



沛嘉医疗 (9996.HK)：2022 疫情下继续减亏；瓣膜及神介业务市占率有望进一步提升

2022 年收入同比增长 84% 至 2.5 亿人民币，符合管理层指引及市场预期，年内净亏损收窄至 4.1 亿人民币，减亏进度优于主要竞争对手。在心脏瓣膜板块，公司市占率快速提升至 14%，且有望在 2023 年进一步提升。在神经介入板块，利润率未来或因集采有所承压，但收入端考虑到公司此前市占率仍较低，集采放量有望充分弥补降价对收入影响，神介业务整体有望在 2023 年继续维持 50%+ 收入增速。我们维持“买入”评级及目标价 14.0 港元。

- 2022 业绩符合预期，疫情下继续减亏：收入 2.5 亿人民币 (+84% YoY)，其中：1) 瓣膜收入 1.1 亿 (+156% YoY)，植入量 1,200 例 (+314% YoY)；2) 神经介入收入 1.4 亿 (+52% YoY)。毛利率 70.2% (+0.2pcts YoY)，符合此前管理层指引。归母净亏损 4.1 亿 (vs 2021 年亏损 5.7 亿)，公司在疫情扰动下继续减亏，减亏进度优于主要竞争对手。
- 心脏瓣膜：市占率进一步提升，2023 年植入量有望翻倍。板块收入 1.1 亿人民币 (+156% YoY)，全年植入量 1,200 例 (+314% YoY)，年内公司市占率快速提升至 14% (按经股&经心尖商业植入 8,689 台算；vs 2021 年：4%)。公司指引 2023E 市占率将进一步提升，预计占行业经股植入量 22-25%，我们预测沛嘉全年植入量有望同比增长 108% 至 2,500 例 (vs SPDBI 预测行业植入量增速 55%)。从植入量分布结构看，2022 年公司植入量中 45-50% 来自 TAVR 年手术量 < 15 台的新开术式医院，相较 2021 年占比 56% 有所下降，预计随着头部医院入院逐步完成，公司植入量分布将逐步向市场结构靠近 (2022 年 35-40% 来自新开术式医院)。
- 神经介入：集采对毛利率或有压制，但放量有望弥补降价对收入影响。板块收入 1.4 亿人民币 (+52% YoY)，其中出血/缺血/通路产品收入同比增长 10%/103%/101%。吉林 21 省弹簧圈、河南神经介入集采将于年内逐步落地执行，预计板块毛利率因集采降价将有所承压，但考虑到加奇在神经介入市场仍仅有中低个位数市占率，纳入集采有望带来产品销量迅速提升，公司指引在考虑集采影响下 2023E 板块销售仍将保持 50%+ 同比增长，其中出血板块有望实现以量换价，集采降价后仍实现同比增长。
- 维持“买入”评级及目标价 14.0 港元。我们根据业绩及管理层指引调整预测，预计 2023E/24E/25E 收入 4.2 亿/6.2 亿/9.4 亿元，归母净亏损 3.4 亿/2.5 亿/3,944 万元，维持公司于 2026E 年盈亏平衡的预测。继续采用 DCF 对公司进行估值，WACC&永续增长率假设与此前一致 (WACC: 11x; 永续增长率: 3%)，维持 14.0 港元目标价。
- 投资风险：Taurus Elite 销售不及预期；行业竞争加剧；集采时间早于预期；TAVR 渗透率提升不及预期。

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	137	251	415	620	936
同比变动 (%)	253%	84%	66%	49%	51%
归母净利润/ (亏损)	-574	-408	-341	-246	-39
PS (X)	41.0	22.7	13.8	9.3	6.1

E=浦银国际预测 资料来源：公司公告、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 4 日

评级

买入

目标价 (港元)	14.00
潜在升幅/降幅	+44%
目前股价 (港元)	9.73
52 周内股价区间 (港元)	5.20-14.32
总市值 (百万港元)	6,594
近 3 月日均成交额 (百万)	25

