



## 和黄医药 (HCM.US/13.HK) : FY22 销售成绩优异, 核心产品加速渗透目标市场

2022年, 和黄录得肿瘤/免疫收入1.64亿美元, 符合我们预期和公司此前指引, 主要产品渗透率和市场份额继续提升; 随着公司即将获得武田引进吡喹替尼的首付款、优化研发策略和费用投入, 我们预计2023年现金流将显著改善。我们略微上调公司美股/港股目标价至28.2美元/44.0港元, 并继续将其选为医疗行业首推标的之一。

- FY22 商业化成绩优异, FY23 现金流有望显著改善:** 2022 年收入同比+20% (+24% @CER) 至 4.26 亿美元, 其中肿瘤/免疫业务收入 1.64 亿 (+37%), 包括产品销售收入 1.25 亿 (+63%), 基本符合我们的预期。吡喹替尼、索凡替尼和赛沃替尼销售分别增长 32%/178%/159% 至 9,350 万/3,230 万/ 4,120 万美元 (见图表 2)。公司指引 2023 年肿瘤/免疫业务收入大增 175-236% 至 4.5-5.5 亿美元, 主要来自武田合作 4 亿美元首付款的部分确认; 我们预计 2023 年产品销售收入将增长 50% 至 1.87 亿美元。2022 年末现金储备为 6.3 亿美元, 全年经调整非融资活动现金净流出 2.98 亿美元。随着公司即将收到武田首付款现金, 同时调整研发策略、聚焦后期管线监管批准和加速实现盈亏平衡, 我们预计 2023 年现金流将显著改善。
- 核心产品持续渗透目标市场:** 2022 年, 吡喹替尼/索凡替尼在三线 CRC/NET 市场中的份额分别扩大至 44%/16%, 位居国内首位/第二位 (见图表 3、图表 4), 两者新患数量分别增长约 45%/250% 至 3.2 万/1.7 万人; 赛沃替尼自今年 3 月 1 日起纳入医保目录, 有望快速渗透潜在市场。公司肿瘤销售团队规模已超 900 人 (2021 年底约 700 人), 剔除股权激励后的销售费用仅增加 14%, 人效显著提升。
- 2023 年关注多个新品/新适应症提交上市申请和数据读出, 包括: 1) 吡喹替尼完成美欧日三地 NDA 提交和国内二线胃癌 sNDA 提交; 2) Syk 抑制剂二线 ITP 和 PI3Kδ 抑制剂三线 FL 数据读出并在国内报产; 3) 索凡替尼完成日本桥接试验并报产。且赛沃替尼有望于 2024 年完成首个海外注册性临床 (Tagrisso 耐药 MET+ NSCLC) 并报产。**
- 略微上调目标价:** 根据武田首付款的收入确认节奏, 我们调整和黄 2023/24E 收入预测 -10%/+16% 至 7.9 亿/7.8 亿美元, 并基于更新的临床开发节奏下调研发费用。我们预计 2025E 收入 9.3 亿美元, 并实现盈亏平衡。基于 DCF 估值模型, 我们得到公司的最新目标价为 28.2 美元/44.0 港元 (见图表 6), 对应目标市值 49 亿美元。
- 投资风险:** 三款商业化产品销售未如预期、临床或监管审批滞后。

图表 1: 盈利预测和财务指标

百万美元	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入	356	426	788	778	926
同比变动 (%)	56%	20%	85%	-1%	19%
归母净利润/(亏损)	-195	-361	17	-45	3
PS (X) - 港股	7.8	7.0	2.6	3.9	3.3
PS (X) - 美股	7.4	6.6	2.4	3.7	3.1
ROE (%)	-25%	-43%	3%	-7%	1%

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

2023 年 3 月 1 日

和黄医药 (HCM.US)

买入

目标价 (美元)	28.20
潜在升幅/降幅	+70%
目前股价 (美元)	16.55
52 周内股价区间 (美元)	7.39-28.40
总市值 (百万美元)	2,862
近 3 月日均成交额 (百万)	5

市场预期区间



和黄医药 (13.HK)

买入

目标价 (港元)	44.00
潜在升幅/降幅	+61%
目前股价 (港元)	27.30
52 周内股价区间 (港元)	11.36-43.60
总市值 (百万港元)	23,608
近 3 月日均成交额 (百万)	105

