



荣昌生物 (9995.HK): HER2 ADC 竞争加剧, 安全性和定价或是维迪西妥关键优势

拥有重磅炸弹潜力的德曲妥单抗近日在国内获批用于 HER2+ 乳腺癌的治疗, 而后续竞品也相继进入中后期临床, 国内 HER2 ADC 领域的竞争日趋激烈。尽管如此, 我们继续看好荣昌维迪西妥单抗的先发优势及在安全性和定价上的差异化定位, 长期内有望稳居国内市场第一梯队。我们维持荣昌“买入”评级, 下调目标价至 65 港元。

· **维迪西妥重磅竞品获批:** 2月24日, 药监局官网公示, 阿斯利康和第一三共合作开发的 HER2 ADC 德曲妥单抗 (优赫得®) 在国内获批上市, 用于二线及以上 HER2+ 乳腺癌的治疗, 获批时间符合我们的预期。优赫得 2022 年全球销售已超过 12 亿美元, 同比大增近 200%。根据我们的调研, 阿斯利康可能将在优赫得的国内商业化上投入较多资源, 力争将其打造为继泰瑞沙后又一款“现金牛”产品。药监局还于 2022 年 8 月受理了优赫得用于 HER2 低表达乳腺癌的上市申请, 我们预计有望于今年年中获批。

· **国内 HER2 ADC 领域竞争趋于白热化:** 除已获批的优赫得和罗氏 T-DM1, 目前国内至少还有 9 款 HER2 ADC 已开展针对乳腺癌的临床研究 (见图表 2), 包括荣昌的维迪西妥单抗。乳腺癌超适应症使用对维迪西妥的销售有 30% 以上的贡献, 其乳腺癌两项 III 期试验 (HER+ 并伴肝转移、HER2 低表达) 有望于 2024 年进行数据读出并报产。综上, 我们认为维迪西妥或将在乳腺癌领域面临日趋激烈的竞争, 市场份额将略有承压, 下调国内峰值销售预测至 23 亿元。

· **安全性优势和医保覆盖或成荣昌破局关键:** 优赫得的疗效数据十分亮眼, 但包括间质性肺病、胚胎毒性在内的安全性问题或是制约其临床使用场景的重要因素。因此, 我们认为维迪西妥在安全性和耐受性上有差异化优势, 对年龄较大或有基础病的乳腺癌患者更友好。同样地, 阿斯利康在定价和医保准入策略上的态度仍需进一步观察。虽然优赫得有机会在参加今年医保谈判, 但进入医保目录, 势必意味着年治疗费用将降至 30 万以下, 显著低于优赫得在美国的定价 (约 13.5 万美元, 合人民币 90 万元以上); 目前, 同样获批用于二线乳腺癌治疗的吡咯替尼医保定价仅为 11.5 万元/年。考虑到维迪西妥本地化生产的成本优势, 我们预计荣昌有机会通过以价换量的方式在竞争中站稳脚跟, 将市场份额长期稳定在 20-25% 左右。

· **下调目标价:** 我们下调公司 2022-24E 收入预测 10-18%, 以反映 HER2 ADC 竞争格局变化及更保守的 Seagen 里程碑付款预期, 而主要费用预测大致不变。我们继续基于 DCF 对公司进行估值, 得到公司整体目标估值约 45 亿美元, 对应 65 港元目标价 (见图表 4)。

· **投资风险:** 商业化产品销售未如预期; 海外临床进展和审批延误。

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	1,424	741	1,256	2,525
同比变动 (%)	NA	NA	-48.0%	69.6%	101.1%
归母净利润 (亏损)	-698	276	-1,038	-873	-40
PS (X)	NA	15.5	32.5	19.7	9.8
ROE (%)	-19.4%	8.0%	-21.0%	-21.4%	-1.0%

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

2023 年 2 月 27 日

评级

买入

目标价 (港元)	65.00
潜在升幅/降幅	+27%
目前股价 (港元)	51.30
52 周内股价区间 (港元)	25.05-74.80
总市值 (百万港元)	39,165
近 3 月日均成交额 (百万港元)	142

