

CXO 行业 2022 业绩复盘与展望：核心业务延续强势，关注行业结构性变化

- 2022 年业绩整体符合预期、2023 年主业有望延续强势：**我们覆盖的龙头 CXO 公司近期公布了 2022 全年的业绩快报：**1) 药明康德**全年收入增长 71.8%至 393.5 亿元（我们预计剔除新冠相关大订单后+30% YoY），接近公司此前指引区间 70-72%的上限，经调整 non-IFRS 归母净利润增长 83.2%至 94.0 亿元，超越此前公司指引的>75%；**2) 康龙化成**全年收入和经调整 non-IFRS 净利润分别增长 36-39%/21-29%，均与我们此前的预期一致。进入 2023 年，我们预计随着国内疫情趋于稳定，CDMO、临床 CRO 等板块有望迎来订单和业绩反弹，**核心收入有望保持 30%以上的增速。**
- 核心市场份额有望进一步提升：**龙头 CXO 公司的 2022 年订单情况稳中向好：**1) 药明生物** 2022 年内新增 136 个综合项目，超越此前指引的 120 个，2023 年公司预期将继续获得 120 个新增项目；**2) 康龙化成**新增订单数量增长约 20-30%。我们认为，尽管医药外包市场在竞争和融资压力下不确定性增加，国内龙头仍将通过领先行业的服务质量和效率提升客户黏性和市场份额，新增订单量至少维持稳定的确定性较高。新冠订单方面，随着全球新冠疫情趋于稳定，辉瑞也预计 Paxlovid 2023 年全球销售额可能下降 58%。我们预计药明生物和药明康德 2022 年新冠订单收入贡献分别在 20%和 25%左右，这一比例将在 2023 年大幅降低。
- 投融资环境和政策预期企稳催化估值反弹，但仍需观察行业结构性风险：**根据动脉橙数据，2023 年 1 月，全球医疗行业融资总额环比大增 29%（见**图表 5**），其中生物医药领域融资总额环比增长 12%至 27.7 亿美元，国内和国外分别反弹 16%/10%（见**图表 6**）。我们对于后续融资环境变化持谨慎乐观态度，并维持在**2023 年度行业展望报告**中提及的国内融资环境将先于海外复苏的观点，这主要是考虑到国内疫情稳定后基本面和情绪反弹、美联储偏鹰派态度下海外利率和经济环境的不确定性。政策方面，创新药医保谈判规则和地缘政治风险在短期内均有企稳向好的态势；正如我们此前预测，港股 CXO 板块平均估值近期已反弹至 25x 2023E PE/1.2x 2023E PEG，但仍低于历史平均 1 个标准差。同时，我们认为应持续警惕地缘政治和行业竞争格局变化对 CXO 公司的长期影响，曾经板块整体高估值的情况恐怕难以重现。
- 后市展望与投资建议：**我们上调所覆盖的各家 CXO 公司的目标估值至 1.0-1.5x PEG，与各自历史平均相当，同时上调目标价。其中，我们相对更看好**药明生物**在业绩高增长和市场份额提升上的确定性，并继续给予**药明康德-H、药明康德-A 和康龙化成-H**“买入”评级。对于**康龙化成-A**，我们认为近期的反弹已基本反映短期业绩增长预期，潜在股价升幅有限，下调评级至“持有”。

图表 1: CXO 公司最新目标价及盈利预测调整

公司	股价（交易货币）			收入调整幅度				2022-24E 收入 CAGR
	目标价	调整幅度	现价	潜在升幅	2022E	2023E	2024E	
▲药明生物	89.0	+1%	64.6	+38%	+1.4%	-4.8%	-8.3%	+33.5%
▲药明康德-A	111.0	+14%	89.8	+24%	+0.7%	-1.0%	+0.6%	+19.9%
▲药明康德-H	112.0	+30%	95.4	+17%	+0.7%	-1.0%	+0.6%	+19.9%
●康龙化成-A	81.0	+21%	70.6	+15%	-	-0.3%	-0.8%	+33.0%
▲康龙化成-H	76.0	+29%	52.3	+45%	-	-0.3%	-0.8%	+33.0%

注：▲=买入；●=持有；x=卖出；E=浦银国际预测；截至 2023 年 2 月 10 日收盘价；资料来源：公司报告、浦银国际

本研究报告由浦银国际证券有限公司分析师编制，请仔细阅读本报告最后部分的分析师披露、商业关系披露及免责声明。

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

2023 年 2 月 13 日

相关报告：

《[药明康德 \(603259.CH/2359.HK\)：核心业务 3Q22 增速反弹明显，港股增发终止](#)》(2022-10-27)

《[CXO 行业点评：美国生物制造行政令中短期影响有限，股价波动后估值具吸引力](#)》(2022-09-15)

《[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](#)》(2022-09-06)

《[药明生物 \(2269.HK\)：全年增速指引上调，未来三年 CMO 业务有望迎爆发式增长](#)》(2022-08-18)

《[药明康德 \(603259.CH/2359.HK\)：2Q22 疫情中业绩显强韧性，2H 反弹可期](#)》(2022-07-28)



扫码关注浦银国际研究

财务预测调整与估值

我们根据各家公司的业绩预告和指引，调整了 2022 年的盈利预测，并对 2023-24E 的财务预测进行以下调整：

● 药明生物 (2269.HK)

