

# 消费医疗的黄金时代

## The Golden Age of Consumer Healthcare

舒影岚 Linda Shu, [linda.yl.shu@htisec.com](mailto:linda.yl.shu@htisec.com)

孟科含 Kehan Meng, [kh.meng@htisec.com](mailto:kh.meng@htisec.com)

张涵 Hahn Zhang, [hahn.h.zhang@htisec.com](mailto:hahn.h.zhang@htisec.com)

2022年6月1日

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)

# 为什么看消费医疗？

►4月13日国务院常务会议部署促进消费的政策举措，促进医疗健康、养老等服务消费，国内疫情控制预期逐渐增强，我们看好消费医疗反弹：

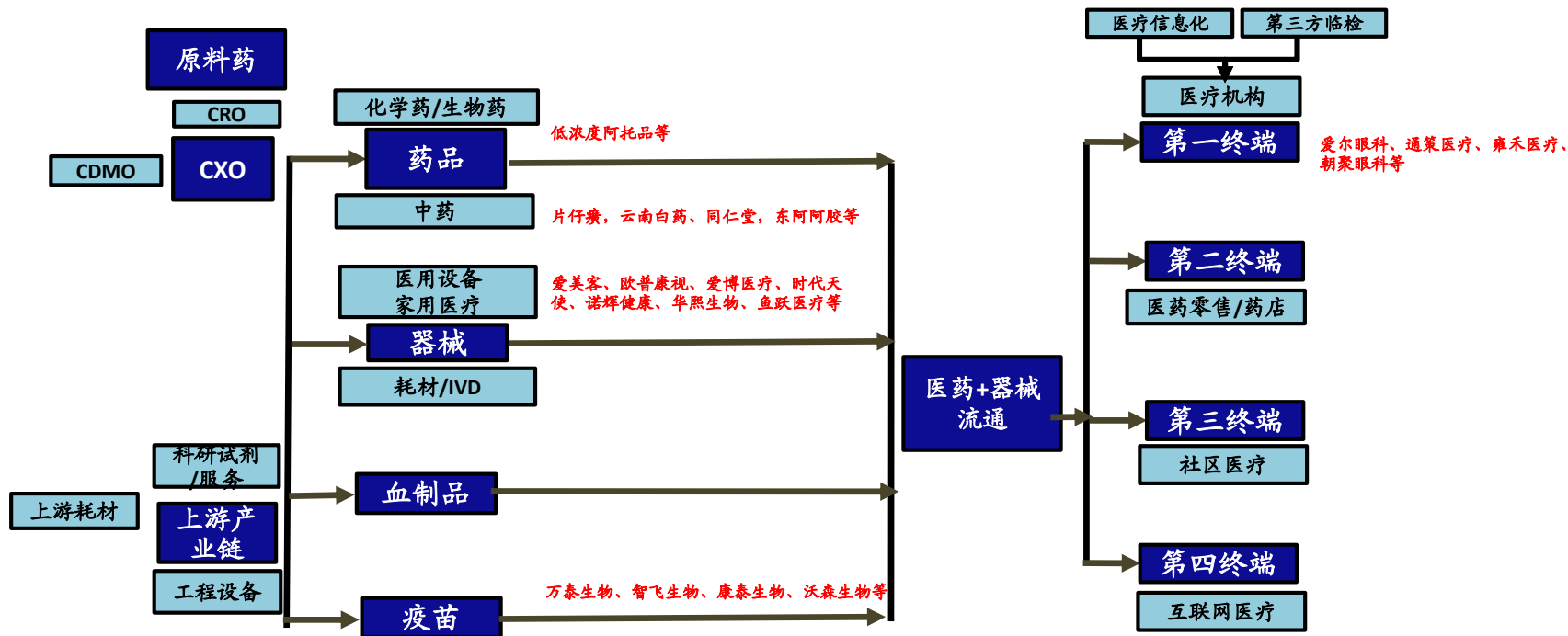
- 1) 我们认为消费医疗综合了消费和医疗的优点，当前阶段政策影响相对较小，比普通消费更加刚需，易穿越牛熊。2008-2009年美国金融危机时，消费医疗收入增长稳定性超过了标普日常消费和标普可选消费。
- 2) 中国的消费医疗产业处于早期，产品创新带来需求释放，增速快，市场想象空间大，竞争格局相对较好。
- 3) 过去10年美股诞生了一批消费医疗牛股，2019年中国人均GDP突破1万美元，我们认为国内消费医疗行业有望迎来快速发展的黄金时期。

►本报告主要解答的问题有：

- 1、消费医疗的商业模式，如何供给创新创造新的需求，不断拓展市场空间。
- 2、眼科、牙科、医美、疫苗等重磅产品的渗透率、空间详细测算、竞争格局分析。
- 3、不同消费医疗产品如何横向比较。

# 消费医疗可作为独立板块研究

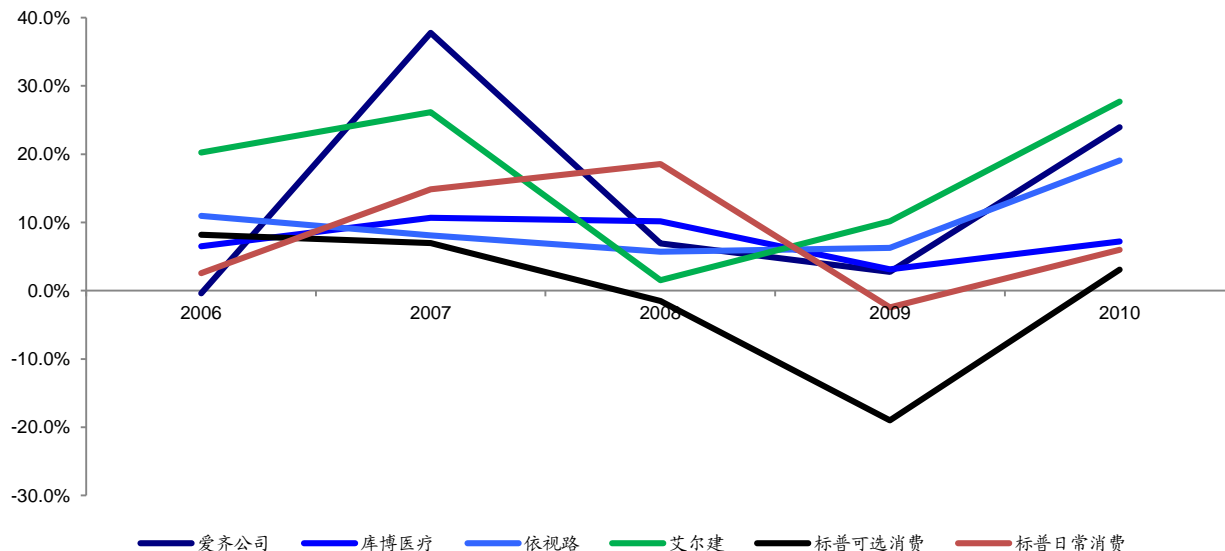
►消费医疗包括了中药、医疗器械、医疗服务等领域部分公司，虽然属于不同板块，但我们认为具有一些相似的属性，在本报告中作为独立板块研究。



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

# 消费医疗兼具消费和医疗特性，易穿越牛熊

►我们认为消费医疗兼具消费和医疗特点，一方面不像药品耗材面临大的集采压力，政策影响小；另一方面，比起普通消费，增长的稳定性更好，更容易穿越牛熊。我们回顾08-09年美国金融危机情况下，把爱奇医疗、库博医疗、依视路、艾尔建这些主要消费医疗公司跟标普普通消费和标普可选消费对比，消费医疗公司收入增长的稳定性更好。



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

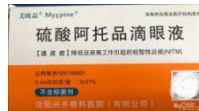
# 供给创新创造新的需求，成长空间大

►**近视防控：**根据欧普康视2019年报援引世界卫生组织2017年研究报告称，目前中国近视患者人数多达6亿，几乎是中国总人口数量的一半。我国高中生和大学学生的近视率均已超过七成，并逐年增加，青少年近视率高居世界第一，小学生的近视率也接近40%。我们根据教育部官网、欧普康视官网测算2030年中国近视青少年（6-18岁）达1.14亿人。

