



药明康德 (603259.CH/2359.HK): 1Q23 核心业务略有波动, 下调目标价

公司 1Q23 业绩基本符合公司指引, 但核心业务增速有所放缓, 一定程度上与全球生物医药融资环境波动有关。1Q 公司在赢得分子战略下新增 258 个小分子项目, 同比提升 19%。我们认为, 公司领先同行的服务效率和质量将助其在行业变局中长期保持龙头地位、扩大市场份额。我们维持“买入”评级, 下调目标价至 HKD112/RMB113。

• **1Q23 核心业务略有波动, 全年指引不变:** 1Q23 收入和经调整 non-IFRS 归母净利分别同比增长 6%/14%, 分板块业绩情况详见内页。扣除约 8.2 亿的新冠商业化订单相关收入后, 核心业务收入增长 17%, 低于此前 30% 左右的全年增速指引, 我们认为主要原因有: **1)** 全球生物融资热情的持续低迷一定程度上影响了早期阶段订单需求; **2)** 2H22 及 2023 年初部分 CGT 订单取消, 拖累 ATU 板块增速; **3)** 头部客户订单交付的季节性波动。对于 FY23 业绩, 管理层维持此前给出的 FY23 主要指引, 包括: **收入和经调整 non-IFRS 毛利润分别增长 5-7%/12-14%**, 资本开支 80-90 亿元, 自由现金流将增长 600-800% 至 18.5-23.8 亿元; 全年新冠商业化订单贡献不超过 30 亿元。我们认为, 借助独有的 CRDMO 模式及领先同行的交付效率和质量, 公司将在长期内稳坐行业龙头地位, 但下游融资并无明显起色 (见图表 6), 公司短期业绩或将承受更多不确定性, 因而下调 2023/24/25E 收入预测 1%/3%/4% 至 413 亿/523 亿/660 亿元。

• **主要业务板块毛利率改善:** 1Q23 经调整 non-IFRS 毛利率提升 3.2pcts 至 41.0%, 略超我们预期, 其中三大板块 WuXi Chemistry、WuXi Testing 和 WuXi Biology 均有毛利率改善。我们上调 2023-25 年毛利率预测约 0.1-0.3pct, 未来毛利率抬升空间主要来自: **1)** 临港基地业务调整完成后, 2Q-4Q23 ATU 板块毛利率有望持续改善, 年底前有望实现毛利层面转正; **2)** 公司预计 2023 年员工数量将略有缩减, 未来人效、资源利用率和综合运营效率将进一步提升; **3)** 后期及商业化项目增加, 公司整体营收结构进一步向高毛利服务倾斜。

• **下调目标价:** 我们下调 2023/24/25E 经调整净利润预测 1%/4%/4% 至 107 亿/137 亿/173 亿元。我们给予公司港股 1.2x PEG 的目标估值 (与过去一年均值相当、远低于历史均值) 和 15% 的 A/H 溢价 (与历史平均相当), 下调公司目标价至 HKD112/RMB113, 对应 27x/31x 2023E PE, 低于各自过去三年均值约 1 个标准差。

• **投资风险:** 融资环境变化; 地缘政治风险; 项目失败或因疫情延迟。

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	22,902	39,355	41,307	52,311	65,980
同比增速 (%)	39%	72%	5%	27%	26%
经调整 non-IFRS 归母净利润	5,131	9,399	10,709	13,743	17,298
同比增速 (%)	41%	83%	14%	28%	26%
PE (X) -A 股	38.6	21.2	18.6	14.5	11.5
PE (X) -港股	34.5	18.9	16.6	12.9	10.3
ROE (%)	14%	21%	20%	22%	24%

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 26 日

药明康德 (603259.CH)

买入

目标价 (人民币)	113.00
潜在升幅/降幅	+67%
目前股价 (人民币)	67.50
52 周内股价区间 (人民币)	67.20-118.40
总市值 (百万人民币)	197,488
近 3 月日均成交额 (百万人民币)	2,005

注: 截至 2023 年 4 月 25 日收盘价

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

药明康德 (2359.HK)

买入

目标价 (港币)	112.0
潜在升幅/降幅	+63%
目前股价 (港币)	68.65
52 周内股价区间 (港币)	57.90-124.00
总市值 (百万港币)	224,025
近 3 月日均成交额 (百万港币)	176

