



康龙化成 (3759.HK/300759.CH) : 1Q23 成熟业务显较强韧性, 新业务即将步入正轨

即使面临行业景气度阶段性下滑的压力, 公司成熟业务 1Q23 依旧录得 32% 的强劲增长, 实验室服务板块中高毛利的生物科学服务占比进一步提升, 临床研究服务整合完成后增长迅猛。与此同时, 随着新产能投入使用并装入订单, 新业务有望于 2H23 进入收入和利润率的爬坡期。维持公司 A 股/港股的“持有”/“买入”评级及目标价。

- 行业景气度波动中, 一季度业绩显韧性:** 1Q23 收入和 non-IFRS 经调整净利同比增长 30%/20% 至 27 亿/4.4 亿人民币, 基本符合我们预期。扣除大分子/CGT 服务和海外 CMC 业务后, 公司成熟业务的收入和经调整净利润分别增长 32%/41%。在 1Q 生物医药融资面临阶段性压力、主要 CXO 公司业绩出现分化的背景下, 我们认为公司依旧录得强劲业绩增长实属不易。其中中国/北美/欧洲客户收入分别增长 11%/35%/38%, 海外收入占比进一步提升至 84%; 海外子公司收入+26%。全部类型客户收入均有较快增长: top20 药企、其他已上市公司/未上市公司和科研院所收入分别增长 28%/37%/25%, 收入贡献达到 15%/35%/50%。公司维持 2023 年收入增速 20-30%、2025 年收入相比 2022 年翻倍的指引, 并预计随着规模经济效益和运营效率提升, 净利润增速将更高; 今年员工数量增速将低于 20%。
- 服务结构+新兴业务亏损情况持续改善:** 公司 1Q23 毛利率提升 2.7pcts 至 35.6%, 销售费用率和扣除股权支付后的管理费用率有小幅下降。考虑到 1Q 是传统业务淡季, 我们预计, 若后续汇率无大幅波动, 2-4Q 利润率将逐渐改善, 维持全年毛利率同比提升 0.8pct 的预测。中长期内利润率提升动力主要来自: 1) 服务结构改善 (如实验室服务中, 高毛利的生物科学收入将逐步提升); 2) 大分子/CGT 和海外 CMC 等新兴业务步入正轨。1Q23 新兴业务亏损 1.3 亿, 环比有所缩窄, 随着 2H23 欧美 CGT 产能装入新订单, 板块收入和利润率将开始爬坡; 公司预计 ABL 将于 2H24 达到盈亏平衡。
- 临床研究服务整合后渐入佳境:** 公司于 2H21 启动板块业务整合, 建立起一站式临床研发服务平台。1Q23 板块收入增长 41%, 其中国内占比 60%、增长 50%, 海外占比 40%、增长 30%; 国内业务中临床 CRO 和 SMO 业务增速均和整体一致, 目前已接近盈亏平衡。
- 维持评级和目标价:** 我们维持 2023-25E 盈利预测和目标价不变。我们的 A 股目标价 55 元基于 1.0x 目标 2023E PEG, 与海外 CXO 和海外业务占比较大的其他国内 CXO 的估值水平相比较为合理; 我们港股目标价 46 港元基于 A 股目标价和 37% 的历史平均 A/H 估值溢价。我们维持公司港股“买入”评级; 对于 A 股, 我们认为目前估值水平合理, 且后续减持风险仍不容忽视, 维持“持有”评级。
- 投资风险:** 项目订单增长慢于预期; 投资收益波动; 疫情大幅反弹。

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	7,444	10,266	13,260	16,755	21,176
同比增速 (%)	45.0%	37.9%	29.2%	26.4%	26.4%
经调整归母净利润	1,462	1,834	2,279	3,037	3,922
同比增速 (%)	37.4%	25.5%	24.3%	33.3%	29.1%
PE (X) - 港股	24.4	19.2	15.5	11.7	9.0
PE (X) - A 股	40.3	31.6	25.6	19.2	14.9

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 6446

胡泽宇 CFA

助理分析师
ryan_hu@spdbi.com
(852) 2808 6446

2023 年 5 月 2 日

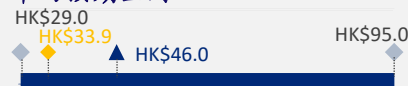
康龙化成 (3759.HK)

买入

目标价 (港元)	46.00
潜在升幅/降幅	+36%
目前股价 (港元)	33.85
52 周内股价区间 (港元)	25.85-91.95
总市值 (百万港元)	61,787
近 3 月日均成交额 (百万港元)	121

