



云顶新耀 (1952.HK): 国内商业化元年进行时, 核心品种长期价值远被低估

公司 FY22 录得收入 1,279 万元, 主要来自依拉环素和 Trodelvy 在新加坡的销售; 公司收到吉利德 Trodelvy 交易预付款后现金储备达到 4.3 亿美元, 我们预计足以支持未来三年的研发和商业化运营而无需借助外部融资。我们认为公司核心品种市场空间十分可观, 当前股票仍明显被低估, 维持“买入”评级, 下调目标价至 25.0 港元。

- 国内商业化正式启动:** 公司近期宣布其新型四环素类抗生素依拉环素(依嘉®)已获得 NMPA 批准, 用于治疗成人复杂型腹腔内感染。公司将于 3Q23 产品上市时建立一支 100-120 人的商业化团队, 定位高端抗生素产品, 快速覆盖以核心三甲为主的国内 300-500 家医院。依嘉在各类革兰氏阴性耐药菌株中的 IC₉₀ 均显著低于替加环素, 对细菌生长的抑制作用更强。我们认为, 更优异的疗效将帮助依嘉快速替代替加环素在多重耐药革兰氏阴性菌感染患者中的地位; 在新加坡, 依嘉已成功替代 80% 的替加环素销量。2022 年, 替加环素国内年销售额超过 19 亿元, 而作为该疾病末线疗法的多粘菌素(目前日均治疗费用 6,000-9,000 元), 销售已超 24 亿。因此, 我们相对保守地预计, 依嘉在引进区域的峰值销售将超过 12 亿元。
- Nefecon 优异疗效数据支持长期市场空间:** 近期公布的 Nefecon III 期试验的两年随访数据显示, 相比安慰剂, 患者在服用 Nefecon 9 个月、停药 15 个月后有明显的肾功能改善和尿蛋白减少作用; 从斜率分析结果看, Nefecon 能显著延缓 IgA 肾病进展为终末期肾病。我们预计产品将于 2023 年底前获批上市, 成为国内首款获批的 IgA 肾病特效药。公司估计 IgA 肾病在国内有 400-500 万潜在病人, 随着肾活检诊断和非活检超适应症用药的渗透率提升, 未来产品应用场景也将持续拓宽, 我们预计经 POS 调整峰值销售将达到 30 亿元左右。此外, 公司将继续布局膜性肾病、微小病变、局部节段性肾小球硬化等存在巨大未被满足临床需求的肾科适应症。
- 维持“买入”评级:** 基于更保守的 Trodelvy 里程碑收款预测, 我们将 2023/24E 收入下调至 1.2 亿/7.4 亿元, 主要来自依嘉和 Nefecon 的产品销售贡献; 我们也显著提升 2024E 销售费用预测(2023E 预测大致不变), 以反映产品上市初期所需的营销投入。我们根据 DCF 估值模型得到最新目标价 25.0 港元。我们认为, 公司目前处于明显被低估的状态, 在临床开发能力已获验证、自主研产销平台逐渐成型、未来 12 个月催化剂丰富的情况下, 估值修复空间较大。
- 投资风险:** 研发失败或滞后、BD 进展受挫、产品销售不及预期。

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	0	13	118	736	1,459
收入同比增速 (%)	NM	NM	819.4%	526.2%	98.2%
经调整归母净利润 (亏损)	-777	-17	-1,128	-934	-566
PS (X)	NM	286.6	32.7	5.2	2.6

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 4 月 4 日

评级

买入

目标价 (港元)	25.00
潜在升幅/降幅	78%
目前股价 (港元)	14.04
52 周内股价区间 (港元)	5.98-30.50
总市值 (百万港元)	4,393
近 3 月日均成交额 (百万港元)	105

注: 数据截至 2023 年 4 月 3 日

市场预期区间

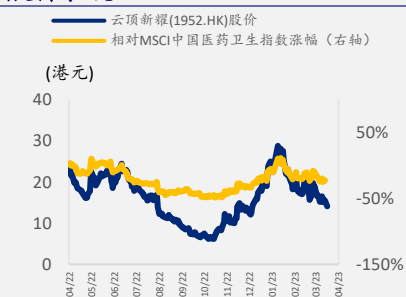


▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

注: 数据截至 2023 年 4 月 3 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 - 云顶新耀

