



## 荣昌生物 (9995.HK): 疫情中销售承压但复苏态势良好, 全球研发稳步推进

2023年, 我们认为应重点关注: 1) 泰它西普和维迪西妥销售反弹情况, 尤其是 2Q; 2) 销售团队扩张、进院及销售费用投入节奏; 3) 海外关键临床启动和入组进展, 以及潜在新 BD 机会; 4) 早期管线进展及数据读出。我们依旧看好两款产品和早期管线的差异化竞争优势和治疗潜力, 维持“买入”评级, 下调目标价至 58 港元。

- 近半年商业化受疫情影响严重, 近期反弹趋势明显:** 公司 4Q22 录得产品销售约 2.1 元, 其中泰它西普和维迪西妥销售分别达到近 1 亿元和超 1 亿元, 相比 3Q 基本平稳; 两款产品全年销售收入分别在 3.3 亿和 4 亿元左右。管理层提出 FY23 收入 12.5 亿元的目标(即完成股权激励最高一档业绩考核目标中的 2022-23 合计收入不低于 20 亿), 同时也表示 1Q23 受 1 月疫情影响, 销售成绩或将承受一定压力, 但从 3 月起明显反弹。因此, 我们认为 **2Q23 的表现对判断全年业绩有重要指引作用**, 需重点关注。我们目前预计 **2023 年两款产品销售分别增长 71%/40% 至 5.6 亿/5.7 亿元**。
- 快速扩张后, 商业化团队规模显著:** 泰它西普和维迪西妥的商业化团队在 2H22 快速扩张, 分别从 1H22 的 241 人/291 人扩大至 639 人/520 人, 进院数量也提升至 495 家/472 家。随着人员整合完成、发力, 我们预计今年两款产品将继续渗透核心医院和患者群体, 但同时销售费用也将继续增长, 但将慢于收入增长。今年具体策略包括: **1) 随着泰它西普 II 期数据提供 PoC 证据, 重点推广其在 IgAN、SS、MG 等上的超适应症使用。2) 扩大维迪西妥在 UC、GC 上的覆盖面, 往一线、围手术期等前线患者和外科使用场景突破; BC 领域虽然竞争加剧, 但受益于 DS-8201 在 HER2 低表达市场上的医患教育, 维迪西妥有望凭借安全性这一优势切入市场。**
- 海外研发推进顺利:** 泰它西普: SLE 全球 III 期有序进行, 欧洲、南美、亚太等地陆续启动入组; MG III 期将于 2H23 启动, 并已和 FDA 就开展 IgAN 和 SS III 期达成一致意见。随着国内确证性 III 期数据出炉, 公司近期持续寻找全球合作机会。维迪西妥: 管理层认为, 辉瑞收购 Seagen 不会对维迪西妥的海外开发造成明显影响, 2H23 将启动一线 UC III 期试验的患者入组。此前辉瑞也表示了对维迪西妥在 BC 和 UC 上巨大治疗潜力的重视和期待。
- 下调目标价:** 我们下调公司 2023/24E 收入预测至 12.5 亿/19.6 亿, 以反映商业化上的更多不确定性及更保守的 Seagen 里程碑收款, 同时上调了销售费用预测。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 40 亿美元, 对应 58 港元目标价。
- 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	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,424	768	1,249	1,957	2,976
同比变动 (%)	NA	-46.1%	62.7%	56.7%	52.1%
归母净利润 (亏损)	276	-999	-673	-138	469
PS (X)	13.3	26.9	16.9	10.8	7.1
ROE (%)	8.0%	-20.1%	-15.5%	-3.3%	10.0%

E=浦银国际预测 资料来源: 公司公告、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30日

### 评级

**买入**

目标价 (港元)	58.00
潜在升幅/降幅	+31%
目前股价 (港元)	44.30
52 周内股价区间 (港元)	25.05-74.80
总市值 (百万港元)	34,319
近 3 月日均成交额 (百万港元)	134

