



康龙化成 (3759.HK/300759.CH) : 1H22 核心业务强势, 新厂投产完善 CDMO 扩张版图

1H22 收入和经调整净利润增长 41%/25%，均位于此前预告区间的中高端。毛利率下滑 1.4pcts，但 2Q 已有环比复苏态势。绍兴工厂一期将于本月全部投产，未来将助力公司承接快速增长的 CDMO 业务需求和规模巨大的商业化订单。维持“买入”评级，但考虑到先期投入或短期影响业绩，下调 A 股/H 股目标价至 82.5 元人民币/76.2 港元。

- 1H22 收入超指引：**收入同比增长 41% 至 46 亿人民币，超过公司对全年收入增速指引的 30-40%，经调整 non-IFRS 归母净利增长 25% 至 3.6 亿。整体毛利率为 34.8%，与我们的预期一致；2Q22 毛利率环比提升 3.4pcts 至 36.4%，我们认为随着新兴业务订单量提升、个别非经常性项目的影响结束，2H22 毛利率或将继续环比改善。管理层重申未来 1-2 年 20-30%/30-40% 的收入/净利润增速预期，海外产能 2-3 年内能实现盈亏平衡。1H22 业绩分板块看：
 - 核心业务维持高增长：**实验室服务和小分子 CDMO 板块收入分别增长 41% 和 42%；毛利率分别 +1.7pcts/-3.5pcts。其中，**实验室服务**的生物科学业务贡献 48%，相比去年全年的 46.6% 进一步提升，受益于化学业务的持续导流。该板块截至 6 月底的员工总数同比增长 39%，增速低于收入增速，人效进一步提升。**小分子 CDMO** 继续和早期服务产生强大的协同效应，1H22 小分子 CDMO 的收入中约 76% 来自实验室服务的现有客户；截至 6 月底，管线中共有 714 个分子，包括 32 个临床 III 期/工艺验证/商业化阶段项目。
 - 新兴业务短期有波动，但未来潜力巨大：**临床 CRO 收入增长 38%；毛利率下降 9.0pcts，主因公司在人员方面的超前投入和国内疫情影响，但人效仍有同比提升。**大分子和 CGT** 收入增长 33%；公司继续打造端到端的 CGT 服务平台，目前针对基因治疗的服务已涵盖质粒/原液生产、成品工艺开发及生产和临床用药的 GMP 生产。
- 绍兴一期本月全部投产，产能大幅扩大：**绍兴工厂一期第二批 400 立方米产能将于 9 月投产。届时公司总产能将增至 800 立方米，公司预计：1) 正式投产后，整体产能可支撑未来 2-3 年 30-40% 的收入增长；2) 一期产能利用率到年底可达 15-20%，明年将提升至 30-50%，目前订单需求较为充沛，利用率爬坡更多取决于公司团队和交付能力的建设。二期产能预计将在 2024 底或 2025 年初投产。
- 维持“买入”评级：**考虑到 CDMO 产能等先期投入对利润率有短期压力，我们下调 2022-24E 经调整净利润预测 2-4% 至 18.9 亿/25.1 亿/34.0 亿，对应 34.1% 的 2022-24E CAGR。我们维持“买入”评级，下调 A 股/H 股的目标 2023E PE 至 40x/32x，低于各自过去两年平均水平 1 个标准差，对应 82.5 元人民币/76.2 港币的目标价。
- 投资风险：**项目订单增长慢于预期；投资收益波动；疫情大幅反弹。

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	5,134	7,444	10,209	13,245	17,135
同比增速 (%)	36.6%	45.0%	37.1%	29.7%	29.4%
经调整归母净利润	1,064	1,462	1,887	2,509	3,396
同比增速 (%)	93.8%	37.4%	29.1%	32.9%	35.4%
PE (X)	28.9	20.4	24.5	20.6	15.2
ROE (%)	14.1%	17.5%	16.4%	18.9%	21.0%

