

思派健康 Medbanks (314 HK)

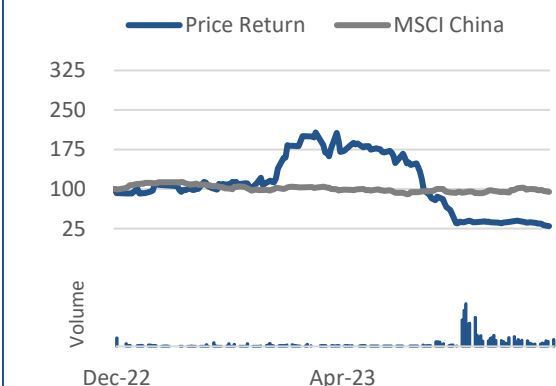
首次覆盖：“健康保险+医疗健康管理”双轮驱动初见成型，看好思派健康长期发展
 "Health Insurance+Medical Health Management" Two-wheels Business Modal has taken Shape, Optimistic about Sipai's Long-term Healthy Development : Initiation

观点聚焦 Investment Focus

首次覆盖优于大市 Initiate with OUTPERFORM

评级	优于大市 OUTPERFORM
现价	HK\$6.01
目标价	HK\$11.25
市值	HK\$4.59bn / US\$0.59bn
日交易额 (3 个月均值)	US\$1.74mn
发行股票数目	763.03mn
自由流通股 (%)	4%
1 年股价最高最低值	HK\$42.10-HK\$6.01

注：现价 HK\$6.01 为 2023 年 8 月 14 日收盘价



资料来源：Factset

	1mth	3mth	12mth
绝对值	-24.2%	-83.7%	
绝对值 (美元)	-24.1%	-83.7%	
相对 MSCI China	6.4%	-51.6%	

(Rmb mn)	Dec-22A	Dec-23E	Dec-24E	Dec-25E
营业收入	4,119	5,011	6,079	7,371
(+/-)	19%	22%	21%	21%
净利润	-1,371	-143	4	150
(+/-)	n.m.	n.m.	103%	3603%
全面摊薄 EPS (Rmb)	-1.80	-0.19	0.01	0.20
毛利率	8.2%	9.7%	11.1%	12.2%
净资产收益率	-74.6%	-8.4%	0.2%	8.1%
市盈率	n.m.	n.m.	1131	31

资料来源：公司信息, HTI

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

核心观点

“健康保险+医疗健康管理”双轮驱动的商业模式已经初步成型。我们认为，思派健康的健康保险业务是前端获客的入口和商业模式的现金流来源，药房业务构成特药履约的基础设施，SMO 业务是构建医生专家网络的早期成熟业务。我们认为，在未来老龄化加剧、医保资金结余压力、多方政策鼓励商保发展的大背景下，思派健康双轮驱动的商业模式具备诸多看点。

回顾历史，公司业务发展紧跟国家医政药政改革精神。回顾公司发展历程，始终紧跟我国药政改革等顶层设计，如“鼓励创新药研发”的政策下，公司发展了肿瘤 SMO 业务；在“医药分离”，鼓励处方外流的政策下，公司发展了 DTP 药房业务；在国家鼓励增加商业健康险供给的背景下，公司发展了健康险业务，我们认为，公司业务布局紧跟国家政策鼓励的发展方向，构建“健康保险+医疗健康管理”的双轮驱动业务模式符合国家医政药政改革精神。

三大业务板块经营成果均处于行业前列，公司执行力卓越。健康保险服务，与 60 家保险公司合作，全年售出约 12.5 百万份惠民保和超 40 万份企业健康计划，健康保险服务已成为三者中增长最快的板块，2019-2022 年，健康保险服务收入分别为 220 万元、3200 万元、9260 万元、1.38 亿元，CAGR 为 297%。DTP 药房，在全国共经营 96 家 DTP 药房，已全面覆盖 27 家省级肿瘤专科医院和 5 个国家癌症治疗中心，并建立起首个也是唯一一个全国性的特药管理平台，2022 年收入 36.62 亿 (yoy +16.7%)；2022 年公司 SMO 业务处于肿瘤 SMO 细分行业第 1 名，协助开展超 1000 项临床试验，2022 年收入达 3.19 亿 (yoy +30.5%)。

我们认为，未来思派健康的看点在于“双轮驱动”商业模式的不断自我强化。在入口端，健康保险满足客户的健保需求，截止 22 年底，已经服务超过 1000 万惠民保城市居民、超过 50 万的企业健康团险的企业会员，通过自身积累的数据和保险设计能力，与保险公司合作开发与基本医保差异化的保险项目，提升患者的支付能力。在履约端，思派健康通过 DTP 药房履约特药交付，随着长期业务数据的积累，DTP 药房业务赋能协助医生进行患者院外用药管理，提供用药咨询、追踪用药进展等服务，改善患者用药体验。在医疗服务的履约中，思派健康围绕医生，赋能医生，可以基于自己的重疾专家医生网络 (SMO 网络与合作医生) 提供配套的配套服务，如就诊绿色通道等。

孟科舍 Kehan Meng
 kh.meng@htsec.com

Roger Chen
 roger.m.chen@htsec.com

盈利预测与估值

我们采用 DCF 估值方法对思派健康进行估值。

(1) SMO 业务板块：我们预计 SMO 业务板块 2023-2025 年收入分别为 3.78、4.53、5.35 亿元，同比增速为 18%、20%、18%。

(2) DTP 药房业务板块：我们预计 DTP 药房业务板块 2023-2025 年收入分别为 44.31、53.33、64.07 亿元，同比增速分别为 21%、20%、20%。

(3) 健康险业务板块：我们预计健康险业务板块 2023-2025 年收入分别为 2.03、2.93、4.29 亿元，同比增速分别为 47%、45%、46%。

我们预计公司 2023-2025 年主营业务收入分别为 50.11、60.79、73.71 亿元，同比增速分别为 22%、21%、21%。我们采用 DCF 估值方法对思派健康进行估值，在 WACC=12.91%、永续增长率 $g=3\%$ 的假设下，我们对思派健康估值为 78.12 亿元人民币，按港币兑人民币 0.91 汇率计算，折合 85.85 亿元港币，根据公司总股本 7.63 亿股计算，对应目标价 11.25 元港币（2023 年 8 月 11 日思派健康收盘股价为每股 6.46 元港币），首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险

健康险业务发展不及预期、DTP 药房扩张速度不及预期、处方药外流政策风险、SMO 行业政策监管风险、公司成本费用控制风险、医药行业反腐风险

目录

1. 思派健康：双轮驱动，引领医疗保健数字化转型	4
1.1 公司概况：思派健康初步建立了健康保险+医疗健康管理的双轮驱动商业模式	4
1.3 公司股权结构：腾讯是最大的外部股东	7
1.4 公司管理层：专业背景，团队经验丰富，具备行业洞察力及商业敏锐度	8
1.5 财务概况：营业收入迅速增长，健康险业务毛利率较高	8
2. 健康保险服务：中国多层次健康保险体系，市场规模稳步增长	9
2.1 中国健康保险服务规模：未来十年稳步增长，预计 2025 年起 2 万亿元人民币	9
2.2 健康保险服务产业价值链	10
2.3 健康保险服务的增长动力：顺应潮流共享医疗数据，把握早期发展机遇建立全面服务网络	10
2.4 健康保险服务行业的进入壁垒：具备深刻洞察力和创造力，建立品牌声誉参与竞争	11
3. DTP 药房：较传统药房更加突出高度专业性，大数据积累提升运营效率	11
3.1 中国特药市场规模：特药市场规模稳定增长，肿瘤专药占据大半	11
3.2 特药药房产业价值链：国内处于起步阶段，产业链参与者积极探索支付解决方案	12
3.3 DTP 药房的增长动力：创新药的需求增加，低毛利率+高单价撬动高利润额	13
3.4 DTP 药房行业的进入壁垒：专业性助力搭建合作桥梁	14
4. SMO：受药物研发投入和临床试验合规要求推动行业发展，公司聚焦肿瘤 SMO 市场	14
4.1 中国 SMO 规模：预计 2030 年规模达 337 亿元，肿瘤领域占整个 SMO 市场超 60%	14
4.2 SMO 产业价值链：连通上游 CRC 和下游临床试验申办方	15
4.3 SMO 的增长动力：新药研发投入增加和临床试验合规要求双驱动	15
4.4 SMO 行业的进入壁垒：未来头部企业核心壁垒不断巩固，市场集中度将不断提升	15
5. 思派的业务分析：双轮驱动，形成自我强化的生态系统	16
5.1 健康保险业务分析：增速最快势头迅猛，完成支付闭环设计	17
5.1.1 健康保：前端入口，公司长期发展的重要看点	18
5.1.2 惠民保：公司助力多个省市运营惠民保	19
5.2 SMO 业务分析：营收稳步提升，稳居肿瘤 SMO 第一	19
5.3 DTP 药房业务分析：重点发力实现快速扩张，专注高价创新肿瘤药物覆盖	21
6. 盈利预测	22

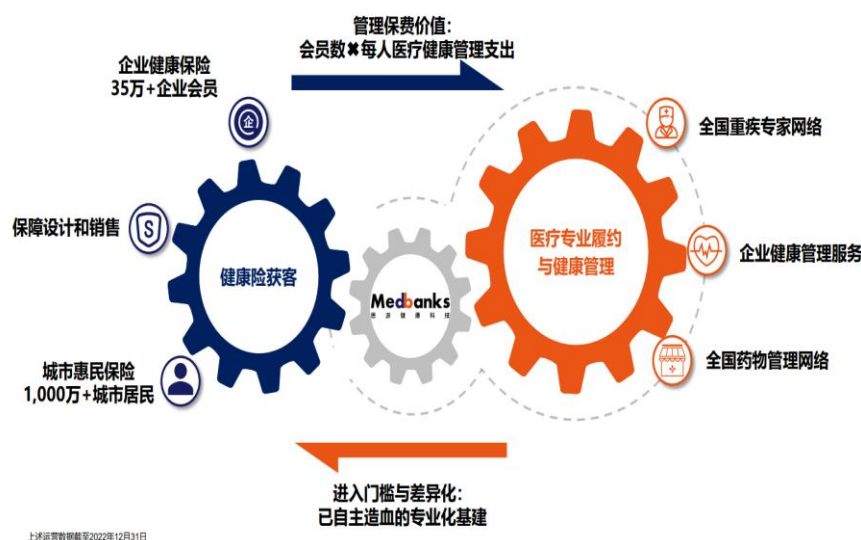
1. 思派健康：双轮驱动，引领医疗保健数字化转型

1.1 公司概况：思派健康初步建立了健康保险+医疗健康管理的双轮驱动商业模式

思派健康科技有限公司（以下简称“思派”）为一家中国领先的医疗科技及健康管理公司，立志引领中国医疗健康行业的数字化转型，为大众提供优质与可及的医疗服务。通过强大的技术及数据赋能的运营能力，思派将中国医疗健康系统的患者、医生、医疗机构、制药公司及商业保险公司联系起来，并提供明确的价值。思派目前经营三条业务线，包括健康保险服务、特药药房业务及医生研究协助业务。

