



再鼎医药 (ZLAB.US/9688.HK)：后续管线潜力远被低估，首予美股“买入”评级

公司 4Q22 录得收入 6,260 万美元，同比增长 42%、环比 3Q 增长 9%，符合我们的预期。随着已上市产品持续渗透目标市场、未来三年内有数款新产品将获批上市，公司盈利路径日渐清晰，管理层首次给出 2025 年末达成盈亏平衡的预期。我们首次覆盖公司美股，并给予“买入”评级和目标价 66.0 美元，同时微调港股目标价至 51.5 港元。

- 现有产品驱动 2023-25E 收入快速增长：** FY22 则乐、爱普盾和擎乐销售收入分别增长 55%/22%/29% 至 1.45 亿/4,730 万/1,500 万美元，纽再乐销售收入 520 万美元 (2021 年几乎无收入)。我们预计公司 2022-25E 收入 CAGR 将达到 49%，主要由以下因素驱动：**1)** 随着一线卵巢癌维持治疗适应症获医保覆盖，4Q22 则乐在国内 PARP 抑制剂中的市场份额进一步提升至 39%。我们认为，则乐相比 Lynparza 有明显的适应症覆盖优势，未来目标人群渗透率仍有较大提升空间，预计 2022-25E 销售额 CAGR 将达到 22%；**2)** 擎乐和纽再乐已成功谈判纳入医保目录，我们预计将借助则乐的经验快速进院；**3)** 八款新产品有望于 2023-25 年获批上市，包括潜在重磅新药艾加莫德。
- 多款重磅产品蓄势待发：** 未来 3-4 年内，有望上市的重磅产品有艾加莫德注射及皮下剂型 (gMG、ITP 等)、舒巴坦/度洛巴坦 (耐药鲍曼不动杆菌)、KarXT (精神分裂症) 和 bemarituzumab (FGFR2b+ 胃癌)。上述新品种潜在适用人群广、未满足临床需求大，我们预计国内定价环境将相对友好，销售峰值分别有望达 24 亿/13 亿/28 亿/30 亿元人民币。随着现有上市品种逐渐成熟，上述新产品将成为公司重要的中长期增长驱动力。
- 2023 年关注监管和商业化进展：** **1)** 艾加莫德和马吉妥昔单抗国内获批并启动商业化；**2)** 艾加莫德皮下剂型和 repotrectinib (ROS1/TRK) 上市申请提交；**3)** 擎乐和纽再乐在医保覆盖下的销售放量；**4)** 多项注册性临床数据读出，包括艾加莫德在多种适应症中的数据、爱普盾 LUNAR 试验完整数据、则乐 III 期 NORA 研究最终 OS 分析等。
- 首次覆盖公司美股：** 我们下调了新品种上市初期的放量节奏，因而 2023-24E 收入预测下调至 3.2 亿/4.5 亿美元，并引入 2025 年收入预测 7.1 亿美元；但同时，我们认为此前对上述新产品的未来渗透率和适用人群有所低估，故上调其销售峰值预测。我们首次覆盖公司美股，给予“买入”评级，基于 DCF 估值模型，我们得到公司最新目标价 USD66.0/HKD51.5 (假设港股与美股间无估值溢价/折价)。
- 投资风险：** 商业化产品销售未如预期、新品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	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	144	215	319	451	715
同比变动 (%)	195%	49%	48%	41%	59%
归母净利润/(亏损)	-704	-443	-382	-340	-174
PS (X) - 美股	2.1	14.6	10.0	7.1	4.5
PS (X) - 港股	2.2	15.3	10.5	7.4	4.7
ROE (%)	-55%	-37%	-45%	-69%	-73%

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 6446

胡泽宇 CFA

助理分析师

ryan_hu@spdbi.com
(852) 2808 6446

2023 年 3 月 13 日

再鼎医药

(ZLAB.US)

目标价 (美元)	66.00
潜在升幅/降幅	+102%
目前股价 (美元)	32.68
52 周内股价区间 (美元)	21.0-54.0
总市值 (百万美元)	3,200
近 3 月日均成交额 (百万)	29