►根据欧普康视2021年报及我们判断，有效减缓近视加深的方法，目前眼视光学界比较认可的有角膜塑形镜、低浓度阿托品滴眼液、软性多焦点接触镜和离焦镜等，其中角膜塑形镜出现较早，已临床应用超过十六年，近视控制效果得到医生和用户的广泛肯定，但我们估算2020年渗透率仅1.0-2.0%。近年来，离焦镜迅速发展，低浓度阿托品院内制剂应用，美国库博光学生产的减缓近视进展的MiSight软性接触镜在2021年获批注册进入中国市场。近视防控手段逐渐丰富，近视防控渗透率将较大提升，成长空间大。



角膜塑形镜



低浓度阿托品



离焦镜

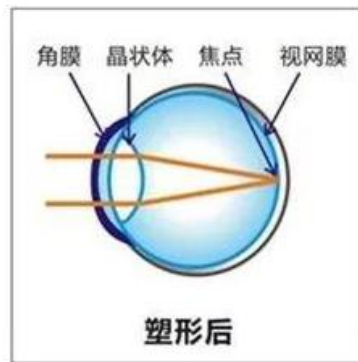
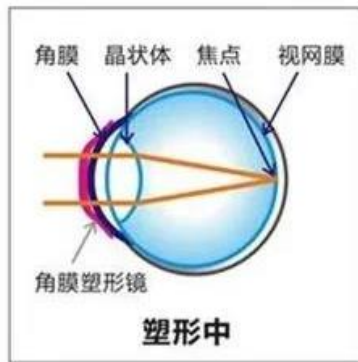
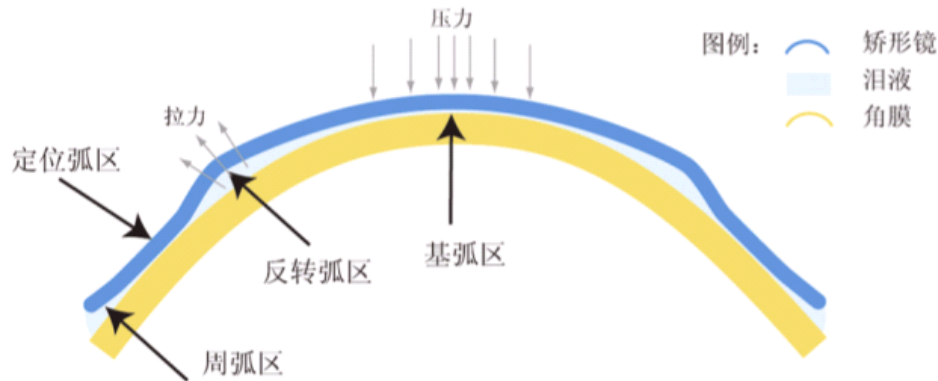


软性多焦接触镜

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

# 角膜塑形镜，通过改变角膜几何状态，实现矫正

- 角膜塑形镜是一种特别设计的硬性透气角膜接触镜，其内表面由多个弧段组成。镜片在夜间佩戴8-10小时，镜片与角膜之间的泪液层分布不均，由此产生的流体力学效应以及眼睑对镜片中央的压力改变角膜几何状态，使中央变平，眼轴缩短，取下镜片后的一段时间内，角膜仍可以维持其改变后的形状，从而消除近视。
- 镜片一般具有4个弧段，中央基弧区较平但，用于压平角膜表面。反转弧区比较陡峭，用于稳固基弧区的压平效果，基弧区和反转弧区是主要工作区域。其他两弧区（定位区、原弧区）主要用于稳定镜片。

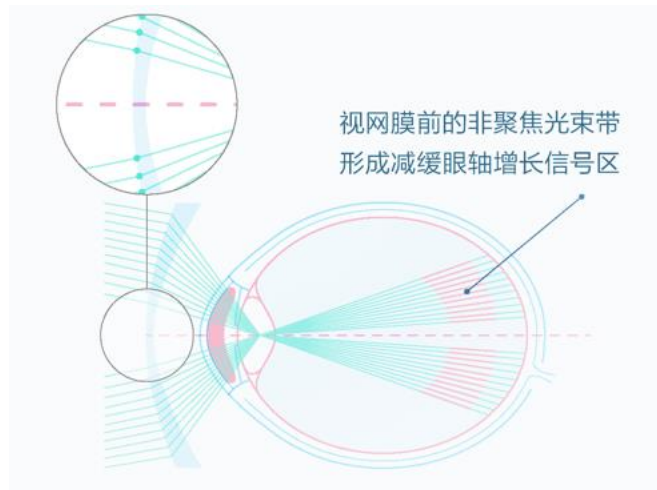
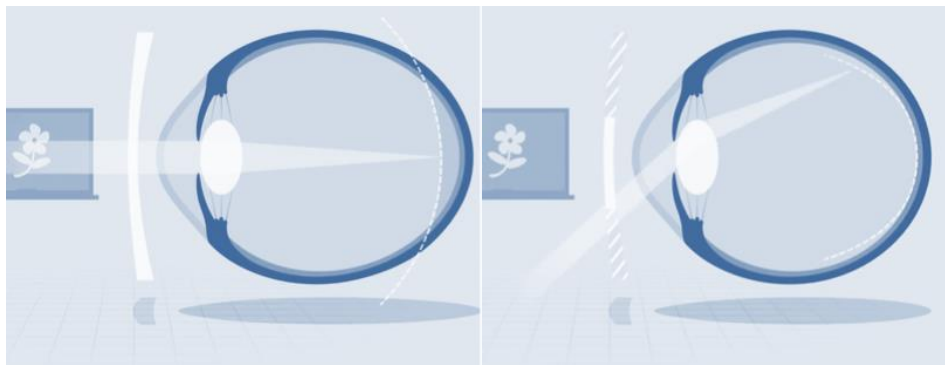


For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at [equities.htisec.com](http://equities.htisec.com)

# 离焦镜技术原理：有效控制近视进展，延缓眼轴增长

►一般的单焦框架眼镜片成像在黄斑中心凹处聚焦，周边远视性离焦能引发视网膜后壁会往后长，因此会增加眼轴长度，加速近视发展。

►多点离焦镜片有很多微透镜，采用多区正向光学离焦设计，分布在镜片上的微透镜使光线聚焦在视网膜前方，形成周边物象远视性离焦，由此实现延缓近视度数和眼轴发展的效果。多点离焦镜片眼轴转动时屈光不会因为镜片位置改变而发生变化，具有更好的防控效果。



