



药明康德 (2359.HK/603259.CH): 1H23 利润增速略超预期, 非新冠业务高增长

公司 1H23 收入增速符合预期, 利润增速略超预期。剔除新冠商业化项目影响, 2Q/1H23 收入+40%/+28%, 非新冠业务增长强劲。公司维持全年收入增速指引 5-7%, 并上调全年 Non-IFRS 毛利及自由现金流增速指引。我们维持“买入”评级, 上调目标价至 HKD115/RMB116。

- **1H23 收入增速符合公司指引, 利润增速略超预期。** 2Q/1H23 收入 +7%/+6% (剔除新冠商业化项目, 收入+40%/+28%); Non-IFRS 毛利率 +3.4pcts 至 41.6%, 其中汇率变动导致毛利率+2.4pcts, 效率提升及板块收入结构变动导致+1pcts; Non-IFRS 归母净利+22%/+19%。
- **WuXi Chemistry: TIDES 业务高增长, 预计全年新冠商业化项目收入 30 亿元。** 2Q/1H23 收入+3%/+4%, 剔除新冠商业化项目, 板块收入+52%/+36%; 1H23 Non-IFRS 毛利率提升 4.4pcts 至 45.3%。1H23 管线新增 583 个分子至 2819 个 (商业化 56 个、III 期 59 个)。板块中 TIDES 业务增速亮眼, 1H23 收入+38%, 预计全年+70%。公司预计全年仍有人民币 30 亿元新冠相关收入 (vs 2022 年约 92 亿元), 我们预计 WuXi Chemistry 全年收入+3.9%。
- **WuXi Testing: 临床业务恢复, 实验室分析与测试有望提速增长。** 2Q/1H23 收入+24%/+19%, 其中实验室分析与测试 2Q/1H23 收入 +21%/+19%。上半年启东和苏州新产能投产, 2H23 收入有望提速。2Q/1H23 临床 CRO 及 SMO 收入+30%/+18%, 其中 SMO +54%/34%。1H23 Non-IFRS 毛利率提升 2.2pcts 至 37.8%。
- **WuXi Biology: 新分子业务增速亮眼。** 2Q/1H23 收入+18%/+13%, 1H23 non-IFRS 毛利率提升 0.7pcts 至 41.5%。1H23 新分子种类相关收入+51%, 占比 25.4%。
- **WuXi ATU: 在手订单稳健增长。** 2Q/1H23 收入+23%/+16%, 1H23 non-IFRS 毛利率提升 1.3pts 至 -5.7%。截至 6 月底, 在手订单金额 +28.8%。管线项目数 69 个, 其中 III 期项目 7 个 (2 个处于 BLA 阶段)。
- **WuXi DDSU: 继续受国内订单需求下滑冲击。** 2Q/1H23 收入-18%/-25%, 因国内需求下降, me-too 和 me-better 项目需求下降。1H23 Non-IFRS 毛利率-0.6pcts 至 30.1%。二季度获得首笔销售分成, 公司预计未来十年销售收入分成 CAGR 达 50%+ (与此前指引一致)。
- **维持“买入”评级, 上调目标价至 HKD115/RMB116:** 我们上调 2023-25E 归母净利润 2-4%。我们给予公司港股 24x 2024E PE 目标估值 (与过去三年均值低 0.9 个标准差) 和 10% 的 A/H 溢价 (较历史均值低 0.5 个标准差), 上调公司港股/A 股目标价 3% 至 HKD115/RMB116。
- **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	41,894	52,751	67,292
同比增速 (%)	39%	72%	6%	26%	28%
归母净利润	5,097	8,814	10,174	13,092	16,922
同比增速 (%)	72%	73%	15%	29%	29%
PE (X) -A 股	42.9	23.6	22.1	17.1	13.3
PE (X) -港股	41.5	22.8	21.4	16.6	12.8

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

胡泽宇 CFA

医疗分析师

ryan_hu@spdbi.com

(852) 2808 6446

2023 年 8 月 2 日

药明康德 (2359.HK)

