



## 心通医疗 (2160.HK)：2022 年一次性项目及费用投入令亏损有所扩大，1Q23 植入量强劲复苏态势已现

2022 收入同比增长 25% 至 2.5 亿元人民币，基本符合预期，净亏损因非现金、一次性项目及费用投入增长扩大至亏损 4.5 亿元。2022 年植入量增速受到疫情拖累，我们预计疫情间延误的植入需求将于 2023 年陆续释放，1Q23 已看到公司植入量增速复苏势头。我们维持公司“买入”评级，乐观看待年内收入及植入量增速，但毛利率及费用率改善受疫情影响略慢于我们此前预测，降目标价至 3.4 港元。

• 2022 年业绩：收入符合预期，亏损部分因非现金及一次性项目扩大。

1) 收入&植入量：2.5 亿人民币 (+25% YoY)，基本符合预期（业绩预告前 SPDBI 预期：2.5 亿；BVG 市场预期：3.0 亿元）。国内收入 2.4 亿 (+22% YoY)，植入量 2,562 例，海外收入 713 万 (+626% YoY)，植入量 63 例。2) 毛利率：64.6% (+5.5pcts YoY)，主要受益于供应链本土化、多元化及生产效率提升。3) 归母净亏损：4.5 亿（2021 年：亏损 1.8 亿），亏损同比有所扩大，且高于市场预期亏损 2 亿人民币，主因年内非现金及一次性支出增加，包括：a) 产品加速迭代带来的 VitaFlow 资本化开发成本减值；b) 按权益法确认的投资损益；c) 金融工具公允价值变动，三项合计影响约 1.5 亿元。此外，公司年内三费开支 (+51% YoY) 略超预期，亦导致净亏损同比扩大。

• 植入量 1Q23 已现复苏态势，预计全年恢复较高增速：公司植入量虽在 1 月仍有同比下滑，但自 2 月起显著恢复，1Q23 植入量近 900 例，同比/环比提升 45%/80%。此前因疫情而延误的植入需求有望于年内陆续释放，我们预计 2023E 公司总植入量同比增长 58% 至 4,150 例，国内植入量同比增长 56% 至 4,000 例 (vs SDPBI 预测 2023 年行业植入量增速 55%)，国内市占率继续提升。

• 三代 TAVI 产品预计 2024E 上市：三代产品 VitaFlow III 目前已接近设计定型，公司预计将于 2024E 在国内获批上市，主要竞争对手的三代产品预计在 2025-26E 年间上市，心通有望在迭代产品上抢占先机。VitaFlow III 在二代产品基础上重点改进了输送系统，拥有较优的可调弯功能，可用于更复杂的解剖结构并降低血管并发症风险。

• 维持“买入”评级，降目标价 15% 至 3.5 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 3.6 亿/5.3 亿/7.9 亿元，2023E/24E 归母净亏损 3.0 亿/1.4 亿元，并于 2025E 年实现盈亏平衡。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%)，降目标价 15% 至 3.4 港元，主因毛利率及费用率改善受疫情影响略慢于我们此前预测

• 投资风险：VitaFlow/VitaFlow Liberty 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	201	251	363	534	794
同比变动 (%)	93%	25%	45%	47%	49%
归母净利润/(亏损)	-183	-454	-300	-141	7
PS (X)	22.8	18.5	13.1	8.9	6.0

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)	3.40
潜在升幅/降幅	+50%
目前股价 (港元)	2.26
52 周内股价区间 (港元)	2.08-3.96
总市值 (百万港元)	5,447
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