注：数据截至 2023 年 4 月 3 日

市场预期区间

HKD9.7

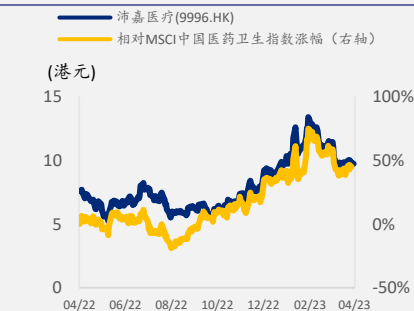


▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源：Bloomberg、浦银国际

注：数据截至 2023 年 4 月 3 日

股价表现



资料来源：Bloomberg、浦银国际

注：数据截至 2023 年 4 月 3 日

财务报表分析与预测 - 沛嘉医疗

利润表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
收入	137	251	415	620	936
心脏瓣膜	42	107	199	313	523
神经介入	95	144	216	307	413
销售成本	-41	-75	-132	-186	-253
毛利	96	176	283	435	683
销售及分销开支	-93	-242	-274	-310	-328
行政开支	-114	-123	-125	-130	-140
研发开支	-446	-373	-300	-307	-315
其他收入	10	13	15	17	18
其他亏损净额	-51	107	30	30	30
经营亏损	-599	-443	-371	-267	-52
财务收入	25	47	34	25	18
财务成本	0	-2	-5	-5	-5
金融工具公允价值变动	0	0	0	0	0
除所得税前亏损	-574	-398	-341	-246	-39
所得税开支	0	-10	0	0	0
归母净利润	-574	-408	-341	-246	-39

资产负债表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
使用权资产	25	22	20	18	17
物业、厂房及器械	151	306	384	465	548
投资物业	8	7	8	8	9
无形资产	277	539	584	628	669
预付款项及其他应收款项	53	6	7	8	8
其他	224	429	438	447	456
非流动资产总值	737	1,309	1,440	1,574	1,708
存货	66	127	159	186	203
按公允价值计入损益的金融资产	0	72	79	87	95
预付款项及其他应收款项	64	139	145	155	187
现金及现金等价物	2,296	1,670	1,231	865	698
流动资产总值	2,426	2,007	1,614	1,292	1,183
资产总值	3,164	3,316	3,054	2,867	2,890
长期负债	0	71	71	71	71
向投资者发行的金融工具	0	0	0	0	0
租赁负债	4	2	2	3	3
递延税项负债	20	20	22	25	27
递延收入	1	2	2	2	2
贸易及其他应付款项	0	6	6	7	8
非流动负债总额	26	101	104	107	111
短期负债	0	56	56	56	56
租赁负债	4	3	3	3	4
贸易及其他应付款项	115	519	595	650	709
合约负债	0	0	0	0	0
流动负债总额	119	578	654	709	769
股本及股份溢价	6,340	6,370	6,370	6,370	6,370
持有的信托库存股份	-85	-83	-83	-83	-83
其他储备	69	64	64	64	64
累计亏损	-3,305	-3,713	-4,054	-4,300	-4,340
权益总额	3,019	2,638	2,296	2,050	2,011

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
除所得税前年内亏损	-574	-408	-341	-246	-39
物业、厂房及器械及投资物业折旧	15	19	32	39	50
无形资产及使用权资产摊销/折旧	13	15	27	28	30
存货增加	-41	-61	-32	-27	-17
预付款项及其他应收款项变动	-23	-29	-7	-10	-33
贸易及其他应付款项减少	79	6	1	1	1
其他	0	1	-1	-1	-1
经营活动现金净额	-436	-331	-258	-175	36
物业、厂房及器械付款	-70	-100	-110	-121	-133
无形资产付款	-123	-135	-70	-70	-70
其他	-232	0	0	0	0
投资活动现金净额	-425	-235	-180	-191	-203
股权融资	814	30	0	0	0
借款增加	0	127	0	0	0
其他	-72	-217	0	0	0
融资活动现金净额	742	-60	0	0	0
现金及现金等价物的增加净额	-119	-626	-438	-366	-167
年初的现金及现金等价物	2,458	2,296	1,670	1,231	865
现金及现金等价物汇兑损益	-43	0	0	0	0
年末的现金及现金等价物	2,296	1,670	1,231	865	698

