



## 康宁杰瑞 (9966.HK)：核心双抗闪耀 SABCS 大会；上调目标价

康宁杰瑞近期在学术会议上公布了多项临床研究数据，进一步验证 KN046 和 KN026 在多种乳腺癌细分适应症上的治疗潜力。其中，KN026 在 HER2 阳性乳腺癌患者中的初步疗效和安全性俱佳，我们认为未来有望挑战曲妥珠+帕妥珠这一金标准疗法的统治地位。我们上调国内峰值销售至 29 亿元，并上调公司目标价至 13.6 港元。

- SABCS 数据再次验证双抗治疗潜力：**公司在 SABCS 年会上公布了多项乳腺癌 II 期研究的数据（见图表 2-4），我们建议重点关注：**1）**在 HER2 阳性乳腺癌中，KN026+多西他赛联用方案在复发/转移患者的一线治疗和早期/局晚期患者的新辅助治疗中，初步疗效数据均优于 THP 等标准疗法（跨试验对比）；**2）**KN046+白紫一线治疗 TNBC，初步 OS 数据优于 PD-1/L1 单抗+化疗的方案。我们认为上述数据进一步验证了公司双抗管线的差异化竞争优势，并上调 **KN026 的经 POS 调整国内峰值销售至 29 亿元人民币**。公司正就 KN026 一线乳腺癌 III 期试验设计和 CDE 沟通，预计 1H23 启动患者入组。
- 皮下注射 PD-L1 海外开发再进一步：**公司的海外合作伙伴 TRACON 近日公布了恩沃利单抗关键性 II 期 ENVASARC 试验的中期分析结果：在多形性肉瘤/纤维组织细胞肉瘤的二线治疗中，恩沃利单抗或联合伊匹木单抗均有较好的耐受性，且有效性超出预设指标，ORR 达到两位数。**TRACON 预计 2023 年中进行下一次中期分析，年底完成患者入组。恩沃利在国内上市后商业化进展顺利，我们预计 2022/23/24 年恩沃利将分别贡献 1.4 亿/2.2 亿/3.0 亿元纯利。**
- 2023 年重点关注核心双抗的注册性临床进展情况，包括：**1) KN046 一线肺癌 III 期 OS 读出、与 CDE 预沟通并报产（年中/3Q）；2) KN046 一线胰腺癌 III 期部分数据读出并报产（2H）；3) KN026 一线 HER2 阳性乳腺癌、二线及以后 HER2 阳性胃癌的 III 期试验启动（1H）；4) JSKN003 初步数据读出（1H）并申报注册性临床（2H）。
- 上调目标价至 13.6 港元：**我们上调公司 2022E/23E/24E 收入预测至 2.0 亿/4.5 亿/5.3 亿元人民币，对应 63% 2022-24E CAGR，主要反映恩沃利单抗优于我们预期的销售成绩。我们继续基于经 POS 调整的收入预测和 DCF 估值模型对公司进行估值，得到公司最新目标价 13.6 港元，对应 111 亿港元/14 亿美元目标市值。
- 投资风险：**恩沃利单抗销售未如预期、管线产品临床数据不佳。

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	0	146	199	445	531
同比变动 (%)	NA	NA	36%	124%	19%
归母净利润/(亏损)	-428	-412	-354	-430	-691
PS (X)	NA	55	40	18	15
ROE (%)	-18%	-20%	-21%	-33%	-40%

E=浦银国际预测 资料来源：公司报告、浦银国际

丁政宇

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 12 月 16 日

### 评级

买入

目标价 (港元)	13.6
潜在升幅/降幅	+38%
目前股价 (港元)	9.9
52 周内股价区间 (港元)	5.4-15.4
总市值 (百万港元)	9,256
近 3 月日均成交额 (百万)	32

### 市场预期区间

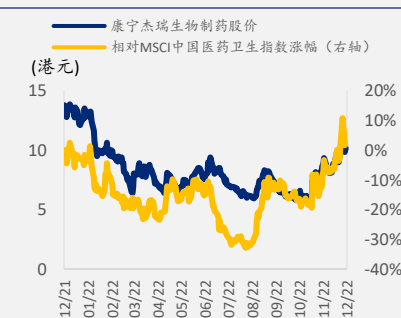


▲ SPDBI 目标价    ◆ 目前价    ◆ 市场预期区间

\*数据截至 2022 年 12 月 15 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

### 股价表现



资料来源：Bloomberg、浦银国际

## 财务报表分析与预测 - 康宁杰瑞

### 利润表

(百万人民币)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	0	146	199	445	531
营业成本	0	-3	-46	-62	-69
毛利润	0	143	153	383	461
销售、管理及一般费用	-78	-77	-99	-200	-446
研发费用	-331	-481	-480	-600	-690
其他收入&亏损	-6	16	85	0	0
经营利润	-416	-399	-341	-417	-674
融资成本	-12	-13	-13	-13	-16
其他	0	0	0	0	0
税前利润	-428	-412	-354	-430	-691
所得税	0	0	0	0	0
税后利润/(亏损)	-428	-412	-354	-430	-691
归属少数股东净利/(亏损)	0	0	0	0	0
归母净利/(亏损)	-428	-412	-354	-430	-691

