



## 药明生物 (2269.HK): 1H23 经调整净利增速稍逊预期, 6 月新增项目数复苏明显

1H23 收入/毛利率/经调整归母净利同比+17.8%/-5.4pcts/+0.1%, 收入增速略超公司指引, 但毛利率同比下滑导致净利增速略显乏力。毛利率下滑主因产能爬坡、新增项目数减少、部分产能检修, 预计 2024E 起将逐年回升。维持公司“买入”评级, 降目标价至 73.0 港元。

- 1H23 收入增速略超指引, 但毛利率下滑导致经调整净利增速稍显乏力。** 1H23 收入同比+17.8%至人民币 85 亿元, 其中非新冠业务收入同比+60%至 80 亿元, 延续强劲增长势头。整体收入增速虽略超管理层此前指引的低双位数增速, 但毛利率同比-5.4pcts 至 41.9%, 主因: 1) 新产能爬坡: 爱尔兰、德国、美国、石家庄新产能投产导致毛利率下滑约 6pcts, 精益运营项目 WBS 提升毛利率约 1pcts; 2) 新增项目速度放缓, 主因中国医药行业融资仍未见复苏; 3) 部分现有产能停产检修: 疫情期间公司订单较多, 公司年内开始对本应疫情期间到期检修的设备进行停产检修。**公司预计 2024E 开始毛利率将逐年提升 1.0-1.5pcts, 长期稳态下有望增至 48%左右。** 1H23 毛利率下滑导致归母净利/经调整归母净利承压, 归母净利/经调整归母净利同比-11%/+0.1%, 净利增速略显乏力。
- 6 月新增项目数复苏, 全年维持 80+项目数指引。** 公司 1H23 新增 46 个综合项目, 其中 5M23 新增 25 个, 6 月新增 21 个, 单月复苏强劲且 7-8 月新项目平稳增长。项目签订时点在全年分布存在波动, 我们认为单月数据较好未必能反映项目增速回暖趋势, 且当前全球生物医药融资仍未回暖 (2023 年 7 月融资额同比-28%), 2H23 新增项目数仍存不确定性, 公司暂维持全年 80+新增综合项目指引。
- 欧洲业务增长强劲, 爱尔兰工厂即将启动商业化生产。** 1H23 欧洲业务增长亮眼, 收入同比+97% (非新冠+230%)。爱尔兰工厂已进行 3 批试生产结果均表现良好, 预计很快开始首个商业化生产项目, 公司预计爱尔兰工厂有望于 2025E 满产; 此外, 美国工厂预计 2025 年满产 (2024E 年利用率: 60%); 德国工厂预计 2026 年满产。
- 维持“买入”评级, 降目标价至 73.0 港元。** 公司净利增速未及我们此前预期, 我们下调 2023-25E 经调整净利增速 6-13%。公司仍有 201 亿美元未完成订单且今明两年预计新增综合项目数仍将维持 80+, 我们认可公司中长期增长潜力及当前较高性的价比, 维持“买入”评级, 给予 40x 2024E PE, 目标价 73.0 港元。
- 投资风险:** 融资环境变化; 地缘政治风险; 重要项目失败或延迟。

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	10,290	15,269	19,254	24,923	32,199
同比变动 (%)	83.3%	48.4%	26.1%	29.4%	29.2%
经调整归母净利润	3,316	4,925	5,866	7,459	9,742
同比变动 (%)	92.6%	48.5%	19.1%	27.2%	30.6%
PE (X)	49.0	37.3	35.5	26.3	19.1

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 25 日

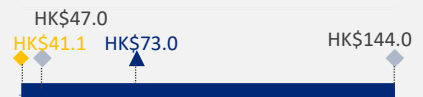
### 评级

买入

目标价 (港元)	73.00
潜在升幅/降幅	+78%
目前股价 (港元)	41.10
52 周内股价区间 (港元)	35.00-77.40
总市值 (百万港元)	174,674
近 3 月日均成交额 (百万港元)	844

