

首次覆盖：医保谈判顺利，关注 JK07 数据读出

002294 CH
Shenzhen Salubris Pharmaceuticals
Rating: OUTPERFORM
Target Price: Rmb46.27

Wenxin Yu
wenxin.yu@htisec.com

Kehan Meng
kh.meng@htisec.com

投资要点：

- 集采续约落地，创新转型顺利，公司即将迈入新品放量的高成长期。**1) 公司集采风险即将出清。根据我们统计，目前信立泰仅剩个别仿制药产品未被纳入集采，销售体量占比低至 1-2%。已集采仿制药体量有限且销售情况趋于稳健。唯一存在较大下滑风险的产品头孢呋辛钠（我们预测约 6 亿体量）已于前日的江苏省第四五批集采品种接续采购中中标，该品种明年体量或有一定下降；2) 公司创新转型顺利，即将进入新品放量的高成长期。信立泰是我国较早布局创新药的企业之一，2013 年即上市首个一类新药阿利沙坦酯，该产品在 2023 年来成为医保乙类产品，在价格企稳的情况下至今仍保持双位数的持续增长，叠加公司近年来上市的特立帕肽产品组合、恩那司它，公司创新药销售收入保持快速增长态势，我们预计信立泰 2024 年创新药销售收入体量或超 15 亿元，接近公司药品收入体量的 50%。此外，我们预计公司 2024-2026 累计将有 6-7 款创新药上市，持续为创新药业务提供增量。
- 医保谈判顺利，看好复立坦和信立汀从明年开始快速放量。**公司 2024 年获批上市的两款原研创新药产品复立坦（阿利沙坦酯氨氯地平片）和信立汀（苯甲酸福格列汀片）均于近期顺利通过首次谈判纳入 2024 年医保目录。其中复立坦为一款阿利沙坦酯氨氯地平的固定复方制剂，用于单用阿利沙坦酯或氨氯地平治疗血压控制效果不佳的成人原发性高血压患者患者。信立汀为一款 DPP4 抑制剂，用于单药或联用以改善成人 2 型糖尿病患者的血糖控制。鉴于两款药物临床表现出的优异疗效和安全性，我们预计两款产品均将于较好的医保谈判价格落地，并在明年开始快速放量。
- JK07 或将在近期有数据读出，关注公司的相关公告及进展。**JK07 是公司自主研发的 NRG1 融合抗体药物，在 I 期临床中展现出了良好的心功能改善能力，我们认为其在治疗慢性心衰上拥有全球 BIC 潜力。其针对 HFrEF、HFpEF 的全球 II 期临床已于 2024 年上半年启动，我们预计其或将在近期披露相关阶段性数据。
- 盈利预测。**我们预测公司 2024-2026 年营收收入分别为 40.38、44.08、56.94 亿元，同比增长 20.0%、9.1%、29.2%；净利润分别为 6.20、6.45、8.32 亿元；EPS 分别为 0.56、0.58、0.75 元。利用可比公司估值法，我们给予其 2024 年 83 倍 PE，对应目标价 46.27 元，首次覆盖，给予“优于大市”评级。
- 风险提示：**研发创新不及预期风险；行业政策风险；市场竞争加剧风险。

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司，海通证券印度私人有限公司，海通国际株式会社和海通国际证券集团其他各成员单位的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。关于海通国际的分析师证明，重要披露声明和免责声明，请参阅附录。(Please see appendix for English translation of the disclaimer)

主要财务数据及预测

| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元) | 3482 | 3365 | 4038 | 4408 | 5694 |
| (+/-)YoY(%) | 13.9% | -3.4% | 20.0% | 9.1% | 29.2% |
| 净利润 (百万元) | 637 | 580 | 620 | 645 | 832 |
| (+/-)YoY(%) | 19.4% | -9.0% | 6.9% | 4.0% | 29.0% |
| 全面摊薄 EPS(元) | 0.57 | 0.52 | 0.56 | 0.58 | 0.75 |
| 毛利率(%) | 71.5% | 68.6% | 69.0% | 70.0% | 71.0% |
| 净资产收益率(%) | 8.0% | 7.2% | 7.2% | 6.9% | 8.2% |

资料来源：公司年报 (2022-2023)，HTI

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

| | |
|--|----|
| 1. 集采续约落地，创新转型顺利，公司即将迈入新品放量的高成长期 | 5 |
| 1.1 公司集采风险即将出清 | 5 |
| 1.2 公司创新转型顺利，即将进入新品放量的高成长期 | 6 |
| 1.3 早期管线布局丰富，期待数据持续读出 | 6 |
| 2. 医保谈判顺利，看好复立坦和信立汀明年开始快速放量 | 7 |
| 2.1 复立坦（阿利沙坦酯氨氯地平片） | 7 |
| 2.2 信立汀（苯甲酸福格列汀片） | 8 |
| 3. 慢性心衰潜在 BIC 药物 JK07 或将在近期读出阶段性数据，关注公司公告及进展 | 8 |
| 3.1 慢性心衰难治愈，全球有巨大未满足临床需求 | 8 |
| 3.2 修复心肌细胞或是心衰治疗的重要机制 | 9 |
| 3.3 JK07 是针对心肌细胞修复的潜在同类最佳 NRG1 药物 | 10 |
| 3.3.1 NRG1 介导的信号通路在心衰改善中扮演重要角色 | 10 |
| 3.3.2 I 期临床数据优异，全球 II 期临床阶段性数据或将在近期读出 | 11 |
| 4. 盈利预测与投资建议 | 13 |
| 财务报表分析和预测 | 16 |

图目录

| | | |
|------|---|----|
| 图 1 | 2019-1H2024 样本医院信立泰药品收入拆分情况..... | 5 |
| 图 2 | 2019-1H2024 样本医院信立泰集采仿制药收入拆分情况..... | 5 |
| 图 3 | 复立坦对比单药或单药联用 12 周 msSBP 情况 (mmHg) | 8 |
| 图 4 | 复立坦对比单药联用组治疗期间不良反应发生情况..... | 8 |
| 图 5 | 信立汀对比其他 DPP4 药物疗效情况..... | 8 |
| 图 6 | 信立汀对比其他 DPP4 药物安全性情况..... | 8 |
| 图 7 | 针对各类心衰的治疗方式推荐情况..... | 9 |
| 图 8 | JK07 设计及机理..... | 10 |
| 图 9 | JK07 Ib 期临床 LVEF 改善情况..... | 11 |
| 图 10 | JK07 对比其他心衰新药 LVEF 改善情况..... | 12 |

表目录

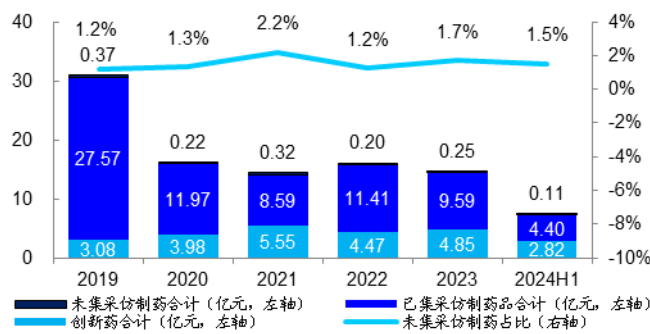
| | | |
|-----|--------------------------------------|----|
| 表 1 | 信立泰部分在售仿制药情况汇总..... | 5 |
| 表 2 | 信立泰处于 III 期、NDA 及上市阶段的药物及在研管线情况..... | 6 |
| 表 3 | 信立泰早期在研管线情况..... | 7 |
| 表 4 | 根据 LVEF 的心衰分类情况..... | 9 |
| 表 5 | 全球针对心肌细胞作用的在研新药情况..... | 10 |
| 表 6 | 纽卡定对比 JK07 早期的剂量探索及安全性数据对比..... | 11 |
| 表 7 | JK07 全球 II 期临床信息..... | 12 |
| 表 8 | 2022-2026E 信立泰收入拆分..... | 14 |
| 表 9 | 可比公司估值表..... | 14 |