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	-0.86	-0.61	-0.50	-0.36	-0.06
每股销售额	0.21	0.37	0.61	0.91	1.38
每股净资产	4.56	3.92	3.38	3.02	2.96
同比变动					
收入	253%	84%	66%	49%	51%
归母净利润	NM	NM	NM	NM	NM
费用与利润率					
毛利率	70%	70%	68%	70%	73%
核心经营利润率	-409%	-224%	-100%	-50%	-11%
归母净利润率	-421%	-163%	-82%	-40%	-4%
回报率					
平均股本回报率	-20%	-14%	-14%	-11%	-2%
平均资产回报率	-19%	-12%	-11%	-8%	-1%
财务杠杆					
流动比率 (x)	20.4	3.5	2.5	1.8	1.5
现金比率 (x)	19.3	2.9	1.9	1.2	0.9
负债/权益	0.0	0.3	0.3	0.4	0.4
估值					
市盈率 (x)	-9.8	-14.0	-16.8	-23.3	-145.8
市销率 (x)	41.0	22.7	13.8	9.3	6.1
市净率 (x)	1.9	2.2	2.5	2.8	2.9

图表 2：主要可比公司财务及经营数据

	沛嘉医疗 (9996.HK)	心通医疗 (2160.HK)	启明医疗 (2500.HK)
			
2023E 指引			
公司植入量	经股市占率 22-25%	>4000 例 (▲56%YoY)	约 5250 例 (▲50%YoY)
行业植入量	-	▲40-50% YoY	▲50% YoY
2022 年财务数据 (人民币)			
收入 (同比变动)	2.5 亿 (▲84%) 心脏瓣膜: 1.1 亿 (▲156%) 神经介入: 1.4 亿 (▲52%)	2.5 亿 (▲25%)	4.1 亿 (▼2%)
- 国内	-	2.4 亿 (▲22%)	3.6 亿 (▼13%)
- 海外	-	713 万 (▲626%)	5,189 万 (▲393%)
毛利率 (同比变动)	70.2% (▲0.2pcts) 心脏瓣膜: 79.7% (▼3.1pcts) 神经介入: 63.2% (▼1.2pcts)	64.6% (▲5.5pcts)	77.3% (▼0.7pcts)
销售费用 (同比变动; 费用率)	2.4 亿 (▲159%; 96%)	1.6 亿 (▲38%; 64%)	2.6 亿 (▲21%; 51%)
研发费用 (同比变动; 费用率)	3.7 亿 (▼16%; 149%) 剔除 BD 相关: 1.5 亿 (▲12%)	2.2 亿 (▲48%; 89%)	5.3 亿 (▲104%; 130%)
管理费用 (同比变动; 费用率)	1.2 亿 (▲8%; 49%)	7,199 万 (▲104%; 29%)	1.9 亿 (▲50%; 23%)
归母净利/亏损	亏损 4.1 亿 (vs 2021 年: 亏损 5.7 亿)	亏损 4.5 亿 (2021 年: 亏损 1.8 亿)	亏损 10.6 亿 (2021 年: 亏损 3.7 亿)
现金及现金等价物 ⁽¹⁾	16.7 亿	18.7 亿	18.8 亿
2022 年核心运营数据			
TAVI 植入量	1,200+例 (▲314%)	2,625 例 (▲34%; 其中国内 2,562 例, 海外 63 例)	3500 例 (▼3%)
2022 年市占率 ⁽²⁾	14% (▲10pcts)	29% (▲3pcts)	40% (▼9pcts)
TAVI 覆盖医院数量	290 家 (▲195 家)	437 家 (▲129 家)	400 家 (▲40 家)
销售团队人数	185 人 (▲28 人)	184 人 (▲54 人)	260 人 (▲40 人)

(1) 不包括已抵押存款及定期存款; (2) 2022 年市占率按全国经股&经心尖商业植入量 8,689 例计算; 资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 3：沛嘉医疗产品管线（1）

