



微创机器人 (2252.HK)：2022 业绩受配置证及疫情影响稍逊预期，短期扰动不改增长潜力

2022 年收入增速及亏损收窄不及预期，主要受配置证延迟发放及疫情影响，随着配置证数量规划有望于 2Q23 发放，预计将推动图迈年内装机量提升。此外随着图迈开始贡献收入，产能及培训中心建设达到计划规模，未来现金流将逐步改善，公司仍有逾 10 亿人民币授信额度支撑科创板上市前现金支出。我们坚定看好手术机器人“渗透率提升+国产替代”逻辑，维持“买入”，但由于装机放量时点受配置证延迟发放及疫情影响晚于此前预期，下调目标价至 40.0 港元。

- 业绩&指引：**2022 全年收入 2160 万人民币（低于此前指引 3000-5000 万人民币；vs 2021 年：215 万），年内图迈中标 5 个医院项目，并于甘肃武威肿瘤医院完成首台商业化装机并确认收入。毛利率 30.4%（-12.4pcts），毛利率下降主因疫情停工影响。归母净亏损 11.5 亿人民币（vs 2021 年：亏损 5.8 亿）。**公司指引 2023 年收入 2.2 亿人民币，净亏损/经调整净亏损 9.7 亿/8.1 亿人民币。**
- 配置证规划数量有望于 2Q23 发布。**《大型医用设备配置许可管理目录》已于 3 月 21 日公布，与 2018 年版目录相比，管理品目由 10 个调整为 6 个，且将甲/乙类兜底价格调升至 5000 万/3000-5000 万人民币，腔镜手术机器人虽仍按乙类设备管理，但政策整体呈限制放宽态势，后续配置证数量增幅值得期待。我们预计配置证规划数量或有望于 2Q23 发布，有望推动图迈年内装机量提升。
- 大适应症即将获批。**图迈 2 代有望于年内获批并新增妇科、普外科和胸科适应症。妇科和普外科手术量空间远大于已获批的泌尿外科（**达芬奇 2022 年普外科与妇科手术量约为泌尿外科手术量 2.5-3.0 倍**），适应症范围扩大可提升医院购买意愿，随着疫情后手术放量及配置证规划落地，我们预计图迈装机量将于 2023E 进入高速增长期。
- 仍有较充足授信额度支持现金支出：**期末账上现金 7.5 亿人民币（vs 2021 年：19.4 亿），2022 年现金支出金额较大主因公司投入产能及培训中心建设，目前已基本达到公司计划规模，随着核心销售启动及投资回落，公司预计 2023E 净现金支出将控制在 7 亿人民币以下，**目前公司仍有未使用银行授信额度逾 10 亿，我们预计公司可应对未来 2 年现金开支需求。**目前公司继续推进 1H22 已启动的科创板上市计划，预计发行量不超 1.16 亿股（占目前已发行股数 12.2%），若按当前股价算，若成功发行可募资约 28 亿人民币。
- 维持“买入”评级，降目标价 11% 至 40.0 港元。**我们预计 2023-25E 公司收入 2.2/6.1/12.3 亿元人民币，归母净亏损 9.4/7.7/4.9 亿元，继续采用 DCF 对公司估值（维持 WACC 11.1%、永续增长率 3.0% 假设），调整目标价至 40.0 港元，对应 384 亿港元目标市值。
- 投资风险：**政策风险、行业增速放缓、RAS 渗透率提升慢于预期。

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	2	22	227	605	1,230
同比变动 (%)	NM	905%	951%	166%	103%
归母净利润	-583	-1,140	-940	-765	-490
PS (X)	NM	1090	104	39	19

E=浦银国际预测 资料来源：公司报告、浦银国际

胡泽宇 CFA

助理分析师

ryan_hu@spdbi.com
(852) 2808 6446

丁政宇

医疗分析师

ethan_ding@spdbi.com
(852) 2808 6442

2023 年 4 月 3 日

评级

买入

目标价 (港元)	40.00
潜在升幅/降幅	+42%
目前股价 (港元)	28.25
52 周内股价区间 (港元)	16.4-44.8
总市值 (百万港元)	27,080
近 3 月日均成交额 (百万)	71

