



启明医疗 (2500.HK)：2022 年植入量略有下滑，后续可关注盈利时点及国际化进度

2022 收入及植入量均同比下滑 2%及 3%至 4.1 亿元人民币及 3,500 例，年内管理及研发费用因 Cardiovalve 并表增长较快，叠加 Keystone 商誉减值影响，年内归母净亏损 10.6 亿人民币 (vs.2021 年亏损 3.7 亿)。公司海外业务增长迅速，借助 VenusP-Valve 打开海外市场，公司计划 2025E/28E 海外收入占比将增至 15%/40%，后续可重点关注公司盈利时点及国际化进展。我们预计公司 2023E 植入量增速将恢复至 50%以上，维持“买入”评级，但考虑到国产品牌间竞争激烈，我们调整公司未来 3 年植入量增速预期，降目标价至 17.5 港元。

- **2022 年业绩：国内增速略逊预期，海外增长强劲。**收入 4.1 亿人民币 (-2%)，国内收入 3.6 亿 (-13%)，海外收入 5,189 万 (+393%)，植入量同比下滑 3%至 3,500 例；毛利率 77.3% (-0.7pcts)，毛利率下降主因出厂价有所降低；归母净亏损 10.6 亿 (2021 年：亏损 3.7 亿)，亏损高于市场预期，主因年内销售/研发/管理费用分别 +21%/+104%/+50%至 2.6 亿/5.3 亿/1.9 亿人民币，研发、管理费用上升较快主因 CardioValve 并表影响，此外因 Keystone 核心产品 TriGUARD3 中美上市申请处于暂缓阶段，期内录得商誉减值 4.2 亿。
- **2023 年植入量增速预计超 50%，有望 2024/25E 达盈亏平衡：**虽然 2023 年 1 月公司植入量同比仍有下滑，但自 2 月起显著恢复，2-3 月植入量同比增长 55%，3 月植入量创月度新高。公司 2022 年植入量增速相对疲弱，主因行业竞争加剧及疫情影响，我们预计此前因疫情而延误的植入需求有望于 2023 年内陆续释放，我们预计 **2023E 公司总植入量有望同比增长 51%至 5300 例**，我们预计公司有望于 2025E 实现盈亏平衡 (vs 公司指引 2024E)。
- **借助 VenusP-Valve 加速推动国际化：**VenusP-Valve 自 2022 年 4 月获批以来全年录得 4,087 万人民币销售，公司借助 P-Valve 快速拓展海外知名度，公司预计 2023 年海外有望贡献 1,200 万美金收入。公司强调国际化发展，2022 年海外收入占比提升 10pcts 至 13%，目前海内外介入瓣膜产品毛利率虽相近 (75-80%区间)，但考虑到国内长期存在的政策及竞争压力及海外相对更低的销售费用率，整体利润率更具吸引力。公司预计 **2025E/28E 海外收入占比将达 15%/40%**。
- **维持“买入”评级，降目标价 15%至 17.5 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 6.2 亿/9.2 亿/13.7 亿元，2023E/24E 归母净亏损 2.3 亿/2,945 万，2025E 年实现盈亏平衡。我们继续采用 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 17.5 港元，主因我们对公司未来 3 年植入量增速预期较此前更保守。
- **投资风险：**VenusA 系列销售不及预期；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	416	406	623	921	1,373
同比变动 (%)	51%	-2%	53%	48%	49%
归母净利润/(亏损)	-374	-1,058	-232	-29	185
PS (X)	9.7	10.0	6.5	4.4	3.0

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 11 日

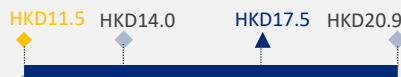
评级

买入

目标价 (港元)	17.50
潜在升幅/降幅	+52%
目前股价 (港元)	11.48
52 周内股价区间 (港元)	8.18-18.96
总市值 (百万港元)	5,063
近 3 月日均成交额 (百万)	33