我们下调了 2023-24E 收入，主要出于行业变局下对新冠相关收入贡献和综合项目数量更保守的预测。

考虑到海外新产能陆续上线、建筑和人力成本相对国内更高，我们也将 2023E/2024E 毛利率预测分别下调 0.2pct/0.5pct。

我们认为，公司应享有一定的行业龙头溢价，采用 1.5x PEG 的目标估值倍数，与历史均值相当，由此得到公司最新目标价 89 港元，并维持“买入”评级。

图表 2：药明生物财务预测变动

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	15,284	15,066	1.4%	20,481	21,518	-4.8%	26,702	29,105	-8.3%
毛利润	7,015	6,915	1.4%	9,319	9,834	-5.2%	12,149	13,388	-9.3%
毛利率 (%)	45.9%	45.9%	0.0pcts	45.5%	45.7%	-0.2 pcts	45.5%	46.0%	-0.5 pcts
经调整归母净利润	5,020	4,960	1.2%	6,859	7,167	-4.3%	8,941	9,720	-8.0%
净利率 (%)	32.8%	32.9%	-0.1 pcts	33.5%	33.3%	0.2 pcts	33.5%	33.4%	0.1 pcts

资料来源：浦银国际预测

● 药明康德 (2359.HK/603259.CH)

我们对公司 2023/24E 收入预测分别微调-1.0%/+0.6%，并基于 2022 年业绩预告结果下调了部分费用率预测，因而 2023/24E 经调整净利润预测上升约 10%。

我们对公司港股采用 1.5x PEG 的目标估值倍数，与历史均值相当，并给予 A 股 16% 的估值溢价（公司历史平均 A/H 溢价），由此得到公司港股和 A 股最新目标价 112 港元/111 元人民币，均维持“买入”评级。

图表 3：药明康德财务预测变动

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	39,355	39,091	0.7%	44,813	45,269	-1.0%	55,115	54,811	0.6%
毛利润	14,392	14,140	1.8%	16,485	16,588	-0.6%	20,657	20,455	1.0%
毛利率 (%)	36.6%	36.2%	0.4 pcts	36.8%	36.6%	0.1 pcts	37.5%	37.3%	0.2 pcts
经调整归母净利润	9,399	8,257	13.8%	10,936	9,932	10.1%	13,518	12,322	9.7%
净利率 (%)	23.9%	21.1%	2.8 pcts	24.4%	21.9%	2.5 pcts	24.5%	22.5%	2.0 pcts

资料来源：浦银国际预测

● 康龙化成 (3759.HK/300759.CH)

我们对公司 2023/24E 毛利率预测分别下调 0.4pct/0.5pct，以反映海外 CGT 业务先期投入对毛利率的短期拖累；2023/24E 经调整净利润预测分别下降 4%/3%。

我们对公司港股采用 1.0x PEG 的目标估值倍数，并给予 A 股 24% 的估值溢价（公司历史平均 A/H 溢价），由此得到公司港股和 A 股最新目标价 76 港元/81 元人民币。

此外，考虑到行业竞争加剧，短期内海外业务继续影响公司利润率，以及较小的潜在股价升幅，我们下调公司 A 股评级至“持有”。

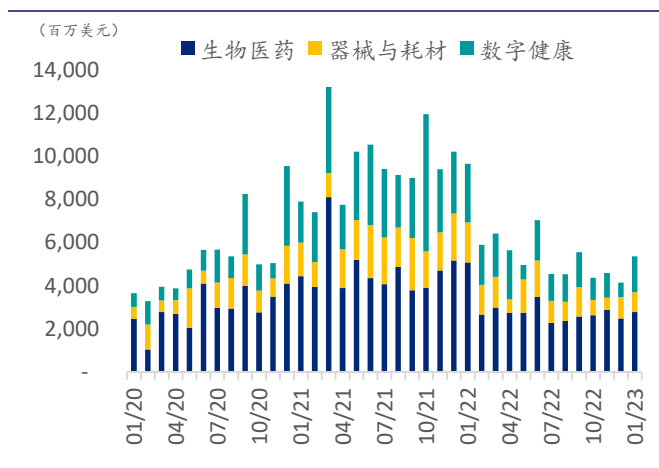
图表 4：康龙化成财务预测变动

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	10,278	10,278	0.0%	13,272	13,309	-0.3%	16,766	16,909	-0.8%
毛利润	3,773	3,783	-0.3%	4,973	5,048	-1.5%	6,372	6,511	-2.1%
毛利率 (%)	36.7%	36.8%	-0.1 pcts	37.5%	37.9%	-0.4 pcts	38.0%	38.5%	-0.5 pcts
经调整归母净利润	1,837	1,907	-3.7%	2,376	2,478	-4.1%	3,250	3,348	-2.9%
净利率 (%)	17.9%	18.6%	-0.7 pcts	17.9%	18.6%	-0.7 pcts	19.4%	19.8%	-0.4 pcts