买入

目标价 (港币)	115.0
潜在升幅/降幅	+45%
目前股价 (港币)	79.10
52 周内股价区间 (港币)	57.90-114.00
总市值 (百万港币)	241,030
近 3 月日均成交额 (百万港币)	123

注: 截至 2023 年 8 月 1 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 (603259.CH)

买入

目标价 (人民币)	116.00
潜在升幅/降幅	+55%
目前股价 (人民币)	74.98
52 周内股价区间 (人民币)	67.20-118.40
总市值 (百万人民币)	221,658
近 3 月日均成交额 (百万人民币)	1,490

注: 截至 2023 年 8 月 1 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	41,894	52,751	67,292
营业成本	-14,637	-24,848	-25,133	-31,328	-39,658
毛利率	36%	37%	40%	41%	41%
销售费用	-699	-732	-880	-1,055	-1,279
销售费用率	3%	2%	2%	2%	2%
管理费用	-2,254	-2,944	-3,016	-3,693	-4,576
管理费用率	10%	7%	7%	7%	7%
营业利润	4,371	9,217	10,980	14,328	18,819
财务费用	-128	-160	-210	-215	-212
财务费用率	7%	5%	5%	5%	5%
其他收入	469	644	628	686	875
其他收益/损失	1,454	1,212	1,341	1,424	1,480
资产减值损失	-32	-249	-251	-158	-202
税前净利润	6,016	10,618	12,307	15,838	20,471
所得税	-880	-1,716	-2,031	-2,613	-3,378
有效所得税率%	15%	16%	17%	17%	17%
税后收入	5,136	8,903	10,277	13,224	17,093
少数股东损益	39	89	103	132	171
归母净利润	5,097	8,814	10,174	13,092	16,922

资产负债表

(百万人民币)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产合计	21,986	23,997	25,724	31,495	37,510
货币资金	8,175	7,984	7,200	11,437	12,773
应收款项	5,968	7,590	9,627	9,161	12,962
存货	4,555	3,953	4,035	5,921	6,682
其它流动资产	3,287	4,470	4,863	4,975	5,093
非流动资产合计	33,142	40,693	47,827	54,240	60,104
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	9,300	9,765	10,253
其他非流动资产	6,653	6,472	6,561	6,468	6,394
资产总计	55,127	64,690	73,551	85,735	97,613
流动负债合计	12,985	14,499	16,562	19,317	19,009
短期借款	2,261	3,874	4,100	4,100	4,100
应付账款	6,856	7,253	7,207	9,959	9,598
其他应付账款	21	14	20	21	22
其它流动负债	3,846	3,357	5,235	5,237	5,288
非流动负债合计	3,385	3,264	2,735	2,735	2,735
长期借款	0	279	400	400	400
其它长期负债	3,385	2,985	2,335	2,335	2,335
负债总计	16,370	17,764	19,297	22,052	21,744
股本	2,956	2,961	2,961	2,961	2,961
储备	35,536	43,629	50,854	60,151	72,167
母公司拥有人应占权益	38,492	46,590	53,814	63,111	75,127
少数股东权益	266	337	439	571	742
负债和所有者权益合计	55,127	64,690	73,551	85,735	97,613

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)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营现金流	4,379	10,230	10,576	17,838	16,069
税前利润	6,016	10,618	12,307	15,838	20,471
物业、厂房及设备折旧	1,362	1,772	2,433	3,086	3,660
营运资金变动	-2,220	-2,125	-4,267	-1,217	-8,233
其他	-780	-36	103	132	171
购买物业、厂房及设备	-6,758	-9,798	-9,100	-9,000	-9,000
其他	4,168	1,010	446	-673	-657
投资现金流	-4,628	-9,311	-8,654	-9,673	-9,657
债权融资	1,071	1,668	347	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-2,795	-2,939	-3,052	-3,928	-5,077
融资现金流	-1,724	-1,271	-2,705	-3,928	-5,077
现金净流量	-1,974	-352	-784	4,237	1,336