注：数据截至 2023 年 3 月 31 日

市场预期区间

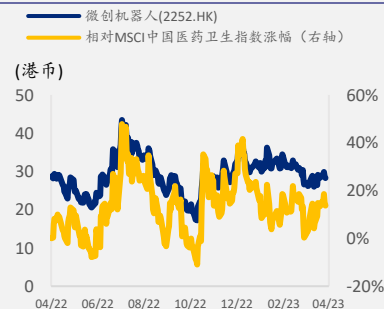


▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

注：数据截至 2023 年 3 月 31 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

股价表现



注：数据截至 2023 年 3 月 31 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

财务报表分析与预测 - 微创机器人

利润表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
收入	2	22	227	605	1,230
销售成本	-1	-15	-136	-302	-492
毛利	1	7	91	302	738
其他净收入	25	42	21	21	22
研发成本	-393	-756	-590	-620	-712
销售及营销开支	-79	-184	-300	-315	-362
行政开支	-107	-170	-119	-125	-144
金融工具公允价值变动	46	-27	0	0	0
其他营运成本	-43	-7	0	0	0
经营亏损	-552	-1,095	-897	-736	-459
融资成本	-5	-11	-35	-29	-22
权益法入账公司亏损	-27	-40	-13	-5	-12
其他	-5	0	0	0	0
税前亏损	-585	-1,146	-946	-770	-493
所得税	0	0	0	0	0
年内/期内亏损	-585	-1,146	-946	-770	-493
非控股权益	-2	-6	-5	-4	-3
归母净利润/(亏损)	-583	-1,140	-940	-765	-490

资产负债表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
物业、厂房及设备	361	492	532	569	611
无形资产	3	7	7	7	7
预付款项	0	0	0	0	0
商誉	1	1	1	1	1
权益法入账被投资公司	124	175	123	135	139
衍生金融资产	0	0	0	0	0
其他金融资产	137	110	88	96	99
其他	72	46	37	41	42
非流动资产	698	831	788	850	900
衍生金融资产	9	0	0	0	0
存货	110	250	200	220	227
其他应收款项	25	94	75	82	85
已质押按金	10	7	7	8	8
现金及现金等价物	1,941	748	465	2,514	1,987
其他	0	0	0	0	0
流动资产	2,094	1,099	748	2,825	2,307
贸易及其他应付款项	182	258	283	312	327
租赁负债	53	58	64	70	73
其他	0	9	10	11	12
流动负债	234	325	858	894	912
租赁负债	152	129	141	156	160
递延收入	15	33	36	40	41
其他	0	35	39	43	44
非流动负债	167	197	217	238	245
股本	959	959	959	1,075	1,075
储备	1,435	459	-481	1,488	998
非控股权益	-3	-10	-15	-19	-22
权益总额	2,390	1,408	462	2,543	2,050

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

(百万人民币)	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
税前亏损	-585	-1,146	-946	-770	-493
摊销及折旧	35	55	59	63	68
存货增加	-110	-141	50	-20	-7
其他应收款项(增加)/减少	-8	-69	19	-7	-2
贸易及其他应付款项增加	82	76	26	28	16
其他	45	86	126	12	16
经营活动现金净额	-540	-1,138	-666	-694	-402
购买物业、厂房及设备的付款	-131	-268	-100	-100	-110
无形资产付款	-3	0	0	0	0
其他	-263	0	0	0	0
投资活动现金净额	-397	-268	-100	-100	-110
股权及借贷融资	1,422	0	500	2,851	0
其他	-30	213	-17	-8	-15
融资活动现金净额	1,392	213	483	2,843	-15
现金及现金等价物变动	455	-1,193	-283	2,049	-527
年/期初现金及现金等价物	1,497	1,941	748	465	2,514
汇率变动影响	-12	0	0	0	0
年/期末现金及现金等价物	1,941	748	465	2,514	1,987