注：数据截至 2023 年 4 月 11 日

市场预期区间

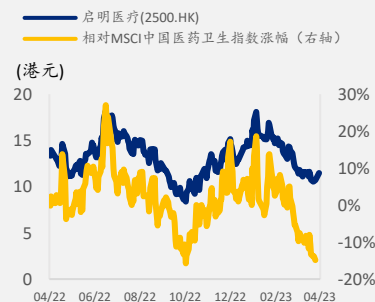


▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源：Bloomberg、浦银国际

注：数据截至 2023 年 4 月 11 日

股价表现



资料来源：Bloomberg、浦银国际

注：数据截至 2023 年 4 月 11 日

财务报表分析与预测 - 启明医疗

利润表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
收入	416	406	623	921	1,373
销售成本	-92	-92	-137	-192	-291
毛利	324	314	486	729	1,082
其他收入及收益	307	148	163	179	197
销售及分销开支	-216	-260	-311	-322	-329
研发成本	-258	-527	-400	-396	-412
行政开支	-129	-192	-150	-175	-252
其他开支	-389	-558	0	0	0
金融资产的减值亏损净额	-3	-22	0	0	0
融资成本	-2	-45	-40	-40	-40
应占联营&合营公司溢利	-12	-14	-20	-10	10
除税前亏损	-378	-1,156	-273	-35	256
所得税留抵	6	34	0	0	-38
年内亏损	-371	-1,122	-273	-35	217
非控股权益	2	-64	-41	-5	32
母公司拥有人	-374	-1,058	-232	-29	185

资产负债表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
物业、厂房及设备	142	318	415	508	599
使用权资产	109	143	179	211	240
商誉	520	1,239	1,263	1,289	1,314
其他无形资产	305	611	582	556	533
于联营公司的投资	76	70	77	85	94
其他	518	433	437	442	447
非流动资产	1,670	2,814	2,954	3,090	3,226
存货	91	104	89	96	145
贸易应收款项	302	303	311	368	480
预付款项、其他应收款项及其他资产	89	120	126	132	139
应收关联方款项	0	34	0	0	0
按公允价值计入损益的金融资产	0	0	0	0	0
已抵押存款	3	27	29	30	32
现金及现金等价物	2,955	1,879	1,562	1,394	1,396
流动资产	3,440	2,469	2,117	2,020	2,193
贸易应付款项	9	9	27	57	102
租赁负债	18	23	25	26	27
其他应付款项及应计费用	145	228	239	251	263
计息银行借款	5	223	223	223	223
其他	32	9	10	10	11
流动负债	209	492	523	567	626
租赁负债	48	80	84	88	93
计息银行借款	0	573	573	573	573
递延税项负债	53	17	18	19	20
其他	167	488	513	538	565
非流动负债	269	1,159	1,189	1,219	1,252
股本	441	441	441	441	441
储备	4,105	3,167	2,935	2,906	3,091
非控股权益	86	23	-17	-23	9
权益总额	4,632	3,631	3,359	3,324	3,541

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
除税前亏损	-378	-1,156	-273	-35	256
物业、厂房及设备折旧	15	30	68	89	109
使用权资产折旧	14	11	14	18	21
其他无形资产摊销	22	29	59	56	54
存货增加	-29	-14	15	-7	-50
贸易应收款项增加	-74	-1	-8	-57	-112
其他	-28	25	119	98	75
经营活动所用现金流量净额	-457	-1,076	-4	162	352
购买物业、厂房及设备项目	-82	-150	-215	-232	-250
购买其他无形资产	-20	-749	-55	-55	-56
其他	-551	95	-9	-9	-10
投资活动所用现金流量净额	-653	-804	-278	-296	-316
配股所得款项	1,191	0	0	0	0
首次公开发售所得款项	0	0	0	0	0
股份发行开支	0	0	0	0	0
银行借款所得款项	-5	791	0	0	0
其他	205	13	-35	-34	-34
融资活动所得现金流量净额	1,391	804	-35	-34	-34
现金及现金等价物增加净额	281	-1,076	-317	-168	3
年初的现金及现金等价物	2,708	2,955	1,879	1,562	1,394
汇率变动影响净额	-34	0	0	0	0
年末的现金及现金等价物	2,955	1,879	1,562	1,394	1,396