市场预期区间



\*数据截至 2023 年 3 月 1 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

## 财务报表分析与预测 - 和黄医药 (13.HK)

### 利润表

(百万美元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	356	426	788	778	926
营业成本	-258	-311	-358	-436	-540
毛利	98	115	430	342	386
销售、管理及一般费用	-127	-136	-173	-210	-250
研发费用	-299	-387	-299	-249	-204
其他营业费用	0	0	0	0	0
经营利润	-328	-408	-43	-117	-68
利息费用	-1	-1	0	-2	-1
利息收入	2	10	8	20	15
其他	111	-12	0	0	0
税前利润	-216	-410	-36	-99	-54
所得税	-12	0	0	0	0
所占合资企业权益税后收益	61	50	52	55	58
税后利润/(亏损)	-167	-360	17	-45	3
归属少数股东净利/(亏损)	-28	0	0	0	0
归母净利/(亏损)	-195	-361	17	-45	3

### 资产负债表

(百万美元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	378	313	782	578	420
短期投资	634	318	0	0	0
应收账款及票据	84	98	181	179	213
存货	36	57	105	103	123
其他流动资产	81	54	54	54	54
流动资产	1,212	840	1,122	915	810
固定资产	53	76	95	115	136
长期投资	0	0	0	0	0
其他非流动资产	107	114	114	114	114
非流动资产	161	190	209	229	250
总资产	1,373	1,029	1,331	1,144	1,059
应付账款及其他应付款项	268	336	620	428	370
短期阶段	22	0	0	50	20
租赁负债	5	0	0	0	0
其他流动负债	17	18	18	18	18
流动负债	312	354	639	496	408
长期借款	0	18	18	18	18
租赁负债	7	5	5	5	5
其他非流动负债	14	15	15	15	15
非流动负债	21	39	39	39	39
股本	0	0	0	0	0
额外实缴资本	1,505	1,497	1,497	1,497	1,497
留存收益	-610	-971	-955	-999	-996
其他权益	6	-2	-2	-2	-2
非控股权益	53	27	27	26	26
权益	1,040	637	653	609	612

### 现金流量表

(百万美元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
税后利润	-167	-360	17	-45	3
折旧及摊销	7	-9	14	17	20
应收账款减少(增加)	-36	-14	-83	2	-34
库存减少(增加)	-16	-21	-48	1	-20
其他营运资本变动	75	94	285	-193	-58
其他经营现金流	-67	42	0	0	0
经营现金流	-204	-269	185	-216	-88
固定资产增加	-16	-37	-34	-37	-41
其他	-290	333	318	0	0
投资现金流	-306	297	284	-37	-41
股息支付	0	0	0	0	0
净新增负债	-1	-9	0	50	-30
股权融资	661	0	0	0	0
其他	-10	-74	0	0	0
融资现金流	650	-83	0	50	-30
汇率变动影响	2	-9	0	0	0
现金及现金等价物变动	142	-64	469	-203	-159
年初现金	236	378	313	782	578
年末现金	378	313	782	578	420

### 财务和估值比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股数据(美元)</b>					
摊薄每股收益	-0.25	-0.43	0.03	-0.05	0.00
每股净资产	1.31	0.75	1.13	0.70	0.71
每股销售额	0.45	0.50	1.37	0.90	1.07
<b>同比变动(%)</b>					
收入	56%	20%	85%	-1%	19%
归母净利润	55%	85%	-105%	-369%	-108%
<b>利润率(%)</b>					
毛利率	27%	27%	55%	44%	42%
营业利润率	-92%	-96%	-5%	-15%	-7%
归母净利率	-55%	-85%	2%	-6%	0%
<b>回报率(%)</b>					
平均股本回报率	-25%	-43%	3%	-7%	1%
平均资产回报率	-16%	-30%	1%	-4%	0%
<b>财务杠杆</b>					
流动比率(x)	3.9	2.4	1.8	1.8	2.0
速动比率(x)	3.8	2.2	1.6	1.6	1.7
现金比率(x)	1.2	0.9	1.2	1.2	1.0
负债/权益(%)	32%	62%	104%	88%	73%
<b>估值</b>					
市盈率(x)	NA	NA	122.1	NA	865.9
市净率(x)	2.7	4.7	3.1	5.0	4.9
市销率(x)	7.8	7.0	2.6	3.9	3.3