市场预期区间

HK\$44.30 HK\$56.51 HK\$80.00

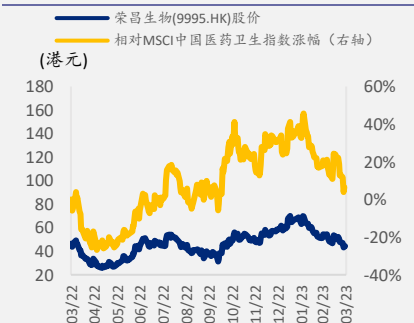


▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

注: 截至 2023 年 3 月 30 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	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>收益</b>	<b>1,424</b>	<b>768</b>	<b>1,249</b>	<b>1,957</b>	<b>2,976</b>
销售成本	-67	-270	-284	-342	-428
<b>毛利</b>	<b>1,357</b>	<b>498</b>	<b>965</b>	<b>1,615</b>	<b>2,548</b>
销售及分销开支	-263	-441	-625	-783	-982
行政开支	-220	-273	-300	-330	-363
研发成本	-711	-982	-1,062	-1,116	-1,190
<b>经营利润</b>	<b>163</b>	<b>-1,197</b>	<b>-1,021</b>	<b>-613</b>	<b>13</b>
其他收入及收益	186	232	378	495	604
金融资产减值亏损	-0	-11	0	0	0
其他开支	-67	-16	-25	-39	-60
财务成本	-5	-7	-5	-5	-5
<b>除税前亏损</b>	<b>276</b>	<b>-999</b>	<b>-673</b>	<b>-163</b>	<b>552</b>
所得税开支	0	0	0	24	-83
<b>净利润</b>	<b>276</b>	<b>-999</b>	<b>-673</b>	<b>-138</b>	<b>469</b>

### 资产负债表

人民币百万	2021	2022	2023E	2024E	2025E
物业、厂房及设备	1,578	2,407	2,541	2,482	2,413
使用权资产	149	205	175	148	125
其他无形资产	13	17	15	12	10
按公允价值计入其他全面收益的股权投资	12	80	80	80	80
其他非流动资产	108	100	105	111	116
<b>非流动资产</b>	<b>1,859</b>	<b>2,809</b>	<b>2,916</b>	<b>2,833</b>	<b>2,744</b>
存货	280	523	679	815	978
应收票据	7	281	281	281	281
预付款项及其他	177	221	232	244	256
已抵押存款	79	118	124	130	137
现金及现金等价物	1,757	2,069	1,153	974	1,382
<b>流动资产</b>	<b>2,300</b>	<b>3,212</b>	<b>2,469</b>	<b>2,445</b>	<b>3,034</b>
贸易应付款项及应付票据	159	222	233	244	257
其他应付款项及应计费用	393	586	586	586	586
计息银行借款	0	0	0	0	0
租赁负债	52	60	66	66	66
递延收入	12	25	25	25	25
<b>流动负债</b>	<b>616</b>	<b>892</b>	<b>909</b>	<b>921</b>	<b>933</b>
租赁负债	50	105	105	105	105
递延收入	46	44	44	44	44
<b>非流动负债</b>	<b>96</b>	<b>149</b>	<b>149</b>	<b>149</b>	<b>149</b>
股本&实收资本	490	544	544	544	544
储备	3,406	4,899	4,246	4,127	4,615
<b>权益</b>	<b>3,446</b>	<b>4,980</b>	<b>4,327</b>	<b>4,208</b>	<b>4,697</b>