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

再鼎医药

(9688.HK)

目标价 (港元)	51.50
潜在升幅/降幅	+93%
目前股价 (港元)	26.75
52 周内股价区间 (港元)	16.9-44.0
总市值 (百万港元)	26,191
近 3 月日均成交额 (百万)	59

注：股价截至 2023 年 3 月 10 日

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

财务报表分析与预测 - 再鼎医药 (9688 HK)

千美元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入	144,312	215,040	318,924	450,859	714,754
销售成本	-52,239	-74,018	-105,245	-144,275	-221,574
研发	-573,306	-286,408	-325,303	-351,670	-357,377
销售、一般及行政	-218,831	-258,971	-280,653	-302,075	-314,492
经营亏损	-700,064	-404,357	-392,277	-347,161	-178,689
利息收入	2,190	14,582	10,207	7,145	5,002
利息开支	0	0	0	0	0
其他收入(开支), 净额	-5,540	-53,290	0	0	0
所得税费用	0	0	0	0	0
分占权益法投资亏损	-1,057	-221	0	0	0
亏损净额	-704,471	-443,286	-382,069	-340,016	-173,687
少数股东权益	0	0	0	0	0
普通股股东应占亏损净额	-704,471	-443,286	-382,069	-340,016	-173,687

千美元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
亏损净额	-704,471	-443,286	-382,069	-340,016	-173,687
折旧及摊销开支	6,487	8,227	8,411	10,326	12,188
分占权益法投资亏损	1,057	221	0	0	0
经营资产及负债变动	23,110	-66,247	-13,229	-15,091	-20,096
经营活动所用现金净额	-549,231	-367,642	-386,886	-344,781	-181,596
购买物业及设备	-18,295	-24,585	-26,250	-27,563	-28,941
购买土地使用权	0	0	0	0	0
购买无形资产	-653	-399	0	0	0
其他	268,905	445,000	0	0	0
投资活动所用现金净额	249,957	420,016	-26,250	-27,563	-28,941
短期借贷所得款项净额	0	0	0	0	0
公开发售时发行普通股所得款	818,875	0	0	0	0
其他	1,327	-1,730	0	0	0
融资活动所得现金净额	820,202	-1,730	0	0	0
期末现金及受限制现金	964,903	1,009,273	596,137	223,794	13,257
受限制现金	803	803	803	803	803
现金、现金等价物	964,100	1,008,470	595,334	222,991	12,454

资产负债表

千美元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	964,100	1,008,470	595,334	222,991	12,454
短期投资	445,000	0	0	0	0
应收账款&票据	54,809	48,571	56,281	62,301	74,775
存货	18,951	31,621	43,348	51,518	57,752
预付款项及其他流动资产	18,021	35,674	35,674	35,674	35,674
流动资产总额	1,500,881	1,124,336	730,636	372,483	180,655
非流动受限制现金	803	803	803	803	803
物业及设备, 净额	43,102	57,863	75,702	92,938	109,691
经营租赁使用权资产	14,189	19,512	19,512	19,512	19,512
土地使用权	7,811	6,892	6,892	6,892	6,892
无形资产, 净额	1,848	1,511	1,511	1,511	1,511
长期押金	870	1,396	1,396	1,396	1,396
可收回增值税	23,858	0	0	0	0
非流动资产总额	109,075	95,804	113,643	130,879	147,632
资产总额	1,609,956	1,220,140	844,279	503,362	328,287
短期借贷	0	0	0	0	0
应付账款	126,163	65,974	72,182	71,281	69,893
流动经营租赁负债	5,927	7,050	7,050	7,050	7,050
其他流动负债	60,811	66,818	66,818	66,818	66,818
流动负债	192,901	139,842	146,050	145,149	143,761
递延收入	27,486	21,360	21,360	21,360	21,360
非流动经营租赁负债	9,613	13,343	13,343	13,343	13,343
非流动负债总额	37,099	34,703	34,703	34,703	34,703
夹层权益	0	0	0	0	0
普通股	6	6	6	6	6
额外实缴资本	2,825,948	2,893,120	2,893,120	2,893,120	2,893,120
累计亏损	-1,418,074	-1,861,360	-2,243,429	-2,583,445	-2,757,132
其他	-27,924	13,829	13,829	13,829	13,829
股东权益总额	1,379,956	1,045,595	663,526	323,510	149,823
负债及权益总额	1,609,956	1,220,140	844,279	503,362	328,287

