



云顶新耀 (1952.HK): License-in 模式价值重估空间大, 维持“买入”评级

重申买入评级, 调整目标价至 84.4 港元。截至 12 月 16 日, 公司股价从今年高点下调约 65%, 主因板块整体情绪波动和对 license-in 模式的疑虑。12 月 15 日 Nefecon 在美国获批, 进一步增强了我们对该药在云顶引进地区获批的信心。我们认为在公司管线未发生重大变化、医保控费预期可控的前提下, 短期内有可观的估值修复空间。

- **Nefecon 获 FDA 加速批准上市:** 云顶合作伙伴 Calliditas 于 12 月 15 日宣布 Nefecon 获得 FDA 加速审批准许上市, 该审批结果和时间均符合我们此前预期、也增强了我们对云顶在中国和新加坡成功开发该产品的信心。云顶目前已完成 NeflgArd 三期试验中国患者入组, 我们预计将于 2Q22 进行数据读出、2023 年在中国获批上市。
- **Omicron 给疫苗管线带来新机遇:** 公司今年 9 月从 Providence 公司引进了至少三款 mRNA 新冠疫苗 (详见我们此前发布的[报告](#)), 虽然 Omicron 变异株的到来给新冠疫苗和药物的效力带来诸多不确定性, 但我们认为公司面临的机遇多于挑战。BioNTech 此前宣称三针 BNT162b2 能显著提升中和 Omicron 的能力, 而公司此次引进的 PTX-COVID-19-B 疫苗早期抗体滴度数据强于竞品。此外, 公司已开始和 Providence 合作开发针对 Omicron 的新疫苗, 目前东南亚并非辉瑞和 Moderna 的核心市场, 且疫苗接种率普遍较低、渗透空间仍大, 我们认为公司有望在这些市场赶超海外同行。
- **管理层预期未来每年上市 1-2 款创新药:** 其中能于明年上市的有: 1) Trodelvy® 的上市申请预计明年 3Q22 获批, 公司近期也在韩国提交了上市申请; 2) Xerava® 的上市申请预计于 2Q22 获批。
- **License-in 模式价值远被低估, 维持“买入”评级:** 我们上调了短期内新冠疫苗的收入贡献及 Nefecon 国内获批概率 (70% 至 80%), 但考虑到近期海内外政策的诸多不确定性, 我们对主要产品销售的预测更为保守。虽然近期市场对 license-in 模式和产品有所顾虑, 但我们认为过往 BD 记录优异的公司依旧拥有平台价值, 公司近期也通过多个成功交易持续验证自己的 BD 能力和行业领先地位。医保控费大背景下, 国内创新药定价环境变化也基本符合/好于此前市场预期。我们最新的目标价 84.4 港元对应 252 亿港元目标市值, 对比其他管线布局领域相似、同样采取 license-in 模式的公司, 如再鼎医药 (目前市值 442 亿港元), 我们认为该目标估值合理。
- **投资风险:** 研发失败或滞后、BD 进展受挫、产品销售不及预期。

图表 1: 盈利预测和财务指标

| 人民币百万元 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|------|--------|--------|--------|---------|
| 营业收入 | 0 | 0 | 0 | 36 | 812 |
| 收入同比增速 (%) | NA | NA | NA | NA | 2177.5% |
| 归母净利润 (亏损) | -215 | -5,658 | -1,586 | -1,115 | -947 |
| PS (X) | NA | NA | NA | 255.0 | 11.2 |

E=浦银国际预测 资料来源: 公司公告、浦银国际

胡泽宇 CFA

助理分析师

ryan_hu@spdbi.com

(852) 2808 6446

2021 年 12 月 17 日

评级

买入

| | |
|-------------------|------------|
| 目标价 (港元) | 84.4 |
| 潜在升幅/降幅 | 131% |
| 目前股价 (港元) | 36.6 |
| 52 周内股价区间 (港元) | 31.8-104.8 |
| 总市值 (百万港元) | 10,906 |
| 近 3 月日均成交额 (百万港元) | 18 |

