

公司研究/更新报告

2020年07月14日

医药生物/化学制药 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 18.37
合理价格区间(元): 22.22~24.60

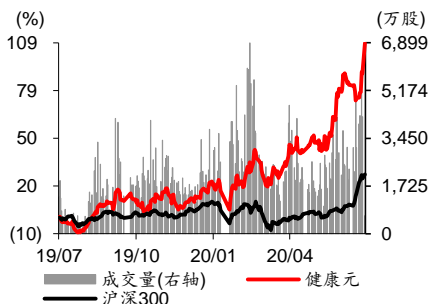
代雯 执业证书编号: S0570516120002
研究员 021-28972078
daiwen@htsc.com

岳梅梅 021-38476098
联系人 yuemeimei@htsc.com

相关研究

- 1 《健康元(600380 SH,买入): 呼吸龙头, 静待花开》2020.04
- 2 《健康元(600380 SH,买入): 呼吸龙头, 高歌猛进》2020.04
- 3 《健康元(600380 SH,买入): 存量业务稳增长, 呼吸管线始兑现》2019.10

一年内股价走势图



资料来源: Wind

高瓴战略入股, 夯实龙头地位

健康元(600380)

高瓴资本入股, 引入顶级战投

公司7月12日发布公告, 拟以非公开发行方式引入战略投资者高瓴资本。本次非公开发行募资总额不超过21.73亿元, 用于补充流动资金, 高瓴资本全额认购, 占发行后总股本的8%, 未来二者将在产品创新、市场销售、公司经营等方面展开战略合作。我们认为此次顶级战投的引入对公司长期发展意义重大, 高瓴先进的管理理念、全球化的视野与丰富的医疗资源将助力公司快速成长为中国的呼吸吸入制剂龙头。考虑到呼吸管线逐步落地, 我们略微上调公司20-22年EPS至0.57/0.66/0.88元(前值0.56/0.65/0.78元), 给予目标价22.22-24.60元(前值15.29-17.08元), 维持买入评级。

产品创新+市场营销+公司经营, 三管齐下打造呼吸龙头

本次定增后高瓴资本将持有公司8%股权, 享有提名董事, 参与实际经营的权利: 1) 对接全球顶级医疗资源: 依托其全球化的专业资源网络与股权投资经验, 协助公司引进创新药产品、开拓高端技术平台(吸入制剂、微球、脂微乳、CAR-T、双特异性抗体等)、挖掘优质项目/企业; 2) 与高济深入合作: 高济医疗(高瓴旗下公司)为全国领先的医药零售平台(覆盖20余个省和直辖市、100余个地级市的1万家以上药店), 依托其特慢病管理业务, 公司有望实现呼吸制剂及保健产品的线上+线下市场开拓; 3) 提升经营水平: 向公司输出精益管理、数字化改造和科技赋能等相关经验。

呼吸管线, 逐步兑现

公司拥有丰富且深厚的呼吸管线, 其中不乏颇具看点的独家品种, 打造呼吸全家桶的同时, 降低集采可能造成的业绩波动: 1) 我们预计复方异丙托溴铵与左沙20年有望实现1.5-2亿元销售; 2) 布地奈德混悬液现场检查已结束, 我们预计8月有望获批; 妥布霉素(吸入型抗生素, 独家产品)处于三期临床阶段, 有望于21年获批上市。公司未来每年将有3-5个新品种上市, 我们预计2025年呼吸板块销售额将突破50亿元, 贡献12亿以上利润(高壁垒领域, 净利率预计超25%), 有望再造一个健康元。此次定增后公司在手现金超30亿元, 为后续潜在的产品引进与M&A奠定基础。

分部估值法下合理估值为432.65-479.04亿元

1) 丽珠集团估值为511.68-562.85亿元, 以持股比例计算计入健康元估值为229.28-252.21亿元; 2) 我们预计制剂/原料药/保健品及OTC板块2020年分别实现净利润1.48/2.93/0.29亿元, 参考可比公司分别给予其20年9-14/8-13/8-13x PE(产品相对单一, 抗风险能力弱, 在行业平均PE基础上给予20%-50%折价); 3) DCF方法计算呼吸制剂管线估值为164亿元, 综上分部估值法下公司整体估值为432.65-479.04亿元, 对应20年PE 38.9-43.1x。当前呼吸管线估值仅考虑2019-2022年间已上市/有望上市的5个核心品种, 未来随着更多产品上市, 呼吸管线有望持续贡献估值弹性。

风险提示: 产品研发进展不及预期、新上市产品销售放量不及预期、核心产品降价的风险。

公司基本资料

总股本(百万股)	1,948
流通A股(百万股)	1,948
52周内股价区间(元)	8.07-18.37
总市值(百万元)	35,776
总资产(百万元)	23,892
每股净资产(元)	5.47

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	11,204	11,980	14,685	16,415	20,712
+/-%	3.94	6.93	22.58	11.78	26.18
归属母公司净利润(百万元)	699.41	894.35	1,111	1,294	1,709
+/-%	(67.21)	27.87	24.22	16.48	32.04
EPS(元, 最新摊薄)	0.36	0.46	0.57	0.66	0.88
PE(倍)	51.15	40.00	32.20	27.65	20.94

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

投资要点	4
手握重器，强势来袭	6
复方异丙托溴铵吸入溶液	6
左旋沙丁胺醇吸入溶液	6
布地奈德混悬液	7
妥布霉素吸入溶液	7
沙美特罗氟替卡松吸入粉雾剂	8
呼吸管线估值测算	9
高瓴加持，龙头昂首	10
盈利预测与估值	11
盈利预测调整	11
公司估值	11
风险提示	12
公司经营指标概览	13
PE/PB - Bands	14

图表目录

图表 1: 健康元呼吸管线概览.....	4
图表 2: 阿斯利康于中国的销售一骑绝尘 (样本医院数据)	5
图表 3: 国内外呼吸龙头产品线比较.....	5
图表 4: 健康元复方异丙托溴铵销售收入预测	6
图表 5: 健康元左旋沙丁胺醇销售收入预测	6
图表 6: 健康元布地奈德利润率及费用率假设	7
图表 7: 健康元布地奈德销售收入及利润预测	7
图表 8: 健康元妥布霉素销售收入预测	8
图表 9: 健康元沙美特罗氟替卡松销售收入预测.....	8
图表 10: 呼吸管线估值.....	9
图表 11: 高瓴持股众多生物医药龙头公司.....	10
图表 12: 盈利预测调整.....	11
图表 13: 健康元估值表.....	12
图表 14: 可比公司估值表	12
图表 15: 公司营业收入.....	13
图表 16: 公司归母净利润.....	13
图表 17: 公司销售毛利率、净利率和费用率.....	13
图表 18: 公司各项业务毛利率.....	13
图表 19: 公司资产负债率.....	14
图表 20: 公司现金流量.....	14
图表 21: 健康元历史 PE-Bands.....	14
图表 22: 健康元历史 PB-Bands.....	14
图表 23: 报告提及公司信息	15

