



中国生物制药 (1177.HK): 集采影响渐转正, 创新管线迎集中兑现期

6月22日, 中生制药管理层受邀参加了我们的浦银企业日。管理层表示, 第七批集采对公司有正面影响, 而前五批集采影响也逐渐转正。创新方面, 未来两年内派安普利单抗有多项大适应症待获批, 另有逾十款创新产品临近商业化。我们重申“买入”评级和6.9港元的目标价。

- 上半年销售势头良好, 第七批集采影响偏正面:** 管理层表示, 公司1Q22销售表现优秀, 2Q受国内疫情反弹的短暂影响, 但主要集中在上海, 其他地区影响有限。据我们统计, 即将开展的第七批全国集采中, 公司将有11个产品参与竞标, 但整体影响有限, 多个新产品或市场份额较低的产品若成功中标将显著放量(见图表2)。管理层预计, 前五批集采的影响已逐渐转正; 随着创新药放量, 后续批次集采潜在影响预计有限。公司维持全年收入增长超10%的目标指引, 其中安罗替尼销售预计增长16-17%、天晴甘美增长20%以上(4M22增长超30%)。
- PD-1生产近期将转移:** 公司与康方生物合作开发的PD-1派安普利单抗的三线鼻咽癌和一线鳞状NSCLC两项适应症有望于3Q22获批, 肝癌适应症有望于2024年上市。公司有2*3,000L生物药产能, 同时正建设4*10,000L产能, 投产后可支持数十亿的PD-1年销售额。
- 多个产品有望参与医保调整:** 公司至少有八款产品有机会在今年的医保调整中获纳入/新增适应症(见图表4), 包括有谈判准入机会的吸入用氯醋甲胆碱和派安普利、以及可通过简易续约扩大适应症范围的安罗替尼(分化型甲状腺癌)。另有四款非独家产品有望通过竞价纳入。我们认为, 公司将结合自身情况制定各产品的医保调整和报价策略; 对于派安普利, 由于目前只获批CHL这一小适应症, 公司今年的谈判策略和结果有待继续观察。
- 维持“买入”评级和目标价:** 我们维持对公司的财务预测和6.90港元的目标价, 对应35.8x 2022E PE(剔除疫苗贡献), 比过去三年均值高0.8个标准差; 我们认为, 创新管线的推进有望持续催化股价。
- 投资风险:** 创新药研发失败或进度延误; 集采负面影响大于预期。

图表 1: 盈利预测和财务指标

人民币百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	23,647	26,861	31,026	35,801	40,330
同比增速 (%)	-2.4%	13.6%	15.5%	15.4%	12.7%
归母净利润(剔除疫苗)	2,771	2,230	2,813	3,482	4,289
同比增速 (%)	0.3%	-19.5%	26.2%	23.8%	23.2%
PE(剔除疫苗)	24.1x	30.8x	24.5x	19.8x	16.0x
ROE	17.5%	62.1%	18.6%	13.6%	12.3%

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

丁政宁

医疗分析师
ethan_ding@spdbi.com
(852) 2808 6442

胡泽宇 CFA

助理分析师
ryan_hu@spdbi.com
(852) 2808 6446

2022年6月23日

评级

买入

目标价(港元)	6.9
潜在升幅/降幅	57%
目前股价(港元)	4.4
52周内股价区间(港元)	3.6-7.9
总市值(百万港元)	82,411
近3月日均成交额(百万港元)	187