注: 数据截至 2021 年 12 月 16 日

市场预期区间

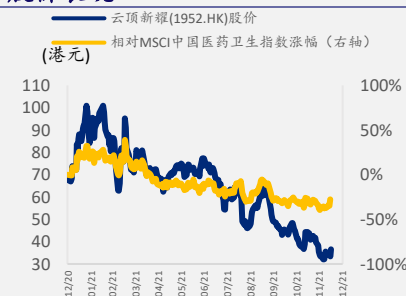


▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

注: 数据截至 2021 年 12 月 16 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际



扫码关注浦银国际研究

财务报表分析与预测 - 云顶新耀

利润表

| 人民币百万 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------------|------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 0 | 0 | 0 | 36 | 812 |
| 营业成本 | 0 | 0 | 0 | -12 | -167 |
| 毛利润 | 0 | 0 | 0 | 24 | 645 |
| 一般及行政开支 | -54 | -278 | -311 | -336 | -356 |
| 研发开支及销售开支 | -151 | -411 | -1,312 | -845 | -1,116 |
| 其他收入 | 29 | 1 | 4 | 5 | 5 |
| 其他亏损 | -1 | -1 | -16 | -17 | -17 |
| 财务成本净额 | -2 | -32 | 53 | 55 | 56 |
| 金融工具公允价值变动 | -36 | -4,938 | -4 | 0 | 0 |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 | -164 |
| 除税前(亏损)/溢利 | -215 | -5,658 | -1,586 | -1,115 | -947 |
| 所得税开支 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 净利润 | -215 | -5,658 | -1,586 | -1,115 | -947 |

资产负债表

| 人民币百万 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 物业及设备 | 8 | 11 | 32 | 48 | 60 |
| 使用权资产 | 38 | 111 | 114 | 118 | 122 |
| 无形资产 | 1,663 | 2,006 | 2,006 | 2,006 | 2,006 |
| 投资 | 293 | 846 | 1,495 | 1,495 | 1,495 |
| 其他非流动资产 | 3 | 7 | 38 | 38 | 38 |
| 非流动资产合计 | 2,006 | 2,981 | 3,686 | 3,705 | 3,721 |
| 预付款项及其他流动资产 | 25 | 15 | 35 | 63 | 95 |
| 现金及现金等价物 | 106 | 4,481 | 2,168 | 1,019 | 42 |
| 流动资产合计 | 131 | 4,496 | 2,204 | 1,082 | 137 |
| 总资产 | 2,137 | 7,477 | 5,890 | 4,787 | 3,858 |
| 向投资者发行的金融工具 | 2,464 | 21 | 27 | 28 | 28 |
| 租赁负债 | 30 | 59 | 65 | 66 | 67 |
| 其他非流动负债 | 0 | 369 | 388 | 392 | 400 |
| 非流动负债合计 | 2,494 | 449 | 480 | 486 | 495 |
| 租赁负债 | 11 | 19 | 29 | 29 | 30 |
| 贸易及其他应付款项 | 81 | 167 | 126 | 132 | 138 |
| 其他流动负债 | 413 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 流动负债合计 | 504 | 187 | 155 | 162 | 169 |
| 总负债 | 2,998 | 636 | 634 | 647 | 664 |
| 股本 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 储备 | 444 | 13,393 | 13,393 | 13,393 | 13,393 |
| 累计亏损 | -1,258 | -6,916 | -8,502 | -9,617 | -10,564 |
| 累计其他全面亏损 | -47 | 364 | 364 | 364 | 364 |
| 亏损中的总权益 | -861 | 6,841 | 5,255 | 4,140 | 3,193 |
| 权益及负债总额 | 2,137 | 7,477 | 5,889 | 4,788 | 3,858 |