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



# 近视防控手段逐渐丰富，适合不同用户

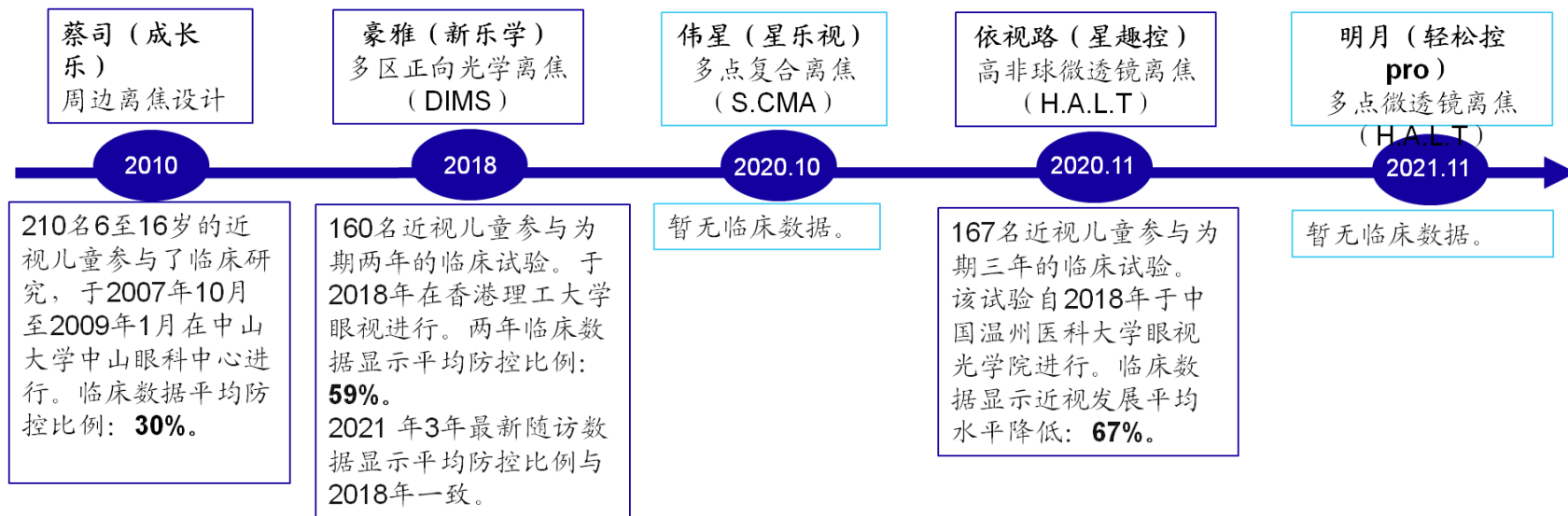
矫正方法	角膜塑形镜（OK镜）	多点近视离焦框架眼镜	多焦点软镜	低浓度阿托品滴眼液
屈光度数延缓量	屈光度数延缓量平均0.25~0.50 D/年，延缓35%~60%近视进展，近视控制效力 <b>较强</b> 。	近视程度延缓量平均为0.28 D/年，近视控制效力 <b>中等</b> 。有待更多临床研究证实。	具有一定的延缓近视进展的作用（约0.21 D/年），能控制25%~50%的眼轴增长，近视控制效力 <b>低到中等</b> 。	0.01%阿托品滴眼液使6~12岁儿童青少年近视增长平均减缓60%~80%，近视降低约0.53 D/年，近视控制效力 <b>中至强</b> 。推荐使用浓度为0.01%
眼轴增长减缓量	平均约为0.15 mm/年。	平均约为0.16 mm/年。	约为0.11 mm/年。	平均约为0.15 mm/年。
特点	<b>夜间配戴</b> ，白天不需配戴框架眼镜或角膜接触镜。	<b>白天佩戴</b> ，镜片外观与常规单焦框架眼镜无差别；屈光不因镜片位置改变而发生变化。	年龄无限制；无法接受角膜塑形镜者；角膜塑形镜无法获得理想配适者。儿童青少年配戴可选择 <b>日戴抛弃型</b> 镜片，可减少并发症的发生，具有良好的安全性。	<b>每晚睡前使用1次</b> ，使用简单，费用较低。
缺点	价格较贵；护理操作要求高； <b>配戴不当存在感染并发症风险</b> 。	光线经过镜片中央离焦区后，分解为远用矫正部分和近视离焦部分，使得 <b>对比度有所降低</b> 。	屈光度数太高无可获得产品。 <b>由于多焦设计，将影响视觉质量</b> ，部分配戴者无法接受。	对眼轴增长的控制作用原理尚不确定；主要不良反应为畏光、视近模糊和过敏性结膜炎。 <b>中国大陆尚无临床注册用药</b> 。
适应症	年龄大于8岁，未成年要在家长监护下使用；近视和规则散光患者矫正范围，角膜曲率在40.00~46.00 D之间等。	近视增长较快的 <b>儿童青少年</b> ，近视增长量≥0.75 D/年。	等效球镜度≤-0.75 D近视 <b>儿童青少年</b> ，屈光度数增加≥0.75 D/年的近视儿童青年	不受年龄、近视度数限制，建议12岁以内、近视增长量≥0.75 D/年的儿童青少年使用；已经使用了其他非药物控制手段仍然近视增长量≥0.75 D/年的儿童青少年。
禁忌症	<b>正在使用可能会导致干眼或影响视力及角膜曲率等的药物</b> ；眼部疾病如活动性角膜炎、干眼症等。	不能耐受单焦框架眼镜的屈光参差患者。	除一般软性角膜接触镜禁忌证外，还包括对多焦点软镜的认识上存在误区，期望值过高或不切实际者。	单独使用低浓度阿托品滴眼液对6~12岁儿童青少年眼轴增长的控制作用原理尚不确定，在高浓度使用的情况下停药后近视回退明显。
销售渠道	医疗机构或视光中心	门店及线上为主	医疗机构、视光中心、门店	院内制剂或其他渠道
价格	6000-12000元/年	1000-4000元/副	数千元/年	价格差异较大

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



# 离焦镜与角膜塑形镜快速增长

►离焦镜行业随着豪雅新乐学2018年进入中国后开始快速发展，我们估计2021年400万片左右，发展迅速。而欧普康视角膜塑形镜收入从2018年3.19亿元增加至2021年6.87亿元，年复合增速约为29%，快速增长，我们测算角膜塑形镜行业从2018年152万片增长至2021年280万片，可见离焦镜与角膜塑形镜共同促进近视防控行业发展。



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

# 供给创新创造新的需求，成长空间大

►**医美领域：**爱美之心人皆有之，美容分为生活美容与医疗美容，医疗美容根据是否需要手术，分为手术类和非手术类医疗美容，均是由经注册的专业医师在合规场所进行。手术类医疗美容服务指的是通过手术对胸、鼻、眼皮及其他身体部位进行侵入性的改变旨在从根本上改变外观。非手术类医疗美容服务又称为微整形，主要包括注射疗法和激光疗法。注射疗法指通过注射肉毒杆菌、透明质酸钠、胶原蛋白、聚左旋乳酸等材料达到消除面部皱纹、凹陷的目的。激光疗法使用激光收紧深层皮肤，去除色素，重塑肌肤表层。丰富的医美产品不断释放需求，行业空间不断打开。



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

# 再生类产品成行业增长新看点

- 注射类医美市场一直以玻尿酸和肉毒素为核心，直到2021年开始，陆续获批的三款胶原再生类产品为求美者带来新选择。
- 濡白天使：主要成分包括PLLA（≈20%）和含利多卡因的透明质酸（≈80%）。PLLA主要来源为植物中的淀粉，经发酵后成为乳酸，再经聚合形成PLLA，代谢产物为二氧化碳和水，安全性好。有效性体现在透明质酸的即刻塑形，物理&生物激活胶原再生，新生的胶原蛋白原位补充组织凹陷，延长塑形效果。
- 少女针：PCL（≈30%）微球在CMC凝胶载体（≈70%）中均匀悬浮。功效包括改善凹陷，减少皱纹，重塑轮廓改善肤质以及抵抗衰老。在终端主要针对高端玻尿酸老客的转化/联合。
- 童颜针：三类器械于2021年4月首个获批上市，此前有一定的受众基础，圣博玛作为PLLA原料供应商，有一定的成本优势。

	童颜针（艾维岚）	濡白天使	少女针（伊妍仕）
获批时间	2021年4月	2021年6月	2021年4月
主要材料	PLLA+CMC	PLLA-乙二醇共聚物微球的交联透明质酸钠凝胶	PCL+CMC
剂型	粉针	凝胶剂	凝胶剂
厂家	圣博玛	爱美客	华东医药
出厂价	4000-5000	3000	4000-4988
终端价	18800	13800	18800
微球粒径	20-50um	20-45um	25-50um
效果	目前全脸/面颊/太阳穴，3周后开始起效，3周后补打第二针，一般打在真皮皮下脂肪。	无需复配无痛注射，具有激活自身胶原再生的新一代塑形产品，实现即刻以及自然持久的塑形效果。适用于真皮深层、皮下浅层及深层注射填充纠正中、重度鼻唇沟皱纹。	具有“填充+修复”双重功效。先通过CMC进行快速填充，然后PCL微球会重启注射部位皮下的胶原新生，重塑胶原支架，产生自然、安全、持久的效果。

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

# 美股消费医疗牛股辈出

►过去10年（2012/01/01-2022/01/01）年美股诞生了一批消费医疗牛股，整个医药板块（100亿美元市值以上）涨幅最大的公司德康医疗、爱齐公司皆为消费医疗公司，分别上涨了57、27倍，此外，INSULET、精密科学、库博医疗等消费医疗公司也分别上涨了13、9、5倍。