产品	类型	国内进展	海外进展	预计国内获批时间
心脏瓣膜介入治疗				
主动脉瓣（置换）				
1) TaurusOne（第一代）	自研	已获批	\	已获批（2021年4月）
2) TaurusElite（第二代）	自研	已获批	\	已获批（2021年6月）
3) TaurusNXT“非醛交联”瓣（第三代）	自研	临床阶段（注册性临床，2021年9月首例入组；预计2023E完成入组）	\	1H25E
4) TaurusWave 冲击波球囊	自研	临床阶段（FIM）	\	2026E*
5) TaurusApex 高分子瓣膜（第四代）	自研	临床前（已完成动物试验）	\	2025E
6) Trilogy/Taurus Trio（AS&AR）	由 JenaValve 获得大中华权益（2021年12月）	中国大陆：预计1Q23启动注册性临床 港澳&大湾区：植入准备	AS&AR 已获得 CE 标志（沛嘉无海外权益）	2025E 年或之前
二尖瓣（置换、修复）				
1) HighLife 经房置换系统	由 HighLife 获得大中华权益（2020年12月）	临床阶段（2022年11月完成注册性临床首例植入，计划入组110人，公司预计2023年完成入组）	欧洲：注册性临床（沛嘉无海外权益）	2025E 年
2) SpyderOne	自研	临床前	\	2025E 年后*
3) Sutra 对合缘增强系统	沛嘉投资 Sutra Medical 并成为第二大股东（2021年8月）	\	临床前（动物试验）	2025E 年后*
4) GeminiOne 缘对缘修复系统	自研	临床阶段（2022年11月完成注册性临床首例患者入组，计划入组120人）	\	2025E
三尖瓣（置换）				
1) 沛嘉 TTVR 装置	自研	临床前	\	2025E 年后*
2) MonarQ TTVR	与 inQB8 分别拥有50%权益（2021年6月）	\	临床阶段（2022年11月完成 FIM 的临床首例植入）	2025E*
3) GeminiOne 缘对缘修复系统	自研	准备 FIM	\	2025E 年后*
配套产品				
1) TaurusAtlas 球囊扩张导管	自研	已获批（2021年4月）	\	已获批
2) TaurusNavi 引导鞘管	自研	已获批（2021年4月）	\	已获批
3) TaurusExplora 硬导丝	自研	已获批（2021年4月）	\	已获批

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

图表 4：沛嘉医疗产品管线（2）

产品	类型	国内进展	海外进展	预计国内获批时间
神经介入治疗（2019年3月收购加奇生物）				
出血性产品				
1) Jasper 颅内可电解脱弹簧圈 (第一代可解脱弹簧圈)	自研	已获批	已获批：CE、巴西、 印尼、尼瓜多尔	已获批（2009年6月）
2) Presgo 机械解脱弹簧圈 (第二代可解脱弹簧圈)	自研	已获批	已获批：CE、巴西	已获批（2018年6月）
3) Jasper SS 可电解脱弹簧圈	自研	已获批	\	已获批（2021年6月）
4) 热熔可解脱弹簧圈	自研	上市申请	\	-
5) 动脉瘤辅助支架	自研	临床前（设计阶段）	\	-
6) 输送型封堵球囊导管	自研	临床前（立项）	\	-
缺血性产品				
1) SacSpeed 球囊扩展导管	自研	已获批	\	已获批（2020年8月）
2) Syphonet/申翼取栓支架	自研	已获批	\	已获批（2022年2月）
3) Tethys AS 血栓抽吸导管	自研	已获批	\	已获批（2022年5月）
4) Fastunnel 输送型球囊扩张导管 (前称 Neway 球囊微导管)	自研	已获批	\	已获批（2022年5月）
5) Fluxcap 球囊导引导管	自研	已获批	\	已获批（2022年6月）
6) NeuroStellar 颅内支架	自研	临床阶段（注册性临床）	\	-
7) 血栓抽吸导管（大内腔）	自研	临床前（设计阶段）	\	-
血管通路产品				
1) Jasper 弹簧圈分离控制盒	自研	已获批	\	已获批（2016年11月）
2) Presgo 微导丝	自研	已获批	已获批：CE、巴西	已获批（2017年2月）
3) Presgo 微导管	自研	已获批	已获批：巴西	已获批（2017年8月）
4) Heraldier 导引导管（易必达）	自研	已获批	\	已获批（2019年5月）
5) Tethys 中间导管	自研	已获批	\	已获批（2020年10月）
6) Heraldier DA 远端通路导引导管	自研	已获批	\	已获批（2021年6月）
7) 下一代微导管	自研	临床前（设计阶段）	\	-
8) 下一代微导丝	自研	上市申请	\	-

**代表 SPDBI 预测，其余为公司预测

资料来源：公司资料、浦银国际

图表 5：沛嘉医疗财务预测变动

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	415	435	-4.5%	620	682	-9.1%	936	-	-
毛利润	283	320	-11.5%	435	515	-15.6%	683	-	-
归母净利润	-341	-289	18.0%	-246	-162	52.3%	-39	-	-