注: 截至 2023 年 4 月 25 日收盘价

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



扫码关注浦银国际研究

财务报表分析与预测 - 药明康德 (2359.HK)

利润表

(百万人民币)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	22,902	39,355	41,307	52,311	65,980
营业成本	-14,637	-24,848	-25,161	-31,578	-39,536
毛利率	36%	37%	39%	40%	40%
销售费用	-699	-732	-785	-942	-1,122
销售费用率	3%	2%	2%	2%	2%
管理费用	-2,254	-2,944	-3,049	-3,756	-4,606
管理费用率	10%	7%	7%	7%	7%
营业利润	4,371	9,217	10,577	13,864	18,011
财务费用	-128	-160	-210	-203	-200
财务费用率	7%	5%	5%	5%	5%
其他收入	469	644	537	680	858
其他收益/损失	1,454	1,212	1,239	1,308	1,320
资产减值损失	-32	-249	-124	-157	-198
税前净利润	6,016	10,618	11,971	15,430	19,713
所得税	-880	-1,716	-1,934	-2,493	-3,186
有效所得税率%	15%	16%	16%	16%	16%
税后收入	5,136	8,903	10,037	12,937	16,528
少数股东损益	39	89	100	129	165
归母净利润	5,097	8,814	9,936	12,808	16,363
经调整非IFRS归母净利润	5,131	9,399	10,709	13,743	17,298

资产负债表

(百万人民币)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	8,175	7,984	7,285	10,888	13,748
应收账款	5,968	7,590	8,480	10,152	11,540
存货	4,555	3,953	3,630	5,887	6,028
其它流动资产	3,287	4,470	4,470	4,470	4,470
流动资产合计	21,986	23,997	23,866	31,397	35,787
固定资产	15,849	23,445	30,144	36,186	41,634
商誉	1,926	1,822	1,822	1,822	1,822
可供出售金融资产	8,714	8,954	8,954	8,954	8,954
其他非流动资产	6,653	6,472	6,340	6,227	6,130
非流动资产合计	33,142	40,693	47,261	53,189	58,541
资产总计	55,127	64,690	71,126	84,586	94,328
短期借款	2,261	3,874	3,874	3,874	3,874
应付账款	6,856	7,253	6,533	10,770	8,727
其他应付账款	21	14	14	14	14
其它流动负债	3,846	3,357	3,357	3,357	3,357
流动负债合计	12,985	14,499	13,779	18,016	15,973
长期借款	0	279	279	279	279
其它长期负债	3,385	2,985	2,985	2,985	2,985
非流动负债合计	3,385	3,264	3,264	3,264	3,264
负债总计	16,370	17,764	17,044	21,280	19,238
股本	2,956	2,961	2,961	2,961	2,961
储备	35,536	43,629	50,685	59,780	71,399
母公司拥有人应占权益	38,492	46,590	53,646	62,740	74,359
少数股东权益	266	337	437	566	731
负债和所有者权益合计	55,127	64,690	71,126	84,586	94,328

现金流量表

(百万人民币)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营运资金变动	-2,220	-2,125	-3,222	-2,185	-6,759
经营现金流	4,379	10,230	11,282	16,445	16,768
购买物业、厂房及设备	-6,758	-9,798	-9,000	-9,000	-9,000
收购	4,168	1,010	0	0	0
投资现金流	-4,628	-9,311	-9,000	-9,000	-9,000
债权募资	1,071	1,668	0	0	0
股权募资	0	0	0	0	0
银行和其他借款还款	-1,724	-1,271	-2,981	-3,842	-4,909
融资现金流	-1,974	-352	-699	3,603	2,859
现金净流量	-1,974	-352	-699	3,603	2,859