### 资产负债表

(百万人民币)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	185	803	731	433	1,928
短期投资	1,879	1,182	709	426	255
应收账款及票据	0	8	10	23	28
存货	44	58	50	67	53
其他流动资产	91	66	66	66	66
流动资产	2,199	2,117	1,566	1,014	2,330
固定资产	393	531	699	837	958
长期投资	0	0	0	0	0
其他非流动资产	47	58	58	58	58
非流动资产	440	589	757	895	1,016
总资产	2,640	2,705	2,323	1,909	3,345
应付账款及其他应付款项	126	167	139	156	133
短期阶段	188	450	450	450	600
租赁负债	10	14	14	14	14
其他流动负债	6	6	6	6	6
流动负债	330	637	609	626	753
长期借款	21	154	154	154	154
租赁负债	3	20	20	20	20
其他非流动负债	12	24	24	24	24
非流动负债	37	198	198	198	198
股本	0	0	0	0	0
储备及其他权益	2,273	1,870	1,516	1,085	2,395
权益	2,273	1,870	1,516	1,085	2,395

### 现金流量表

(百万人民币)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税后利润	-428	-412	-354	-430	-691
折旧及摊销	30	41	32	42	50
应收账款减少(增加)	0	-8	-3	-13	-4
库存减少(增加)	-18	-14	8	-17	14
其他营运资本变动	16	48	445	300	147
其他经营现金流	53	24	0	0	0
经营现金流	-347	-321	128	-118	-484
固定资产增加	-91	-158	-200	-180	-171
其他	-1,433	732	0	0	0
投资现金流	-1,524	574	-200	-180	-171
股息支付	0	0	0	0	0
净新增负债	-31	378	0	0	150
股权融资	229	0	0	0	2,000
其他	-11	-15	0	0	0
融资现金流	187	364	0	0	2,150
汇率变动影响	2	0	0	0	0
现金及现金等价物变动	-1,683	618	-72	-298	1,495
年初现金	1,868	185	803	731	433
年末现金	185	803	731	433	1,928

### 财务和估值比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>每股数据(人民币)</b>					
摊薄每股收益	-0.46	-0.44	-0.38	-0.46	-0.74
每股净资产	2.44	2.00	1.62	1.16	2.55
每股销售额	0.00	0.16	0.21	0.47	0.56
<b>同比变动(%)</b>					
收入	NA	NA	36%	124%	19%
归母净利润	-49%	-4%	-14%	21%	60%
<b>利润率(%)</b>					
毛利率	NA	50%	50%	60%	65%
营业利润率	NA	-273%	-172%	-94%	-127%
归母净利率	NA	-282%	-178%	-97%	-130%
<b>回报率(%)</b>					
平均股本回报率	-18%	-20%	-21%	-33%	-40%
平均资产回报率	-16%	-15%	-14%	-20%	-26%
<b>财务杠杆</b>					
流动比率(x)	6.7	3.3	2.6	1.6	3.1
速动比率(x)	6.5	3.2	2.5	1.5	3.0
现金比率(x)	0.6	1.3	1.2	0.7	2.6
负债/权益(%)	16%	45%	53%	76%	40%
<b>估值</b>					
市盈率(x)	NA	NA	NA	NA	NA
市净率(x)	3.5	4.3	5.3	7.4	3.4
市销率(x)	NA	55.0	40.4	18.1	15.2

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2：康宁杰瑞 2022 SABCS 展示数据：KN046 一线治疗三阴性乳腺癌