E=浦银国际预测 资料来源: 公司公告、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 9 月 6 日

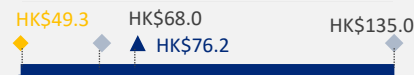
康龙化成 (3759.HK)

买入

目标价 (港元)	76.2
潜在升幅/降幅	+56%
目前股价 (港元)	49.3
52 周内股价区间 (港元)	45.3-128.6
总市值 (百万港元)	81,208
近 3 月日均成交额 (百万港元)	88

注: 截至 2022 年 9 月 5 日收盘价

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源: Bloomberg、浦银国际

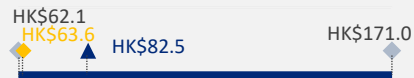
康龙化成 (300759.CH)

买入

目标价 (人民币)	82.5
潜在升幅/降幅	+30%
目前股价 (人民币)	63.6
52 周股价区间 (人民币)	62.5-151.3
总市值 (百万人民币)	71,719
近 3 月日均成交额 (百万人民币)	613

注: 截至 2022 年 9 月 5 日收盘价

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

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 - 康龙化成 (3759.HK)

利润表

(百万人民币)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	5,134	7,444	10,209	13,245	17,135
营业成本	-3,217	-4,772	-6,599	-8,517	-10,922
毛利润	1,916	2,672	3,610	4,728	6,213
销售费用	-93	-156	-224	-277	-341
管理费用	-685	-908	-1,378	-1,748	-2,211
研发费用	-105	-152	-188	-230	-281
营业利润	1,033	1,456	1,820	2,472	3,380
财务费用	-24	-83	-100	-100	-50
其他收入和收益	493	490	561	596	685
其他费用	-144	-14	-204	-66	-86
资产减值损失	-15	-10	-14	-18	-24
分占联营公司亏损	-25	72	-20	-26	-33
税前净利润	1,319	1,911	2,044	2,858	3,873
所得税	-172	-291	-347	-429	-581
税后利润	1,147	1,620	1,697	2,430	3,292
少数股东损益	-25	-41	-42	-49	-66
归母净利润	1,172	1,661	1,739	2,478	3,358
经调整Non-IFRS归母净利	1,064	1,462	1,887	2,509	3,396

现金流量表

(百万人民币)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
除税前利润	1,319	1,911	2,044	2,858	3,873
物业、厂房及设备折旧	349	451	654	810	925
使用权资产折旧	78	101	113	95	81
存货增加/(减少)	-120	-62	-77	-65	-117
贸易及其他应收款增加	-104	-234	-732	-253	-1,020
贸易及其他应付款项增加	278	268	106	155	187
其他	-151	-378	-394	-515	-715
经营现金流	1,649	2,058	1,715	3,086	3,214
购买物业、厂房及设备	-1,308	-2,083	-1,987	-1,787	-1,587
收购	-1,083	-1,157	0	0	0
其他	-399	-1,262	0	0	0
投资现金流	-2,790	-4,501	-1,987	-1,787	-1,587
计息负债变动	-47	687	2	2	2
股权募资	6	-80	0	0	0
其他	-239	3,054	0	0	0
融资现金流	-280	3,661	2	2	2
现金净流量	-1,421	1,218	-270	1,301	1,629