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (人民币元)					
每股收益	1.75	3.18	3.63	4.65	5.86
每股净资产	15.01	15.74	18.12	21.40	25.36
每股经营现金流	1.71	3.46	3.81	5.61	5.72
每股股利	0.60	0.89	1.01	1.31	1.67
估值 (倍)					
P/E	34.5	18.9	16.6	12.9	10.3
P/B	4.0	3.8	3.3	2.8	2.4
盈利能力比率					
毛利率	36.1%	36.9%	39.1%	39.6%	40.1%
净利润率	22.3%	22.4%	24.1%	24.5%	24.8%
经调整非IFRS归母净利润率	22.4%	23.9%	25.9%	26.3%	26.2%
净资产收益率	14.4%	20.7%	19.8%	22.0%	23.9%
资产回报率	10.1%	14.7%	14.6%	16.5%	18.3%
投资资本回报率	9.8%	17.6%	17.1%	19.4%	21.5%
盈利增长					
营业收入增长率	38.5%	71.8%	5.0%	26.6%	26.1%
EBIT 增长率	40.8%	110.9%	14.8%	31.1%	29.9%
净利润增长率	72.2%	72.9%	12.7%	28.9%	27.8%
非IFRS归母净利润增长率	41.1%	83.2%	13.9%	28.3%	25.9%
偿债能力指标					
资产负债率	0.30	0.27	0.24	0.25	0.20
流动比率	1.69	1.66	1.73	1.74	2.24
速动比率	1.34	1.38	1.47	1.42	1.86
现金比率	0.63	0.55	0.53	0.60	0.86
经营效率指标					
应收账款周转天数	82	63	71	65	60
应付账款周转天数	142	50	100	100	90
存货周转天数	80	62	55	55	55
总资产周转率	0.45	0.66	0.61	0.67	0.74
固定资产周转率	1.76	2.00	1.54	1.58	1.70

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银

● 核心业务板块 1Q23 表现

WuXi Chemistry: 板块收入增长 5%，剔除新冠商业化项目收入同比+22%；新冠商业化订单贡献 8.2 亿，同比-46%。恒定汇率下，经调整 non-IFRS 毛利率提升 1.4pcts 至 40.7%。板块中小分子药物发现收入+9%，工艺研发和生产收入+4%。期末管线中共 2,590 个分子，1Q23 赢得 258 个分子，相比 1Q22 的 217 个进一步提升；新分子种类相关业务（TIDES）D&M 收入大幅增长 69%。

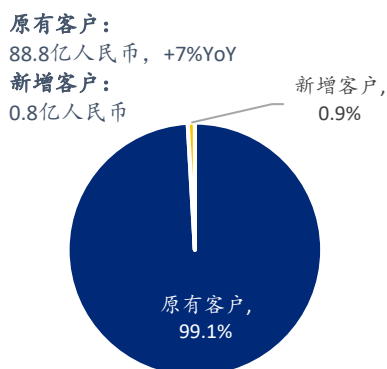
WuXi Testing: 板块收入增长 14%，经调整 non-IFRS 毛利率提升 0.7pcts 至 36.3%。实验室分析及测试服务收入+16%，其中安评业务+24%、器械测试业务+14%；SMO +17%，临床 CRO 受业务调整影响增速较慢。

WuXi Biology: 板块收入增长 8%，经调整 non-IFRS 毛利率提升 0.2pcts 至 41.5%。新分子种类及生物药相关收入增长 40%，占板块收入比例由 2022 全年的 22.5%提升至 25.3%，截至 1Q 公司累计交付了 260+个 ADC 药物项目。

WuXi ATU: 板块收入增长 9%，经调整 non-IFRS 毛利率为-7.4%，主要由于上海临港运营基地较低的利用率导致；我们认为，随着临港基地进行业务调整、运营效率提升，未来毛利率有边际改善的空间。板块中测试业务收入+9%，生产服务收入+7%，工艺开发-55%，主要由于去年下半年部分项目取消。板块管线中共 68 个项目，其中 8 个处于临床 III 期(其中 2 个已提交 NDA/BLA)。

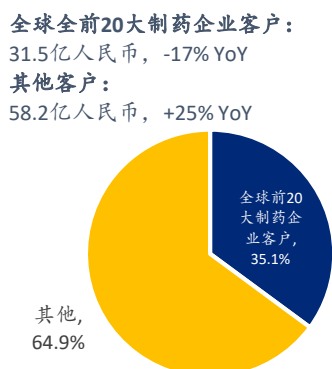
WuXi DDSU: 板块收入下滑 31%，经调整 non-IFRS 毛利率下滑 9.1pcts 至 24.0%，收入及毛利率下滑主因于中国客户需求下降、新项目数量减少。管线中已有 1 个项目获批上市，1 个项目处于 NDA 阶段，公司预计接下来十年 DDSU 板块收入 CAGR 近 50%。