注: 截至 2023 年 4 月 28 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

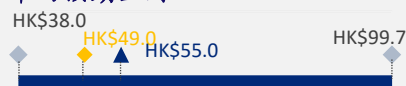
康龙化成 (300759.CH)

持有

目标价 (人民币)	55.00
潜在升幅/降幅	+12%
目前股价 (人民币)	48.96
52 周股价区间 (人民币)	45.09-114.14
总市值 (百万人民币)	54,481
近 3 月日均成交额 (百万人民币)	948

注: 截至 2023 年 4 月 28 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 - 康龙化成 (3759.HK)

利润表

(百万人民币)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	7,444	10,266	13,260	16,755	21,176
营业成本	-4,772	-6,517	-8,312	-10,413	-13,150
毛利润	2,672	3,749	4,948	6,342	8,026
销售费用	-156	-230	-284	-342	-411
管理费用	-908	-1,552	-1,964	-2,432	-3,010
研发费用	-152	-282	-351	-427	-519
营业利润	1,456	1,685	2,349	3,141	4,086
财务费用	-83	-167	-106	-53	-103
其他收入和收益	490	426	464	503	635
其他费用	-14	-222	-66	-84	-106
资产减值损失	-10	-21	-27	-35	-44
分占联营公司亏损	72	-34	-44	-55	-70
税前净利润	1,911	1,666	2,569	3,417	4,400
所得税	-291	-314	-459	-576	-698
税后利润	1,620	1,352	2,110	2,841	3,702
少数股东损益	-41	-22	-42	-57	-74
归母净利润	1,661	1,375	2,153	2,897	3,776
经调整Non-IFRS归母净利润	1,462	1,834	2,279	3,037	3,922

现金流量表

(百万人民币)	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
除税前利润	1,911	1,666	2,569	3,417	4,400
物业、厂房及设备折旧	451	654	941	1,182	1,278
使用权资产折旧	101	113	207	175	147
存货增加/(减少)	-62	-180	-115	-114	-188
贸易及其他应收款增加	-234	-653	-791	-455	-1,133
贸易及其他应付款项增加	268	91	162	142	266
其他	-378	1,270	-51	-327	-382
经营现金流	2,058	2,961	2,922	4,019	4,387
购买物业、厂房及设备	-2,083	-3,000	-3,000	-2,000	-1,000
收购	-1,157	0	0	0	0
其他	-1,262	-1,236	0	0	0
投资现金流	-4,501	-4,236	-3,000	-2,000	-1,000
计息负债变动	687	13	2	2	2
股权募资	-80	0	0	0	0
其他	3,054	-815	0	0	0
融资现金流	3,661	-803	2	2	2
现金净流量	1,218	-2,078	-76	2,021	3,389

资产负债表

(百万人民币)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,527	1,448	1,372	3,393	6,782
应收款项	1,229	1,882	2,673	3,128	4,261
存货	182	362	477	591	779
其它流动资产	3,706	2,844	3,180	3,566	4,047
流动资产合计	8,644	6,536	7,701	10,678	15,870
固定资产	5,578	8,022	10,081	10,899	10,621
使用权资产	17	49	50	51	52
商誉	2,096	2,688	2,688	2,688	2,688
其他非流动资产	2,054	3,198	2,990	2,805	2,636
非流动资产合计	9,746	13,957	15,809	16,443	15,997
资产总计	18,389	20,493	23,510	27,121	31,867
短期借款	482	738	739	740	741
应付账款	316	406	568	710	976
其他应付账款	1,328	1,596	2,230	2,742	3,396
其它流动负债	856	1,172	1,231	1,292	1,357
流动负债合计	2,982	3,912	4,768	5,484	6,470
长期借款	956	713	714	715	716
其它长期负债	4,156	5,027	5,078	5,132	5,188
非流动负债合计	5,112	5,740	5,792	5,847	5,904
负债总计	8,094	9,653	10,560	11,330	12,374
股本	794	1,191	1,191	1,191	1,191
储备	9,335	9,357	11,510	14,407	18,183
母公司拥有人应占权益	10,129	10,549	12,701	15,599	19,375
少数股东权益	166	291	249	192	118
负债和所有者权益合计	18,389	20,493	23,510	27,121	31,867

