等海斯产品在 OTC 渠道的布局力度，“脾胃肠”联合构建护城河；扎实推进“贝飞达”双歧杆菌三联活菌肠溶胶囊、雷贝拉唑钠肠溶片、伏立康唑在原有渠道稳步上量，同步挖掘海斯制药潜力单品，拓展抗真菌类、麻醉类市场。

海斯制药 2020 年全年实现 9.51 亿元的营收，但净利润只有 0.28 亿元，净利率为 3.53%。公司自 2021 年 10 月起，将海斯制药纳入合并范围，自纳入合并范围之日起至 2021 年 12 月，海斯制药实现营业收入 2.48 亿元，净利润 0.12 亿元，净利率提升至 4.84%。2023 年，得益于江中的品牌、渠道赋能和所得税率下降的边际改善，海斯制药实现营业收入 9.83 亿元，净利润 0.87 亿元，净利率提升至 8.89%。

图29 2018-2023 年海斯制药的净利润率变化



资料来源：晋城海斯制药有限公司拟进行股权重组所涉及的晋城海斯制药有限公司股东全部权益价值资产评估报告，公司 2021-2023 年年报，HTI

我们认为公司与海斯制药的战略合作有利于双方实现优势互补，其产品可以丰富公司在胃肠领域的产品布局，公司也可以帮助海斯制药从现有院内渠道，逐步向 OTC 渠道探索和延伸。目前海斯制药主要产品的市场需求呈稳定增长趋势，但过去的产能设计和设备已经不能满足未来长期发展需要。公司在并购海斯制药后注意到了其产能扩大及厂区扩建的迫切需求，于 2023 年初启动了金匠产业园项目一期工程建设，助力其突破产能制约的发展瓶颈，打开长期发展空间。

3. 盈利预测

我们对公司的关键业务拆分的假设如下：

1) 非处方药：公司的非处方药业务主要围绕“脾胃、肠道、咽喉咳喘、补益维矿”四大核心品类，打造大单品、大品类。我们预计健胃消食片收入规模稳定，乳酸菌素片和贝飞达在肠道健康“治养”理念的赋能下、咽喉咳喘和补益类产品在品牌的赋能下快速增长，我们预计非处方药业务 2024-2026 年营业收入 CAGR 为 10%。

2) 处方药：公司的处方药业务主要包括江中牌蚓激酶肠溶胶囊（博洛克）及桑海制药、济生制药、海斯制药的处方药产品，覆盖心脑血管、呼吸、妇科、泌尿、胃肠等领域，覆盖院内和院外市场，但海斯制药的产品面临一定的集采冲击，我们认为 2024 年仍然会有一些影响，我们预计公司处方药业务 2024-2026 年营业收入分别增长 3%/8%/8%。

3) 大健康产品及其他：公司的大健康业务围绕中医药、药食同源、西方膳食维矿营养等主线，挖掘高端滋补、康复营养、胃肠健康、肝健康四大核心业务潜力，其中高端滋补品“参灵草”持续强化品牌定位，通过学术推广提高消费者认知；“初元”系列产品夯实“康复营养”的品牌心智，同步开拓特医食品赛道益生菌系列产品及肝纯片运用新零售推广方式进行全渠道推广，以上产品的潜力均有望不断释放，我们预计公司大健康产品及其他业务 2024-2026 年营业收入 CAGR 为 35%。

