



## 康方生物 (9926.HK)：双抗商业化首战告捷，2023 年关注多项重磅监管和临床里程碑

公司首款双抗产品开坦尼上市首半年销售成绩亮眼，我们预计首 12 个月销售有望超此前指引。2023 年，在继续关注开坦尼销售进展的同时，公司将迎来多个 NDA/sNDA 提交和注册性研究推进，包括 Summit 在 AK112 肺癌适应症上的临床开动作。我们略微上调目标价至 65 港元，并继续将公司选为我们生物科技板块的首选标的之一。

**双抗商业化首战成绩优异：**PD-1 x CTLA-4 双抗开坦尼®(卡度尼利单抗)于 2022 年 7 月初正式上市后，首 6 个月销售达 5.46 亿元，超我们此前预期，且超过公司此前指引首 12 个月销售 10 亿元的一半；因疫情好转，春节后销售有较好反弹，我们认为最终成绩超指引可能性较大。我们认为院线布局深入和新临床数据将进一步促进开坦尼在已获批适应症和超适应症人群中的渗透，**预计 2023 年销售超 13 亿元**。公司第二款双抗 AK112(PD-1 x VEGF 双抗)有望于年内向 CDE 提交上市申请，**未来 5 年内有望上市 6-7 个新品**，为长期收入增长提供重要驱动力。

**控费成效显著：**FY22 产品销售毛利率同比提升 6.2pcts 至 91.5%，体现了差异化产品属性带来的市场定价优势、以及优异的产率和成本控制。研发费用增长 18%至 13 亿元，我们预计 2023 年增速将控制在 15%以内，远低于收入增长。销售费用 5.5 亿，今年公司将因时因地地扩张开坦尼商业化团队、并为 AK112 的上市销售做准备，但也会继续致力于提升团队人效并降低费用率。公司 2022 年底在手现金 20.9 亿，加上从 Summit 收取的首付款，**目前现金储备已超过 50 亿**。全年经营性+投资性活动现金净流出 21 亿，随着现有产品销售继续放量、新产品上市，我们预计现金储备至少支持未来三年的运营而无需借助外部融资。

**年内有望提交多个 NDA，包括：**1) 开坦尼 一线宫颈癌适应症；2) AK112 治疗 TKI 耐药的 EGFR 突变 NSCLC；3) AK101 (IL-12/IL-23) 治疗中重度银屑病；4) AK102 (PCSK9) 治疗高胆固醇血症和 HeFH。我们也建议重点关注开坦尼的一线宫颈癌、一线胃癌国内 III 期数据读出，及 AK112 在多项肺癌适应症上的海外注册性临床开展和入组情况。此外，公司新一波创新管线中的 CD47、IL-17 等已经/即将进入 III 期研究。

**上调目标价：**我们调整 2023/24E 收入预测+4%/-5%至 55 亿/31 亿元，主要反映：1) 公司已从 Summit 收到全部首付款；2) 更保守的 PD-1 单抗销售预期；并预计 2025 年实现盈亏平衡。基于超预期的 FY22 毛利率和生产工艺优化，我们上调 2023-24E 毛利率预测。基于 DCF 估值，我们上调公司目标价至 HK\$65，对应 US\$70 亿目标市值，维持“买入”。

**投资风险：**竞争加剧、在研药物未如预期获批、临床进度受疫情影响。

图表 1：盈利预测和财务指标

人民币百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	226	838	5,499	3,071	4,613
同比变动 (%)	NM	271%	557%	-44%	50%
归母净利润/(亏损)	-1,075	-1,168	2,981	-107	704
PS (X)	133.8	36.0	5.8	10.3	6.9

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

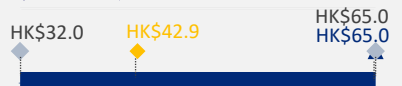
2023 年 3 月 16 日

### 评级

买入

目标价 (港元)	65.00
潜在升幅/降幅	+52%
目前股价 (港元)	42.90
52 周内股价区间 (港元)	11.50-52.60
总市值 (百万港元)	36,081
近 3 月日均成交额 (百万)	296