自 2014 创办以来，通过 9 年建设，思派不断扩大自身网络，通过和医药创新企业、专家网络以及健康险公司的深入合作，初步建立了健康保险+医疗健康管理的双轮驱动体系。思派健康通过其强大的技术平台及数据赋能的运营能力，将中国医疗健康系统的患者、医生、医疗机构、制药公司及支付方联系起来，并向所有的合作伙伴展示明确的价值。

图1 思派健康“双轮驱动”商业模式的业务协同价值



上述数据截至 2022 年 12 月 31 日

资料来源：公司官网、HTI

公司经营三条业务线，包括健康保险业务、特药药房业务及医生研究协助。

（1）健康保险业务。思派与 60 家保险公司合作，共同开发差异化的健康保险计划，2022 年全年售出约 12.5 百万份惠民保和超 40 万份企业健康计划。

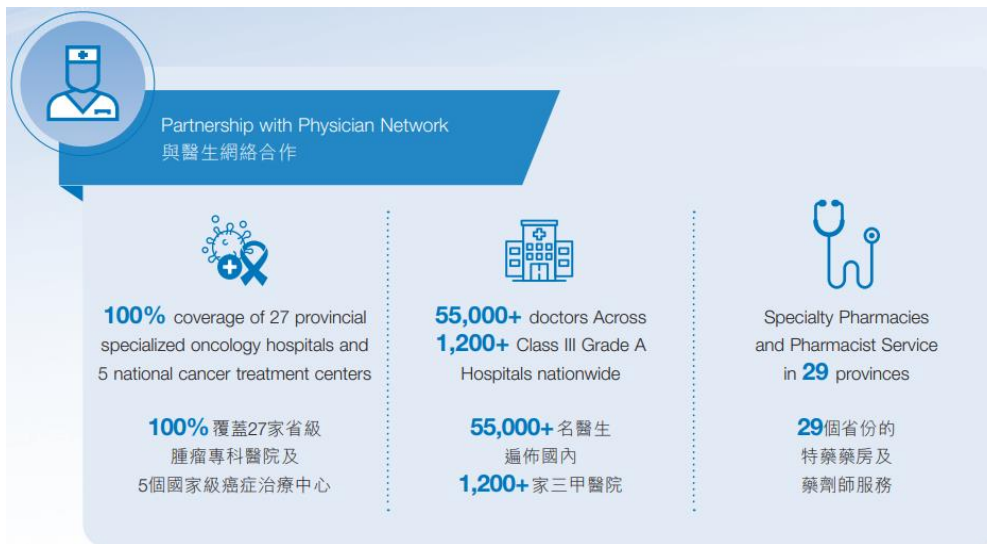
图2 思派健康与保险公司合作取得成果



资料来源：公司年报、HTI

(2) 特药药房业务。公司实现 27 家省级肿瘤专科医院及五个国家级癌症治疗中心的 100%覆盖，搭建起超 55000 名医生、遍布国内 1200 多家三甲医院和 500 家体检机构的庞大网络系统。在 29 个省份提供特药药房及药剂师的专业服务。

图3 思派健康与医生网络合作取得成果



资料来源：公司年报、HTI

(3) 医生研究协助业务，以支持制药公司从 I 期到IV期临床试验的药物研发过程。在肿瘤 SMO 方面的丰富经验及专业知识使公司从同行中脱颖而出，稳居肿瘤 SMO 业务第 1 名，协助超 1000 项临床试验。公司与 280 多名制药及生物科技客户建立合作关系，全面涵盖中国前十大上市制药公司，并且按同期收入计算，公司在维系前十大 SMO 客户方面实现 100%的客户留存率。

图4 思派健康与医药创新者合作取得成果



资料来源：公司年报、HTI

1.2 公司历程：获得多轮融资，不断扩大业务运营

公司成立于2014年，上市前获得了多轮股权融资，以支持从2015年到2021年扩大业务运营。公司首次公开发售前共进行六轮融资，合计融资金额超20亿元，上轮估值17.2亿美金。公司于2015年开始获得多方投资，其中不乏腾讯投资、F-Prime Capital、IDG等多家知名投资机构。

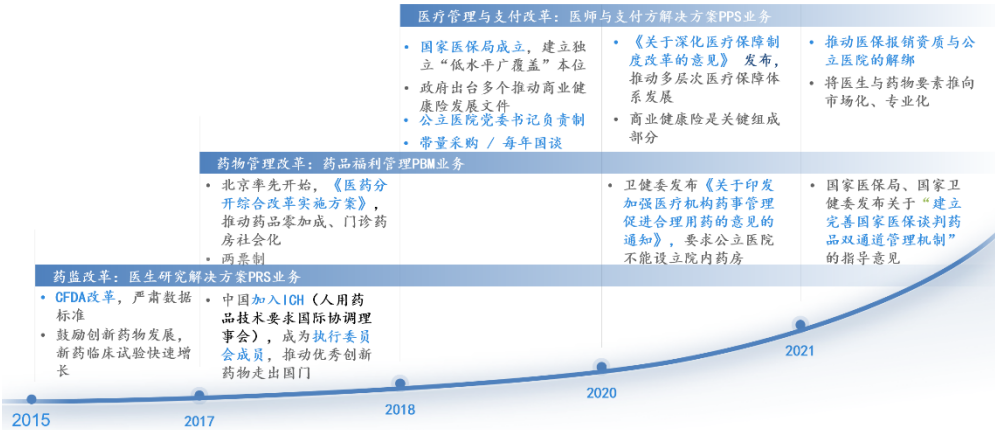
图5 思派健康发展历程

年份	融资历程	金额
2015年	A轮融资完成，由Eight Roads Capital和F-Prime Capital牵头融资	759万美元
2016年	B轮融资完成，由腾讯集团牵头融资	2200万美元
2018年	C轮融资完成，IDG Capital、Grand Bow、ERVC Healthcare等作出投资	2943万美元
2019年	D轮融资，腾讯集团、CCEIF Bigdata、TPP Fellow-on等作出投资	1.35亿美元
2020-2021年	完成E轮融资，腾讯集团、JenCap、Forebright、Evolution、Wu Capital、ZWC MB Investment及Taihecap Limited作出投资	2.99亿美元
	完成F轮融资，腾讯集团、Octagon、Hudson Bay、3W及SAGE作出投资	8060万美元

资料来源：招股说明书、HTI

公司紧跟药政、医保改革趋势，围绕赋能医生的中心，拓展业务板块。2015年药监改革，鼓励创新药物发展，促使新药临床试验快速增长，公司开拓PRS业务，聚焦于肿瘤SMO领域；2017年药物管理改革，从北京率先开始，颁布施行《医药分开综合改革实施方案》，推动药品零加成、门诊药房社会化，公司开始构建DTP药房业务，2020年卫健委发布《关于印发加强医疗机构药事管理促进合理用药的意见的通知》要求公立医院不能设立院内药房，以及“双通道”管理机制促进DTP药房业务不断壮大成长为公司支柱产业；2018年医疗管理与支付改革，国家医保局成立，2020年改革进一步深化，推动多层次医疗保障体系发展，医保报销资质与公立医院解绑，公司健康保险服务把握机遇，实现飞速发展。

图6 思派健康发展历程



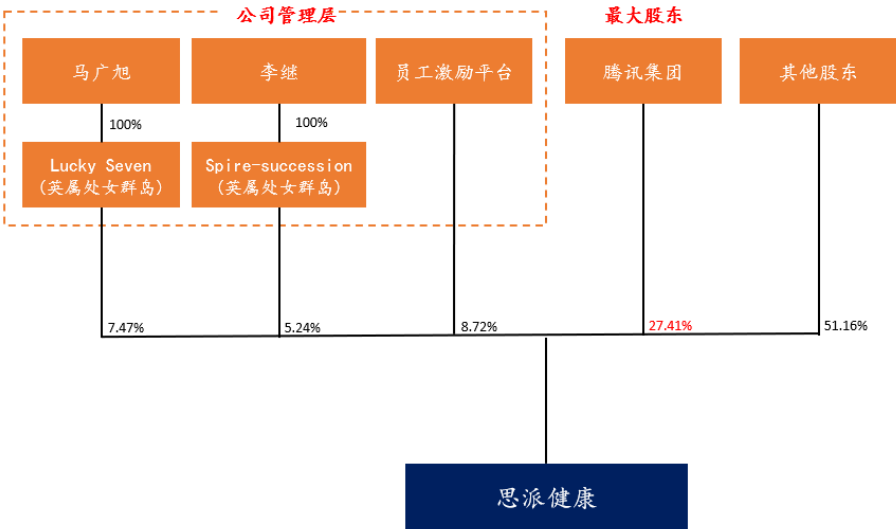
资料来源：招股说明书、HTI

1.3 公司股权结构：腾讯是最大的外部股东

马旭广先生通过 Lucky Seven 持股 7.47%；李继先生通过 Spire succession 持股 5.24%；三个员工激励平台 Wise Approach、Creative Pioneer、Sail Far 分别持股 5.30%、2.11%和 1.31%，合计持股约 8.72%；上述股东为一致行动人，可合计行使约 21.43%的表决权。

腾讯集团是最大股东，通过 Tencent Mobility 和 TPP Follow-on 分别持有 22.05%和 5.35%的股份，合计 27.41%。其他股东持股 51.16%。

图7 思派健康股权结构（截止 2022 年底）



资料来源：公司年报、Wind、HTI

1.4 公司管理层：专业背景，团队经验丰富，具备行业洞察力及商业敏锐度

公司核心管理层拥有超过 20 年的中国医疗行业的公司运营和管理经验。创始团队马旭广先生和李继先生，出身全球跨国药企，对医药领域熟悉，产业资源丰富。创始人马旭广先生拥有医疗健康行业 25 年的从业经历，曾在拜耳、先灵葆雅等全球领先制药公司负责特药销售。团队出身跨国药企的背景经历令管理层具有极高的行业敏锐度与丰富的药企资源。