市场预期区间

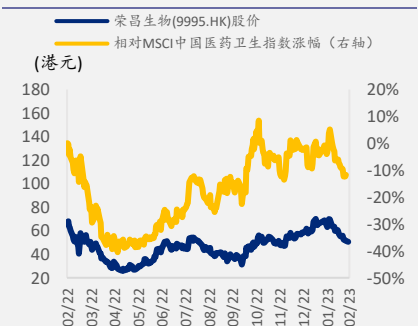


▲ SPDB 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

注: 截至 2023 年 2 月 24 日收盘价

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 - 荣昌生物

利润表

人民币百万	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收益	0	1,424	741	1,256	2,525
销售成本	0	-67	-216	-284	-384
毛利	0	1,357	524	972	2,141
销售及分销开支	-24	-263	-415	-603	-758
行政开支	-218	-220	-231	-254	-279
研发成本	-466	-711	-911	-980	-1,136
经营利润	-708	163	-1,032	-865	-32
其他收入及收益	75	186	11	19	38
金融资产减值亏损	-0	-0	0	0	0
其他开支	-36	-67	-15	-25	-51
财务成本	-29	-5	-3	-3	-3
除税前亏损	-698	276	-1,038	-873	-47
所得税开支	0	0	0	0	7
净利润	-698	276	-1,038	-873	-40

资产负债表

人民币百万	2020	2021	2022E	2023E	2024E
物业、厂房及设备	803	1,578	2,160	2,321	2,342
使用权资产	138	149	129	112	95
其他无形资产	5	13	11	9	8
按公允价值计入其他全面收益的股权投资	13	12	12	12	12
其他非流动资产	182	108	113	119	124
非流动资产	1,140	1,859	2,425	2,573	2,581
存货	66	280	420	631	757
应收票据	0	7	7	7	7
预付款项及其他	102	177	186	195	205
已抵押存款	40	79	83	87	91
现金及现金等价物	2,769	1,757	2,437	1,257	1,091
流动资产	2,977	2,300	3,133	2,177	2,151
贸易应付款项及应付票据	63	159	167	176	184
其他应付款项及应计费用	211	393	291	323	318
计息银行借款	108	0	0	0	0
租赁负债	43	52	58	63	63
递延收入	6	12	12	12	12
流动负债	431	616	528	574	578
租赁负债	47	50	50	50	50
递延收入	45	46	46	46	46
非流动负债	92	96	96	96	96
股本及实收资本	490	490	544	544	544
储备	3,105	3,406	4,838	3,984	3,963
权益	3,595	3,446	4,933	4,079	4,058

现金流量表

人民币百万	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润/(亏损)	-698	276	-1,038	-873	-40
物业、厂房及设备折旧	49	65	158	216	232
使用权资产折旧	28	53	25	22	19
其他无形资产摊销	1	2	2	2	1
存货增加	-35	-214	-140	-210	-126
预付款项及其他资产减少	-74	-58	-9	-9	-10
其他应付款项增加	29	135	-102	32	-5
其他	40	5	26	26	20
经营活动现金净额	-660	264	-1,078	-795	92
购买物业、厂房及设备项目	-443	-615	-741	-377	-253
购买土地使用权项目	-35	0	-5	-5	-3
其他	-0	-23	0	0	-0
投资活动现金净额	-479	-638	-746	-382	-255
银行借款净增加	168	0	0	0	0
其他	3,736	-627	2,503	-3	-3
融资活动现金净额	3,904	-627	2,503	-3	-3
现金及现金等价物增加	2,765	-1,001	680	-1,180	-166
年初现金及现金等价物	35	2,769	1,757	2,437	1,257
外汇汇率变动	-31	-10	0	0	0
年末现金及现金等价物	2,769	1,757	2,437	1,257	1,091

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标 (人民币元)					
每股盈利/(亏损)	-1.7	0.6	-2.0	-1.6	-0.1
每股净资产	8.8	7.1	9.3	7.5	7.5
每股经营现金流	-1.6	0.5	-2.0	-1.5	0.2
每股销售	0.0	2.9	1.4	2.3	4.6
估值 (倍)					
P/B	5	6	5	6	6
P/S	NA	16	33	20	10
盈利能力指标					
毛利率	NA	95.3%	70.8%	77.4%	84.8%
经营利润率	NA	11.4%	-139.4%	-68.9%	-1.3%
净利润率	NA	19.4%	-140.2%	-69.5%	-1.6%
盈利增长					
营业收入增长率	NA	NA	-48.0%	69.6%	101.1%
净利润增长率	NA	19.4%	-140.2%	-69.5%	-1.6%
资产收益率指标					
净资产收益率	-19.4%	8.0%	-21.0%	-21.4%	-1.0%
资产回报率	-16.9%	6.6%	-18.7%	-18.4%	-0.8%
投资资本回报率	-19.4%	8.0%	-21.0%	-21.4%	-1.0%
偿债能力指标					
资产负债率	12.7%	17.1%	11.2%	14.1%	14.2%
流动比率(x)	6.9	3.7	5.9	3.8	3.7
速动比率(x)	6.7	3.3	5.1	2.7	2.4
现金比率(x)	0.9	0.8	0.8	0.6	0.5