1. 集采续约落地，创新转型顺利，公司即将迈入新品放量的高成长期

1.1 公司集采风险即将出清

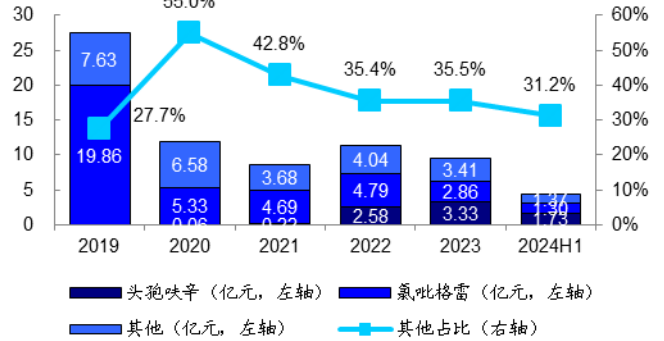
根据我们统计，目前信立泰仅剩个别仿制药产品未被纳入集采，未集采仿制药整体销售体量占比低至 1-2%。已集采仿制药体量有限且销售情况趋于稳健。唯一存在较大下滑风险的产品头孢呋辛钠（我们预测约 6 亿体量）已于前日的江苏省第四五批集采品种接续采购中中标，该品种明年体量或有一定下降。

图1 2019-1H2024 样本医院信立泰药品收入拆分情况



资料来源：米内网，HTI

图2 2019-1H2024 样本医院信立泰集采仿制药收入拆分情况



资料来源：米内网，HTI

表 1 信立泰部分在售仿制药情况汇总

| 治疗领域 | 商品名 | 药品名 | 是否首仿 | 集采 | 执行时间 |
|-------|-----|--------------|------|---------|------|
| 抗血栓 | 泰嘉 | 硫酸氢氯吡格雷片 | 首仿 | 4+7 | 2019 |
| | 泰仪 | 替格瑞洛片 | 首仿 | 第三批 | 2020 |
| | 泰加宁 | 注射用比伐芦定 | 首仿 | 第四批未中选 | 2021 |
| | - | 利伐沙班 | - | 第五批中选 | 2021 |
| 高血压 | 信达怡 | 盐酸贝那普利片 | 首仿 | 第五批中选 | 2021 |
| | 信达悦 | 奥美沙坦酯片 | - | 第二批中选 | 2020 |
| | 信立明 | 匹伐他汀钙片 | - | 第三批中选 | 2020 |
| | 信达平 | 盐酸乐卡地平片 | - | 第五批中选 | 2021 |
| 抗感染 | 信达静 | 注射用头孢曲松钠 | - | 第五批未中选 | 2021 |
| | 信至妥 | 西它沙星片 | - | 第九批中选 | 2024 |
| | 信达敏 | 盐酸莫西沙星片 | - | 第二批未中选 | 2020 |
| | 信达康 | 阿奇霉素分散片 | - | 第二批未中选 | 2020 |
| | 信均福 | 注射用头孢地嗪钠 | - | 第八批未中选 | 2023 |
| | 信康瑞 | 注射用头孢尼西钠 | 首仿 | - | - |
| | 信乐海 | 注射用头孢米诺钠 | - | 第七批未中选 | 2022 |
| | 信力威 | 注射用盐酸头孢吡肟 | 首仿 | 第七批中选 | 2022 |
| | 信立希 | 注射用头孢他啶 | - | 第五批未中选 | 2021 |
| | 信立欣 | 注射用头孢呋辛钠 | - | 第五批中选 | 2021 |
| | 信立康 | 注射用头孢噻肟钠 | - | 第八批未中选 | 2023 |
| | 信瑞宁 | 注射用头孢唑林钠 | - | 第五批未中选 | 2021 |
| | 信希汀 | 注射用头孢西丁钠 | - | 第八批未中选 | 2023 |
| | 信及益 | 注射用头孢哌酮钠舒巴坦钠 | - | 第八批未中选 | 2023 |
| 抗骨溶解剂 | 信尔怡 | 注射用帕米膦酸二钠 | - | - | - |
| 抗过敏 | 信敏汀 | 地氯雷他定片 | 首仿 | 第三批中选 | 2019 |
| 抗癫痫 | 信同安 | 左乙拉西坦片 | 首仿 | 4+7 未中选 | 2018 |
| 抗抑郁 | 信立平 | 盐酸帕罗西汀肠溶缓释片 | 首仿 | 第九批中选 | 2023 |

资料来源：信立泰官网，医药魔方，HTI 汇总

1.2 公司创新转型顺利，即将进入新品放量的高成长期

信立泰是我国较早布局创新药的企业之一，2013年即上市首个一类新药阿利沙坦酯，该产品在2023年来成为医保乙类产品，在价格企稳的情况下至今仍保持双位数的持续增长。此外，受益于公司近年来上市的特立帕肽产品组合、恩那司它开始放量，公司创新药销售收入保持快速增长态势。我们预计信立泰2024年创新药销售收入或超15亿元，接近公司药品收入体量的50%。此外，我们预计公司2024-2026累计将有6-7款创新药上市，持续为创新药业务提供增量。

表 2 信立泰处于 III 期、NDA 及上市阶段的药物及在研管线情况

| 药物名称 | 靶点 | 适应症 | 临床阶段 | 开始时间 |
|--------------------------|-----------|-------------|------|------------|
| 信立坦-阿利沙坦酯 | AGTR1 | 原发性高血压 | 已上市 | 2013/1/1 |
| 欣复泰-特立帕肽 | PTHr | 绝经后骨质疏松 | 已上市 | 2019/10/14 |
| SAL001-特立帕肽注射笔 | PTHr | 绝经后骨质疏松 | 已上市 | 2022/4/19 |
| SAL0951-恩那司它 | HIF-PH | 非透析慢性肾性贫血 | 已上市 | 2023/6/7 |
| | | 血透和腹透慢性肾性贫血 | NDA | 2024/7/12 |
| SAL0107-阿利沙坦+氨氯地平 | 复方制剂 | 原发性高血压 | 已上市 | 2024/5/15 |
| SAL067-福格列汀 | DPP4 | T2D | 已上市 | 2024/6/28 |
| S086-阿利沙坦酯+沙库巴曲 | AGTR1/MME | 原发性高血压 | NDA | 2023/7/7 |
| | | 心衰 | III | 2022/2/23 |
| SAL0108-阿利沙坦+吲达帕胺 | 复方制剂 | 原发性高血压 | NDA | 2023/9/12 |
| SAL056-长效特立帕肽 | PTHr | 绝经后骨质疏松 | NDA | 2024/6/25 |
| SAL016-重组人促卵泡激素-CTP 融合蛋白 | FSHR | 促排卵 | NDA | 2024/7/18 |
| SAL003 | PCSK9 | 高脂血症 | III | 2024/10/31 |
| SAL0130-S086+氨氯地平 | 复方制剂 | 原发性高血压 | III | - |

资料来源：信立泰 2024 年半年报，insight 数据库，HTI 汇总；注：T2D 指二型糖尿病

1.3 早期管线布局丰富，期待数据持续读出

我们认为近年来信立泰的创新药研发能力日趋成熟，公司持续通过自研和引入丰富产品管线，目前已储备了一批颇具亮点、值得期待的早期临床项目，能够为长期业绩的持续增长提供增量。建议关注早期潜力管线的数据读出节奏以及未来的对外授权潜力。