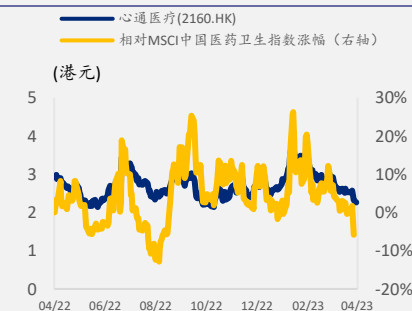


▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

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 - 心通医疗

### 利润表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
收入	201	251	363	534	794
销售成本	-82	-89	-116	-123	-175
毛利	119	162	247	411	620
其他净收入	24	50	60	72	87
研发成本	-151	-224	-254	-267	-302
分销成本	-116	-161	-236	-256	-302
行政开支	-35	-72	-73	-80	-87
金融工具公允价值变动	23	-36	0	0	0
其他经营成本	-22	-97	-28	-10	-7
来自经营业务的亏损	-159	-377	-283	-130	8
融资成本	-20	-5	-5	-5	-5
应占联营&合营企业的利润	-4	-69	-12	-6	5
税前亏损	-183	-451	-300	-141	8
所得税	-1	-3	0	0	-1
年内亏损	-183	-454	-300	-141	7
少数股东权益	0	0	0	0	0
归母净利润/(亏损)	-183	-454	-300	-141	7

### 资产负债表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
物业、厂房及设备	267	242	251	258	264
无形资产	239	163	159	154	151
于联营&合营企业中的权益	210	286	303	321	340
其他金融资产	21	12	13	14	15
其他非流动资产	25	26	28	30	32
非流动资产	762	729	753	777	801
存货	83	114	139	135	175
贸易及其他应收款项	113	82	82	107	159
已抵押及定期存款	192	209	216	222	229
现金及现金等价物	2,212	1,866	1,530	1,329	1,251
流动资产	2,600	2,272	1,967	1,793	1,813
计息借款	0	0	0	0	0
贸易及其他应付款项	127	116	128	110	140
合约负债	3	6	7	7	8
租赁负债	35	31	33	34	36
衍生金融负债	0	23	25	27	30
其他	0	2	2	2	2
非流动负债	164	177	194	182	216
计息借款	0	0	0	0	0
租赁负债	91	64	66	68	70
递延收入	2	6	6	7	8
衍生金融负债	8	0	0	0	0
流动负债	101	70	73	75	78
股本	0	0	0	0	0
储备	3,096	2,754	2,453	2,313	2,320
少数股东权益	0	0	0	0	0
权益总额	3,096	2,754	2,454	2,313	2,320

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	-183	-451	-300	-141	8
摊销及折旧	44	67	56	57	58
融资成本	20	5	5	5	5
存货增加	-15	-31	-25	4	-40
贸易及其他应收款项增加	-67	31	0	-24	-52
贸易及其他应付款项增加	27	-11	12	-17	29
其他	0	-3	0	0	-1
经营活动所用现金净额	-162	-370	-260	-123	0
购买物业、厂房及设备的付款	-83	-50	-50	-50	-50
无形资产付款	-25	-10	-10	-10	-10
已收利息	0	0	0	0	0
其他	-329	-51	-15	-16	-17
投资活动所用现金净额	-437	-111	-75	-76	-77
计息借款所得款项	0	0	0	0	0
偿还计息借款	0	0	0	0	0
股权融资&其他	2,226	135	-1	-1	-1
融资活动产生的现金净额	2,226	135	-1	-1	-1
现金及现金等价物增加净额	1,627	-345	-336	-201	-78
年初的现金及现金等价物	612	2,212	1,866	1,530	1,329
外汇汇率变动的影响	-28	0	0	0	0
年末的现金及现金等价物	2,212	1,866	1,530	1,329	1,251

### 财务和估值比率

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>每股数据 (人民币)</b>					
摊薄每股收益	-0.08	-0.19	-0.12	-0.06	0.00
每股销售额	0.09	0.11	0.15	0.22	0.33
每股净资产	1.33	1.16	1.02	0.96	0.96
<b>同比变动</b>					
收入	93%	25%	45%	47%	49%
归母净利润	NM	NM	NM	NM	NM
<b>费用与利润率</b>					
毛利率	59%	65%	68%	77%	78%
核心经营利润率	-92%	-117%	-87%	-36%	-9%
归母净利润率	-91%	-181%	-83%	-26%	1%
<b>回报率</b>					
平均股本回报率	-13%	-16%	-12%	-6%	0%
平均资产回报率	-8%	-14%	-10%	-5%	0%
<b>财务杠杆</b>					
流动比率 (x)	25.7	32.3	27.0	23.8	23.2
现金比率 (x)	21.9	26.5	21.0	17.6	16.0
负债/权益	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>估值</b>					
市盈率 (x)	NM	NM	NM	NM	675.4
市销率 (x)	22.8	18.5	13.1	8.9	6.0
市净率 (x)	1.5	1.7	1.9	2.0	2.0