对比试验	KN046-203	Impassion-130	Keynote-355	BEGONIA	FUTURE-C-Plus
药物	KN046+白蛋白紫杉醇 <sup>(1)</sup>	阿替利珠单抗+白紫 <sup>(2)</sup>	Pembro+化疗（白紫、紫衫或吉西他滨/卡铂）	DS-1062（Trop2）+度伐利尤单抗 <sup>(3)</sup>	卡瑞利珠单抗+法米替尼+白紫 <sup>(4)</sup>
治疗线数	1L	1L	1L（仅 CPS≥10%的人群有统计学意义）	1L	1L（均为 CD8 阳性 TIL 即 CD8≥10%）
n	27	451	566	27	48
ORR	44.0%	56.0%	41.0%	74%	81.3%
mPFS	7.33 个月	7.2 个月	7.5 个月	-	13.6 个月
mOS	27.73 个月（未成熟）	21.0 个月（25.4 个月 PD-L1≥1%）	17.2 个月（17.6 个月 CPS≥1, 23.0 个月 CPS≥10）	-	未成熟
24 个月 OS 率	60.1%	42%	35.3%	-	18 个月 OS 率 54.4%

注：1. 试验进行中，数据截至 2022 年 8 月 21 日；2. 3-4 级不良反应发生率 56.7%；3-4 级 TRAE 发生率为 28%，常见的为口腔炎、脱发、恶心；3. 3-4 级 TRAE 发生率 50%；4. PD-L1 阳性患者占比 35.4%、表达状态 UNK37.5%，3-4 级 AE 发生率 50%、因 3-4 级 AE 停药占比 6.3%。资料来源：公司资料、浦银国际

图表 3：康宁杰瑞 2022 SABCS 展示数据：KN026 一线治疗 HER2 阳性乳腺癌

对比试验	KN026-201	CLEOPATRA	PUFFIN（中国）	PHILA
药物	KN026+多西他赛 <sup>(1)</sup>	曲妥珠+帕妥珠+多西他赛 vs 曲妥珠+多西他赛 <sup>(2)</sup>	曲妥珠+帕妥珠+多西他赛 <sup>(3)</sup>	吡咯替尼+曲妥珠单抗+白紫 <sup>(4)</sup>
治疗线数	1L	1L（8.4%患者为 IHC1+/ IHC2+）	1L	1L
n	57	402	406	297
ORR	76.4%	80.2%	69.3%	79.0%
DCR	100%	94.7%	90.2%	94.2%
mPFS	25.4 个月（未成熟）	18.5 个月	12.4 个月	16.5 个月
24 个月 OS 率	91.2%	80%	70%	79.5%

注：1. 试验进行中，数据截至 2022 年 8 月 18 日；2. ≥3 级腹泻发生率 HPT 和 HT 组分别为 7.9%和 5.0%、≥3 级中性粒细胞减少症发生率两组分别为 48.9%和 45.8%、≥3 级发热性中性粒细胞减少症发生率两组分别为 13.8%和 7.6%。此外，左心射血分数降低发生率在 HPT 和 HT 组分别为 7.8%和 8.6%，心衰的发生率两组均为 2%；3. ≥3 级 AE 发生率 74%；4. ≥3 级 AE 发生率 89.9%，其中≥3 级腹泻发生率 46.5%。资料来源：公司资料、浦银国际

图表 4：康宁杰瑞 2022 SABCS 展示数据：KN026 新辅助治疗 HER2 阳性乳腺癌

对比试验	KN026-208	Neosphere (II期)		PEONY (亚太)	PHEDRA
药物	KN026+多西他赛	曲妥珠+帕妥珠+多西他赛 vs 曲妥珠+多西他赛 <sup>(3)</sup>		曲妥珠+帕妥珠+多西他赛 <sup>(3)</sup>	吡咯替尼+曲妥珠+多西他赛
治疗线数	Neo-adjuvant	Neo-adjuvant		Neo-adjuvant	Neo-adjuvant
n	30	107	107	219	178 (70%淋巴结转移)
ORR	100.0%	-	-	88.6%	91.6%
pCR	bpCR: 55.0% tpCR: 50.0%	bpCR: 45.8% tpCR: 39.3%	bpCR: 29.0% tpCR: 21.5%	tpCR: 39.3%	bpCR: 43.8% tpCR: 41.0%
其他	-	5Year PFS 率 86%	5Year PFS 率 81%	-	≥3 级不良事件发生率 71% <sup>(2)</sup>

注：1. 试验进行中，数据截至 2022 年 9 月 10 日；2. 曲妥珠单抗等心脏毒性发生率 7%~8%，而吡咯替尼联合组不良反应主要是腹泻，其≥3 级腹泻发生率 40%；3. 根据帕妥珠单抗说明书，双妥方案 3-4 级腹泻的发生率为 8.9%，所有级别腹泻发生率 67.9%。资料来源：公司资料、浦银国际