利润表

人民币百万	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	0	13	118	736	1,459
营业成本	-0	-5	-36	-197	-369
毛利	0	8	82	539	1,090
一般及行政开支	-243	-277	-293	-317	-342
研发开支、分销及销售开支	-812	-1,136	-1,219	-1,502	-1,679
其他收入	5	5	0	0	0
其他亏损	23	1,143	0	0	0
财务成本净额	24	33	34	35	36
金融工具公允价值变动	-6	-23	0	0	0
除税前(亏损)/溢利	-1,009	-247	-1,396	-1,257	-921
所得税开支	0	-0	0	0	0
净利润	-1,009	-247	-1,396	-1,257	-921
经调整净利润	-777	-17	-1,128	-934	-566

资产负债表

人民币百万	2021	2022	2023E	2024E	2025E
物业及设备	112	537	960	1,341	1,377
使用权资产	150	107	87	72	59
无形资产	2,471	2,378	2,478	2,580	2,685
投资	830	89	89	89	89
其他非流动资产	394	89	89	89	89
非流动资产合计	3,958	3,201	3,703	4,171	4,299
预付款项及其他流动资产	48	1,763	81	197	303
现金及现金等价物	2,640	1,651	1,760	281	-478
流动资产合计	2,688	3,414	1,841	478	-176
总资产	6,646	6,615	5,545	4,649	4,124
向投资者发行的金融工具	27	31	32	32	33
租赁负债	96	59	60	62	63
其他非流动负债	361	0	0	0	0
非流动负债合计	484	90	92	94	96
租赁负债	28	20	21	22	22
贸易及其他应付款项	241	426	468	492	516
其他流动负债	1	424	437	450	463
流动负债合计	270	870	926	963	1,002
总负债	754	960	1,018	1,057	1,098
股本	0	0	0	0	0
储备	13,565	13,817	14,086	14,408	14,762
累计亏损	-7,925	-8,172	-9,568	-10,825	-11,745
累计其他全面亏损	252	9	9	9	9
亏损中的总权益	5,892	5,654	4,527	3,592	3,026
权益及负债总额	6,646	6,615	5,545	4,649	4,124

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

人民币百万	2021	2022	2023E	2024E	2025E
除所得税前(亏损)/溢利	-1,009	-247	-1,396	-1,257	-921
物业及设备折旧	6	14	67	157	232
使用权资产折旧	25	26	22	18	15
营运资金变动及其他	248	-949	2,005	243	287
经营活动净现金	-730	-1,156	698	-839	-386
购买物业及设备	-79	-356	-489	-538	-269
与天境生物的合作协议预付款项	0	0	0	0	0
购买无形资产	-517	-77	-103	-105	-107
投资活动净现金	-976	-1,028	-592	-642	-376
租赁负债的本金部分	-24	-31	2	2	2
股票发行及其他	-53	5	1	1	1
融资活动净现金	-77	-25	2	2	3
汇率变动对现金及等价物的影响	-59	60	0	0	0
现金及现金等价物减少净额	-1,841	-2,149	109	-1,479	-759
年初/期初现金及现金等价物	4,481	2,640	491	600	-880
期末现金及现金等价物	2,640	491	600	-880	-1,639

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (人民币元)					
每股亏损	-3.4	-0.8	-4.5	-4.0	-2.9
每股净资产	20.1	19.0	14.5	11.5	9.7
每股经营现金流	-2.5	-3.9	2.2	-2.7	-1.2
每股销售	0.0	0.0	0.4	2.4	4.7
估值 (倍)					
P/B	0.8	0.9	1.2	1.5	1.8
P/S	NM	396	45	7	4
盈利能力指标					
毛利率	57.4%	63.7%	69.7%	73.2%	74.7%
净利润率	NA	-1933.1%	-1187.1%	-170.6%	-63.1%
净资产收益率	-17.1%	-4.4%	-30.8%	-35.0%	-30.4%
资产回报率	-15.2%	-3.7%	-25.2%	-27.0%	-22.3%
盈利增长					
营业收入增长率	NM	NM	819%	526%	98%
偿债能力指标					
资产负债率	882%	689%	545%	440%	376%
流动比率(x)	9.9	3.9	2.0	0.5	0.2
速动比率(x)	9.9	3.9	2.0	0.5	0.2
现金比率(x)	1.0	0.5	1.0	0.6	2.7