资产负债表

(百万人民币)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,935	3,527	3,256	4,557	6,186
应收款项	1,077	1,229	1,961	2,214	3,234
存货	129	182	258	324	441
其它流动资产	1,400	3,706	4,295	4,938	5,748
流动资产合计	5,540	8,644	9,771	12,033	15,609
固定资产	3,841	5,578	6,911	7,887	8,549
使用权资产	7	17	18	18	18
商誉	1,166	2,096	2,096	2,096	2,096
其他非流动资产	1,354	2,054	1,940	1,838	1,744
非流动资产合计	6,368	9,746	10,964	11,839	12,408
资产总计	11,909	18,389	20,735	23,872	28,016
短期借款	386	482	484	485	486
应付账款	191	316	422	577	764
其他应付账款	819	1,328	1,803	2,285	2,876
其它流动负债	585	856	899	944	991
流动负债合计	1,982	2,982	3,608	4,290	5,116
长期借款	395	956	957	958	958
其它长期负债	598	4,156	4,179	4,203	4,228
非流动负债合计	993	5,112	5,136	5,160	5,186
负债总计	2,975	8,094	8,743	9,451	10,303
股本	749	794	794	794	794
储备	8,121	9,335	11,074	13,552	16,910
母公司拥有人应占权益	8,870	10,129	11,868	14,346	17,704
少数股东权益	63	166	124	75	9
负债和所有者权益合计	11,909	18,389	20,735	23,872	28,016

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标 (人民币元)					
每股收益	1.5	2.1	1.9	2.1	2.8
每股净资产	11.2	12.6	11.8	11.9	14.7
每股营收	6.5	9.4	10.3	11.1	14.4
每股经营现金流	2.1	2.6	1.7	2.6	2.7
估值 (倍)					
P/E	28.9	20.4	22.8	20.5	15.2
P/B	3.8	3.4	3.6	3.6	2.9
P/S	6.6	4.6	4.2	3.9	3.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	37.3%	35.9%	35.4%	35.7%	36.3%
归母净利润率	22.8%	22.3%	17.0%	18.7%	19.6%
净资产收益率	14.1%	17.5%	16.4%	18.9%	21.0%
总资产收益率	10.5%	10.7%	8.8%	10.9%	12.7%
盈利增长 (%)					
营业收入增长率	36.6%	45.0%	37.1%	29.7%	29.4%
营业利润增长率	54.4%	40.9%	25.0%	35.8%	36.7%
归母净利润增长率	114.3%	41.7%	4.7%	42.5%	35.5%
Non-IFRS归母净利增长率	93.8%	37.4%	29.1%	32.9%	35.4%
偿债能力指标					
计息负债/权益	8.8%	14.2%	12.1%	10.1%	8.2%
流动比率	279.6%	289.9%	270.8%	280.5%	305.1%
现金比率	148.1%	118.3%	90.3%	106.2%	120.9%
经营效率指标					
应收帐款周转天数	68.7	56.5	57.0	57.5	58.0
应付帐款周转天数	17.6	19.4	20.4	21.4	22.4
存货周转天数	12.8	11.9	12.2	12.5	12.8

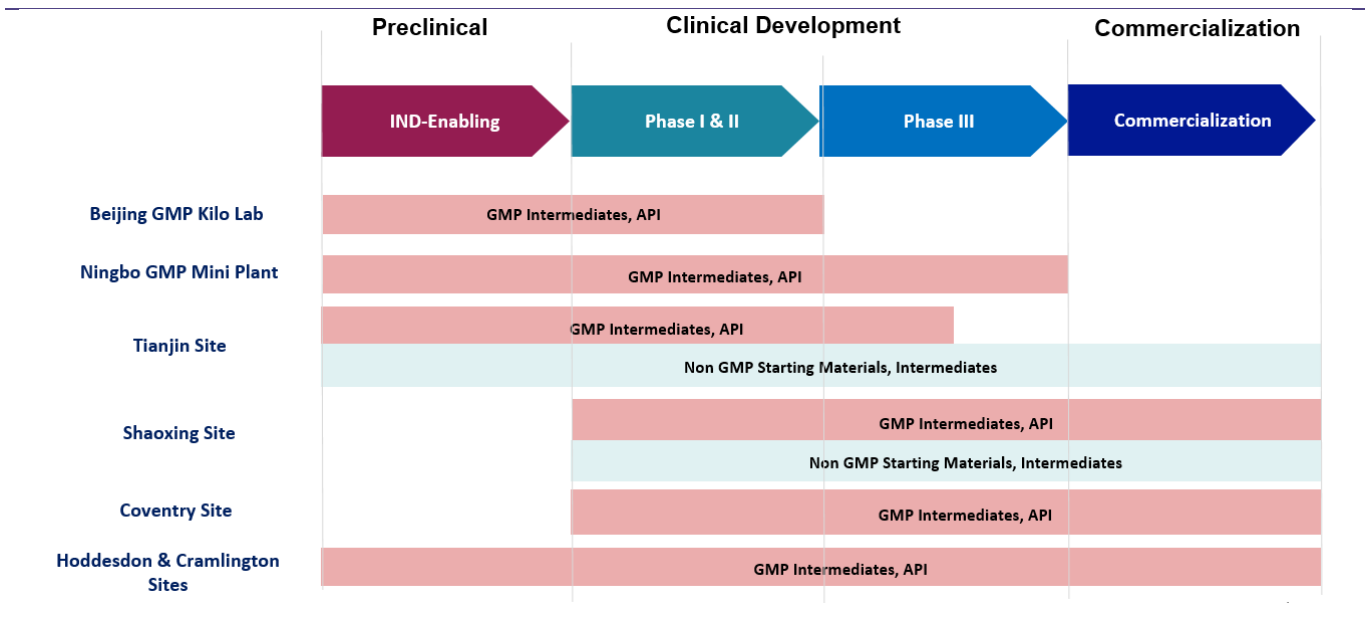
E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