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (人民币元)					
每股收益	1.2	1.5	1.9	2.5	3.3
每股净资产	8.4	8.9	10.6	13.1	16.2
每股营收	6.3	8.7	11.1	14.1	17.8
每股经营现金流	1.7	2.5	2.5	3.4	3.7
估值 (倍)					
P/E-港股	24.4	19.2	15.5	11.7	9.0
P/E-A股	40.3	31.6	25.6	19.2	14.9
P/B-港股	3.5	3.3	2.8	2.3	1.8
P/S-港股	4.7	3.4	2.7	2.1	1.7
盈利能力比率 (%)					
毛利率	35.9%	36.5%	37.3%	37.8%	37.9%
归母净利润率	22.3%	13.4%	16.2%	17.3%	17.8%
净资产收益率	17.5%	13.4%	18.9%	20.5%	21.6%
总资产收益率	10.7%	7.1%	9.7%	11.2%	12.6%
盈利增长 (%)					
营业收入增长率	45.0%	37.9%	29.2%	26.4%	26.4%
营业利润增长率	40.9%	15.7%	39.4%	33.7%	30.1%
归母净利润增长率	41.7%	-17.2%	56.6%	34.6%	30.3%
Non-IFRS归母净利润增长率	37.4%	25.5%	24.3%	33.3%	29.1%
偿债能力指标					
计息负债/权益	14.2%	13.8%	11.4%	9.3%	7.5%
流动比率	289.9%	167.1%	161.5%	194.7%	245.3%
现金比率	118.3%	37.0%	28.8%	61.9%	104.8%
经营效率指标					
应收帐款周转天数	56.5	62.2	62.7	63.2	63.7
应付帐款周转天数	19.4	20.4	21.4	22.4	23.4
存货周转天数	11.9	18.1	18.4	18.7	19.0

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

1Q23 各业务板块业绩情况

- **实验室服务**：收入增长 30%，其中生物科学和化学服务各贡献约 50%，生物科学贡献比去年同期（约 48%）继续提升。毛利率提升 2.5pcts 至 44.5%，主因高毛利的生物科学服务占比提升及汇率变化。员工较 2022 年底增加 2% 至 9,411 人。
- **CMC（小分子 CDMO）**：收入增长 30%，毛利率提升 4.3pcts 至 32.9%，主要受益于规模效益的体现和运营效率的提升。员工较 2022 年底增加 1% 至 4,003 人，今年员工增长将主要聚焦于工艺开发领域。公司预计，今年绍兴新产能的利用率将达到 30-50%。
- **临床研究服务**：收入增长 41%，其中临床 CRO 和 SMO 业务收入各占约一半。毛利率大幅提升 9.4pcts 至 14.0%，反映板块重组后整合效应开始体现。员工较 2022 年底增加 1% 至 3,631 人。
- **大分子和细胞与基因治疗**：收入增长 0.5%，毛利率下滑 28.6pcts 至 -11.7%，主因目前板块仍在初期投入阶段、欧美通胀导致运营成本上涨。公司预计英国 ABL 将于 2H23 起贡献收入，并有机会于 2H24 达到盈亏平衡；宁波大分子产能将于 3Q23 正式投产，但或许需要更长时间达到盈亏平衡。员工较 2022 年底增加 4% 至 622 人。

图表 2：康龙化成港股 (3759.HK) PE Band



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 3: 康龙化成 A 股 (300759.CH) PE Band