投资要点

健康元为国内大型综合药企，持有丽珠集团 44.81% 股权，业务涵盖化学制剂、原料药、保健品、中药、单抗等多个领域，并于 2013 年布局呼吸吸入制剂，至今成长为国内呼吸领域管线数量、广度、深度俱佳的龙头企业。我们认为市场尚未充分认识到公司呼吸管线的价值，未来受益于：1) 呼吸制剂渗透率的提升 (GOLD/CPH 调查显示我国哮喘~4570 万，COPD~1 亿人，诊疗率为个位数水平)；2) 进口替代 (PDB 数据显示，2019 年外资占比超 90%)；3) 管线产品获批上市 (20-22 年有望上市十余个品种)；4) 高瓴加持，产品+渠道+管理换挡升级，公司呼吸管线价值有望快速得以体现。2020 年公司将迎来戴维斯双击 (丽珠业绩提速+原料药涨价+布地奈德获批)，分部估值法下给予公司 432.65-479.04 亿元，重申买入评级。

深厚且具有竞争力的呼吸管线，多项重磅卡位领先。未来 3 年公司将上市十余个产品，有望凭借多样化产品组合跃升为国内呼吸吸入制剂龙头企业：1) 复方异丙托溴铵吸入溶液与左旋沙丁胺醇吸入溶液 (独家产品) 2019 年上市，我们预计两品种 2020 年有望实现 1.5-2 亿元销售；2) 布地奈德混悬液现场检查已结束，我们预计 8 月有望获批 (次仿)，未来将成为公司现金流品种；3) 妥布霉素吸入溶液 (吸入型抗生素，独家产品) 当前处于三期临床阶段，有望于 2021 年获批上市，未来有潜力成长为 20 亿以上年销售额的重磅产品；4) 沙美特罗氟替卡松为全球呼吸领域明星产品 (2007-2014 年销售额维持在 70-80 亿美元/年)，公司有望于 2022 年获批上市，实现 10-15 亿销售峰值。

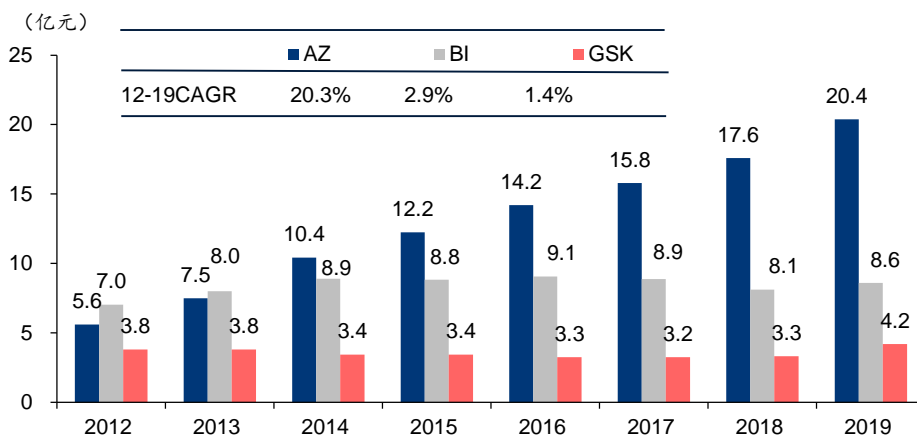
图表1：健康元呼吸管线概览

产品	分类	研发进展	进口企业	国内竞争	竞争地位
复方异丙托溴铵吸入溶液	SAMA+SABA	2019 年获批	BI	仁合益康药业、山东京卫等 6 家企业申报上市	首仿
左旋沙丁胺醇吸入溶液	SABA	2019 年获批			独家
布地奈德混悬液	ICS	预计 20 年 8 月获批	AZ	AZ+天晴获批上市；长风、普瑞特申报生产	次仿
妥布霉素吸入溶液	吸入性抗生素	3 期临床,2021E 上市	诺华		独家
富马酸福莫特罗吸入溶液	LABA	临床研究中, 2022E 上市		海纳医药、潍坊中师申请临床	首仿
盐酸氨溴索吸入溶液	祛痰	临床研究中, 2022E 上市	韩美	扬子江、海南斯达制药等 8 家申报上市	非前三
异丙托溴铵吸入溶液	SAMA	申报生产, 2020E 上市	BI	山东京卫获批, 仁合益康药业、禾亿制药、福瑞喜药业、四川普瑞特申报上市	前三
乙酰半胱氨酸吸入溶液	祛痰	申报生产, 2021E 上市	Zambon	海南斯达制药等 5 家已获批, 江苏吴中等 5 家企业申报上市	非前三
沙美特罗氟替卡松粉雾剂	ICS+LABA	临床研究中, 2022E 上市	GSK	天津信诺申报上市; 恒瑞、天晴、长风、四川普瑞特、润生药业、苏州欧米尼申报临床	前三
马来酸茚达特罗粉雾剂	LABA	申报生产, 2021E 上市	诺华	恒瑞、天晴申报临床	前三
异丙托溴铵气雾剂	SAMA	申报生产, 2020E 上市	BI	山东京卫申报上市、西普拉、北京圣德莱申报临床	非前三
布地奈德气雾剂	ICS	申报生产, 2020E 上市	Chiesi	AZ+Chiesi+鲁南贝特+上药信谊获批上市	非前三
左沙丁胺醇异丙托吸入溶液	SABA+SAMA	2020 年 7 月提交临床申请			独家
硫酸特布他林吸入溶液	SABA	2020 年 6 月申报生产	AZ	AZ、四川美大康华康药业获批; 石四药、河北仁和益康药业申报上市	非前三