表9 收入分拆

		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总表	营业收入 (百万元)	2873.97	3885.18	4390.10	4945.13	5645.32	6491.21
	增速 (%)	17.7%	35.2%	13.0%	12.6%	14.2%	15.0%
	营业成本 (百万元)	1024.86	1384.30	1522.93	1699.19	1932.32	2229.36
	毛利率 (%)	64.3%	64.4%	65.3%	65.6%	65.8%	65.7%
非处方药	营业收入 (百万元)	2157.94	2618.99	3050.07	3355.08	3690.59	4059.65
	增速 (%)	4.6%	21.4%	16.5%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率 (%)	67.1%	70.1%	71.7%	72.0%	72.0%	72.0%
处方药	营业收入 (百万元)	453.01	793.27	663.88	683.80	738.51	797.59
	增速 (%)	17.4%	75.1%	-16.3%	3.0%	8.0%	8.0%
	毛利率 (%)	61.1%	65.7%	63.2%	65.0%	65.0%	65.0%
大健康产品及其他	营业收入 (百万元)	245.14	433.41	649.94	877.42	1184.51	1599.09
	增速 (%)	31.2%	76.8%	50.0%	35.0%	35.0%	35.0%
	毛利率 (%)	47.2%	28.2%	37.3%	42.0%	47.0%	50.0%
其他业务	营业收入 (百万元)	17.88	39.81	26.21	28.83	31.71	34.89
	增速 (%)	159.1%	122.7%	-34.2%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率 (%)	53.4%	56.8%	70.0%	60.0%	60.0%	60.0%

资料来源：wind, HTI

我们预计公司 2024-2026 年的归母净利润分别为 8.00 亿元、9.02 亿元、10.25 亿元，对应 EPS 分别为 1.27 元、1.43 元、1.63 元。公司是家中常备药践行者，品牌价值高，不断深挖渠道价值以提升二线品种的覆盖面，并且公司重视股东回报，现金分红比例高。参考可比公司，我们给予公司 2024 年 23X PE，对应目标价 29.24 元，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

表10 可比公司估值

代码	简称	收盘价 (元)		每股收益 (元)		市盈率 (X)			CAGE
		2024/4/12	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	
000999.SZ	华润三九	54.70	2.90	3.34	3.82	19	16	14	14.8%
000423.SZ	东阿阿胶	65.50	1.79	2.15	2.58	37	30	25	20.0%
600129.SH	太极集团	32.27	1.48	2.03	2.62	22	16	12	33.0%
	均值					26	21	17	

资料来源: wind, HTI 注: 收盘价为 2024 年 4 月 12 日价格, EPS 为 wind 一致预期

4. 风险提示

市场竞争加剧的风险，销售不及预期的风险，原材料价格及供应风险，院内产品集采相关的风险。

江中药业股份有限公司(股票简称“江中药业”，股票代码：600750.SH)1999年通过重组江西东风药业股份有限公司实现借壳上市。2019年2月，华润医药战略重组后，江中药业实际控制人由江西省国资委变更为中国华润有限公司，最终实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。公司始终遵循传统中医药理论，依靠先进的制造工艺技术，本着追求极致的精神，将传统的中医药理论与现代的科研技术相结合，致力制造出享誉世界的中医药产品。公司主要从事药品和大健康产品的研发、生产和销售，拥有“江中”“初元”“杨济生”“桑海”等驰名和著名商标，主要产品有健胃消食片、复方草珊瑚含片、乳酸菌素片、双歧杆菌三联活菌肠溶胶囊(贝飞达)、多维元素片、参灵草口服液、初元复合肽营养饮品、益生菌、复方鲜竹沥液、八珍益母胶囊等。

附表 前十大股东：

股东名称	占总股本比例(%)
华润江中制药集团有限责任公司	43.0600
香港中央结算有限公司(陆股通)	3.0000
中央汇金资产管理有限责任公司	2.4700
刘少鸾	1.5300
中国建设银行股份有限公司-信澳健康中国灵活配置混合型证券投资基金	0.5900
罗军	0.4900
太平洋资管-农业银行-卓越财富股息价值股票型产品	0.4900
周云	0.4200
广州市通灵健康产业有限公司	0.4000
中国工商银行股份有限公司-中欧医疗健康混合型证券投资基金	0.3900
合计	52.8400