资料来源：浦银国际预测

图表 6: 沛嘉医疗 DCF 估值

人民币百万	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2038E
营业收入	251	415	620	936	1,351	1,560	2,122	2,761	3,424		9,381
YoY	83.7%	65.5%	49.4%	50.9%	44.3%	15.5%	36.1%	30.1%	24.0%		9.6%
EBIT	(562)	(416)	(313)	(101)	196	375	547	714	886		2,370
占收入比例	-224%	-100%	-50%	-11%	15%	24%	26%	26%	26%		25%
EBIT * (1-t)	(478)	(353)	(266)	(85)	167	319	465	607	753		2,014
加: 折旧与摊销	35	59	68	81	95	111	128	147	167		401
减: 营运资金增加/ (减少)	113	32	12	4	(72)	(4)	(109)	(182)	(194)		(164)
减: 资本开支	(235)	(180)	(191)	(203)	(217)	(231)	(247)	(265)	(285)		(530)
FCFF	(565)	(442)	(378)	(204)	(26)	195	237	306	442		1,722

WACC&永续增长率核心假设		DCF 估值	
长期资本结构		FCFF 现值合计	2,280
% 债权	15.0%	终值	22,716
% 股权	85.0%	终值现值	4,873
债权成本	0.0%	企业价值 (EV)	7,153
债权成本	5.0%	(-) 负债	(127)
税率	15.0%	(+) 现金及等价物	1,231
税后债权成本	4.3%	(-) 少数股东权益	-
股权成本	0.0%	股权价值	8,258
无风险收益率	3.6%	发行在外总股数(百万股)	680
Beta	1.2	每股价值 (RMB)	12.2
市场风险溢价	7.0%	RMB/HKD	1.15
股权成本	12.0%	每股价值 (HKD)	14.0
WACC	10.8%	目标市值 (HKDm)	9,496
永续增长率	3.0%		