资料来源: insight, 华泰证券研究所

构建呼吸制剂“全家桶”，打造中国版阿斯利康。呼吸领域多为组合用药，对比跨国巨头产品管线我们发现，阿斯利康产品线横跨咳、痰、喘、炎四大呼吸症状，在平喘类重点板块拥有短效、长效、单方、复方所有品种，产品品类齐全，市场销售策略也相对灵活。2012-2019 年间其在中国市场销售额实现超 20% 的年复合增长，完胜竞争其他对手 (vs BI: 2.9% vs GSK: 1.4%)。健康元呼吸管线亦具有极高的丰富度，并包含妥布霉素吸入溶液等临床急需药物，未来有望凭借强大的研发能力与积极的销售推广，成长为中国呼吸领域龙头。

图表2: 阿斯利康于中国的销售一骑绝尘 (样本医院数据)



资料来源: PDB, 华泰证券研究所

图表3: 国内外呼吸龙头产品线比较

呼吸道疾病症状	咳	痰	喘	炎	
用药类型	止咳祛痰 (止咳药非主流, 更加强调去痰)		平喘药	抗炎药	抗菌药
AZ	乙酰半胱氨酸		特布他林 (SABA)、福莫特罗 (LABA) 格隆溴铵/福莫特罗 (LAMA/LABA) 布地奈德/福莫特罗 (ICS/LABA)、布地格福 (ICS/LAMA/LABA)	布地奈德 (ICS)	
BI	盐酸氨溴索		噻托溴铵 (LAMA)、奥达特罗 (LABA)、异丙托溴铵 (SAMA) 复方异丙托溴铵 (SAMA/SABA)、噻托溴铵/奥达特罗 (LAMA/LABA)		
GSK			沙丁胺醇 (SABA)、沙美特罗 (LABA)、乌美溴铵 (LAMA) 乌美溴铵/维兰特罗 (LAMA/LABA) 沙美特罗/氟替卡松 (LABA/ICS)、维兰特罗/氟替卡松 (LABA/ICS) 氟替卡松/乌美溴铵/维兰特罗 (ICS/LAMA/LABA)	氟倍米松 (ICS) 氟替卡松 (ICS)	
健康元	乙酰半胱氨酸 盐酸氨溴索		左旋沙丁胺醇 (SABA)、异丙托溴铵 (SAMA) 福莫特罗 (LABA)、茚达特罗 (LABA) 复方异丙托溴铵 (SAMA/SABA) 左旋沙丁胺醇异丙托 (SAMA/SABA) 硫酸特布他林 (SABA) 沙美特罗/氟替卡松 (LABA/ICS)	布地奈德 (ICS)	妥布霉素
正大天晴			噻托溴铵 (LAMA)、福莫特罗 (LABA) 阿福特罗 (LABA)、茚达特罗 (LABA) 茚达特罗/格隆溴铵 (LABA/LAMA) 乌美溴铵/维兰特罗 (LAMA/LABA) 沙美特罗/氟替卡松 (LABA/ICS)、维兰特罗/氟替卡松 (LABA/ICS)	布地奈德 (ICS)	

资料来源: 公司年报, insight, 华泰证券研究所

手握重器，强势来袭

复方异丙托溴铵吸入溶液

公司复方异丙托溴铵吸入溶液于 2019 年 4 月首仿获批上市，我们测算其销售峰值为 5.1 亿，核心假设如下：

- 1) SAMA+SABA 品类 2018 年占据我国哮喘/COPD 市场近 3.1% 的份额，考虑到慢阻肺患者每年有 0.5-3.5 次的急性加重而短效制剂为 AECOPD 患者的首选推荐用药，且复方制剂为当前治疗趋势，我们预计 SAMA+SABA 市场份额有望缓慢提升；
- 2) 复方异丙托溴铵当前为我国 SAMA+SABA 领域的唯一获批药物，且并非研发热点，后续新药上市概率较低，假设其市场份额稳定；
- 3) 复方异丙托溴铵吸入溶液竞争格局良好（原研 BI 于 2019 年占据中国市场 99.3% 的份额），我们预计公司有望获取近 35% 的峰值份额。

图表4：健康元复方异丙托溴铵销售收入预测

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
中国哮喘/COPD 市场规模 (亿元)	205	221	252	285	320	356	395	435	477	521	568
SAMA+SABA 占比 (%)	3.3%	3.5%	3.7%	3.9%	4.0%	4.1%	4.2%	4.3%	4.4%	4.5%	4.6%
异丙托溴铵占比 (%)	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
健康元占比 (%)	10%	15%	20%	25%	30%	35%	30%	26%	23%	20%	17%
健康元销售额 (亿元)	0.7	1.2	1.9	2.8	3.8	5.1	5.0	4.9	4.8	4.7	4.4

注：哮喘/COPD 市场规模测算详见 2019-10 月发布的报告《健康元：冉冉升起的呼吸制剂明星》

资料来源：PDB, insight, Bloomberg, 华泰证券研究所

左旋沙丁胺醇吸入溶液

公司左旋沙丁胺醇吸入溶液于 2019 年 9 月首仿上市，未来靶向沙丁胺醇与特布他林市场，经我们测算左旋沙丁胺醇吸入溶液销售峰值为 10-15 亿，核心假设如下：

- 1) 根据 PDB 数据测算，2019 年我国沙丁胺醇与特布他林用量约 5.2 亿支，并呈现近 40% 的高速增长，我们预计未来 SABA 药品用量仍保持快速增长趋势；
- 2) 左旋沙丁胺醇为公司独家产品，享有独家定价权（2019 年上市价格为 56 元/支），我们假设其 2022 年降价 70% 进医保，降价后价格为同类产品的 3-4 倍，2024 年二次谈判再降 30%，其后价格基本稳定在同类产品的 2 倍左右；
- 3) 沙丁胺醇吸入溶液当前有 GSK 等 3 家公司上市，5 家以上公司在研，特布他林吸入溶液当前有阿斯利康与四川美大康两家企业上市，石四药等两家在研，我们预计公司产品有望凭借安全性优势，获取该市场 7% 的峰值份额。

图表5：健康元左旋沙丁胺醇销售收入预测

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
中国沙丁胺醇+特布他林终端用量 (亿支)	5.2	7.1	9.2	11.5	13.8	15.8	17.4	18.8	19.9	20.9	22.0	23.1
增速 (%)	40%	35%	30%	25%	20%	15%	10%	8%	6%	5%	5%	5%
左沙市场份额 (%)		0.25%	0.40%	2.50%	4.00%	5.50%	7.00%	6.00%	5.00%	4.00%	3.50%	3.00%
左沙用量 (亿支)		0.02	0.04	0.29	0.55	0.87	1.22	1.13	1.00	0.84	0.77	0.69
单价 (元)		56	56	17	17	12	11	11	10	10	9	9
价格降幅 (%)			0%	-70%	0%	-30%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%
左沙规模 (亿元)		1.0	2.1	4.8	9.3	10.2	13.6	12.0	10.1	8.0	7.0	6.0