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2：国内主要治疗乳腺癌的 HER2 ADC 竞争格局

药物	公司	适应症	临床阶段	获批/BLA/临床启动时间
DS-8201	阿斯利康/第一三共	二线治疗 HER2 阳性乳腺癌	已获批	2023 年 2 月
		二线及以上治疗 HER2 低表达乳腺癌	NDA	2022 年 8 月
		内分泌治疗后进展的 HER2 低表达、激素受体阳性乳腺癌	III 期	2021 年 3 月
		新辅助治疗 HER2 阳性早期乳腺癌	III 期	2022 年 7 月
		一线治疗 HER2 阳性、转移性乳腺癌	III 期	2021 年 12 月
恩美曲妥珠单抗	罗氏	二线治疗 HER2 阳性乳腺癌	已获批	2020 年 1 月
RC48	荣昌生物	二线治疗 HER2 阳性肝转移乳腺癌	III 期	2018 年 5 月
		二线治疗 HER2 低表达乳腺癌	III 期	2020 年 9 月
TAA013	东曜药业	二线局部晚期或转移性 HER2 阳性乳腺癌	III 期	2020 年 7 月
SHR-A1811	恒瑞医药	二线治疗 HER2 阳性乳腺癌	III 期	2022 年 8 月
		二线治疗 HER2 阳性乳腺癌（联合吡咯替尼或帕妥珠单抗或 SHR-1316 或白蛋白紫杉醇）	Ib/II 期	2022 年 6 月
		二线治疗 HER2 低表达乳腺癌（联合达尔西利、氟维司群、贝伐珠单抗或来曲唑/阿那曲唑）	Ib/II 期 IND 已获批	2023 年 1 月
FS-1502	复星医药	二线治疗 HER2 阳性的晚期乳腺癌	III 期 IND 已获批	2022 年 1 月
MRG002	美雅珂/乐普	二线治疗 HER2 低表达局部晚期或转移性乳腺癌	II 期	2021 年 6 月
		二线治疗 HER2 阳性、不可切除的局部晚期或转移性乳腺癌	II 期	2021 年 7 月
		一线治疗肝转移的 HER2 阳性乳腺癌	II 期	2022 年 3 月
A166	科伦药业	末线治疗 HER2 阳性乳腺癌	II 期	2021 年 10 月
DX126-262	多禧生物	三线及以上治疗 HER2 阳性不可切除的局部晚期或复发转移性乳腺癌	II 期	2021 年 11 月
		二线治疗 Her2 阳性晚期乳腺癌和/或胃癌	I 期	2019 年 10 月
DP303c	石药集团	三线及以上治疗 HER2 阳性的无法切除局部晚期、复发或转移性乳腺癌	II 期 IND 已获批	2022 年 11 月
ARX788	浙江医药	二线治疗 HER2 阳性乳腺癌	I 期	2022 年 3 月

资料来源：浦银国际整理

图表 3：荣昌财务预测变动

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	741	831	-10.9%	1,256	1,524	-17.6%	2,525	2,804	-10.0%
毛利润	524	610	-14.0%	972	1,210	-19.7%	2,141	2,359	-9.2%
毛利率 (%)	70.8%	73.3%	-2.5	77.4%	79.4%	-2.0	84.8%	84.1%	0.7
归母净利润 (亏损)	-1,038	-958	NM	-873	-654	NM	-40	109	NM

资料来源：浦银国际预测

图表 4：荣昌生物财务预测及 DCF 估值模型

人民币百万	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
营业收入	1,424	741	1,256	2,525	4,127	5,113	6,102	7,118	7,839	8,698	9,378
EBIT	163	(1,032)	(865)	(32)	911	1,521	2,162	2,823	3,263	3,893	4,329
EBIT * (1-所得税率)	139	(877)	(735)	(27)	774	1,293	1,837	2,399	2,774	3,309	3,679
加：折旧与摊销	121	185	240	253	252	250	251	253	256	258	260
减：营运资金增加/ (减少)	(168)	(247)	(183)	(142)	(141)	(148)	(21)	(146)	(122)	(115)	(128)
减：资本开支	(615)	(746)	(382)	(255)	(250)	(268)	(277)	(287)	(277)	(281)	(284)
FCFF	(524)	(1,684)	(1,060)	(172)	635	1,127	1,791	2,219	2,631	3,171	3,527