从治疗领域来看：1) 公司在心血管领域继续聚焦，布局了针对难治性高血压的 ETA 受体拮抗剂 SAL0120，针对全方位心衰治疗的 NRG1 融合蛋白药物 JK07，以及针对血栓、卒中的 FX1a 口服小分子 SAL0104；2) 公司在骨科、自免和代谢领域逐步拓展，布局了 GLP1R 口服小分子药物 SAL0112，GLP1R/GCGR 双靶 SAL0125；3) 公司在肿瘤、神经等领域开启探索，JK06 为一款采用 MMAE 毒素的 5T4 ADC，JK08 为一款 IL15/CTLA4 融合蛋白，SAL0114 为一款右美沙芬+安非他酮的复方制剂 1 类新药。

表 3 信立泰早期在研管线情况

| 领域 | 药物名称 | MOA | 适应症 | 临床阶段 | 开始时间 | 进入临床时间 |
|-----|-------------|--------------|---------|---------|---------|---------|
| 心血管 | SAL0120 | ETA 拮抗剂 | 原发性高血压 | II | 2024/8 | 2023/1 |
| | SAL007-JK07 | NRG1 | 心力衰竭 | 全球 II 期 | 2024/4 | 2019/12 |
| | SAL0104 | FXIa | 卒中、血栓 | I | 2021/6 | 2021/1 |
| | YOLT-101 | PCSK9 | 高脂血症 | I | 2024/5 | 2024/5 |
| 代谢 | SAL0112 | GLP1R 口服 | T2D | II | 2024/8 | 2022/5 |
| | SAL0112 | GLP1R 口服 | 肥胖 | I | 2023/12 | 2022/5 |
| | DD01 | GLP1R/GCGR | MASH | 全球 II 期 | 2024/5 | 2021/3 |
| | DD01 | GLP1R/GCGR | T2D | I | 2024/12 | 2021/3 |
| | SAL0125 | GLP1R/GCGR | T2D/肥胖 | IND | - | - |
| | SAL0140 | - | 慢性肾病 | IND | - | - |
| 肿瘤 | JK08 | IL2/15*CTLA4 | 实体瘤 | 全球 II 期 | 2022/5 | 2022/5 |
| | JK06 | ADC | 实体瘤 | 全球 I 期 | 2024/10 | 2024/10 |
| 自免 | SAL0119 | - | 类风湿 | I | 2023/4 | 2022/11 |
| 骨科 | SAL023-地舒单抗 | RANKL | 绝经后骨质疏松 | IND | 2024/9 | 2019/9 |
| 神经 | SAL0114 | 氟代右美沙芬+安非他酮 | 抑郁症 | I/II | 2024/1 | 2021/12 |
| | | | 阿尔兹海默 | IND | 2022/5 | 2021/12 |

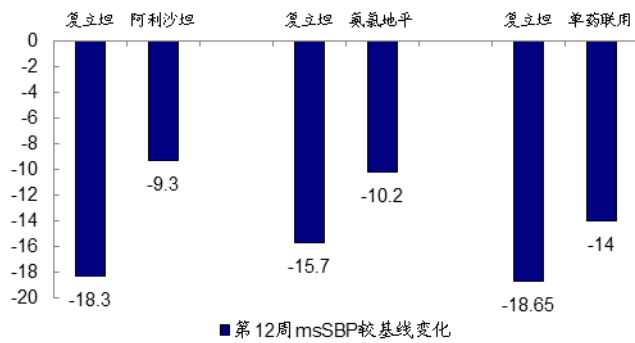
资料来源：信立泰 2024 年半年报，insight 数据库，HTI 汇总；注：T2D 指二型糖尿病

2. 医保谈判顺利，看好复立坦和信立汀明年开始快速放量

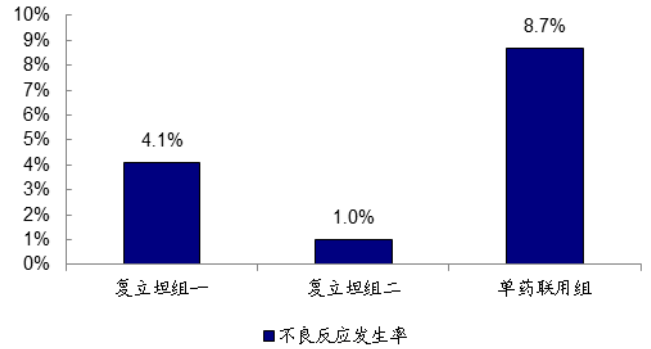
公司 2024 年获批上市的两款原研创新药产品复立坦（阿利沙坦酯氨氯地平片）和信立汀（苯甲酸福格列汀片）均于近期顺利通过首次谈判纳入 2024 年医保目录，鉴于两款药物临床表现出的优异疗效和安全性，我们预计两款产品均将于较好的医保谈判价格落地，并在明年开始快速放量。

2.1 复立坦（阿利沙坦酯氨氯地平片）

复立坦为我国首个且唯一国产 ARB+CCB 固定复方制剂（阿利沙坦酯+氨氯地平），用于单用阿利沙坦酯或氨氯地平治疗血压控制效果不佳的成人原发性高血压患者，其相比 SOC 展现出更好的疗效、安全性和依从性。在疗效上，复立坦能够使患者平均诊室收缩压降低 15-20 mmHg，显著优于单药（5.4-9 mmHg）及联合治疗（3.99-4.65 mmHg），并能带来更好的远期心血管获益（降低 11% 临床复合终点危险，15% 全因死亡风险）；在安全性上，复立坦一般不良反应轻度且短暂，且相比联合用药的不良反应发生率更低（4.1% vs 8.7%）；在依从性上，复立坦每日一次给药，并且相比其他 ARB 类药物更好地控制夜间和清晨的血压，降低临床管理难度，与单药联用相比提高患者 14% 依从性。

图3 复立坦对比单药或单药联用 12 周 msSBP 情况 (mmHg)


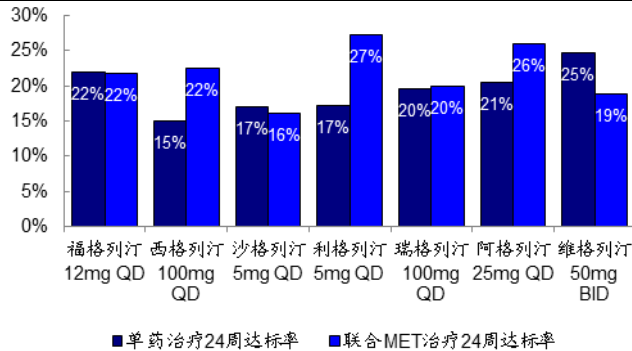
资料来源：国家医保局，HTI；注：复立坦对比阿利沙坦及氯氯地平为复立坦 III 期临床数据，对比单药联用为 MAIC 结果

图4 复立坦对比单药联用组治疗期间不良反应发生情况


资料来源：国家医保局，HTI

2.2 信立汀（苯甲酸福格列汀片）

信立汀为一款 DPP4 抑制剂，用于单药或联用以改善成人 2 型糖尿病患者的血糖控制。相比同类药物，信立汀疗效确切，24 周单药或联用二甲双胍的 HbA1c 达标率~22%；且其安全性更优，治疗期间的低血糖发生率和不良反应发生率更低。