资料来源：浦银国际预测

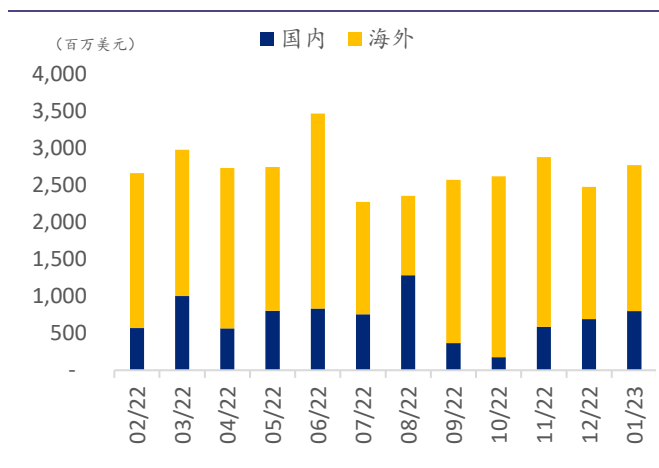
● 全球医疗行业融资情况

图表 5: 2023 年 1 月全球医疗行业融资规模环比反弹



资料来源: 动脉橙、浦银国际

图表 6: 2023 年 1 月国内外生物医药板块融资规模均有环比反弹



资料来源: 动脉橙、浦银国际

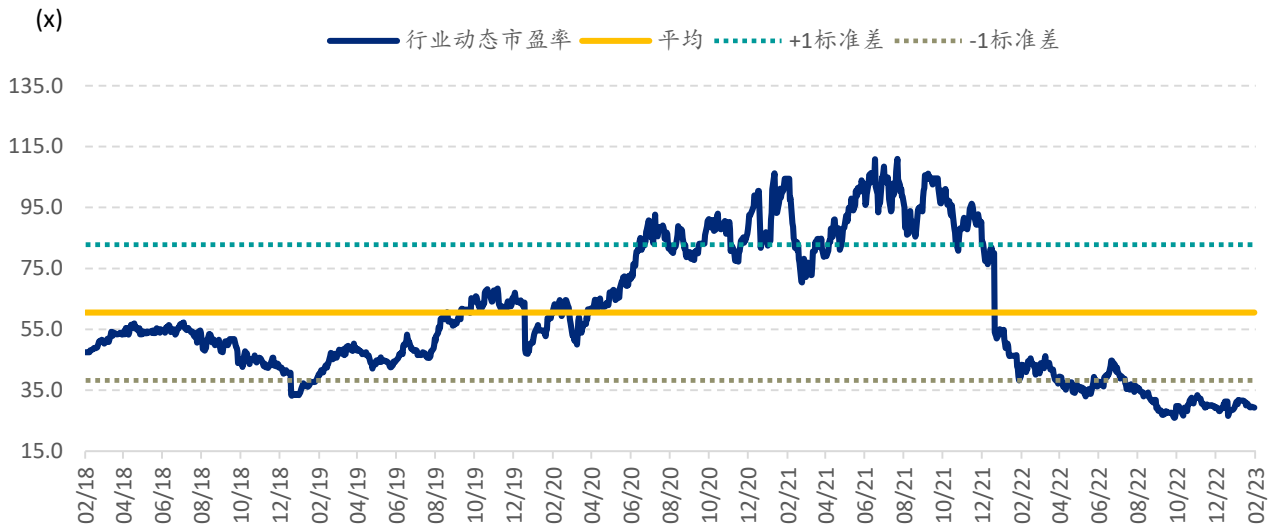
图表 7: CXO 企业估值表

代码	公司名称	股价 (当地货币)	市值 (美元)	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)			2022-24E 净利润 CAGR	PEG (x)
						现值	3 年均 值	2022E	2023E	2024E		
港股												
2359 HK	药明康德	95.40	38,599	0.5	(29.3)	24.1	55.5	28.7	24.7	20.0	19.9%	1.2
2269 HK	药明生物	64.55	34,773	(7.7)	(30.3)	33.9	85.2	48.1	35.1	26.9	33.5%	1.0
3759 HK	康龙化成	52.30	11,595	(12.9)	(34.8)	21.2	47.0	23.8	22.1	16.1	33.0%	0.7
3347 HK	泰格医药	101.50	15,097	6.2	2.5	27.6	44.8	36.1	28.4	23.2	9.8%	2.9
6821 HK	凯莱英	116.90	8,252	(3.0)	(48.9)	14.3	16.0	11.6	13.1	12.0	3.3%	4.0
1548 HK	金斯瑞	24.75	6,672	(8.3)	(28.3)	NA	NA	NA	NA	16.0	NA	NA
6127 HK	昭衍新药	38.00	4,483	(16.6)	(19.0)	18.2	33.3	21.9	18.7	15.5	23.4%	0.8
1873 HK	维亚生物	1.78	439	(0.6)	(62.2)	NA	19.4	NA	NA	NA	NA	NA
1521 HK	方达控股	2.72	712	(10.2)	(31.1)	16.7	34.2	24.8	17.3	13.3	27.8%	0.6
市值加权平均						24.7	55.1	31.6	25.4	21.0	21.7%	1.2
A 股												
603259 CH	药明康德	89.77	38,599	(1.4)	10.8	27.2	59.4	32.4	27.9	22.6	19.9%	1.4
300759 CH	康龙化成	70.56	11,595	(7.0)	3.8	34.3	61.1	38.6	35.7	26.1	33.0%	1.1
300347 CH	泰格医药	122.79	15,097	5.9	17.2	32.8	51.7	41.5	33.8	27.3	9.8%	3.4
002821 CH	凯莱英	156.05	8,252	2.3	5.4	20.8	53.1	18.5	21.0	19.3	3.3%	6.4
603127 CH	昭衍新药	61.55	4,483	(4.0)	5.4	31.5	63.6	38.0	32.6	25.6	26.7%	1.2
300363 CH	博腾股份	48.09	3,854	12.7	17.7	17.7	50.8	13.9	17.9	16.1	1.1%	16.3
688202 CH	美迪西	205.32	2,622	(5.6)	(4.0)	NA	66.3	NA	NA	NA	NA	NA
300725 CH	药石科技	80.30	2,353	(2.2)	(0.2)	30.0	58.2	44.5	31.4	22.9	39.2%	0.8
603456 CH	九洲药业	41.90	5,532	0.7	(30.4)	28.2	44.8	35.7	26.5	20.0	33.7%	0.8
市值加权平均						27.6	57.0	32.5	28.2	22.6	18.7%	1.5
海外												
207940 KS	Samsung Biologics	808,000	45,361	0.1	(9.1)	86.2	100.0	98.4	83.1	71.9	17.6%	4.7
LONN SW	Lonza	543.40	43,757	(4.2)	(34.3)	29.1	37.1	33.1	28.1	24.0	17.3%	1.6
CTLT US	Catalant	70.46	12,689	(17.4)	(39.8)	19.4	31.0	20.2	20.4	17.3	8.1%	2.5
市值加权平均						53.3	64.4	60.6	51.6	44.5	16.3%	3.2