资料来源：PDB, insight, 华泰证券研究所

布地奈德混悬液

公司布地奈德吸入溶液现场检查已完成，有望于8月获批，考虑到该品种为80亿级别重磅，且正大天晴于2020年2月获批上市，后续大概率将纳入集采。此处我们考虑集采假设（纳入第四批集采并于2022年执行），经测算在2022年布地奈德将为公司贡献近6亿净利润，后续仍将不断贡献现金流，核心假设如下：

- 1) 假设第四批集采时参与企业为阿斯利康、正大天晴、健康元三家，参考前两批降幅，我们预计该产品降价幅度为60-70%，于2024/2026年再次议价时再降30%/10%，后续价格保持稳定；
- 2) 2019年布地奈德混悬液销售额增速约10%，价格基本稳定，考虑到吸入制剂产品在我国渗透率尚低且集采降价减轻患者医疗负担，我们预计20-24年布地奈德用量仍将保持10%以上的增长；
- 3) 假设2022年首次集采时公司于集采市场中获取全国30%份额（三家参与，两家中标给予全国60%份额），集采外市场中获取全国5%份额，共计35%；2024年二次议价时公司获取集采市场23%及集采外市场5%份额（四家参与，三家中标给予全国70%份额）；2026年三次议价时公司获取集采市场20%及集采外市场3%份额（五家参与，四家中标给予全国80%份额）；
- 4) 集采带来价格下降的同时销售费用亦会降低，我们预计集采后产品净利润率有望从28%左右提升至40%左右。

图表6：健康元布地奈德利润率及费用率假设

	集采前	集采后
毛利率	90%	70%
配送费率	5%	5%
销售费用率	37%	15%
其他费用率	20%	10%
净利率	28%	40%

资料来源：华泰证券研究所

图表7：健康元布地奈德销售收入及利润预测

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
中国市场规模（亿元）	81.0	89.1	99.8	41.9	46.9	37.8	41.6	40.4	42.8	45.0	47.2	49.6
增速（%）	10%	10%	12%	-58%	12%	-20%	10%	-3%	6%	5%	5%	5%
产品价格（元）	14.0	14.0	14.0	4.9	4.9	3.4	3.4	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
价格降幅（%）		0%	0%	-65%	0%	-30%	0%	-10%	0%	0%	0%	0%
产品销量（亿支）	5.8	6.3	7.1	8.5	9.6	11.0	12.1	13.1	13.8	14.5	15.3	16.0
销量增长（%）		10%	12%	20%	12%	15%	10%	8%	6%	5%	5%	5%
健康元市场份额（%）		1.0%	3.0%	35.0%	35.0%	28.0%	28.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%
健康元销售规模（亿元）		0.9	3.0	14.7	16.4	10.6	11.6	9.3	9.9	10.3	10.9	11.4
净利率（%）		28%	28%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
净利润（亿元）		0.25	0.84	5.87	6.57	4.23	4.66	3.72	3.94	4.14	4.34	4.56

资料来源：PDB, insight, 华泰证券研究所

妥布霉素吸入溶液

妥布霉素吸入溶液为公司独家产品（原研诺华未在中国上市），当前处于三期临床阶段，有望于2021年上市，经我们测算妥布霉素吸入溶液未来销售峰值在20亿以上，核心假设如下：

- 1) 公司妥布霉素申报适应症为成人及6岁以上儿童支气管扩张、呼吸机相关性肺炎以及囊性纤维化患者的肺部感染，流行病学调查显示，我国40岁以上人群支气管扩张的发病率约为1.2%；
- 2) 公司妥布霉素吸入溶液为全国首个吸入型抗生素，可以减少全身高浓度使用抗生素带来的耐药问题，我们预计其市场份额将逐步提升，于2029年达到25%；
- 3) 妥布霉素吸入溶液于美国市场的销售额为12.67美元/支（300mg/5ml每支），我们假设上市首年公司定价为50元/支（美国市场的60%左右），疗程费用为2800元（2次每日，每次一支，用药4周），同时假设2023年降价60%进医保。

图表8: 健康元妥布霉素销售收入预测

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
中国人口总数 (百万人)	1400	1442	1484	1525	1567	1607	1648	1687	1726	1764	1801	1837
yoy (%)		3.0%	2.9%	2.8%	2.7%	2.6%	2.5%	2.4%	2.3%	2.2%	2.1%	2.0%
40岁以上人群占比 (%)	48.7%	48.7%	48.7%	48.7%	48.7%	48.7%	48.7%	48.7%	48.7%	48.7%	48.7%	48.7%
40岁以上人群发病率 (%)	1.20%	1.20%	1.20%	1.20%	1.20%	1.20%	1.20%	1.20%	1.20%	1.20%	1.20%	1.20%
患者池 (百万人)	8.18	8.43	8.67	8.91	9.16	9.39	9.63	9.86	10.09	10.31	10.52	10.73
健康元妥布霉素渗透率 (%)			0.5%	1.5%	6.0%	10.0%	15.0%	18.0%	20.0%	23.0%	25.0%	24.0%
单次治疗费用 (元)			2800	2800	1120	1120	840	823	807	791	775	759
价格降幅 (%)				0%	-60%	0%	-25%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%
市场规模 (亿元)			1.2	3.7	6.2	10.5	12.1	14.6	16.3	18.7	20.4	19.6

资料来源:《我国7省市城区40岁及以上居民支气管扩张症的患病情况及危险因素调查》, insight, 华泰证券研究所

沙美特罗氟替卡松吸入粉雾剂

公司沙美特罗氟替卡松粉雾剂当前处于临床阶段, 有望于2022年获批上市, 经我们测算健康元沙美特罗氟替卡松粉雾剂销售峰值为10-15亿。核心假设如下:

