



迈瑞医疗 (300760.CH)：1H23 业绩稳健符合预期，医疗反腐影响 3Q23 起逐步显现

1H23 业绩稳健符合预期，收入/扣非归母净利润同比+20.3%/+20.8%。三大核心产线中，IVD 及医学影像国内销售自 3 月起复苏，2Q23 国内收入同比增速均超 40%。我们预计医疗反腐将对 2H23 收入增速产生负面影响，但全年归母净利润有望因费用缩减与外汇升值维持 20% 同比增长。维持“买入”评级，考虑到反腐背景下医院设备采购推迟，导致公司收入增长不确定性增加，下调目标价 7% 至人民币 390 元。

- 1H23 业绩符合预期，国内 IVD 与医学影像增速自 3 月起复苏：**收入/毛利率/扣非归母净利润同比+20.3%/+1.5pcts/+20.8%，至人民币 185 亿元/65.6%/63 亿元。分产线看，**生命信息与支持**收入同比+28%（国内+46%；海外+6%），毛利率同比+1.4pcts 至 67.2%。收入增长继续受益于“国内新基建+海外高端客户突破”逻辑；**IVD** 收入同比+16%（国内+17%；海外+13%），毛利率同比+1.3pcts 至 62.6%。其中国内常规试剂采购自 3 月起复苏，拉动 2Q23 国内 IVD 收入同比增速超 40%；**医学影像** 收入同比+13%（国内+10%；海外+16%），毛利率+1.9pcts 至 67.8%，国内影像设备采购同样自 3 月起复苏，高端超声 R 系列和中高端超声 I 系列持续放量。
- 反腐或拉低 2H23E 收入增速，但净利增速有望因费用缩减与汇率维持。**公司自 8 月初起感受到医疗反腐实际影响，预计目前国内设备类招标延迟比例 30%+，预计对公司 3Q23 收入有负面影响，其中超声销售受反腐影响较大，其次为监护产品，IVD 预计受影响较小。2H23 收入虽受冲击，但因商务推广、出差、业绩奖金减少，叠加外汇升值影响，我们预计全年归母净利润仍可维持 20% 增速。此外，2Q23 末仍有 230 亿元新基建商机（vs 1Q23：200 亿元），中期仍具备广阔增长空间。
- 江西肾功及心肌酶、安徽 IVD 省际联盟集采预计 12 月末开标。**江西肾功及心肌酶生化试剂集采已于 8 月 24 日结束产品信息填报，此次集采共纳入 29 个品种（16 种肾功、13 种心肌酶），参考此前肝功生化集采日程，预计此次有望 11 月公布集采文件，12 月末开标。此外，安徽牵头的省际联盟集采也已于 8 月 30 日启动产品信息维护，其中化学发光项目涵盖传染病八项、性激素六项、糖代谢两项及人绒毛膜促性腺激素（HCG/ β -HCG），我们预计同样将于 12 月末开标。此次省际联盟参与省份或较多（预计 20+ 省份），进口品牌参与态度积极，我们预计降幅仍将较大，但国产品牌市占率低，若能中标预计可如此前安徽单省集采实现以量换价。
- 维持“买入”评级，下调目标价 7% 至人民币 390 元。**考虑到反腐背景下医院设备采购推迟，公司收入及净利增长不确定性有所增加，我们下调目标价 7% 至人民币 390 元，对应 34x 2024E PE，较过去 3 年 PE 均值（43x）低 0.7 个标准差。
- 投资风险：**集采政策风险、医疗新基建放缓、海外拓展未如预期。

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	25,270	30,366	36,110	43,463	52,385
同比变动 (%)	20.2%	20.2%	18.9%	20.4%	20.5%
归母净利润	8,002	9,607	11,541	13,924	16,724
同比变动 (%)	20.2%	20.1%	20.1%	20.7%	20.1%
PE (X)	40.8	33.9	28.3	23.4	19.5