表1 思派健康管理层介绍

管理层	职位	过往经历	角色与职责
马旭广	执行董事、董事会主席兼首席执行官	在医疗健康行业从业超过 25 年，曾在拜耳及先灵葆雅等全球领先制药公司负责特药销售	主持董事会工作并负责本集团的整体企业及业务战略
李继	执行董事兼总裁	在医疗健康行业从业超过 20 年，曾在拜耳、先灵葆雅及 Nova Medical 担任管理职位	负责监督本集团的日常经营及管理
周腾	首席战略官	曾任职于 Eight Roads Capital (前身为 Fidelity Growth Partners Asia)、拜耳及 Roland Berger	负责本集团的整体战略规划以及财务及投资职能
李骑昂	首席运营官	曾任职于百度在线网络技术、联想之星资本、IDG 资本及挂号网	负责监督本集团的日常管理及运营

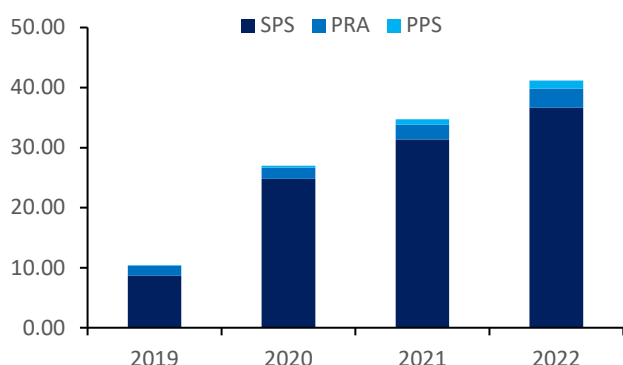
资料来源：公司年报、HTI

1.5 财务概况：营业收入迅速增长，健康险业务毛利率较高

公司总收入迅速增长。公司 2019-2022 年总收入为 10.39、27.00、34.74 和 41.19 亿元，2019-2022 年 CAGR 为 58%。DTP 药房收入在公司整体收入中占比最大，2019-2022 年收入分别为 8.64、24.82、31.36、36.62 亿元，2019-2022 年 CAGR 为 62%，2022 年，DTP 药房收入占公司总收入的 89%。健康保险业务作为公司增速最快的业务板块，2019-2022 年收入分别为 222 万元、3200 万元、9259 万元、1.38 亿元，2019-2022 年 CAGR 为 297%。SMO 业务板块保持稳定增长，2019-2022 年收入分别为 1.73、1.86、2.45、3.19 亿元，2020-2022 年同比增速分别为 7%、32%、30%

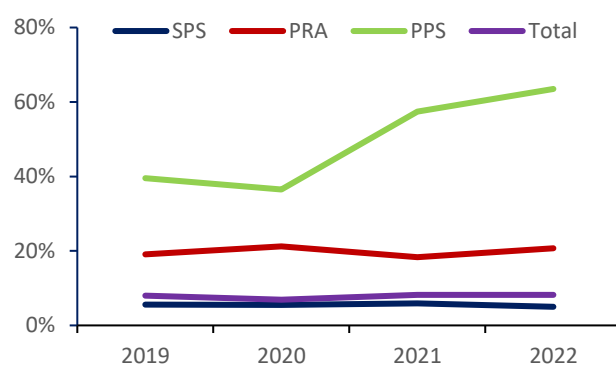
总体毛利率保持稳定，健康险业务毛利率持续提升。2019-2022 年，总毛利率稳定在 8% 左右。三大业务板块中，健康保险服务的毛利率最高，2019-2022 年健康保险服务毛利率分别为 39.5%、36.5%、57.4%、63.5%。SMO 业务毛利率保持相对稳定，2019-2022 年分别为 19.1%、21.2%、18.3%、20.7%。DTP 药房业务，由于业务特点，毛利率相对较低，2019-2022 年公司 DTP 药房毛利率分别为 5.6%、5.5%、5.9%、5.0%。

图8 营业收入迅速增长 (单位: 人民币亿元)



资料来源: 公司年报、HTI

图9 总毛利率稳定在8%左右, 健康保险服务毛利率增速明显



资料来源: 公司年报、HTI

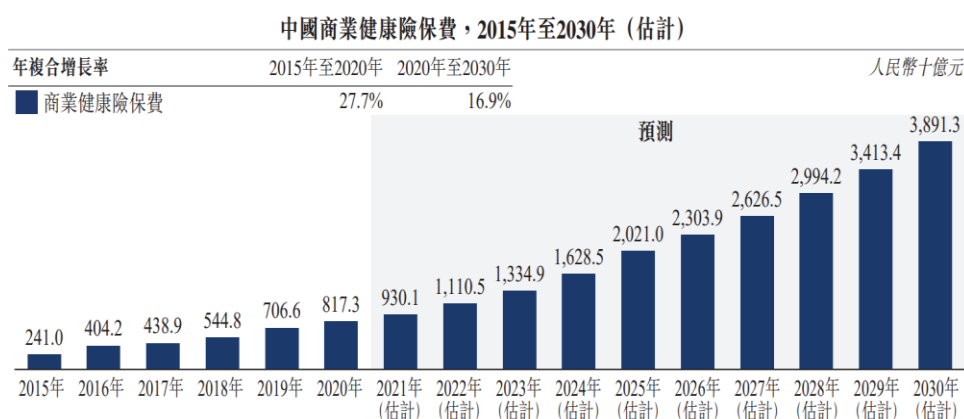
随着业务发展, 公司降本增效, 经调整亏损逐渐收窄。2019-2022年, 公司税前年度亏损分别为5.96、10.41、37.48、13.72亿元人民币。不计入(i)可转换可赎回优先股的公允价值变化, (ii)基于股份的支付补偿, IPO费用, 以及(iv)发行可转换可赎回优先股的交易成本的影响, 2019-2022年经调整非国际财务报告准则损失分别为2.54、2.59、3.65和2.59亿元人民币, 亏损逐渐收窄。

2. 健康保险服务: 中国多层次健康保险体系, 市场规模稳步增长

2.1 中国健康保险服务规模: 未来十年稳步增长, 预计2025年超2万亿元人民币

中国商业健康保险的市场规模从2015年的2410亿元人民币增加到2021年的8804亿元人民币, 2015年至2021年的复合年增长率为24.1%, 预计2025年将进一步达到20296亿元人民币, 2021年至2025年的复合年增长率为23.2%, 2030年达到38731亿元人民币, 2025年至2030年的复合年增长率为13.8%。根据CBIRC等13个部委于2019年12月发布的《关于促进社会服务领域商业保险发展的意见》, 预计未来十年中国商业健康保险的市场规模将稳步增长, 2025年市场规模将超过2万亿元人民币。

图10 中国健康保险服务的市场规模



资料来源: 公司招股说明书、HTI

2.2 健康保险服务产业价值链

中国多层次的医疗保险体系以国家基本医疗保险为基础，辅以商业健康保险、医疗救助体系和慈善医疗捐赠。健康保险服务上游保险公司主要分为提供健康保险及其他类型保险的综合型保险公司和专门提供健康保险的专业型健康保险公司；中介及第三方管理人（TPA）处于中游收取经纪费为保险公司获得新客户并帮助客户找到最合适的保险产品，推动保险公司和医疗保健机构之间的合作，实现高效运营；个人客户为自身或家人购买健康保险产品并按年或按月支付保险费，而公司客户为员工购买健康保险产品，通常按年支付保险费。

图11 健康保险服务产业价值链



资料来源：公司招股说明书、HTI

2.3 健康保险服务的增长动力：顺应潮流共享医疗数据，把握早期发展机遇建立全面服务网络

在中国，以公立医院为主导的医疗服务体系决定了公立医院仍将是医疗服务的主导者，是健康保险服务产业闭环的重要角色。伴随着中国健康保险服务的快速发展，HIS 模式的支付方在过去也经历了快速增长，其原因在于以下几个方面：

政策支持商业健康保险的持续增长。中国政府鼓励建立一个多层次的健康保险体系。随着人口老龄化和收入的增加，人们对高质量医疗服务的需求不断增加，商业健康保险已经成为国家基本医疗保险的一个越来越重要的补充。中国的商业健康保险市场持续繁荣，这为支付方服务市场的持续发展奠定了重要基础。2019 年 12 月，CBIRC 等 13 个部委联合发布了《关于促进社会服务领域商业保险发展的意见》，预计 2025 年，商业健康保险市场将超过 2 万亿元人民币。

健康保险服务公司需要专业的第三方服务来加强其服务和运营。健康险行业的痛点之一是产品同质化较为严重，产品之间难以实现差异化。保险公司设计多样化和有吸引力的商业健康保险产品的能力来自于综合医疗服务，典型的形式是全科医生和专家网络、专业药房服务、健康管理服务。然而，中国的传统商业保险公司通常不具备提供健康管理服务的渠道和技术。其次，中国的商业保险公司缺乏对其客户医疗行为的数据洞察，而这些数据是随着医疗服务的提供而不断汇总的，数据洞察力对于确定产品设计、保费定价、投保要求和索赔裁决至关重要，并以此锁定具有多样化医疗需求的客户。数据洞察力还有助于打击保险欺诈和滥用，这对保险公司的盈利能力有很大影响。上述原因造成了健康保险服务公司一方面无法降低保费，另一方面又不得不严重依赖渠道进行销售的高额营销费用投入。因此，健康保险服务公司有强烈的动力

与具有高质量数据积累、强大的数据分析、精算能力和保险产品设计能力的专业第三方服务机构合作，设计出更具竞争力和差异化的保险产品，以提高其整体运营效率和服务水平，使其客户受益，进而促进支付方服务行业的发展。

政策鼓励共享医疗数据，进一步加速支付方服务市场的增长。近年政府颁布了一系列政策，允许医疗机构和保险承保人之间共享医疗数据。国家健康和医疗大数据研究所正式成立，以促进政府对健康和医疗信息及相关数据的交流、整合和共享。数据的接入使得商业健康保险公司可以借助专业第三方服务机构的数据洞察和分析能力，提升产品设计能力，优化运营效率，从而进一步加快支付方服务市场的发展。

中国的支付方服务市场仍处于发展的早期阶段。我们认为，能够利用自身数据洞察力，将强大的健康管理服务和灵活的支付解决方案结合起来的创新市场参与者才能最终建立一个全面的医疗和保险服务提供商网络，有效地帮助其客户实现更好的健康状况和更低的健康成本。