注: 截至 2023 年 8 月 23 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

### 股价表现



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 - 药明生物

### 利润表

(百万人民币)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	10,290	15,269	19,254	24,923	32,199
营业成本	-5,461	-8,545	-11,264	-14,331	-18,032
毛利润	4,829	6,724	7,990	10,592	14,168
销售费用	-125	-163	-231	-299	-370
管理费用	-876	-1,270	-1,502	-1,919	-2,447
研发费用	-502	-683	-809	-1,022	-1,288
经营利润	3,327	4,609	5,449	7,352	10,062
其他收入	197	305	385	499	644
其他收益/损失	666	767	289	374	483
财务成本	-39	-64	-140	-155	-158
其他费用	-157	-259	-270	-324	-386
税前利润	3,993	5,358	5,713	7,746	10,645
所得税	-485	-808	-857	-1,162	-1,597
税后利润	3,509	4,550	4,856	6,584	9,048
少数股东损益	120	130	146	198	271
归母净利润	3,388	4,420	4,711	6,387	8,777
经调整归母净利润	3,316	4,925	5,866	7,459	9,742

### 资产负债表

(百万人民币)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	9,003	6,395	8,297	10,796	13,863
应收款项	4,857	5,610	5,467	6,824	9,055
存货	1,687	2,281	2,039	3,457	3,459
其它流动资产	3,982	4,183	3,142	3,186	3,232
流动资产合计	19,530	18,470	18,946	24,263	29,609
固定资产	18,065	24,171	27,962	31,564	34,986
无形资产	601	549	555	560	566
其他非流动资产	5,837	6,375	7,300	7,446	7,595
非流动资产合计	24,503	31,095	35,817	39,571	43,146
资产总计	44,033	49,564	54,763	63,834	72,756
短期借款	2,122	1,321	1,100	1,122	1,144
应付账款	3,698	3,269	2,594	4,866	4,520
关联方借款	1,734	3,379	3,000	3,060	3,121
其它流动负债	702	1,349	1,930	1,969	2,008
流动负债合计	8,256	9,319	8,624	11,017	10,794
长期借款	641	1,462	1,700	1,734	1,769
其它长期负债	2,430	2,571	3,370	3,430	3,491
非流动负债合计	3,071	4,033	5,070	5,164	5,260
负债总计	11,326	13,351	13,694	16,180	16,054
股本&储备	32,279	35,047	39,758	46,145	54,921
母公司拥有人应占权益	32,279	35,047	39,758	46,145	54,921
少数股东权益	428	1,166	1,311	1,509	1,780
负债和权益合计	44,033	49,564	54,763	63,834	72,756

### 现金流量表

(百万人民币)	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
除税前溢利	3,993	5,358	5,713	7,746	10,645
物业、厂房及设备折旧	405	662	1,209	1,398	1,578
摊销	77	139	44	44	45
存货增加	-783	-498	242	-1,418	-1
贸易及其他应收项增加	-1,330	-1,123	143	-1,356	-2,232
贸易及其他应付项增加	742	-509	-675	2,272	-345
其他营运资本变动	58	570	1,117	-31	-32
其他	270	943	-717	-1,007	-1,439
经营现金流	3,431	5,542	7,075	7,647	8,218
购买物业、厂房及设备	-6,508	-5,868	-5,000	-5,000	-5,000
购买无形资产	0	0	-50	-50	-50
其他	-3,094	-40	0	0	0
投资现金流	-9,602	-5,908	-5,050	-5,050	-5,050
银行借款净额	-53	-174	17	56	57
股权募资	10,978	0	0	0	0
其他	-2,715	-2,418	-140	-155	-158
融资现金流	8,209	-2,592	-123	-99	-101
现金净流量	2,039	-2,958	1,902	2,499	3,068