图5 信立汀对比其他 DPP4 药物疗效情况


资料来源：国家医保局，HTI；注：MET 指二甲双胍

图6 信立汀对比其他 DPP4 药物安全性情况

| 所属公司 | 信立泰 | 赛诺菲 | 恒瑞医药 | MSD | AZ | BI |
|----------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| DPP4抑制剂常 | 福格列汀 12mg QD | 阿格列汀 25mg QD | 瑞格列汀 100mg QD | 西格列汀 100mg QD | 沙格列汀 100mg QD | 利格列汀 100mg QD |
| 见不良反应 | 未发生 | 4.8% | 4.8% | 4.8% | 4.8% | 4.8% |
| 咽炎 | 未发生 | 未报道 | 1.6% | 未报道 | 未报道 | 未报道 |
| 鼻窦炎 | 未发生 | 4.8% | 4.8% | 6.3% | 未报道 | 7.0% |
| 头晕 | 未发生 | 4.3% | 1.6% | 5.9% | 6.5% | 6.4% |
| 尿路感染 | 未发生 | 未报道 | 未报道 | 未报道 | 6.5% | 未报道 |
| 上呼吸道感染 | 未发生 | 4.5% | 未报道 | 6.2% | 7.7% | 8.0% |
| 严重不良反应 | 未发生 | 0.0% | 0.0% | 0.8% | 未报道 | 未报道 |
| 单药治疗 24周低血糖 | 0.9% | 1.5% | 2.0% | 12.2% | 5.6% | 6.6% |
| 联合MET治疗 24周低血糖 | 1.9% | 1.0% | 2.4% | 15.5% | 5.8% | 1.0% |

资料来源：国家医保局，HTI；注：MET 指二甲双胍

3. 慢性心衰潜在 BIC 药物 JK07 或将在近期读出阶段性数据，关注公司公告及进展

JK07 是公司自主研发的 NRG1 融合抗体药物，用于治疗心衰 HFrEF、HFpEF 的全球 II 期临床已于 2024 年上半年启动，我们预计其或将在近期披露相关阶段性数据，建议关注公司的相关进展。

3.1 慢性心衰难治愈，全球有巨大未满足临床需求

心力衰竭指由多种原因导致的心脏结构和功能的改变，心室的收缩或舒张功能发生障碍，从而使得心脏不能将足够的血液送到全身，造成呼吸困难、疲惫等症状。由于心衰大部分情况下不可逆，且难治愈，因此预后较差，全球的 5 年生存率约为 50%。

左心室射血分数 (LVEF) 是心功能的标志，也和预后如死亡率高度相关，因此一般根据 LVEF 水平由低到高将心衰分类为 HFrEF、HFmrEF、HFpEF，由于后两者的发病机制仍不明朗，因此临床试验及药物开发主要针对 HFrEF 开展。流行病学显示我国约有 738 万、316 万和 316 万的 HFrEF、HFmrEF、HFpEF 患者，每年新发约 300 万人；而美国 HFrEF 和 HFpEF 都分别约有 300-350 万患者。

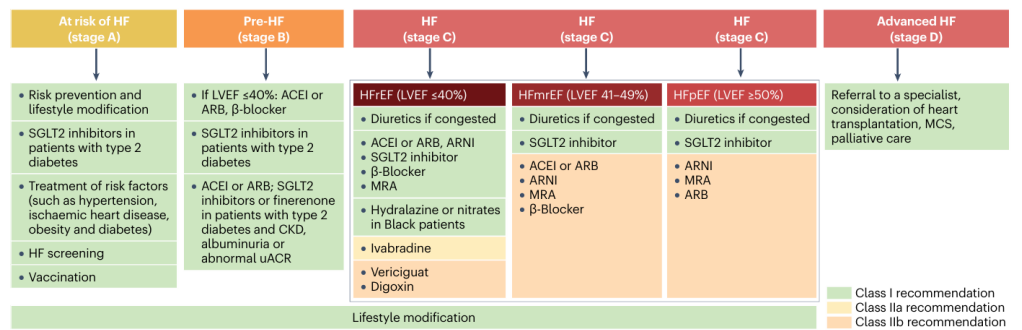
表 4 根据 LVEF 的心衰分类情况

| 分类 | LVEF 标准 | 备注 | 中国患者数万人 | 美国患者数万人 |
|---------|---------------------------------------|---|---------|---------|
| HFrEF | LVEF≤40% | 随机临床试验主要纳入此类患者,有效的治疗已得到证实 | 738 | 300-350 |
| HFimpEF | 既往 LVEF≤40%, 治疗后随访 LVEF>40%并较基线增加≥10% | LVEF 改善并不意味着心肌完全恢复或左心室功能正常化; LVEF 也可能还会降低 | - | - |
| HFmrEF | LVEF 41-49% | 此类患者临床特征、病理生理、治疗和预后尚不清楚,单列此组有利于对其开展相关研究 | 316 | 300-350 |
| HFpEF | LVEF≥50% | 需要排除患者症状是由非心脏疾病所致 | 316 | |

资料来源:《中国心力衰竭诊断和治疗指南 2024》, 诺华流行病学数据、cytokinetics 流行病学数据, HTI

3.2 修复心肌细胞或是心衰治疗的重要机制

当前全球心衰治疗以 β 受体阻滞剂、SGLT2i、RAAS 抑制剂、利尿剂为基石, 其中利尿剂、SGLT2i 被推荐用于各心衰分类的治疗, 而 β 受体阻滞剂+SGLT2i+ARNI+利尿剂的新四联被推荐用于 HFrEF 的治疗。

图 7 针对各类心衰的治疗方式推荐情况


资料来源:《Contemporary pharmacological treatment and management of heart failure》, HTI

目前临床上应用的抗心衰药物主要通过改善心脏外周环境、减轻心脏工作负担而发挥作用, 不能从根本病因上治疗心衰, 研究表明, 新四联相比传统治疗一般能够延长患者生存期 1.4-6.3 年。因此直接作用于受损的心肌细胞, 修复心肌细胞结构, 改善其收缩及舒张功能, 从而改善患者心脏功能、逆转心室重塑, 或许能够从根本上改善心衰治疗的结局。近年来, 相关疗法的开展也较为火热(表 5)。

表 5 全球针对心肌细胞作用的在研新药情况

| 所属公司 | 药物名称 | MOA | 临床阶段 |
|-------------------|--------------------|-----------|----------|
| BioCardia | CardiAMP | MSC 细胞疗法 | 日本获批上市 |
| cytokinetics/冀星药业 | Omecamtiv Mecarbil | 心肌肌球蛋白激活剂 | 中美 NDA |
| 泽生科技 | 纽兰格林 | NRG1 | 中国 III 期 |
| 信立泰 | JK07 | NRG1 | 全球 II 期 |
| 因诺生物 | INL1 | HIF1 | 全球 II 期 |
| Heartseed/诺和诺德 | HS001 | IPSC 细胞疗法 | 全球 II 期 |
| Asklepios Bio/拜耳 | AB1002 | 基因治疗 | 全球 II 期 |