财务和估值比率

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
每股数据(人民币)					
摊薄每股收益	-0.63	-1.19	-0.98	-0.80	-0.51
每股销售额	0.00	0.02	0.24	0.63	1.28
每股净资产	2.60	1.47	0.48	2.65	2.14
同比变动					
收入	NM	905%	951%	166%	103%
归母净利润	NM	NM	NM	NM	NM
费用与利润率					
毛利率	43%	30%	40%	50%	60%
核心经营利润率	-26902%	-5109%	-405%	-125%	-39%
归母净利润率	NM	-5276%	-414%	-127%	-40%
回报率					
平均股本回报率	-30%	-60%	-101%	-51%	-21%
平均资产回报率	-26%	-49%	-55%	-30%	-14%
财务杠杆					
流动比率(x)	8.9	3.4	0.9	3.2	2.5
现金比率(x)	8.3	2.3	0.5	2.8	2.2
负债/权益	0.2	0.4	2.3	0.4	0.6
估值					
市盈率(x)	-39.0	-20.7	-25.0	-30.8	-48.0
市销率(x)	NM	1,090	104	39	19
市净率(x)	9.5	16.7	51.0	9.3	11.5

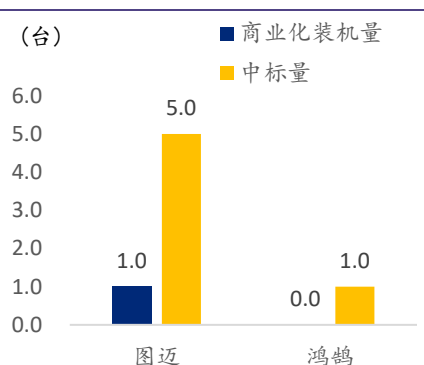
图表 2: 微创机器人 2022 年核心财务指标及变动

单位: 百万人民币	2022 年	2021 年	同比变动	公司指引
营业收入	21.6	2.2	905%	30-50
毛利润	6.6	0.9	614%	
毛利率	30.4%	42.7%	-12.4	
销售费用	184.0	79.2	22%	200.0
管理费用	170.5	107.5	23%	100.0
研发费用	755.8	392.6	30%	700.0
归母净利润/(亏损)	(1,139.8)	(582.9)		
经调整净利润/(亏损)	(1,009.4)	(452.8)		

注: 经调整净利润/(亏损)

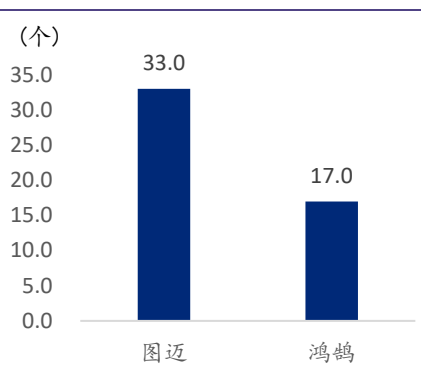
资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 3: 核心产品装机&中标量 (2022 年)



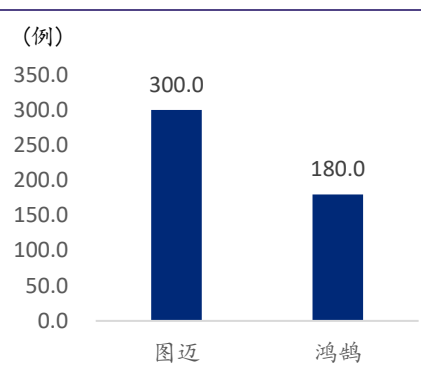
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 4: 核心产品培训中心数量 (截至 2022 年底)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 5: 核心产品人体临床验证手术量