# 目标价与估值

图表 5: 2022E-2024E 财务预测变动

百万人民币	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	199	147	35%	445	345	29%	531	384	38%
毛利润	153	110	39%	383	276	39%	461	315	46%
归母净利润(亏损)	-354	-514	-31%	-430	-548	-21%	-691	-783	-12%

资料来源: 浦银国际预测

图表 6: 康宁杰瑞财务预测及估值

人民币百万	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
营业收入	199	445	531	683	1,593	2,254	3,047	3,853	4,578	5,128	5,772	6,240
同比变动		124%	19%	29%	133%	42%	35%	26%	19%	12%	13%	8%
EBIT	(341)	(417)	(674)	(720)	(330)	(5)	518	1,048	1,543	1,930	2,344	2,657
EBIT * (1-所得税率)	(290)	(355)	(573)	(612)	(280)	(5)	440	891	1,312	1,641	1,992	2,258
加: 折旧与摊销	32	42	50	57	64	71	78	84	91	97	103	109
减: 营运资金增加/(减少)	450	270	156	(12)	21	3	(39)	(32)	(2)	(1)	(1)	(1)
减: 资本开支	(200)	(180)	(171)	(174)	(178)	(181)	(185)	(189)	(193)	(196)	(200)	(204)
FCFF	(8)	(222)	(538)	(741)	(373)	(112)	294	755	1,208	1,540	1,893	2,162
同比变动		NA	NA	NA	NA	NA	NA	156.7%	60.1%	27.4%	22.9%	14.2%
折现期数		-	1.0	2.0	3.0	4.0	5.0	6.0	7.0	8.0	9.0	10.0
现值系数		1.00	0.90	0.82	0.74	0.67	0.61	0.55	0.50	0.45	0.41	0.37
FCFF 现值		(222)	(486)	(607)	(276)	(75)	178	414	600	691	769	794
FCFF 现值合计		1,779										

## WACC&永续增长率核心假设

### 长期资本结构

% 债权 20.0%

% 股权 80.0%

### 债权成本

债权成本 5.0%

税率 15.0%

税后债权成本 4.3%

### 股权成本

无风险收益率 3.0%

Beta 1.3

市场风险溢价 7.0%

股权成本 12.1%

WACC 10.5%

永续增长率 2.0%

## rNPV 估值

FCFF 现值合计 1,779

终值 25,848

终值现值 9,498

企业价值(EV) 11,277

(-) 负债 (604)