图表 2: 原有、新增客户贡献收入占比 (1Q23)



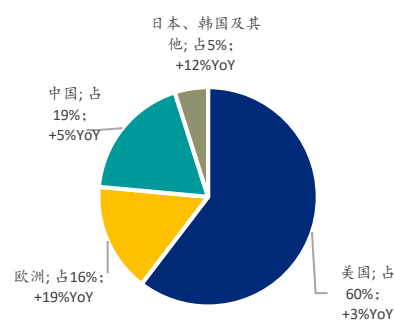
资料来源：公司资料、浦银国际

图表 3: 全球前 20 大制药企业客户贡献收入占比 (1Q23)



资料来源：公司资料、浦银国际

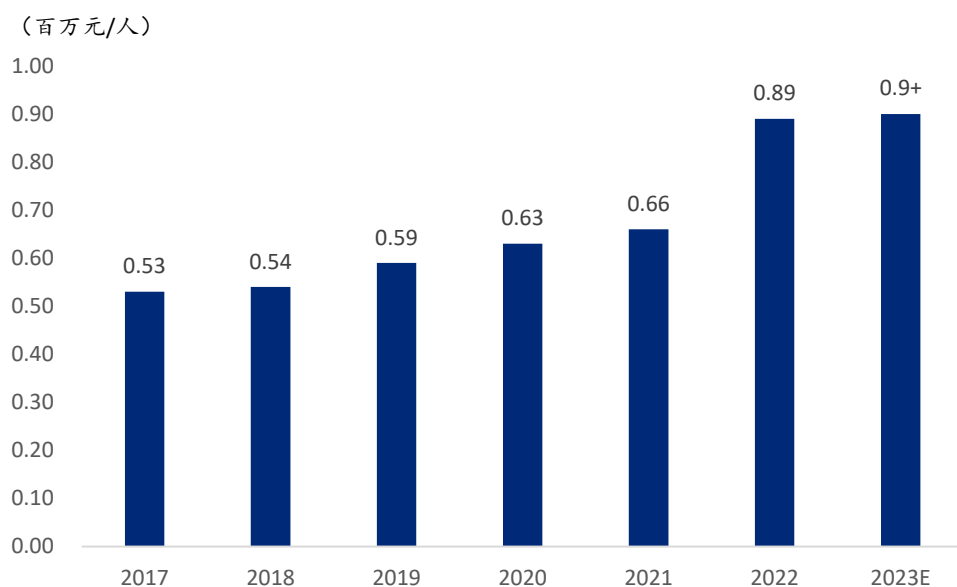
图表 4: 收入按地区分布 (1Q23)



资料来源：公司资料、浦银国际

人效持续提升：截至 1Q23 末，公司共有员工总数 43,800 人，相比 2022 年底减少 1.2%；其中研发人员和海外人员分别占比 82%/5%。考虑到最新业务需求变化，公司预计 2023 年员工数量将同比有所缩减，人均产出也将进一步提升。站在相对长期维度看，2017-22 年员工复合增速 25%，也明显低于 38% 的收入复合增速。