### 市场预期区间

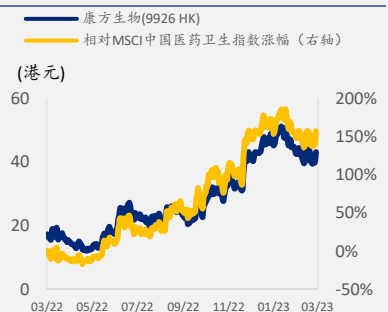


▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

\*数据截至 2023 年 3 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



扫码关注浦银国际研究

## 财务报表分析与预测 - 康方生物

### 利润表

(人民币百万)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
收入	225.6	837.7	5,499.4	3,070.7	4,613.5
销售成本	-31.3	-94.1	-193.3	-299.1	-436.5
毛利	194.4	743.5	5,306.0	2,771.6	4,177.0
其他收入及收益净额	116.3	158.6	186.8	235.9	282.3
行政开支	-243.5	-199.0	-246.3	-307.9	-378.2
研发开支	-1,123.0	-1,323.1	-1,521.6	-1,673.7	-1,722.7
销售费用	-179.1	-552.7	-791.7	-1,035.5	-1,386.6
其他开支净额	-12.8	-206.3	0.0	0.0	0.0
可转换可赎回优先股的公允价值变动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
财务成本	-10.4	-43.3	-94.7	-97.0	-114.6
除税前亏损	-1,258.1	-1,422.2	2,838.6	-106.6	857.3
所得税开支	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
年内亏损	-1,258.1	-1,422.2	2,838.6	-106.6	857.3
非控股权益	-183.2	-253.8	-141.9	0.0	153.0
母公司拥有人	-1,074.9	-1,168.4	2,980.5	-106.6	704.3

### 现金流量表

(人民币百万)	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
除税前亏损	-1,258.1	-1,422.2	2,838.6	-106.6	857.3
物业、厂房及设备折旧	47.7	106.2	156.9	187.8	220.1
使用权资产折旧	9.3	9.3	10.0	11.3	12.4
存货(增加)/减少	-134.3	-145.2	-136.7	-143.6	-124.4
预付款项、其他应收款项及其他资产增加	-68.4	54.9	-15.7	-17.3	-19.0
贸易应付款项增加/(减少)	97.8	102.6	154.5	139.0	120.5
其他	304.9	54.0	461.9	258.9	268.3
经营活动所用现金流量净额	-1,001.2	-1,240.4	3,469.4	329.5	1,335.2
购买物业、厂房及设备项目	-712.1	-500.0	-550.0	-600.0	-400.0
购买按公允价值计入损益的金融资产	-2,567.5	-195.9	0.0	0.0	0.0
出售按公允价值计入损益的金融资产所得款	2,677.5	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	22.5	-193.8	-30.0	-30.0	-30.0
投资活动所用现金流量净额	-579.6	-889.7	-580.0	-630.0	-430.0
新增/(偿还)银行及其他借款	645.4	1,017.9	44.6	349.1	54.0
股份发行开支	-13.9	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	955.1	467.9	-72.9	-45.4	-63.0
融资活动所得现金流量净额	1,586.6	1,485.9	-28.3	303.7	-9.0
现金及现金等价物增加净额	5.7	-644.3	2,861.2	3.2	896.2
年初现金及现金等价物	2,684.5	2,641.6	2,092.4	4,953.6	4,956.8
外币汇率变动影响净值	-48.6	95.1	0.0	0.0	0.0
年末现金及现金等价物	2,641.6	2,092.4	4,953.6	4,956.8	5,852.9