E=浦银国际预测 资料来源：公司公告、浦银国际

胡泽宇, CFA

医疗分析师

ryan_hu@spdbi.com

(852) 2808 6446

2023 年 8 月 31 日

评级

买入

目标价 (人民币)	390.00
潜在升幅/降幅	+45%
目前股价 (人民币)	269.00
52 周内股价区间 (人民币)	253-353
总市值 (百万人民币)	326,147
近 3 月日均成交额 (百万)	1,174

注：数据截至 2023 年 8 月 30 日

市场预期区间

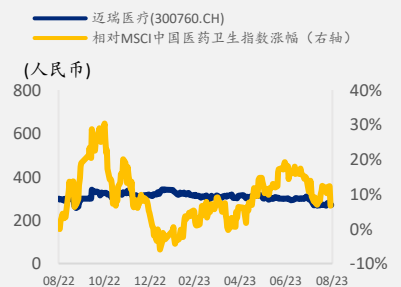


▲ SPDB 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

注：数据截至 2023 年 8 月 30 日

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 - 迈瑞医疗

利润表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	25,270	30,366	36,110	43,463	52,385
营业成本	-8,843	-10,885	-12,740	-15,613	-18,923
毛利润	16,427	19,480	23,370	27,850	33,462
税金及附加	-282	-348	-372	-448	-540
销售费用	-3,999	-4,802	-5,561	-6,693	-7,963
管理费用	-1,106	-1,320	-1,625	-1,695	-1,938
研发费用	-2,524	-2,923	-3,683	-4,346	-5,239
财务费用	86	451	800	450	400
其他收益	575	580	542	913	1,048
投资净收益	1	-5	-4	-4	-4
公允价值变动净收益	10	-21	45	10	10
资产减值损失	-132	-71	-150	-50	-40
信用减值损失	6	-37	-120	-10	-8
资产处置收益	4	6	0	0	0
营业利润	9,066	10,991	13,242	15,976	19,189
营业外收入	23	35	36	43	52
营业外支出	-72	-72	-86	-103	-125
利润总额	9,017	10,954	13,192	15,916	19,117
所得税	-1,013	-1,343	-1,649	-1,989	-2,390
净利润	8,004	9,611	11,543	13,926	16,727
减：少数股东损益	2	4	2	3	3
归母净利润	8,002	9,607	11,541	13,924	16,724
扣非归母净利润	7,850	9,525	11,430	13,814	16,614

资产负债表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	15,361	23,186	23,782	28,408	34,135
现金及等价物	15,133	18,974	19,570	24,196	29,923
其他	228	4,212	4,212	4,212	4,212
应收票据及应收账款	1,790	2,661	3,463	4,168	5,023
存货	3,565	4,025	4,852	5,946	7,206
其他流动资产	618	734	944	1,074	1,225
流动资产合计	21,335	30,606	33,041	39,596	47,589
固定资产	3,772	4,261	5,047	5,439	5,783
在建工程	1,126	1,803	1,839	1,876	1,913
无形资产	2,061	1,977	2,002	2,022	2,039
商誉	4,218	4,403	4,500	5,400	6,480
其他非流动资产	5,591	3,696	5,273	5,470	5,680
非流动资产合计	16,768	16,139	18,661	20,207	21,895
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2,281	2,291	2,967	3,636	4,407
合同负债	2,408	4,143	2,800	3,220	3,703
应付职工薪酬	1,771	2,162	2,528	3,042	3,667
应交税费	474	573	800	800	800
其他应付款	1,309	1,901	1,750	1,750	1,750
其他流动负债	386	699	600	610	621
流动负债合计	8,629	11,770	11,445	13,059	14,947
长期借款	0	0	0	0	0
长期应付职工薪酬	1,812	2,161	2,167	2,608	3,143
其他非流动负债	694	816	922	961	1,003
非流动负债合计	2,506	2,976	3,089	3,569	4,146
实收资本(或股本)	1,216	1,212	1,212	1,212	1,212
资本公积金	8,153	7,509	7,700	7,700	7,700
其它综合收益	-410	-109	-120	-132	-145
盈余公积金	608	608	608	608	608
未分配利润	18,386	23,761	28,747	34,764	41,990
少数股东权益	15	18	21	23	27
所有者权益合计	26,968	31,999	37,168	43,175	50,392