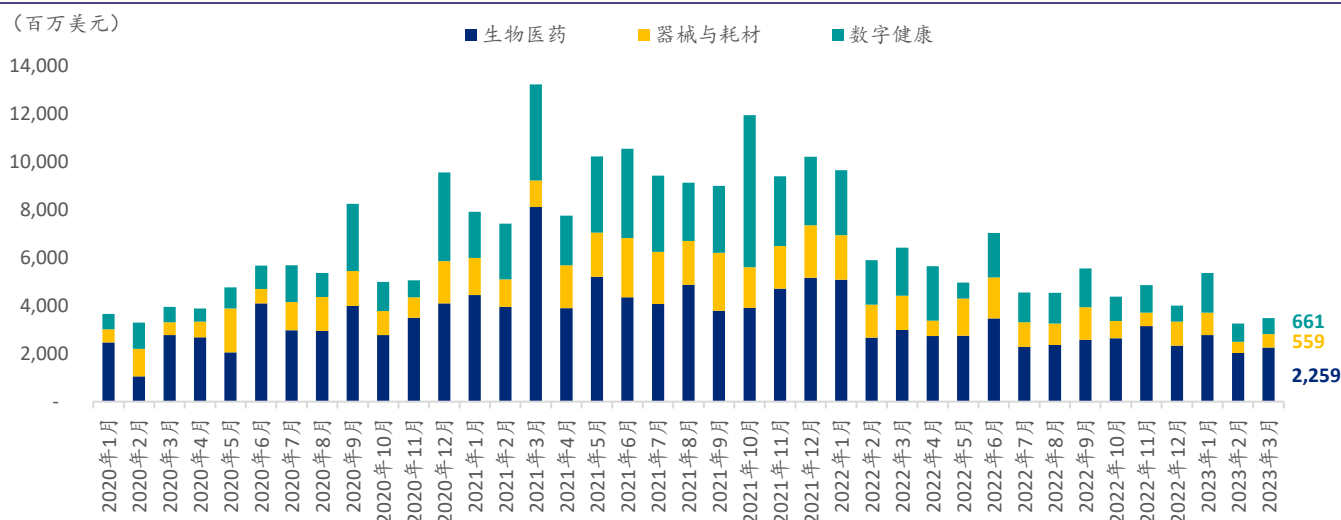
图表 5：药明康德人均产出



E=公司预测；资料来源：公司资料、浦银国际

根据动脉橙数据，2023 年 3 月全球生物医药、器械与数字健康领域融资额仍未明显复苏，同比有 24%、61%和 67%下滑。生物医药领域融资环比 2 月增长 12%，主要由海外生物医药融资环比增长 27%推动。

图表 6：全球医药板块投融资总额



资料来源：动脉橙、浦银国际

● 财务预测与估值

图表 7: 药明康德财务预测变动

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	41,307	41,640	-0.8%	52,311	53,795	-2.8%	65,980	68,800	-4.1%
毛利润	16,146	16,143	0.0%	20,733	21,273	-2.5%	26,444	27,378	-3.4%
毛利率 (%)	39.1%	38.8%	0.3	39.6%	39.5%	0.1	40.1%	39.8%	0.3
归母净利润	9,936	10,042	-1.1%	12,808	13,310	-3.8%	16,363	17,130	-4.5%
归母净利率 (%)	24.1%	24.1%	-0.1	24.5%	24.7%	-0.3	24.8%	24.9%	-0.1
经调整 non-IFRS 归母净利润	10,709	10,859	-1.4%	13,743	14,254	-3.6%	17,298	18,074	-4.3%
净利率 (%)	25.9%	26.1%	-0.2	26.3%	26.5%	-0.2	26.2%	26.3%	-0.1

资料来源: 浦银国际预测

图表 8: 药明康德 A 股 (603259.CH) PE Band



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 9: 药明康德 H 股 (2359.HK) PE Band