### 资产负债表

(人民币百万)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
物业、厂房及设备	1,352.9	1,999.6	2,392.7	2,804.9	2,984.8
使用权资产	151.7	163.1	183.0	201.8	219.4
无形资产	4.0	8.5	8.5	8.5	8.5
收购土地使用权预付款项	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	144.9	266.3	266.3	266.3	266.3
非流动资产总值	1,653.5	2,437.5	2,850.5	3,281.5	3,479.0
存货	196.6	341.8	478.6	622.1	746.6
预付款、其他应收款及其他资产	212.1	157.2	172.9	190.2	209.2
按公允价值计入损益的金融资产	0.0	195.9	195.9	195.9	195.9
其他	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
现金及现金等价物	2,641.6	2,092.4	4,953.6	4,956.8	5,852.9
流动资产总值	3,152.3	3,058.5	6,180.5	6,420.5	7,505.6
资产总计	4,805.8	5,495.9	9,031.1	9,702.0	10,984.6
贸易应付款项	206.3	308.9	463.4	602.4	722.9
其他应付款项及应计费用	394.9	599.2	898.8	988.6	1,038.1
计息银行及其他借款	45.6	446.0	490.6	539.6	593.6
租赁负债	7.9	5.9	6.5	7.1	7.9
应付税项	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1
流动负债总额	655.7	1,361.1	1,860.4	2,139.0	2,363.6
可转换可赎回优先股	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
计息银行及其他借款	803.7	1,421.3	1,421.3	1,721.3	1,721.3
租赁负债	2.2	6.0	6.5	7.2	7.9
递延收入	63.9	159.6	175.5	193.1	212.4
非流动负债总额	869.8	1,586.8	1,603.4	1,921.6	1,941.6
股本	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
储备	3,164.0	2,635.6	5,796.8	5,870.9	6,755.9
非控股权益	116.2	-87.6	-229.5	-229.5	-76.5
权益总额	3,280.3	2,548.0	5,567.3	5,641.4	6,679.5

### 财务和估值比率

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>每股数据 (人民币)</b>					
每股收益	-1.3	-1.5	3.5	-0.1	0.8
每股净资产	3.9	3.0	6.6	6.7	7.9
每股销售额	0.3	1.0	6.5	3.7	5.5
<b>同比变动 (%)</b>					
收入	NM	271%	557%	-44%	50%
税后利润	NM	NM	NM	NM	NM
归母净利润	NM	NM	NM	NM	NM
<b>费用率 (%)</b>					
销售费用/收入	-79%	-66%	-14%	-34%	-30%
管理费用/收入	-108%	-24%	-4%	-10%	-8%
研发费用/收入	-498%	-158%	-28%	-55%	-37%
<b>利润率 (%)</b>					
毛利率	86%	89%	96%	90%	91%
归母净利润率	-476%	-139%	54%	-3%	15%
<b>回报率 (%)</b>					
平均股本回报率	-32%	-40%	73%	-2%	11%
平均资产回报率	-29%	-28%	39%	-1%	8%
<b>财务杠杆</b>					
流动比率 (x)	4.8	2.2	3.3	3.0	3.2
速动比率 (x)	4.5	2.0	3.1	2.7	2.9
现金比率 (x)	4.0	1.5	2.7	2.3	2.5
<b>估值</b>					
市盈率 (x)	NM	NM	10.6	NM	44.9
市净率 (x)	9.6	12.4	5.7	5.6	4.7
市销率 (x)	133.8	36.0	5.8	10.3	6.9

E=浦银国际预测

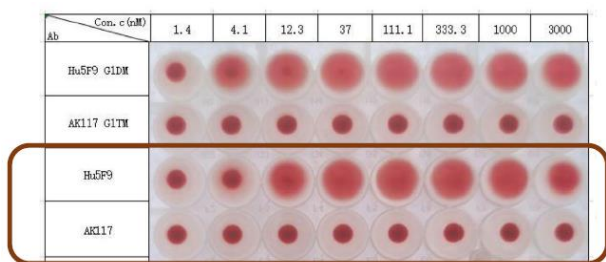
资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

## ● 公司重申 CD47 差异化作用机制和安全性特征

相比全球进展最快的 CD47 单抗 Hu5F9，公司的 CD47 单抗 AK117 显著提升了安全性和耐受性，在治疗时无需预激给药。从机制来看，AK117 与 CD47 的结合位点不同于 Hu5F9，因而不会出现一个药物分子同时结合两个细胞表面 CD47 的情况，在较高剂量下依旧不会引发红细胞聚集。在 I 期剂量爬坡试验中，AK117 在 45mg/kg QW 的高剂量下仍未出现任何剂量限制性毒性。