图表 2: 主要可比公司财务及经营数据

	心通医疗 (2160.HK)	沛嘉医疗 (9996.HK)	启明医疗 (2500.HK)
			
<b>2023E 指引</b>			
公司植入量	>4,000 例 (▲56%YoY)	经股市占率 22-25%	约 5,250 例 (▲50%YoY)
行业植入量	▲40-50% YoY	-	▲50% YoY
<b>2022 年财务数据 (人民币)</b>			
收入 (同比变动)	2.5 亿 (▲25%)	2.5 亿 (▲84%) 心脏瓣膜: 1.1 亿 (▲156%) 神经介入: 1.4 亿 (▲52%)	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)	64.6% (▲5.5pcts)	70.2% (▲0.2pcts) 心脏瓣膜: 79.7% (▼3.1pcts) 神经介入: 63.2% (▼1.2pcts)	77.3% (▼0.7pcts)
销售费用 (同比变动; 费用率)	1.6 亿 (▲38%; 64%)	2.4 亿 (▲159%; 96%)	2.6 亿 (▲21%; 51%)
研发费用 (同比变动; 费用率)	2.2 亿 (▲48%; 89%)	3.7 亿 (▼16%; 149%) 剔除 BD 相关: 1.5 亿 (▲12%)	5.3 亿 (▲104%; 130%)
管理费用 (同比变动; 费用率)	7,199 万 (▲104%; 29%)	1.2 亿 (▲8%; 49%)	1.9 亿 (▲50%; 23%)
归母净利/亏损	亏损 4.5 亿 (2021 年: 亏损 1.8 亿)	亏损 4.1 亿 (vs 2021 年: 亏损 5.7 亿)	亏损 10.6 亿 (2021 年: 亏损 3.7 亿)
现金及现金等价物 <sup>(1)</sup>	18.7 亿	16.7 亿	18.8 亿
<b>2022 年核心运营数据</b>			
TAVI 植入量	2,625 例 (▲34%; 其中国内 2,562 例, 海外 63 例)	1,200+例 (▲314%)	3500 例 (▼3%)
2022 年市占率 <sup>(2)</sup>	29% (▲3pcts)	14% (▲10pcts)	40% (▼9pcts)
TAVI 覆盖医院数量	437 家 (▲129 家)	290 家 (▲195 家)	400 家 (▲40 家)
销售团队人数	184 人 (▲54 人)	185 人 (▲28 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：心通医疗产品管线