2.4 健康保险服务行业的进入壁垒：具备深刻洞察力和创造力，建立品牌声誉参与竞争

市场洞察力。为了帮助保险公司设计创新的保险产品并提供运营支持，健康保险服务供应商需要医药领域的专业知识以及对整个医疗行业的供需双方的深刻洞察，没有市场洞察力的行业新进入者将很难向保险公司提供有效的解决方案。

数据洞察力。为了设计出符合客户需求的保险产品，帮助保险公司实现高效的风险控制，第三方服务机构需要有长期运营积累的高质量数据和能够进行数据分析的专业团队，而新进入企业则难以在短时间内积累足够的运营数据和建立专业团队。

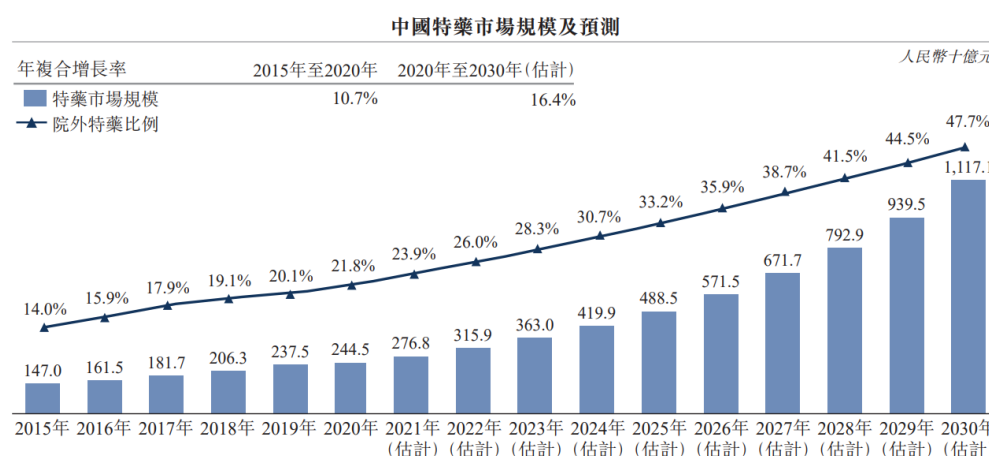
品牌和声誉。保险公司通常选择有成功记录的可靠的第三方供应商来设计其保险产品并提供健康管理服务。对于缺少行业经验的新进入者，往往需要若干年时间建立品牌和声誉，才能与行业领导者竞争。

3. DTP 药房：较传统药房更加突出高度专业性，大数据积累提升运营效率

3.1 中国特药市场规模：特药市场规模稳定增长，肿瘤专药占据大半

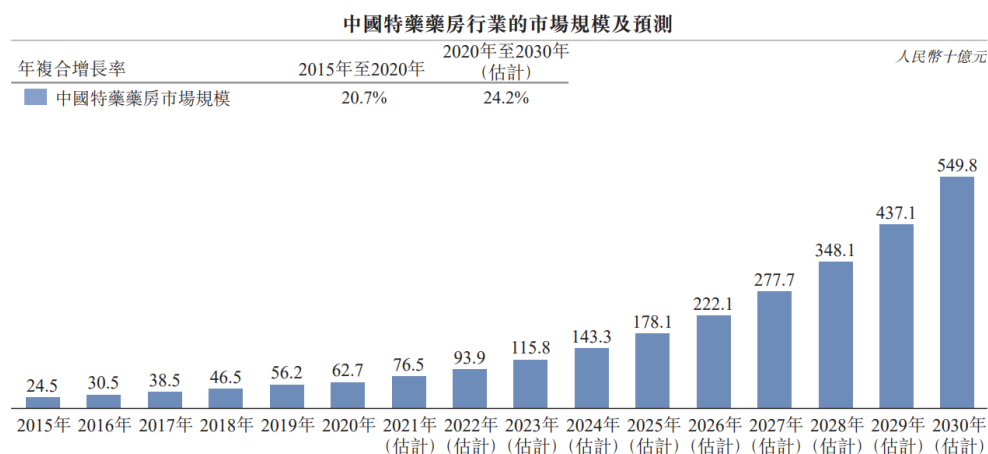
中国特药市场经历了稳定的增长，从 2015 年的 1470 亿元人民币增加到 2021 年的 3048 亿元人民币，年复合增长率为 12.9%。预计 2025 年中国特药市场将进一步达到 5488 亿元人民币，2021 年至 2025 年的复合年增长率为 15.8%；2030 年达到 12865 亿元人民币，2025 年至 2030 年的复合年增长率为 18.6%。根据 CIC 的数据，就销售收入而言，2021 年肿瘤特药约占中国所有特药的 63.5%。在 2021 年中国十大畅销特药中，有 8 个是肿瘤专科药。

图12 中国特药市场规模



特药药房受益于处方外流。政府出台“零加价”政策，推动“双通道”政策发展利好DTP药房，2022年2月15日国家医疗保障局办公室发布《关于进一步做好定点零售药房纳入门诊统筹管理的通知》进一步推动处方外流，保障居民更好受益的同时促进DTP药房的持续发展。中国的特药药房市场从2015年的245亿元人民币增加到2021年的820亿元人民币，2015年至2021年的复合年增长率为22.3%，预计2025年将达到1915亿元人民币，2021年至2025年的复合年增长率为23.6%，2030年将进一步达到6122亿元人民币，2025年至2030年的复合年增长率为26.1%。

图13 中国特药药房的市场规模



3.2 特药药房产业价值链：国内处于起步阶段，产业链参与者积极探索支付解决方案

药房福利管理在美国和其他发达国家是一个成熟的行业。作为一个专业的第三方服务提供商，公司协调保险公司、制药公司、医疗机构和药店之间的处方流和经济流，为患者和付款人有效管理处方药的支出。公司根据药物疗效和成本效益为处方决策提供建议，以满足患者的需求，同时减少保险公司的索赔支出。还提供疾病管理、药剂师服务和其他医疗保健服务，最终实现全面的健康管理。

在中国，对病人管理服务的专业性需求不断增加。另外，鉴于中美两国医疗体系的差异，以及中国主要由政府资助的医疗保障体系，DTP 药房行业刚刚开始兴起。一些领先的市场参与者已经开始为 SPS 业务提供专业药师服务的补充。此外，领先的市场参与者正在探索为患者提供支付解决方案，以解决购买高价专药时的可负担性和可及性问题。

图14 DTP 特药药房产业的价值链



资料来源：公司招股说明书、HTI

3.3 DTP 药房的增长动力：创新药的需求增加，低毛利率+高单价撬动高利润额

对创新药物的需求不断增加。随着癌症等重大疾病在中国越来越普遍，对创新疗法和药物的需求持续上升。例如，根据国家中央癌症登记处和世界卫生组织的数据，中国的癌症发病率从2015年的约390万增加到2021年的约480万，预计2030年将进一步达到约580万。随着癌症发病率的持续上升，人们对创新的肿瘤药物的需求越来越大，对专业的特药药房提供专业的药师服务需求也越来越大。

对特殊药品的院外渠道的需求不断增加。中国政府出台了“零加价”政策，取消了公立医院销售药品的加价。因此，以前作为公立医院利润中心的院内药房逐渐变成了成本中心，导致公立医院降低了对高价药品的采购，而这些药品一般都有更严格的管理要求，存储和维护成本也更高。其次，“零加价”政策要求公立医院降低药品费用在医疗总支出中的比例。因此，公立医院倾向于提供较少的特药，而这些药品通常具有较高的价值。第三，为了降低患者的医药费用，中国政府鼓励公立医院提供国家基本药物目录中的药品或集采中的药品，而没有参加集采的高价创新药品一般不在公立医院提供。由于上述原因，高值创新药的处方越来越多地流出公立医院，进入院外特药药房，而院外特药药房通常为患者提供更广泛、更全面的特药产品，这导致了特药药房业务发展的加速。除了全面和多样化的药物供应优势外，配备专业药师服务的特药药房能够提供更有用的慢性病管理和更好的患者体验，因为患者可以节省从公立医院寻求医疗服务的时间和精力。近年来，国家医疗保障局颁布了一系列政策来促进院外药店的支付渠道。随着越来越多的特药药房获得“双通道”资质，以及商业健康保险运营商不断扩大客户群，更多的患者有资格通过国家基本医疗保险账户或商业健康保险账户直接支付或报销医药费用，这将在很大程度上扩大特药药房的客户群，大幅提升其市场规模。

3.4 DTP 药房行业的进入壁垒：专业性助力搭建合作桥梁

与制药公司的伙伴关系。 特药药房需要证明自己的专业性，才能与制药公司形成合作关系，分销特药。一般来说，制药公司更喜欢具有全国统一化管理系统、配备专业药师服务、灵活支付方式和完善物流系统的药店。拥有以病人为中心的药师服务的药店可以建立起与每种特定药品的疗效和副作用有关的强大数据库，从而提高病人治疗模式的整体疗效。灵活的支付方式使病人可以直接通过他们的保险账户报销医药费用。完善的物流系统保证了特殊药品在运输过程中的质量。能够达到这些高标准特药药房可以与制药公司实现长期稳定的合作关系，确保供应各种高质量的特药。因此，对于上游制药公司而言，特药药房并不需要像普药药房以网点数量扩张为重点，具备全国统一化的管理系统和专业性才是制药公司最看重的优势。

专业的病人管理。 特殊药品通常是治疗危重或罕见疾病而开的，通常需要在专业药物指导下延长治疗时间，所以配备有专业的药师服务能帮助患者取得更好的治疗效果。因此，有能力提供专业病人管理服务的特药药房可以提高治疗范式的疗效和用药安全。