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

| 人民币百万 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------------|------------|--------------|---------------|---------------|-------------|
| 除所得税前(亏损)/溢利 | -215 | -5,658 | -1,586 | -1,115 | -947 |
| 物业及设备折旧 | 3 | 4 | 14 | 22 | 30 |
| 使用权资产折旧 | 7 | 16 | 17 | 18 | 18 |
| 营运资金变动及其他 | 116 | 5,166 | -724 | -18 | -17 |
| 经营活动净现金 | -89 | -472 | -2,279 | -1,093 | -917 |
| 购买物业及设备 | -7 | -9 | -34 | -38 | -42 |
| 与天境生物的合作协议预付款项 | -53 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 购买无形资产 | -86 | -476 | -21 | -21 | -22 |
| 投资活动净现金 | -47 | -520 | -55 | -59 | -63 |
| 租赁负债的本金部分 | -8 | -19 | 15 | 2 | 2 |
| 股票发行及其他 | 70 | 5,657 | 6 | 1 | 1 |
| 融资活动净现金 | 62 | 5,638 | 22 | 3 | 3 |
| 汇率变动对现金及等价物的影响 | -3 | -271 | 0 | 0 | 0 |
| 现金及现金等价物减少净额 | -77 | 4,375 | -2,313 | -1,149 | -977 |
| 年初/期初现金及现金等价物 | 184 | 106 | 4,481 | 2,168 | 1,019 |
| 期末现金及现金等价物 | 106 | 4,481 | 2,168 | 1,019 | 42 |

主要财务比率

| | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------------|--------|--------|--------|----------|---------|
| 每股指标 (人民币元) | | | | | |
| 每股亏损 | -41.0 | -66.3 | -5.3 | -3.7 | -3.2 |
| 每股净资产 | -164.7 | 80.2 | 17.6 | 13.9 | 10.7 |
| 每股经营现金流 | -17.0 | -5.5 | -7.7 | -3.7 | -3.1 |
| 每股销售 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.1 | 2.7 |
| 估值 (倍) | | | | | |
| P/B | -0.2 | 0.4 | 1.7 | 2.2 | 2.8 |
| P/S | NA | NA | NA | 255 | 11 |
| 盈利能力指标 | | | | | |
| 毛利率 | NA | NA | NA | 66.5% | 79.4% |
| 净利润率 | NA | NA | NA | -3126.9% | -116.7% |
| 净资产收益率 | NA | -82.7% | -30.2% | -26.9% | -29.7% |
| 资产回报率 | -10.0% | -75.7% | -26.9% | -23.3% | -24.6% |
| 盈利增长 | | | | | |
| 营业收入增长率 | NA | NA | NA | NA | 2178% |
| 偿债能力指标 | | | | | |
| 资产负债率 | 71% | 1175% | 928% | 740% | 581% |
| 流动比率(x) | 0.3 | 24.1 | 14.3 | 6.7 | 0.8 |
| 速动比率(x) | 0.3 | 24.1 | 14.3 | 6.7 | 0.8 |
| 现金比率(x) | 0.8 | 1.0 | 1.0 | 0.9 | 0.3 |