资料来源: insight 数据库, 因诺生物官网等, HTI

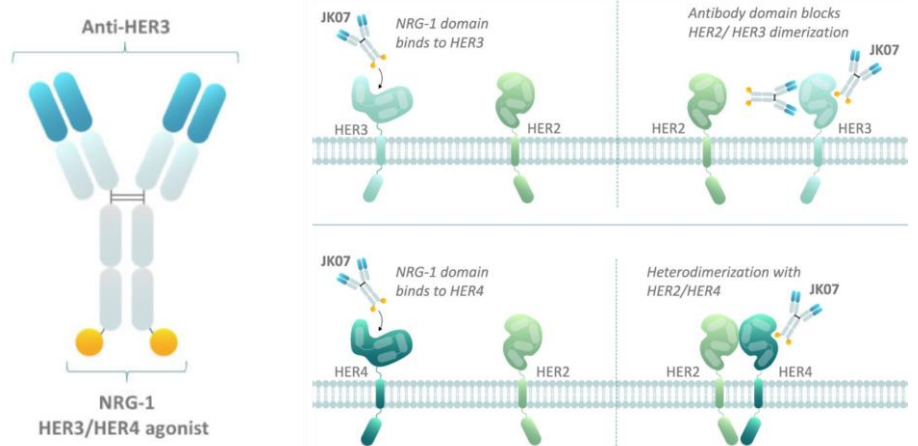
3.3 JK07 是针对心肌细胞修复的潜在同类最佳 NRG1 药物

3.3.1 NRG1 介导的信号通路在心衰改善中扮演重要角色

NRG1 是一类能够结合 HER4、HER3 的生长因子, 其能够介导形成 HER4/HER2、HER3/HER2 二聚体。其中 HER4/HER2 二聚体能够通过 HIPPO、VEGF 等通路影响心肌细胞修复与平衡, 而 HER3/HER2 二聚体可能导致胃肠道不良反应及致癌可能。

泽生科技的纽卡定是全球 FIC 的 NRG1 药物, 主要成分为 NRG1 活性肽重组蛋白。其 II 期临床显示纽卡定相较安慰剂展现出一定的 LVEF 提升, 但高剂量组件随着较强的胃肠道、呼吸系统、神经系统等不良反应, 因此其最终确定了减剂量 (1.2ug/kg->0.6ug/kg), 减疗程 (90->30) 的给药方式。目前, 纽卡定已在国内开启多项 III 期临床, 部分临床未能达到临床终点。

信立泰的 JK07 是一款在 HER3 单抗基础上添加了全人源 NRG1 重组蛋白活性域的药物, 该设计能够使得其激活 HER4/HER2 二聚体形成的同时阻断 HER3/HER2 二聚体, 进一步增强特异性。

图8 JK07 设计及机理


资料来源: Salubris Bio 官网, HTI

JK07 的 I 期临床安全性良好, 0.27mg/kg 剂量组未见剂量限值毒性, 三个剂量组均未出现心律不齐注射等相关反应。大部分不良反应为 1-2 级, 仅 0.27mg/kg 剂量组出现 1 例 3 级不良反应。相比纽卡定, JK07 展现出了更高的给药剂量、更长的用药周期以及早期更优的疗效和安全性。我们看好 JK07 成为 BIC NRG1 药物的潜力。

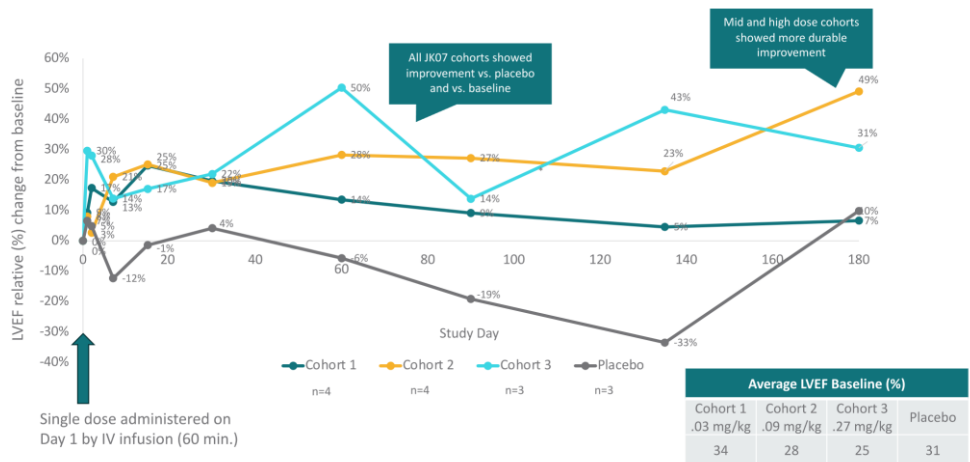
表 6 纽卡定对比 JK07 早期的剂量探索及安全性数据对比

| 药物名称 | 纽卡定 | | | | JK07 | | | |
|----------|-----------------------------|-----------|----------|--------|--------------------------|------------|-----------|-------|
| 最终给药方式 | 10h 连续给药, 给药 10 天, 观察期 30 天 | | | | Q4W 给药, 连续四个月, 观察期 180 天 | | | |
| 临床试验 | ChiCTR-TRC-00000414 (II) | | | | NCT04210375 (I) | | | |
| 剂量 | 0.3ug/kg | 0.6ug/kg* | 1.2ug/kg | 安慰剂 | 0.03mg/kg | 0.09mg/kg* | 0.27mg/kg | 安慰剂 |
| NYHA 等级 | II-III | | | | II-III | | | |
| 患者数量 | 11 | 11 | 10 | 11 | 4 | 4 | 3 | 3 |
| AE 发生率 | 54.4% | 63.6% | 66.7% | 100.0% | 25.0% | 75.0% | 100.0% | 33.3% |
| 胃肠道不良反应 | 10.3% | 10.3% | 27.5% | 51.7% | | | | |
| 呼吸系统不良反应 | 14.2% | 28.5% | 42.8% | 14.2% | | | | |
| 神经系统不良反应 | 20.0% | 20.0% | 46.6% | 13.3% | | | | |
| 疼痛相关不良反应 | 25.0% | 50.2% | 25.0% | 0.0% | | | | |
| SAE 发生率 | 0% | | | | | | | |
| 其他 | 对血尿生化标志物无影响 | | | | 无 DLT, 心律不齐、注射相关反应 | | | |

资料来源: Journal of the American College of Cardiology、Journal of Cardiac Failure, insight 数据库, HTI 汇总, 注: 胃肠道不良反应包括恶心、呕吐、食欲不振、腹泻、腹部不适等, 呼吸系统不良反应包括胸闷、呼吸困难、心电图异常等, 神经系统不良反应包括头痛、僵直、过度兴奋、多汗症等, 疼痛相关不良反应包括肌肉疼痛、红肿等; 0.6ug/kg 为纽卡定最终 III 期方案的剂量, 0.09mg/kg 为我们预测的 JK07 III 期剂量

3.3.2 I 期临床数据优异, 全球 II 期临床阶段性数据或将在近期读出

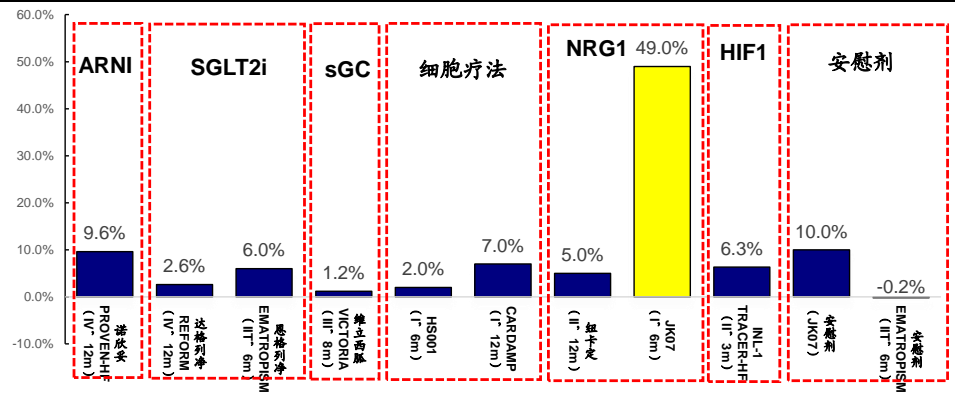
JK07 I 期临床疗效优异。JK07 在中国开展的 Ib 期剂量递增研究已完成, 单次给药 6 个月, 中、高剂量组 LVEF 平均改善 $\geq 31\%$, 显著优于安慰剂组。