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	-0.85	-2.42	-0.52	-0.07	0.42
每股销售额	0.95	0.92	1.41	2.08	3.10
每股净资产	10.56	8.21	7.59	7.52	8.01
同比变动					
收入	51%	-2%	53%	48%	49%
归母净利	NM	NM	NM	NM	NM
费用与利润率					
毛利率	78%	77%	78%	79%	79%
核心经营利润率	-67%	-164%	-60%	-18%	6%
归母净利率	-90%	-260%	-37%	-3%	14%
回报率					
平均股本回报率	-9%	-26%	-7%	-1%	5%
平均资产回报率	-8%	-20%	-4%	-1%	4%
财务杠杆					
流动比率 (x)	16.5	5.0	4.0	3.6	3.5
现金比率 (x)	14.2	3.8	3.0	2.5	2.2
负债/权益	0.1	0.5	0.5	0.5	0.5
估值					
市盈率 (x)	NM	NM	NM	NM	23.8
市销率 (x)	10.5	10.9	7.1	4.8	3.2
市净率 (x)	0.9	1.2	1.3	1.3	1.2

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			
公司植入学	经股市占率 22-25%	>4000 例 (▲56%YoY)	约 5250 例 (▲50%YoY)
行业植入学	-	▲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 植入学	1,200+例 (▲314%)	2,625 例 (▲34%; 其中国内 2,562 例, 海外 63 例)	3,500 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&经心尖商业植入学 8,689 例计算; 资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 3：启明医疗产品管线

产品	类型	国内进展	海外进展	预计国内获批时间
主动脉瓣（置换、修复、外科瓣）				
1) VenusA-Valve（第一代）	自研	已获批	已获批： 哥伦比亚、巴西、泰国、吉尔吉斯斯坦、阿根廷	已获批（2017年4月）
2) VenusA-Plus（第二代）	自研	已获批	已获批： 泰国、吉尔吉斯斯坦	已获批（2020年11月）
3) VenusA-Pro（第二代，VenusA-Plus 更新版）	自研	已获批	\	已获批（2022年5月）
4) Venus PowerX（第三代自膨式干瓣）	自研	国际多中心临床（AS；中国/美洲 EFS 进行中，计划 2H23 欧洲开始 EFS，2024 年开始注册性临床）		2026E
5) Venus Vitae（第三代球扩式干瓣）	自研	国际多中心临床（AS；计划 1H23 开始 EFS，4Q23 开始注册性临床）		2026E
6) 反流瓣膜	自研	临床前（动物试验）	\	2026E 或之后*
7) Leaflex（TAVr）	由 Pi-Cardia 引入(2020 年 9 月进行股权、可转换债券投资和授权合作交易)	临床阶段（EFS；2021 年 10 月完成首例）	欧洲：临床阶段	2025E*
8) Venus-Neo（SAVR）	自研	临床阶段（EFS；2022 年 4 月完成首例）	\	2025E*
9) 小切口外科瓣（SAVR）	自研	临床前	\	2026E 或之后*
二尖瓣（置换、修复）				
1) Cardiovalve（AR；置换；也可用于三尖瓣）	2022 年 1 月以 2.66 亿美元 100%收购以色列 Cardiovalve 公司	临床前（EFS；MR&TR；全球临床预计 2024E 启动）	欧洲&美国：临床试验中	2026E
2) MitraStitch（TMVr；腱索植入为主）	2021 年 5 月投资德晋医疗	临床阶段（确证性）	\	2025E 或之后*
3) DragonFly（缘对缘修复，也可用于三尖瓣）	2021 年 5 月投资德晋医疗	DMR：已提交上市申请 FMR：临床阶段（确证性）	3Q23E 启动欧洲临床	2024E（DMR）
三尖瓣（置换、修复）				
1) Cardiovalve（AR；置换；也可用于二尖瓣）	2022 年 1 月以 2.66 亿美元 100%收购以色列 Cardiovalve 公司	临床阶段（确证性；全球临床预计入组 150 例，含加拿大、欧洲、中国，截至 2023 年 3 月入组 19 名患者）	欧洲：临床试验中； 美国：临床前	2026E
2) DragonFly（缘对缘修复，也可用于二尖瓣）	2021 年 5 月投资德晋医疗	临床阶段（确证性）	\	2024E*
肺动脉瓣				
1) VenusP-Valve	自研	已获批，治疗接受 TAP 治疗后出现 RVOTD 患者（2022 年 7 月）	已获批：欧盟（2022 年 4 月）、阿根廷； 美国和日本筹备临床试验中（美国已于 2023 年 3 月提交 IDE，预计年内启动临床，2026E 获批）	已获批（2022 年 7 月）
配套产品				
1) TriGUARD3	2018 年 12 月收购 Keystone	2022 年 11 月主动撤回上市申请，公司计划后续以国内生产进行上市申报	已获批：欧盟（2022 年 4 月）	-
结构性心脏病平台技术				
1) Liwen RF（射频消融系统）	2021 年 11 月以 4.93 亿人民币 100%收购诺诚医疗	临床阶段（注册性临床，2023 年 3 月完成入组）	公司预计 2023E 启动海外临床	2024E
2) Echomplish Platform（经导管去肾交感神经术 RDN）	自研	临床前（动物试验，预计 2H24 进入 EFS）	\	2027E