### 主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标 (人民币元)</b>					
摊薄每股收益	0.8	1.0	1.1	1.4	2.0
每股净资产	10.3	11.7	12.9	15.0	17.1
每股营收	15	10	8	6	5
每股经营现金流	0.8	1.3	1.7	1.8	1.9
<b>估值 (倍)</b>					
P/E	49.0	37.3	35.5	26.3	19.1
P/B	3.6	3.2	2.9	2.5	2.2
P/S	2.5	3.7	4.5	5.9	7.6
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	46.9%	44.0%	41.5%	42.5%	44.0%
经营利润率	32.3%	30.2%	28.3%	29.5%	31.3%
经调整归母净利润率	32.2%	32.3%	30.5%	29.9%	30.3%
净资产收益率	12.8%	11.4%	11.8%	14.9%	17.4%
总资产收益率	9.6%	8.6%	8.9%	11.1%	13.2%
<b>盈利增长 (%)</b>					
营业收入增长率	83.3%	48.4%	26.1%	29.4%	29.2%
经营利润增长率	104.9%	38.5%	18.2%	34.9%	36.9%
经调整归母净利润增长率	92.6%	48.5%	19.1%	27.2%	30.6%
<b>偿债能力指标</b>					
负债/权益比	6.3%	5.6%	5.1%	4.5%	4.0%
流动比率	2.4	2.0	2.2	2.2	2.7
现金比率	1.1	0.7	1.0	1.0	1.3
<b>经营效率指标</b>					
应收帐款周转天数	143.6	125.1	105.0	90.0	90.0
应付帐款周转天数	214.8	148.8	95.0	95.0	95.0
存货周转天数	92.6	84.8	70.0	70.0	70.0

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2：药明生物 1H23 财务及经营数据

财务数据 (人民币百万)	1H23	1H22	同比变动
<b>营业收入</b>	<b>8,492.0</b>	<b>7,206.4</b>	<b>17.8%</b>
-非新冠	7,963.7	4,986.3	59.7%
-新冠	528.3	2,220.1	-76.2%
<b>收入按地区划分</b>			
-北美	3,928.0	3,896.1	0.8%
			(非新冠+40%)
-中国	1,792.5	1,792.1	0.0%
-欧洲	2,551.6	1,296.6	96.8%
			(非新冠+230%)
-其他地区	220.0	221.7	-0.8%
<b>收入按项目阶段划分</b>			
-IND 前服务收入	2,810.7	2,637.7	6.6%
-IND 后服务收入	5,553.0	4,435.9	25.2%
-其他	128.3	132.8	-3.4%
<b>归母净利润</b>	<b>2,266.7</b>	<b>2,535.1</b>	<b>-10.6%</b>
<b>Non-IFRS 经调整归母净利润</b>	<b>2,838.3</b>	<b>2,835.0</b>	<b>0.1%</b>
<b>利润率</b>			
-毛利率	41.9%	47.4%	-5.4
-经营利润率	28.7%	35.5%	-6.8
-归母净利率	26.7%	35.2%	-8.5
-Non-IFRS 经调整归母净利率	33.4%	39.3%	-5.9
<b>经营数据</b>			
	截至 1H23 末	截至 2022 年末	变动
<b>当期新增综合项目数 (个)</b>	<b>46</b>	<b>1H22: 59</b>	<b>-22.0%</b>
<b>综合项目总数 (个)</b>			
临床前开发	621	588	5.6%
临床前开发	286	300	-4.7%
I 期临床开发	192	166	15.7%
II 期临床开发	77	68	13.2%
III 期临床开发	44	37	18.9%
商业化生产	22	17	29.4%
<b>未完成订单 (亿美元)</b>			
未完成订单金额	20,108	20,571	-2.3%
其中: 3 年内未完成订单金额	3,503	3,621	-3.3%
未完成服务订单金额	13,562	13,538	0.2%
潜在里程碑金额	6,546	7,033	-6.9%
<b>员工数量 (人)</b>			
员工数量	12,397	12,373	0.2%
科研人员	4,344	4,372	-0.6%

资料来源: 公司资料、浦银国际

图表 3: 药明生物财务预测变动

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	19,254	20,263	-5.0%	24,923	26,831	-7.1%	32,199	34,691	-7.2%
毛利润	7,990	8,713	-8.3%	10,592	11,671	-9.2%	14,168	15,438	-8.2%
毛利率 (%)	41.5%	43.0%	-1.5	42.5%	43.5%	-1.0	44.0%	44.5%	-0.5
经调整归母净利润	5,866	6,295	-6.8%	7,459	8,401	-11.2%	9,742	11,140	-12.5%
经调整归母净利率 (%)	30.5%	31.1%	-0.6	29.9%	31.3%	-1.4	30.3%	32.1%	-1.9