### 现金流量表

人民币百万	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>净利润/(亏损)</b>	<b>276</b>	<b>-999</b>	<b>-673</b>	<b>-138</b>	<b>469</b>
物业、厂房及设备折旧	65	158	241	254	248
使用权资产折旧	53	25	35	30	25
其他无形资产摊销	2	2	3	2	2
存货增加	-214	-242	-157	-136	-163
预付款项及其他资产减少	-58	-44	-11	-12	-12
其他应付款项增加	135	193	0	0	0
其他	5	-156	30	24	24
<b>经营活动现金净额</b>	<b>264</b>	<b>-1,063</b>	<b>-532</b>	<b>25</b>	<b>594</b>
购买物业、厂房及设备项	-615	-2,565	-375	-196	-179
购买土地使用权项目	0	-88	-5	-3	-3
其他	-23	0	0	-0	-0
<b>投资活动现金净额</b>	<b>-638</b>	<b>-2,652</b>	<b>-380</b>	<b>-198</b>	<b>-181</b>
银行借款净增加	0	0	0	0	0
其他	-627	4,027	-5	-5	-5
<b>融资活动现金净额</b>	<b>-627</b>	<b>4,027</b>	<b>-5</b>	<b>-5</b>	<b>-5</b>
<b>现金及现金等价物增加</b>	<b>-1,001</b>	<b>312</b>	<b>-916</b>	<b>-178</b>	<b>408</b>
年初现金及现金等价物	2,769	1,757	2,069	1,153	974
外汇汇率变动	-10	0	0	0	0
年末现金及现金等价物	1,757	2,069	1,153	974	1,382

### 主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标 (人民币元)</b>					
每股盈利/(亏损)	0.6	-1.9	-1.2	-0.3	0.9
每股净资产	7.1	9.4	8.0	7.7	8.6
每股经营现金流	0.5	-2.0	-1.0	0.0	1.1
每股销售	2.9	1.4	2.3	3.6	5.5
<b>估值 (倍)</b>					
P/B	5	4	5	5	5
P/S	13	27	17	11	7
<b>盈利能力指标</b>					
毛利率	95.3%	64.8%	77.3%	82.5%	85.6%
经营利润率	11.4%	-156.0%	-81.7%	-31.3%	0.4%
净利润率	19.4%	-130.1%	-53.8%	-7.1%	15.8%
<b>盈利增长</b>					
营业收入增长率	NA	-46.1%	62.7%	56.7%	52.1%
净利润增长率	19.4%	-130.1%	-53.8%	-7.1%	15.8%
<b>资产收益率指标</b>					
净资产收益率	8.0%	-20.1%	-15.5%	-3.3%	10.0%
资产回报率	6.6%	-16.6%	-12.5%	-2.6%	8.1%
投资资本回报率	8.0%	-20.1%	-15.5%	-3.3%	10.0%
<b>偿债能力指标</b>					
资产负债率	17.1%	17.3%	19.6%	20.3%	18.7%
流动比率(x)	3.7	3.6	2.7	2.7	3.3
速动比率(x)	3.3	3.0	2.0	1.8	2.2
现金比率(x)	0.8	0.6	0.5	0.4	0.5

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2：荣昌财务预测变动

人民币百万	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	1,249	1,256	-0.5%	1,957	2,525	-22.5%	1,957	-	-
毛利润	965	972	-0.6%	1,615	2,141	-24.6%	1,615	-	-
毛利率 (%)	77.3%	77.4%	-0.1pcts	82.5%	84.8%	-2.3 pcts	82.5%	-	-
归母净利润 (亏损)	-673	-873	-23.0%	-138	-40	245.2%	-138	-	-

资料来源：浦银国际预测

图表 3：荣昌生物财务预测及 DCF 估值模型

人民币百万	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
营业收入	1,424	768	1,249	1,957	2,976	3,966	5,510	6,553	7,546	8,618	9,520
EBIT	163	-1,197	-1,021	-613	13	561	1,561	2,238	2,879	3,591	4,164
EBIT * (1-所得税率)	139	(1,018)	(868)	(521)	11	477	1,327	1,902	2,447	3,053	3,539
加：折旧与摊销	121	185	278	286	275	264	257	255	255	256	257
减：营运资金增加/ (减少)	(168)	(275)	(162)	(147)	(175)	(110)	(121)	(132)	(145)	(159)	(126)
减：资本开支	(615)	(2,652)	(380)	(198)	(181)	(209)	(250)	(265)	(267)	(278)	(288)
FCFF	(524)	(3,760)	(1,131)	(581)	(70)	422	1,213	1,761	2,291	2,871	3,383
FCFF 现值合计											4,981