涨幅排序	公司	2012-2022涨幅（倍）	市值（亿美元）	业务
1	德康医疗(DEXCOM)	56.7	478	器械：动态血糖监测 对标：鱼跃医疗、三诺生物、微泰医疗等
2	爱齐公司(ALIGN TECHNOLOGY)	26.7	323	器械：隐形正畸 对标：时代天使
3	HORIZON THERAPEUTICS	25.9	267	药物：治疗关节炎、疼痛和炎症性疾病等
4	WEST PHARMACEUTICAL SERVICES	25.6	283	器械：医疗保健和消费品行业的制造商
5	阿里拉姆制药(ALNYLAM PHARMACE)	19.8	201	药品：新型RNA或RNAi生物制药公司
6	阿比奥梅德(ABIOMED)	18.4	139	器械：微小心脏泵
7	BIONTECH	17.1	433	药品：mRNA、基因工程等新药、疫苗
8	ICON	17.1	201	CXO
9	IDEXX实验室	16.1	419	检测服务
10	赛默飞世尔科技	14.5	2225	综合医疗器械公司
14	INSULET	13.1	182	器械：胰岛素泵 对标：微泰医疗
25	精密科学(EXACT SCIENCES)	8.6	121	器械：结直肠癌早筛 对标：诺辉健康
46	库博医疗(COOPER)	5.0	197	器械：眼视光、隐形眼镜 对标：欧普康视、爱博医疗、昊海生科

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

# 如何选择消费医疗公司——看五年后的收入和利润

## 1) 需求决定市场空间、供给端竞争格局决定公司份额、以上决定了公司的远期收入规模;

- 需求——市场空间：目标人群 \* 渗透率 \* 消费频次 \* 消费单价，决定了行业的收入上限
- 供给——竞争格局决定了公司的市场份额

从需求刚性角度：传统医药 > 消费医疗 > 普通消费品

从供给角度，消费医疗公司通常都有准入壁垒（牌照），但研发费用率相较于创新药和创新器械低。

## 2) 运营费用决定了公司远期的利润规模;

销售费用的决定因素包括：产品属性，产品销售渠道（公司的销售策略），产品的所属阶段。

比如：欧普康视和爱博医疗，是角膜塑形镜行业中两个不同发展模式的典型。

# 消费医疗空间可观，渗透率提升空间大，CAGR $\geq 15\%$

►市场空间计算方法：人群数\*渗透率\*单价\*（复购率）。

►空间大：所有的消费医疗子行业都可以覆盖较大的人群数，且当前的渗透率低。未来可以通过提高渗透率、复购率等方式来提高市场空间。

►增速快：终端市场规模5年CAGR均 $\geq 15\%$ 。

大行业	子行业	标签公司	年龄	2020年渗透率	2025年渗透率	2020年 行业规模/亿元 (以终端价计)	2025年 行业规模/亿元 (以终端价计)	CAGR
眼科	角膜塑形镜	欧普康视, 爱博医疗, 昊海生科	8-18岁	1.0%-2.0%	3.0%-4.0%	≈100	≈250	≈20%
	ICL植入式隐形眼镜	STAAR	18-50岁	≈10% (屈光手术)	≈20% (屈光手术)	≈50	≈150	≈25%
	阿托品	公司A, 欧康维视, 兆科眼科	6-12岁	≈1%	≈5%	15	≈75	≈50%
齿科	隐形正畸	ALGN, 时代天使	6-60岁	① 0.06% (患病) ② 10.3% (正畸)	① 0.24% (患病) ② 31.8% (正畸)	≈100	≈250	≈20%
医美/ 化妆品	玻尿酸	爱美客, 华熙生物	18-60岁	2.0%-3.0%	≈5%	≈300	≈520	≈15%
	肉毒素	Allergan, 四环医药	18-60岁	1.5%-2.0%	4.0%-5.0%	≈120	≈225	≈17%
疫苗	HPV疫苗	智飞生物, 万泰生物	16-45岁	存量市场: 3%	存量市场: 30%	137	≈400	≈24%
早筛	结直肠癌DNA早筛	精密科学, 诺辉健康	45-75岁	< 0.1%	5%	≈1	≈50	-
脱敏	抗过敏	我武生物	2-69岁	1.6%	2.7%	≈40	≈120	≈24%

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

# 消费医疗竞争格局相对较好，先发优势明显

- 准入壁垒：普通消费品的准入壁垒较低，容易导致竞争格局恶化。消费医疗产品通常有准入壁垒，在一定程度上维护了竞争格局的稳定。
- 渠道壁垒：基于长期的合作关系，被颠覆的可能性小，而仿制药存在一致性评价和带量采购，创新药存在医保谈判，渠道壁垒易被颠覆；
- 品牌壁垒：传统药品和器械偏刚需，品牌力的影响较小。而消费医疗产品得益于C端模式，存在口碑积累。

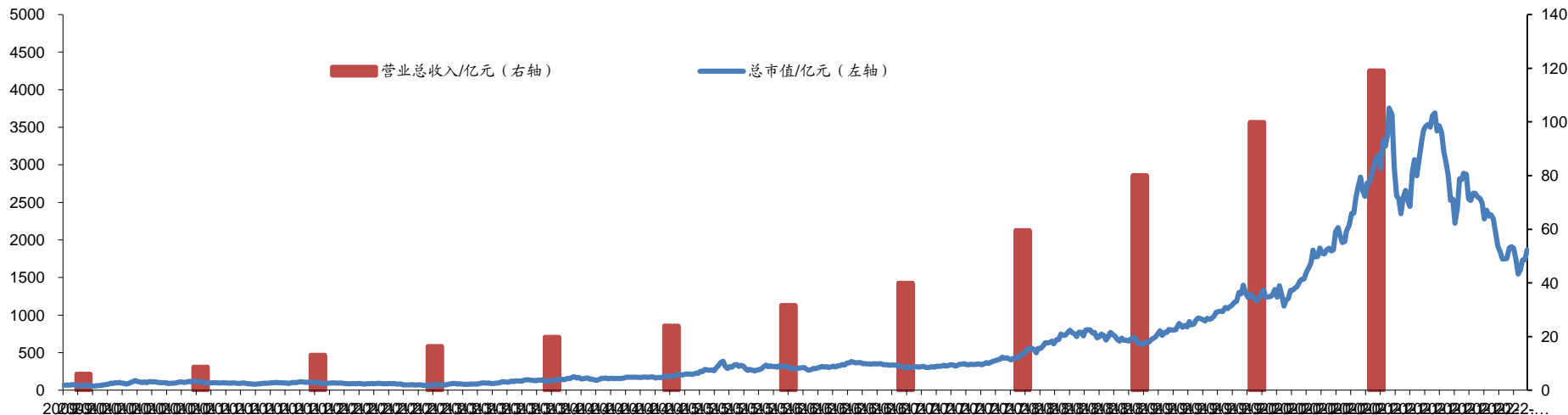
	中国市场当前主要玩家	标签公司	2020年中国市占率	竞争格局
角膜塑形镜	外资6家，国产4家	欧普康视	> 20%	我们推测欧普康视稳定，爱博医疗提高，24年后有新进入者。
		爱博医疗	≈5%	
ICL植入式隐形眼镜	全球STAAR一家	STAAR	STAAR中国市占率≈90%	STAAR全球龙头地位稳定
儿童近视防控-低浓度阿托品滴眼液	全球范围内无上市产品	公司A	-	行业快速发展，新进入者增多
隐形正畸	ALGN，时代天使等	ALGN	中国市占率≈41.3%	竞争格局相对稳定 我们认为双寡头格局将持续
		时代天使	中国市占率≈41.5%	
玻尿酸	8家进口，9家国产	艾尔建	中国市场份额≈20%	竞争格局已经非常激烈 需要寻找细分赛道
		爱美客	中国市场份额≈15%	
肉毒素	3家进口，1家国产	艾尔建	中国市场份额≈55%	24年后竞争加剧
		四环医药	-	
HPV疫苗	2家进口，1家国产	智飞生物（代理MSD）	78%	24年后竞争加剧
		万泰生物	16%	
结直肠癌DNA早筛	诺辉健康等	诺辉健康	中国市占率≈70%	主要包括诺辉健康和康立明
过敏药	脱敏：2家外资	我武生物	中国脱敏市场市占率：80%	-