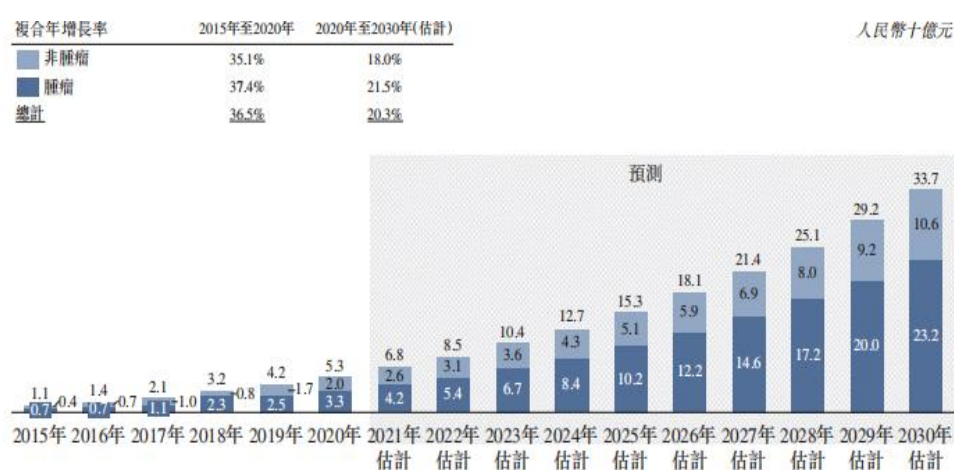
处方流程。 在中国，所有的处方都是由医生开的。每天面对大量的病人，医生在有效管理病人方面面临着巨大的挑战。具备数据分析和病人管理能力的特药药房可以通过院后用药指导、随访评估和 AE 咨询来协助医生更好地管理病人，医生也更愿意将处方流向这些特药药房。

4. SMO：受药物研发投入和临床试验合规要求推动行业发展，公司聚焦肿瘤 SMO 市场

4.1 中国 SMO 规模：预计 2030 年规模达 337 亿元，肿瘤领域占整个 SMO 市场超 60%

中国的 SMO 服务市场规模从 2015 年的 11 亿元人民币增加到 2020 年的 53 亿元人民币，年复合增长率为 36.5%，预计 2030 年将进一步达到 337 亿元人民币，2020 年至 2030 年的年复合增长率为 20.3%。预计从 2020 年到 2030 年，肿瘤 SMO 市场将占整个 SMO 市场规模的约 62.2%至 68.7%。

图15 中国 SMO 行业市场规模及预测



资料来源：公司招股说明书、HTI

4.2 SMO 产业价值链：连通上游 CRC 和下游临床试验申办方

通过与制药公司的深度合作，公司有机会获得创新药物，可以为患者提供治疗肿瘤和其他关键疾病的最先进药物。SMO 业务为患者提供了参与创新药物临床试验的机会。此外，以病人为中心的药师服务为公司客户提供用药指导和 AE 咨询。同时进行随访评估，以确保用药的合规性，尽可能地提高治疗模式的有效性。

图16 SMO 产业的价值链



资料来源：公司招股说明书、HTI

4.3 SMO 的增长动力：新药研发投入增加和临床试验合规要求双驱动

国内新药研发投入仍保持增长趋势。根据 CIC 的数据，中国制药公司的研发投入从 2015 年的 682 亿元人民币增加到 2021 年的 2186 亿元人民币，年复合增长率为 21.4%。因此，根据药物评价中心的数据，新注册的创新药物临床试验（不包括生物等效性研究）的数量从 2015 年的 749 项增加到 2021 年的 1939 项。肿瘤药物的投资在总研发投入中呈现出上升比例。根据药物评价中心的数据，在上述临床试验中，肿瘤药物的数量从 2015 年的 148 项增加到 2021 年的 802 项。药物研发的快速增长促使相关临床试验对 SMO 服务的需求不断增加。

对临床试验有更严格的合规要求。中国政府主管部门近年来颁布了一系列法规和政策，对临床试验提出了更严格的合规性要求，包括参与临床试验的专业人员资格、试验文件和材料的管理、试验数据的准确性和完整性，以及内部和外部的检查和审计。由于 CRC 协助研究者进行非临床工作，他们参与临床试验将大大改善临床试验的整体合规性。因此，由于提高临床试验管理能力以满足合规性要求，预计对专业性 SMO 服务的需求将增长，我们认为利好头部 SMO 公司。

4.4 SMO 行业的进入壁垒：未来头部企业核心壁垒不断巩固，市场集中度将不断提升

全国性的试验场地网络。为了满足临床试验的参与者和场地要求，特别是那些在全国多个试验场地进行的 II 期和 III 期研究，SMO 公司需要拥有一个覆盖大量试验场地的广泛网络，涉及成千上万的参与者。为了建立这样一个全国性的网络，SMO 公司需要不断地运行大量正在进行的项目，并有广泛的地理覆盖面，这需要与大量的高等级医院建立长期合作关系。新进入者很难在短时间内建立起具备规模效应的医院网络。

项目管理能力。对于每个临床项目，一家 SMO 公司将其 CRC 分配到不同的地点以协助 PI。为了严格满足 GCP 标准对数据、档案、参与者、药品、医疗器械和生物样本管理的高要求，一个成熟的 SMO 公司需要同时有效地管理大量正在进行的跨区域项目。具有足够管理能力的大型 SMO 公司能够在全国范围内稳定运营，而小型 SMO 公司或新进入者可能难以有效管理其分布在不同城市的数百个 CRC 和项目并且满足临床试验的严格合规要求。

客户信任度与客户黏性。SMO 公司的客户通常是制药公司，由于临床试验的费用占研发支出的大部分，制药公司通常密切关注其临床试验。因此，为了确保其临床试验的整体效率和合规性，制药公司通常会选择最可靠的 SMO，其声誉是基于过去成功案例的数量和已被市场认可的服务质量。因此，新进入者很难在市场上争夺客户。

5. 思派的业务分析：双轮驱动，形成自我强化的生态系统

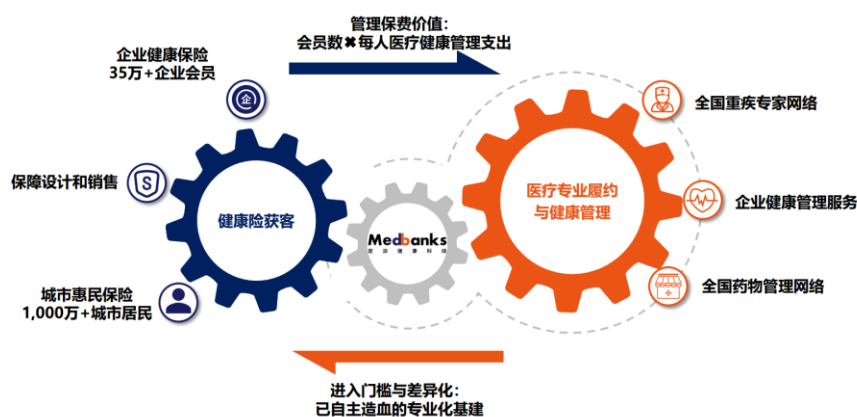
思派已经围绕“双轮驱动”的商业模式建立了自我强化的生态系统，“健康保险+医疗健康管理”商业模式已经初步成型。我们认为，思派健康的健康保险业务是前端获客的入口和商业模式的现金流来源，药房业务构成特药履约的基础设施，SMO 业务是构建医生专家网络的早期成熟业务。

在入口端，健康保险满足客户的健保需求，截至 2022 年底，已经服务超过 1000 万惠民保城市居民、超过 35 万的企业健康团险的企业会员，通过自身积累的数据和保险设计能力，与保险公司合作开发与基本医保差异化的保险项目，提升患者的支付能力。

在履约端，思派健康通过 DTP 药房履约特药交付。丰富而全面的药物种类为患者提供了最先进的治疗选择，伴随着以患者为中心的药剂师服务，可提高药物依从性并提高治疗方法的疗效。随着长期业务数据的积累，DTP 药房业务赋能协助医生进行患者院外用药管理，提供用药咨询、追踪用药进展等服务，改善患者用药体验。支付解决方案在客户面临癌症等重大疾病时为其提供额外的保护，同时为公司的商业保险合作伙伴提供增长机会。

在医疗健康的履约中，思派健康围绕医生，赋能医生，可以基于自己的重疾专家医生网络（SMO 网络与合作医生）提供配套的相关服务，如就诊绿色通道等。公司早期布局的成熟业务 SMO 和 DTP 药房业务使其对创新药物有深刻的了解，并使其健康保险服务系统中的医生能够站在治疗方案的前沿。我们认为，公司基于早期 SMO 布局所形成的医生专家服务网络，是其提供健康管理服务的履约网络的基础设施之一。

图17 思派健康“双轮驱动”商业模式的业务协同价值



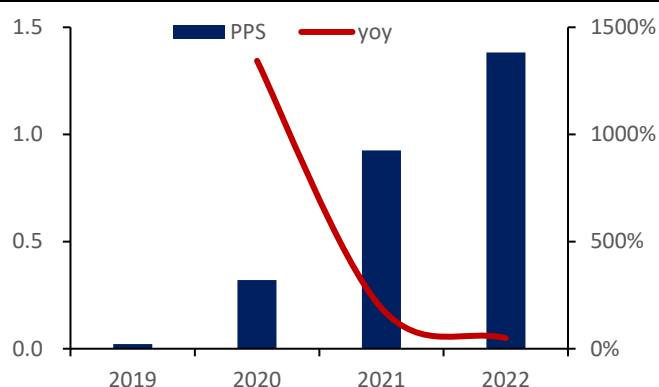
资料来源：公司官网、HTI

5.1 健康保险业务分析：增速最快势头迅猛，完成支付闭环设计

健康保险服务是公司增长最快的业务。2019-2022 年，公司健康保险服务收入分别为 222 万元、3200 万元、9259 万元、1.38 亿元，同比增速分别为 1344%、189%、49%，复合年均增长率达 297%。

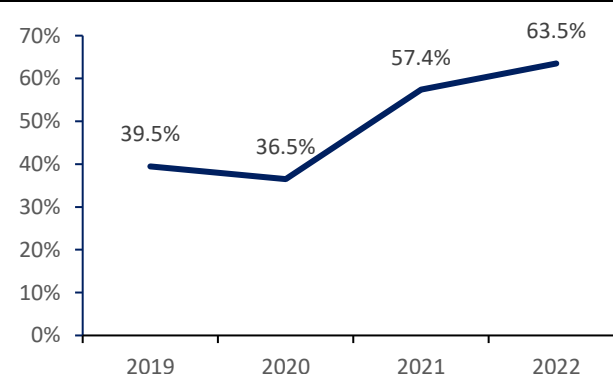
健康保险服务毛利率保持稳定增长。2019-2022 年，健康保险业务毛利率分别为 39.5%、36.5%、57.4%、63.5%。健康保险服务的毛利率从 2019 年到 2020 年有所下降，主要反映了公司的健康保险服务业务组合发生了重大变化，因为在 2019 年 12 月推出了公司的第一个保险计划——惠民保。此后，健康保险服务的收入和相关成本主要包括销售由合作保险公司承保的保险产品的佣金收入和相关成本。在此之前，健康保险业务线只包括向保险公司提供健康管理或索赔管理服务的少量收入和成本。随后，健康保险业务的毛利率在 2021 年有所增加，主要是因为销售保险计划的佣金收入增加，而边际成本减少。由于进一步发展企业客户业务及在不同城市推出更多惠民保计划，2022 年健康保险服务毛利率得到持续增加。