图表 2: 云顶新耀核心管线临床进展

| 药物管线 | Licensed-in 相关条款 | 适应症 | 中国临床阶段 | SPDBI 预测上市时间 |
|---------------------------------|--|-----------------------|---------------------------|--------------|
| Trodelvy | 原研药厂: Immunomedics (2020 年被 Gilead 收购) 引入时间: 2019 年 4 月 授权区域: 大中华、南韩、新加坡、蒙古、东南亚 首付款: 6500 万美元 里程碑付款: 开发相关 1.8 亿美元+销售相关 5.3 亿美元 Royalties 比例: 中十位数至 20% (逐步升级) | 转移性三阴性乳腺癌 (3L) | NDA(2021 年 5 月, 优先评审) | 3Q22E |
| | | HR+/HER2- 转移性乳腺癌 (3L) | III 期 | 1Q24E |
| | | 转移性尿路上皮癌 (2/3L) | III 期, 入组中 | 1Q24E |
| | | mNSCLC (2L) | NA | 2Q25E |
| Etrasimod | 原研药厂: Arena 引入时间: 2017 年 12 月签约, 2019 年 1 月修订 授权区域: 大中华、南韩 首付款: etrasimod 与 ralinepag 合计 1200 万美元 (2017 年 12 月已付) 里程碑付款: 1.16 亿美元 Royalties 比例: 高个位数至低十位数 | 转移性三阴性乳腺癌 (1L) | NA | 2Q25E |
| | | 溃疡性结肠炎 UC | III 期 | 2Q24E |
| Nefecon | 原研药厂: Calliditas 引入时间: 2017 年 12 月签约, 2019 年 1 月修订 授权区域: 大中华、新加坡 首付款: 1500 万美元 (2019 年 7 月已付) 里程碑付款: 1.06 亿美元 Royalties 比例: 高个位数至低十位数 | 克隆氏症 CD | NA | 3Q25E |
| | | 异位性皮炎 AD | NA | 4Q25E |
| Eravacycline (Xerava) | 原研药厂: Tetrphase 引入时间: 2018 年 2 月签约, 2019 年 7 月修订 授权区域: 大中华、南韩、新加坡、东南亚 首付款: 700 万美元 (1Q18 已付) +200 万美元 (2019 年 7 月已付) 里程碑付款: 开发相关 1100 万美元+销售相关 2000 万美元 Royalties 比例: 低至中十位数 | IgA 肾病 | III 期 | 4Q23E |
| | | 复杂性腹腔内感染 cIAI | NDA(2021 年 3 月) | 2Q22E |
| Ralinepag | 原研药厂: Arena 引入时间: 2017 年 12 月签约, 2019 年 1 月修订 授权区域: 大中华、南韩 首付款: etrasimod 与 ralinepag 合计 1200 万 (2017 年 12 月已付) 里程碑付款: 9600 万美元 Royalties 比例: 高个位数至低十位数 | CABP/VABP | III 期, 预计 2H21 开始入组 | 4Q24E |
| | | 肺动脉高压 PAH | III 期 | 1Q24E |
| Taniborbactam | 原研药厂: Venatorx 引入时间: 2018 年 9 月签约, 2019 年 5 月修订 授权区域: 大中华、南韩、新加坡、东南亚 首付款: 500 万美元现金+购买 500 万美元 Venatorx 股票 (均已支付) 里程碑付款: 9000 万美元 Royalties 比例: 中个位数至低十位数 | 复杂性泌尿道感染 cUTI | III 期 | 1Q24E |
| FGF401 | 原研药厂: Novartis 引入时间: 2018 年 6 月签约 授权区域: 全球 首付款: 200 万美元现金+EverNov 的 400 万股 (完成后云鼎新耀和 Novartis 分别持有 EverNov 92%和 8%股权, 其持有 FGF401 权益) 里程碑付款: 开发相关 1.45 亿美元+销售相关 2.8 亿美元 Royalties 比例: 高个位数至低十位数 (分级) | FGF19+肝癌 HCC 2/3L | 预期 2H21 启动 II 期临床 | 4Q25E |
| SPR206 | 原研药厂: Spero 引入时间: 2019 年 1 月签约, 2021 年 1 月修订 授权区域: 大中华、南韩、东南亚 首付款: 200 万美元 (已支付) 里程碑付款: 5950 万美元 Royalties 比例: 高个位数至低十位数 | 革兰氏阴性感染 | 预计 2H21 启动治疗 cUTI 的 I 期临床 | 4Q25E |
| mRNA (PTX-COVID-19-B/Variant 等) | 原研药厂: Providence 引入时间: 2021 年 9 月 授权区域: 大中华、新加坡、东南亚 首付款: 5000 万美金 里程碑付款: NA Royalties 比例: 大中华和新加坡按中高个位数、东南亚按中十分位数 | COVID-19 | NA (目前在加拿大进行临床 II 期) | 1Q24E |
| XNW1011 (BTK 抑制剂, 或称 SN101) | 原研药厂: 信诺维/中抗制药 引入时间: 2021 年 9 月 授权区域: 全球 首付款: 1200 万美金现金 开发里程碑付款: 最多不超过 1.29 亿美元 销售里程碑付款: 最多不超过 4.2 亿美元 Royalties 比例: 年销售额不超过 20 亿美元部分最多支付 1.8 亿美元, 超过 20 亿美元部分按 12%支付 | 肾脏疾病 | I 期 | 4Q25E |