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	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	8,004	9,611	11,543	13,926	16,727
固定资产折旧	364	431	515	610	657
无形资产摊销	253	348	375	380	384
财务费用	-227	-241	-800	-450	-400
存货的减少	-134	-523	-827	-1,094	-1,260
经营性应收项目的减少	-153	-1,047	-902	-796	-964
经营性应付项目的增加	615	3,094	896	1,625	1,931
其他	277	468	-2,791	232	281
经营活动现金流量净额	8,999	12,141	8,010	14,433	17,356
资本开支	1,402	-1,916	-1,700	-1,400	-1,400
其他	-6,215	-1,304	-142	-940	-1,121
投资活动现金流量净额	-4,812	-3,220	-1,842	-2,340	-2,521
取得借款收到的现金	0	0	0	0	0
偿还债务支付的现金	441	0	0	0	0
分配股利或偿付利息	-3,039	-4,233	-5,754	-7,457	-9,098
其他	-2,006	-961	183	-9	-10
筹资活动现金流量净额	-4,605	-5,194	-5,571	-7,467	-9,108
现金及现金等价物净增加：	-590	3,841	597	4,626	5,727
期初现金及现金等价物	15,723	15,133	18,974	19,570	24,196
期末现金及现金等价物	15,133	18,974	19,570	24,196	29,923

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	6.59	7.94	9.52	11.48	13.79
每股销售额	20.80	25.09	29.78	35.85	43.21
每股股息	3.50	4.50	5.41	6.52	7.83
同比变动					
收入	20.2%	20.2%	18.9%	20.4%	20.5%
经营溢利	21.6%	21.2%	20.5%	20.6%	20.1%
归母净利润	20.2%	20.1%	20.1%	20.7%	20.1%
费用与利润率					
毛利率	65.0%	64.2%	64.7%	64.1%	63.9%
经营利润率	35.9%	36.2%	36.7%	36.8%	36.6%
归母净利润率	31.7%	31.6%	32.0%	32.0%	31.9%
回报率					
平均股本回报率	31.8%	32.6%	33.4%	34.7%	35.7%
平均资产回报率	22.4%	22.7%	23.4%	25.0%	25.9%
资产效率					
应收账款周转天数	24.0	26.8	35.0	35.0	35.0
库存周转天数	146.7	127.3	139.0	139.0	139.0
应付账款周转天数	78.0	76.6	85.0	85.0	85.0
财务杠杆					
流动比率 (x)	2.5	2.6	2.9	3.0	3.2
速动比率 (x)	2.1	2.3	2.5	2.6	2.7
现金比率 (x)	1.8	2.0	2.1	2.2	2.3
负债/权益	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
估值					
市盈率 (x)	40.8	33.9	28.3	23.4	19.5
股息率	1.3%	1.7%	2.0%	2.4%	2.9%

图表 2: 迈瑞核心财务指标及变动

(百万人民币)	1H23	1H22	同比变动	2Q23	2Q22	同比变动
营业收入	18,475.8	15,355.6	20.3%	10,111.5	8,412.5	20.2%
毛利润	12,119.5	9,847.6	23.1%	6,565.9	5,327.4	23.2%
毛利率	65.6%	64.1%	1.5 pcts	64.9%	63.3%	1.6 pcts
销售费用	2,834.6	2,152.0	31.7%	1,460.8	1,079.1	35.4%
占收入比例	15.3%	14.0%	1.3 pcts	14.4%	12.8%	1.6 pcts
管理费用	795.6	618.8	28.6%	338.6	260.4	30.0%
占收入比例	4.3%	4.0%	0.3 pcts	3.3%	3.1%	0.3 pcts
研发费用	1,851.4	1,350.1	37.1%	999.1	646.1	54.6%
占收入比例	10.0%	8.8%	1.2 pcts	9.9%	7.7%	2.2 pcts
营业利润	7,330.0	6,005.3	22.1%	4,430.3	3,603.7	22.9%
营业利润率	39.7%	39.1%	0.6 pcts	43.8%	42.8%	1.0 pcts
归母净利润	6,442.0	5,287.7	21.8%	3,870.9	3,182.6	21.6%
归母净利率	34.9%	34.4%	0.4 pcts	38.3%	37.8%	0.5 pcts
扣非归母净利润	6,340.7	5,247.1	20.8%	3,811.6	3,174.9	20.1%
扣非归母净利率	34.3%	34.2%	0.1 pcts	37.7%	37.7%	0.0 pcts