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	3.40	4.38	5.66
每股净资产	15.01	15.74	18.13	21.29	25.34
每股经营现金流	1.71	3.46	3.56	6.02	5.42
每股股利	0.60	0.89	1.03	1.33	1.71
估值 (倍)					
P/E	41.5	22.8	21.4	16.6	12.8
P/B	4.8	4.6	4.0	3.4	2.9
盈利能力比率					
毛利率	36.1%	36.9%	40.0%	40.6%	41.1%
净利润率	22.3%	22.4%	24.3%	24.8%	25.1%
净资产收益率	14.4%	20.7%	20.3%	22.4%	24.5%
资产回报率	10.1%	14.7%	14.7%	16.4%	18.5%
投资资本回报率	9.8%	17.6%	17.7%	19.9%	22.2%
盈利增长					
营业收入增长率	38.5%	71.8%	6.5%	25.9%	27.6%
EBIT 增长率	40.8%	110.9%	19.1%	30.5%	31.3%
净利润增长率	72.2%	72.9%	15.4%	28.7%	29.3%
偿债能力指标					
资产负债率	0.30	0.27	0.26	0.26	0.22
流动比率	1.69	1.66	1.55	1.63	1.97
速动比率	1.34	1.38	1.31	1.32	1.62
现金比率	0.63	0.55	0.43	0.59	0.67
经营效率指标					
应收帐款周转天数	82	63	75	65	60
应付帐款周转天数	142	104	105	100	90
存货周转天数	80	62	58	58	58
总资产周转率	0.45	0.66	0.61	0.66	0.73
固定资产周转率	1.76	2.00	1.56	1.59	1.73

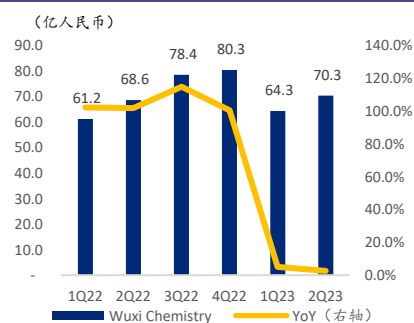
● 公司指引及核心业务板块表现

公司维持全年收入指引，上调 Non-IFRS 毛利增速及自由现金流增速指引。公司维持此前全年收入 5-7% 增速指引。此外，公司上调两项指引：1) 上调 Non-IFRS 毛利增速至 13-14% (vs 此前: 12-14%)，若 2H23 汇率趋稳，预计全年 Non-IFRS 毛利率预计达 40%+；2) 上调自由现金流增速至 +750-850% (vs 此前: 600%-800%)。

2Q23 及 1H23 各板块业绩表现

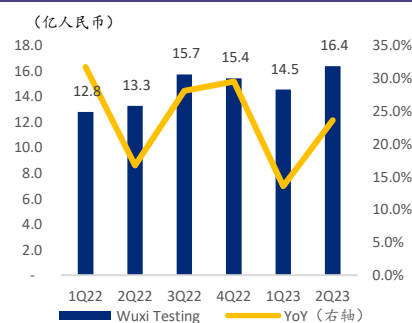
- **WuXi Chemistry:** 2Q/1H23 收入+3%/+4%，剔除新冠商业化项目，板块收入+52%/+36%，1H23 Non-IFRS 毛利率提升 4.4pcts 至 45.3%。其中 TIDES 业务增速亮眼，1H23 收入+38%，预计全年+70%。1H23 管线+583 个分子至 2819 个分子（商业化 56 个、III 期 59 个），目前公司小分子 D&M 业务全球市占率约 16%。此外，公司未参与价格战，毛利率因汇率、效益提升及收入结构改变而稳步扩张。
- **WuXi Testing:** 2Q/1H23 收入+24%/+19%，1H23 Non-IFRS 毛利率提升 2.2pcts 至 37.8%。分业务看：1) 实验室分析与测试 2Q/1H23 收入+21%/+19%，上半年启东和苏州新设施如期投放，保障业务下半年将加速增长；2) 临床 CRO 及 SMO 2Q/1H23 收入+30%/+18%，其中 SMO +54%/34%。
- **WuXi Biology:** 2Q/1H23 收入+18%/+13%，1H23 non-IFRS 毛利率提升 0.7pcts 至 41.5%。1H23 新分子种类相关收入+51%，占比 25.4% (vs 1Q23 占比 25.3%)。
- **WuXi ATU:** 2Q/1H23 收入+23%/+16%，1H23 non-IFRS 毛利率提升 1.3pcts 至 -5.7%。截至 6 月底，在手订单金额+28.8%。管线项目数 69 个，其中 III 期项目 7 个（2 个处于 BLA 阶段）。
- **WuXi DDSU:** 2Q/1H23 收入-18%/-25%，因国内需求下降，me-too 和 me-better 项目需求下降。1H23 Non-IFRS 毛利率-0.6pcts 至 30.1%。二季度获得首笔销售分成，公司预计未来十年销售收入分成 CAGR 达 50%+（与此前指引一致）。