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (美元)					
每股亏损	-7.58	-0.46	-0.39	-0.35	-0.18
每股净资产	14.84	1.09	0.68	0.33	0.15
每股经营现金流	-5.91	-0.38	-0.40	-0.35	-0.19
每股销售-ADS	15.52	2.24	3.26	4.60	7.30
每股销售-港股	1.55	0.22	0.33	0.46	0.73
估值 (倍)					
P/S-美股	2	15	10	7	4
P/S-港股	2	15	11	7	5
盈利能力指标					
毛利率	64%	66%	67%	68%	69%
归母净利润率	-488%	-206%	-120%	-75%	-24%
净资产收益率	-55%	-37%	-45%	-69%	-73%
资产回报率	-48%	-31%	-37%	-50%	-42%
盈利增长					
营业收入增长率	195%	49%	49%	49%	49%
经营效率指标					
存货周转天数	112	125	130	120	90
应收票据周转天数	76	88	60	48	35
应付账款周转天数	660	474	240	181	116
偿债能力指标					
资产负债率	14%	14%	21%	36%	54%
流动比率(x)	7.8	8.0	5.0	2.6	1.3
速动比率(x)	7.4	7.4	4.4	1.9	0.5
现金比率(x)	5.0	7.2	4.1	1.5	0.1

● 非肿瘤领域商业化思路进一步清晰

公司肿瘤销售团队近千人，则乐医保覆盖后成功进入约 2,000 家医院的目录，基本完成了对国内院端市场的覆盖，未来将着重提升目标人群渗透率，力争 2023 年超越 Lynparza、在国内 PARP 市场占据主导地位。随着公司的 ROS1、KRAS、EGFR 等肺癌药物有望于未来三年内获批上市，以及爱普盾获批 NSCLC 适应症，公司将考虑在肺癌领域单建一支销售团队。

在自免和精神领域，公司将充分借鉴肿瘤药在市场准入上的成功经验，鉴于目标市场相对集中在头部医院，公司会将团队规模控制在合理范围内。例如，对于有望于 2023 年内上市的艾加莫德，管理层预计将建立一支 100 人左右的初始商业化团队，待进入医保目录后再进行增员，但增员幅度也将相对有限。

● 2023 年主要催化剂

新药及新适应症获批

- 1) 艾加莫德 α 注射液：治疗全身型重症肌无力（gMG）成人患者（中国）
- 2) 麦甘乐（马吉妥昔单抗）：转移性 HER2 阳性乳腺癌患者三线及以上治疗（中国）

提交 NDA/BLA

- 1) Repotrectinib：治疗 ROS1 阳性晚期 NSCLC（中国）
- 2) 艾加莫德 α 注射液（皮下注射）：治疗 gMG 的新药上市申请（2023 年中；中国）

数据读出

- 1) 爱普盾：
 - 治疗 NSCLC 的 LUNAR 研究的完整数据解读（1H23）
 - 联合紫杉醇用于治疗铂耐药卵巢癌的关键性临床研究 INNOVATE-3 的关键性数据解读（2H23）
- 2) KRAZATITM（adagrasib）：联合帕博利珠单抗用于治疗一线 KRAS^{G12C} 突变 NSCLC 的临床数据（2H23）
- 3) 则乐（尼拉帕利）：公布 3 期 NORA 研究的最终 OS 分析
- 4) TIVDAK：治疗二线和三线宫颈癌的全球 3 期 innovaTV 301 研究的患者关键性数据读出