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 10: CXO 企业估值表

代码	公司名称	股价 (当地货币)	市值 (美元)	过去 1 个月股 价变动 (%)	年初至 今股价 变动 (%)	12 个月滚动远 期市盈率 (x)		市盈率 (x)			2023-25E 净利润 CAGR	PEG (x)
						现值	3 年均 值	2023E	2024E	2025E		
港股												
2359 HK	药明康德	68.65	28,527	(17.5)	(16.7)	15.3	54.0	16.6	12.9	10.3	27.1%	0.6
2269 HK	药明生物	46.30	24,945	(5.3)	(22.6)	25.9	82.8	28.6	21.4	16.2	33.0%	0.9
3759 HK	康龙化成	31.65	7,332	(21.0)	(41.6)	13.2	45.5	14.5	10.9	8.4	31.2%	0.5
3347 HK	泰格医药	69.90	10,963	(14.6)	(22.5)	20.4	43.6	21.3	18.3	12.7	18.9%	1.1
6821 HK	凯莱英	95.10	6,585	(1.6)	(17.2)	12.4	15.6	11.8	11.0	9.7	16.1%	0.7
1548 HK	金斯瑞	19.84	5,349	7.4	(20.2)	NA	NA	NA	NA	12.5	NA	NA
6127 HK	昭衍新药	30.00	3,507	(6.4)	(24.9)	14.2	31.9	14.9	12.5	10.2	20.2%	0.7
1873 HK	维亚生物	1.54	380	0.7	(12.0)	NA	19.6	NA	NA	NA	NA	NA
1521 HK	方达控股	2.45	642	6.1	(15.5)	15.5	33.3	16.8	12.6	9.4	36.1%	0.5
市值加权平均						17.5	52.8	18.9	14.8	12.1		0.7
A 股												
603259 CH	药明康德	67.50	28,527	(15.8)	(16.7)	17.1	57.7	18.6	14.5	11.5	27.1%	0.7
300759 CH	康龙化成	45.60	7,332	(21.1)	(32.9)	21.6	59.5	23.9	17.9	13.9	31.2%	0.8
300347 CH	泰格医药	91.16	10,963	(14.1)	(13.0)	28.1	50.7	30.0	23.6	20.7	18.9%	1.6
002821 CH	凯莱英	126.42	6,585	(8.3)	(14.6)	17.5	51.5	17.8	16.7	14.7	16.1%	1.1
603127 CH	昭衍新药	48.89	3,507	(9.2)	(16.3)	25.3	62.6	27.0	21.3	18.9	20.2%	1.3
300363 CH	博腾股份	33.90	2,673	(18.3)	(17.0)	16.1	49.1	16.6	14.9	14.1	8.6%	1.9
688202 CH	美迪西	149.02	1,873	(8.7)	(30.3)	22.0	59.3	24.5	16.9	NA	NA	NA
300725 CH	药石科技	55.47	1,600	(24.7)	(31.1)	25.4	57.2	27.7	20.1	15.7	32.7%	0.8
603456 CH	九洲药业	30.05	3,904	(18.5)	(29.2)	19.9	43.4	21.6	16.2	5.7	94.3%	0.2
市值加权平均						20.3	55.3	21.9	17.3	13.5		0.9
海外												
207940 KS	Samsung Biologics	786,000.00	41,817	(1.4)	(4.0)	71.0	97.6	74.2	62.7	42.0	25.1%	3.0
LONN SW	Lonza	575.40	48,292	5.4	19.4	32.4	37.7	34.6	27.2	23.1	21.9%	1.6
CTLT US	Catalant	44.94	8,093	(34.1)	43.7	18.9	29.6	20.5	18.5	15.8	13.7%	1.5
市值加权平均						47.7	62.5	50.3	41.6	30.6		2.2

*药明康德、药明生物及康龙化成数据基于 SPDBI 预测，其余 E=Bloomberg 一致预期；

资料来源：Bloomberg、浦银国际；数据截至 2023 年 4 月 25 日

图表 11: 浦银国际目标价: 药明康德 A 股 (603259.CH)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 12: 浦银国际目标价: 药明康德 H 股 (2359.HK)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