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 6: 微创机器人产品管线

专科手术	产品名称	类型	手术应用	中国开发阶段	海外开发阶段	(预计) 获批时间	
腔镜手术	1) 图迈	自研	- 泌尿外科手术 (图迈 1 代&2 代) - 妇科手术 (图迈 2 代) - 胸科手术 (图迈 2 代) - 普外科手术 (图迈 2 代)	已获批	预计 2023 年将启动海外上市前的临床、注册工作。	中国: 已于 2022 年 1 月获批 中国: 2023E 中国: 2023E 中国: 2023E	
	2) 图迈单臂	自研	泌尿外科、妇科、普外科	已于 2H22 启动注册临床(2023 年 3 月完成首例入组)			中国: 2023 年底-2024 年初
	3) 蜻蜓眼 (三维腹腔镜内窥镜)	自研	腹部、胸腔及骨盆区等器官腔镜手术	已获批			中国: 一代产品于 2021 年 6 月获批, 二代产品于 2023 年 3 月获批
骨科手术	4) 鸿鹄 (海外名: SkyWalker)	自研	全膝关节置换术	已获批	美国: 2022 年 7 月获批; 欧盟: 2022 年 12 月获批	中国: 已于 2022 年 4 月获批	
			全髋关节置换术	临床阶段 (预计 2023 年初或之前开始注册临床)	\	中国: 2024*	
			单踝置换术	临床阶段	\	中国: 2025 或之后*	
经自然腔道手术	5) 脊柱手术机器人	自研	脊柱手术	临床前 (设计验证)	\	中国: 2024/25*	
	6) 经支气管手术机器人	自研	经支气管诊断及治疗	临床阶段 (1H23 已启动注册临床)	\	中国: 2024*	
泛血管手术	7) TAVR 手术机器人	自研	心脏瓣膜置换手术	临床前 (设计开发)	\	中国: 2024/25*	
	8) R-One	与法国 Robocath 成立上海知脉 (微创机器人持股 51%) 引入	冠状动脉血管成形术	上市申请 (2H22)	公司不拥有海外权益 欧盟: 2019 年获批	中国: 2023E	
经皮穿刺手术	9) ANT	与新加坡 NDR 成立上海术航 (微创机器人持股 41%) 引入	经皮穿刺肺活检 (ANT-X)	临床前 (设计开发)	公司不拥有海外权益 欧盟: 2020 年获批	中国: 2025 或之后*	
			肝穿刺活检 (ANT-C)	临床前 (设计开发)	公司不拥有海外权益	中国: 2025 或之后*	
	10) Mona Lisa	与新加坡 Biobot 成立上海介航 (微创机器人持股 40%) 引入	前列腺穿刺活检	上市申请 (2H22)	公司不拥有海外权益 美国、欧盟: 2017 年获批	中国: 2023E	

注: “\”代表暂未公布相关计划, “*”代表 SPDBI 预测, 其余为公司预测
资料来源: 公司资料、浦银国际

• 财务预测调整及估值

我们根据公司业绩及最新指引调整财务预测：

1) **营业收入**：因配置证延迟发放及疫情推迟图迈装机放量时点，公司将 2023 年指引从原 5 亿人民币下调至 2.2 亿人民币，我们相应下调 2023-24E 收入预测；

2) **毛利润**：公司 2022 年因疫情停工且仅实现 1 台商业化装机导致毛利率较低，随着图迈进入规模化生产，我们预计公司毛利率长期将向行业 70-80%的毛利率区间接近，但因放量时间点较我们此前预期延后，下调 2023-24E 毛利率预测；

3) **归母净亏损**：公司指引 2023E 研发费用在此前高投入后将有所回落，管理费用通过降本增效也将有所缩减，综合上述收入及毛利率变动，将 2023/24E 归母净亏损调至亏损 9.4 亿/7.7 亿。

图表 7：微创机器人财务预测变动

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	227	419	-45.8%	605	1,150	-47.4%	1,230	-	-
毛利润	91	289	-68.6%	302	755	-60.0%	738	-	-
归母净利润/(亏损)	-940	-798	NM	-765	-480	NM	-490	-	-

资料来源：浦银国际预测

由于公司仍处于商业化初期且暂未产生盈利，我们继续采用 DCF 对公司进行估值，维持 WACC 11.1%及永续增长率 3.0%假设，得出目标价 40.0 港元，对应 384 亿港元目标市值（约 49 亿美元）。