*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；PEG 基于 2023E 市盈率及 2022-24E 净利润 CAGR 计算

资料来源：Bloomberg、浦银国际；数据截至 2023 年 2 月 10 日

图表 8: A股 CXO 行业 PE Band



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 9: 港股 CXO 行业 PE Band



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 10: 药明生物 PE Band



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 11: 药明康德 A 股 PE Band



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 12: 药明康德港股 PE Band



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 13: 康龙化成 A 股 PE Band



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 14: 康龙化成港股 PE Band



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 15: 浦银国际目标价: 药明生物



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 16: 浦银国际目标价: 药明康德 A 股 (603259.CH)



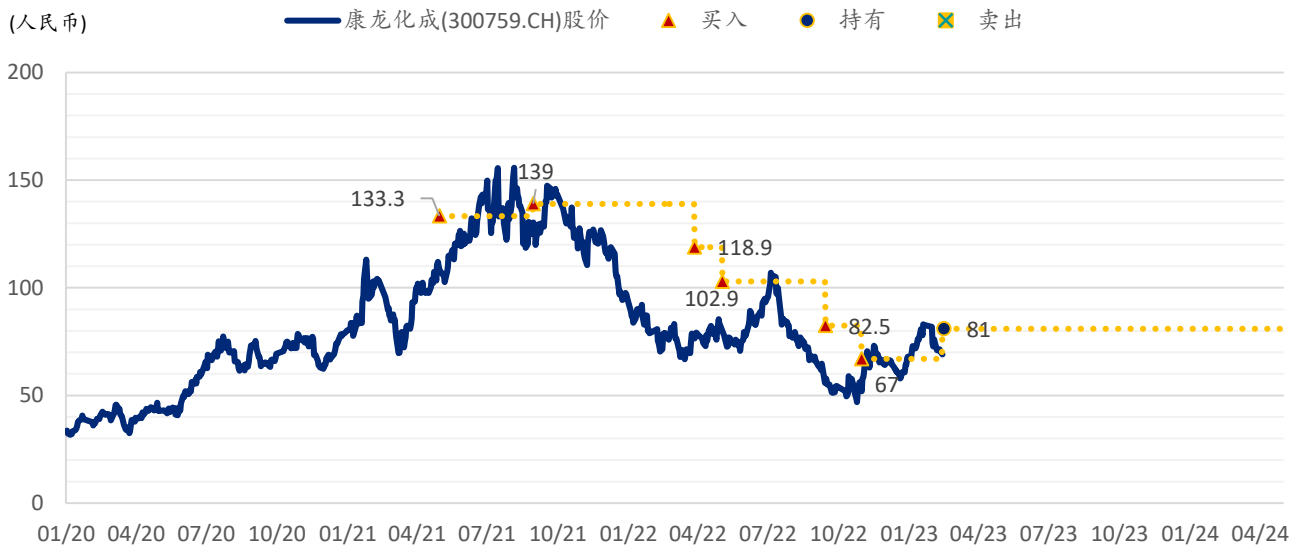
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 17: 浦银国际目标价: 药明康德 H 股 (2359.HK)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 18: 浦银国际目标价: 康龙化成 A 股 (300759.CH)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