绍兴工厂陆续投产，助力 CDMO 业务向行业龙头进军

绍兴工厂可支持多阶段、多类型项目生产：绍兴工厂为公司在国内建设的首个可支持商业化生产的厂房。一期包含有 5 个车间（包含人用药 GMP 车间，动物药 GMP 车间和非 GMP 车间等），最大反应釜容量达 1.25 万升，氢化车间最大反应釜容量 3,000L，反应釜种类及容量均优于天津工厂，可支持低温和高温反应。绍兴工厂具备临床及商业化项目生产能力（见图表 2），目前首个商业化生产项目年产值达千万美元级别；因此，该厂未来可满足公司 CDMO 管线从早期项目往后期商业化生产服务延伸、提升后期项目全球市场份额的战略需要。

图表 2：康龙化成 7 个生产基地生产能力布局



资料来源：公司资料、浦银国际

小分子 CDMO 收入占比有望三年内提至 30% 以上：公司预计，在绍兴产能投产后，订单需求有望集中释放，未来三年小分子 CDMO 业务增速将高于公司整体收入增速。到 2025 年，小分子 CDMO 占总收入的比例将从 1H22 的 23% 提至 30% 以上。而在大分子药物 CDMO 方面，公司计划 1H23 正式投产大分子产能并开始承接 GMP 生产项目，现在已有处于工艺研发阶段的项目。

绍兴工厂投产后，康龙化成具备生产能力的基地增至 7 个，其中 4 个位于国内（北京、天津、宁波、绍兴），2 个位于英国（Hoddesdon、Cramlington），1 个位于美国（Coventry）。虽然海外产能反应釜容量目前仍不大，未来 3 年贡献收入比例仍较小，但海外基地的意义更多在于满足客户在海外本土化生产等多元化需求。公司已预留海外工厂扩建空间，未来可根据订单需求增加产能。此外，管理层认为，由于临床用药对 API 价格敏感度较低，公司受海外通胀的影响整体可控，可将成本压力较好地传导至下游客户。

图表 3: 康龙化成财务预测变动

人民币百万	2022E			2023E			2024E		
	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	10,209	10,035	1.7%	13,245	13,053	1.5%	17,135	16,912	1.3%
毛利润	3,610	3,535	2.1%	4,728	4,691	0.8%	6,213	6,131	1.3%
毛利率	35.4%	35.2%	0.2 pcts	35.7%	35.9%	-0.2 pcts	36.3%	36.3%	-0.0 pcts
归母净利润	1,739	1,807	-3.8%	2,478	2,559	-3.2%	3,358	3,430	-2.1%
归母净利率	17.0%	18.0%	-1.0 pcts	18.7%	19.6%	-0.9 pcts	19.6%	20.3%	-0.7 pcts
经调整归母净利润	1,887	1,956	-3.5%	2,509	2,590	-3.1%	3,396	3,468	-2.1%
经调整归母净利率	18.5%	19.5%	-1.0 pcts	18.9%	19.8%	-0.9 pcts	19.8%	20.5%	-0.7 pcts