资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 3: 迈瑞医疗财务预测变动

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	36,110	36,610	-1.4%	43,463	44,253	-1.8%	52,385	53,425	-1.9%
同比变动	18.9%	20.6%	-1.7 pcts	20.4%	20.9%	-0.5 pcts	20.5%	20.7%	-0.2 pcts
毛利润	23,370	23,485	-0.5%	27,850	28,269	-1.5%	33,462	34,015	-1.6%
毛利率 (%)	64.7%	64.1%	0.6 pcts	64.1%	63.9%	0.2 pcts	63.9%	63.7%	0.2 pcts
归母净利润	11,541	11,594	-0.5%	13,924	14,032	-0.8%	16,724	16,974	-1.5%
归母净利率 (%)	32.0%	31.7%	0.3 pcts	32.0%	31.7%	0.3 pcts	31.9%	31.8%	0.1 pcts

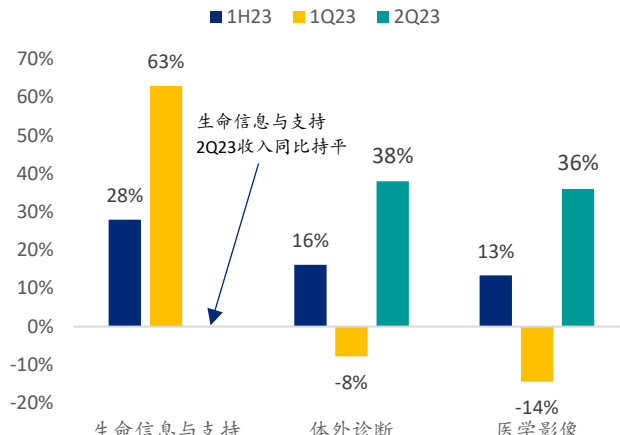
资料来源: 浦银国际预测

图表 4: 迈瑞营业收入及同比变动



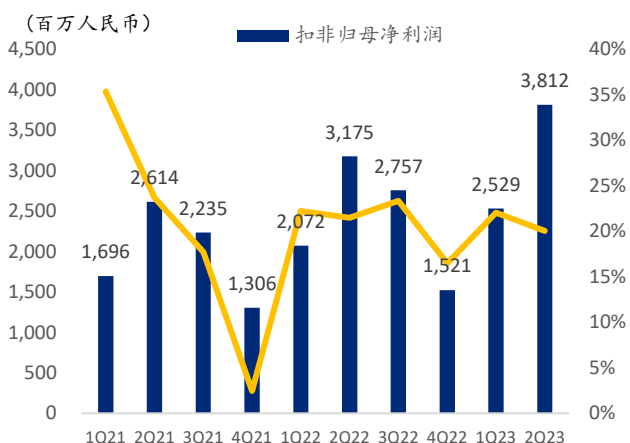
资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 5: 迈瑞核心业务板块收入同比增速



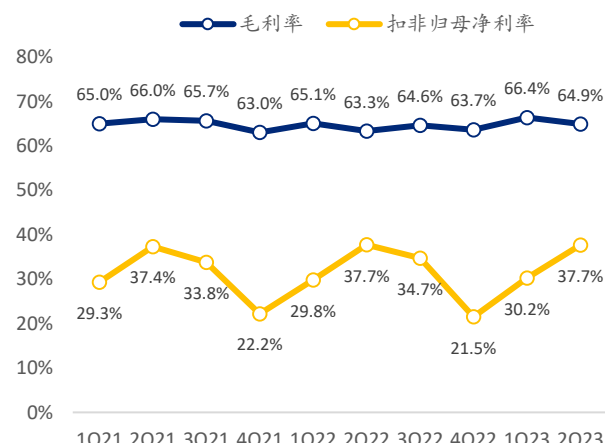
资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 6: 迈瑞扣非归母净利润及同比变动