• 潜在催化剂、核心预测及假设

2023 年潜在催化剂包括：

- 新药及适应症获批
 - a) 依嘉（依拉环素）：治疗复杂性腔内感染 cIAI 的适应症于中国台湾获批；
 - b) Nefecon：治疗 IgA 肾病适应症于中国大陆及新加坡获批；
 - c) EVER-COVID19-M1（mRNA 二价疫苗）：在中国获得紧急使用授权；
 - d) Etrasimod：溃疡性结肠炎美国获批（辉瑞负责）。

- 提交 NDA/BLA
 - a) Taniborbactam：在中国大陆提交治疗 cUTI 的 NDA，美国由 Venatorx 提交 NDA；
 - b) Nefecon：中国香港、中国台湾及韩国提交 IgA 肾病上市申请。

- 临床数据
 - a) EVER001（XNW1011）：II 期临床顶线数据；
 - b) Etrasimod：III 期临床第 12 周诱导缓解数据。

- 临床进展
 - a) EVER-COVID19-M1（mRNA 二价疫苗）：提交 I 期、II 期临床 IND；
 - b) Etrasimod：治疗 UC 的 III 期临床试验完成入组；
 - c) SPR206：启动 III 期临床；
 - d) 9 款新产品有望进入到早期临床阶段，包括多款自研产品（未来 2-3 年）。

• 财务预测及估值

我们下调 2023-24 年收入预测、并预测更高的净亏损，主要基于更保守的 Trodelvy 相关里程碑收款预测、以及核心品种上市后更高的销售费用预测；同时，我们还上调了依嘉和 Nefecon 的短期销售放量节奏和长期峰值预测，以反映相关适应症在国内的巨大未被满足临床需求和公司战略转型后的业绩增长潜力。

图表 2：云顶新耀财务预测变动

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	118	1,218	-90%	736	1,931	-62%	1,459	-	-
毛利润	82	893	-91%	539	1,449	-63%	1,090	-	-
毛利率 (%)	69.7%	73.3%	-3.6pcts	73.2%	75.0%	-1.8pcts	74.7%	-	-
经调整归母净利润 (亏损)	-1,128	-253	NM	-934	225	NM	-566	-	-