临床进展

- 1) **TIVDAK**: 治疗二线和三线宫颈癌的全球 3 期 innovaTV 301 研究的患者入组 (1H23)
- 2) **KarXT**: 在中国启动一项用于治疗精神分裂症的桥接研究 (2023 年中)
- 3) **ZL-1102 (IL-17)**: 启动用于治疗 CPP 的全球 2 期研究
- 4) **ZL-1218 (CCR8)**: 启动全球 1 期研究 (1H23)
- 5) **KRAZATITM (adagrasib)**: 启动一线治疗 KRAS^{G12C} 突变的 NSCLC 的 3 期研究
- 6) **Bemarituzumab**:
 - 在中国加入用于胃癌一线治疗的全球 3 期研究 FORTITUDE-101 (2023 年中)
 - 在中国加入用于胃癌一线治疗的全球 3 期研究 FORTITUDE-102
- 7) **Odronextamab**: 在中国完成 B-NHL 的 2 期全球注册性临床研究 ELM-2 的患者入组 (1Q23)
- 8) **艾加莫德 α 注射液**: 在中国加入治疗大疱性类天疱疮成人患者的全球 2/3 期研究 BALLAD
- 9) **ZL-1102 (IL-17)**: 启动用于治疗 CPP 的全球 2 期临床研究

● 首次覆盖公司美股，给予“买入”评级

我们首次覆盖公司美股，并基于我们最新的财务预测和 DCF 模型进行估值，采用 9.1% 的 WACC 和 2% 的永续增长率假设，最终得到美股目标价 66.0 美元/ADS，对应 65 亿美元的目标市值。该目标价相比当前股价有 102% 的潜在涨幅，我们首予“买入”评级，未来 12 个月公司有一系列催化剂有望推动股价上涨（见 2023 年主要催化剂）。

对于港股，我们假设和美股目标估值之间不存在溢价/折价，得到最新目标价 51.5 港元，相比此前略微下调约 3%，维持“买入”评级。

图表 2：财务预测及估值

美元百万	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
营业收入	319	451	715	1,030	1,436	1,814	2,202	2,530	2,802	2,988	3,141	3,244	3,319
同比变动	48%	41%	59%	44%	39%	26%	21%	15%	11%	7%	5%	3%	2%
EBIT	(392)	(347)	(179)	21	215	372	529	670	785	881	958	1,022	1,062
EBIT * (1-所得税率)	(333)	(295)	(152)	18	183	316	449	570	667	749	814	869	903
加：折旧与摊销	8	10	12	14	16	18	19	21	23	25	26	28	30
减：营运资金增加/(减少)	(13)	(15)	(20)	(23)	(35)	(19)	(24)	(14)	(35)	(7)	(32)	(1)	(25)
减：资本开支	(26)	(28)	(29)	(30)	(32)	(34)	(35)	(37)	(39)	(41)	(43)	(45)	(47)
FCFF	(365)	(327)	(189)	(22)	132	282	409	540	616	726	766	851	861
折现期数	-	1.0	2.0	3.0	4.0	5.0	6.0	7.0	8.0	9.0	10.0	11.0	12.0
现值系数	1.00	0.92	0.84	0.77	0.71	0.65	0.59	0.54	0.50	0.46	0.42	0.38	0.35
FCFF 现值	(365)	(300)	(158)	(17)	93	182	242	293	306	331	320	325	302
FCFF 现值合计	1,553												

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	1.1
市场风险溢价	7.0%
股权成本	10.4%
WACC	9.1%
永续增长率	2.0%

rNPV 估值	
FCFF 现值合计	1,553
终值	12,311
终值现值	4,315
企业价值(EV)	5,868
(-) 负债	-
(+) 现金及等价物	595
(-) 少数股东权益	-
股权价值	6,464
发行在外总股数(百万股)	979
每股 ADS 价值(USD)	66.0
每股价值(HKD)	51.5

资料来源：浦银国际

图表 3: 盈利预测变动

千美元	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	318,924	419,936	-24%	450,859	766,822	-41%	714,754	-	-
毛利润	213,679	306,553	-30%	306,584	575,117	-47%	493,181	-	-
毛利率	67.0%	73.0%	-6.0pcts	68.0%	75.0%	-7.0 pcts	69.0%	-	-
归母净利润	-382,069	-372,962	NA	-340,016	-211,638	NA	-173,687	-	-