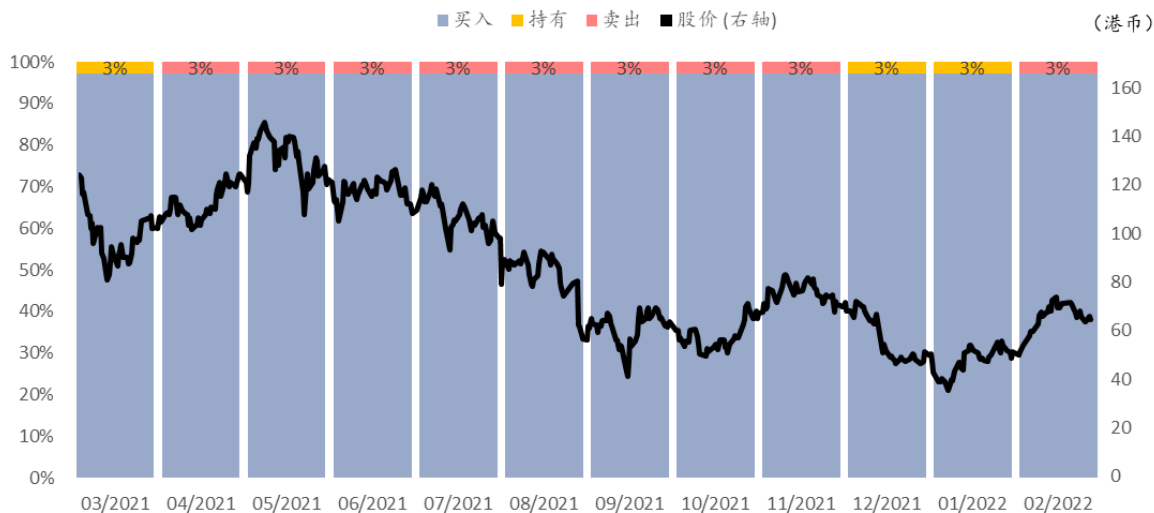
图表 19: 浦银国际目标价: 康龙化成港股 (3759.HK)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 20: 药明生物市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 21: 药明生物 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 102.0 港元

概率 25%

- 每年净增项目数量超过 160 项;
- 毛利率持续提升至 50% 以上;
- 以较低的价格收购厂房, 并迅速投产;
- 新冠项目持续产生收益。

悲观情景: 公司收入增长不及预期

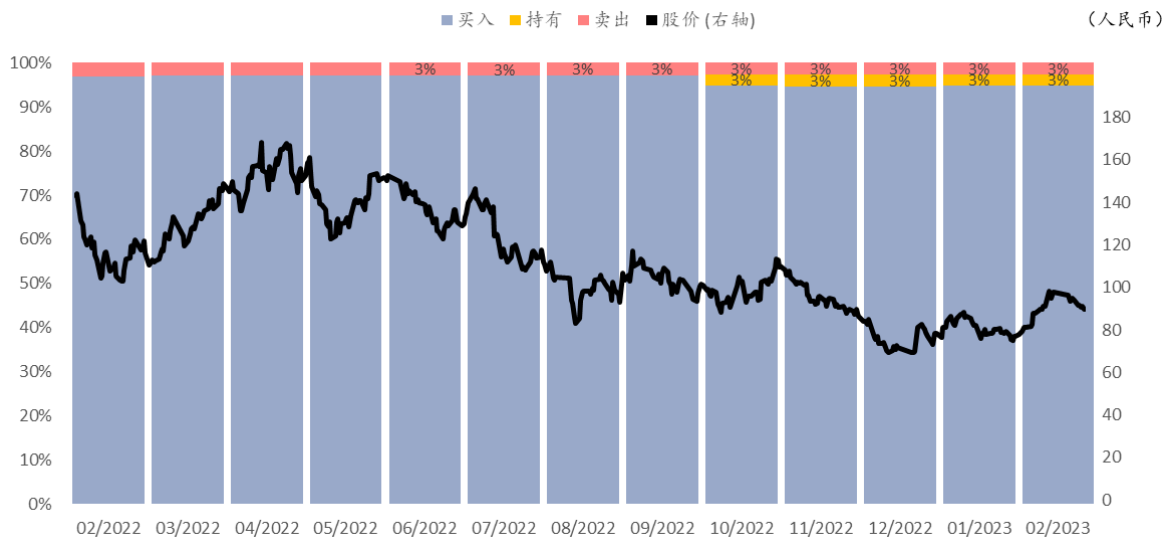
目标价: 40.0 港元

概率 15%

- 每年净增项目数量不足 80 项;
- 毛利率无法维持现时水平, 逐步降低至 40% 附近;
- CMO 项目未如预期带来收入

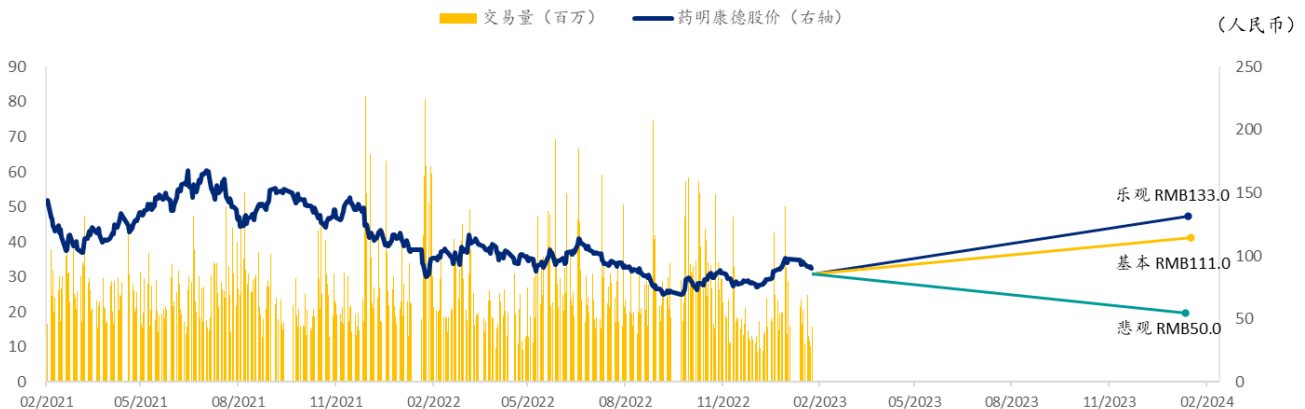
资料来源: 浦银国际

图表 22: 药明康德 A 股 (603259.CH) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 23: 药明康德 A 股 (603259.CH) SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司增长好于预期