图9 JK07 Ib 期临床 LVEF 改善情况


资料来源: Salubris Bio 官网, HTI

横向对比, JK07 I 期临床展现出的 LVEF 改善情况远超其他心衰药物。META 分析显示当前 HFrEF 治疗方式能够显著提升患者的 LVEF 水平, 并带来相关心室组织和功能的改善, 但大部分药物在 1-12 个月治疗期内的 LVEF 改善情况不超过 10%。例如在诺欣妥的 4 期临床 PROVEN-HF 中, 其 6 个月的治疗后能够将基线 LVEF 为 28.2% 的患者提升至 34.1% (n=752); 恩格列净在 EMPA-TROPISM 临床中, 6 个月的治疗能够将基线 LVEF 为 36.2% 的患者提升至 42.2% (n=80)。

图10 JK07 对比其他心衰新药 LVEF 改善情况



资料来源: JAMA、European Heart Journal、Diabetes Care、JOURNAL OF THE AMERICAN COLLEGE OF CARDIOLOGY、信立泰官方公众号、salubris 官网等, HTI 汇总; 注: 括号内为 (临床阶段, 观察期) 6m、12m 代表 6 个月、12 个月

目前信立泰正在推进一项 JK07 的全球 II 期临床, 针对 HFrEF、HFmrEF 和 HFpEF 患者, 探索 JK07 低剂量和高剂量对比安慰剂的疗效和安全性。主要临床终点包括第 52 周不良事件的发生率和严重程度, 以及第 26 周 LVEF 相对基线的变化情况 (期中分析)。次要终点包括第 52 周 LVEDVi、LVESVi、KCCQ、6MWT 较基线的变化情况。我们预计该临床或将在近期有期中分析相关数据读出, 建议关注公司公告及进展。

表 7 JK07 全球 II 期临床信息

| | |
|------|---|
| 临床代号 | RENU-HF, NCT06369298/CTR20242392 |
| 地点 | 中国、美国等 |
| 适应症 | HFrEF、HFmrEF、HFpEF |
| 入组人数 | 252 |
| 时间进展 | 2024/3/28 FPI, 预计 2026 完成 |
| 分组 | JK07 低剂量组: 静脉输液, Q4W JK07 高剂量组: 静脉输液, Q4W 安慰剂组: 静脉输液, Q4W |
| 纳入标准 | NYHAII-III 队列 1: LVEF≤40% 队列 2: LVEF>40%且≤65%, NT-proBNP≥600pg/ml 且伴有房颤 |
| 主要终点 | 队列 1: 52 周出现不良事件的发生率和严重程度 队列 1: 26 周 2D-TTE 测量的 LVEF 较基线变化值 队列 2: 52 周出现不良事件的发生率和严重程度 |
| 次要终点 | 52 周 2D-TTE 测量的 LVEDVi、LVESVi 等较基线的变化 52 周 KCCQ、6MWT 较基线的变化 52 周实验室检查、ECG 等 |

资料来源: insight 数据库, HTI

4. 盈利预测与投资建议

我们预测公司 2024-2026 年收入分别达 40.38、44.08、56.94 亿元，具体拆分如下：

1) 我们预测公司 2024-2026 年的仿制药业务收入分别为 15.50、10.82、10.05 亿元。其中泰嘉及大部分其他仿制药已被纳入集采，我们预计上述药物保持小幅下滑态势；头孢呋辛钠（信立欣）由于集采续约降价，我们预计其 2024-2026 年收入下滑至 6.00、2.00、1.40 亿元；

2) 我们预测公司 2024-2026 年的创新药业务收入分别为 15.10、23.30、35.79 亿元。其中信立坦阿利沙坦酯为医保乙类产品，能够良好地改善夜间血压，我们预计其将保持双位数增长，2024-2026 年收入达 12.20、15.00、18.00 亿元；特立帕肽注射液（粉针与水针）占据我国 70% 市场份额，我们预计 2024-2026 年其将进一步保持稳健增长，销售额分别达 1.50、2.00、2.80 亿元；恩那罗、复立坦、信立汀已作为国谈新药进入医保乙类目录，凭借优异的疗效和安全性，我们预计 2024-2026 年其将处于早期放量的快速增长阶段；我们预计 S086、SAL0108、SAL016 三款新药分别于 2025、2025、2026 年上市并贡献一定增量；

3) 我们预测公司 2024-2026 年的医疗器械业务收入分别为 3.23、4.00、4.60 亿元，主要系 Maurora、AlphaStent 和 SaExten 持续高增长；

4) 我们预测公司 2024-2026 年的原料药业务收入分别为 4.55、5.01、5.51 亿元，其他业务收入分别为 0.90、0.94、0.99 亿元。我们认为上述两部分业务有望分别保持 10% 与 5% 的稳健增长。

我们预测公司 2024-2026 年净利润分别为 6.20、6.45、8.32 亿元，EPS 分别为 0.56、0.58、0.75 元。利用可比公司估值法，我们给予其 2024 年 83 倍 PE，对应目标价 46.27 元，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

表 8 2022-2026E 信立泰收入拆分

| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 总计 | 34.82 | 33.65 | 40.38 | 44.08 | 56.94 |
| yoy | | -3.4% | 20.0% | 9.1% | 29.2% |
| 仿制药 | 19.93 | 15.10 | 15.50 | 10.82 | 10.05 |
| yoy | | -24.2% | 2.6% | -30.2% | -7.2% |
| 仿制药-泰嘉 | 9.00 | 5.00 | 5.60 | 5.00 | 4.90 |
| yoy | | -44.4% | 12.0% | -10.7% | -2.0% |
| 仿制药-信立欣 | 6.50 | 6.20 | 6.00 | 2.00 | 1.40 |
| yoy | | -4.6% | -3.2% | -66.7% | -30.0% |
| 仿制药-其他 | 4.43 | 3.90 | 3.90 | 3.82 | 3.75 |
| yoy | | -11.9% | 0.0% | -2.0% | -2.0% |
| 创新药 | 9.40 | 11.40 | 15.10 | 23.30 | 35.79 |
| yoy | | 21.3% | 32.5% | 54.3% | 53.6% |
| 创新药-信立坦 | 9.00 | 10.20 | 12.20 | 15.00 | 18.00 |
| yoy | | 13.3% | 19.6% | 23.0% | 20.0% |
| 创新药-特立帕肽产品组合 | 0.40 | 1.00 | 1.50 | 2.00 | 2.80 |
| yoy | | 150.0% | 50.0% | 33.3% | 40.0% |
| 创新药-恩那罗 | | 0.20 | 1.00 | 3.70 | 6.29 |
| yoy | | | 400.0% | 270.0% | 70.0% |
| 创新药-复立坦 | | | 0.20 | 1.00 | 3.00 |
| yoy | | | | 400.0% | 200.0% |
| 创新药-信立汀 | | | 0.20 | 1.00 | 2.00 |
| yoy | | | | 400.0% | 100.0% |
| 创新药-S086 | | | | 0.30 | 2.50 |
| yoy | | | | | 733.3% |
| 创新药-SAL0108 | | | | 0.30 | 1.00 |
| yoy | | | | | 233.3% |
| 创新药-SAL016 | | | | | 0.30 |
| yoy | | | | | |
| 器械 | 1.00 | 2.16 | 3.23 | 4.00 | 4.60 |
| yoy | | 114.6% | 50.0% | 23.7% | 15.0% |
| 原料药 | 3.68 | 4.14 | 4.55 | 5.01 | 5.51 |
| yoy | | 12.6% | 10.0% | 10.0% | 10.0% |
| 其他 | 0.81 | 0.86 | 0.90 | 0.94 | 0.99 |
| yoy | | 5.4% | 5.0% | 5.0% | 5.0% |