行业龙头直觉外科目前市值 895 亿美元，对应 11x 2024E P/S，微创机器人目标市值为直觉外科的 5%，对应 55x 2024E P/S。该估值倍数虽高于直觉外科，但直觉外科收入增速已相对稳定，年均增速在 15-25% 区间，而微创机器人处于高速增长期（我们预计 2022-32E 复合增速 86%），增速远高于直觉外科，因而，我们认为微创机器人应享有更高的估值倍数。

图表 8：微创机器人 DCF 估值

人民币百万	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	...	2043E
营业收入	22	227	605	1,230	2,021	2,958	4,060	5,332	6,807		79,325
YoY	905%	951%	166%	103%	64%	46%	37%	31%	28%		15%
EBIT	(1,104)	(919)	(757)	(481)	(169)	222	704	1,281	1,429		36,489
占收入比例	NM	NM	NM	NM	-8%	8%	17%	24%	21%		46%
EBIT * (1-t)	(938)	(781)	(644)	(409)	(143)	189	599	1,089	1,215		31,016
加: 折旧与摊销	55	59	63	68	73	79	86	93	102		255
减: 营运资金增加/ (减少)	(125)	172	(21)	(11)	(1)	2	6	10	16		434
减: 资本开支	(268)	(100)	(100)	(110)	(121)	(133)	(146)	(161)	(177)		(336)
FCFF	(1,276)	(649)	(701)	(462)	(192)	137	545	1,032	1,156		31,368

WACC&永续增长率核心假设		DCF 估值	
长期资本结构		FCFF 现值合计	27,772
% 债权	15.0%	终值	48,079
% 股权	85.0%	终值现值	5,820
债权成本	0.0%	企业价值 (EV)	33,592
债权成本	5.0%	(-) 负债	(706)
税率	15.0%	(+) 现金及等价物	465
税后债权成本	4.3%	(-) 少数股东权益	15
股权成本	0.0%	股权价值	33,367
无风险收益率	3.6%	发行在外总股数(百万股)	959
Beta	1.3	每股价值 (RMB)	34.8
市场风险溢价	7.0%	RMB/HKD	1.15
股权成本	12.4%	每股价值 (HKD)	40.0
WACC	11.1%	目标市值 (HKD m)	38,372
永续增长率	3.0%		