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	4390	4945	5645	6491
每股收益	1.13	1.27	1.43	1.63	营业成本	1523	1699	1932	2229
每股净资产	6.09	6.12	6.31	6.70	毛利率%	65.3%	65.6%	65.8%	65.7%
每股经营现金流	1.65	1.75	1.77	2.19	营业税金及附加	63	76	85	97
每股股利	1.30	1.24	1.24	1.24	营业税金率%	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%
价值评估 (倍)					营业费用	1628	1854	2128	2447
P/E	22.07	19.54	17.34	15.25	营业费用率%	37.1%	37.5%	37.7%	37.7%
P/B	4.08	4.06	3.93	3.71	管理费用	211	237	271	311
P/S	3.56	3.16	2.77	2.41	管理费用率%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%
EV/EBITDA	11.87	12.83	11.31	9.65	EBIT	873	982	1106	1258
股息率%	5.2%	5.0%	5.0%	5.0%	财务费用	-60	-27	-31	-36
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-1.4%	-0.5%	-0.6%	-0.6%
毛利率	65.3%	65.6%	65.8%	65.7%	资产减值损失	-9	0	0	0
净利润率	16.1%	16.2%	16.0%	15.8%	投资收益	-3	0	0	-1
净资产收益率	18.5%	20.8%	22.7%	24.3%	营业利润	894	1009	1137	1294
资产回报率	11.6%	12.3%	13.2%	13.5%	营业外收支	3	3	3	3
投资回报率	16.7%	18.4%	19.9%	21.1%	利润总额	897	1012	1140	1297
盈利增长 (%)					EBITDA	995	1097	1223	1378
营业收入增长率	13.0%	12.6%	14.2%	15.0%	所得税	130	146	165	188
EBIT 增长率	32.4%	12.5%	12.6%	13.8%	有效所得税率%	14.5%	14.5%	14.4%	14.5%
净利润增长率	18.4%	13.0%	12.7%	13.7%	少数股东损益	58	65	74	84
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	708	800	902	1025
资产负债率	27.0%	30.1%	30.6%	33.1%					
流动比率	1.51	1.48	1.56	1.62	资产负债表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
速动比率	1.23	1.19	1.27	1.33	货币资金	1333	1554	1808	2330
现金比率	0.84	0.82	0.89	0.95	应收账款及应收票据	410	441	531	587
经营效率指标					存货	406	491	529	647
应收账款周转天数	23.11	25.00	25.00	25.00	其它流动资产	248	320	309	396
存货周转天数	93.73	95.00	95.00	95.00	流动资产合计	2397	2806	3177	3960
总资产周转率	0.71	0.78	0.84	0.90	长期股权投资	31	31	31	31
固定资产周转率	3.38	3.26	3.79	4.47	固定资产	1524	1509	1472	1432
					在建工程	71	71	71	71
					无形资产	401	401	401	401
					非流动资产合计	3731	3716	3679	3639
现金流量表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E	资产总计	6129	6522	6857	7599
净利润	708	800	902	1025	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	58	65	74	84	应付票据及应付账款	156	287	217	365
非现金支出	132	115	117	120	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-33	-3	-4	-3	其它流动负债	1430	1607	1816	2082
营运资金变动	170	121	22	152	流动负债合计	1586	1894	2033	2447
经营活动现金流	1036	1098	1111	1378	长期借款	0	0	0	0
资产	-209	-96	-76	-76	其它长期负债	67	67	67	67
投资	40	0	0	0	非流动负债合计	67	67	67	67
其他	42	0	0	-1	负债总计	1653	1962	2101	2514
投资活动现金流	-127	-97	-76	-77	实收资本	629	629	629	629
债权募资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	3832	3851	3973	4218
股权募资	0	-1	0	0	少数股东权益	644	709	783	867
其他	-817	-780	-780	-780	负债和所有者权益合计	6129	6522	6857	7599
融资活动现金流	-817	-781	-780	-780					
现金净流量	92	221	254	521					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 12 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:**

Jiangzhong Pharmaceutical, with a long history in the pharmaceutical industry, is entering a new development phase. The company, known for its 'Jiangzhong' and 'Chuyuan' trademarks, became a subsidiary of China Resources Pharmaceutical in 2019. Leveraging industrial resources, capital, and management, it has improved synergy, integrated regional resources, and enhanced efficiency. It has also accelerated acquisitions, purchasing 51% stakes in Sanghai, Jisheng, and Haisi, diversifying its product line and marking a new leap in growth. In 2023, the company achieved a revenue of RMB 4.39 billion (+13.00%), with non-prescription medicine and health business showing growth.