图表 2: WuXi Chemistry 收入及同比增速



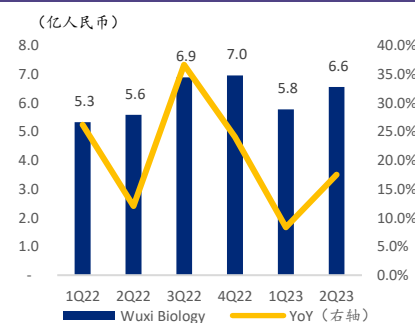
资料来源: 公司资料、浦银国际

图表 3: WuXi Testing 收入及同比增速



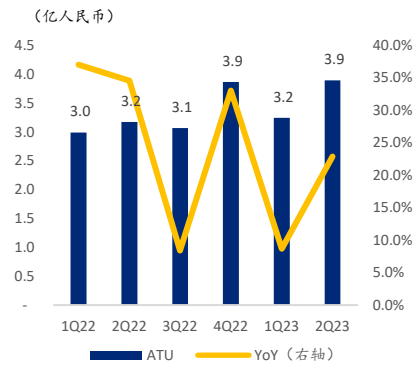
资料来源: 公司资料、浦银国际

图表 4: WuXi Biology 收入及同比增速



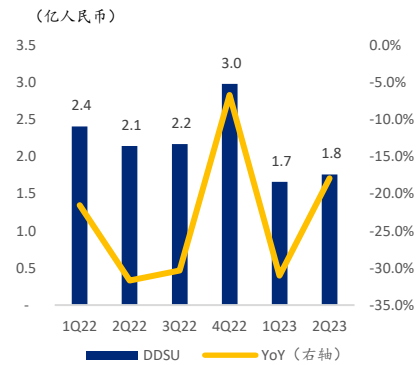
资料来源: 公司资料、浦银国际

图表 5: WuXi ATU 收入及同比增速



资料来源：公司资料、浦银国际

图表 6: WuXi Biology 收入及同比增速

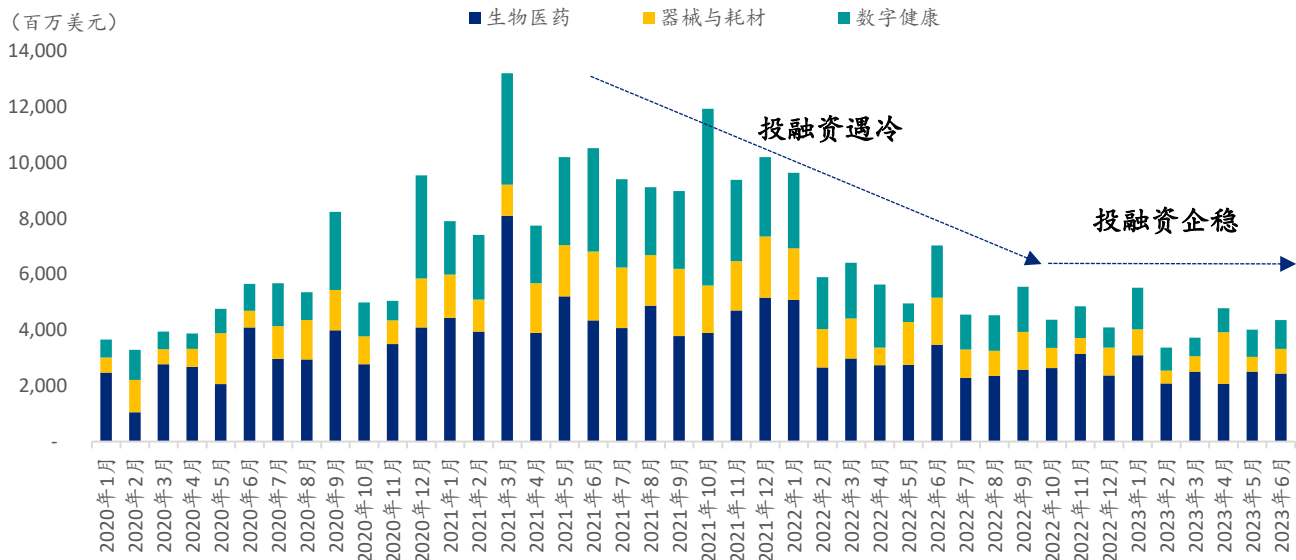


资料来源：公司资料、浦银国际

根据动脉橙数据，**1H23 全球医疗健康产业融资额同比下降 29%至 302 亿美元，中国投融资额下滑 43%至 57 亿美元**。分子板块看，生物医药全球/中国投融资额同比下降 24%/38%，器械与耗材全球/中国投融资额同比下降 38%/48%。

虽然全球医疗健康领域投融资暂未出现回暖迹象，但从趋势上看，全球投融资额已逐步企稳，后续随着美联储结束加息，我们认为全球投融资额有望回暖。

图表 7: 全球生物医药、器械、数字健康领域投融资总额



资料来源：动脉橙、浦银国际

● 财务预测与估值

图表 8: 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	41,894	41,307	1.4%	52,751	52,311	0.8%	67,292	65,980	2.0%
毛利润	16,761	16,146	3.8%	21,423	20,733	3.3%	27,634	26,444	4.5%
毛利率 (%)	40.0%	39.1%	0.9	40.6%	39.6%	1.0	41.1%	40.1%	1.0
归母净利润	10,174	9,936	2.4%	13,092	12,808	2.2%	16,922	16,363	3.4%
归母净利率 (%)	24.3%	24.1%	0.2	24.8%	24.5%	0.3	25.1%	24.8%	0.3

资料来源: 浦银国际预测

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: 药明康德 A 股 (603259.CH) PE Band