资料来源：浦银国际预测

图表 9：SPDBI 目标价：微创机器人



资料来源：Bloomberg、浦银国际

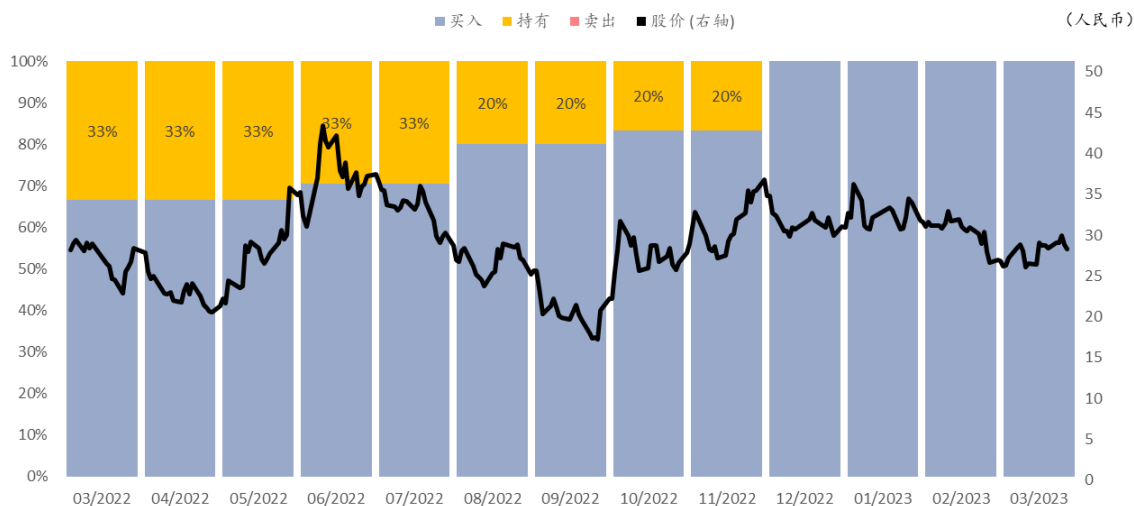
图表 10: SPDBI 医疗行业覆盖公司

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	82.2	买入	122.0	2023年3月21日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	79.5	买入	123.0	2023年3月21日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	33.0	买入	46.0	2023年4月3日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	49.0	持有	55.0	2023年4月3日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	48.6	买入	86.0	2023年3月23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	19.9	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	41.9	买入	58.0	2023年3月30日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	26.1	买入	51.5	2023年3月13日	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	33.7	买入	66.0	2023年3月13日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	3.9	买入	12.5	2023年3月28日	生物科技
BGNE US Equity	百济神州	218.2	买入	305.0	2023年3月6日	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	129.4	买入	183.0	2023年3月6日	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	130.8	买入	182.0	2023年3月6日	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	35.2	买入	51.5	2023年3月29日	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	40.4	买入	65.0	2023年3月16日	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	3.5	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	15.0	2023年3月29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	20.7	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	58.0	买入	79.0	2023年3月20日	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	11.3	持有	19.0	2022年7月27日	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	3.6	持有	4.25	2023年3月17日	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	22.4	买入	28.1	2022年7月27日	生物科技
2256.HK Equity	和誉	3.0	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	2.7	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	14.0	买入	23.8	2022年11月7日	ICL
300760 CH Equity	迈瑞医疗	311.7	买入	420.0	2022年10月31日	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	28.3	买入	40.0	2023年4月3日	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	10.8	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	2.3	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 31 日收盘价

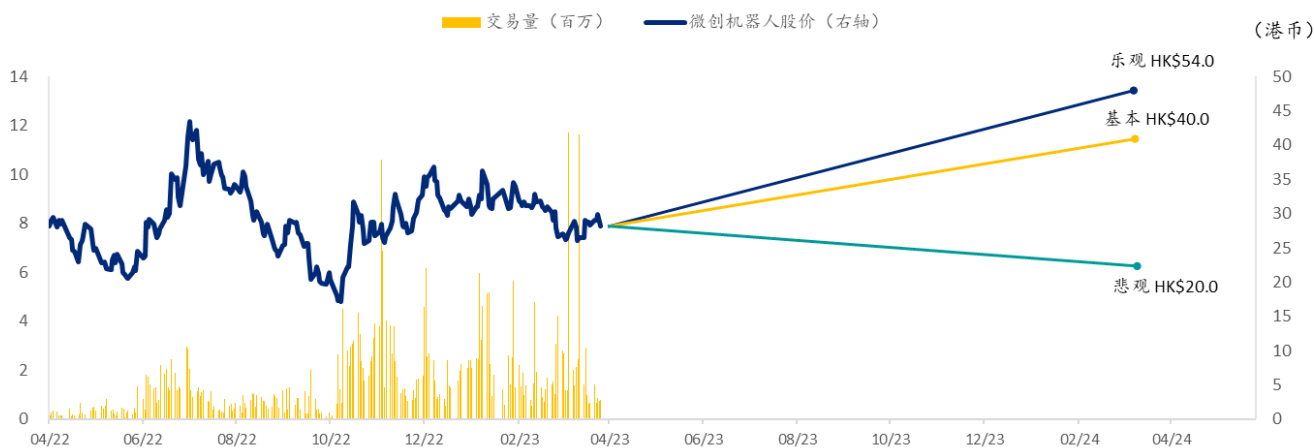
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 11: 微创机器人市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 12: 微创机器人 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 54.0 港元

- 2022-43E 收入复合增速>60%;
- 稳态毛利率>80%;
- 新版腔镜手术机器人配置证规划配额数量较市场预期多。

悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 20.0 港元

- 2022-43E 收入复合增速<35%;
- 稳态毛利率<60%;
- 新版腔镜手术机器人配置证规划配额数量较市场预期少。

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

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