目标价: 133.0 人民币

概率: 30%

- WuXi Chemistry 2022-24E CAGR 超 25%;
- 新冠项目贡献在未来五年内持续贡献大量收入;
- 客户获得和项目进展好于预期;
- 公司拓展业务进行收并购, 收入增长好于预期;
- 新业务带来更多增长动力。

悲观情景: 公司增长不及预期

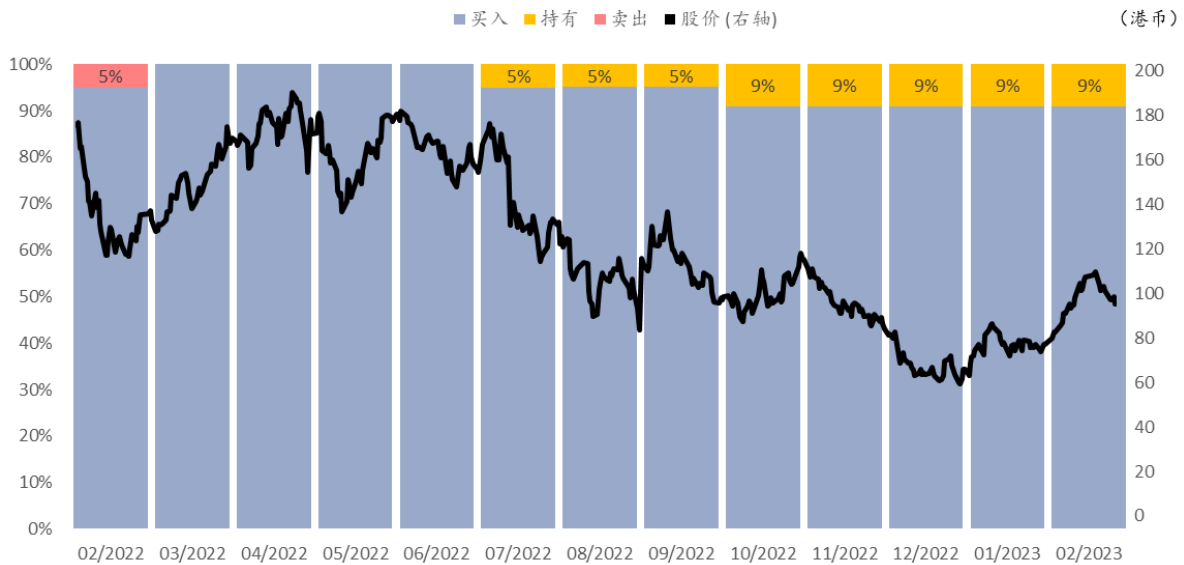
目标价: 50.0 人民币

概率: 20%

- WuXi Chemistry 2022-24E CAGR 不及 10%;
- 新冠项目两年内收入贡献下滑严重;
- 欧美制药企业缩减研发开支和暂缓研发项目, 导致公司特别是来自欧美地区的收入不及预期;
- 研发阶段的项目失败, 造成客户流失, 影响收入和未完成订单。

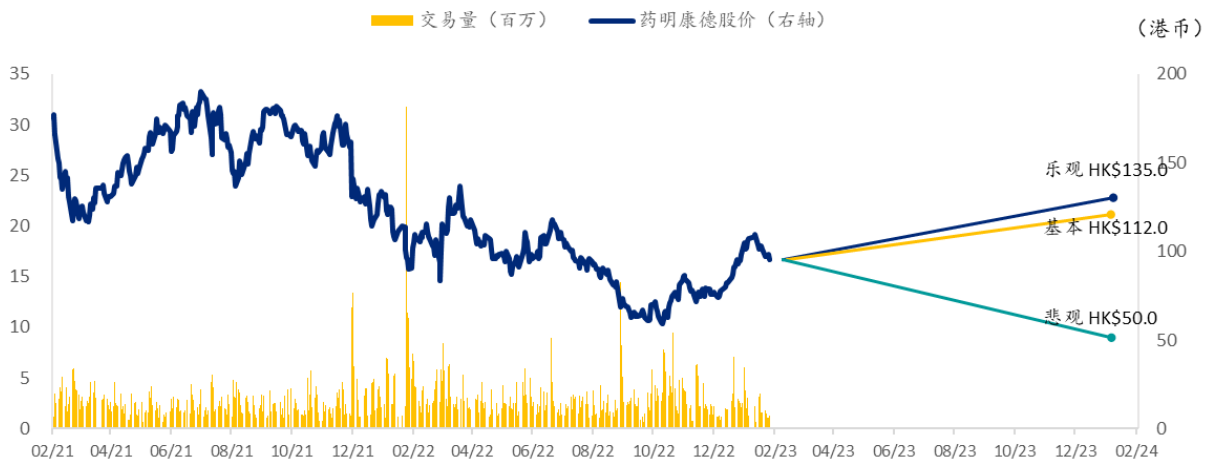
资料来源: 浦银国际

图表 24：药明康德 H 股 (2359.HK) 市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 25：药明康德 H 股 (2359.HK) SPDBI 情景假设