产品	类型	国内进展	海外进展	预计国内获批时间
<b>主动脉瓣（置换、外科瓣）</b>				
1) VitaFlow（第一代）	自研	已获批	已获批：阿根廷（2020年7月）、泰国（2020年11月） 已获批：阿根廷、哥伦比亚（2022年8月）、泰国（2023年2月） 上市申请：CE（预计2023年底获证）、新兴市场	已获批（2019年7月）
2) VitaFlow Liberty/VitaFlow II（第二代）	自研	已获批		已获批（2021年8月）
3) VitaFlow III（第三代）	自研	临床前（设计定型）	\	2024E
4) 新一代 VitaFlow（治疗 AR）	自研	临床前（设计阶段）	\	2025E 或之后*
5) VitaFlow 球扩式	自研	临床前（完成动物试验）	\	2025E 或之后*
6) 主动脉瓣置换外科瓣	自研	临床前（设计阶段）		2025E 或之后*
<b>二尖瓣（置换、修复、外科瓣）</b>				
1) 置换产品	自研	临床阶段（FIM：2022年7月完成首例）	\	2026E 或之后*
2) 缘对缘修复产品	自研	临床前（设计阶段）	\	2026E 或之后* 2026E 或之后*
3) AltaValve 置换	与联营公司 4C Medical 合作研发（分别于 2018 年 9 月，2021 年 3 月和 2022 年 5 月对 4C Medical 进行投资，目前为其最大股东）	1H23 在中国启动 FIM	临床阶段（EFS） (心通无海外权益)	2026E 或之后*
4) Amend (TMVr)	与 Valcare 合作研发（分别于 2018 年 9 月、2021 年 7 月投资 Valcare）	1H23 在中国启动 FIM	临床阶段（FIM） (心通无海外权益)	2026E 或之后*
5) Helios (TMVR)	与 Valcare 合作研发（分别于 2018 年 9 月、2021 年 7 月投资 Valcare）	临床前（动物试验）	临床前 (心通无海外权益)	2026E 或之后*
6) 二尖瓣置换外科瓣	自研	临床前（设计定型）	\	2025E 或之后*
<b>三尖瓣（置换、修复）</b>				
1) Trivid (TTVr)	与 Valcare 合作研发（分别于 2018 年 9 月、2021 年 7 月投资 Valcare）	\	临床前（动物研究） (心通无海外权益)	2026E 或之后*
2) 缘对缘修复产品	自研	临床前（设计阶段）	\	2026E 或之后*
3) 置换产品	自研	临床前（设计阶段）	\	2026E 或之后*
<b>配套产品</b>				
1) Alwide 瓣膜球囊扩张导管	自研	已获批	已获批：阿根廷、泰国	已获批
2) Alwide plus 瓣膜球囊扩张导管	自研	已获批	已获批：阿根廷	已获批
3) Alwide 瓣膜球囊扩张导管 III	自研	已提交上市申请	\	2023E
4) Alpass 导管鞘	自研	已获批	已获批：阿根廷	已获批
5) Alpass 导管鞘 II	自研	准备提交上市申请	\	-
6) Angelguide 尖端预塑形超硬导丝	自研	已获批	已获批：阿根廷、哥伦比亚	已获批
7) 可扩张导管鞘	自研	临床前（设计阶段）	\	-
8) VitaGuardian 脑栓塞保护装置	自研	临床阶段	\	-

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、浦银国际整理

图表 4：心通医疗财务预测变动

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	363	426	-14.9%	534	678	-21.3%	794	-	-
毛利润	247	311	-20.7%	411	515	-20.2%	620	-	-
归母净利润	-300	-100	NM	-141	-45	NM	7	-	-

资料来源：浦银国际预测

图表 5：心通医疗 DCF 估值

人民币百万	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	.....	2038E
营业收入	251	363	534	794	1,134	1,208	1,681	2,312	3,006		8,302
YoY	25%	45%	47%	49%	43%	6%	39%	38%	30%		10%
EBIT	(294)	(316)	(192)	(71)	-	87	149	245	369		2,142
占收入比例	-117%	-87%	-36%	-9%	0%	7%	9%	11%	12%		26%
EBIT * (1-t)	(250)	(268)	(163)	(61)	-	74	127	208	314		1,821
加：折旧与摊销	67	56	57	58	58	61	65	69	77		230
减：营运资金增加/（减少）	(23)	(20)	(44)	(70)	(90)	(54)	(132)	(97)	(71)		(164)
减：资本开支	(60)	(60)	(60)	(60)	(70)	(85)	(90)	(110)	(140)		(380)
FCFF	(266)	(293)	(211)	(133)	(102)	(5)	(30)	70	179		1,506

WACC&永续增长率核心假设

长期资本结构	
% 债权	15.0%
% 股权	85.0%
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	3.6%
Beta	1.2
市场风险溢价	7.0%
股权成本	11.8%
WACC	10.6%
永续增长率	3.0%

DCF 估值

FCFF 现值合计	1,207
终值	20,306
终值现值	4,455
企业价值 (EV)	5,663
(-) 负债	-
(+) 现金及等价物	1,530
(-) 少数股东权益	-
股权价值	7,193
发行在外总股数(百万股)	2,410
每股价值 (RMB)	3.0
RMB/HKD	1.15
每股价值 (HKD)	3.4
目标市值 (HKD m)	8,272