资料来源: 浦银国际预测

图表 4: 港股 CXO 企业估值表

代码	公司名称	股价 (港币)	市值 (港币百万)	过去 1 个月 股价变动 (%)	年初至今 股价变动 (%)	12 个月滚动远期 市盈率 (x)		市盈率 (x)			2021-24E 净 利润 CAGR	PEG (x)
						现值	3 年均值	2022E	2023E	2024E		
2359 HK	药明康德	81.2	275,194	(15.2)	(39.9)	21.8	59.6	25.6	20.4	16.5	38.9%	0.5
2269 HK	药明生物	64.0	272,924	(13.7)	(30.8)	42.2	90.4	54.0	38.2	28.1	38.1%	1.0
3759 HK	康龙化成	49.3	81,203	(23.3)	(38.5)	21.2	51.6	22.8	20.5	15.2	26.4%	0.8
3347 HK	泰格医药	72.4	95,333	(12.3)	(26.9)	17.0	50.4	19.7	16.0	13.5	14.6%	1.1
6821 HK	凯莱英	100.5	65,496	(12.6)	(56.0)	12.1	18.2	10.8	10.3	9.5	46.6%	0.2
1548 HK	金斯瑞	23.8	50,313	(22.3)	(31.0)	NA	356.3	NA	NA	NA	NA	NA
6127 HK	昭衍新药	39.6	38,302	(22.6)	(15.7)	21.4	38.7	26.2	19.7	15.5	34.5%	0.7
1873 HK	维亚生物	1.7	3,251	(21.5)	(64.3)	5.7	19.0	8.2	4.9	3.3	39.3%	0.1
1521 HK	方达控股	2.5	5,134	(10.2)	(37.5)	18.1	37.4	22.5	16.6	12.6	23.9%	0.6
市值加权平均						25.5	80.0	30.8	23.4	18.1		

*药明康德、药明生物及康龙化成数据基于 SPDBI 预测, 其余 E=Bloomberg 一致预期;

资料来源: Bloomberg、浦银国际; 数据截至 2022 年 9 月 5 日

图表 5: A 股 CXO 企业估值表

代码	公司名称	股价 (人民币)	市值 (人民币 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 市盈率 (x)		市盈率 (x)			2021-24E 净 利润 CAGR	PEG (x)
						现值	3 年均值	2022E	2023E	2024E		
603259 CH	药明康德	83.8	243,057	(12.5)	(29.3)	25.9	63.5	48.0	30.4	24.2	38.9%	0.8
300759 CH	康龙化成	63.6	71,720	(20.0)	(32.5)	31.5	64.2	34.9	33.8	30.5	26.4%	1.3
300347 CH	泰格医药	101.9	84,200	(4.3)	(20.3)	28.6	55.3	32.7	27.0	22.5	31.4%	0.8
002821 CH	凯莱英	161.8	57,848	(6.6)	(47.9)	19.3	55.9	19.9	19.1	17.7	77.5%	0.3
603127 CH	昭衍新药	68.7	33,829	(19.7)	(16.7)	39.6	66.0	47.2	36.8	28.5	56.1%	0.8
300363 CH	博腾股份	56.8	30,906	(10.7)	(36.5)	18.6	53.7	18.0	19.0	16.3	91.5%	0.2
688202 CH	美迪西	279.0	24,251	(24.9)	(19.6)	36.6	65.9	49.8	32.5	22.4	97.9%	0.4
300725 CH	药石科技	79.6	15,893	(6.9)	(44.0)	33.6	59.5	42.9	30.5	22.4	20.7%	1.5
市值加权平均						27.5	61.2	39.4	29.0	23.8		