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%

资料来源：浦银国际

rNPV 估值	
FCFF 现值合计	4,981
终值	44,870
终值现值	21,410
企业价值(EV)	26,391
(-) 负债	-
(+) 现金及等价物	1,277
(-) 少数股东权益	-
股权价值	27,668
发行在外总股数(百万股)	544
每股价值(人民币元)	50.8
RMB/HKD	1.14
每股价值(港币元)	58.0

图表 4: 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"> <li>国内 BLA 申报: SLE (完全批准)、类风湿关节炎</li> <li>国内数据读出: 类风湿关节炎 III 期</li> <li>海外数据读出: IgA 肾病美国 II 期中期结果读出</li> <li>海外启动临床: SS III 期试验、IgA 肾病美国 III 期</li> </ul>
维迪西妥单抗	<ul style="list-style-type: none"> <li>国内启动临床: 胃癌围手术期治疗 I 期、胃癌二线治疗 I 期、联合化疗治疗 UC1 期、新辅助治疗 (HER2 低表达 HR+、HER2 低表达 HR-、HER2 高表达) II 期</li> <li>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)</li> <li>国内完成入组&amp;数据读出: HER2 高表达伴有肝转移乳腺癌、HER2 低表达乳腺癌</li> </ul>
其他	<ul style="list-style-type: none"> <li>RC28: 完成糖尿病性黄斑水肿 (DME) 启动 III 期; 启动湿性年龄相关性黄斑病变 (wAMD) III 期试验</li> <li>RC88: 启动治疗实体瘤的全球 II 期试验</li> </ul>

资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 5：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
	系统性红斑狼疮-儿童	中国	I 期 IND 已获许可	未披露/12
	狼疮肾炎	中国	II 期 IND 已获许可	未披露
	IgA 肾病	中国	II 期 (非注册性)	II 期已完成, III 期方案与 CDE 达成一致
	IgA 肾病	美国	II 期 (非注册性)	14 (截至 2022 年底) /30
	干燥综合症	中国	III 期	试验已启动
	干燥综合症	美国	即将启动 III 期	2022 年 11 月 FDA 同意开展 III 期
	类风湿关节炎	中国	III 期	已完成随访 (共 480 人)
	重症肌无力	中国	II 期 (非注册性)	试验已完成, 共 29 人
	重症肌无力	美国	-	暂未启动临床
	视神经脊髓炎频谱系疾病	中国	III 期	149 (截至 2022 年底) /166
多发性硬化症	中国	II 期 (非注册性)	8 (截至 2022 年底) /18	
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)	未披露
	联合 RC98 (PD-L1) 治疗 HER2 表达局部晚期或转移性胃癌	中国	I 期	已招募 1 名患者 (2022 年 8 月启动)
	联合 PD-1 及化疗或联合 PD-1 及赫赛汀治疗一线 HER2 表达局部晚期或转移性胃癌	中国	II/III 期 IND 申请	2022 年 12 月向 CDE 递交了 II/III 期 IND 申请
	经治 HER2 过表达 (IHC2+或 IHC3+) 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
	联合特瑞普利单抗 (PD-1) 与化疗一线治疗尿路上皮癌	中国	III 期	67 (截至 2022 年底) /452
	联合 PD-1 治疗一线尿路上皮癌	美国	III 期 (计划中)	未披露
	HER2 低及不表达 (IHC1+或 ICH0) 尿路上皮癌	中国	II 期 (非注册性)	已完成招募, 共 18 人
	联合特瑞普利单抗 (PD-1) 治疗 HER2 表达尿路上皮癌	中国	II 期 (非注册性)	已招募 9 人
	HER2 低表达 (IHC2+及 FISH-) 乳腺癌	中国	III 期	279 (截至 2022 年底) /366
	HER2 阳性存在肝转移乳腺癌	中国	III 期	104 (截至 2022 年底) /301
	联合 PD-1 治疗一线乳腺癌	美国	III 期 (计划中)	未披露
	HER2 过表达 (IHC2+或 IHC3+) 非小细胞肺癌	中国	II 期	37 (截至 2022 年底) /未披露
	HER2 过表达 (IHC2+或 IHC3+) 胆道癌	中国	II 期 (非注册性)	28 (截至 2022 年底) /57
	HER2 表达黑色素瘤	中国	II 期 (非注册性)	2 (截至 2022 年底) /50
	妇科肿瘤	中国	II 期 (非注册性)	60 (截至 2022 年底) /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
	联合 RC98 (PD-L1) 治疗 HER2 表达局部晚期或转移性实体瘤	中国	I 期	未披露/25
	RC88 (间皮素 ADC)	实体瘤	中国	I 期
RC98 (PD-L1)	实体瘤	中国	I 期	已完成患者招募, 共 85 人
RC108 (c-MET ADC)	实体瘤	中国	I 期	18 (截至 2022 年底) /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	12 (截至 2022 年底) /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)	已完成患者招募, 共 150 人
	糖尿病视网膜病变	中国	II 期 (非注册性)	89 (截至 2022 年底) /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 6: 浦银国际目标价: 荣昌生物