E=浦银国际预测

资料来源: 公司报告、浦银国际

图表 4: 浦银国际目标价: 再鼎医药美股 (ZLAB.US)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

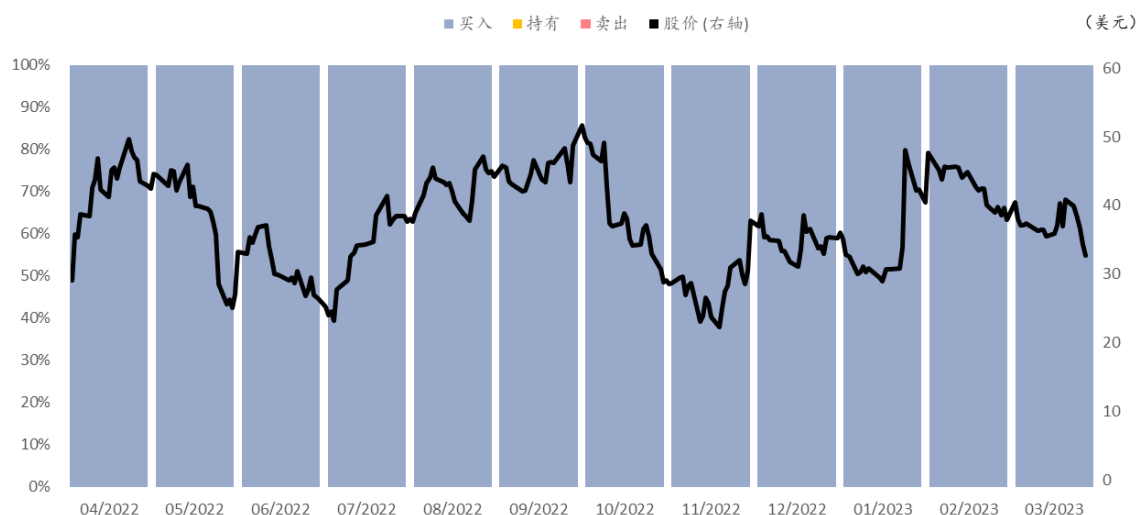
图表 5: 浦银国际目标价: 再鼎医药港股 (9688.HK)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

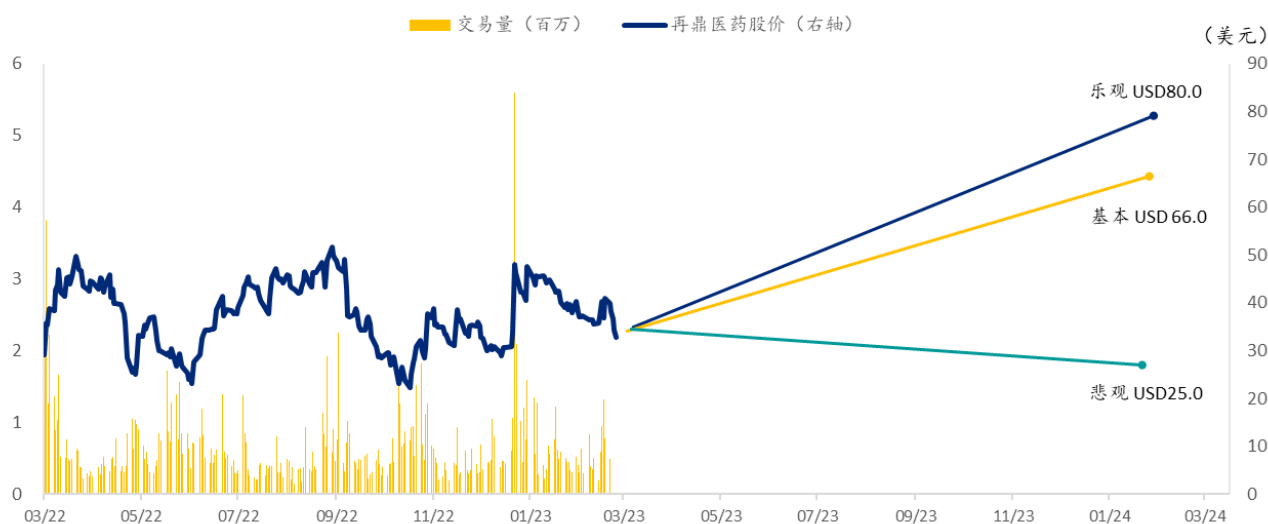
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 6: 再鼎医药美股 (ZLAB US) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 7: 再鼎医药美股 (ZLAB US) SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 80.0 美元