乐观情景：公司增长好于预期

目标价：135.0 港币

概率：30%

- WuXi Chemistry 2022-24E CAGR 超 25%；
- 新冠项目贡献在未来五年内持续贡献大量收入；
- 客户获得和项目进展好于预期；
- 公司拓展业务进行收并购，收入增长好于预期；
- 新业务带来更多增长动力。

悲观情景：公司增长不及预期

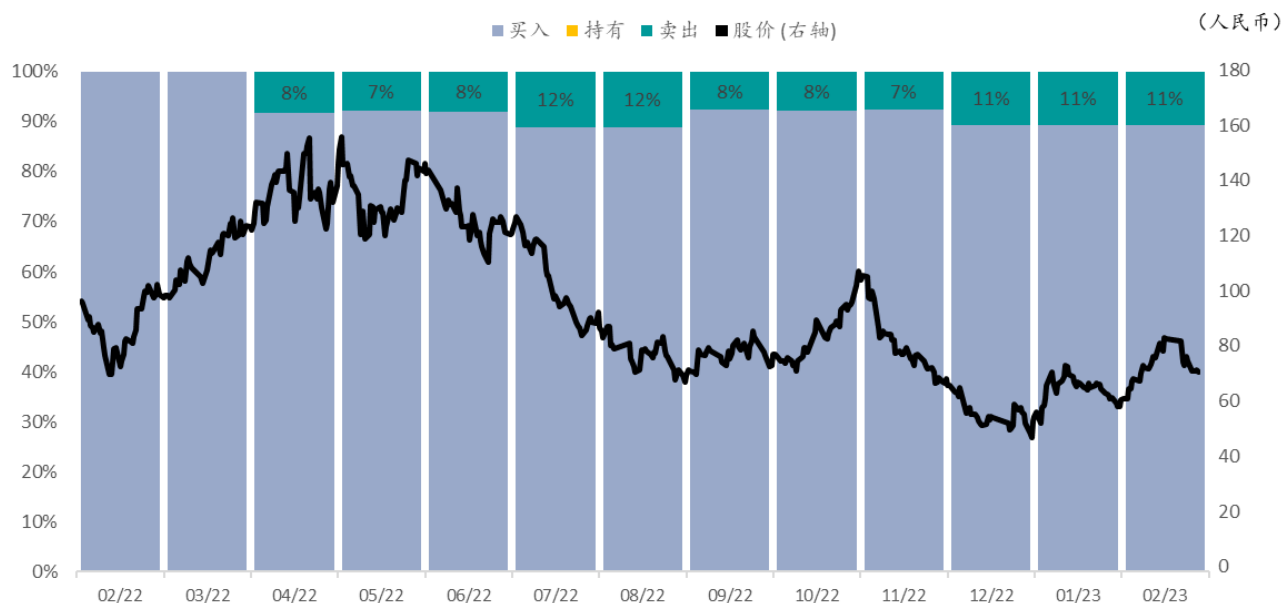
目标价：50.0 港币

概率：20%

- WuXi Chemistry 2022 -24E CAGR 不及 10%；
- 新冠项目两年内收入贡献下滑严重；
- 欧美制药企业缩减研发开支和暂缓研发项目，导致公司特别是来自欧美地区的收入不及预期；
- 研发阶段的项目失败，造成客户流失，影响收入和未完成订单。

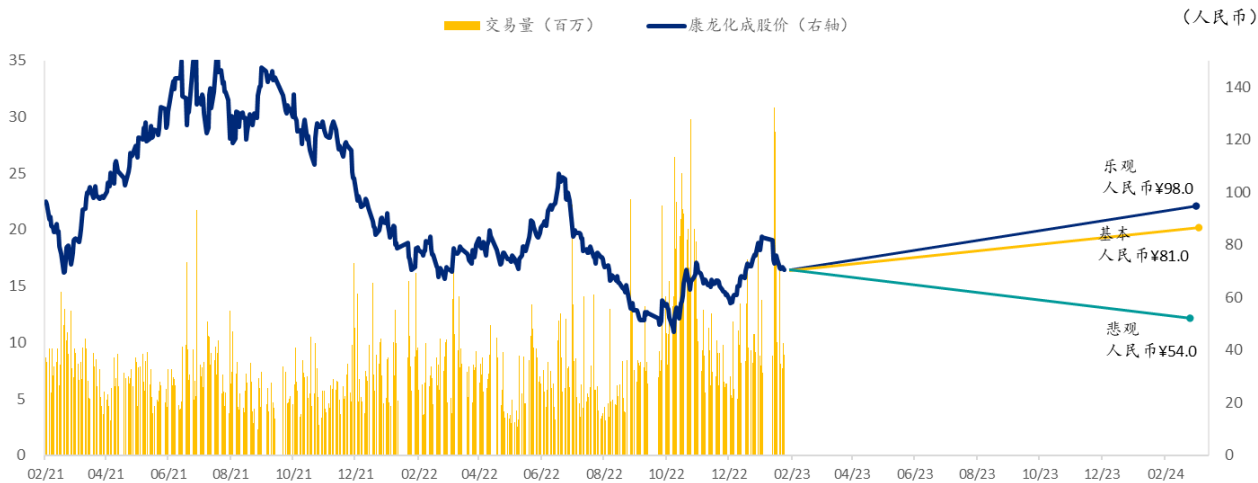
资料来源：浦银国际

图表 26: 康龙化成 A 股 (300759.CH) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 27: 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: 98.0 人民币