资料来源: 浦银国际预测

图表 7: SPDBI 目标价: 沛嘉医疗



资料来源: Bloomberg、浦银国际

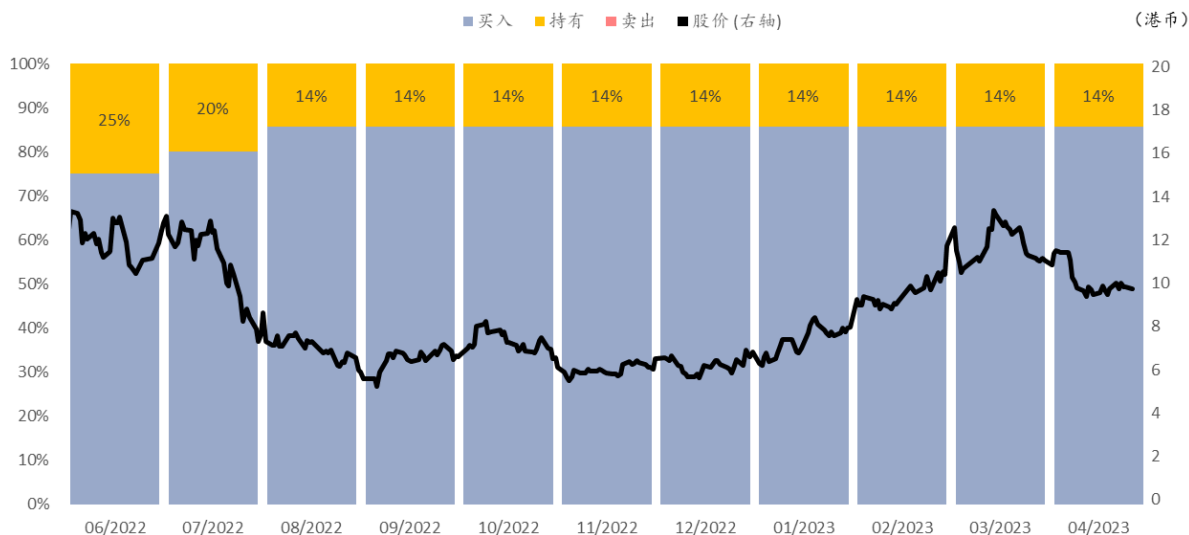
图表 8: SPDBI 医疗行业覆盖公司

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	81.5	买入	122.0	2023年3月21日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	77.9	买入	123.0	2023年3月21日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	33.6	买入	46.0	2023年4月3日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	48.7	持有	55.0	2023年4月3日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	47.3	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	19.9	持有	20.0	2023年3月15日	互联网医疗
1952 HK Equity	云顶新耀	14.0	买入	25.0	2023年4月3日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	41.6	买入	58.0	2023年3月30日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	26.6	买入	51.5	2023年3月13日	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	33.3	买入	66.0	2023年3月13日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	4.0	买入	12.5	2023年3月28日	生物科技
BGNE US Equity	百济神州	215.5	买入	305.0	2023年3月6日	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	130.2	买入	183.0	2023年3月6日	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	131.5	买入	182.0	2023年3月6日	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	34.9	买入	51.5	2023年3月29日	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	39.6	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	8.2	买入	15.0	2023年3月29日	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	13.7	买入	13.6	2022年12月16日	生物科技
13.HK Equity	和黄医药	20.2	买入	44.0	2023年3月1日	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	13.0	买入	28.2	2023年3月1日	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	55.3	买入	79.0	2023年3月20日	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	11.8	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	22.1	买入	28.1	2022年7月27日	生物科技
2256.HK Equity	和誉	2.9	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	2.8	买入	9.5	2022年7月27日	生物科技
6998.HK Equity	嘉和生物	2.5	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	14.0	买入	23.8	2022年11月7日	ICL
300760 CH Equity	迈瑞医疗	303.1	买入	420.0	2022年10月31日	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	27.3	买入	40.0	2023年4月3日	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	10.5	买入	20.5	2023年1月12日	医疗器械
9996 HK Equity	沛嘉医疗	9.7	买入	14.0	2023年4月4日	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	2.3	买入	3.4	2023年4月4日	医疗器械

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至 2023 年 4 月 3 日港股收盘价

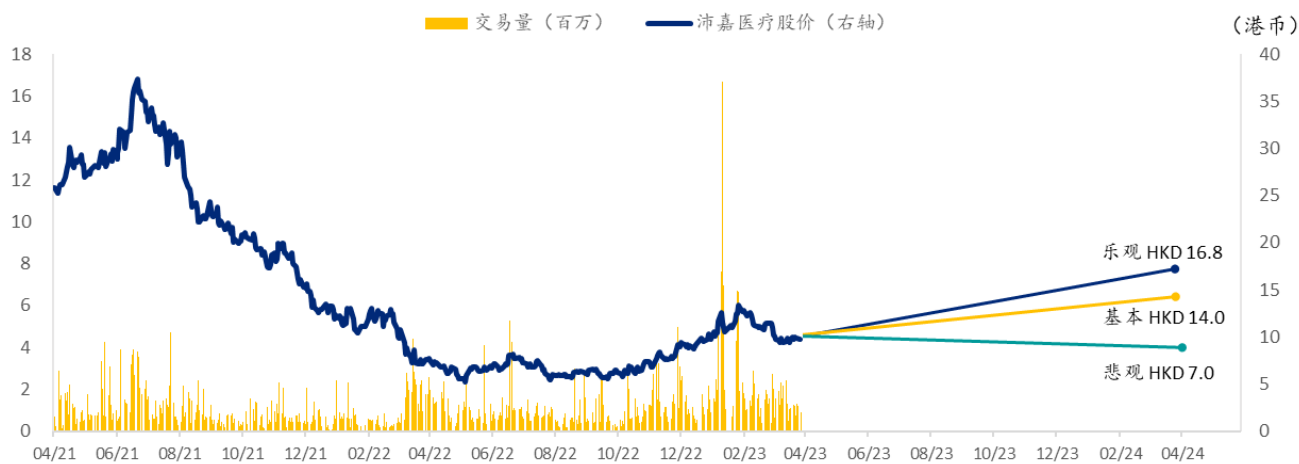
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 9: 沛嘉医疗市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 10: 沛嘉医疗 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 16.8 港元 (概率: 30%)

- 盈亏平衡点早于 2026 年出现
- 2022-38E 收入复合增速 >35%;
- 稳态毛利率高于至 75%;

悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 7.0 港元 (概率: 20%)

- 盈亏平衡点晚于 2026 年出现
- 2022-38E 收入复合增速 <20%;
- 稳态毛利率低于 60%;

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

周文頌

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