概率: 30%

- 新药上市后销售好于预期, 营业收入 2025E 高于 8 亿美元;
- 稳态毛利率高于 80%;
- 重要产品获批快于预期;
- BD 进展迅速, 以低廉对价引入更多重磅产品。

悲观情景: 公司收入增长不及预期

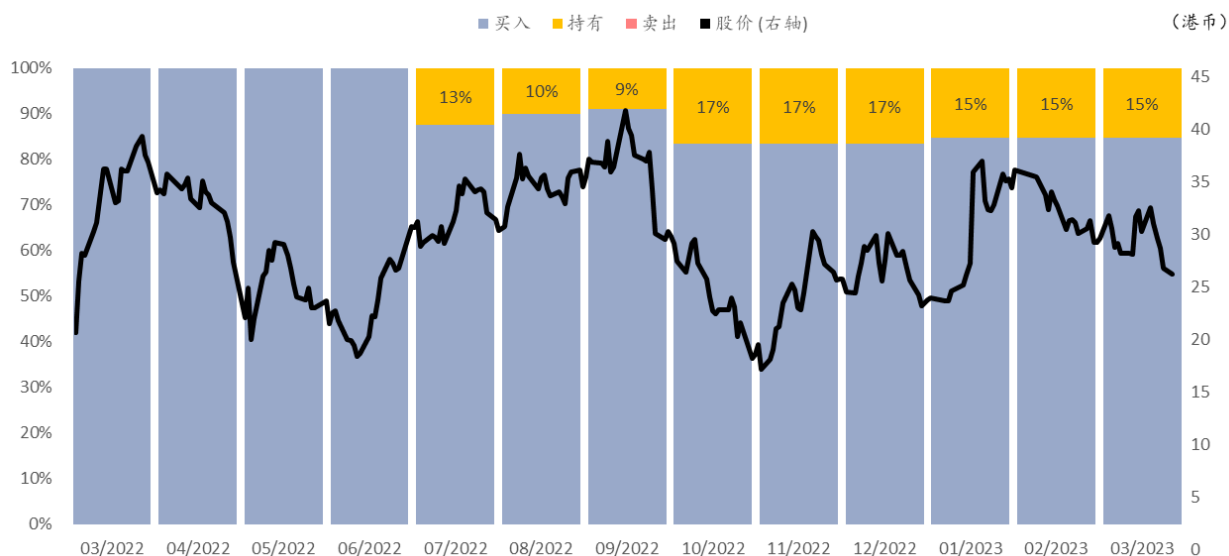
目标价: 25.0 美元

概率: 20%

- 新药上市后销售不及预期, 营业收入 2025E 低于 6 亿美元;
- 稳态毛利率低于 65%;
- 重要产品临床开发失败或延期;
- BD 进展缓慢, 缺乏新交易或交易对价较高。