FCFF 现值合计 7,651

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 1.15

市场风险溢价 7.0%

股权成本 11.1%

WACC 9.7%

永续增长率 2.0%

rNPV 估值

FCFF 现值合计 7,651

终值 46,782

终值现值 22,322

企业价值(EV) 29,974

(-) 负债 -

(+) 现金及等价物 1,344

(-) 少数股东权益 -

股权价值 31,318

发行在外总股数(百万股) 544

每股价值(人民币元) 57.5

RMB/HKD 1.13

每股价值(港币元) 65.0

资料来源：浦银国际

图表 5: 公司近期潜在里程碑事件

产品/类别	事件
泰它西普	<ul style="list-style-type: none"> ● 国内 BLA 申报: SLE (完全批准)、类风湿关节炎 ● 国内数据读出: 类风湿关节炎 III 期 ● 海外数据读出: IgA 肾病美国 II 期中期结果读出 ● 国内启动临床: 儿童 SLE 注册性试验、狼疮肾炎 III 期、IgA 肾病 III 期、干燥综合征 III 期、MG III 期 ● 海外启动临床: MG III 期试验、IgA 肾病美国 III 期
维迪西妥单抗	<ul style="list-style-type: none"> ● 国内启动临床: 末线胃癌 I 期 (+RC98) ● 海外启动临床: 一线尿路上皮癌 III 期 (+PD-1)、HER2 低表达乳腺癌 (+PD-1) ● 国内完成入组&数据读出: HER2 高表达伴有肝转移乳腺癌、HER2 低表达乳腺癌
其他	<ul style="list-style-type: none"> ● RC28: 完成糖尿病性黄斑水肿 (DME) II 期试验并启动 III 期; 启动湿性年龄相关性黄斑病变 (wAMD) III 期试验 ● RC88: 启动治疗实体瘤的全球 II 期试验 ● RC108: 完成 I 期剂量爬坡试验、进入剂量扩展阶段

资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 6：荣昌临床阶段管线及主要临床试验进展

药物	适应症	地区	阶段	招募进度 (已招募/计划招募人数)
泰它西普	系统性红斑狼疮	中国	已获批	已获批
	系统性红斑狼疮	美国	III 期	未披露/335
	视神经脊髓炎频谱系疾病	中国	III 期	125 (截至 2021 年 12 月末) /166
	类风湿关节炎	中国	III 期	已完成招募, 共 480 人
	IgA 肾炎	中国	II 期 (非注册性)	试验已完成, 共 44 人
	IgA 肾炎	美国	II 期 (非注册性)	10 (截至 2022 年 6 月末) /30
	干燥综合症	中国	II 期 (非注册性)	试验已完成, 共 42 人
	多发性硬化症	中国	II 期 (非注册性)	6 (截至 2022 年 6 月末) /18
	重症肌无力	中国	II 期 (非注册性)	试验已完成, 共 29 人
维迪西妥单抗	HER2 表达胃癌	中国	已获批	已获批
	HER2 表达胃癌	美国	II 期 (非注册性)	未开始
	经治 HER2 表达尿路上皮癌	中国	已获批	已获批
	经治 HER2 表达尿路上皮癌	美国	II 期 (注册性)	未披露/100
	联合 PD-1 治疗一线尿路上皮癌	中国	III 期	未披露/452
	联合 PD-1 治疗一线尿路上皮癌	美国	III 期 (计划中)	未开始
	HER2 低及不表达尿路上皮癌	中国	II 期 (非注册性)	未披露/43
	HER2 低表达乳腺癌	中国	III 期	212 (截至 2022 年 6 月末) /366
	HER2 阳性存在肝转移乳腺癌	中国	III 期	56 (截至 2022 年 6 月末) /301
	联合 PD-1 治疗一线乳腺癌	美国	III 期 (计划中)	未开始
	HER2 表达非小细胞肺癌	中国	II 期	37 (截至 2022 年 6 月末) /未披露
	HER2 表达胆道癌	中国	II 期 (非注册性)	28 (截至 2022 年 6 月末) /57
	HER2 表达黑色素瘤	中国	II 期 (非注册性)	1 (截至 2022 年 6 月末) /50
	妇科肿瘤	中国	II 期 (非注册性)	32 (截至 2022 年 6 月末) /129
	联合特瑞普利单抗治疗围手术期肌层浸润性膀胱癌	中国	II 期 (非注册性)	2 (截至 2022 年 6 月末) /40
RC88 (间皮素 ADC)	实体瘤	中国	I 期	49 (截至 2022 年 6 月末) /51
RC98 (PD-L1)	实体瘤	中国	I 期	49 (截至 2022 年 6 月末) /85
RC108 (c-MET ADC)	实体瘤	中国	I 期	16 (截至 2022 年 6 月末) /32
RC118 (Claudin 18.2 ADC)	实体瘤	澳洲	I 期	4 (截至 2022 年 6 月末) /33
	实体瘤	中国	I 期	5 (截至 2022 年 6 月末) /135
RC28 (VEGF/FGF 融合蛋白)	湿性老年性黄斑病变	中国	Ib/IIa 期 (非注册性)	已完成
	糖尿病黄斑水肿	中国	II 期 (非注册性)	148 (截至 2022 年 6 月末) /150
	糖尿病视网膜病变	中国	II 期 (非注册性)	44 (截至 2022 年 6 月末) /120