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 11: 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)		
						现值	3 年均值	2023E	2024E	2025E
港股										
2359 HK	药明康德	79.10	30,924	26.6	(4.1)	16.4	49.0	22.3	17.5	14.1
2269 HK	药明生物	44.60	24,310	18.8	(25.5)	23.0	75.7	31.7	24.8	19.1
3759 HK	康龙化成	19.86	6,636	23.1	(45.0)	7.6	40.8	17.4	12.9	9.6
3347 HK	泰格医药	48.70	7,775	9.1	(46.0)	15.2	40.6	17.0	14.1	11.6
6821 HK	凯莱英	100.00	6,357	13.8	(12.9)	13.4	15.0	13.9	13.0	10.6
1548 HK	金斯瑞	20.30	5,518	15.3	(18.3)	NA	NA	NA	NA	130.2
6127 HK	昭衍新药	19.64	2,734	(0.3)	(31.2)	15.0	28.9	18.8	13.1	10.8
1873 HK	维亚生物	1.74	432	16.0	(0.6)	9.3	17.3	12.3	8.0	6.7
1521 HK	方达控股	2.35	621	17.5	(19.0)	13.7	30.3	15.9	12.6	9.7
市值加权平均						16.1	48.6	21.8	17.2	22.0
A 股										
603259 CH	药明康德	74.98	30,924	20.3	(7.4)	19.5	52.5	22.5	17.8	14.2
300759 CH	康龙化成	28.32	6,636	11.0	(37.5)	20.3	54.4	24.4	18.2	13.8
300347 CH	泰格医药	67.01	7,775	3.8	(36.1)	21.6	47.2	24.7	19.8	16.2
002821 CH	凯莱英	125.79	6,357	6.7	(15.0)	18.1	47.0	18.6	17.8	14.2
603127 CH	昭衍新药	27.66	2,734	(5.3)	(33.7)	18.6	57.7	22.5	16.5	12.8
300363 CH	博腾股份	30.09	2,293	1.7	(26.3)	16.3	44.5	17.0	15.9	12.5
688202 CH	美迪西	93.49	1,589	9.7	(38.8)	NA	61.0	NA	NA	NA
300725 CH	药石科技	50.96	1,420	5.2	(36.7)	21.0	52.8	25.2	18.8	14.1
603456 CH	九洲药业	27.71	3,477	1.2	(34.7)	16.9	40.3	20.1	15.2	11.8
市值加权平均						18.9	51.0	21.7	17.4	13.8
海外										
207940 KS	Samsung Biologics	802,000.00	44,302	7.8	(2.3)	63.9	92.3	70.6	59.8	47.4
LONN SW	Lonza	505.20	43,268	(5.3)	11.8	32.0	37.6	36.9	29.3	24.1
CTLT US	Catalant	48.52	8,747	11.9	7.8	35.8	28.4	47.4	37.3	25.6
市值加权平均						47.0	61.9	53.3	44.1	35.0

注: E=Bloomberg 一致预期; 数据截至 2023 年 8 月 1 日

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: 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 14: SPDBI 医疗行业覆盖公司

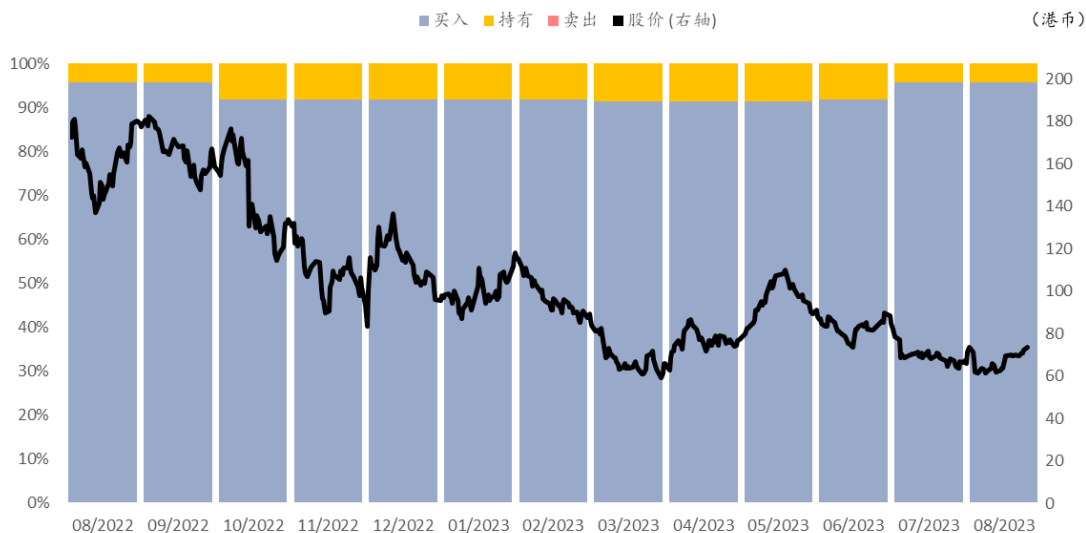
股票代码	公司	现价(LC)	评级	目标价(LC)	评级/目标价/预测发布日期	行业