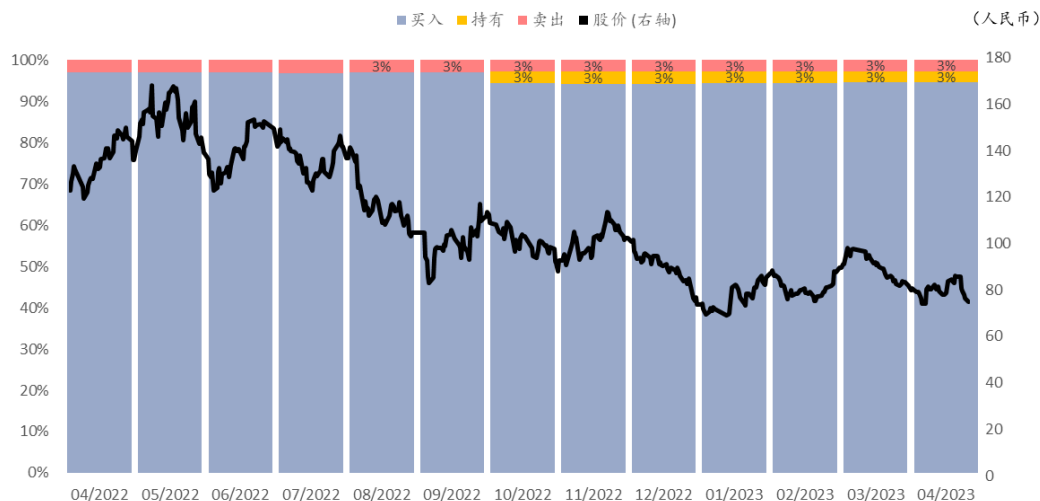
图表 13: SPDBI 医疗行业覆盖公司

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	68.7	买入	112.0	2023年4月26日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	67.5	买入	113.0	2023年4月26日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	31.7	买入	46.0	2023年4月3日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	45.6	持有	55.0	2023年4月3日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	46.3	买入	86.0	2023年3月23日	CRO/CDMO
241 HK Equity	阿里健康	5.6	持有	4.3	2022年5月26日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	19.0	持有	20.0	2023年3月15日	互联网医疗
1952 HK Equity	云顶新耀	14.4	买入	25.0	2023年4月4日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	47.2	买入	58.0	2023年3月30日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	27.8	买入	51.5	2023年3月13日	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	35.9	买入	66.0	2023年3月13日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	3.5	买入	12.5	2023年3月28日	生物科技
BGNE US Equity	百济神州	257.4	买入	305.0	2023年3月6日	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	150.7	买入	183.0	2023年3月6日	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	155.0	买入	182.0	2023年3月6日	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	37.4	买入	51.5	2023年3月29日	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	41.1	买入	65.0	2023年3月16日	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	3.2	买入	22.5	2022年7月27日	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	9.2	买入	15.0	2023年3月29日	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	15.2	买入	13.6	2022年12月16日	生物科技
13.HK Equity	和黄医药	25.0	买入	44.0	2023年3月1日	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	16.3	买入	28.2	2023年3月1日	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	61.6	买入	79.0	2023年3月20日	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	14.3	持有	19.0	2022年7月27日	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	3.4	持有	4.25	2023年3月17日	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	22.8	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	2.0	买入	6.0	2022年7月27日	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	2.6	买入	5.4	2023年4月18日	生物科技
6998.HK Equity	嘉和生物	2.0	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	5.5	2023年4月12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	302.7	买入	420.0	2022年10月31日	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	24.1	买入	40.0	2023年4月3日	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	10.7	买入	17.5	2023年4月11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	2.2	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 25 日港股收盘价

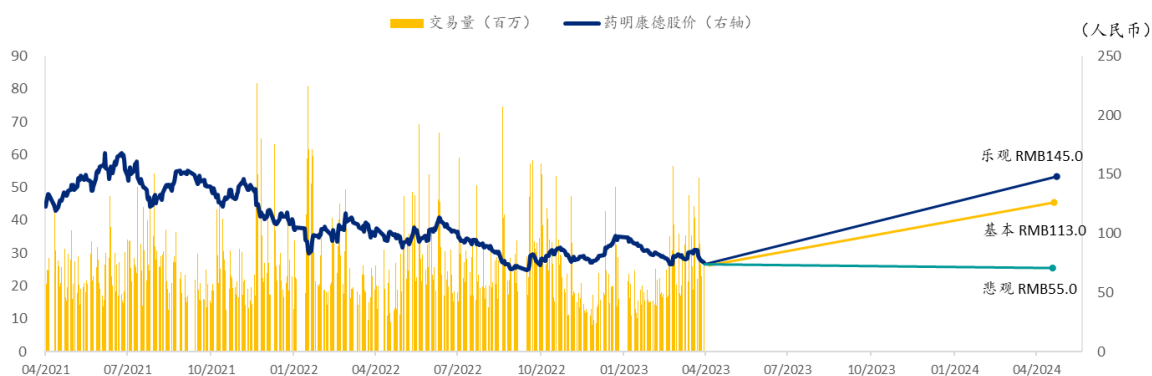
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 14: 药明康德 A 股 (603259.CH) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 15: 药明康德 A 股 (603259.CH) SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司增长好于预期

目标价: 145.0 人民币
概率: 30%

- WuXi Chemistry 2022-25E CAGR 超 30%;
- 客户获得和项目进展好于预期;
- 公司拓展业务进行收并购, 收入增长好于预期;
- 新业务带来更多增长动力。