资料来源：公司资料、药物临床试验登记与信息公示平台、浦银国际

图表 7: 浦银国际目标价: 荣昌生物



资料来源: Bloomberg、浦银国际

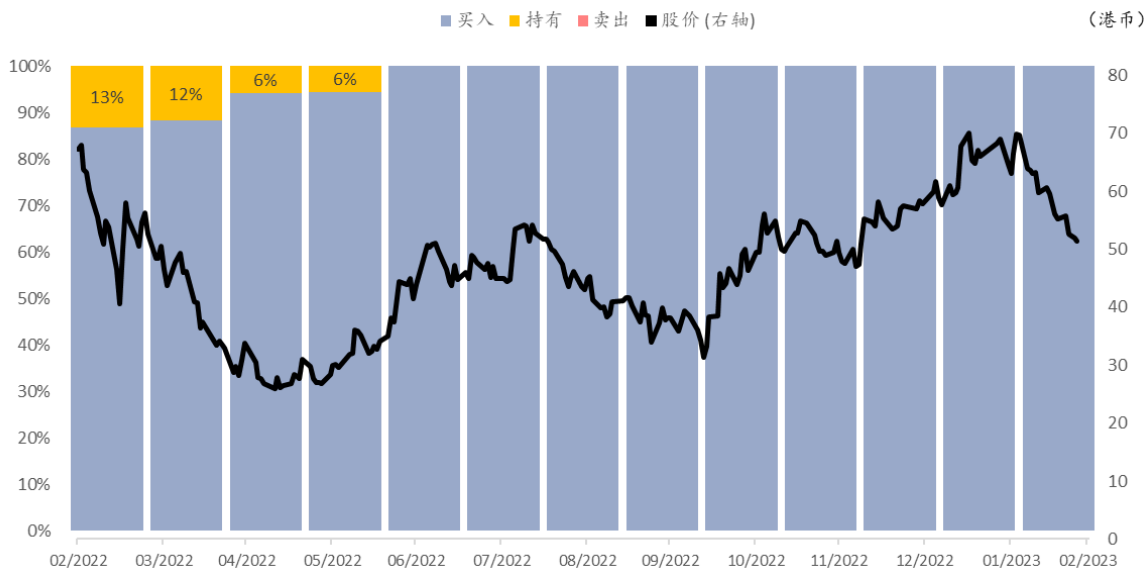
图表 8: SPDBI 医疗行业覆盖公司

股票代码	公司	现价(LC)	评级	目标价(LC)	评级/目标价/预测发布日期	行业
2359 HK Equity	药明康德	84.7	买入	112.0	2023年2月13日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	82.7	买入	111.0	2023年2月13日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	44.3	买入	76.0	2023年2月13日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	60.2	持有	81.0	2023年2月13日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	53.3	买入	89.0	2023年2月13日	CRO/CDMO
241 HK Equity	阿里健康	5.7	持有	4.3	2022年5月26日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安健康	18.6	持有	20.0	2022年3月16日	互联网医疗
1952 HK Equity	云顶新耀	17.3	买入	28.0	2023年1月9日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	51.3	买入	65.0	2023年2月27日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	28.2	买入	53.0	2022年8月11日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	4.4	买入	13.5	2023年2月7日	生物科技
BGNE US Equity	百济神州	223.3	买入	300.0	2023年2月2日	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	135.0	买入	180.0	2023年2月2日	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	136.2	买入	179.0	2023年2月2日	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	38.4	买入	55.0	2022年8月11日	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	41.4	买入	63.0	2022年12月8日	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	4.4	买入	22.5	2022年7月27日	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	9.0	买入	14.7	2023年2月16日	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	14.2	买入	13.6	2022年12月16日	生物科技