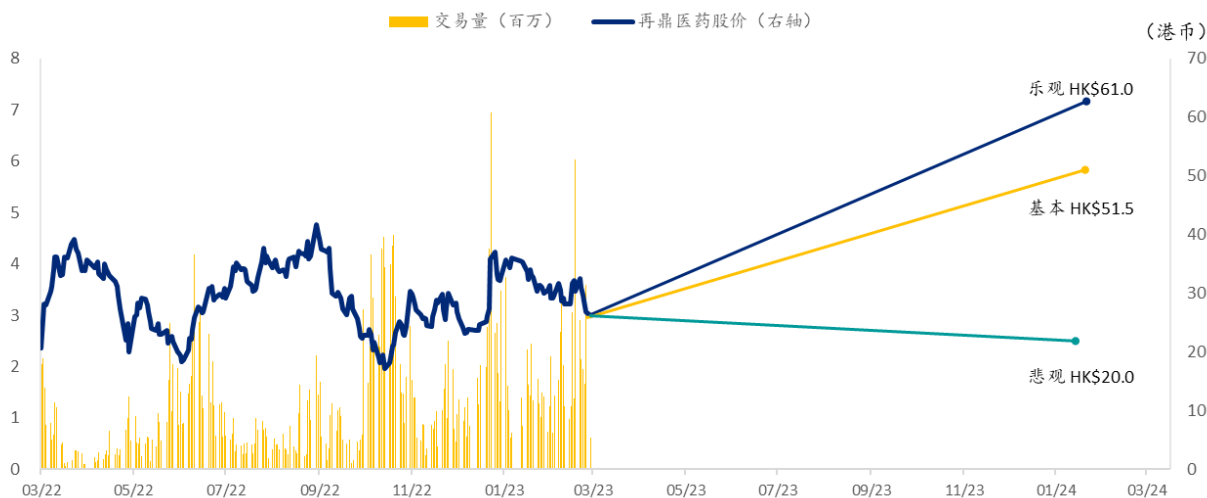
资料来源: 浦银国际

图表 8：再鼎医药港股（9688 HK）市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 9：再鼎医药港股（9688 HK）SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：61.0 港元

概率：30%

- 新药上市后销售好于预期，营业收入 2025E 高于 8 亿美元；
- 稳态毛利率高于 80%
- 重要产品获批快于预期；
- BD 进展迅速，以低廉对价引入更多重磅产品。

悲观情景：公司收入增长不及预期

目标价：20.0 港元

概率：20%

- 新药上市后销售不及预期，营业收入 2025E 低于 6 亿美元；
- 稳态毛利率低于 65%
- 重要产品临床开发失败或延期；
- BD 进展缓慢，缺乏新交易或交易对价较高。

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/目标价/预测发布日期	行业
2359 HK Equity	药明康德	80.4	买入	112.0	2023年2月13日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	80.2	买入	111.0	2023年2月13日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	40.0	买入	76.0	2023年2月13日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	57.2	持有	81.0	2023年2月13日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	52.0	买入	89.0	2023年2月13日	CRO/CDMO
241 HK Equity	阿里健康	5.4	持有	4.3	2022年5月26日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安健康	17.7	持有	20.0	2022年3月16日	互联网医疗
1952 HK Equity	云顶新耀	15.6	买入	28.0	2023年1月9日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	48.1	买入	65.0	2023年2月27日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	26.8	买入	51.5	2023年3月13日	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	32.7	买入	66.0	2023年3月13日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	4.1	买入	13.5	2023年2月7日	生物科技
BGNE US Equity	百济神州	216.2	买入	305.0	2023年3月6日	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	133.8	买入	183.0	2023年3月6日	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	138.1	买入	182.0	2023年3月6日	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	38.9	买入	55.0	2022年8月11日	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	39.3	买入	63.0	2022年12月8日	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	3.7	买入	22.5	2022年7月27日	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	8.4	买入	14.7	2023年2月16日	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	13.2	买入	13.6	2022年12月16日	生物科技
13.HK Equity	和黄医药	22.9	买入	44.0	2023年3月1日	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	14.2	买入	28.2	2023年3月1日	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	61.5	买入	77.0	2023年2月24日	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	13.2	持有	19.0	2022年7月27日	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	3.7	持有	5.0	2022年7月27日	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	21.9	买入	28.1	2022年7月27日	生物科技
2256.HK Equity	和誉	3.2	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	3.2	买入	9.5	2022年7月27日	生物科技
6998.HK Equity	嘉和生物	2.4	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	14.1	买入	23.8	2022年11月7日	ICL
300760 CH Equity	迈瑞医疗	309.8	买入	420.0	2022年10月31日	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	27.2	买入	45.0	2023年1月12日	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	12.1	买入	20.5	2023年1月12日	医疗器械
9996 HK Equity	沛嘉医疗	9.8	买入	14.0	2023年1月30日	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	2.6	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 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

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