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：启明医疗财务预测变动

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	623	715	-13.0%	921	1,088	-15.4%	1,373	-	-
毛利润	486	565	-14.1%	729	862	-15.4%	1,082	-	-
归母净利润	-232	-218	6.1%	-29	-98	-69.9%	185	-	-

资料来源：浦银国际预测

图表 5：启明医疗 DCF 估值

人民币百万	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2038E
营业收入	406	623	921	1,373	1,897	1,782	2,320	3,001	3,778		9,198
YoY	-2%	53%	48%	49%	38%	-6%	30%	29%	26%		9%
EBIT	(666)	(376)	(164)	88	231	71	146	256	409		2,667
占收入比例	-164%	-60%	-18%	6%	12%	4%	6%	9%	11%		29%
EBIT * (1-t)	(566)	(319)	(139)	75	196	61	124	218	347		2,267
加：折旧与摊销	71	141	163	183	204	224	244	266	288		462
减：营运资金增加/（减少）	236	87	(6)	(88)	(18)	131	42	(101)	(119)		(95)
减：资本开支	(899)	(270)	(287)	(305)	(326)	(348)	(373)	(400)	(430)		(586)
FCFF	(1,158)	(361)	(269)	(135)	56	67	37	(18)	87		2,049

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	12.0%
WACC	
WACC	10.8%
永续增长率	
永续增长率	3.0%

DCF 估值	
FCFF 现值合计	1,740
终值	26,925
终值现值	5,752
企业价值 (EV)	7,493
(-) 负债	(796)
(+) 现金及等价物	29
(-) 少数股东权益	17
股权价值	6,743
发行在外总股数(百万股)	442
每股价值 (RMB)	15.2
RMB/HKD	1.15
每股价值 (HKD)	17.5
目标市值 (HKD m)	7,754