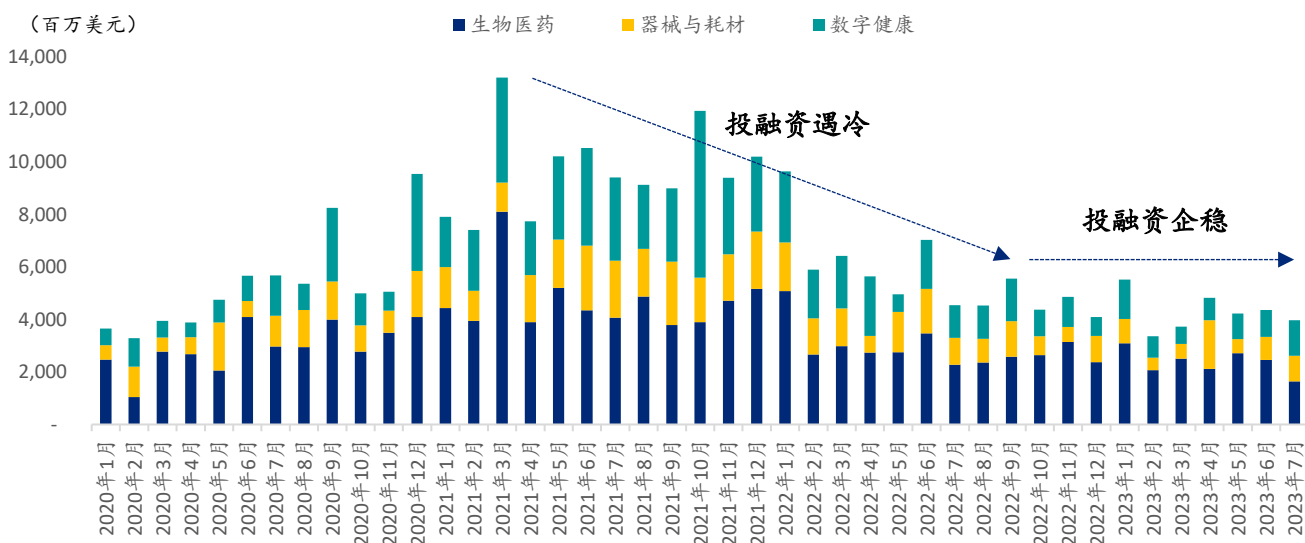
资料来源: 浦银国际预测

图表 4: 药明生物 PE Band



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 5: 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

图表 6: 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
<b>港股</b>										
2359 HK	药明康德	81.55	31,081	17.2	0.4	19.5	46.9	22.6	18.1	14.5
2269 HK	药明生物	41.10	22,277	1.4	(31.3)	24.9	73.9	29.4	23.0	17.7
3759 HK	康龙化成	17.20	6,108	(1.4)	(51.8)	12.8	39.2	15.6	11.7	8.7
3347 HK	泰格医药	41.45	6,793	(10.9)	(53.6)	13.2	39.4	15.0	12.4	10.2
6821 HK	凯莱英	89.45	5,899	(5.4)	(20.5)	12.0	14.6	12.5	11.8	9.6
1548 HK	金斯瑞	17.98	4,858	(6.3)	(27.6)	NA	NA	NA	NA	71.7
6127 HK	昭衍新药	15.70	2,304	(13.4)	(44.2)	12.4	28.0	15.6	11.2	9.0
1873 HK	维亚生物	1.52	375	(2.6)	(13.1)	8.1	16.8	10.9	7.1	5.9
1521 HK	方达控股	2.36	620	0.9	(18.6)	13.5	29.8	15.8	12.5	9.7
<b>市值加权平均</b>						<b>17.9</b>	<b>47.2</b>	<b>20.9</b>	<b>16.6</b>	<b>17.4</b>
<b>A 股</b>										
603259 CH	药明康德	76.43	31,081	12.8	(4.4)	19.7	50.4	22.8	18.3	14.6
300759 CH	康龙化成	26.74	6,108	6.7	(40.6)	19.4	52.7	23.6	17.7	13.5
300347 CH	泰格医药	59.77	6,793	(7.2)	(42.5)	19.0	45.7	22.0	17.7	14.4
002821 CH	凯莱英	119.03	5,899	0.5	(18.4)	17.1	45.3	17.6	16.8	13.5
603127 CH	昭衍新药	23.88	2,304	(9.2)	(42.1)	15.8	56.0	18.5	14.6	10.7
300363 CH	博腾股份	24.03	1,800	(11.9)	(39.2)	15.7	42.1	16.3	15.5	11.6
688202 CH	美迪西	78.40	1,446	(7.1)	(48.5)	18.7	53.3	22.9	17.0	13.6
300725 CH	药石科技	42.91	1,175	(10.0)	(46.6)	20.5	51.6	24.7	18.8	14.2
603456 CH	九洲药业	25.23	3,112	(0.0)	(39.6)	15.4	38.8	18.4	14.1	11.0
<b>市值加权平均</b>						<b>18.8</b>	<b>49.0</b>	<b>21.8</b>	<b>17.5</b>	<b>13.9</b>
<b>海外</b>										
207940 KS	Samsung Biologics	763,000.00	40,565	2.8	(7.1)	60.0	91.4	66.9	56.8	45.1
LONN SW	Lonza	473.00	39,995	(2.6)	4.7	31.3	37.1	36.7	28.9	24.3
CTLT US	Catalant	44.41	8,006	(7.4)	(1.3)	32.3	28.3	43.3	34.6	23.5
<b>市值加权平均</b>						<b>44.5</b>	<b>61.2</b>	<b>51.1</b>	<b>42.2</b>	<b>33.7</b>