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



# 爱尔眼科：眼科绝对龙头，规模效应与护城河不断扩大加深

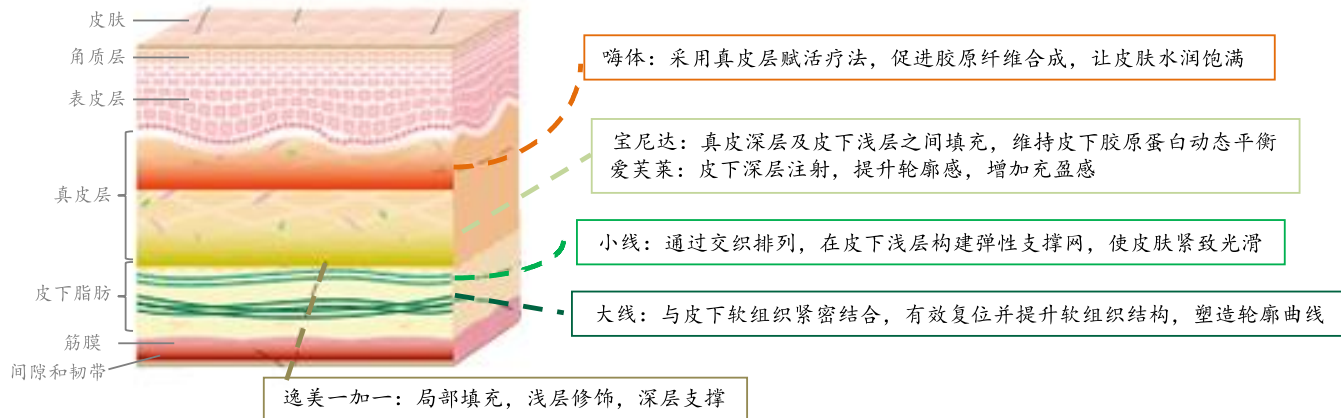
- 爱尔眼科在2010年前后，长沙武汉沈阳成都几大门店为其主要收入来源，并在此后几年维持该趋势，以2014年为分水岭，此后非十大门店收入大幅增长，有赖于其并购基金开始孵化医院，形成新型外延发展模式。
- 凭借分级连锁扩张战略形成全面增长强劲的连锁眼科医疗体系，成为民营眼科医院龙头。利用已形成的资金优势，注重器械以及治疗仪器，以此提升竞争力，夯实壁垒。
- 眼科赛道强势，管理层股权占比高，公司在好的赛道通过管理层不断夯实护城河，不断提高市占率，管理层的能力给予公司在市场中长期的主导优势。
- **盈利预测：**我们认为眼科市场需求明确，公司新十年发展趋势继续向好，长期竞争力与护城河不断增强。我们预计公司2022-2024年净利润为29.90/39.12/50.55亿元，同比增长28.7%/30.8%/29.2%。



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

# 爱美客：高成长赛道，产品定位稀缺、渠道和品牌驱动高成长

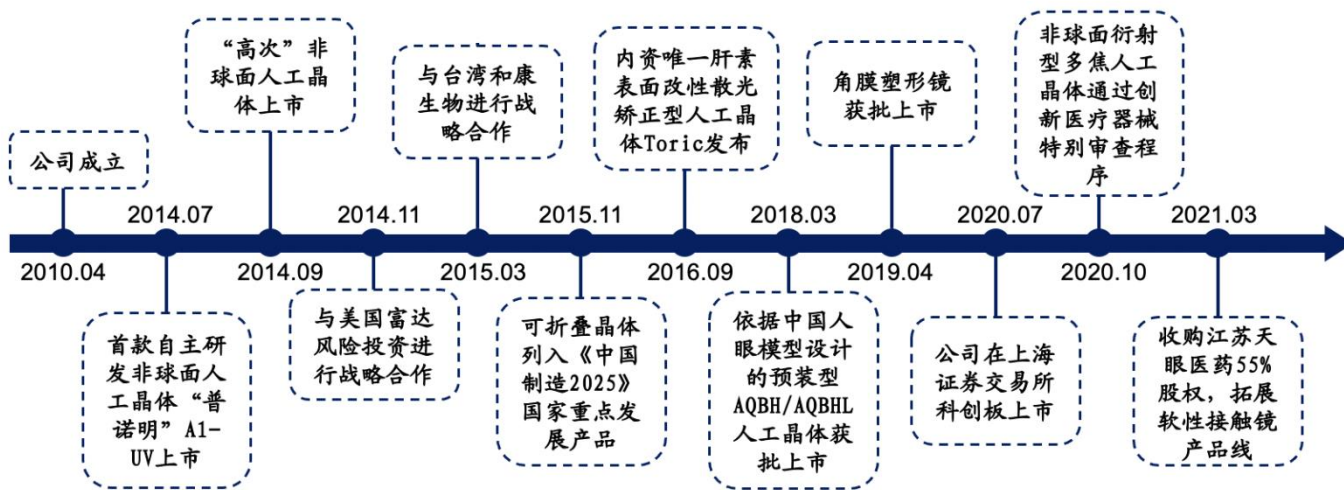
- **高增长赛道，品牌力强，全面布局多点开花。**我们认为，爱美客富有潜力，主要体现在以下方面：
- 公司所属赛道为高增长的医美赛道，拥有渗透率低，增速快以及高复购的特点。
- 全产品系列布局，填补市场空白，差异化竞争；渠道能力强：直销+全轩学院，通过培训提高客户黏性，同时提升品牌力；
- **产品定位精准，接棒产品即将放量。**除了在嗨体产品上的深耕外，公司2021年获批濡白天使，有望成为新的增长动力。我们认为公司通过嗨体的唯一性实现了对终端医院的高度覆盖，积累了两个优势：①销售费用低；②为后续产品的推广和快速放量提供帮助。嗨体是中国市场上唯一获批颈纹适应症的III类器械小分子玻尿酸产品，眼周、颈纹市场一片蓝海，公司于2021年发布新品<sup>3</sup>活上市，有望在水光针市场进行进一步拓展。
- **盈利预测：**2021年公司实现收入14.5亿元（+104%），归母净利润9.6亿（+118%），主要得益于嗨体销量和ASP的增长。由于嗨体作为颈部的唯一产品，我们假设2022年以嗨体为核心的溶液类注射产品将实现51%的增长，重磅产品天使针实现收入3亿元。则公司2022-2024年实现收入23.1/34.1/48.6亿元，实现归母净利润15.1/22.0/30.8亿元，**分别同比增长57.3%、45.7%、40.0%。**



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

# 爱博医疗：国内眼科器械创新龙头，市场认可度高

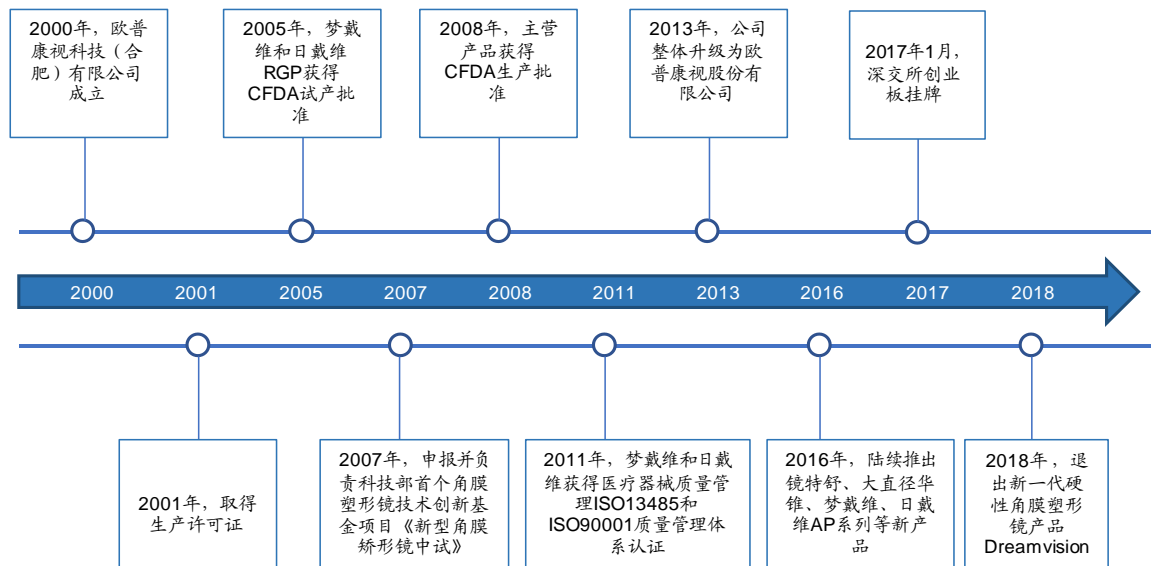
- 人工晶体内资龙头，剑指国内眼科医疗领域的创新型领军企业。公司前身为爱博有限，成立于2010年，后更名为爱博诺德并于2020年7月登陆科创板，是国产创新型眼科医疗器械龙头。公司专注于眼科医疗器械的自主研发、生产、销售及相关服务，以研发创新为本，目标开发眼科全系列医疗产品。
- 公司2022年Q1收入1.31亿元（同比+55.54%），归母净利润0.59亿元（同比+63.00%），扣非归母净利润0.52亿元（同比+65.15%）。一季度营收与归母净利润高速增长，主要受益于公司核心产品“普诺明”系列人工晶状体和“普诺瞳”角膜塑形镜销量持续保持较快增长。
- 盈利预测：我们预计22-24年归母净利润分别为2.51、3.58、5.03元，增速为46.3%、42.6%、40.7%。