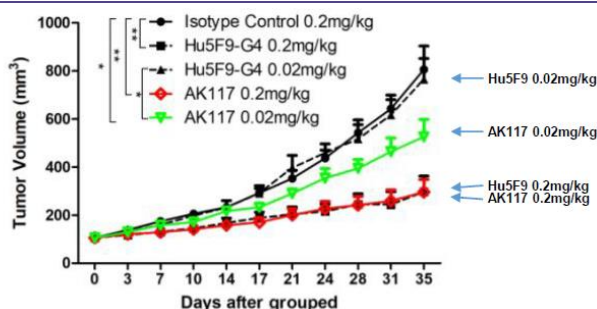
我们认为 AK117 有望成为国内前二获批上市的 CD47 单抗之一。每年 MDS 在中美分别有 4 万和 2.3 万例新发患者，目前的治疗手段仅有疗效相对有限的阿扎胞苷和地西他滨，存在巨大的未被满足临床需求。公司已就一线 MDS 的全球 III 期临床方案和 FDA 达成一致、且有望获得 FDA 加速审评，预计年内将正式启动患者入组。在实体瘤方面，公司积极探索 AK117+AK112 组合疗法，目前已在头颈鳞癌、胰腺癌、胆道癌、三阴乳腺癌等瘤种中取得初步疗效。

图表 2: AK117 不引发红细胞凝集



资料来源：公司资料、浦银国际

图表 3: AK117 抗肿瘤活性



资料来源：公司资料、浦银国际

## ● 非肿瘤管线研发成果即将集中兑现

除了即将报产、上市的 AK101 和 AK102，公司有三款临床阶段非肿瘤产品，靶点分别为 IL-17（银屑病、强制性脊柱炎等）、IL-4R（特应性皮炎等）和 NGF（疼痛领域），其中前两款已进入 III 期研究或在 III 期筹备阶段，有望于未来 5 年内上市。

根据我们的调研和相关上市公司披露，同靶点的同类首创进口产品在国内国外有较好的销售表现，例如可善挺®（IL-17）和达必妥®（IL-4R）的 2022 年国内销售均在数十亿人民币，而全球销售分别达到 48 亿美元和 87 亿美元，足见靶点巨大的市场潜力，而公司在这些靶点上的布局稳居国内第一梯队。

## ● 未来 12 个月预计主要里程碑

### 提交 NDA/BLA:

- 依沃西单抗 AK112 (PD-1/VEGF): EGFR TKI 治疗进展的 EGFR 突变非小细胞肺癌
- 伊努西单抗 AK102 (PCSK9): 高胆固醇血症、HeFH 杂合子家族性高胆固醇血症 (2023 年中)
- 依若奇单抗 AK101 (IL-12/IL-23): 中重度银屑病 (2023 年中)
- 派安普利单抗 (PD-1): 1L 鼻咽癌
- 卡度尼利单抗 AK104 (PD-1/CTLA-4): 1L 宫颈癌

### 进入 III 期/注册临床:

- 卡度尼利单抗: 1L PD-L1 阴性非小细胞肺癌
- 依沃西单抗: 更多非小细胞肺癌适应症
- 莱法利单抗 AK117 (CD47): 1L 骨髓增生异常综合征
- 古莫奇单抗 AK111 (IL-17): 中重度银屑病及强直性脊柱炎

### III 期临床数据读出:

- 卡度尼利单抗: 1L 宫颈癌、1L 胃或胃食管交界处腺癌

### Ib/II 期临床数据读出:

- 卡度尼利单抗与莱法利单抗联合治疗实体瘤
- 依沃西单抗与莱法利单抗联合治疗实体瘤
- 卡度尼利单抗与普络西单抗 (VEGFR-2) 联合治疗实体瘤
- 曼多奇单抗 (IL-4R): 中重度特异性皮炎

### 新晋临床/新申报 IND 项目:

- AK131 (PD-1/CD73)
- AK132 (CLDN18.2/CD47)
- AK114 (IL-1 $\beta$ )