图18 健康保险服务营业收入及增速（亿元人民币）



资料来源：公司年报、HTI

图19 健康保险服务毛利率稳定增长



资料来源：公司年报、HTI

公司的医疗服务网络解决方案提供一系列主动、持续、分层的健康管理服务，从健康风险预防、疾病管理到康复，提供体检、线上线下健康咨询、就医指导、医院及专家转诊、处方更新及药剂师服务。基于公司的全面的医疗服务网络解决方案并结合选定医疗服务提供商的服务，在支付方解决方案下开发专门的健康保险计划。公司的客户所产生的医疗健康管理服务及处方药物费用可以通过其健康保险计划直接支付或报销。公司的医疗服务网络解决方案及支付方解决方案相辅相成，搭建起了协同一体化业务模式。

图20 保险公司、医疗服务提供者及患者通过健康保险服务平台进行联系互动



附註：

- (1) 包括預防保健、全科醫生服務、專科轉診、互聯網醫院及海外醫療健康網絡
 (2) 包括健康保險計劃、會員註冊、理賠管理、預先授權及直接計費

資料來源：公司招股說明書、HTI

医疗服务网络解决方案：健康管理网络。健康管理网络服务于个人，通过线上和线下渠道将全科医生、专家、医疗机构、体检机构、康复中心以及药店连接起来，旨在建立一个全面的健康管理解决方案平台，以满足公司的客户日益增长但传统医疗机构无法满足的多元化需求。截至2022年12月31日，公司的健康管理网络覆盖了全国150多个主要城市的1200多家三甲医院。公司的健康管理网络使客户能够便捷的联系超过55000名医生，从而得到高效且有效的治疗和先进药物。

支付方解决方案：健康保险计划。中国人越来越意识到需要更强大的保险、和健康管理服务。然而，许多传统保险公司和医疗服务提供者的服务仍然不足。公司与保险公司合作开发专项健康保险计划以满足这一需求。根据保险涵盖范围、保费定价、投保金额以及医疗健康服务需求，量身定制健康保险计划，以满足多样化需求。利用数据洞察力和内部数据分析及精算能力，公司与主要保险公司共同开发出差异化的健康保险计划，并作为这些产品的独家分销商。

健康保险产品组合包括两大主要的团体保险计划，即惠民保和企业健康计划（“健康保”）。2022年，公司与60家保险公司合作，全年售出约1250万份惠民保，以及超过40万份健康保。

5.1.1 健康保：前端入口，公司长期发展的重要看点

思派健康的企业健康计划提供一系列全面的健康福利和服务，使公司的企业客户可以选择不同的疾病覆盖范围、保险金额、地域覆盖范围以及为其员工提供的专业及增值医疗服务。除有关医疗费用、危重疾病赔偿、伤残及死亡赔偿的保险覆盖范围外，健康保还根据员工的健康状况、职业特点和行业风险因素，提供针对性的健康管理解决方案，满足员工及其家庭的全面健康需求。公司为健康保提供的健康管理服务包括：现场全科医生服务、定制体检设计、健康讲座和急救培训。

思派健康针对企业客户的高管、核心技术人员等关键人才，设计并提供全面、灵活、覆盖全球的高端健康计划，构建“高端保险+高端医疗”的优质服务体系，帮助企业客户吸引和留住关键人才，提升公司品牌。高端医疗计划的主要特点包括：（1）覆盖全球；（2）灵活选择医疗机构，包括专科医院、公立医院国际科室、高端私立医院和牙科诊所；（3）灵活选择多种可选福利，全面覆盖产科、牙科、眼科、疫苗和体检；（4）通过公司健康保险服务网络的直付渠道。

5.1.2 惠民保：公司助力多个省市运营惠民保

惠民保覆盖范围广、投保门槛低。惠民保作为一种面向最广泛人群的最低投保要求的保险产品，已参加国家基本医疗保险的民众，无论年龄或过往病史，均有资格购买惠民保。作为国家基本医疗保险的有力补充，惠民保为重大疾病的大额自费项目提供额外的保障，涵盖了八种以上的罕见疾病，这些疾病往往都会产生大多数人无法承受的高额医疗费用。惠民保还涵盖各种治疗癌症及其他危重疾病的高价创新药。惠民保以可承受的保费满足对重大疾病的保险的巨大需求，惠民保在市场推出后迅速受到欢迎。基于公司从专有数据库获得的数据洞察力、内部数据分析和精算能力，共同设计和共同开发惠民保。

思派健康通过招投标等方式获得各地惠民保运营资格，推出设计更适应当地的人口结构、流行病学特点的保险方案，例如，鼻咽癌在成都属于专门承保疾病，因为此癌症在成都的发病率较高。公司已经在吉林省、广州市、成都市、昆明市和苏州市等19个主要省份城市推出了惠民保。

图21 惠民保的微信官方账号内容丰富，方便用户了解资讯



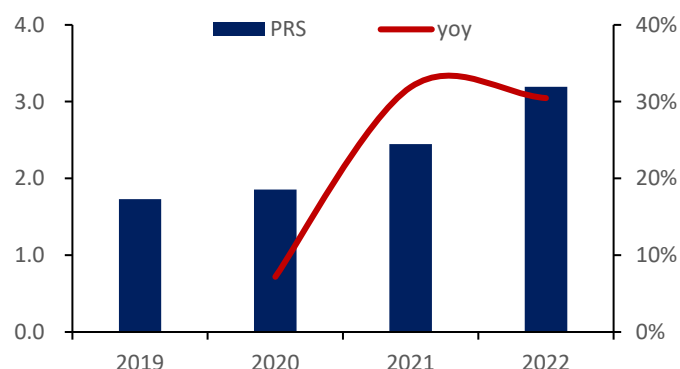
资料来源：公司招股说明书、HTI

5.2 SMO 业务分析：营收稳步提升，稳居肿瘤 SMO 第一

公司 SMO 营业收入保持稳定的增长。2019-2022 年，公司 SMO 业务收入分别为 1.73、1.86、2.45、3.19 亿元，2020-2022 年同比增速分别为 7%、32%、30%，收入复合年均增长率达 23%。

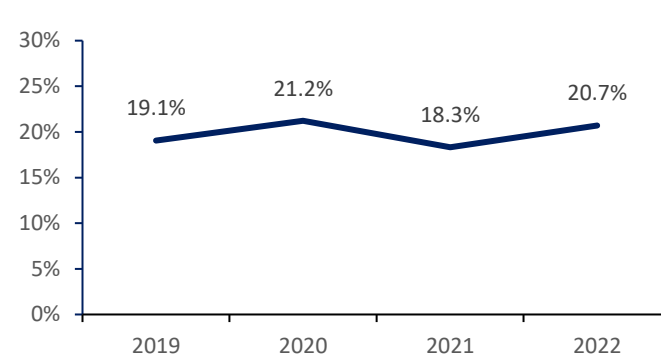
SMO 业务保持了 20%左右的较高毛利率。2019-2022 年公司 SMO 毛利率分别为 19.1%、21.2%、18.3%、20.7%，我们认为随着医院就诊秩序恢复常态，SMO 业务的毛利率有望继续提升。

图22 SMO 营业收入及增速 (亿元人民币)



资料来源：公司年报、HTI

图23 SMO 毛利率保持 20%较高水平



资料来源：公司年报、HTI

近年来，创新药物研发的新进入者在吸引临床试验基地方面面临着激烈的竞争。思派利用其广泛的医生网络和对医生在科学研究和实际临床研发环境中特殊需求的深刻理解，建立了一支具有医学、护理学、生物学领域教育背景和工作经验的临床研究团队，帮助制药公司与医生建立联系，并协助 SMO 客户完成试验。

由于出色的服务质量和对创新药物临床开发的深入了解，公司已经与大量的跨国和国内领先的制药公司建立了稳定的长期合作关系。2022 年，公司在肿瘤 SMO 市场排名第一，协助临床试验超 1000 项。截至 2022 年 12 月 31 日，公司已完成 468 个 SMO 项目，另有 795 个 SMO 项目正在进行之中。公司与 280 多名制药及生物科技客户合作，全面覆盖中国从事创新药研发的所有前十大上市公司，并且按收入计量，前十大 SMO 客户留存率达 100%。超过 95% 的 SMO 客户从事肿瘤药物研发，且通常与思派签订三至五年的服务合约。

图24 中国 SMO 市场的竞争格局



资料来源：公司招股说明书、HTI

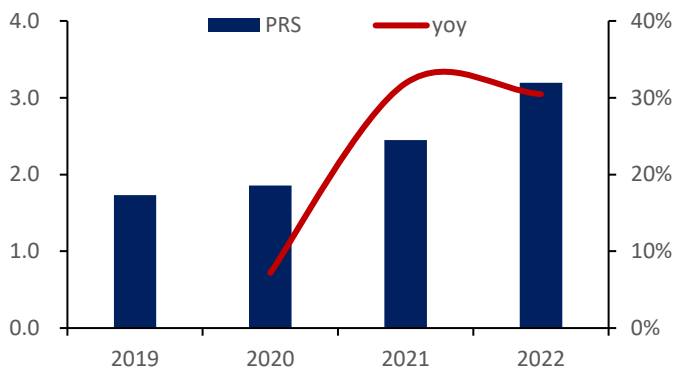
截至 2021 年 12 月，在“中国 CRC 之家”注册的 SMO 有 34 家，以及很多未注册的中小型 SMO。中国的 SMO 行业仍处于快速发展的初期阶段，SMO 的数量也在迅速增加。中国的 SMO 市场并不高度集中，前五大竞争者共占整体市场份额约 25%至 30%。根据 CIC 和中国 CRC 之家的数据，到 2021 年底，仅前五大竞争者 SMO 的员工数量超过 1000 人，分别为津石药业（药明康德）、普蕊斯、联斯达（康龙化成）、杭州思默（泰格医药）、比逊（思派健康），未来有望呈现头部企业集中的趋势。