资料来源: WIND, HTI

表 9 可比公司估值表

| 20241224 股票代码 | 可比公司 | 市值 (亿元) | 收入 (亿元) | | | | 利润 (亿元) | | | | PE | | |
|------------------|------|------------|---------|--------|--------|--------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 2024E | 2025E | 2026E |
| 002653 | 海思科 | 378.64 | 33.55 | 39.83 | 48.66 | 59.55 | 2.95 | 4.42 | 6.07 | 8.42 | 85.66 | 62.34 | 44.96 |
| 600276 | 恒瑞医药 | 2955.39 | 228.20 | 269.84 | 304.79 | 354.39 | 43.02 | 59.78 | 67.22 | 80.45 | 49.44 | 43.97 | 36.74 |
| 300558 | 贝达药业 | 229.33 | 24.56 | 30.47 | 37.90 | 46.35 | 3.48 | 4.72 | 6.58 | 8.54 | 48.54 | 34.87 | 26.85 |
| 002755 | 奥赛康 | 120.57 | 14.43 | 16.75 | 19.26 | 23.35 | -1.49 | 1.24 | 1.86 | 2.93 | 97.33 | 64.78 | 41.09 |
| 平均 | | | | | | | | | | | 70.24 | 51.49 | 37.41 |

资料来源: Wind, HTI; 注: 收盘价为 2024 年 12 月 24 日价格, 可比公司 EPS 为 Wind 一致预期

公司及各主要子公司的业务涉及药品、医疗器械产品的研发、生产、销售，以及专利授权许可等，主要产品包括心血管类药物及医疗器械、头孢类抗生素及原料、骨科药物等，在研项目涵盖心脑血管、降血糖、肾科、骨科、抗肿瘤等治疗领域。公司坚持开发具有临床价值的创新、优质产品，满足未被满足的临床需求；凭借卓越的循证医学研究、优秀的产品品质，塑造专业、优质的“信立泰”品牌形象。不断开拓创新，布局涵盖心血管四大领域(脑血管、心血管、心脏实体、外周血管)及六大科室(心内科、心外科、神内科、肾内科、血管外科)；布局植入介入器械产品，实现药品、器械、服务的战略协同，为广大患者提供全方位治疗方案，提升在心血管领域综合解决方案的优势地位。经过多年的稳健经营，公司位列中国医药工业板块股票市值前十名，先后荣膺“中国医药上市公司竞争力 20 强”、“中国中小板上市公司价值 10 强”。公司精确布局全球产业链，将业务范围覆盖至中国、美国、德国、法国、日本等全球 38 个国家和地区。

附表 前十大股东：

| 股东名称 | 占总股本比例(%) |
|-------------------------------|-----------|
| 信立泰药业有限公司 | 56.9900 |
| 中信里昂资产管理有限公司-客户资金 | 4.6900 |
| 香港中央结算有限公司(陆股通) | 2.3900 |
| 深圳市润复投资发展有限公司 | 2.0200 |
| 中央汇金资产管理有限责任公司 | 1.2600 |
| 王国华 | 0.8400 |
| 深圳信立泰药业股份有限公司-第二期员工持股计划 | 0.7900 |
| 中国银行股份有限公司-广发医疗保健股票型证券投资基金 | 0.6400 |
| 中国银行股份有限公司-易方达医疗保健行业混合型证券投资基金 | 0.5800 |
| 安耐德合伙人有限公司-客户资金 | 0.5300 |
| 合计 | 70.7300 |

财务报表分析和预测

| 主要财务指标 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 利润表 (百万元) | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 每股指标 (元) | | | | | 营业总收入 | 3365 | 4038 | 4408 | 5694 |
| 每股收益 | 0.52 | 0.56 | 0.58 | 0.75 | 营业成本 | 1058 | 1252 | 1322 | 1651 |
| 每股净资产 | 7.19 | 7.76 | 8.34 | 9.09 | 毛利率% | 68.6% | 69.0% | 70.0% | 71.0% |
| 每股经营现金流 | 0.75 | 0.75 | 0.64 | 0.72 | 营业税金及附加 | 44 | 52 | 57 | 74 |
| 每股股利 | 0.50 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 营业税金率% | 1.3% | 1.3% | 1.3% | 1.3% |
| 价值评估 (倍) | | | | | 营业费用 | 1016 | 1413 | 1587 | 2107 |
| P/E | 62.02 | 58.02 | 55.77 | 43.25 | 营业费用率% | 30.2% | 35.0% | 36.0% | 37.0% |
| P/B | 4.49 | 4.16 | 3.87 | 3.55 | 管理费用 | 287 | 260 | 330 | 399 |
| P/S | 10.69 | 8.91 | 8.16 | 6.32 | 管理费用率% | 8.5% | 6.4% | 7.5% | 7.0% |
| EV/EBITDA | 34.86 | 33.83 | 39.71 | 30.94 | EBIT | 633 | 700 | 730 | 943 |
| 股息率% | 1.5% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 财务费用 | -54 | 0 | 0 | 0 |
| 盈利能力指标 (%) | | | | | 财务费用率% | -1.6% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 毛利率 | 68.6% | 69.0% | 70.0% | 71.0% | 资产减值损失 | -59 | 0 | 0 | 0 |
| 净利润率 | 17.2% | 15.4% | 14.6% | 14.6% | 投资收益 | 12 | 16 | 22 | 28 |
| 净资产收益率 | 7.2% | 7.2% | 6.9% | 8.2% | 营业利润 | 656 | 714 | 744 | 957 |
| 资产回报率 | 6.2% | 6.0% | 5.9% | 6.9% | 营业外收支 | -14 | -14 | -14 | -14 |
| 投资回报率 | 7.1% | 7.1% | 6.9% | 8.2% | 利润总额 | 642 | 700 | 730 | 943 |
| 盈利增长 (%) | | | | | EBITDA | 1008 | 1014 | 846 | 1062 |
| 营业收入增长率 | -3.4% | 20.0% | 9.1% | 29.2% | 所得税 | 61 | 77 | 80 | 104 |
| EBIT 增长率 | 0.5% | 10.5% | 4.4% | 29.1% | 有效所得税率% | 9.5% | 11.0% | 11.0% | 11.0% |
| 净利润增长率 | -9.0% | 6.9% | 4.0% | 29.0% | 少数股东损益 | 1 | 3 | 5 | 8 |
| 偿债能力指标 | | | | | 归属母公司所有者净利润 | 580 | 620 | 645 | 832 |
| 资产负债率 | 14.3% | 15.6% | 15.2% | 15.9% | | | | | |
| 流动比率 | 4.06 | 3.97 | 4.47 | 4.49 | 资产负债表 (百万元) | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 速动比率 | 2.55 | 2.54 | 3.08 | 3.23 | 货币资金 | 1322 | 1757 | 2430 | 3197 |
| 现金比率 | 1.62 | 1.71 | 2.24 | 2.39 | 应收账款及应收票据 | 467 | 561 | 612 | 791 |
| 经营效率指标 | | | | | 存货 | 491 | 661 | 698 | 871 |
| 应收账款周转天数 | 51.74 | 45.83 | 47.91 | 44.35 | 其它流动资产 | 1033 | 1097 | 1109 | 1151 |
| 存货周转天数 | 176.06 | 165.58 | 184.94 | 171.08 | 流动资产合计 | 3313 | 4076 | 4849 | 6010 |
| 总资产周转率 | 0.35 | 0.41 | 0.41 | 0.49 | 长期股权投资 | 291 | 291 | 291 | 291 |
| 固定资产周转率 | 2.37 | 2.95 | 3.38 | 4.60 | 固定资产 | 1402 | 1338 | 1272 | 1204 |
| | | | | | 在建工程 | 34 | 34 | 34 | 34 |
| | | | | | 无形资产 | 1318 | 1238 | 1238 | 1238 |
| | | | | | 非流动资产合计 | 6083 | 6231 | 6165 | 6096 |
| | | | | | 资产总计 | 9397 | 10307 | 11014 | 12107 |
| 现金流量表 (百万元) | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 短期借款 | 40 | 40 | 40 | 40 |
| 净利润 | 580 | 620 | 645 | 832 | 应付票据及应付账款 | 156 | 191 | 202 | 252 |
| 少数股东损益 | 1 | 3 | 5 | 8 | 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 非现金支出 | 436 | 314 | 116 | 118 | 其它流动负债 | 619 | 796 | 842 | 1045 |
| 非经营收益 | -14 | -38 | -8 | -15 | 流动负债合计 | 815 | 1028 | 1085 | 1338 |
| 营运资金变动 | -164 | -66 | -43 | -141 | 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 经营活动现金流 | 839 | 833 | 715 | 802 | 其它长期负债 | 526 | 584 | 584 | 584 |
| 资产 | -670 | -320 | -64 | -63 | 非流动负债合计 | 526 | 584 | 584 | 584 |
| 投资 | -731 | 0 | 0 | 0 | 负债总计 | 1341 | 1612 | 1669 | 1922 |
| 其他 | 30 | -146 | 22 | 28 | 实收资本 | 1115 | 1115 | 1115 | 1115 |
| 投资活动现金流 | -1371 | -466 | -42 | -35 | 归属于母公司所有者权益 | 8019 | 8656 | 9301 | 10133 |
| 债权募资 | -135 | 2 | 0 | 0 | 少数股东权益 | 36 | 39 | 44 | 52 |
| 股权募资 | 0 | 28 | 0 | 0 | 负债和所有者权益合计 | 9397 | 10307 | 11014 | 12107 |
| 其他 | -571 | 43 | 0 | 0 | | | | | |
| 融资活动现金流 | -706 | 73 | 0 | 0 | | | | | |
| 现金净流量 | -1233 | 435 | 673 | 767 | | | | | |