资料来源：浦银国际预测

图表 6: SPDBI 目标价: 启明医疗



资料来源: Bloomberg、浦银国际

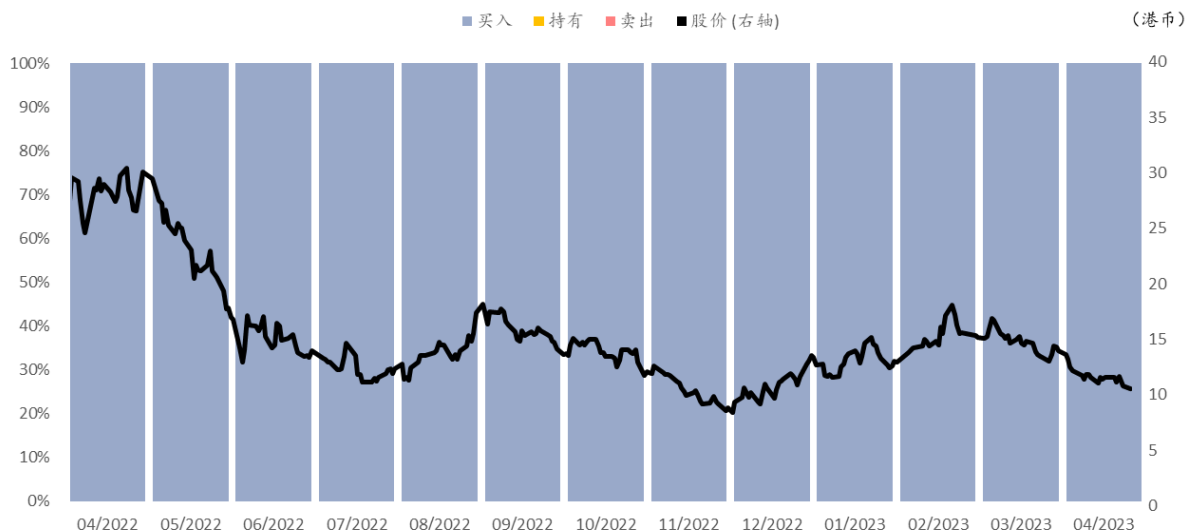
图表 7: SPDBI 医疗行业覆盖公司

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	86.0	买入	122.0	2023年3月21日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	83.8	买入	123.0	2023年3月21日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	36.4	买入	46.0	2023年4月3日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	52.0	持有	55.0	2023年4月3日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	50.0	买入	86.0	2023年3月23日	CRO/CDMO
241 HK Equity	阿里健康	6.0	持有	4.3	2022年5月26日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	20.6	持有	20.0	2023年3月15日	互联网医疗
1952 HK Equity	云顶新耀	16.2	买入	25.0	2023年4月4日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	46.4	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	33.2	买入	66.0	2023年3月13日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	4.2	买入	12.5	2023年3月28日	生物科技
BGNE US Equity	百济神州	235.0	买入	305.0	2023年3月6日	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	147.4	买入	183.0	2023年3月6日	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	156.0	买入	182.0	2023年3月6日	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	39.5	买入	51.5	2023年3月29日	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	45.8	买入	65.0	2023年3月16日	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	3.6	买入	22.5	2022年7月27日	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	9.6	买入	15.0	2023年3月29日	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	16.1	买入	13.6	2022年12月16日	生物科技
13.HK Equity	和黄医药	23.6	买入	44.0	2023年3月1日	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	14.6	买入	28.2	2023年3月1日	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	66.5	买入	79.0	2023年3月20日	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	13.3	持有	19.0	2022年7月27日	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	3.8	持有	4.25	2023年3月17日	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	25.0	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	2.4	买入	6.0	2022年7月27日	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	3.1	买入	9.5	2022年7月27日	生物科技
6998.HK Equity	嘉和生物	2.3	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	14.2	买入	23.8	2022年11月7日	ICL
300760 CH Equity	迈瑞医疗	309.8	买入	420.0	2022年10月31日	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	27.9	买入	40.0	2023年4月3日	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	11.5	买入	17.5	2023年4月11日	医疗器械
9996 HK Equity	沛嘉医疗	10.4	买入	14.0	2023年4月4日	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	2.4	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 11 日港股收盘价

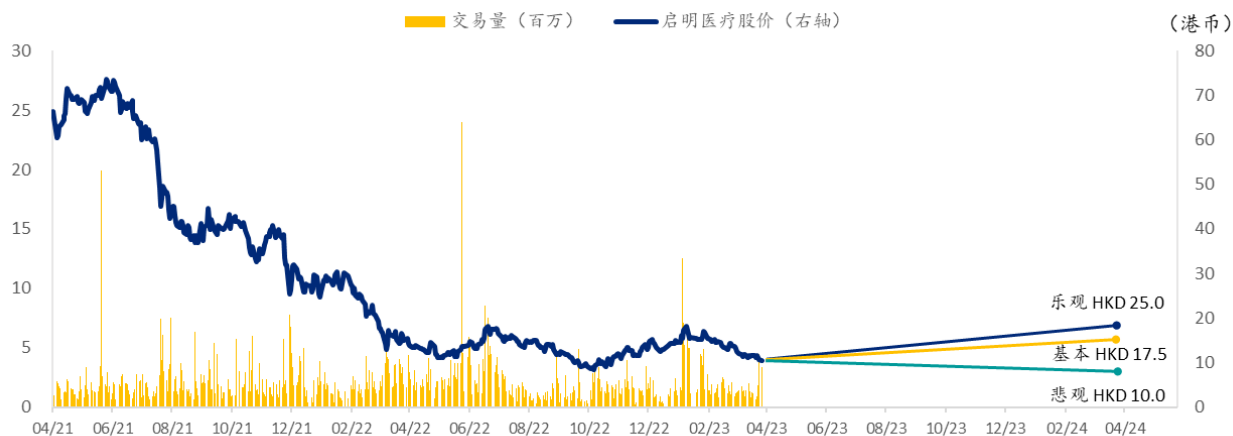
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 8: 启明医疗市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 9: 启明医疗 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 25.0 港元 (概率: 30%)

- 盈亏平衡点早于 2025 年出现
- 2021-38E 收入复合增速 >30%;
- 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: 10.0 港元 (概率: 20%)

- 盈亏平衡点晚于 2025 年出现
- 2021-38E 收入复合增速 <15%;
- 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