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 4: CXO 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	28,540	(18.5)	(16.7)	15.2	53.2	16.6	12.9	10.3	27.1%	0.6
2269 HK	药明生物	46.45	25,024	(4.1)	(22.4)	25.9	81.6	28.7	21.5	16.2	33.0%	0.9
3759 HK	康龙化成	33.85	7,870	(16.0)	(37.5)	14.0	44.7	15.5	11.7	9.0	31.2%	0.5
3347 HK	泰格医药	65.10	10,867	(17.3)	(27.8)	19.1	43.0	20.7	16.4	12.7	21.9%	0.9
6821 HK	凯莱英	98.00	6,598	(3.1)	(14.6)	13.2	15.5	12.3	11.5	10.0	5.5%	2.2
1548 HK	金斯瑞	20.60	5,554	12.2	(17.1)	NA	NA	NA	NA	11.5	NA	NA
6127 HK	昭衍新药	30.15	3,548	(1.3)	(24.5)	13.4	31.2	14.1	12.0	9.0	21.4%	0.7
1873 HK	维亚生物	1.61	397	8.1	(8.0)	NA	18.3	NA	NA	NA	NA	NA
1521 HK	方达控股	2.43	636	2.1	(16.2)	13.9	32.8	14.7	12.4	10.0	29.0%	0.5
市值加权平均						17.3	51.9	18.9	14.6	12.1		0.8
A 股												
603259 CH	药明康德	67.53	28,540	(15.7)	(16.6)	17.1	56.8	18.6	14.5	11.5	27.1%	0.7
300759 CH	康龙化成	48.96	7,870	(14.0)	(28.0)	23.1	58.6	25.6	19.2	14.9	31.2%	0.8
300347 CH	泰格医药	90.96	10,867	(11.4)	(13.2)	28.5	50.2	31.2	24.2	20.7	21.9%	1.4
002821 CH	凯莱英	126.45	6,598	(7.9)	(14.6)	17.7	50.7	18.1	16.9	14.7	5.5%	3.3
603127 CH	昭衍新药	49.49	3,548	(6.6)	(15.3)	23.2	61.9	25.0	20.2	16.9	21.4%	1.2
300363 CH	博腾股份	34.33	2,707	(8.5)	(16.0)	16.2	48.1	16.6	15.4	13.8	10.1%	1.6
688202 CH	美迪西	150.00	1,885	(7.1)	(29.9)	20.6	58.8	23.6	16.3	NA	NA	NA
300725 CH	药石科技	55.88	1,612	(26.4)	(30.6)	21.6	56.5	24.1	17.7	14.1	31.7%	0.8
603456 CH	九洲药业	32.06	4,166	(8.2)	(24.4)	18.9	42.9	21.0	15.8	9.9	45.7%	0.5
市值加权平均						20.3	54.5	22.1	17.4	13.7		1.1
海外												
207940 KS	Samsung Biologics	781,000.00	41,495	(1.3)	(4.9)	66.7	96.3	70.2	60.5	49.0	19.7%	3.6
LONN SW	LONZA	550.40	45,740	2.7	21.5	32.3	37.8	35.1	27.7	23.4	21.8%	1.6
IQV US	IQVIA	183.66	34,069	(4.8)	(10.4)	16.9	22.5	17.7	15.6	13.5	13.7%	1.3
LH US	Labcorp	224.69	19,885	1.3	(4.6)	12.8	13.6	13.3	12.0	11.0	8.2%	1.6
SYNH US	Syneos	37.85	3,908	8.4	3.2	11.1	15.4	11.5	10.2	9.1	14.3%	0.8
ICLR US	Icon	190.71	15,625	(9.4)	(1.8)	14.4	21.8	15.1	13.1	11.2	12.8%	1.2
CRL US	Charles River	183.71	9,367	(7.0)	(15.7)	16.9	26.2	18.0	15.1	12.7	20.1%	0.9
MEDP US	Medpace	197.54	6,025	7.3	(7.0)	23.4	30.3	24.3	21.7	18.4	13.2%	1.8
SFZN SW	Siegfried	686.50	3,423	6.7	11.9	21.2	26.1	22.0	19.8	17.8	11.2%	2.0
CTLT US	Catalant	46.95	8,455	(29.8)	4.3	15.2	29.3	16.6	14.9	12.6	15.6%	1.1
市值加权平均						31.1	42.2	33.0	28.0	23.3		1.9

*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 28 日

图表 5：浦银国际目标价：康龙化成港股 (3759.HK)



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 6：浦银国际目标价：康龙化成 A 股 (300759.CH)



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	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	33.9	买入	46.0	2023年5月2日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	49.0	持有	55.0	2023年5月2日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	46.5	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	19.5	持有	20.0	2023年3月15日	互联网医疗
1952 HK Equity	云顶新耀	14.2	买入	25.0	2023年4月4日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	45.8	买入	58.0	2023年3月30日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	27.3	买入	51.5	2023年3月13日	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	35.2	买入	66.0	2023年3月13日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	3.7	买入	12.5	2023年3月28日	生物科技
BGNE US Equity	百济神州	255.5	买入	305.0	2023年3月6日	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	151.0	买入	183.0	2023年3月6日	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	159.7	买入	182.0	2023年3月6日	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	37.5	买入	51.5	2023年3月29日	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	42.9	买入	65.0	2023年3月16日	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	3.0	买入	22.5	2022年7月27日	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	9.0	买入	15.0	2023年3月29日	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	15.3	买入	13.6	2022年12月16日	生物科技
13.HK Equity	和黄医药	24.1	买入	44.0	2023年3月1日	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	15.0	买入	28.2	2023年3月1日	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	62.5	买入	79.0	2023年3月20日	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	14.2	持有	19.0	2022年7月27日	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	3.3	持有	4.25	2023年3月17日	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	22.9	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	2.7	买入	5.4	2023年4月18日	生物科技
6998.HK Equity	嘉和生物	1.9	买入	6.1	2022年7月27日	生物科技
1177 HK Equity	中国生物制药	4.3	买入	5.5	2023年4月12日	制药
2325 HK Equity	云康集团	14.1	买入	23.8	2022年11月7日	ICL
300760 CH Equity	迈瑞医疗	311.9	买入	420.0	2022年10月31日	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	23.0	买入	40.0	2023年4月3日	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	10.9	买入	17.5	2023年4月11日	医疗器械
9996 HK Equity	沛嘉医疗	9.9	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 28 日港股收盘价

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