注: 数据截至2022年6月22日

市场预期区间

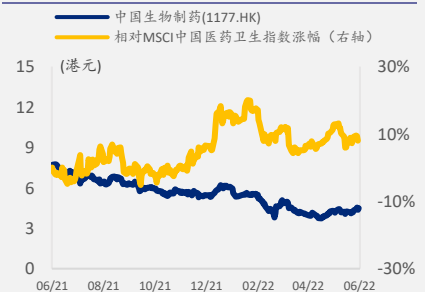


▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

注: 数据截至2022年6月22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 - 中国生物制药

利润表

(人民币百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	23,647	26,861	31,026	35,801	40,330
营业成本	-5,182	-5,332	-7,347	-8,845	-10,037
毛利	18,465	21,529	23,679	26,956	30,294
销售及分销开支	-8,973	-10,518	-11,995	-13,588	-15,136
行政开支	-2,656	-2,185	-2,346	-2,551	-2,773
研发&其他费用	-2,738	-4,644	-4,342	-4,977	-5,595
营业利润	4,098	4,182	5,358	6,476	7,599
其他收益/(开支)	1,241	1,069	749	779	808
财务成本	-323	-309	-281	-286	-292
应占联营公司盈利	-3	13,631	3,907	2,053	1,179
税前利润	5,013	18,573	9,733	9,022	9,294
所得税费用	-672	-1,958	-1,265	-1,263	-1,177
税后净利润	4,341	16,615	8,467	7,759	8,117
少数股东损益	1,570	2,006	2,371	2,716	3,085
归母净利润	2,771	14,608	6,097	5,043	5,033
归母净利润(剔除疫苗)	2,771	2,230	2,813	3,482	4,289

现金流量表

(人民币百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E
税前利润	5,013	18,573	9,733	9,022	9,294
固定资产折旧	817	856	922	985	1,067
无形资产摊销	838	624	695	720	726
经营性资本变动	261	-1,526	-1,831	-1,354	-1,208
其他	-1,604	-12,554	-4,110	-2,619	-1,828
经营活动净现金	5,325	5,972	5,408	6,753	8,050
处置固定资产及无形资产	101	0	0	0	0
购买物业、厂房及设备项目	-1,424	-1,537	-1,426	-1,567	-1,645
购买无形资产	-364	-603	-603	-603	-603
其他	-6,158	0	0	0	0
投资活动净现金	-7,846	-2,140	-2,029	-2,170	-2,248
股权融资	0	0	0	0	0
债务融资净额	-222	-1,541	139	141	144
支付利息	-215	-309	-281	-286	-292
支付股息	-1,187	-1,224	-1,224	-1,224	-1,221
其他	3,858	-1,783	0	0	0
筹资活动净现金	2,233	-4,857	-1,366	-1,368	-1,369
汇率变动对现金的影响	280	0	0	0	0
现金净增加额	-7	-1,025	2,013	3,215	4,433
期末现金	10,624	9,600	11,613	14,827	19,260

资产负债表

(人民币百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	11,259	10,569	12,582	15,796	20,230
银行存款&库存现金	10,624	9,600	11,613	14,827	19,260
其他货币资金	635	969	969	969	969
应收账款&票据	2,914	4,221	5,040	5,646	6,834
存货	1,880	1,938	3,323	3,463	3,809
预付款项	2,399	1,715	1,981	2,286	2,576
按公允价值计入损益之金融资	4,217	4,656	4,656	4,656	4,656
其他流动资产	126	405	405	405	405
流动资产合计	22,794	23,503	27,987	32,252	38,509
固定资产	6,870	7,154	7,715	8,348	8,974
商誉	89	648	648	648	648
无形资产	925	1,064	1,123	1,148	1,159
使用权资产	1,522	1,362	1,211	1,070	936
投资物业	309	706	650	598	551
其他非流动资产	14,702	26,107	29,232	30,874	31,817
非流动资产合计	24,416	37,040	40,578	42,686	44,085
短期借款	1,553	6,521	6,651	6,784	6,920
应付账款&票据	1,948	1,693	2,333	2,030	2,645
其他应付款	7,354	6,728	6,728	6,728	6,728
合同负债	0	0	0	0	0
其他流动负债	89	403	403	403	403
流动负债合计	10,944	15,345	16,115	15,945	16,696
长期借款	6,922	413	422	430	439
递延税项负债	172	882	882	882	882
其他	6,754	6,174	6,174	6,174	6,174
非流动负债合计	13,847	7,469	7,478	7,486	7,495
实收资本	416	415	415	415	415
库存股份	-470	-689	-689	-689	-689
储备	16,801	30,565	35,438	39,257	43,069
少数股东权益	5,672	7,438	9,809	12,524	15,609
所有者权益合计	22,420	37,729	44,973	51,508	58,404