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2：和黄肿瘤/免疫业务收入变动

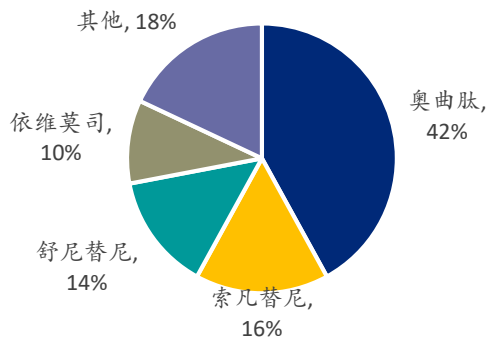
万美元	市场销售额*			综合收入**		
	2022 年	2021 年	%变动	2022 年	2021 年	%变动
爱优特®	9,350	7,100	32%	6,990	5,350	31%
苏泰达®	3,230	1,160	178%	3,230	1,160	178%
沃瑞沙®	4,120	1,590	159%	2,230	1,130	97%
达唯珂®	10	—	—	10	—	—
<b>产品销售额</b>	<b>16,710</b>	<b>9,850</b>	<b>70%</b>	<b>12,460</b>	<b>7,640</b>	<b>63%</b>
其他研发服务收入				2,420	1,820	33%
里程碑收入				1,500	2,500	-40%
<b>肿瘤/免疫业务合计</b>				<b>16,380</b>	<b>11,960</b>	<b>37%</b>

\* = 就爱优特®和沃瑞沙®, 分别代表礼来 14 和阿斯利康提供的对第三方的总销售额; 及爱优特®由和黄医药开具发票的对其他第三方的销售额

\*\* = 就爱优特®, 代表礼来向和黄医药支付的生产费用、商业服务费和特许权使用费以及由和黄医药开具发票的对其他第三方的销售额; 就沃瑞沙®, 代表阿斯利康向和黄医药支付的生产费用和特许权使用费; 就苏泰达®及达唯珂®, 代表和黄医药对第三方的产品销售额。

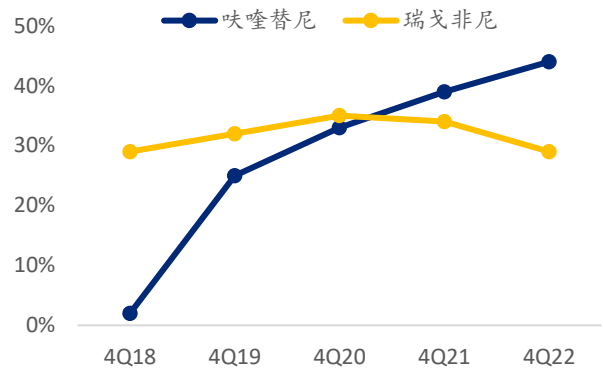
资料来源: 公司资料、浦银国际

图表 3：2022 年 NET 治疗药物中国市场竞争格局



资料来源: IQVIA、公司资料、浦银国际

图表 4：3L CRC 患者治疗药物中国市场份额变动



资料来源: IQVIA、公司资料、浦银国际

# 财务预测与估值

图表 5: 盈利预测变动

美元百万	2023E			2024E			2025E		
	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	788	876	-10%	778	672	16%	926	-	-
毛利润	430	547	-22%	342	298	15%	386	-	-
毛利率	54.5%	62.5%	-8.0 pcts	43.9%	44.3%	-0.4 pcts	41.7%	-	-
研发费用	299	306	-2%	249	282	-12%	204	-	-
归母净利润	17	95	-83%	-45	-142	NM	3	-	-

E=浦银国际预测

资料来源: 公司报告、浦银国际

图表 6: 和黄医药财务预测及估值

美元百万	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
营业收入	426	788	778	926	1,182	1,424	1,624	1,782	1,926	2,011	2,068	2,081
同比变动		85%	-1%	19%	28%	21%	14%	10%	8%	4%	3%	1%
EBIT	(408)	(43)	(117)	(68)	117	267	379	484	604	680	720	746
EBIT * (1-所得税率)	(347)	(37)	(100)	(58)	100	227	322	411	513	578	612	634
加: 折旧与摊销	(9)	14	17	20	22	24	26	27	28	28	29	32
减: 营运资金增加/(减少)	59	154	(189)	(111)	(73)	(79)	(65)	(53)	(38)	(32)	(29)	25
减: 资本开支	(37)	(34)	(37)	(41)	(45)	(47)	(49)	(52)	(54)	(57)	(60)	(62)
FCFF	(333)	98	(309)	(190)	3	125	233	333	448	517	551	629
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	0.91	0.83	0.75	0.68	0.62	0.57	0.51	0.47	0.43	0.39
FCFF 现值		98	(281)	(157)	3	85	145	188	230	242	234	243
FCFF 现值合计		1,030										