- 1) 受空气污染、吸烟、老龄化等因素影响, 我国哮喘患病率逐步上升, 至2030年达3.83% (全人群标准化患病率);
- 2) 2019年沙美特罗氟替卡松市场渗透率约为6.5%, 作为哮喘缓解期的经典用药, 未来在仿制药品上市降低医疗费用的背景下, 渗透率将逐步提升;
- 3) 公司于2018年6月获批临床, 我们预计公司产品有望于2022年获批上市, 获取近25%的市场份额 (正大天晴、恒瑞医药等公司在研);
- 4) 当前原研企业产品费用约2000元/年, 假设公司产品定价为进口产品的80%, 随后价格逐渐下降。

图表9: 健康元沙美特罗氟替卡松销售收入预测

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
中国人口数量 (百万人)	1395	1402	1409	1416	1423	1431	1438	1445	1452	1459	1467	1474
哮喘患病率 (%)	3.28%	3.33%	3.38%	3.43%	3.48%	3.53%	3.58%	3.63%	3.68%	3.73%	3.78%	3.83%
哮喘患者 (百万人)	46	47	48	49	50	51	51	52	53	54	55	56
诊断率 (%)	30%	32%	34%	36%	38%	40%	42%	44%	46%	48%	50%	52%
哮喘患者池 (百万人)	14	15	16	17	19	20	22	23	25	26	28	29
舒利迭渗透率 (%)	6.5%	7.0%	7.5%	8.0%	8.5%	9.0%	9.5%	10.0%	10.5%	11.0%	11.5%	12.0%
舒利迭使用人数 (百万人)	0.89	1.05	1.21	1.40	1.60	1.82	2.05	2.31	2.58	2.87	3.19	3.52
健康元占比 (%)				5%	10%	15%	20%	23%	25%	24%	21%	18%
价格 (元)				1600	1568	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961
降幅 (%)					-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%
市场规模 (亿元)				1.1	2.5	5.3	8.0	10.4	12.6	13.5	13.1	12.4

资料来源: GOLD, 支气管哮喘防治指南 (2016), 中国肺部健康 (CPH) 研究, Lacent, insight, 华泰证券研究所

呼吸管线估值测算

此处我们仅针对公司 2019-2022 年已上市/有望上市的 5 个核心品种进行 DCF 估值，呼吸管线产品研发壁垒高，竞争格局好，故我们假设其净利润率为 28%，计算公司 WACC 为 6.1%（基于公司前 100 周 β 值 0.81 及债务成本 5%），考虑到后续医保降价及新产品竞争，我们假设产品永续增长率为 -6%，计算管线估值为 164.4 亿元。

图表10：呼吸管线估值

(单位：亿元)	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
复方异丙托溴铵	0.7	1.2	1.9	2.8	3.8	5.1	5.0	4.9	4.8	4.7	4.4
左旋沙丁胺醇	1.0	2.1	4.8	9.3	10.2	13.6	12.0	10.1	8.0	7.0	6.0
妥布霉素	0.0	1.2	3.7	6.2	10.5	12.1	14.6	16.3	18.7	20.4	19.6
沙美特罗氟替卡松	0.0	0.0	1.1	2.5	5.3	8.0	10.4	12.6	13.5	13.1	12.4
销售总额	1.7	4.4	11.5	20.7	29.9	38.9	42.0	43.8	45.1	45.2	42.4
净利润率	28%										
布地奈德净利润	0.2	0.8	5.9	6.6	4.2	4.7	3.7	3.9	4.1	4.3	4.6
Free Cash Flow	0.7	2.1	9.1	12.4	12.6	15.5	15.5	16.2	16.8	17.0	16.4
PV of FCF	93.7										
Terminal value	127.7										
PV of terminal value	70.7										
NPV	164.4										

资料来源：华泰证券研究所

高瓴加持，龙头昂首

高瓴入股，1+1>2 效应尽显。高瓴资本为全球知名投资基金，在医疗健康领域有着深入广泛的产业投资与经营经验，覆盖连锁药店、医院、创新药、医疗器械、医疗人工智能等多个领域。截至2020年7月13日，高瓴于全球累计投资160家医疗健康企业（包含52家创新药企业），其中不乏A、H、美股中各细分行业的龙头公司，利用其全球化资源与视野，为公司对接顶级资源，并陪伴其长期成长。健康元为中国呼吸制剂的龙头企业，未来在高瓴资本的协助下，将在产品创新、渠道影响与公司管理等各个方面实现换挡升级，开启快速发展的新阶段。

图表11：高瓴持股众多生物医药龙头公司

公司名称	代码	高瓴入股时间	持股比例	当前市值(亿元)	年初至今涨跌幅	入股以来涨跌幅
A股						
健康元	600380 CH	2020/7/12	8% (拟持股)	357.76	78.36%	
凯莱英	002821 CH	2020/2/16	8.08%	540.46	80.37%	45.35%
凯利泰	300326 CH	2020Q1	5.34%	207.93	112.44%	40.02%
甘李药业	603087 CH	2019/10/22	4.53%	862.41	/	239.56%
药明康德	603259 CH	上市前	1.53%	2,332.26	54.29%	936.24%
金城医学	603882 CH	2019Q4	1.26%	404.91	72.65%	72.65%
爱尔眼科	300015 CZ	2019Q1	1.18%	1,893.10	54.48%	133.62%
泰格医药	300347 CZ	2019Q2	1.00%	796.75	68.32%	106.61%
H股						
沛嘉医疗	9996 HK	上市前	9.33%	219.62		134.38%
爱康医疗	1789 HK	2019/9/10	6.38%	295.20	219.39%	295.52%
百济神州	6160 HK	上市前	5.81%	1,211.13	52.33%	46.18%
三生制药	1530 HK	2020/3/25	5.28%	323.92	26.26%	54.02%
启明医疗	2500 HK	上市前	2.93%	325.19	114.40%	150.95%
微创医疗	0853 HK	2020/3/15	2.77%	752.55	402.43%	129.48%
药明康德	2359 HK	上市前	1.53%	2,584.27	53.15%	226.29%
美股						
泰邦生物	CBPO US	2019/8/24	7.70%	41.04	-8.31%	9.60%
百济神州	BGNE US	上市前	5.81%	156.27	53.07%	58.92%

注：1) 持股比例数据、市值与涨跌幅截至2020/7/13

资料来源：各公司公告，华泰证券研究所

盈利预测与估值

盈利预测调整

公司搭建起极具深度与广度的呼吸制剂管线，有望打造成为国内呼吸吸入制剂龙头企业。我们预计 20-22 年有望实现收入 146.85/164.15/207.12 亿元，归母净利润 11.11/12.94/17.09 亿元，对应 EPS 0.57/0.66/0.88 元（前值 0.56/0.65/0.78 元），核心假设如下：