*药明康德及康龙化成数据基于 SPDBI 预测, 其余 E=Bloomberg 一致预期;

资料来源: Bloomberg、浦银国际; 数据截至 2022 年 9 月 5 日

图表 6: 康龙化成港股 (3759.HK) PE Band



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 7: 康龙化成 A 股 (300759.CH) PE Band



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 8：浦银国际目标价：康龙化成港股 (3759.HK)



注：截至 2022 年 9 月 5 日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 9：浦银国际目标价：康龙化成 A 股 (300759.CH)



注：截至 2022 年 9 月 5 日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际

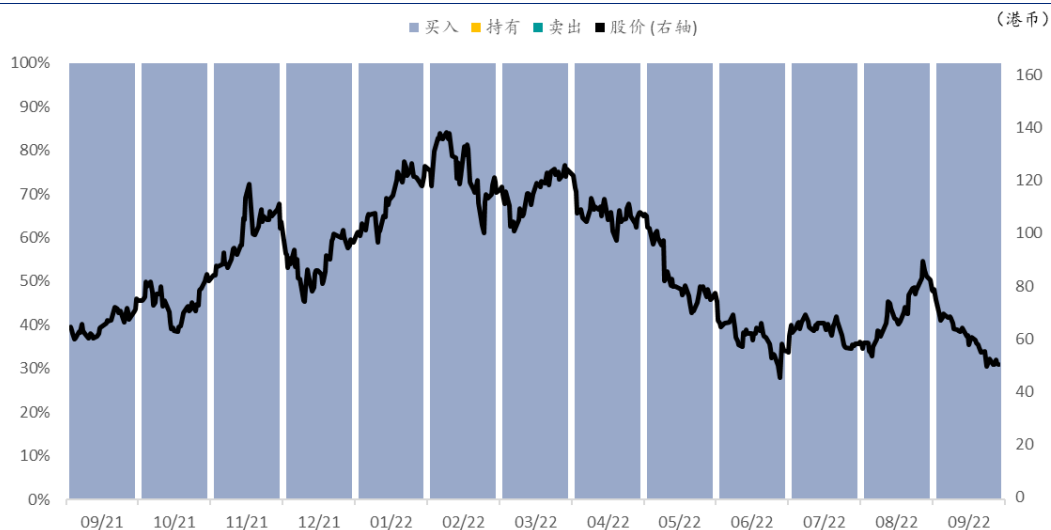
图表 10: SPDBI 医疗行业覆盖公司

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	81.2	买入	176.0	2022年4月26日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	83.8	买入	155.0	2022年4月26日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	49.3	买入	76.2	2022年9月6日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	63.6	买入	82.5	2022年9月6日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	64.0	买入	116.0	2022年8月18日	CRO/CDMO
241 HK Equity	阿里健康	4.4	持有	4.3	2022年5月26日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安健康	21.2	持有	20.0	2022年3月16日	互联网医疗
1952 HK Equity	云顶新耀	10.8	买入	25.6	2022年8月17日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	39.8	买入	82.0	2022年8月31日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	36.7	买入	53.0	2022年8月11日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	2.9	买入	13.5	2022年3月25日	生物科技
BGNE US Equity	百济神州	166.9	买入	251.0	2022年8月11日	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	98.9	买入	150.0	2022年8月11日	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	98.2	买入	148.0	2022年8月11日	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	29.9	买入	55.0	2022年8月11日	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	25.1	买入	38.0	2022年8月26日	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	5.9	买入	22.5	2022年7月27日	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	11.4	买入	17.3	2022年8月23日	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	7.4	买入	10.8	2022年7月27日	生物科技
13.HK Equity	和黄医药	19.3	买入	40.0	2022年8月11日	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	12.9	买入	25.7	2022年8月11日	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	35.7	买入	44.5	2022年7月27日	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	15.6	持有	19.0	2022年7月27日	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	4.4	持有	5.0	2022年7月27日	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	14.9	买入	28.1	2022年7月27日	生物科技
2256.HK Equity	和誉	3.8	买入	5.6	2022年7月27日	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	2.7	买入	6.0	2022年7月27日	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	3.6	买入	9.5	2022年7月27日	生物科技
6998.HK Equity	嘉和生物	2.8	买入	6.1	2022年7月27日	生物科技
1177 HK Equity	中国生物制药	4.0	买入	6.1	2022年8月25日	制药
300760 CH Equity	迈瑞医疗	296.4	买入	375.0	2022年8月23日	医疗器械
2325 HK Equity	云康集团	15.7	买入	23.0	2022年8月16日	ICL