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	1.2
市场风险溢价	7.0%
股权成本	11.4%
WACC	10.0%
永续增长率	2.0%

rNPV 估值	
FCFF 现值合计	1,030
终值	8,045
终值现值	3,110
企业价值(EV)	4,140
(-) 负债	(18)
(+) 现金及等价物	782
(-) 少数股东权益	(27)
股权价值	4,878
发行在外总股数(百万股)	865
每股价值(美元)	5.6
每份 ADS 对应普通股权益	5.0
每股 ADS 价值(美元)	28.2
USD/HKD	7.80
每股价值(港元)	44.0

资料来源: 浦银国际

图表 7: SPDBI 目标价: 和黄医药 (HCM.US)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

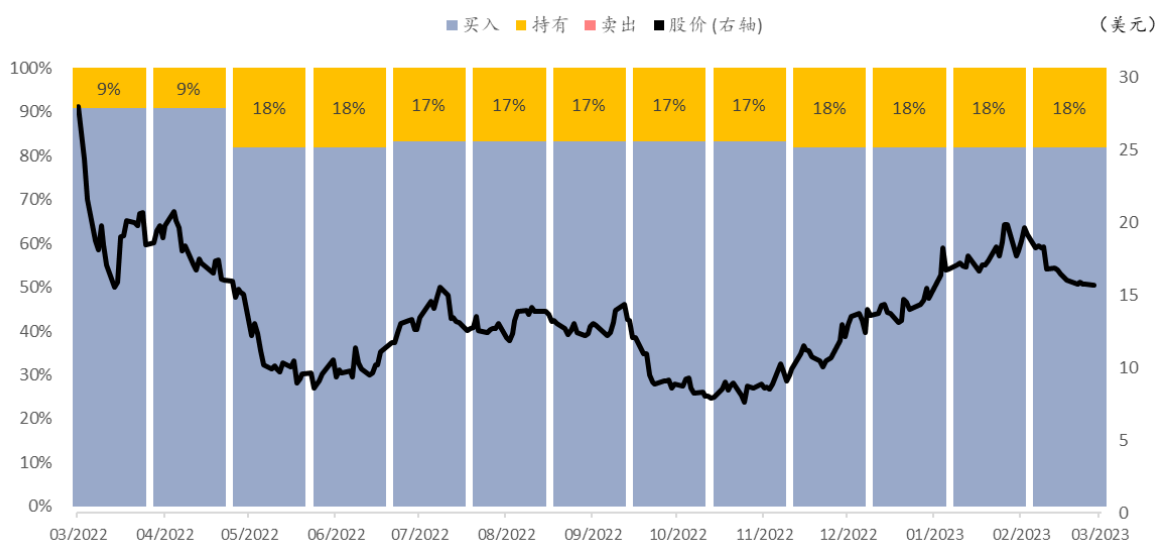
图表 8: SPDBI 目标价: 和黄医药 (13.HK)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