图表 4: 康方生物财务预测变动

百万人民币	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	5,499	5,310	4%	3,071	3,244	-5%	4,613	-	-
毛利润	5,306	5,010	6%	2,772	2,786	-1%	4,177	-	-
归母净利润(亏损)	2,981	2,022	47%	-107	-129	NM	704	-	-

资料来源: 浦银国际预测

图表 5: 康方生物财务预测及估值

人民币百万	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
营业收入	838	5,499	3,071	4,613	6,311	8,091	9,871	10,936	12,401	13,608	14,313
同比变动	271%	557%	-44%	50%	37%	28%	22%	11%	13%	10%	5%
EBIT	(1,331)	2,746	(246)	690	1,633	2,796	3,997	4,690	5,463	6,174	6,621
EBIT * (1-所得税率)	(1,132)	2,334	(209)	586	1,388	2,377	3,398	3,986	4,644	5,248	5,627
加: 折旧与摊销	115	167	199	233	248	259	271	285	299	314	329
减: 营运资金增加/(减少)	47	193	(8)	(19)	(24)	(29)	(36)	(39)	62	(5)	(39)
减: 资本开支	(530)	(580)	(630)	(430)	(390)	(426)	(446)	(467)	(488)	(511)	(521)
FCFF	(1,499)	2,115	(648)	370	1,222	2,180	3,188	3,766	4,517	5,046	5,397

FCFF 现值合计(2023-2032E 加总) 15,328

WACC&永续增长率核心假设		rNPV 估值	
<b>长期资本结构</b>		FCFF 现值合计	15,328
% 债权	20.0%	终值	69,069
% 股权	80.0%	终值现值	29,364
<b>债权成本</b>		<b>企业价值(EV)</b>	<b>44,692</b>
债权成本	5.0%	(-) 负债	(1,925)
税率	15.0%	(+) 现金及等价物	4,954
税后债权成本	4.3%	(-) 少数股东权益	230
<b>股权成本</b>		<b>股权价值</b>	<b>47,950</b>
无风险收益率	3.0%	发行在外总股数(百万股)	841
Beta	1.2	<b>每股价值(人民币元)</b>	<b>57.0</b>
市场风险溢价	7.0%	RMB/HKD	1.14
股权成本	11.4%	<b>每股价值(港币元)</b>	<b>65.0</b>
<b>WACC</b>	<b>10.0%</b>		
永续增长率	2.0%		

资料来源: 浦银国际

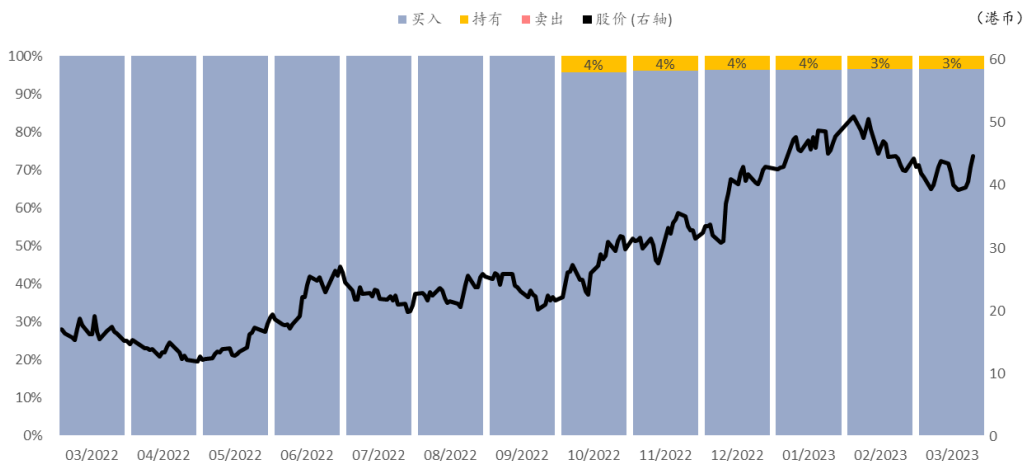
图表 6: 浦银国际目标价: 康方生物 (9926.HK)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