资料来源: Bloomberg、浦银国际



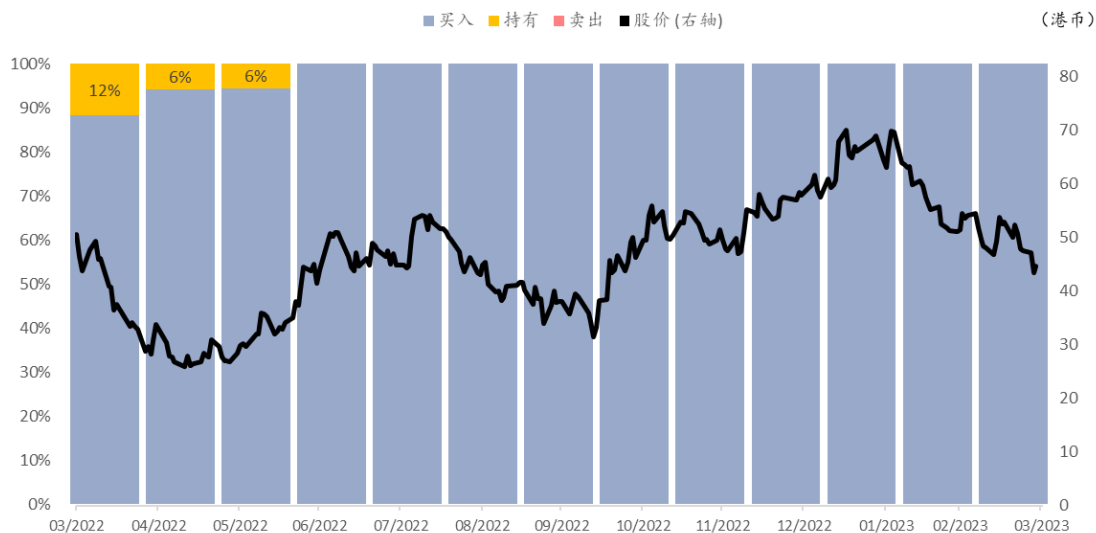
图表 7: SPDBI 医疗行业覆盖公司

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	85.2	买入	122.0	2023年3月21日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	81.5	买入	123.0	2023年3月21日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	40.1	买入	76.0	2023年2月13日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	57.1	持有	81.0	2023年2月13日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	49.3	买入	86.0	2023年3月23日	CRO/CDMO
241 HK Equity	阿里健康	5.8	持有	4.3	2022年5月26日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	20.8	持有	20.0	2023年3月15日	互联网医疗
1952 HK Equity	云顶新耀	15.4	买入	28.0	2023年1月9日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	44.3	买入	58.0	2023年3月30日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	27.1	买入	51.5	2023年3月13日	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	35.0	买入	66.0	2023年3月13日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	3.8	买入	12.5	2023年3月28日	生物科技
BGNE US Equity	百济神州	221.8	买入	305.0	2023年3月6日	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	132.4	买入	183.0	2023年3月6日	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	131.0	买入	182.0	2023年3月6日	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	35.1	买入	51.5	2023年3月29日	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	41.4	买入	65.0	2023年3月16日	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	3.4	买入	22.5	2022年7月27日	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	8.3	买入	15.0	2023年3月29日	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	14.1	买入	13.6	2022年12月16日	生物科技