2359 HK Equity	药明康德	79.1	买入	115.0	2023年8月2日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	75.0	买入	116.0	2023年8月2日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	19.9	买入	46.0	2023年5月2日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	28.3	持有	55.0	2023年5月2日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	44.6	买入	86.0	2023年3月23日	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	20.7	持有	20.0	2023年7月21日	互联网医疗
1952 HK Equity	云顶新耀	21.1	买入	25.0	2023年4月4日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	45.3	买入	58.0	2023年3月30日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	23.5	买入	51.5	2023年3月13日	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	30.1	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	214.2	买入	305.0	2023年3月6日	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	128.1	买入	183.0	2023年3月6日	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	127.2	买入	182.0	2023年3月6日	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	34.6	买入	51.5	2023年3月29日	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	42.4	买入	65.0	2023年3月16日	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	2.9	买入	22.5	2022年7月27日	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	8.1	买入	15.0	2023年3月29日	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	9.1	买入	13.6	2022年12月16日	生物科技
13.HK Equity	和黄医药	23.8	买入	44.0	2023年3月1日	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	14.1	买入	28.2	2023年3月1日	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	55.6	买入	79.0	2023年3月20日	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	12.8	持有	19.0	2022年7月27日	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	2.5	持有	4.25	2023年3月17日	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	24.5	买入	28.1	2022年7月27日	生物科技
2256.HK Equity	和誉	2.8	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	1.6	买入	5.4	2023年4月18日	生物科技
6998.HK Equity	嘉和生物	1.6	买入	6.1	2022年7月27日	生物科技
1177 HK Equity	中国生物制药	3.5	买入	5.5	2023年4月12日	制药
2325 HK Equity	云康集团	12.1	买入	23.8	2022年11月7日	ICL
300760 CH Equity	迈瑞医疗	295.2	买入	420.0	2023年5月2日	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	22.5	买入	40.0	2023年4月3日	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	7.2	买入	17.5	2023年4月11日	医疗器械
9996 HK Equity	沛嘉医疗	9.2	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