概率: 30%

- 项目订单需求强劲, 2022-24E 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

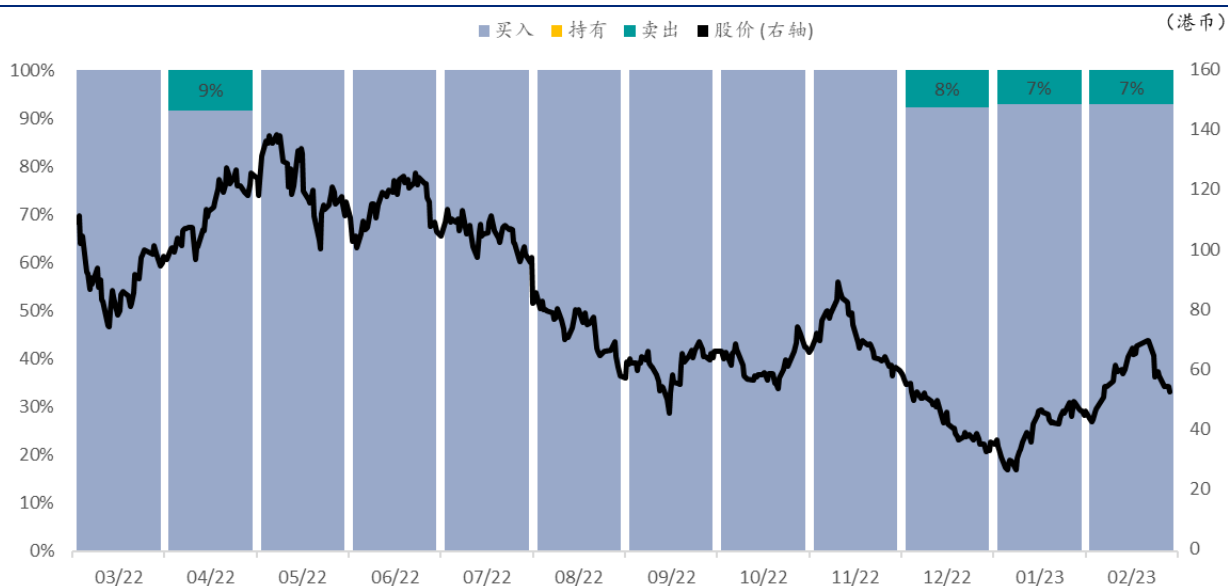
目标价: 54.0 人民币

概率: 20%

- 项目订单需求疲软, 2022-24E 收入增速低于 20%;
- 毛利率未来 3 年均低于 30%;
- 权益投资项目价值维持平稳。

资料来源: 浦银国际

图表 28：康龙化成港股（3759.HK）市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 29：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，2022-24E 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：35.0 港元

概率：20%

- 项目订单需求疲软，2022-24E 收入增速低于 20%；
- 毛利率未来 3 年均低于 30%；
- 权益投资项目价值维持平稳。

资料来源：浦银国际

图表 30: 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/目标价/预测发布日期	行业
2359 HK Equity	药明康德	95.4	买入	112.0	2023年2月13日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	89.8	买入	111.0	2023年2月13日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	52.3	买入	76.0	2023年2月13日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	70.6	持有	81.0	2023年2月13日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	64.6	买入	89.0	2023年2月13日	CRO/CDMO
241 HK Equity	阿里健康	6.1	持有	4.3	2022年5月26日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安健康	19.5	持有	20.0	2022年3月16日	互联网医疗
1952 HK Equity	云顶新耀	21.4	买入	28.0	2023年1月9日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	59.8	买入	82.0	2022年8月31日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	30.1	买入	53.0	2022年8月11日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	5.2	买入	13.5	2023年2月7日	生物科技
BGNE US Equity	百济神州	244.5	买入	300.0	2023年2月2日	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	147.3	买入	180.0	2023年2月2日	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	147.3	买入	179.0	2023年2月2日	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	42.8	买入	55.0	2022年8月11日	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	44.5	买入	63.0	2022年12月8日	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	5.1	买入	22.5	2022年7月27日	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	13.7	买入	18.8	2022年11月22日	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	14.4	买入	13.6	2022年12月16日	生物科技
13.HK Equity	和黄医药	27.0	买入	43.7	2023年1月30日	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	16.8	买入	28.0	2023年1月30日	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	72.8	买入	69.0	2022年11月22日	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	13.9	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	28.0	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	2.9	买入	6.0	2022年7月27日	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	5.0	买入	9.5	2022年7月27日	生物科技
6998.HK Equity	嘉和生物	2.9	买入	6.1	2022年7月27日	生物科技
1177 HK Equity	中国生物制药	4.5	买入	6.15	2022年11月7日	制药
2325 HK Equity	云康集团	16.0	买入	23.8	2022年11月7日	ICL
300760 CH Equity	迈瑞医疗	324.2	买入	420.0	2022年10月31日	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	31.2	买入	45.0	2023年1月12日	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	14.7	买入	20.5	2023年1月12日	医疗器械
9996 HK Equity	沛嘉医疗	12.3	买入	14.0	2023年1月12日	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	2.9	买入	4.1	2023年1月12日	医疗器械

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至 2023 年 2 月 10 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