资料来源：浦银国际预测

图表 3：港股生物科技企业估值表

代码	公司名称	股价 (港币)	市值 (港币百万)	过去 1 个月 股价变动 (%)	年初至今 股价变动 (%)	12 个月滚动远期 市销率 (x)		市销率 (x)			收入同比变动 (%)		
						现值	3 年均值	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
6160 HK	百济神州	129.4	192,807	-9.8	-3.6	9.8	21.3	10.5	8.2	6.2	53.5	27.5	33.8
1801 HK	信达生物	35.2	53,939	-13.3	4.9	7.1	12.7	7.7	5.9	4.5	34.7	29.7	31.9
1877 HK	君实生物	27.4	48,084	-13.6	-43.5	11.3	17.5	12	9.8	9	141.3	22.3	8.6
9926 HK	康方生物	40.4	33,979	-2.7	-6	6.4	33.1	5.8	9	6	498.8	-35.1	49.3
9995 HK	荣昌生物	41.9	31,828	-23.1	-27.7	16.6	52.9	19.4	11.8	7.6	82.4	65	54.9
9688 HK	再鼎医药	26.1	25,505	-17.7	5.9	9.6	38	10.6	7.4	4.4	45.1	43.7	66.5
6185 HK	康希诺	42	20,482	-31.6	-37.1	12.7	11.1	14.4	9.5	4.3	20	51.3	120.8
2162 HK	康诺亚	58	16,225	-12.8	13.7	42.4	94.6	44.6	37.2	13.6	204	19.8	174.5
9969 HK	诺诚健华	8.4	16,133	-7.2	-38.6	11.7	55.4	13.4	8.6	6.2	66.5	55.9	38.6
9966 HK	康宁杰瑞	13.2	12,715	-13.3	22	26.1	765.8	35.3	15	6.3	97.4	135.7	136.8
2171 HK	科济药业	12.7	7,274	-25.6	-15.2	34.8	254.9	43	22.6	5.8	NA	90.1	288.9
1477 HK	欧康维视	10	6,901	-	2.1	10.8	68.9	13.6	6.9	NA	155.3	97.7	NA
6855 HK	亚盛医药	22.4	6,432	-14.7	-13	11.5	142.8	13.6	8	4.4	96.2	69	82.1
2696 HK	复宏汉霖	11.3	6,141	-22.9	-11.7	1.4	8	1.5	1.3	1.3	-32.2	13.8	3.6
1167 HK	加科思	7.3	5,761	-20.9	38.8	16.4	19.2	15.9	18.1	NA	201.8	-12	NA
1952 HK	云顶新耀	15.4	4,831	-15.5	-11.2	4.6	140	4.8	4.2	2.2	6,064.40	14.5	94.1
2616 HK	基石药业	3.6	4,558	-13.6	-23.3	3.9	21.5	4.3	3	2.4	89.8	44.6	25.5
2552 HK	华领医药	3.6	3,821	-12.6	-3.2	6.1	15.4	8.2	3.6	4.4	NA	129.1	-18.9
2137 HK	腾盛博药	4.3	3,142	-30.9	-41.4	2.7	4.9	2.9	2.2	2.6	1,723.50	29	-13.4
2181 HK	迈博药业	0.7	3,052	60.9	70.1	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
9939 HK	开拓药业	6.5	2,886	-32.2	-34.5	8.3	36.9	NA	2.1	2.9	NA	NA	-25.1
1672 HK	歌礼制药	2.5	2,718	-24.2	-47.3	9.9	16.7	11	7.7	3.4	104.5	43.8	123.3
6978 HK	永泰生物	4.5	2,316	-29.7	-2.8	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
6622 HK	兆科眼科	3.9	2,116	-12.6	28.8	20.5	34.5	27.8	11.7	1.2	NA	137.6	839
2256 HK	和誉开曼	3	2,070	-3.6	-8.1	261.2	247.4	357.2	147.8	10.2	NA	141.6	1,348.90
6996 HK	德琪医药	2.9	1,964	-29.4	-43.5	3.4	78.6	4.1	2.3	1.8	155	79.1	24.4
3681 HK	中国抗体	1.8	1,873	-12.1	-	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
2142 HK	和铂医药	2.1	1,613	-20.8	-25.3	2.5	26	2.6	2.3	2	95.7	14.6	13.7
1875 HK	东曜药业	2.1	1,607	-4.6	-13.3	2.3	6.1	2.5	1.9	NA	22.6	29.5	NA
2126 HK	药明巨诺	3.7	1,501	-18.2	-16.1	2.6	19.3	3.2	1.7	1.2	170.6	92.5	46.2
6998 HK	嘉和生物	2.7	1,340	2.3	-0.4	9.9	23.6	13.6	5.6	NA	412.5	143.3	NA
市值加权平均						12.4	51.5	13.9	9.9	5.9			