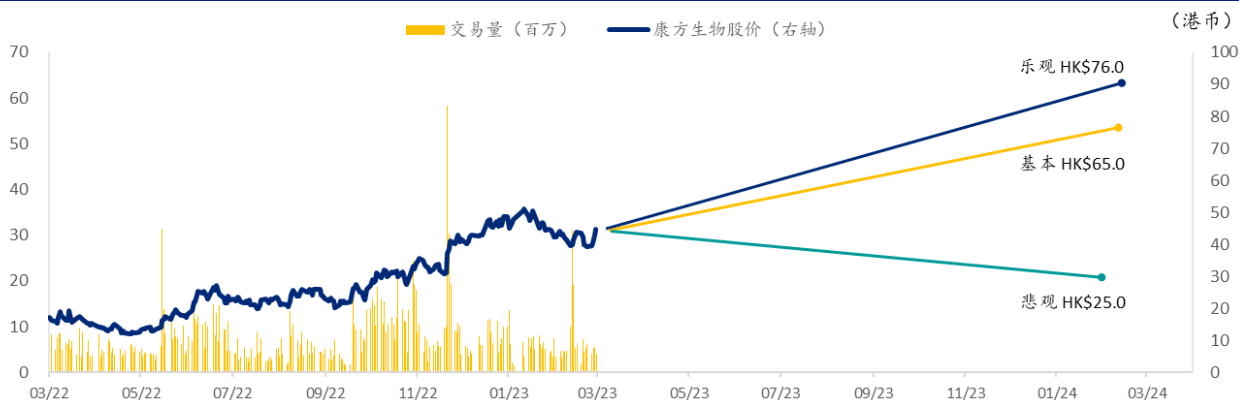
## ● SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 7: 康方生物市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 8: 康方生物 SPDBI 情景假设



### 乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 76.0 港元  
概率: 30%

- 管线药物研发及获批进度快于预期;
- 派安普利单抗国内销售峰值超过 35 亿人民币;
- 卡度尼利单抗 2024E 销售额超过 25 亿人民币; 销售峰值超 60 亿人民币;
- 长期稳态下营业利润高于 60%。

### 悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 25.0 港元  
概率: 20%

- 管线药物研发及获批进度慢于预期;
- 派安普利单抗国内销售峰值低于 15 亿人民币;
- 卡度尼利单抗 2024E 销售额低于 12 亿人民币; 销售峰低于 30 亿人民币;
- 长期稳态下营业利润低于 30%。

资料来源: 浦银国际

图表 9: 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	77.6	买入	112.0	2023年2月13日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	78.3	买入	111.0	2023年2月13日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	38.5	买入	76.0	2023年2月13日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	56.0	持有	81.0	2023年2月13日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	50.7	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	平安好医生	20.2	持有	20.0	2023年3月15日	互联网医疗
1952 HK Equity	云顶新耀	19.7	买入	28.0	2023年1月9日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	53.7	买入	65.0	2023年2月27日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	25.8	买入	51.5	2023年3月13日	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	32.0	买入	66.0	2023年3月13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	236.0	买入	305.0	2023年3月6日	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	146.8	买入	183.0	2023年3月6日	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	149.5	买入	182.0	2023年3月6日	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	42.7	买入	55.0	2022年8月11日	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	42.9	买入	65.0	2023年3月16日	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	3.9	买入	22.5	2022年7月27日	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	8.7	买入	14.7	2023年2月16日	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	15.0	买入	13.6	2022年12月16日	生物科技
13.HK Equity	和黄医药	23.4	买入	44.0	2023年3月1日	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	14.8	买入	28.2	2023年3月1日	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	65.3	买入	77.0	2023年2月24日	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	12.9	持有	19.0	2022年7月27日	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	3.9	持有	5.0	2022年7月27日	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	22.9	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	2.4	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	2.3	买入	6.1	2022年7月27日	生物科技
1177 HK Equity	中国生物制药	4.3	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	308.4	买入	420.0	2022年10月31日	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	28.1	买入	45.0	2023年1月12日	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	11.8	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 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