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

# 欧普康视：角膜塑形镜领航者，打造全方位产品线

- 公司成立于2000年，2017年1月在深交所创业板上市。公司专业研发、生产、销售硬性透气性角膜接触镜产品、其护理产品及其安全保障类产品。2005年，公司获得大陆地区首张角膜塑形镜产品注册证。
- 公司2022Q1总营收3.71亿元（同比增长29.35%），归母净利润1.48亿元（同比增长7.24%），扣非归母净利润1.38亿元（同比增长28.66%）。公司经营活动现金流入3.95亿元（同比增长22.6%），经营活动现金流出2.37亿元（同比增长43.7%）。
- 盈利预测：我们预计22-24年归母净利润分别为7.41、9.54、12.18亿元，归母净利润增速分别为33.6%、28.8%、27.7%。



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

# 万泰生物：18年磨一剑，首个国产HPV疫苗成功上市

## HPV疫苗的行业发展历程



■ MSD四价HPV疫苗：历经十余年在中国内地成功上市。

➤ 2006年全球第一个HPV疫苗研发成功上市，于2008年开展了6000余例多中心随机双盲对照研究。随访6年结果显示与全球临床研究数据一致，即对70%的宫颈癌有预防效果。2016年，HPV疫苗在我国上市。

■ 万泰2价疫苗研发到上市历时18年。

	疫苗有效性的评价终点
CFDA	发生癌症或者出现宫颈上皮内2级以上的瘤变
WHO	建议将宫颈或肛门内6个月或更长时间的HPV持续性感染，作为临床试验的替代终点指标来判断疫苗有效性

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

# 万泰生物：2价HPV疫苗销售强劲，新冠相关业务贡献增量

- 公司通过新增预灌装注射器生产线和西林瓶规模放大两次扩产，2价HPV疫苗的年产能提升至3000万支，预计2021年全年销售超过1000万支，22Q1约700万支，销售依旧强劲。
- 对新冠疫情，公司研发团队聚焦新冠病毒相关原料的研发，使得2021年活性原料的收入大幅提升428%。2022Q1国内多家企业的抗原自检产品获批，上海地区疫情背景下抗原自检产品需求量大幅提升，我们认为这也带动了公司活性原料的放量。
- 公司2价HPV疫苗快速放量，未来9价HPV疫苗上市接力渗透消费升级市场值得期待，同时与公司进行产学研合作的厦门大学平台优势突出，后续仍在孵育新产品。我们预计2022-2024年公司归母净利润分别为40.17亿元、56.52亿元、65.56亿元，分别同比增长98.7%、40.7%、16.0%。



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



# 隐形正畸：行业增速或受疫情影响，竞争格局稳定

- 正畸行业增速如何？
- 2021年预计中国正畸行业市场空间约89亿美金（+13%），案例数330万（+6%）。美国226亿美金（+6%），案例数470万（+7%）。根据灼识咨询，中国正畸市场规模及案例在2020年-2030年为CAGR分别为14.2%/12%，增速全球领先（美国为4.7%/4.5%），2030年实现296亿美元市场规模。
- 隐形正畸行业的渗透率还能提高吗？
- 中国：2020/2030年案例数分别为30万/380万，市场空间分别为15亿/119亿美元。市场规模和案例CAGR分别为23.1%/27.6%
- 美国：2020/2030年案例数分别为140万/370万，市场空间分别为57亿/154亿美元。市场规模和案例CAGR分别为10.4%/10%
- 隐形正畸案例/正畸案例：2020年中国11%，美国31.9%；其中，美国成人64%，中国成人39%，美国青少年16%，中国青少年4.5%。我们认为中国成人存量市场大，渗透率有望进一步提升。同时，青少年市场也由于基数过小，市场有待开发。
- 竞争格局会不会恶化？我们认为对于医生和患者的决策而言，最重要的是疗效好，时间效率提升，安全性好和患者满意。疗效是由产品力，制造能力等多种因素来满足的，隐形矫治是一个基于信任的行业，我们认为双寡头格局将持续保持，未来应进一步关注各厂商在下沉市场的布局速度与策略。

		总人群数 (百万)	发病率	正畸渗透率	隐形正畸渗透率	市场案例数 (百万)	平均单价 (千元)	市场规模 (十亿元)
中国	2020年	1415	74%	0.30%	11%	0.35	27.00	9.33
	2030年	1450	73%	0.90%	40%	3.81	19.00	72.40
美国	2020年	331	73%	1.82%	32%	1.40	24.50	34.37
	2030年	354	72%	2.70%	54%	3.72	25.00	92.90

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



# 时代天使：先发优势强，产品布局广，数据积累多

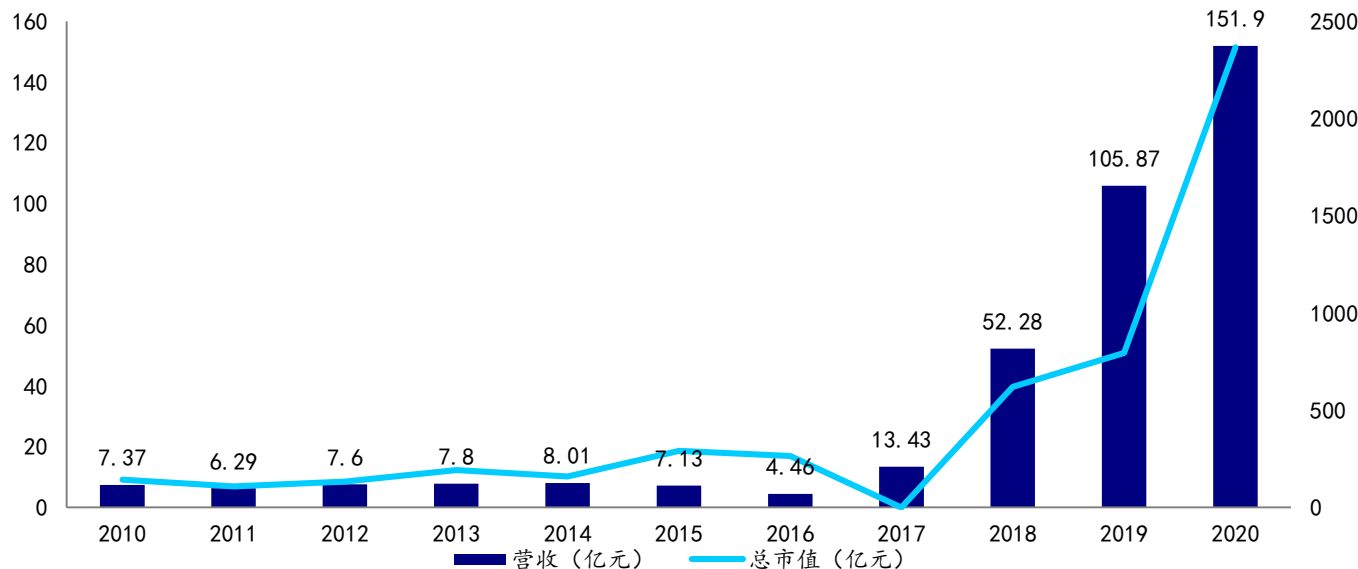
- **先发优势强：**时代天使是中国隐形正畸行业先驱者，2006年时代天使标准版获批上市，2020年市占率国产品牌中排名第一。隐形正畸行业集中度高，CR2=82.4%，龙头公司可凭借其先发优势构建数据平台，铸造品牌壁垒。
- **产品+研发+销售+生产四轮驱动，核心优势突显。**1.产品线全面，可覆盖不同消费能力和年龄层次的患者群体需求；2.独立打造口腔医学数据库与数字化平台，助力完善隐形矫治方案设计；3.品牌黏性较高，直销稳定增长，分销渠道不断扩张；4.已建成国内最大的牙科3D打印生产基地，自动化生产规模定制高精度隐形矫正器。公司作为国内隐形正畸龙头，拥有核心技术优势与多年市场积累，成长空间巨大。
- 隐形正畸属于可选消费赛道，消费景气度下降及疫情带来的消费延迟都将对公司业绩产生影响，公司是隐形正畸行业国产龙头，隐形正畸仍处于放量阶段，且公司产品管线丰富，有一定的抗风险能力。我们预计公司 22-24年收入分别为15.09/18.01/21.58亿元，同比增长18.7%/19.3%/19.8%；其中经典版，冠军版，儿童版，COMFOS版在22年的案例增速分别为10%/25%/35%/25%。我们预测22-24年净利润分别为3.36/3.92/4.64亿元，同比增长17.6%/16.9%/18.4%。