- 1) 考虑到：i) 丽珠集团 1Q20 抗病毒颗粒与 2Q20 核酸检测试剂的热销；ii) 疫情的持续使得原料药价格维持高位；iii) 公司重磅呼吸产品布地奈德获批在即，我们将公司 2020 年收入预测略微上调 3.06%，公司当前加快呼吸制剂研发进度，未来三年有望上市十余个产品，为公司贡献大额收入与利润，我们上调公司 2021/2022 年收入预测 1.02%/10.43%；
- 2) 考虑到：i) 公司发布中长期事业合伙人持股计划，计提的激励基金在当年管理费用中列支；ii) 公司加大研发管线建设力度，我们略微上调 20-22 年管理费用 4.47%/1.02%/12.61%。

图表12：盈利预测调整

(人民币百万元)		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	调整前	11,980	14,249	16,249	18,756
	调整后	11,980	14,685	16,415	20,712
	(+/-) %	0.00%	3.06%	1.02%	10.43%
毛利	调整前	7,709	9,508	10,924	12,848
	调整后	7,709	9,805	11,093	14,431
	(+/-) %	0.00%	3.12%	1.54%	12.32%
销售费用	调整前	3,962	4,945	5,622	6,527
	调整后	3,962	5,110	5,713	7,249
	(+/-) %	0.00%	3.35%	1.61%	11.06%
管理费用	调整前	1,755	2,080	2,405	2,851
	调整后	1,755	2,173	2,429	3,210
	(+/-) %	0.00%	4.47%	1.02%	12.61%
归母净利润	调整前	894	1,098	1,273	1,514
	调整后	894	1,111	1,294	1,709
	(+/-) %	0.00%	1.19%	1.65%	12.87%
EPS	调整前	0.46	0.56	0.65	0.78
	调整后	0.46	0.57	0.66	0.88
	(+/-) %	0.00%	1.19%	1.65%	12.87%

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

公司估值

我们采用分部估值法计算公司公允价值约为 **432.65-479.04 亿元**：

- 1) 丽珠集团估值为 511.68-562.85 亿元，以持股比例计算计入健康元估值为 229.28-252.21 亿元；
- 2) 我们预计制剂板块/原料药板块/保健品及 OTC 板块 2020 年分别实现净利润 1.48/2.93/0.29 亿元，参考可比公司分别给予其 20 年 9-14/8-13/8-13x PE（公司各传统板块产品相对单一，抗风险能力弱，故在行业平均 PE 基础上给予 20%-50%折价）；
- 3) 使用 DCF 方法计算呼吸制剂管线估值为 164.35 亿元，以持股比例赋权计算公司整体估值为 432.65-479.04 亿元，对应 20 年 PE38.9-43.1x。当前呼吸管线估值仅考虑 2019-2022 年间已上市/有望上市的 5 个核心品种，未来随着更多产品的上市，呼吸管线有望持续贡献估值弹性。

图表13: 健康元估值表

业务	2020E 净利润(亿元)	可比公司 PE (x)	PE (x)	估值 (亿元)	持股比例	计入健康元估值 (亿元)
丽珠集团	17.06			511.68-562.85	44.8%	229.28-252.21
制剂板块	1.48	18	9-14	13.29-20.68	100%	13.29-20.68
原料药板块	2.93	16	8-13	23.44-38.09	100%	23.44-38.09
保健品及 OTC	0.29	17	8-13	2.28-3.71	100%	2.28-3.71
呼吸管线				164.35	100%	164.35
总计						432.65-479.04

注: 1) 各板块利润之和与公司合并报表净利润差额系丽珠单抗的亏损;

资料来源:《2020-6-8 丽珠集团: 花迎佩剑柳拂旌旗, 成长加速兑现》, 华泰证券研究所

图表14: 可比公司估值表

公司名称	代码	收盘价	总市值	EPS (元)			PE (x)			19-21E
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	EPS 增速
制剂板块										
白云山	600332 CH	35.26	496	1.96	1.97	2.28	18	18	15	3%
浙江医药	600216 CH	21.25	205	0.36	1.31	1.60	59	16	13	62%
华东医药	000963 CH	30.51	534	1.61	1.65	1.93	19	19	16	8%
平均值							32	18	15	24%
原料药板块										
新和成	002001 CH	31.04	667	1.01	1.86	2.10	31	17	15	14%
浙江医药	600216 CH	21.25	205	0.36	1.31	1.60	59	16	13	62%
平均值							45	16	14	38%
保健品及 OTC 可比公司										
华润三九	000999 CH	31.67	310	2.16	1.77	1.96	15	18	16	10%
千金药业	600479 CH	10.06	42	0.70	0.66	0.74	14	15	14	7%
平均值							14	17	15	8%

注: 盈利预测来自 wind 一致预期

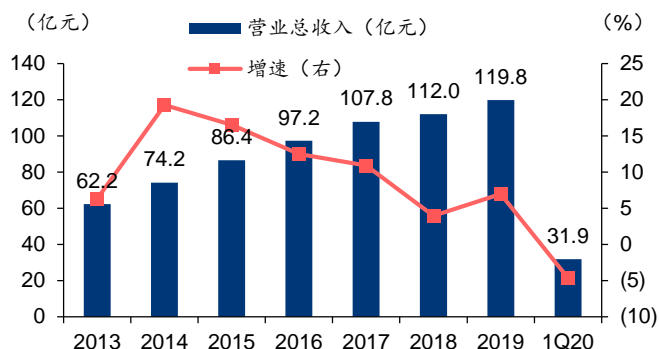
资料来源: wind, Bloomberg, 华泰证券研究所

风险提示

- 产品研发进展不及预期:** 基于 19-22 年公司数个呼吸重磅产品获批上市的预期, 我们以 DCF 估值法计算公司呼吸管线估值约为 153 亿元, 但产品的研发和审评周期较长, 面临不确定性, 公司存在产品研发进展不及预期的风险;
- 新上市产品销售放量不及预期:** 公司 2019 年已获批复方异丙托溴铵吸入溶液和左旋沙丁胺醇吸入溶液两个产品, 未来三年将陆续获批十余个产品, 呼吸用药属专科领域, 若公司销售团队推广力度欠佳则存在产品放量低于预期的风险;
- 核心产品降价的风险:** 在当前医保趋紧, 带量采购背景下, 公司现有制剂品种面临价格下降的风险。