5.3 DTP 药房业务分析：重点发力实现快速扩张，专注高价创新肿瘤药物覆盖

公司超过 80%的总收入来自 DTP 药房板块，经历了快速扩张。2019-2022 年，公司 DTP 药房营业收入分别为 8.64、24.82、31.36、36.62 亿元，2020-2022 年同比增速分别为 187%、26%、17%，复合年均增长率达 62%。

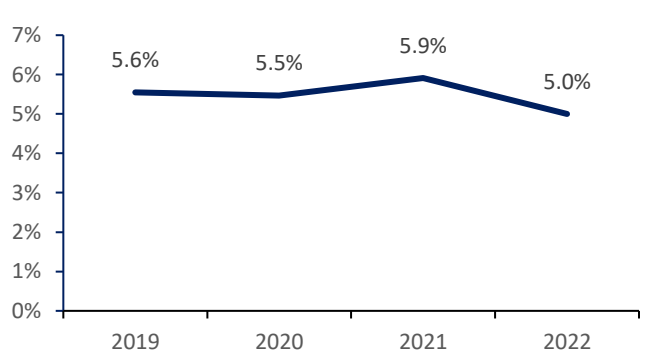
DTP 药房业务由于业务特点，毛利率仅为 5%-6%，未来存在提升空间。2019-2022 年公司 DTP 药房毛利率分别为 5.6%、5.5%、5.9%、5.0%，DTP 药房业务在 2019-2022 年分别为总毛利贡献了 0.48 亿元、1.36 亿元、1.85 亿元、1.83 亿元。2022 年的毛利率下降主要由于产品结构转变，该下降部分被健康保险服务的毛利率增加所抵消。DTP 药房毛利率基本保持稳定，公司 DTP 药房依靠低利润率以及高药品销售单价，聚焦肿瘤及其他危重疾病的特药服务，凭借服务能力更好的专业药剂师不断提升 DTP 药房的核心竞争力，依托于与头部肿瘤医院或大型综合三甲医院方建立沟通形成精准引流，同时采取药品折扣的手段减轻患者的部分支付压力并提升对患者的吸引力，增加用户黏性，DTP 药房业务已经成为公司强力的收入支柱点。

图25 DTP 药房营业收入及增速（亿元人民币）



资料来源：公司年报、HTI

图26 DTP 药房毛利率保持 5%左右的低毛利率



资料来源：公司年报、HTI

特药药房提供了一种将患者与他们需要的特药联系的更为直接的方式。患者在获得医生的处方后，可以从特药药房进行购买，同时专业药剂师会在治疗期间为患者提供专业的并且以患者为中心的服务。公司配备了持证药剂师团队和成熟的客户服务团队，使公司能够提供更好的以患者为中心的服务，并为患者提供专业的咨询和药物交付服务。

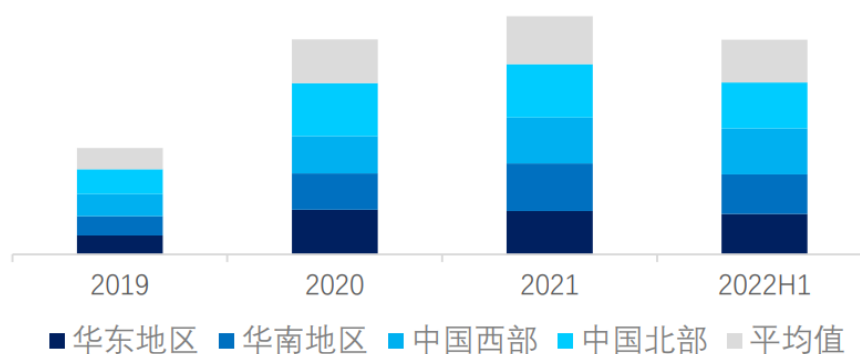
图27 特药药房运营模式



资料来源：公司年报、HTI

中国各地的特药药房门店的营业收入稳步增长。公司主要向患者提供创新处方药，并以药剂师服务为特色。截至 2022 年 12 月 31 日，公司在中国内地除西藏及青岛以外的所有省级行政区经营 96 家特药药房。

图28 思派健康各地区药房月平均销售额（人民币）



资料来源：公司招股说明书、HTI

6. 盈利预测

公司布局 SMO、DTP 药房、健康险三大业务板块，2020-2022 年公司营业收入 27.00、34.74、41.19 亿元，同比增速分别为 160%、29%、19%，2020-2022 年公司综合毛利率分别为 6.9%、8.2%、8.2%，我们预计 2023-2025 年公司将实现营业收入 50.11、60.79、73.71 亿元，同比增速分别为 22%、21%、21%，2023-2025 年公司综合毛利率分别为 9.7%、11.1%、12.2%。

(1) SMO 业务

2020-2022 年，公司 SMO 业务板块收入分别为 1.86、2.45、3.19 亿元，同比增速分别为 7%、32%、30%。我们预计 2023-2025 年该板块收入将达到 3.78、4.53、5.35 亿元，同比增速分别为 18%、20%、18%。2020-2022 年该板块毛利率分别为 21.2%、18.3%、20.7%，我们认为随着医院就诊秩序恢复常态化，SMO 行业竞争格局逐步改善，我们预期 2023-2025 年该板块毛利率分别为 23.0%、24.0%、25.0%。

(2) DTP 药房业务

2020-2022 年，公司 DTP 药房业务板块收入为 24.82、31.36、36.62 亿元，同比增速为 187%、26%、17%。我们预计 2023-2025 年该板块收入分别为 44.31、53.33、64.07 亿元，2023-2025 年同比增速为 21%、20%、20%。2020-2022 年毛利率分别为 5.6%、5.5%、5.9%，我们认为随着采购规模扩大后，公司对上游药企的议价权将逐步增强，采购成本有望降低，我们预计 2023-2025 年该板块毛利率分别为 6.0%、7.0%、7.5%。

(3) 健康险业务

2020-2022 年，公司健康险业务板块收入分别为 0.32、0.93、1.38 亿元，2020-2022 年同比增速分别为 897%、186%、49%，我们预计 2023-2025 年该板块收入将达到 2.03、2.93、4.29 亿元，同比增速分别为 47%、45%、46%。我们认为健康险业务具备较强的规模效益，且公司面向企业客户提供的健康保险解决方案收入占比提升，我们预期 2023-2025 年该板块毛利率将提升到 65.0%、65.5%、66.0%。

图29 思派健康收入拆分预测

单位：百万人民币	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总收入	1040	2700	3474	4119	5011	6079	7371
yoy		160%	29%	19%	22%	21%	21%
综合毛利率	8.0%	6.9%	8.2%	8.2%	9.7%	11.1%	12.2%
①DTP药房业务	864	2482	3136	3662	4431	5333	6407
yoy	1487%	187%	26%	17%	21%	20%	20%
毛利率	5.6%	5.5%	5.9%	5.0%	6.0%	7.0%	7.5%
②SMO业务	173	186	245	319	378	453	535
yoy		7%	32%	30%	18%	20%	18%
毛利率	19.1%	21.2%	18.3%	20.7%	23.0%	24.0%	25.0%
③健康险业务	3	32	93	138	203	293	429
yoy		897%	186%	49%	47%	45%	46%
毛利率	58.8%	37.4%	57.4%	63.5%	65.0%	65.5%	66.0%
Total COGS	957	2513	3190	3782	4526	5405	6473
Gross Profit Margin	8.0%	6.9%	8.2%	8.2%	9.7%	11.1%	12.2%

资料来源：Wind, HTI

估值

我们采用 DCF 估值方法对思派健康进行估值。

(1) SMO 业务板块：我们预计 SMO 业务板块 2023-2025 年收入分别为 3.78、4.53、5.35 亿元，同比增速为 18%、20%、18%。

(2) DTP 药房业务板块：我们预计 DTP 药房业务板块 2023-2025 年收入分别为 44.31、53.33、64.07 亿元，同比增速分比为 21%、20%、20%。

(3) 健康险业务板块：我们预计健康险业务板块 2023-2025 年收入分别为 2.03、2.93、4.29 亿元，同比增速分别为 47%、45%、46%。

我们预计公司 2023-2025 年主营业务收入分别为 50.11、60.79、73.71 亿元，同比增速分别为 22%、21%、21%。我们采用 DCF 估值方法对思派健康进行估值，在 WACC=12.91%、永续增长率 $g=3\%$ 的假设下，我们对思派健康估值为 78.12 亿元人民币，按港币兑人民币 0.91 汇率计算，折合 85.85 亿元港币，根据公司总股本 7.63 亿股计算，对应目标价 11.25 元港币，2023 年 8 月 11 日思派健康收盘股价为每股 6.46 元港币，目标涨幅 74%，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险

健康险业务发展不及预期、DTP 药房扩张速度不及预期、处方药外流政策风险、SMO 行业政策监管风险、公司成本费用控制风险、医药行业反腐风险。

财务报表

表1 财务报表预测 (单位: 百万元人民币)