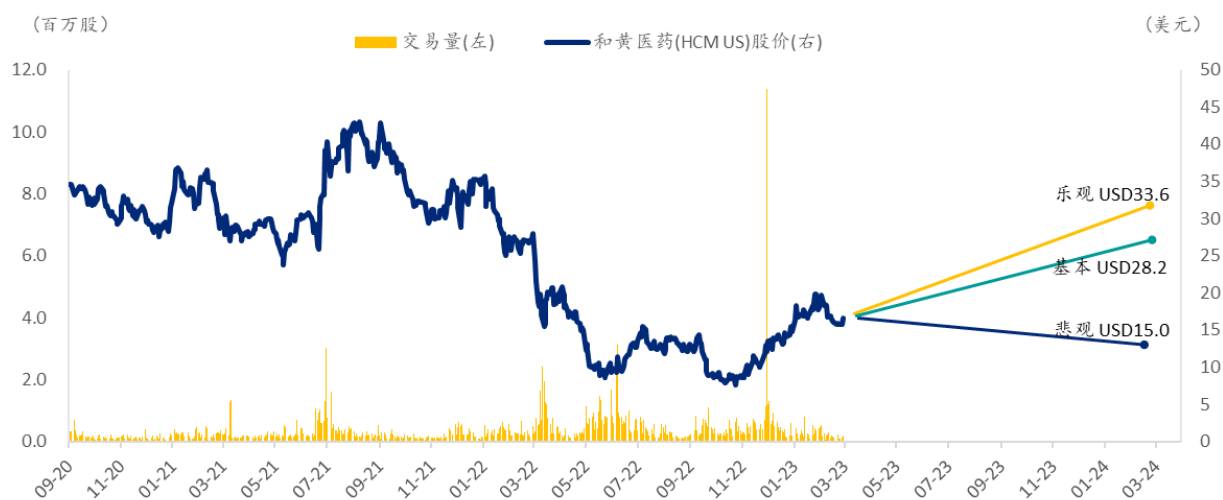
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 9: 和黄医药 (HCM.US) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 10: 和黄医药 (HCM.US) SPDBI 情景假设



**乐观情景: 公司收入增长好于预期**

**目标价: 33.6 美元 (概率: 30%)**

- 2022-24E 产品销售收入 CAGR 高于 30%;
- 呋喹替尼峰值销售额超过 7.0 亿美元;
- 索凡替尼峰值销售额超过 3.0 亿美元;
- 2022-24E 毛利率均高于 70%;
- 管线药物研发进度快于预期。

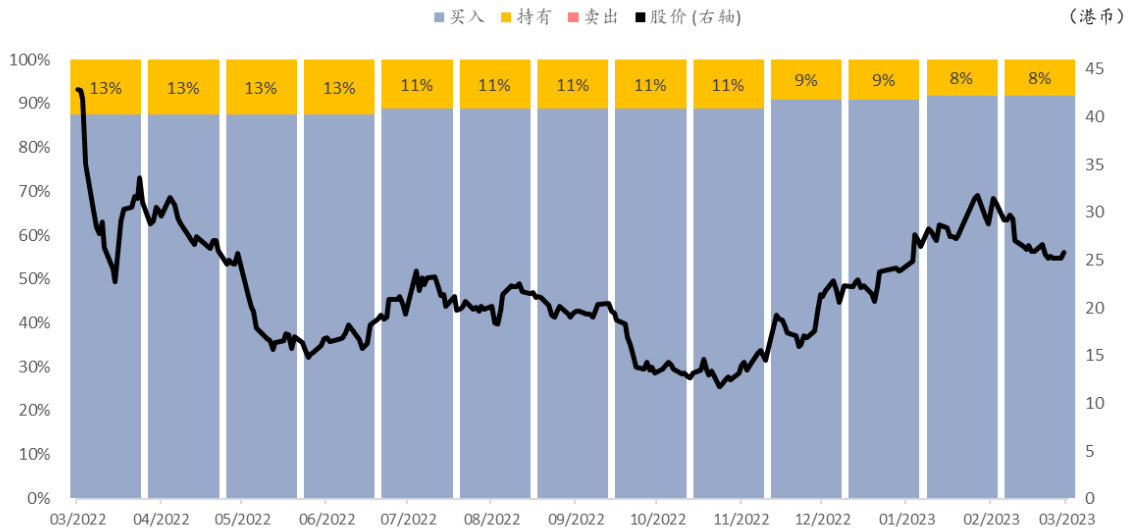
**悲观情景: 公司收入增长不及预期**

**目标价: 15.0 美元 (概率: 20%)**

- 2022-24E 产品销售收入 CAGR 低于 15%;
- 呋喹替尼峰值销售额低于 4.0 亿美元;
- 索凡替尼峰值销售额低于 1.5 亿美元;
- 2022-24E 毛利率均低于 40%;
- 管线药物研发进度慢于预期或研发失败。