财务和估值比率

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
每股数据(人民币)					
摊薄每股收益	0.15	0.73	0.32	0.26	0.26
每股净资产	1.19	2.00	2.39	2.74	3.10
每股销售额	1.26	1.39	1.60	1.85	2.08
每股股息(港币)	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08
同比变动(%)					
收入	-2.4%	13.6%	15.5%	15.4%	12.7%
毛利	-4.4%	16.6%	10.0%	13.8%	12.4%
营业利润	-17.1%	2.0%	28.1%	20.9%	17.3%
税后利润	-22.5%	27.8%	18.2%	14.5%	13.6%
归母净利润	0.3%	427.2%	-58.3%	-17.3%	-0.2%
费用率(%)					
销售费用/收入	37.9%	39.2%	39.0%	38.5%	38.2%
管理费用/收入	11.2%	8.1%	7.8%	7.5%	7.3%
研发费用/收入	11.1%	13.7%	14.0%	14.2%	14.3%
利润率(%)					
毛利率	78.1%	80.8%	79.0%	79.5%	80.0%
营业利润率	17.3%	15.6%	17.3%	18.1%	18.8%
归母净利率	11.7%	54.4%	19.6%	14.1%	12.5%
回报率(%)					
平均股本回报率	17.5%	62.1%	18.6%	13.6%	12.3%
平均资产回报率	10.2%	30.8%	13.1%	10.8%	10.3%
资产效率					
应收账款周转天数	43	48	54	54	56
应付账款周转天数	132	125	100	90	85
库存周转天数	125	131	131	140	132
财务杠杆					
流动比率(x)	2.1	1.5	1.7	2.0	2.3
速动比率(x)	1.9	1.4	1.5	1.8	2.1
现金比率(x)	1.0	0.7	0.8	1.0	1.2
负债/权益(%)	38%	18%	16%	14%	13%
估值					
市盈率(x, 剔除疫苗)	24.1	30.8	24.5	19.8	16.0
市净率(x)	3.0	1.8	1.5	1.3	1.1
市销率(x)	2.8	2.6	2.2	1.9	1.7
股息率	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

• 第七批集采综合影响偏正面

公司有 12 款产品被纳入第七批集采，其中 11 款已通过一致性评价，有资格参与竞标；根据 PDB 统计的样本医院数据，这 12 款产品在 2021 年的销售额约占公司整体销售的 6.6%。

但是，由于创新药销售有更高比例来自 DTP 药房等零售渠道，我们认为第七批对公司收入端的实际影响可能在 5% 甚至更低。此外，对于一些新上市或市场份额较低的产品，若成功中标将有机会快速放量。例如，在此前的第五批集采中，公司的新产品天晴速畅®（吸入用布地奈德）成功中标，集采结果正式执行后放量显著（4Q21/1Q22 样本医院销售额分别上升 24%/56%）。