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 12 月 24 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2023), HTI

APPENDIX 1

Summary

Investment Highlights:

Centralized procurement renewal completed, smooth innovation transition, company entering high growth phase for new products. 1) Centralized procurement risks nearly cleared. Only a few generic drugs not included, accounting for 1-2% of sales. Cefuroxime Sodium, with a predicted volume of 0.60 billion RMB, was recently awarded in Jiangsu's procurement, with potential volume decline next year. 2) Successful innovation transition, entering high growth phase for new products. Shenzhen Salubris Pharmaceuticals, an early innovator, launched the first new drug in 2013. Sales revenue from innovative drugs expected to exceed 1.50 billion RMB in 2024, nearly 50% of total drug revenue. Six to seven new innovative drugs expected from 2024-2026, boosting growth.

Successful negotiations for inclusion in the National Reimbursement Drug List, optimistic about rapid volume increase for Fulitan and Xinting from next year. Both drugs recently included in the 2024 list. Fulitan, a fixed-dose combination for hypertension, and Xinting, a DPP4 inhibitor for type 2 diabetes, expected to achieve favorable pricing and rapid volume increase.

JK07 data expected soon, monitoring announcements and progress. JK07, an NRG1 fusion antibody, shows potential in chronic heart failure treatment. Global Phase II trials for HFrfEF and HFpEF started in early 2024, with data expected soon.

Earnings forecast: Revenue for 2024-2026 projected at 4.04, 4.41, and 5.69 billion RMB, with YoY growth of 20.0%, 9.1%, and 29.2%. Net profit at 0.62, 0.65, and 0.83 billion RMB; EPS at 0.56, 0.58, and 0.75 RMB. Using comparable company valuation, 2024 PE at 83x, target price 46.27 RMB, initial coverage with "Outperform" rating.

Risk Warning: Weaker than expected R&D innovation; industry policy risk; intensified market competition.

附录 APPENDIX

重要信息披露

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

IMPORTANT DISCLOSURES

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

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

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

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

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

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

海通证券股份有限公司和/或其子公司（统称“海通”）在过去 12 个月内参与了 601988.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 601988.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 601988.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.

601988.CH 目前或过去 12 个月内是海通的投资银行业务客户。

601988.CH is/was an investment bank clients of Haitong currently or within the past 12 months.

601988.CH 目前或过去 12 个月内是海通的客户。海通向客户提供非投资银行业务的证券相关业务服务。

601988.CH is/was a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

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

评级分布 Rating Distribution

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

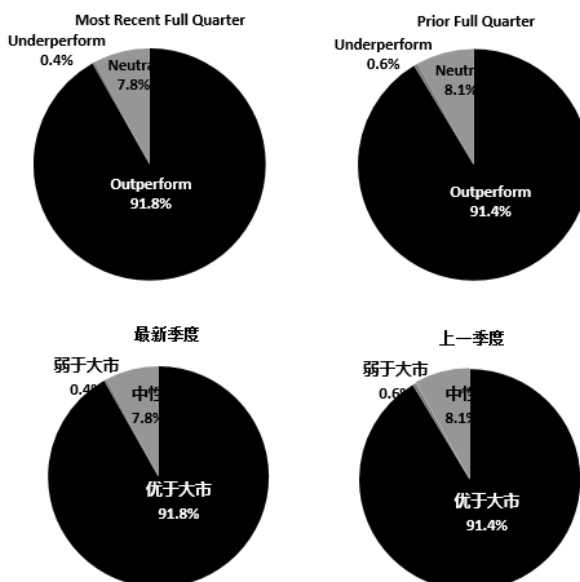
Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

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.

Ratings Distribution



截至 2024 年 9 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 | 91.8% | 7.8% | 0.4% |
| 投资银行客户* | 3.5% | 4.4% | 0.0% |

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

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

此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

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

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

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

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

Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of September 30, 2024

| | Outperform | Neutral (hold) | Underperform |
|------------------------------|------------|-------------------|--------------|
| HTI Equity Research Coverage | 91.8% | 7.8% | 0.4% |
| IB clients* | 3.5% | 4.4% | 0.0% |

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

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

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

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

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

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

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

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

海通国际非评级研究: 海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

重要免责声明:

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

印度证券的研究报告: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发

行, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) 上市公司 (统称为「印度交易所」) 的研究报告。HTSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的一部分。

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

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源, 但 HTIRL、HTISCL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的

不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区, 本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价, 则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易, 包括设计金融衍生工具的, 有产生重大风险的可能性, 因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况, 如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问, 以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失, HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

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

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

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

IMPORTANT DISCLAIMER

For research reports on non-Indian securities: The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“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、广告或公开发行。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点，任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时，每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」（“Accredited Investor”），或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」（“Permitted Investor”）。

新加坡投资者的通知事项：本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》2001 (“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》2001 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

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

电话: (65) 6713 0473

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

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

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

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

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

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

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

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar ; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“请注意, SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

本项研究仅供收件人使用, 未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有: 海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

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

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

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”). HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act 2001 (“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 2001. 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) 6713 0473

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>

Shenzhen Salubris Pharmaceuticals - 002294 CH