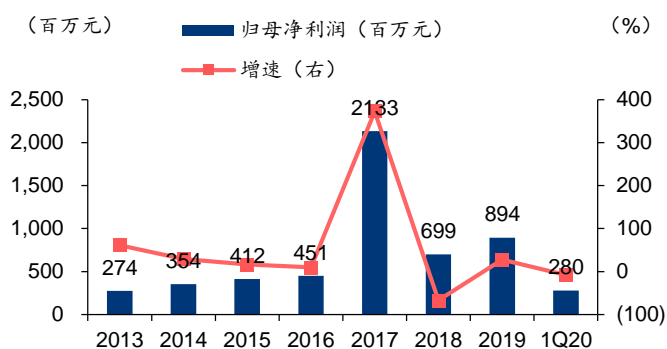
公司经营指标概览

图表15: 公司营业收入



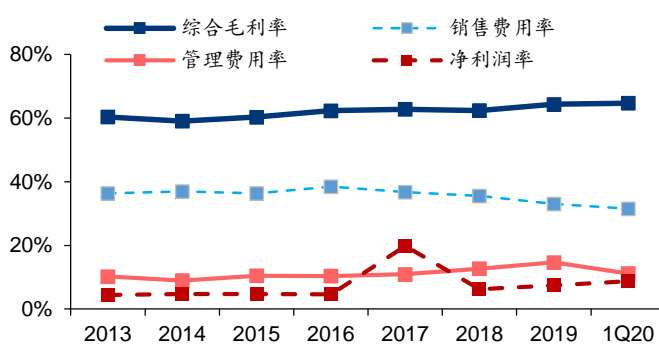
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表16: 公司归母净利润



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

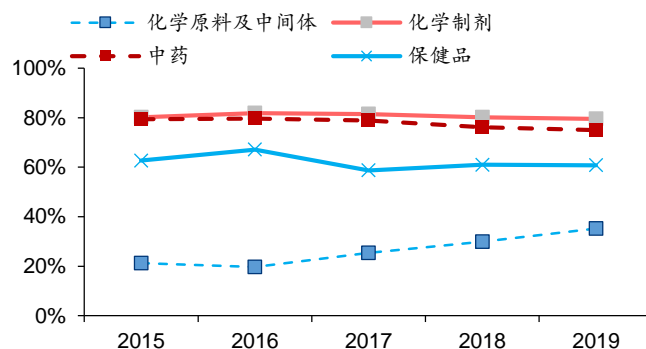
图表17: 公司销售毛利率、净利率和费用率



注: 管理费用中包含研发费用

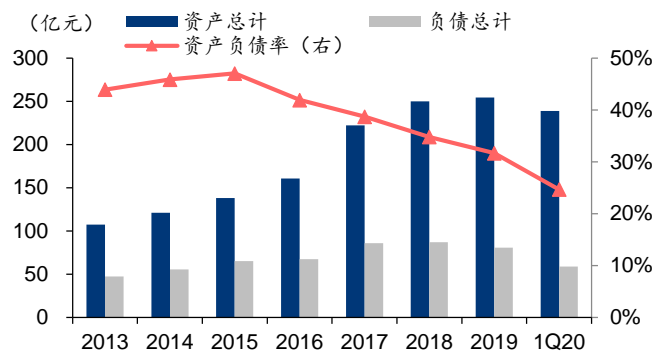
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表18: 公司各项业务毛利率



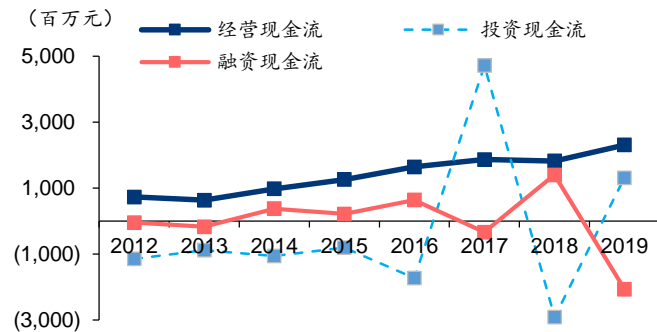
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表19: 公司资产负债率



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

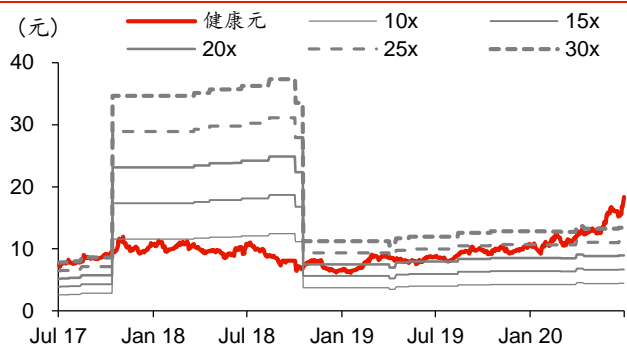
图表20: 公司现金流量



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

PE/PB - Bands

图表21: 健康元历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表22: 健康元历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表23: 报告提及公司信息

公司	股票代码	评级	目标价
A股 (RMB)			
丽珠集团	000513 CH	买入	54.60-60.06
凯莱英	002821 CH	无	无
凯利泰	300326 CH	买入	31.82-32.85
甘李药业	603087 CH	无	无
药明康德	603259 CH	买入	133.01-143.53
金城医学	603882 CH	无	无
爱尔眼科	300015 CH	无	无
泰格医药	300347 CH	无	无
白云山	600332 CH	无	无
浙江医药	600216 CH	无	无
华东医药	000963 CH	买入	23.91-26.86
新和成	002001 CH	无	无
华润三九	000999 CH	增持	27.74-33.91
千金药业	600479 CH	无	无
恒瑞医药	600276 CH	无	无
江苏吴中	600200 CH	无	无
H股 (HKD)			
沛嘉医疗	9996 HK	买入	39.38
爱康医疗	1789 HK	无	无
百济神州	6160 HK	无	无
三生制药	1530 HK	无	无
启明医疗	2500 HK	无	无
微创医疗	0853 HK	无	无
石四药集团	2005 HK	买入	8.17
美股			
泰邦生物	CBPO US	无	无
阿斯利康	AZN LN	无	无
葛兰素史克	GSK LN	无	无
诺华制药	NVS US	无	无
未上市			
高瓴资本	未上市	无	无
高济医疗	未上市	无	无
河北仁和益康药业	未上市	无	无
山东京卫制药	未上市	无	无
正大天晴	未上市	无	无
长风药业	未上市	无	无
四川普锐特	未上市	无	无
海纳医药	未上市	无	无
潍坊中师	未上市	无	无
扬子江药业	未上市	无	无
海南斯达制药	未上市	无	无
禾亿制药	未上市	无	无
福瑞喜药业	未上市	无	无
天津信诺	未上市	无	无
润生药业	未上市	无	无
苏州欧米尼	未上市	无	无
西普拉	未上市	无	无
北京圣德莱	未上市	无	无
鲁南贝特	未上市	无	无
四川美大康华康药业	未上市	无	无
勃林格殷格翰	未上市	无	无
韩美	未上市	无	无
Zambon	未上市	无	无
Chiesi	未上市	无	无