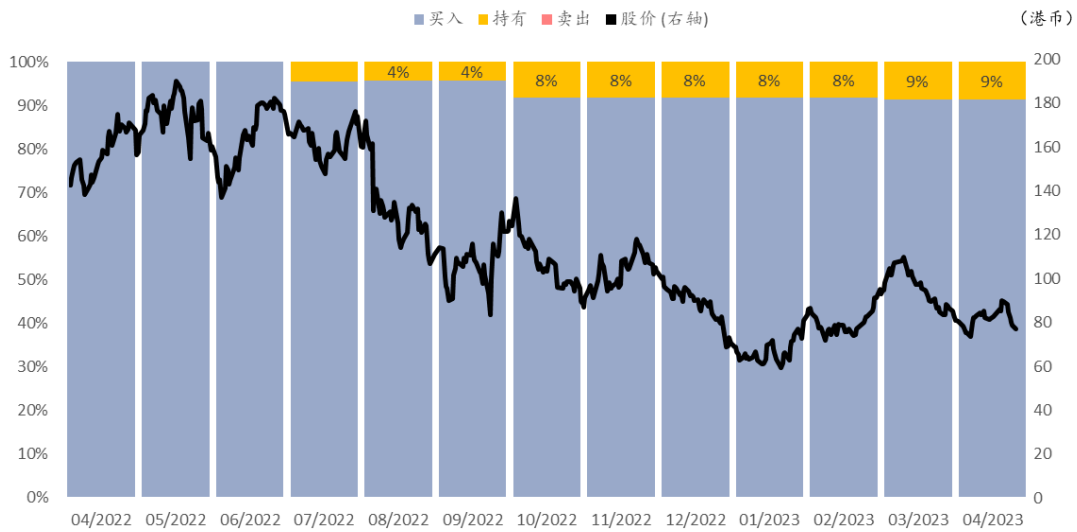
悲观情景: 公司增长不及预期

目标价: 55.0 人民币
概率: 20%

- WuXi Chemistry 2022-25E CAGR 不及 13%;
- 欧美制药企业缩减研发开支和暂缓研发项目, 导致公司特别是来自欧美地区的收入不及预期;
- 研发阶段的项目失败, 造成客户流失, 影响收入和未完成订单。

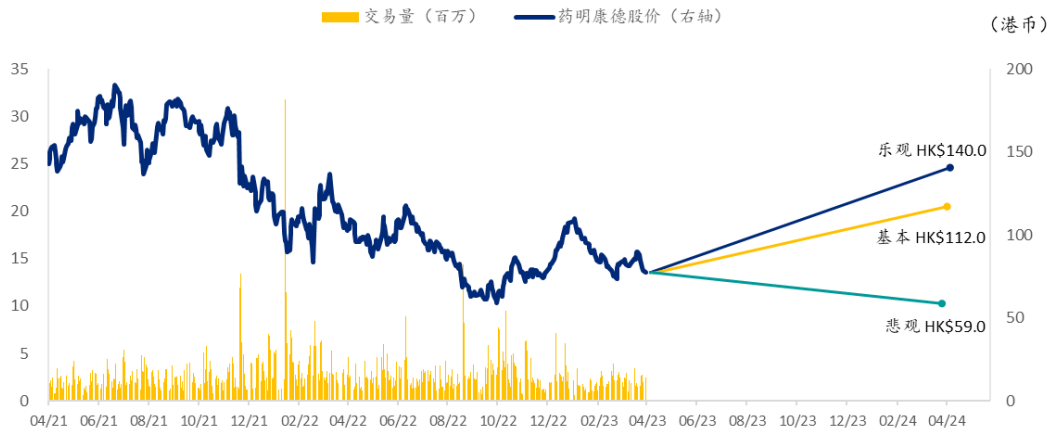
资料来源: 浦银国际

图表 16: 药明康德 H 股 (2359.HK) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 17: 药明康德 H 股 (2359.HK) SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司增长好于预期

目标价: 140.0 港币

概率: 30%

- WuXi Chemistry 2022-25E CAGR 超 30%;
- 客户获得和项目进展好于预期;
- 公司拓展业务进行收并购, 收入增长好于预期;
- 新业务带来更多增长动力。

悲观情景: 公司增长不及预期

目标价: 59.0 港币

概率: 20%

- WuXi Chemistry 2022-25E CAGR 不及 13%;
- 欧美制药企业缩减研发开支和暂缓研发项目, 导致公司特别是来自欧美地区的收入不及预期;
- 研发阶段的项目失败, 造成客户流失, 影响收入和未完成订单。

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国-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人士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人士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