注: E=Bloomberg 一致预期; 数据截至 2023 年 8 月 23 日港股收盘  
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 7: 浦银国际目标价: 药明生物 (2269.HK)



资料来源: Bloomberg、浦银国际



图表 8: SPDBI 医疗行业覆盖公司

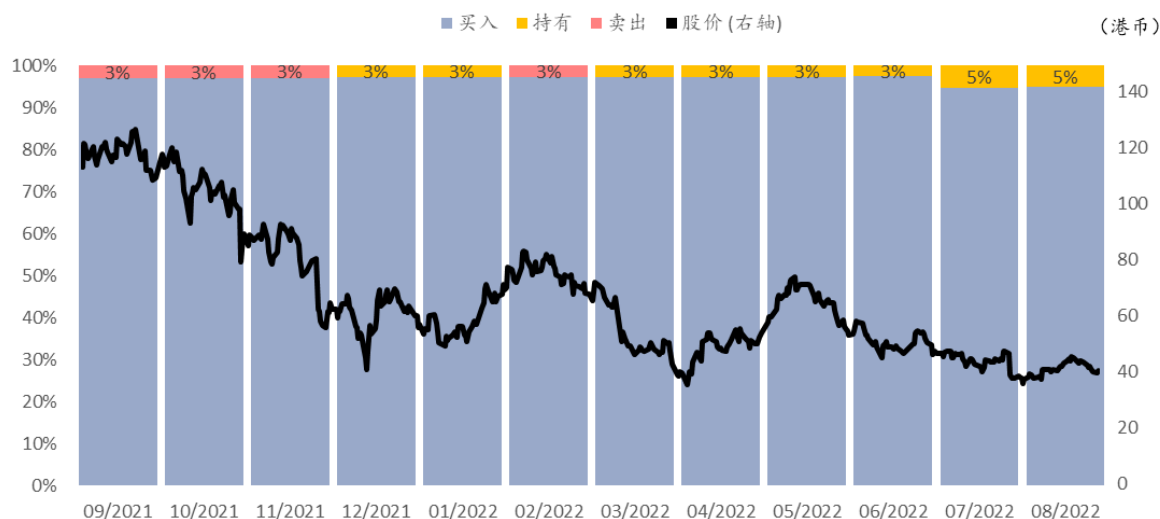
股票代码	公司	现价(LC)	评级	目标价(LC)	评级/目标价/预测发布日期	行业
2359 HK Equity	药明康德	81.6	买入	115.0	2023年8月2日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	76.4	买入	116.0	2023年8月2日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	17.2	买入	46.0	2023年5月2日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	26.7	持有	55.0	2023年5月2日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	41.1	买入	73.0	2023年8月25日	CRO/CDMO
241 HK Equity	阿里健康	4.3	持有	4.3	2022年5月26日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	16.8	持有	20.0	2023年7月21日	互联网医疗
1952 HK Equity	云顶新耀	17.9	买入	25.0	2023年4月4日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	35.3	买入	58.0	2023年3月30日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	19.0	买入	51.5	2023年3月13日	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	23.9	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	194.3	买入	305.0	2023年3月6日	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	117.9	买入	183.0	2023年3月6日	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	118.9	买入	182.0	2023年3月6日	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	30.8	买入	51.5	2023年3月29日	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	31.3	买入	65.0	2023年3月16日	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	2.0	买入	22.5	2022年7月27日	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	6.9	买入	15.0	2023年3月29日	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	7.7	买入	13.6	2022年12月16日	生物科技
13.HK Equity	和黄医药	21.4	买入	44.0	2023年8月4日	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	13.3	买入	28.2	2023年8月4日	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	47.1	买入	79.0	2023年3月20日	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	10.1	持有	19.0	2022年7月27日	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	2.3	持有	4.25	2023年3月17日	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	23.3	买入	28.1	2022年7月27日	生物科技
2256.HK Equity	和誉	2.4	买入	5.6	2022年7月27日	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	1.6	买入	6.0	2022年7月27日	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	1.4	买入	5.4	2023年4月18日	生物科技
6998.HK Equity	嘉和生物	1.5	买入	6.1	2022年7月27日	生物科技
1177 HK Equity	中国生物制药	3.0	买入	5.5	2023年4月12日	制药
2325 HK Equity	云康集团	11.9	买入	23.8	2022年11月7日	ICL
300760 CH Equity	迈瑞医疗	266.9	买入	420.0	2023年5月2日	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	18.2	买入	40.0	2023年4月3日	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	5.5	买入	17.5	2023年4月11日	医疗器械
9996 HK Equity	沛嘉医疗	7.0	买入	14.0	2023年4月4日	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	1.9	买入	3.4	2023年4月4日	医疗器械