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至 2022 年 9 月 5 日港股收盘价。

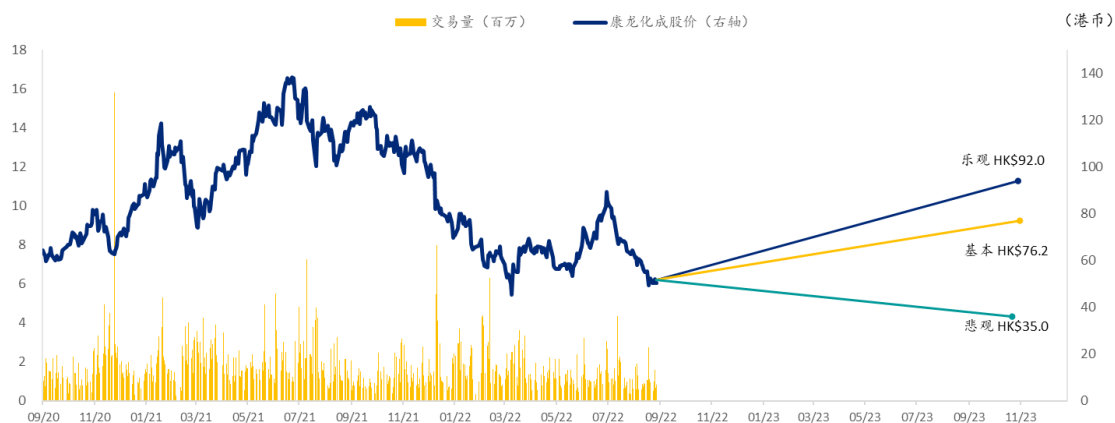
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 11: 康龙化成港股 (3759.HK) 市场普遍预期



注: 股价截至 2022 年 9 月 5 日
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 12: 康龙化成港股 (3759.HK) SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司增长好于预期

目标价: 92.0 港元

概率: 30%

- 项目订单需求强劲, 收入增速未来 3 年维持在 45-50%;
- 毛利率提升超预期, 未来 3 年均维持高于 40% 水平;
- 投资收益跟随整体权益市场估值由较大提升。