盈利预测:					
单位/百万	2022A	2023E	2024E	2025E	备注
营业收入	4119	5011	6079	7371	
(+/-) (%)	19%	22%	21%	21%	
净利润	-1371	-143	4	150	2023-2025年为经调整归母净利润
(+/-) (%)	63%		103%	3603%	
EPS	-1.80	-0.19	0.01	0.20	2023-2025年为经调整EPS
P/E	/	/	/	/	
附录: 公司财务预测表					
资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	2,695	3,063	3,798	4,628	
现金	1,455	1,398	1,730	2,357	
应收账款及票据	242	80	363	175	
存货	280	446	401	608	
其他	717	1,139	1,304	1,489	
非流动资产	234	189	153	124	
固定资产	18	14	11	9	
无形资产	207	166	132	106	
其他	9	9	9	9	
资产总计	2,930	3,252	3,951	4,752	
流动负债	1,055	1,181	1,506	1,756	
短期借款	0	0	0	0	
应付账款及票据	342	344	475	508	
其他	713	837	1,031	1,248	
非流动负债	40	40	40	40	
长期债务	0	0	0	0	
其他	40	40	40	40	
负债合计	1,095	1,221	1,546	1,796	
普通股股本	1	1	1	1	
储备	2,340	2,197	2,201	2,352	
归属母公司股东权益	1,837	1,694	1,698	1,849	
少数股东权益	-3	-3	-3	-3	
股东权益合计	1,834	1,691	1,695	1,846	
负债和股东权益	2,930	2,912	3,241	3,642	
现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	-182	-35	-39	227	
净利润	-1,371	-143	4	150	
少数股东权益	-1	0	0	0	
折旧摊销	49	45	36	29	
营运资金变动及其他	1,140	63	-79	48	
投资活动现金流	1,030	-22	370	400	
资本支出	-12	0	0	0	
其他投资	1,042	-22	370	400	
筹资活动现金流	82	0	0	0	
借款增加	-7,435	0	0	0	
普通股增加	113	0	0	0	
已付股利	0	0	0	0	
其他	7,403	0	0	0	
现金净增加额	920	-57	331	627	
利润表	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业收入	4,119	5,011	6,079	7,371	
其他收入	0	0	0	0	
营业成本	3,782	4,526	5,405	6,473	
销售费用	333	341	365	405	
管理费用	575	601	638	700	
研发费用	63	50	61	74	
财务费用	-13	-36	-35	-43	
除税前溢利	-1,368	-143	4	150	
所得税	3	0	0	0	
净利润	-1,372	-143	4	150	
少数股东损益	-1	0	0	0	
归属母公司净利润	-1,371	-143	4	150	
EBIT	-633	-508	-390	-282	
EBITDA	-584	-463	-354	-253	
EPS (元)	-1.80	-0.19	0.01	0.20	
主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E	
成长能力					
营业收入	18.58%	21.64%	21.32%	21.25%	
归属母公司净利润	63.36%	0.00%	102.84%	3603.39%	
获利能力					
毛利率	8.19%	9.67%	11.09%	12.17%	
销售净利率	-33.27%	-2.85%	0.07%	2.04%	
ROE	-74.61%	-8.42%	0.24%	8.12%	
ROIC	-34.60%	-30.06%	-23.02%	-15.30%	
偿债能力					
资产负债率	37.39%	37.54%	39.12%	37.80%	
净负债比率	-79.35%	-82.68%	-102.01%	-127.68%	
流动比率	2.55	2.59	2.52	2.63	
速动比率	1.81	1.79	1.83	1.84	
营运能力					
总资产周转率	1.42	1.62	1.69	1.69	
应收账款周转率	19.79	31.15	27.45	27.41	
应付账款周转率	13.02	13.19	13.20	13.17	
每股指标 (元)					
每股收益	-1.80	-0.19	0.01	0.20	
每股经营现金流	-0.24	-0.05	-0.05	0.30	
每股净资产	2.41	2.22	2.23	2.42	
估值比率					
P/E	/	/	/	/	
P/B	7.76	3.34	3.33	3.06	
EV/EBITDA	-21.93	-9.21	-11.12	-13.05	

资料来源: 公司年报, HTI 预测

股价日 2023/08/11

APPENDIX 1

Summary

In retrospect, Medbanks' business development has followed the spirit of the national medical and pharmaceutical reform. Medbanks always follows the top-level design of China's pharmaceutical reform. For example, under the policy of "encouraging innovative drug research and development", Medbanks developed oncology SMO business; under the policy of "separation of medicine" and encouraging prescription outflow, Medbanks developed DTP pharmacy business; under the background of the state encouraging the increase of commercial health insurance supply, Medbanks developed health insurance services. We believe that the business layout of Medbanks follows the development direction encouraged by the state policy and the construction of "SMO + DTP + HIS" business model is in line with the spirit of the national medical and pharmaceutical reform.

The operating results of these three major business sectors are all at the forefront of the industry, and Medbanks' execution is outstanding. In 2022, Medbanks' SMO business is the No. 1 in the oncology SMO segment, assisting in more than 1,000 clinical trials, with revenue of \$319 million (yoy +30.5%); DTP pharmacy, operating 96 DTP pharmacies nationwide, has fully covered 27 provincial oncology hospitals and 5 national cancer treatment centers, and has established the first and only nationwide specialty drug management platform, with revenues of \$3,662 million (yoy +16.7%); Health Insurance Services, which has become the fastest growing segment among these three, cooperates with 60 insurance companies, selling approximately 12.5 million Hui Min Insurance and over 400,000 Enterprise Health Plans for the year. From 2019-2022, the revenue of health insurance service is 2.2 million yuan, 32 million yuan, 92.6 million yuan and 138 million yuan, with CAGR of 297%.

We believe that the future of Medbanks lies in the continuous self-reinforcement of the "SMO + DTP + HIS" ecosystem. The intersection of SMO business and DTP pharmacy business lies in the doctors themselves, both of which provide empowerment services for doctors. SMO business assists doctors in conducting clinical trials for new drug research and development, improving the efficiency and quality of experiments; DTP pharmacy business assists doctors in out-of-hospital medication management, provides medication consultation, tracks medication progress and other services, and improves patients' medication experience; the controlled prescription of health insurance services facilitates price agreements with drug companies, and the reimbursement support for new and specialty drugs helps to accurately attract traffic for the DTP pharmacy business. In the future, Medbanks will focus on doctors, empower them, cooperate with insurance companies to develop insurance programs that are different from basic medical insurance (e.g., "Hui Min Insurance" and "Enterprise Health Plans"), and provide complementary medical services based on its own network of doctors (SMO network and partner doctors). With the accumulation of business data in each segment, Medbanks will continue to improve the efficiency of the "SMO + DTP + HIS" eco-operation and realize the sustainable synergistic development of these three business segments.

Valuation

We use the DCF valuation method to value Medbanks.

(1)SMO business segment: We estimate that the revenue of SMO business segment in 2023-2025 will be RMB 378 million, RMB 453 million and RMB 535 million respectively, with a year-on-year growth rate of 18%, 20% and 18%.

(2)DTP pharmacy business segment: We estimate that the revenue of DTP pharmacy business segment in 2023-2025 will be 44.31, 53.33 and 6.407 billion yuan respectively, with year-on-year growth rates of 21%, 20% and 20%.

(3) Health insurance business segment: We estimate that the revenue of health insurance business segment in 2023-2025 will be RMB 2.03 million, RMB 2.93 million and RMB 429 million respectively, with year-on-year growth rates of 47%, RMB 45% and RMB 46% respectively.

We expect the company's main business income from 2023 to 2025 to be 50.11, 60.79 and 7.371 billion yuan respectively, with year-on-year growth rates of 22%, 21% and 21% respectively.

We use DCF valuation method to evaluate Sipai Health. Under the assumption of WACC=12.91% and sustainable growth rate $g=3\%$, our valuation of Sipai Health is 7.812 billion yuan, which is equivalent to 8.585 billion Hong Kong dollars at the exchange rate of 0.91 Hong Kong dollars to RMB. According to the company's total share capital of 763 million shares, the corresponding target price is 11.25 Hong Kong dollars. We initiate the coverage with an "Outperform" rating.

Risk:

Health insurance business development is not as expected; DTP pharmacy expansion is not as fast as expected; Prescription drug outflow policy risk; SMO industry policy regulation risk; Company cost and expense control risk; Anti-corruption risk of medicine industry.

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

IMPORTANT DISCLOSURES

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

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，孟科含，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Kehan Meng, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，Roger Chen，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, Roger Chen, 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 0314.HK and 300003.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 0314.HK and 300003.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 0314.HK and 300003.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.

0314.HK 及 300003.CH 目前或过去 12 个月内是海通的投资银行业务客户。

0314.HK and 300003.CH are/were an investment bank clients of Haitong currently or within the past 12 months.

平安资产管理有限责任公司，乐普（北京）医疗器械股份有限公司回购专用证券账户，0656.HK，香港华润(集团)有限公司上海代表处，2607.HK，2601.HK，1339.HK 及 0966.HK 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。

平安资产管理有限责任公司，乐普（北京）医疗器械股份有限公司回购专用证券账户，0656.HK，香港华润(集团)有限公司上海代表处，2607.HK，2601.HK，1339.HK and 0966.HK 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 0314.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 0314.HK.

海通预计将（或者有意向）在未来三个月内从 HUIZ.US 及 0656.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 HUIZ.US and 0656.HK.

海通在过去的 12 个月中从平安资产管理有限责任公司，乐普（北京）医疗器械股份有限公司回购专用证券账户，0656.HK，2601.HK，1339.HK 及 0966.HK 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 平安资产管理有限责任公司，乐普（北京）医疗器械股份有限公司回购专用证券账户，0656.HK，2601.HK，1339.HK and 0966.HK.

海通担任 0700.HK 有关证券的做市商或流动性提供者。
Haitong acts as a market maker or liquidity provider in the securities of 0700.HK.

海通国际证券集团有限公司（“海通国际”）有雇员或与关联人士担任 2607.HK 及 2601.HK 的职员。
Haitong International Securities Group Ltd. ("Haitong International") having an individual employed by or associated with Haitong International serving as an officer of 2607.HK and 2601.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

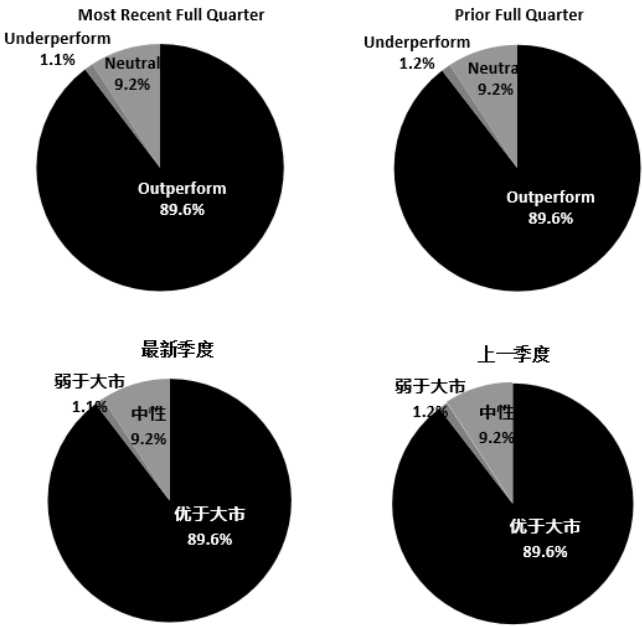
Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

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.

评级分布 Rating Distribution



截至 2023 年 6 月 30 日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	89.6%	9.2%	1.1%
投资银行客户*	4.7%	5.6%	10.0%

*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 Jun 30, 2023

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	89.6%	9.2%	1.1%
IB clients*	4.7%	5.6%	10.0%

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

绩表现不作为日后回报的预测。

第三条

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

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

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

IMPORTANT DISCLAIMER

For research reports on non-Indian securities: The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“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 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, 12th Floor

New York, NY 10173

Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

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

版权所有：海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

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

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

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

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6536 1920

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

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

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

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

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

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

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

CIN U74140MH2011FTC224070

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

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

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

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

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

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