图表 2：中国生物制药在第七批集采中的主要纳入品种及其市场份额和收入规模情况

序号	产品	2021 年市场份额 (收入) *	2021 年市场份额 (销量) *	对公司 2021 年收入贡献*
1	阿法替尼口服常释剂型	NA	NA	NA
2	丙酚替诺福韦口服常释剂型	0.2%	0.3%	0.01%
3	碘帕醇注射剂	4.8%	4.3%	0.2%
4	甲磺酸仑伐替尼胶囊	1.1%	1.3%	0.1%
5	帕立骨化醇注射剂	NA	NA	NA
6	帕洛诺司琼注射剂	6.5%	10.9%	0.5%
7	舒尼替尼口服常释剂型	0.6%	1.0%	0.01%
8	替加环素注射剂	17.7%	25.7%	2.5%
9	盐酸普拉西酮口服常释剂型	NA	NA	NA
10	依达拉奉注射剂	12.7%	4.8%	0.4%
11	唑来膦酸注射剂	32.7%	36.3%	2.9%
12	头孢克洛口服液剂 (未通过一致性评价)	0.2%	0.7%	0.003%
潜在公司层面收入影响				6.6%

*根据 PDB 样本医院药品销售数据计算，并不代表产品实际销售额

资料来源：药海、上海阳光医药采购网、浦银国际

• ASCO 2022 多项数据公布值得关注

ASCO 2022 大会上，公司共展出近 50 项相关摘要（包括研究者发起的试验），包括 3 项关于安罗替尼+派安普利联合疗法和 2 项安罗替尼+TQB2450 联合疗法的数据公布，其余绝大部分为安罗替尼单药或联合其它药物的数据。

我们建议**重点关注**：**1)** 安罗替尼+派安普利+化疗在转移性鼻咽癌的一线治疗中取得 80-100%的初步 ORR，优于其他国产 PD-1 +化疗的 70-80%；**2)** 安罗替尼+派安普利治疗一线含铂化疗失败后的复发/转移性头颈鳞癌取得 34.2%的初步 ORR，远高于 Opdivo 和 Keytruda 单药的 13-16%。

图表 3：中国生物制药于 ASCO 公布的部分临床试验最新数据（仅列举由正大天晴或合作伙伴发起的试验）

试验代号	研究发起者	分期	疗法, 适应症	数据截止日期	分组	疗效数据	安全性数据
NCT04203719	正大天晴	II	派安普利单抗联合安罗替尼治疗铂类化疗失败后的复发/转移头颈鳞癌	2022 年 1 月 6 日	整体 (N=38)	ORR=34.21% ; DCR=76.32%; PFS=8.35m; 6m-PFS=62.5%; OS 尚未达到	3 级及以上 TRAE=39.47%
NCT03991975	正大天晴	Ib	安罗替尼联合抗 PD-L1 抗体 (TQB2450) 治疗晚期肢端黑色素瘤患者	2021 年 12 月 8 日	整体 (N=19)	ORR=21.1%; DCR=73.7%; PFS=5.5m; OS=20.3m	3 级及以上 TRAE=31.6%
NCT03825705	正大天晴	Ib	安罗替尼联合 TQB2450 二线治疗晚期肝细胞癌	2022 年 1 月 29 日	整体 (N=19)	ORR=23.5%; DCR=76.5%; PFS=5.49m	3 级及以上 AE=36.8%
NCT04736810	康方生物	II	派安普利单抗联合吉西他滨联合或不联合安罗替尼一线治疗鼻咽癌的 II 期研究	2022 年 1 月 17 日	A 组 (N=5; G+P+派安普利单抗+安罗替尼; 中位年龄 52, 20%有肝转移) B 组 (N=5; G+P+派安普利单抗; 中位年龄 49, 20%有肝转移) C 组 (N=5; G+派安普利单抗+安罗替尼; 中位年龄 52, 71.4%有肝转移)	ORR=80% ORR=80% ORR=100%	SAE=28.6% SAE=20% SAE=14.3%

*G=吉西他滨; P=顺铂;