注: 截至 2023 年 8 月 1 日港股收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

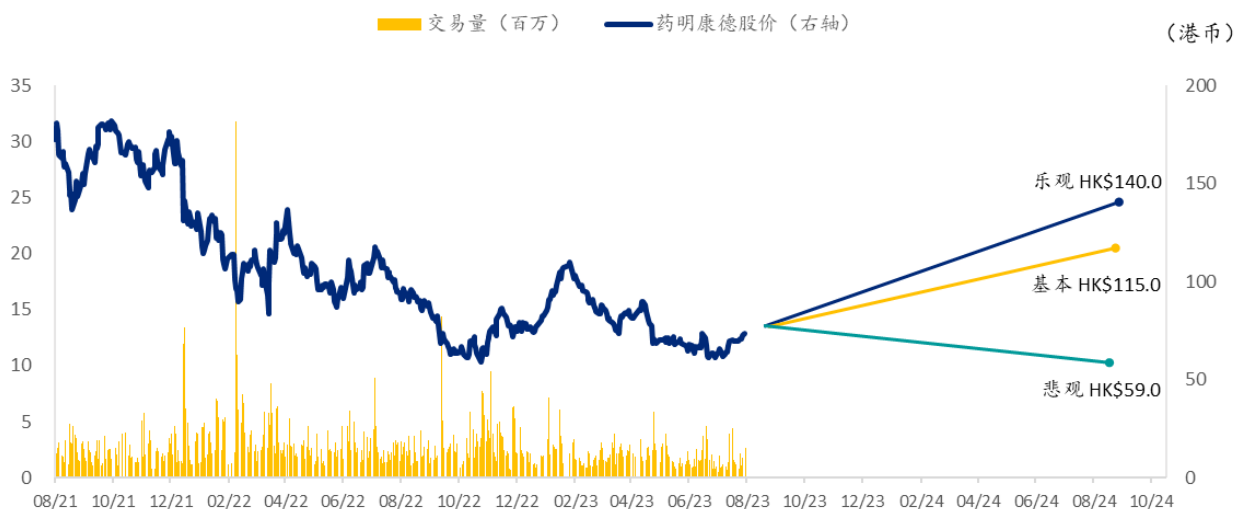
● SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 15: 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 16: 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 港元