The company is strengthening brand building and optimizing channel empowerment. It focuses on OTC, health, and prescription drugs, driving growth through branding and innovation. It's enhancing brand recognition and expanding channel coverage, consolidating market share. The company is cultivating multiple products across three business areas to create new growth drivers. It has developed leading products in OTC, health, and prescription drugs, adapting to industry changes and expanding hospital and retail presence.

The company values shareholder returns, maintaining a high dividend payout ratio. Since 2019, it has increased cash dividends, with a total of RMB 0.82 billion paid in 2023, accounting for 115.52% of the net profit attributable to shareholders.

Earnings Forecast: We project the company's NPATs for 2024-2026 to be RMB 0.80 billion, RMB 0.90 billion, and RMB 1.03 billion, with EPS of RMB 1.27, RMB 1.43, and RMB 1.63, respectively. The company, with high brand value and focus on shareholder returns, is expected to expand its product coverage. We give Jiangzhong Pharmaceutical a 2024 target price of RMB 29.24 and an 'Outperform' rating.

Risk Warning: Risks include increased market competition, sales falling short of expectations, raw material price and supply risks, and risks related to centralized procurement in hospitals.

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@htisec.com）

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

海通证券股份有限公司和/或其子公司（统称“海通”）在过去 12 个月内参与了 601939.CH, 601288.CH and 601398.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 601939.CH, 601288.CH and 601398.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 601939.CH, 601288.CH and 601398.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.

601939.CH, 601288.CH 及 601398.CH 目前或过去 12 个月内是海通的投资银行业务客户。

601939.CH, 601288.CH and 601398.CH are/were 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, 600535.CH, 601939.CH, 601288.CH 及 601398.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, 600535.CH, 601939.CH, 601288.CH and 601398.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 600535.CH, 601939.CH 及 601398.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 600535.CH, 601939.CH and 601398.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

评级分布 Rating Distribution

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.

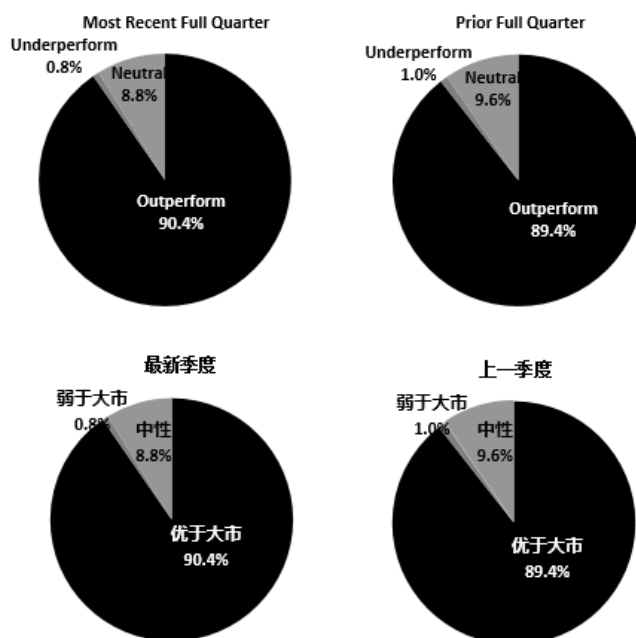
Analyst Stock Ratings

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.



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

请访问海通国际网站 www.equities.htisec.com，查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织 and 行政安排的内容信息。

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

IMPORTANT DISCLAIMER

For research reports on non-Indian securities: The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of 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 是在香港有执照实施第 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或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系:

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

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

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

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

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

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

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

加拿大投资者的通知事项: 在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 予以实施, 该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) 的规定得到「国际交易商豁免」 (“International Dealer Exemption”) 的交易商, 位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大, 该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发行。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 ("FIE L") 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: INH00002590

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>

Jiang Zhong Pharmaceutical - 600750 CH