资料来源: ASCO、浦银国际整理

• 临床后期创新管线羽翼渐丰，自研+BD+收并购共同驱动长期创新

公司有多款产品在临床后期开发阶段，我们认为有望于近两年内获批，包括：**1)** 处于 NDA 阶段的八因子、F-627 (G-CSF)、TQB-3139 (ALK/c-MET)、TQB-3101 (多靶点 TKI)；**2)** 处于 III 期临床的 TQB-2450 (PD-L1)、FHND9041 (三代 EGFR)、RD101 (PC-SOD)、TQB-3616 (CDK4/6)；**3)** 处于注册性 II 期临床的 TQB-3525 (PI3K)、TQB-3455 (IDH2)、TQB-5105 (JAK/ROCK1)。对于安罗替尼，管理层预计 2024 年底前还有望在肾细胞癌、肝细胞癌、结直肠癌、三阴乳腺癌、卵巢癌、铂耐药卵巢癌和子宫内膜癌等适应症上获得批准。

未来公司将继续通过自研为主、BD+收并购为辅的方式发展其创新平台和管线，具体来看：**1)** 公司目前临床阶段管线有 10 款候选药物为自主研发，包括 6 款小分子、3 款双抗和 1 款单抗，此后也会进军 ADC 领域；**2)** 在目前优势并不明显的领域通过 BD、收并购等方式进行补充，例如近期收购的 mRNA 平台（疫苗+治疗性用药）和 Softhale 的软雾吸入技术。

公司近期从安源医药引入两款代谢类候选药物，分别为可用于治疗 NASH 的 AP025（人源 FGF21 融合蛋白，国内同靶点首个进入临床）和可用于治疗 NASH 和/或 II 型糖尿病的 AP026（FGF21/GLP-1 双功能蛋白，国外已进入临床）。管理层预计，在 NASH 和 II 型糖尿病中的峰值销售都有希望超过 30 亿元人民币。

图表 4: 中国生物制药符合 2022 年医保目录申报的 8 款药物

No.	药品	准入性质	拟准入形式	备注
1	派安普利单抗	目录外	谈判准入	PD-1 竞争激烈，小适应症或不参与今年谈判
2	安罗替尼（分化型甲状腺癌）	协议期内新增适应症	简易续约	若新增适应症成功，协议有效期不变（2022 年 1 月-2023 年 12 月）
3	吸入用氯醋甲胆碱	目录外	谈判准入	原研在中国未上市，国内首仿
4	多黏菌素 E 甲磺酸钠	目录外	竞价	非独家，其他厂家：奥赛康
5	福沙匹坦双葡甲胺	目录外	竞价	非独家，其他厂家：齐鲁、豪森、山东罗欣
6	曲氟尿苷替匹嘧啶	目录外	竞价	非独家，其他厂家：日本大鹏药业、齐鲁
7	伏硫西汀	目录外	竞价	非独家，其他厂家：灵北制药、成都倍特、成都康弘、石药欧意、豪森、以岭万洲
8	唑来膦酸注射液（成年男性骨质疏松症）	目录内新增适应症	专家评审后直接调入	2020 年 5 月新增“成年男性骨质疏松症”适应症；目前医保限定为“限重度骨质疏松或癌症骨转移”

资料来源：公司资料、浦银国际整理

• 估值

我们基于 rNPV 估值得出的目标价为 6.90 港元，基于 24.2% 2021-24E EPS CAGR，并对应 35.8x 目标 2022E PE 倍数（剔除疫苗对估值和盈利的贡献），相较公司过去三年历史均值 27.4x 高约 0.8 个标准差。

考虑到公司未来三年新药上市加速、多款重磅新药有望上市并放量，我们认为该目标估值合理。对比创新管线强大、短期内新产品集中上市的可比公司（见图表 6），如恒瑞医药（45.7x 2022E PE，12.6% 2021-24E EPS CAGR）、翰森制药（24.7x 2022E PE，12.2% 2021-24E EPS CAGR），我们认为该目标估值合理。

图表 5: 中国生物制药估值表

	目标价(HKD)
目标价 - 使用 rNPV	6.90
对应 2022E PE	17.8x
对应 2022E PE (剔除疫苗贡献)	35.8x
对应 2023E PE	21.5x
对应 2023E PE (剔除疫苗贡献)	28.9x