产品	上市时间	平均售价	建议售价	矫治器副数	特点	牙齿移动量	治疗周期	更换频次
时代天使标准版	2006年	7600	3.2万元	51副	膜片厚度0.75mm，经典隐形矫治器产品，以适中价格用于多种错颌畸形	0.2mm	23.8个月	两周一次
时代天使冠军版	2016年	9600	4万元	92副(46对)	膜片厚度0.625mm+0.75mm，全球首款多模式隐形矫治器，具有两副由时代天使 master Control 及 masterControl S 制成的矫治器，在治疗期间的不同阶段达到不同的移动进展	0.3mm	21.5个月	每对两周一次
COMFOS	2017年	5500	2.4万元	43副	膜片厚度0.75mm，一款满足具有轻微错颌畸形的年青人不断增长的审美需求的隐形矫治器	0.18mm	20.1个月	每周一次
时代天使儿童版	2019年	8700	2.6万元	37副	中国首个专门针对 6 至 12 岁儿童的综合隐形矫治解决方案，为儿童提供更好的口腔环境，促进其恒牙、面部肌肉和颌骨的生长和发育		8.6个月	每周一次

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

# 智飞生物：国产疫苗龙头,自主产品迎来放量

- 自主产品驱动2021年业绩高增长。公司2021年营收306.5亿元，同比增长101.8%，归母净利润102.1亿元，同比增长209.2%，扣非净利润101.8亿元，同比增长206.5%，经营活动净现金流85.1亿元，同比增长143.3%。
- 分产品看，公司自主产品收入97.0亿元，同比增长707.6%，代理产品收入209.3亿元，同比增长50.0%。分地区看，出口收入11.6亿元，同比增长9651.2%。子公司智飞龙科马营收84.2亿元，净利润55.8亿元。
- 我们预计公司 2022-24 年归母净利润 71.5 亿、99.6 亿、140.1 亿元，分别同比增长-29.9%、39.3%、40.6%。



2020.12.30 武汉卫健委发布不明原因肺炎病人通知

2020.2.3 与中科院签署新冠疫苗开发框架协议

2020.4.7 EC诊断试剂获批

2020.10.30 新冠疫苗完成I/II期临床

2020.12.23 默沙东续约谈判成功

2020.12.29 15价肺炎进入III期

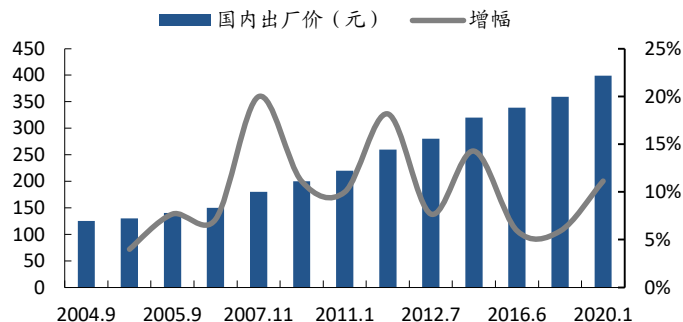
2021.3.17 新冠疫苗紧急使用

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

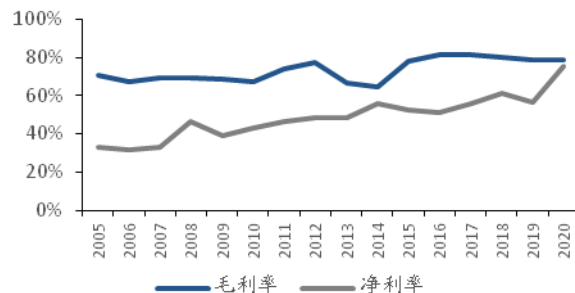
# 中药资源品：定价能力强，品牌力构筑高壁垒

- 中药保密品种是目前国内对中药的最高级别保护，其处方、剂量、制法等内容进行保密。拥有这类产品的企业成为中药产品资源型企业，包括**片仔癀**、**云南白药**、**同仁堂**、**东阿阿胶**等。这类企业领先者的特质有：1) **核心配方资源有限**，而公司能获取的上游资源相对充裕，产能相对可控；2) **终端需求稳定**，有忠实粉丝，且价格敏感性相对低，享受量价齐升逻辑。
- 我们认为，对于这类企业，核心关注几个要素：1) **品牌力**越强的企业拥有更高的价值（“中华老字号”、入选非遗、具备独家品种等中药公司品牌力更强），无论对上游还是下游都拥有更高的议价权；2) 出厂价格提升，且涨价不完全是由成本驱动，**增量利润留在企业内部或让利经销商**，后者将促使用户端的加速适应价格调整；3) **消费升级提高行业景气度**，例如价格层次较高的片仔癀除保肝护肝疗效外，兼有高端礼品属性。
- 片仔癀：主导产品量价齐升，增量利润绝大部分留存公司内部。我们预计公司2022-2024年归母净利润分别为29.28/34.94/44.76亿元，同比分别增长20.4%/22.7%/24.5%。
- 同仁堂：内部管理改善，核心品种提价，营销模式改革。我们预计公司2022-2024年的净利润分别为14.33/16.53/18.69亿元，同比分别增长16.8%/15.3%/13.1%。

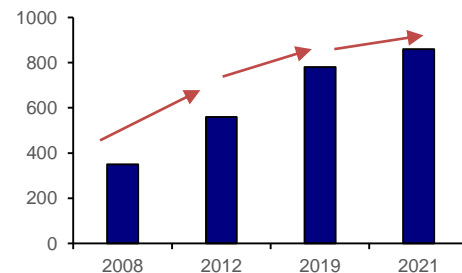
2005-2020年国内片仔癀出厂价由130元提至399元



2005-2020年片仔癀母公司盈利能力不断提升



同仁堂核心产品安宫牛黄丸经历过三次提价



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

- 诺辉健康成立于2015年，是中国结直肠癌筛查市场的开创者。公司愿景是通过筛查及早期检测实现癌症的预防与治愈。诺辉健康持有国家药品监督管理局批准的首张癌症早筛注册证，旗下的两款结直肠癌筛查产品（常卫清®和噗噗管®）也已获得国家药品监督管理局的批准。2021年1月，公司幽幽管获批，作为首个国家药监局批准的幽门螺旋杆菌消费者自测产品，幽门螺旋杆菌是胃癌发病的主要致癌因子。
- 我们预计2021-2023年公司收入分别可达到2.1亿、4.5亿、6.3亿，调整后净利润可达到-2.9亿、-3.7亿、-3.1亿元。