13.HK Equity	和黄医药	21.3	买入	44.0	2023年3月1日	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	13.4	买入	28.2	2023年3月1日	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	58.8	买入	79.0	2023年3月20日	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	11.4	持有	19.0	2022年7月27日	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	3.5	持有	4.25	2023年3月17日	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	23.4	买入	28.1	2022年7月27日	生物科技
2256.HK Equity	和誉	2.8	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	2.9	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	4.4	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	313.5	买入	420.0	2022年10月31日	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	28.8	买入	45.0	2023年1月12日	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	11.2	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	2.4	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 30 日收盘价

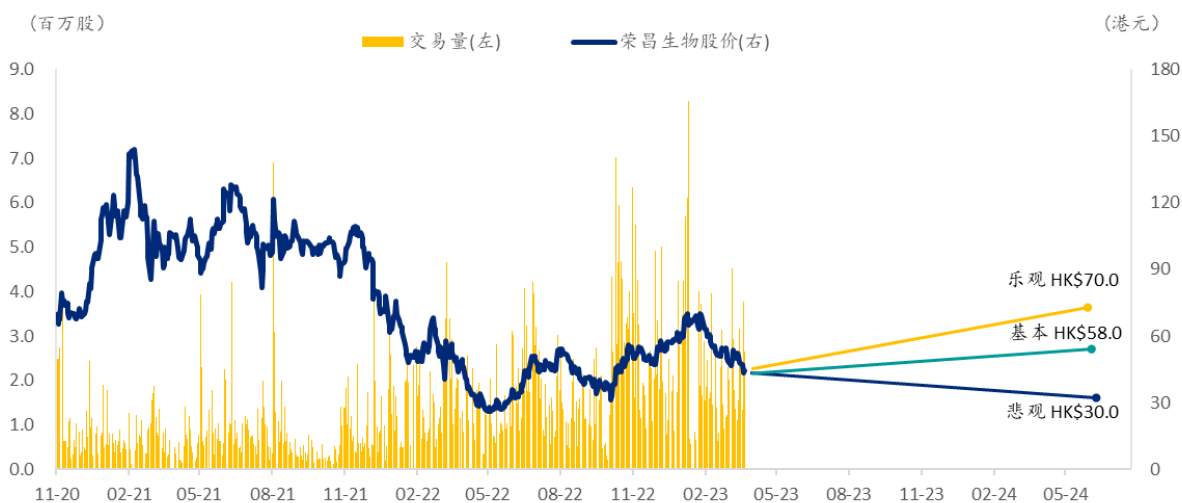
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 8: 荣昌生物市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 9: 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
目标价: 70.0 港元	目标价: 30.0 港元
概率: 30%	概率: 20%
<ul style="list-style-type: none"> <li>管线药物研发及获批进度快于预期;</li> <li>维迪西妥和泰它西普在美国顺利进行临床并获批;</li> <li>泰它西普和维迪西妥峰值销售分别超 60 亿和 40 亿元;</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>药物管线的开发和上市申请未如预期;</li> <li>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;</li> <li>泰它西普和维迪西妥峰值销售分别不及 35 亿和 20 亿元;</li> </ul>

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](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