E=浦银国际预测；资料来源：公司资料、浦银国际

图表 6: 中国生物制药对标企业估值表

公司名称	股价 (当地 货币)	市值 (美元 百万)	过去 1 个 月股价变 动 (%)	年初至今股价变 动 (%)	12 个月滚动 远期 PE		市盈率			EPS 同比变动 (%)			2021- 24 EPS CAGR (%)
					现值	5 年均 值	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
1177 HK 中国生物制药 剔除新冠疫苗贡献	4.4	10,498	3.9	(17.9)	12.3	27.7	4.9	11.3	13.6	-57.0	-17.3	-0.2	-29.2%
							24.5	19.8	16.0	25.7	23.8	23.2	24.2%
600276 CH 恒瑞医药	32.6	31,066	9.4	(35.1)	41.8	50.6	45.7	38.2	32.5	1.4	19.6	17.7	12.6%
600196 CH 复星医药	44.6	15,547	(3.1)	(10.8)	19.6	23.7	21.7	17.8	15.2	8.6	22.0	17.0	15.7%
2196 HK 复星医药	30.8	15,547	(10.3)	(10.9)	13.1	17.8	14.4	11.9	10.4	-2.0	21.1	14.4	10.7%
3692 HK 翰森制药	14.3	10,788	6.6	(23.6)	23.2	39.8	24.6	21.9	19.1	15.0	12.1	14.8	12.2%
1093 HK 石药集团	7.3	11,128	(5.3)	(11.2)	11.7	20.4	12.4	11.0	10.1	14.9	12.6	9.8	10.9%
2096 HK 先声药业	9.7	3,277	(5.3)	3.4	17.7	16.5	19.1	16.3	12.9	-50.1	17.1	26.7	2.0%
512 HK 远大医药	4.4	1,985	(2.4)	(32.2)	4.8	11.9	5.5	4.2	3.6	41.2	30.2	16.9	21.3%
460 HK 四环医药	1.2	1,438	10.6	(8.1)	14.6	10.8	16.2	13.1	10.5	64.2	23.1	25.0	31.3%
2186 HK 绿叶制药	2.5	1,149	6.1	(27.0)	11.2	11.1	12.6	10.0	8.4	585.5	26.1	18.9	NA
市值加权平均					24.6	29.1	26.9	22.5	19.2				

*中国生物制药采用浦银国际预测（剔除疫苗相关盈利），除此之外 E=Bloomberg 一致预期；数据截至 2022 年 6 月 22 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 7: 浦银国际目标价：中国生物制药



注：截至 2022 年 6 月 22 日收盘。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 8：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 Equity	药明康德	96.1	买入	176.0	2022 年 4 月 26 日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	93.8	买入	155.0	2022 年 4 月 26 日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	70.0	买入	143.0	2022 年 5 月 3 日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	87.7	买入	154.3	2022 年 5 月 3 日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	69.1	买入	110.0	2022 年 3 月 23 日	CRO/CDMO
241 HK Equity	阿里健康	4.8	持有	4.3	2022 年 5 月 26 日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安健康	21.4	持有	20.0	2022 年 3 月 16 日	互联网医疗
1952 HK Equity	云顶新耀	20.9	买入	48.0	2022 年 6 月 13 日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	37.4	买入	75.0	2022 年 4 月 28 日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	22.2	买入	48.0	2022 年 5 月 17 日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	4.1	买入	13.5	2022 年 3 月 25 日	生物科技
1177 HK Equity	中国生物制药	4.4	买入	6.9	2022 年 4 月 1 日	制药
300760 CH Equity	迈瑞医疗	312.1	买入	390.0	2022 年 2 月 22 日	医疗器械
2325 HK Equity	云康集团	14.8	买入	20.0	2022 年 6 月 21 日	ICL

资料来源：Bloomberg、浦银国际。截至 2022 年 6 月 22 日收盘价

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(云康集团 2325.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

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