悲观情景: 公司增长不及预期

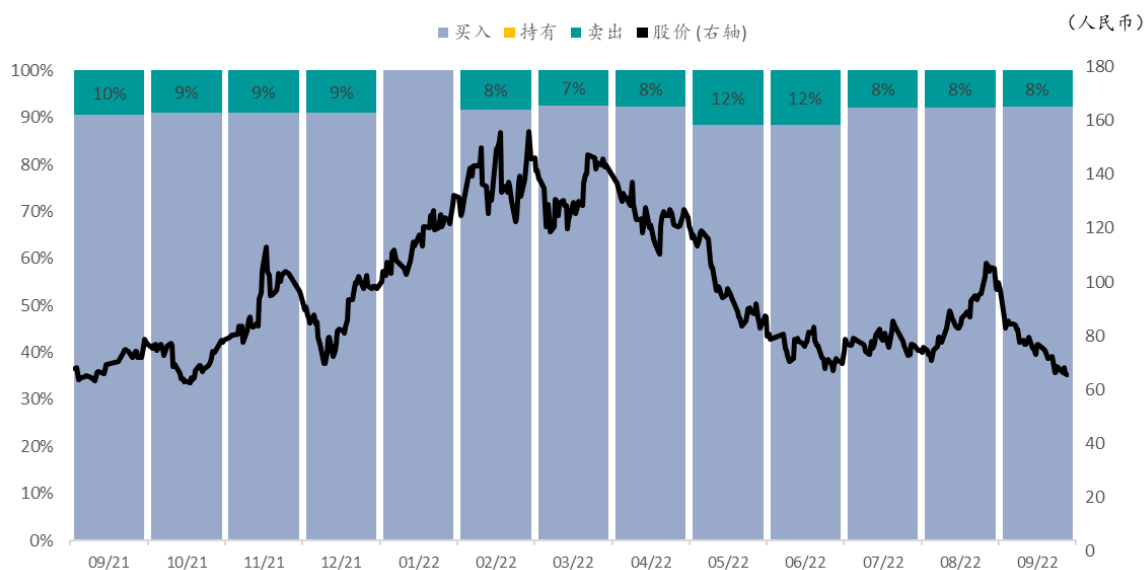
目标价: 35.0 港元

概率: 20%

- 项目订单需求疲软, 收入增速未来 3 年维持在 20-25%;
- 毛利率未来 3 年均维持在 30-35% 左右;
- 权益投资项目价值维持平稳。

资料来源: 浦银国际

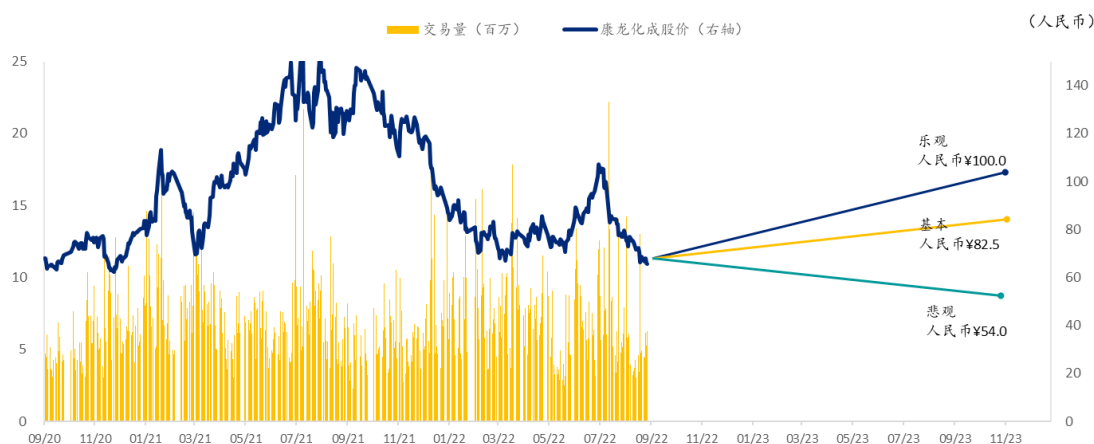
图表 13: 康龙化成 A 股 (300759.CH) 市场普遍预期



注: 股价截至 2022 年 9 月 5 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 14: 康龙化成 A 股 (300759.CH) SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司增长好于预期

目标价: 100.0 人民币

概率: 30%

- 项目订单需求强劲, 2021-24E 收入增速高于 40%;
- 毛利率提升超预期, 未来 3 年均维持高于 40% 水平;
- 投资收益跟随整体权益市场估值由较大提升。

悲观情景: 公司增长不及预期

目标价: 54.0 人民币

概率: 20%

- 项目订单需求疲软, 2021-24E 收入增速低于 25%;
- 毛利率未来 3 年均低于 35%;
- 权益投资项目价值维持平稳。

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国 - 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(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

周文硕

tallan_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

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