资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 7: 迈瑞毛利率&扣非归母净利润率



资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 8: 迈瑞医疗 12 个月前瞻市盈率



注: 数据截至 2023 年 8 月 30 日; 资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 9: A 股&海外医疗器械企业估值表

股票代码	公司名称	股价 (当地货币)	市值 (百万美元)	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)			净利润增速 2023-25E CAGR	PEG
						现值	3 年均值	2023E	2024E	2025E		
医疗设备												
300760 CH	迈瑞医疗	269.00	44,728	(12.9)	(14.9)	24.7	42.5	28.1	23.3	19.3	20.6%	1.4
688301 CH	奕瑞科技	247.55	3,455	(8.3)	(24.3)	23.3	47.9	27.9	21.6	17.3	28.4%	1.0
300633 CH	开立医疗	45.46	2,685	(5.2)	(17.1)	32.6	46.6	39.0	30.1	23.5	28.7%	1.4
600055 CH	万东医疗	18.76	1,809	(8.4)	(4.0)	NA	30.9	NA	NA	NA	NA	NA
300206 CH	理邦仪器	11.15	890	(20.9)	(7.3)	NA	14.3	NA	NA	NA	NA	NA
300246 CH	宝莱特	11.48	415	(3.4)	5.5	24.2	27.4	30.2	22.1	16.9	34.2%	0.9
市值加权平均						24.2	40.9	27.7	22.8	18.8		1.3
市值加权平均 (不含迈瑞)						22.5	34.6	26.1	21.0	16.9		1.2
高值耗材												
300003 CH	乐普医疗	16.25	4,191	(23.1)	(29.3)	11.1	16.5	12.5	10.6	9.1	17.3%	0.7
688161 CH	威高骨科	38.62	2,119	(12.0)	(26.0)	26.3	23.9	30.9	24.4	19.0	25.2%	1.2
688198 CH	佰仁医疗	126.00	2,360	3.9	(2.3)	86.6	132.1	116.1	76.8	56.8	43.1%	2.7
688617 CH	惠泰医疗	354.00	3,246	(4.8)	15.3	39.6	59.8	48.6	36.3	26.9	34.3%	1.4
002901 CH	大博医疗	30.11	1,710	(6.1)	(11.5)	29.5	26.1	39.2	26.2		42.2%	0.9
688016 CH	心脉医疗	162.62	1,605	(10.9)	(14.0)	21.0	42.6	25.0	19.4	14.7	30.7%	0.8
市值加权平均						34.1	48.5	43.1	30.9	21.2		1.2
低值耗材												
688029 CH	南微医学	76.55	1,972	(8.8)	(6.8)	24.2	46.1	28.9	22.4	16.9	30.7%	0.9
300677 CH	英科医疗	21.00	1,898	(4.5)	(0.1)	NA	5.7	NA	NA	NA	NA	NA
605369 CH	拱东医疗	52.55	812	(13.2)	(50.2)	8.7	28.8	11.4	7.8	NA	NA	NA
市值加权平均						11.8	27.2	14.2	10.9	8.7		0.7
IVD												
300832 CH	新产业	60.71	6,542	0.8	21.1	24.3	29.0	28.9	22.5	17.6	28.1%	1.0
603658 CH	安图生物	46.45	3,735	(19.4)	(24.9)	17.4	28.0	20.1	16.3	13.1	23.6%	0.9
688298 CH	东方生物	39.48	1,092	(0.8)	(38.6)	NA	5.1	NA	NA	NA	NA	NA
300685 CH	艾德生物	23.63	1,290	(4.5)	(10.7)	30.0	46.4	36.0	27.7	23.0	25.1%	1.4
300463 CH	迈克生物	14.50	1,218	(5.7)	(16.2)	12.4	15.6	17.8	10.8	10.5	30.1%	0.6
300482 CH	万孚生物	24.78	1,511	(8.5)	(22.2)	12.9	20.4	14.8	12.2	11.0	26.5%	0.6
300298 CH	三诺生物	24.41	1,889	(0.1)	(27.6)	26.5	35.1	30.8	24.7	19.5	23.6%	1.3
688575 CH	亚辉龙	16.82	1,311	(7.5)	(14.4)	19.4	23.0	23.2	17.9	NA	517.3%	0.0
市值加权平均						21.3	28.6	25.3	19.8	14.9		0.9
海外医疗器械												
GEHC US	GE 医疗	70.48	32,057	(9.5)	20.7	17.0	19.4	18.5	16.3	14.4	16.2%	1.1
PHIA NA	飞利浦	22.56	20,950	8.0	57.2	15.7	16.5	18.3	14.7	12.1	NA	NA
SHL GR	西门子医疗	45.93	51,809	(12.5)	(1.7)	19.6	23.2	22.5	19.4	16.8	25.6%	0.9
MDT US	美敦力	82.08	109,207	(7.0)	5.6	15.7	17.8	15.6	16.0	15.0	13.2%	1.2
SYK US	史赛克	285.02	108,244	0.7	16.6	25.7	24.9	27.5	24.9	22.6	12.9%	2.1
BSX US	波士顿科学	54.68	80,064	5.8	18.2	25.4	23.7	27.4	24.5	21.9	25.6%	1.1
市值加权平均						20.9	21.6	22.4	20.5	18.5		1.4
A 股医疗器械市值加权平均						24.4	38.8	28.7	22.7	17.7		1.2
海外医疗器械市值加权平均						20.9	21.6	22.4	20.5	18.5		1.4