(+) 现金及等价物 433

(-) 少数股东权益 -

股权价值 11,106

发行在外总股数(百万股) 940

每股价值(人民币元) 11.8

RMB/HKD 1.15

每股价值(港元) 13.6

资料来源: 浦银国际

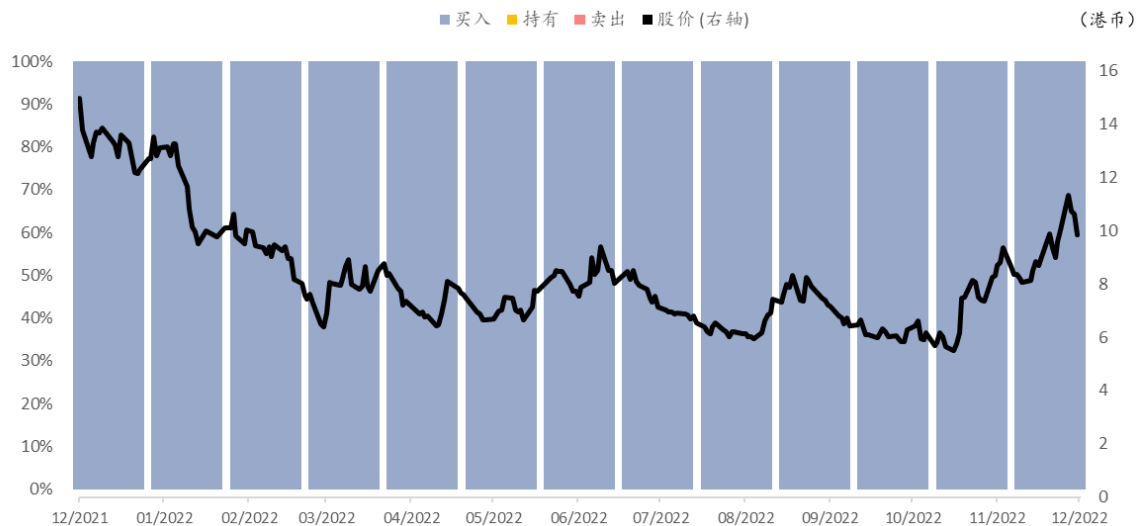
图表 7: SPDBI 目标价: 康宁杰瑞



资料来源: Bloomberg、浦银国际

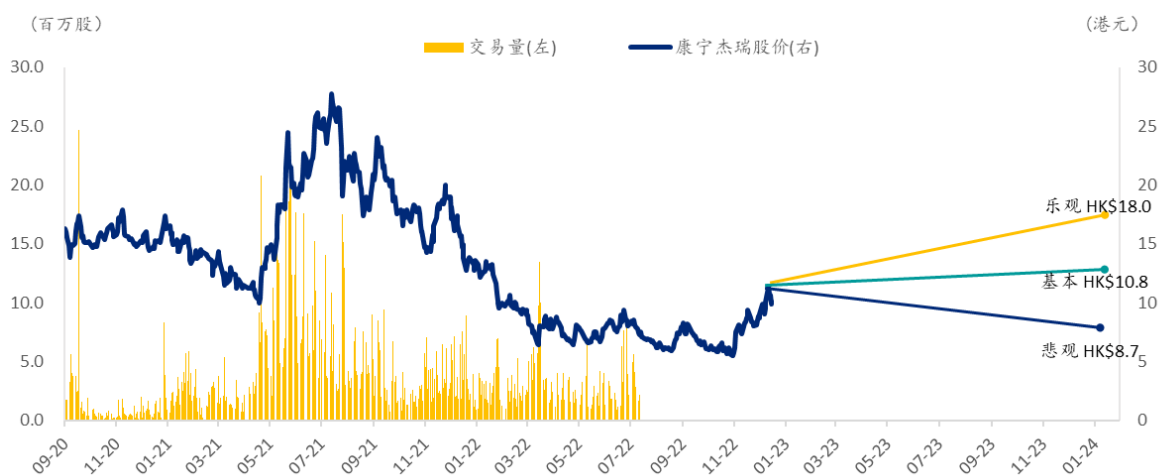
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 8: 康宁杰瑞市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 9: 康宁杰瑞 SPDBI 情景假设



**乐观情景: 公司收入增长好于预期**

**目标价: 18.0 港元 (概率: 30%)**

- KN026 峰值销售额超过 60 亿人民币;
- KN046 峰值销售超过 45 亿人民币;
- 稳态毛利率均高于 90%;
- 管线药物研发进度快于预期。

**悲观情景: 公司收入增长不及预期**

**目标价: 8.7 港元 (概率: 20%)**

- KN026 峰值销售额低于 30 亿人民币;
- KN046 峰值销售低于 25 亿人民币;
- 稳态毛利率均低于 80%;
- 管线药物研发进度慢于预期
- 在研管线研发失败。

资料来源: 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	75.9	买入	86.0	2022年10月27日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	78.3	买入	97.0	2022年10月27日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	44.6	买入	59.0	2022年10月31日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	61.0	买入	67.0	2022年10月31日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	48.7	买入	88.0	2022年9月15日	CRO/CDMO
241 HK Equity	阿里健康	7.9	持有	4.3	2022年5月26日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安健康	25.1	持有	20.0	2022年3月16日	互联网医疗
1952 HK Equity	云顶新耀	13.1	买入	25.6	2022年8月17日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	56.6	买入	82.0	2022年8月31日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	26.8	买入	53.0	2022年8月11日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	3.2	买入	13.5	2022年3月25日	生物科技
BGNE US Equity	百济神州	154.3	买入	251.0	2022年8月11日	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	125.2	买入	150.0	2022年8月11日	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	128.2	买入	148.0	2022年8月11日	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	32.5	持有	55.0	2022年8月11日	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	40.7	买入	63.0	2022年12月8日	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	5.3	买入	22.5	2022年7月27日	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	13.8	买入	18.8	2022年11月22日	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	9.9	买入	13.6	2022年12月16日	生物科技
13.HK Equity	和黄医药	22.1	买入	40.0	2022年8月11日	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	13.2	买入	25.7	2022年8月11日	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	50.0	买入	69.0	2022年11月22日	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	13.1	持有	19.0	2022年7月27日	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	4.3	持有	5.0	2022年7月27日	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	23.6	买入	28.1	2022年7月27日	生物科技
2256.HK Equity	和誉	3.5	买入	5.6	2022年7月27日	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	2.1	买入	6.0	2022年7月27日	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	4.7	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	4.6	买入	6.15	2022年11月7日	制药
300760 CH Equity	迈瑞医疗	308.0	买入	420.0	2022年10月31日	医疗器械
2325 HK Equity	云康集团	15.9	买入	23.8	2022年11月7日	ICL

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至2022年12月15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个人。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](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