资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	16,575	16,585	19,445	22,231	26,691
现金	11,471	11,189	13,029	15,144	17,981
应收账款	1,881	1,997	2,448	2,737	3,453
其他应收账款	61.90	97.82	119.91	134.04	169.12
预付账款	255.04	246.34	281.47	307.02	362.30
存货	1,411	1,528	1,736	1,885	2,218
其他流动资产	1,495	1,526	1,830	2,024	2,508
非流动资产	8,411	8,853	9,068	9,387	9,895
长期投资	476.71	511.35	511.35	511.35	511.35
固定投资	4,022	4,069	4,199	4,379	4,650
无形资产	400.99	374.19	350.07	328.37	308.84
其他非流动资产	3,511	3,899	4,007	4,168	4,425
资产总计	24,986	25,438	28,512	31,618	36,586
流动负债	7,636	7,373	8,459	9,273	11,155
短期借款	2,500	2,162	2,650	2,962	3,737
应付账款	633.55	631.69	721.79	787.29	929.06
其他流动负债	4,502	4,579	5,088	5,524	6,489
非流动负债	1,053	680.92	680.92	680.92	680.92
长期借款	0.70	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	1,052	680.92	680.92	680.92	680.92
负债合计	8,689	8,054	9,140	9,954	11,836
少数股东权益	6,654	7,028	8,215	9,598	11,424
股本	1,938	1,938	1,948	1,948	1,948
资本公积	2,391	2,404	2,511	2,511	2,511
留存公积	5,290	5,897	6,698	7,607	8,867
归属母公司股东权益	9,644	10,356	11,157	12,066	13,326
负债和股东权益	24,986	25,438	28,512	31,618	36,586

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	1,826	2,312	2,356	2,898	3,415
净利润	699.41	894.35	1,111	1,294	1,709
折旧摊销	569.68	561.83	591.49	631.03	677.66
财务费用	(167.56)	(221.85)	(223.57)	(261.57)	(303.58)
投资损失	64.92	1.74	1.74	1.74	1.74
营运资金变动	(434.45)	(183.25)	(341.45)	(179.84)	(525.69)
其他经营现金	1,094	1,260	1,217	1,413	1,856
投资活动现金	(2,910)	1,310	(827.90)	(972.22)	(1,207)
资本支出	655.02	703.20	791.78	936.10	1,171
长期投资	216.98	(31.08)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	2,038	(1,983)	36.12	36.12	36.12
筹资活动现金	1,405	(2,060)	311.36	188.58	630.19
短期借款	2,039	(338.39)	488.05	312.21	775.30
长期借款	0.00	(0.70)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	364.26	0.00	9.50	0.00	0.00
资本公积增加	1,461	12.26	107.44	0.00	0.00
其他筹资现金	(2,460)	(1,733)	(293.64)	(123.63)	(145.11)
现金净增加额	320.51	1,563	1,840	2,115	2,838

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	11,204	11,980	14,685	16,415	20,712
营业成本	4,214	4,271	4,880	5,323	6,281
营业税金及附加	158.61	147.40	180.68	201.97	254.84
营业费用	3,979	3,962	5,110	5,713	7,249
管理费用	1,421	1,755	2,173	2,429	3,210
财务费用	(167.56)	(221.85)	(223.57)	(261.57)	(303.58)
资产减值损失	107.10	57.14	30.00	30.00	30.00
公允价值变动收益	(26.11)	(2.26)	(2.26)	(2.26)	(2.26)
投资净收益	(64.92)	(1.74)	(1.74)	(1.74)	(1.74)
营业利润	1,594	2,187	2,715	3,161	4,171
营业外收入	179.38	12.40	12.40	12.40	12.40
营业外支出	40.61	21.43	21.43	21.43	21.43
利润总额	1,733	2,178	2,706	3,152	4,162
所得税	273.40	328.08	407.56	474.73	626.85
净利润	1,460	1,850	2,298	2,677	3,535
少数股东损益	760.19	955.67	1,187	1,383	1,826
归属母公司净利润	699.41	894.35	1,111	1,294	1,709
EBITDA	1,946	2,368	2,893	3,340	4,355
EPS (元, 基本)	0.36	0.46	0.57	0.66	0.88

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	3.94	6.93	22.58	11.78	26.18
营业利润	(72.85)	37.19	24.12	16.43	31.95
归属母公司净利润	(67.21)	27.87	24.22	16.48	32.04
获利能力 (%)					
毛利率	62.39	64.35	66.77	67.57	69.67
净利率	6.24	7.47	7.57	7.88	8.25
ROE	8.21	8.94	10.33	11.15	13.46
ROIC	18.76	19.35	22.29	24.62	30.92
偿债能力					
资产负债率 (%)	34.77	31.66	32.06	31.48	32.35
净负债比率 (%)	36.83	33.28	34.66	34.97	35.96
流动比率	2.17	2.25	2.30	2.40	2.39
速动比率	1.99	2.04	2.09	2.19	2.19
营运能力					
总资产周转率	0.47	0.48	0.54	0.55	0.61
应收账款周转率	5.98	6.18	6.61	6.33	6.69
应付账款周转率	7.28	6.75	7.21	7.05	7.32
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.36	0.46	0.57	0.66	0.88
每股经营现金流(最新摊薄)	0.94	1.19	1.21	1.49	1.75
每股净资产(最新摊薄)	4.95	5.32	5.73	6.20	6.84
估值比率					
PE (倍)	51.15	40.00	32.20	27.65	20.94
PB (倍)	3.71	3.45	3.21	2.97	2.68
EV_EBITDA (倍)	18.39	15.11	12.37	10.71	8.22

免责声明

分析师声明

本人，代雯，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师代雯本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#.298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司