*E=Bloomberg 一致预期; 数据截至 2023 年 8 月 30 日港股收盘;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 10: SPDBI 目标价: 迈瑞医疗 (300760.CH)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 11: SPDBI 医疗行业覆盖公司

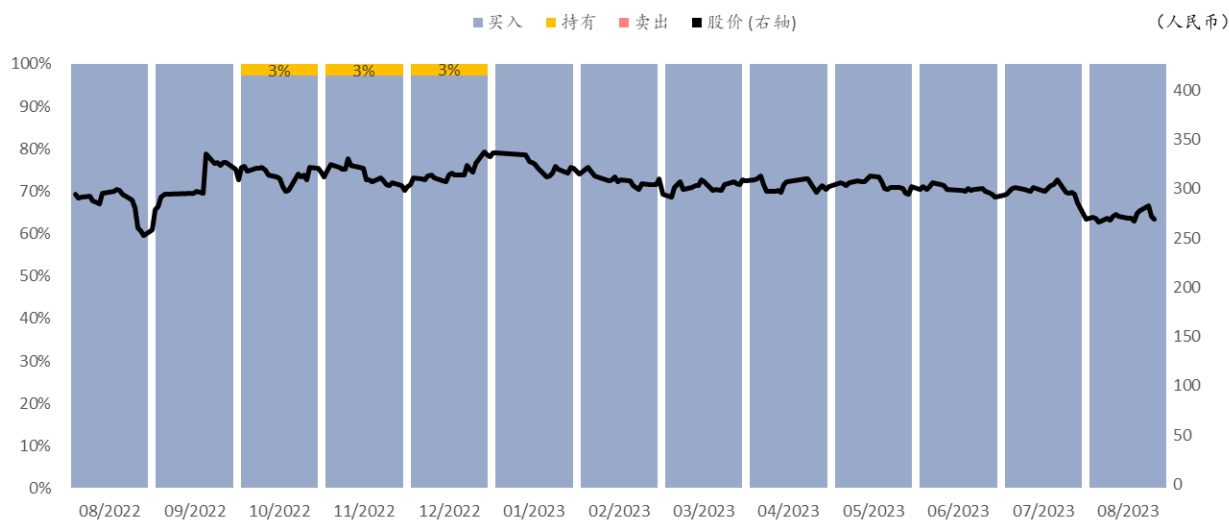
股票代码	公司	现价(LC)	评级	目标价(LC)	评级/目标价/预测发布日期	行业
2359 HK Equity	药明康德	86.1	买入	115.0	2023年8月2日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	82.1	买入	116.0	2023年8月2日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	18.8	买入	29.0	2023年8月29日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	30.3	持有	33.0	2023年8月29日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	46.3	买入	73.0	2023年8月25日	CRO/CDMO
241 HK Equity	阿里健康	4.7	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7月21日	互联网医疗
1952 HK Equity	云顶新耀	18.2	买入	25.0	2023年4月4日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	38.4	买入	58.0	2023年3月30日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	19.4	买入	51.5	2023年3月13日	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	23.8	买入	66.0	2023年3月13日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	3.6	买入	12.5	2023年3月28日	生物科技
BGNE US Equity	百济神州	213.6	买入	305.0	2023年3月6日	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	130.9	买入	183.0	2023年3月6日	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	137.5	买入	182.0	2023年3月6日	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	36.0	买入	51.5	2023年3月29日	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	35.3	买入	65.0	2023年3月16日	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	1.9	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	8.5	买入	13.6	2022年12月16日	生物科技
13.HK Equity	和黄医药	24.2	买入	44.0	2023年8月4日	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	15.9	买入	28.2	2023年8月4日	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	54.8	买入	79.0	2023年3月20日	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	12.7	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	24.8	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	1.7	买入	6.0	2022年7月27日	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	1.3	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	3.1	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	269.0	买入	390.0	2023年8月31日	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	19.2	买入	40.0	2023年4月3日	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	5.7	买入	17.5	2023年4月11日	医疗器械
9996 HK Equity	沛嘉医疗	7.2	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: 数据截至2023年8月30日港股收盘。