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

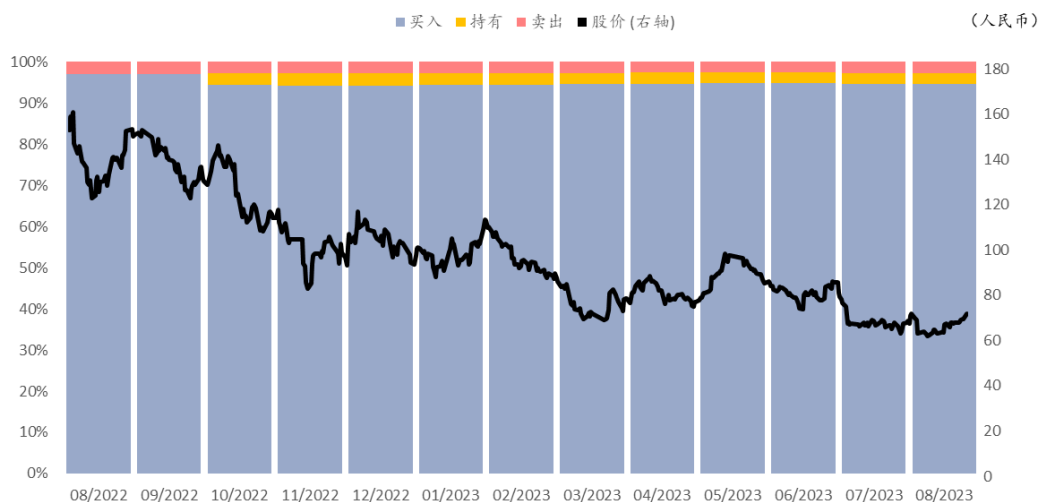
目标价: 59.0 港元

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。

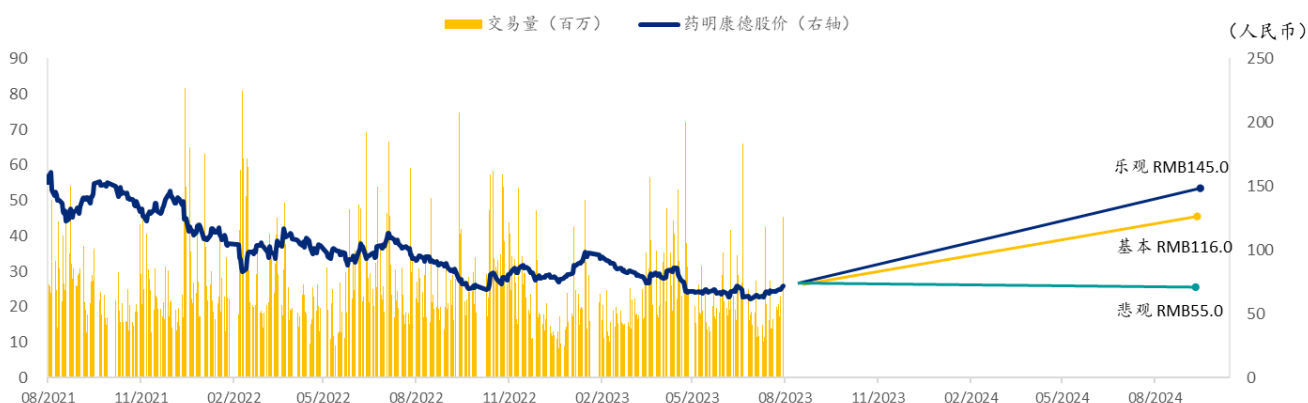
资料来源: 浦银国际

图表 17: 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 18: 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

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) 浦银国际持有本报告所述公司(云康集团 2325.HK)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