资料来源: 公司资料、浦银国际预测

• 潜在催化剂、核心预测及假设

公司目前暂无商业化产品, 建议后续关注的 2022-23E 潜在催化剂包括:

• 新药及适应症获批:

- 1) Xerava 国内获批用于治疗 cIAI (SPDBI 预测 2Q22E)
- 2) Trodelvy 国内获批用于治疗 mTNBC (SPDBI 预测 3Q22E)
- 3) Trodelvy 新加坡获批用于治疗 mTNBC (SPDBI 预测 2022E)
- 4) Trodelvy 韩国获批用于治疗 mTNBC (SPDBI 预测 2H22-2023E)

• 提交 NDA:

- 1) Trodelvy: 在中国台湾提交治疗 mTNBC 的 NDA
- 2) Nefecon: 在中国提交 NDA (公司预计 3Q22E)

• 公布临床数据:

- 1) Trodelvy: Gilead 公布 HR+/HER2- mBC 的全球 III 期 PFS 数据 (Gilead 预计 1Q22E)
- 2) Trodelvy: 在中国完成 HR+/HER2- mBC III 期临床入组
- 3) Nefecon: 公布全球 III 期 NeflgArd 研究中国患者蛋白尿数据 (公司预计 2Q22E)
- 4) Etrasimod: Arena 公布治疗 UC、CD 的临床数据
- 5) Taniborbactam: 公布用于治疗 cUTI 的全球 III 期顶线数据
- 6) PTX-COVID-19-B 顶线数据 (公司预计 1Q22E)

• 临床进展:

- 1) FGF401: 在中国启动 II 期临床
- 2) Etrasimod: 完成治疗 UC 的 III 期患者招募
- 3) SPR206: 启动 I 期临床
- 4) PTX-COVID-19-B: 启动临床 III 期 (公司预计 2021 年底)

图表 3: 2021E-2023E 财务预测变动

| 人民币百万 | 2021E | | | 2022E | | | 2023E | | |
|-----------|---------|---------|----|---------|--------|----------|-------|-------|---------|
| | 新预测 | 前预测 | 变动 | 新预测 | 前预测 | 变动 | 新预测 | 前预测 | 变动 |
| 营业收入 | 0 | 0 | - | 36 | 113 | -69% | 812 | 416 | 95% |
| 毛利润 | 0 | 0 | - | 24 | 81 | -71% | 645 | 301 | 114% |
| 毛利率 (%) | NA | NA | NA | 66.5% | 71.5% | -5.0pcts | 79.4% | 72.3% | 7.1pcts |
| 研发费用 | (1,227) | (1,227) | - | (675) | (675) | - | (810) | (742) | 9% |
| 同比增长率 (%) | 225.1% | 225.1% | - | -45.0% | -45.0% | - | 20.0% | 10.0% | 10pcts |
| 归母净利润 | (1,586) | (1,586) | NA | (1,115) | (985) | NA | (947) | (863) | NA |