资料来源: Bloomberg、浦银国际。

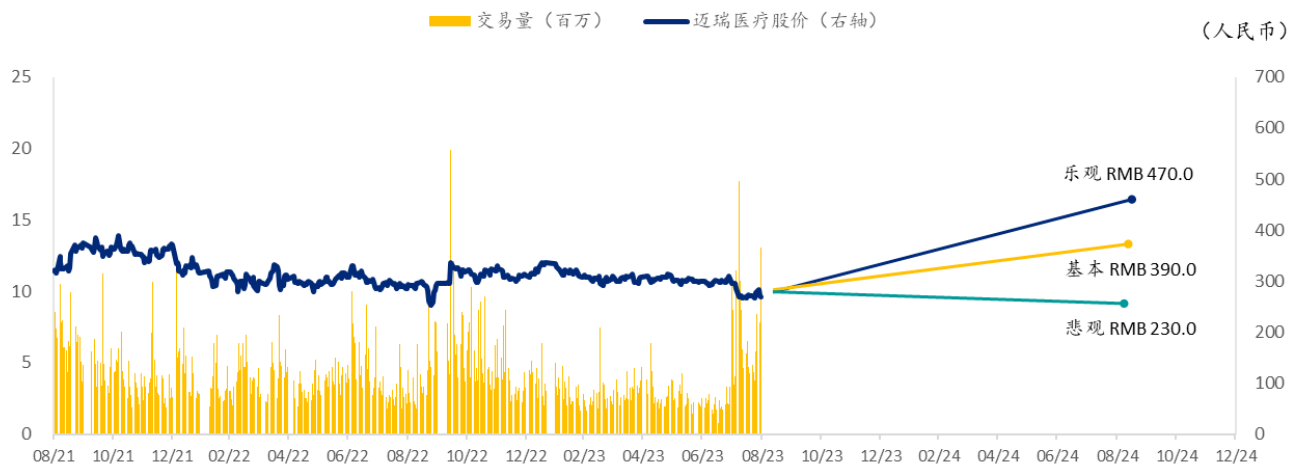
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 12: 迈瑞医疗市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 13: 迈瑞医疗 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 470.0 人民币

概率: 30%

- 2020-23E 收入复合增速 >25%;
- 毛利率提升至 67%;
- 2022-25E 归母净利润复合增速 >25%;

悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 230.0 人民币

概率: 20%

- 2020-23E 收入复合增速 <17%;
- 毛利率降低至 63%;
- 2022-25E 归母净利润复合增速 <17%;

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