13.HK Equity	和黄医药	25.3	买入	43.7	2023年1月30日	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	15.8	买入	28.0	2023年1月30日	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	65.9	买入	77.0	2023年2月24日	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	14.3	持有	19.0	2022年7月27日	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	3.8	持有	5.0	2022年7月27日	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	24.3	买入	28.1	2022年7月27日	生物科技
2256.HK Equity	和誉	3.1	买入	5.6	2022年7月27日	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	2.5	买入	6.0	2022年7月27日	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	4.0	买入	9.5	2022年7月27日	生物科技
6998.HK Equity	嘉和生物	2.6	买入	6.1	2022年7月27日	生物科技
1177 HK Equity	中国生物制药	4.1	买入	6.15	2022年11月7日	制药
2325 HK Equity	云康集团	14.2	买入	23.8	2022年11月7日	ICL
300760 CH Equity	迈瑞医疗	315.0	买入	420.0	2022年10月31日	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	31.0	买入	45.0	2023年1月12日	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	13.4	买入	20.5	2023年1月12日	医疗器械
9996 HK Equity	沛嘉医疗	11.0	买入	14.0	2023年1月30日	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	2.8	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24日收盘价

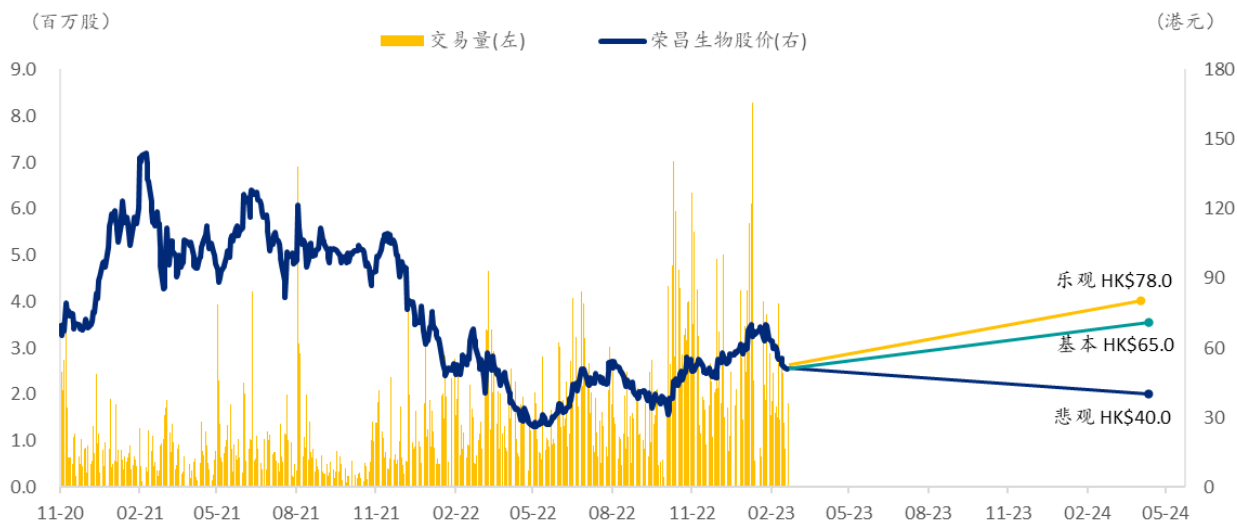
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 9: 荣昌生物市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 10: 荣昌生物 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司增长好于预期	悲观情景: 公司增长不及预期
<p>目标价: 78.0 港元</p> <p>概率: 30%</p> <ul style="list-style-type: none"> 管线药物研发及获批进度快于预期; 维迪西妥和泰它西普在美国顺利进行临床并获批; 泰它西普和维迪西妥峰值销售分别超 60 亿和 00 亿元; 	<p>目标价: 40.0 港元</p> <p>概率: 20%</p> <ul style="list-style-type: none"> 药物管线的开发和上市申请未如预期; 维迪西妥和泰它西普在美国进行的临床和商业计划受到中美关系的影响而搁置; 泰它西普和维迪西妥峰值销售分别不及 35 亿和 20 亿元;

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