资料来源：浦银国际预测

图表 6: SPDBI 目标价: 心通医疗



资料来源: Bloomberg、浦银国际

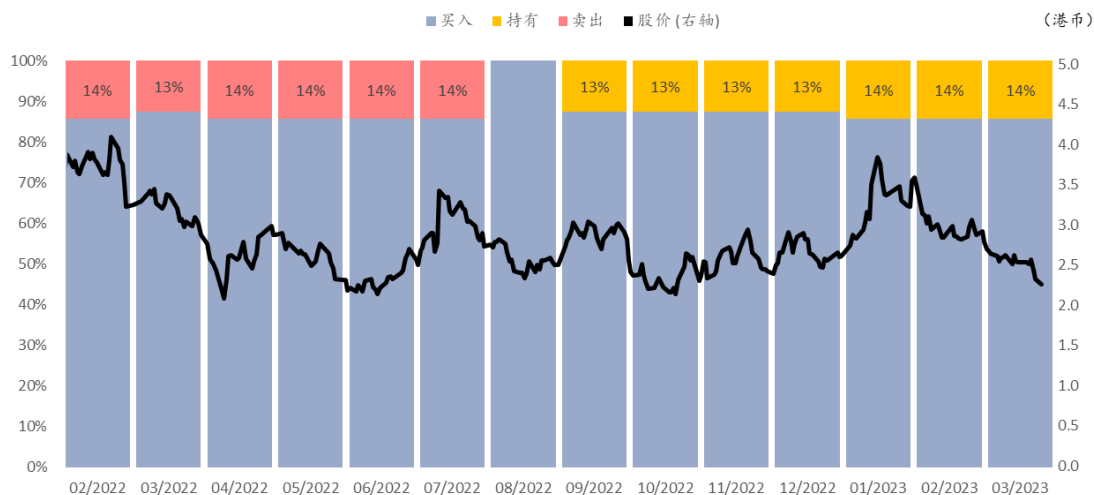
图表 7: SPDBI 医疗行业覆盖公司

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	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4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

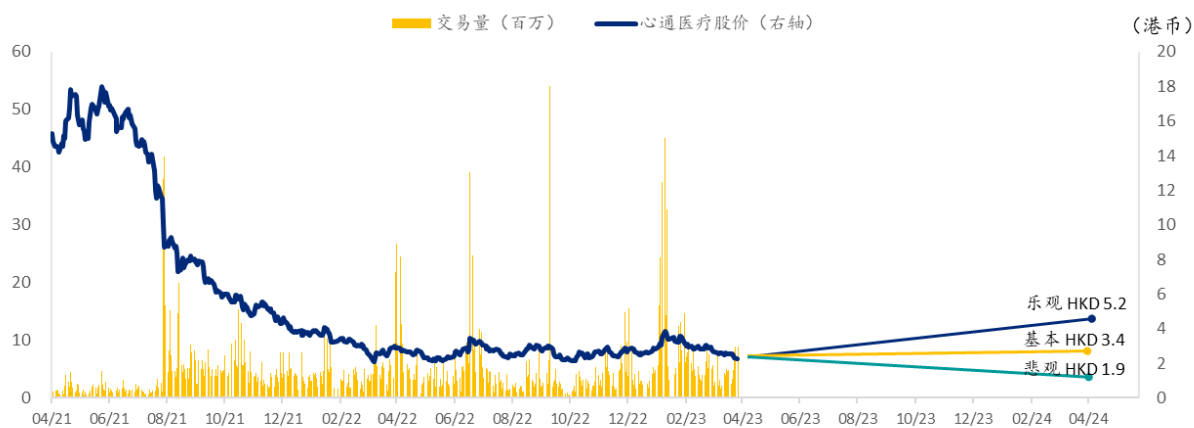
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 8: 心通医疗市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 9: 心通医疗 SPDBI 情景假设



**乐观情景: 公司收入增长好于预期**

**目标价: 5.2 港元 (概率: 30%)**

- 盈亏平衡点早于 2025 年出现
- 2021-38E 收入复合增速 >35%;
- 稳态毛利率高于至 80%;

**悲观情景: 公司收入增长不及预期**

**目标价: 2.0 港元 (概率: 20%)**

- 盈亏平衡点晚于 2025 年出现
- 2021-38E 收入复合增速 <18%;
- 稳态毛利率低于 65%;

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