產品	篩查適應症	樣本類型	技術	全球權利	開發階段				
					早期開發 <sup>4</sup>	後期開發 <sup>5</sup>	註冊試驗	提交國家藥監局	國家藥監局批准
常衛清® <sup>1</sup>	結直腸癌	糞便	FIT-DNA	✓					
噗噗管® <sup>2</sup>	結直腸癌	糞便	FIT	✓					
幽幽管® <sup>3</sup>	胃癌	糞便	免疫技術	✓					
宮證清™	宮頸癌	尿液	qPCR	✓					
甘證清™	肝癌	血液	NGS (DNA+RNA+蛋白質)	✓					

<sup>1</sup> 前瞻性註冊試驗(n=5,881)達致結直腸癌靈敏度95.5%、特异性87.1%及進展期腺癌靈敏度63.5%；  
於2020年11月獲國家藥監局批准（三類醫療器械）

<sup>2</sup> 於2018年3月獲國家藥監局批准（二類醫療器械）及於2018年6月獲得CE認證

<sup>3</sup> 於2022年1月獲國家藥監局批准（三類醫療器械）

<sup>4</sup> 早期開發指技術可行性、產品優化及產品原型定案以及試驗性生產

<sup>5</sup> 後期開發指功效測試及大規模生產以及完成概念驗證臨床研究，  
且可進行註冊試驗

常衛清IVD構成我們就  
本公告而言的核心產品

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

## Summary

April 13 State Council executive meeting to deploy policy initiatives to promote consumption, promote medical and health, pension and other services consumption, domestic epidemic control is expected to gradually strengthen, we are bullish on consumer medical rebound:

1) we believe that consumer medical integrated the advantages of consumer and medical, the current stage of policy impact is relatively small, more rigid than ordinary consumption, easy to cross the bull and bear. During the 2008-2009 U.S. financial crisis, the stability of consumer medical revenue growth exceeded that of S&P daily consumption and S&P optional consumption.

2) China's consumer medical industry is in the early stage, product innovation brings demand release, fast growth rate, large market imagination and relatively good competition pattern.

3) A number of consumer medical bull stocks were born in the U.S. stock market in the past 10 years, and China's per capita GDP broke through 10,000 USD in 2019. million, we believe that the domestic consumer medical industry is expected to usher in a golden period of rapid development.

The main questions answered in this report are:

1) the business model of consumer healthcare, how to supply innovation to create new demand and continuously expand market space.

2) the penetration rate, detailed measurement of space and analysis of competitive landscape for heavyweight products such as ophthalmology, dentistry, medical aesthetics and vaccines.

3) how to compare different consumer healthcare products horizontally.

## 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，舒影岚，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。I, Linda Shu, 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.

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。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.

我，张涵，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。I, Hahn Zhang, 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.

## 利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，[请发邮件至ERD-Disclosure@htisec.com](mailto:ERD-Disclosure@htisec.com)）

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

海通证券股份有限公司和/或其子公司（统称“海通”）在过去12个月内参与了300142.CH and 2219.HK的投资银行项目。投资银行项目包括：1、海通担任上市前辅导机构、保荐人或主承销商的首次公开发行项目；2、海通作为保荐人、主承销商或财务顾问的股权或债务再融资项目；3、海通作为主经纪商的新三板上市、目标配售和并购项目。

Haitong Securities Co., Ltd. and/or its subsidiaries (collectively, the "Haitong") have a role in investment banking projects of 300142.CH and 2219.HK within the past 12 months. The investment banking projects include 1. IPO projects in which Haitong acted as pre-listing tutor, sponsor, or lead-underwriter; 2. equity or debt refinancing projects of 300142.CH and 2219.HK for which Haitong acted as sponsor, lead-underwriter or financial advisor; 3. listing by introduction in the new three board, target placement, M&A projects in which Haitong acted as lead-brokerage firm.

300142.CH, 2219.HK 及 6606.HK 目前或过去12个月内是海通的投资银行业务客户。

300142.CH, 2219.HK and 6606.HK are/were an investment bank clients of Haitong currently or within the past 12 months.

300015.CH 及 江西伟星实业发展有限公司 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。

300015.CH and 江西伟星实业发展有限公司 are/were a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

海通在过去12个月中获得对300142.CH 及 6606.HK提供投资银行服务的报酬。

Haitong received in the past 12 months compensation for investment banking services provided to 300142.CH and 6606.HK.

海通预计将（或者有意向）在未来三个月内从300896.CH, 300142.CH, 2219.HK 及 6606.HK获得投资银行服务报酬。

Haitong expects to receive, or intends to seek, compensation for investment banking services in the next three months from 300896.CH, 300142.CH, 2219.HK and 6606.HK.



## 评级定义（从2020年7月1日开始执行）：

海通国际（以下简称“HTI”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读HTI的评级定义。并且HTI发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

## 分析师股票评级

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

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

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

**各地股票基准指数：**日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100, 美国 – SP500; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

## Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

## Analyst Stock Ratings

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

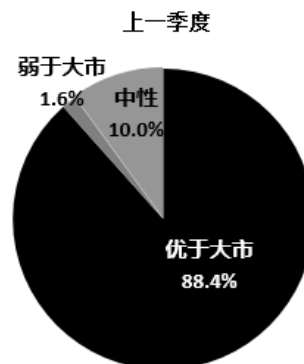
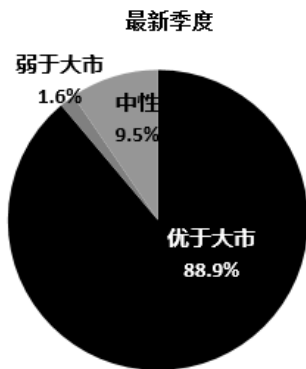
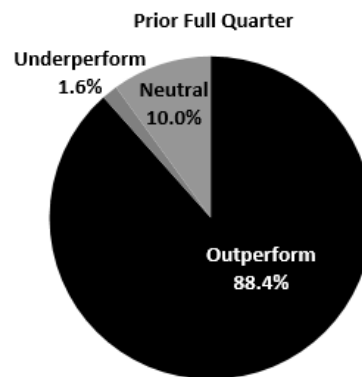
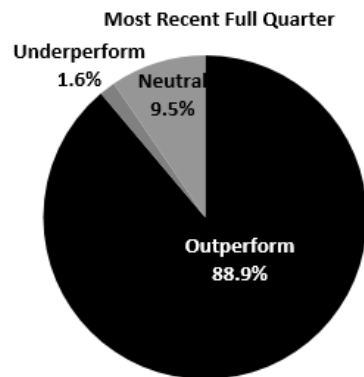
**Neutral:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

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

**Benchmarks for each stock's listed region are as follows:** Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.

# APPENDIX 2

## 评级分布Rating Distribution



## 截至2022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	88.9%	9.5%	1.6%
投资银行客户*	6.8%	5.8%	0.0%

\*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

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

### 此前的评级系统定义（直至2020年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 Mar 31, 2022

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	88.9%	9.5%	1.6%
IB clients*	6.8%	5.8%	0.0%

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**MSCI ESG评级免责声明条款：**尽管海通国际的信息供货商（包括但不限于MSCI ESG Research LLC及其联属公司（「ESG方」）从其认为可靠的来源获取信息（「信息」），ESG方均不担保或保证此处任何数据的原创性，准确性和/或完整性，并明确表示不作出任何明示或默示的担保，包括可商售性和针对特定目的的适用性。该信息只能供阁下内部使用，不得以任何形式复制或重新传播，并不得用作任何金融工具、产品或指数的基础或组成部分。此外，信息本质上不能用于判断购买或出售何种证券，或何时购买或出售该证券。即使已被告知可能造成的损害，ESG方均不承担与此处任何资料有关的任何错误或遗漏所引起的任何责任，也不对任何直接、间接、特殊、惩罚性、附带性或任何其他损害赔偿（包括利润损失）承担任何责任。

**MSCI ESG Disclaimer:** Although Haitong International's information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, none of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## 重要免责声明:

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

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

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

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

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

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

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



## IMPORTANT DISCLAIMER

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

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

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

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

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

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

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

## 分发和地区通知:

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

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

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

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

## DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

本项研究仅供收件人使用，未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有：海通国际证券集团有限公司2019年。保留所有权利。

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

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

**Notice to Singapore investors:** This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL") [Co Reg No 201311400G. HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act (Cap. 110) ("FAA") to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act (Cap. 289). Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:



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

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

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

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

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

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>