资料来源: 浦银国际预测

图表 4: 浦银国际预测 vs Bloomberg 一致预期

| | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------------------------------|---------|---------|--------|
| 营业收入 (人民币百万) | | | |
| - SPDBI 预测 | 0 | 36 | 812 |
| - Bloomberg 一致预期 | 9 | 228 | 1,422 |
| - SPDBI 预测 vs. Bloomberg 一致预期 (%) | (100.0) | (84.4) | (42.9) |
| 毛利率 (%) | | | |
| - SPDBI 预测 | NA | 66.5 | 79.4 |
| - Bloomberg 一致预期 | 90.0 | 90.0 | 90.0 |
| - SPDBI 预测 vs. Bloomberg 一致预期 (pcts) | NA | (23.5) | (10.6) |
| EBIT (人民币百万) | | | |
| - SPDBI 预测 | (1,623) | (1,157) | (991) |
| - Bloomberg 一致预期 | (1,372) | (1,341) | (892) |
| - SPDBI 预测 vs. Bloomberg 一致预期 (%) | (18.3) | 13.7 | (11.1) |
| 归母净利润(人民币百万) | | | |
| - SPDBI 预测 | (1,586) | (1,115) | (947) |
| - Bloomberg 一致预期 | (1,327) | (1,303) | (914) |
| - SPDBI 预测 vs. Bloomberg 一致预期 (%) | (19.5) | 14.4 | (3.6) |
| EPS (人民币元) | | | |
| - SPDBI 预测 | (5.33) | (3.74) | (3.17) |
| - Bloomberg 一致预期 | (4.15) | (3.41) | (2.21) |
| - SPDBI 预测 vs. Bloomberg 一致预期 (%) | (28.4) | (9.6) | (43.4) |

*正数代表浦银国际预测高于 BBG 一致预期比例, 负数代表浦银国际预测低于 BBG 一致预期比例; 数据截至 2021 年 12 月 16 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 5: 浦银国际目标价: 云顶新耀