注：截至 2023 年 8 月 23 日港股收盘。

资料来源：Bloomberg、浦银国际。

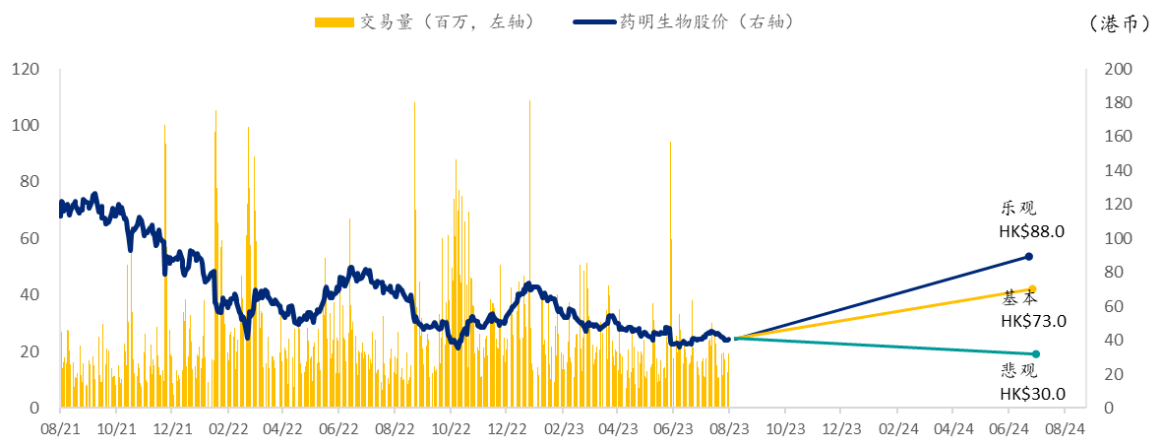
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 9: 药明生物市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 10: 药明生物 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 88.0 港元

概率 25%

- 每年净增项目数量超过 120 项;
- 毛利率持续提升至 50% 以上;
- CMO 项目数增速高于预期;

悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 30.0 港元

概率 15%

- 每年净增项目数量不足 70 项;
- 毛利率无法维持现时水平, 逐步降至低于 40%;
- CMO 项目数增速不及预期;

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](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