E=Bloomberg 一致预期；资料来源：Bloomberg、浦银国际；数据截至 2023 年 4 月 3 日

图表 4: 浦银国际目标价: 云顶新耀



资料来源: Bloomberg、浦银国际

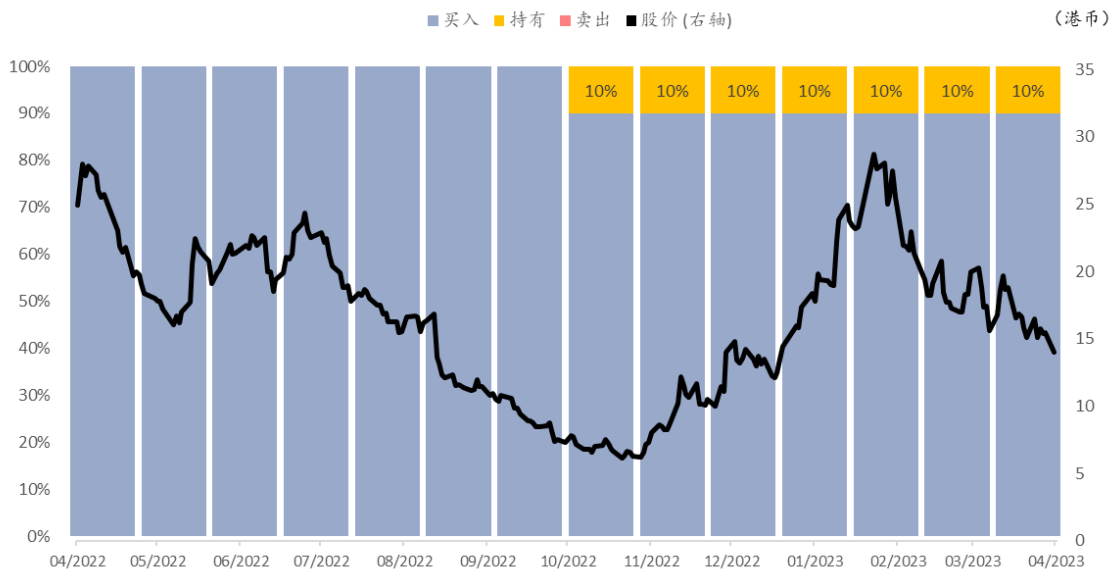
图表 5: SPDBI 医疗行业覆盖公司

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	25.0	2023年4月4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

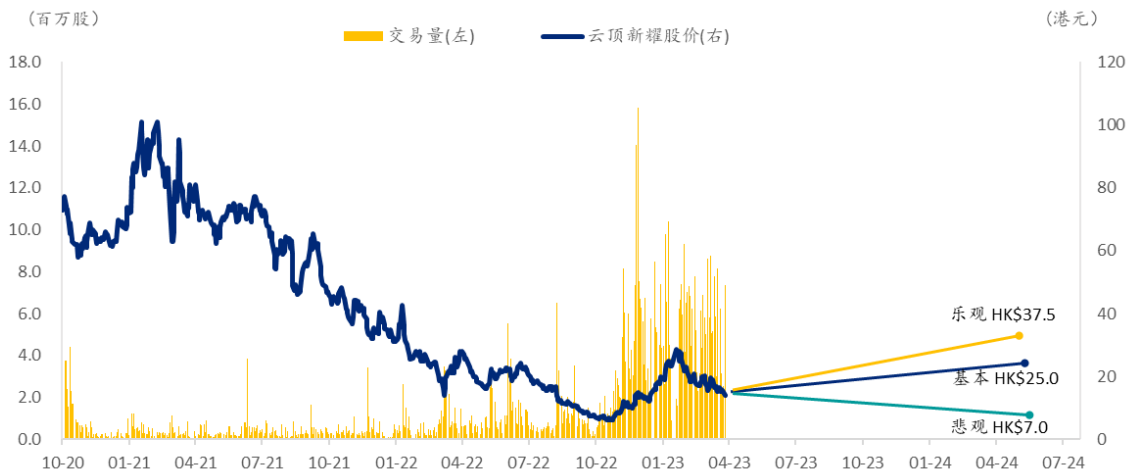
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 6: 云顶新耀市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 7: 云顶新耀 SPDBI 情景假设



乐观情景: 管线开发快于预期、产品销售高于预期

目标价: 37.5 港元

概率: 30%

- 现有管线 2033E 销售高于 110 亿人民币;
- 核心产品的医保目录谈判降价幅度较缓和;
- 公司在目前产品管线基础上继续以低廉价格引入重磅产品。

悲观情景: 管线开发慢于预期、产品销售低于预期

目标价: 7.0 港元

概率: 10%

- 现有管线 2033E 销售低于 80 亿人民币;
- 核心产品的医保目录谈判降价幅度较大;
- 后续没有重磅产品引入或引入价格过高。

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