注: 截至 2021 年 12 月 16 日收盘。

资料来源: Bloomberg、浦银国际

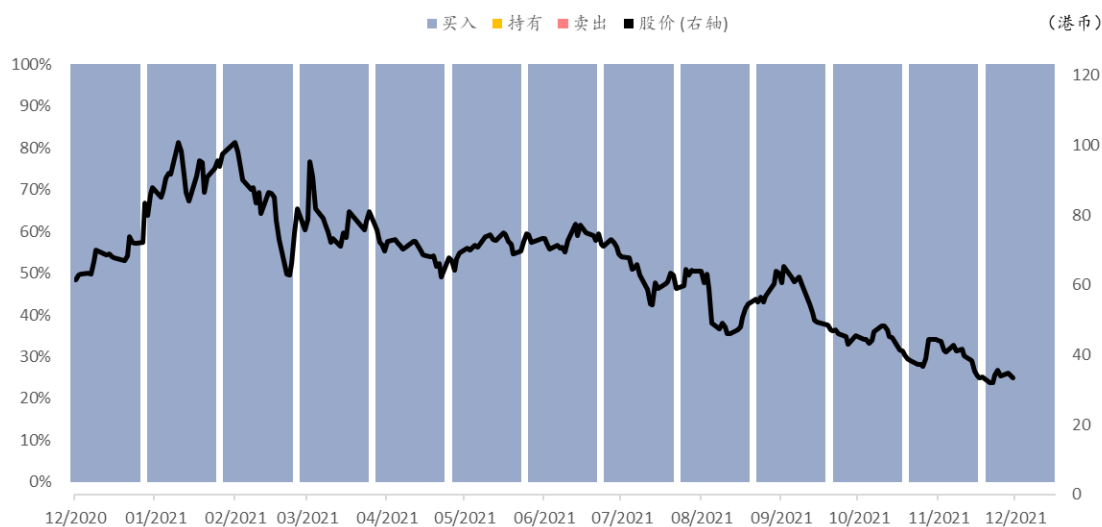
图表 6: SPDBI 医疗行业覆盖公司

| 股票代码 | 公司 | 现价(LC) | 评级 | 目标价(LC) | 评级及目标价发布日期 | 行业 |
|-----------|------|--------|----|---------|-------------|----------|
| 2359 HK | 药明康德 | 140.0 | 买入 | 240.0 | 2021年1月27日 | CRO/CDMO |
| 603259 CH | 药明康德 | 125.0 | 买入 | 210.0 | 2021年5月3日 | CRO/CDMO |
| 3759 HK | 康龙化成 | 124.1 | 买入 | 202.6 | 2021年8月30日 | CRO/CDMO |
| 300759 CH | 康龙化成 | 158.0 | 买入 | 208.5 | 2021年8月30日 | CRO/CDMO |
| 2269 HK | 药明生物 | 88.1 | 买入 | 155.0 | 2021年8月24日 | CRO/CDMO |
| 241 HK | 阿里健康 | 7.4 | 持有 | 21.0 | 2021年6月1日 | 互联网医疗 |
| 1833 HK | 平安健康 | 30.0 | 买入 | 40.7 | 2021年11月17日 | 互联网医疗 |
| 1875 HK | 东曜药业 | 3.9 | 买入 | 9.5 | 2021年5月13日 | 生物科技 |
| 1952 HK | 云顶新耀 | 36.6 | 买入 | 84.4 | 2021年12月17日 | 生物科技 |
| 9995 HK | 荣昌生物 | 80.6 | 买入 | 145.0 | 2021年8月27日 | 生物科技 |
| 9688 HK | 再鼎医药 | 458.0 | 买入 | 974.0 | 2021年12月10日 | 生物科技 |
| 6622 HK | 兆科眼科 | 5.7 | 买入 | 25.2 | 2021年6月28日 | 生物科技 |

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至 12 月 16 日收盘价

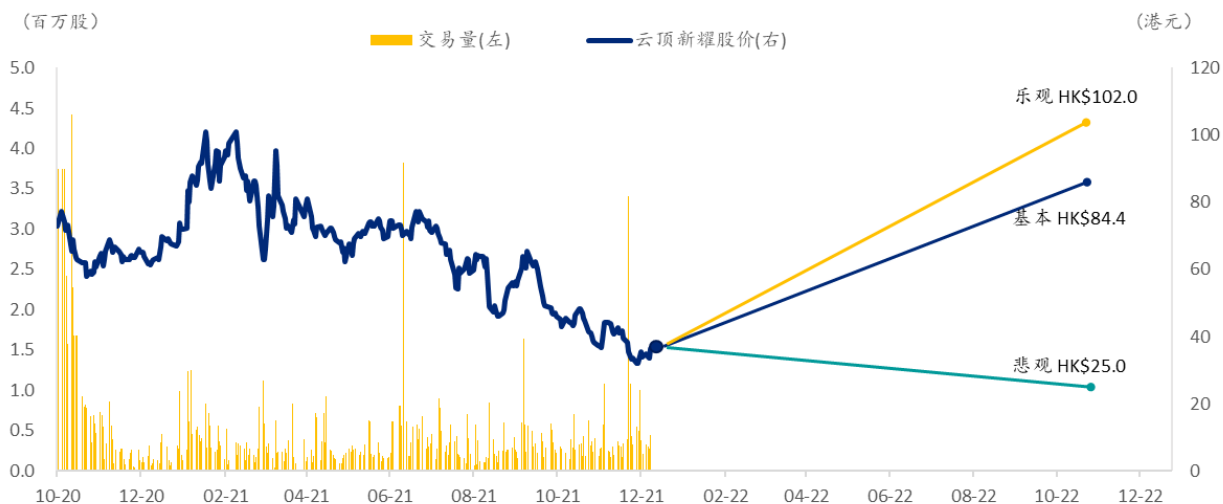
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 7：云顶新耀市场普遍预期



注：股价截至 2021 年 12 月 16 日
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 8：云顶新耀 SPDBI 情景假设



乐观情景：管线开发快于预期、产品销售高于预期

目标价：102.0 港元

概率：30%

- Trodelvy 上市后销量好于我们的 2022-23E 预期；
- 核心产品的医保目录谈判降价幅度低于 30%；
- 公司在目前产品管线基础上继续以低廉价格引入重磅产品。

悲观情景：管线开发慢于预期、产品销售低于预期

目标价：25.0 港元

概率：10%

- Trodelvy 未如预期在 2022E 上市或销售不及预期；
- 核心产品研发失败或延误；
- 核心产品的医保目录谈判降价幅度高于 80%；
- 后续没有重磅产品引入或引入价格过高。

资料来源：浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法团—浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(兆科眼科 6622.HK)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com

852-2808 6467

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com

852-2808 6474

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