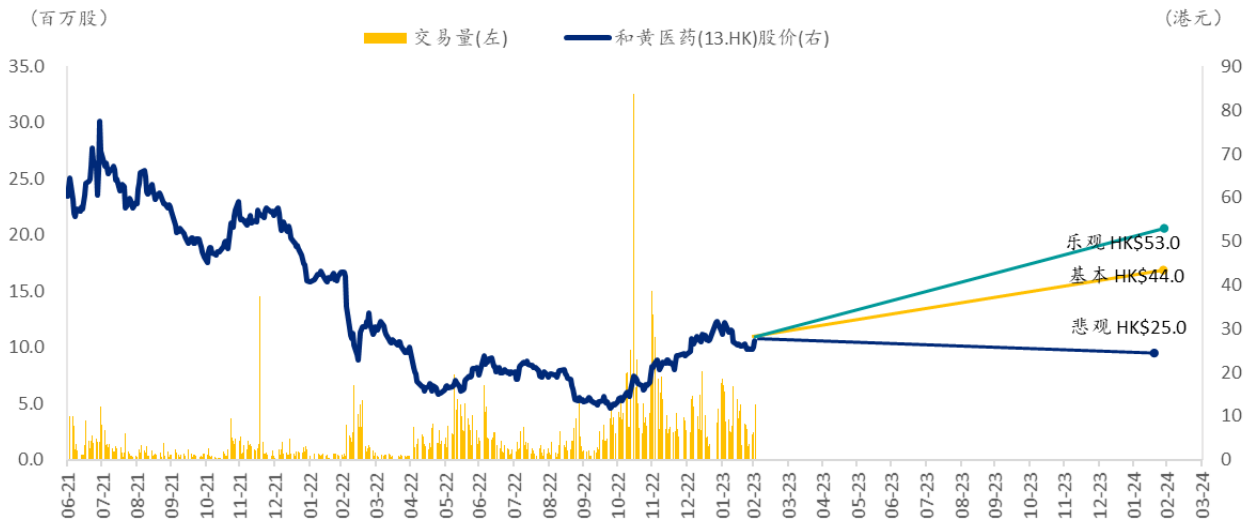
资料来源: 浦银国际

图表 11: 和黄医药 (13.HK) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 12: 和黄医药 (13.HK) SPDBI 情景假设



**乐观情景: 公司收入增长好于预期**

**目标价: 53.0 港元 (概率: 30%)**

- 2022-24E 产品销售收入 CAGR 高于 30%;
- 呋喹替尼峰值销售额超过 7.0 亿美元;
- 索凡替尼峰值销售额超过 3.0 亿美元;
- 2022-24E 毛利率均高于 70%;
- 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: 25.0 港元 (概率: 20%)**

- 2022-24E 产品销售收入 CAGR 低于 15%;
- 呋喹替尼峰值销售额低于 4.0 亿美元;
- 索凡替尼峰值销售额低于 1.5 亿美元;
- 2022-24E 毛利率均低于 40%;
- 管线药物研发进度慢于预期或研发失败。

资料来源: 浦银国际

图表 13: 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	88.1	买入	112.0	2023年2月13日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	83.8	买入	111.0	2023年2月13日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	45.2	买入	76.0	2023年2月13日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	60.6	持有	81.0	2023年2月13日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	58.3	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	19.2	持有	20.0	2022年3月16日	互联网医疗
1952 HK Equity	云顶新耀	18.3	买入	28.0	2023年1月9日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	54.5	买入	65.0	2023年2月27日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	31.7	买入	53.0	2022年8月11日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	4.5	买入	13.5	2023年2月7日	生物科技
BGNE US Equity	百济神州	224.6	买入	300.0	2023年2月2日	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	143.4	买入	180.0	2023年2月2日	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	145.0	买入	179.0	2023年2月2日	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	40.6	买入	55.0	2022年8月11日	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	41.5	买入	63.0	2022年12月8日	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	4.3	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	15.2	买入	13.6	2022年12月16日	生物科技
13.HK Equity	和黄医药	27.3	买入	44.0	2023年3月1日	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	16.6	买入	28.2	2023年3月1日	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	66.6	买入	77.0	2023年2月24日	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	14.7	持有	19.0	2022年7月27日	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	4.1	持有	5.0	2022年7月27日	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	26.2	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	2.7	买入	6.0	2022年7月27日	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	4.1	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	4.2	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	316.5	买入	420.0	2022年10月31日	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	30.4	买入	45.0	2023年1月12日	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	14.4	买入	20.5	2023年1月12日	医疗器械
9996 HK Equity	沛嘉医疗	11.5	买入	14.0	2023年1月30日	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	3.1	买入	4.0	2023年3月1日	医疗器械

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至 2023 年 3 月 1 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

周文頌

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

