



## 微创机器人（2252.HK）：1H23 图迈新增装机稍逊预期，短期关注医疗反腐影响及现金储备

1H23 图迈新增装机不及预期，部分受二代产品获批延后及“十四五”配置证规划数于 6 月才公布影响。8 月初以来医疗反腐对大型设备招投标产生影响，手术机器人作为高值设备，入院节奏或将放缓。此外，近期国内 IPO 节奏阶段性收紧，或影响公司现金规划。我们看好手术机器人“渗透率提升+国产替代”长期逻辑，维持“买入”评级，但短期受医疗反腐、现金储备压力影响，下调目标价至 30.0 港元。

- 1H23 业绩：**收入人民币 4760 万元（vs 2H22：2056 万元），当期确认 4 台图迈装机收入，仍有 3 台已中标但未完成装机及收入确认；毛利率 46.4%（-19.6pcts），毛利率下降部分因产品销售结构变动；归母净亏损 5.4 亿元（vs 1H22：亏损 4.6 亿元）。公司预计 2023 年收入超 1 亿元，净亏损因降本增效将低于年初指引的亏损 9.7 亿元。
- 医疗反腐将影响图迈与鸿鹄 2H23 销售放量。**医疗反腐影响自 8 月初起逐步显现。手术机器人单价较高，预计受到医疗反腐的影响将较普通药械更明显。当前医院将更多精力用于应对反腐自查及外部审计，手术机器人作为新产品，在招投标参数设置上并无统一标准，且随着国产手术机器人陆续获批，选择相较此前达芬奇垄断的局面已发生改变，招投标过程或容易引起争议。手术机器人当前临床使用紧迫性仍不算高，我们预计短期医院在招投标时将更趋谨慎，或影响公司产品后续放量。
- IPO 节奏收紧，或影响公司后续资金规划。**中国证监会于 8 月 27 日发布公告要求阶段性收紧 IPO 节奏，预计将影响公司科创板上市及后续融资计划（公司科创板上市于 1H22 启动，预计发行量不超 1.16 亿股，占目前已发行股数 12%，若按当前港股股价计算可募资约人民币 20 亿元）。公司 1H23 末账上现金人民币 7 亿元，期内新增 4.3 亿元银行贷款（年初授信额度仍有 10 亿元）。公司预计随着产能建设完成、商业化现金流入、降本控费，2023E 净现金支出将控制在人民币 7 亿元内，公司现金储备仍较紧张，需寻求新融资方案。
- 短期管线催化剂：**1) 图迈 2 代国内获批（4Q23E/1Q24E），新增妇科、普外科和胸科适应症，空间远大于已获批的泌尿外科（达芬奇 2022 年普外科与妇科手术量约为泌尿外科手术量 2.5-3.0 倍）；2) R-One 国内获批（2H23E）；3) 图迈单臂获批（2024E）；4) 鸿鹄国内获批全髋关节置换术（2024E）；5) 经支气管手术机器人国内获批（2024E）。
- 下调目标价至 30.0 港元。**我们预计 2023-25E 公司收入人民币 1.0 亿/2.5 亿/5.2 亿元，归母净亏损 10.1 亿/8.5 亿/6.2 亿元，采用 DCF 对公司估值（维持 WACC 11%、永续增长率 3%假设），目标价 30.0 港元。
- 投资风险：**政策风险、融资不确定性、RAS 渗透率提升慢于预期。

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	2	22	102	246	520
同比变动 (%)	NM	905%	371%	142%	112%
归母净利润	-583	-1,140	-1,009	-846	-616
PS (X)	NM	765.8	162.7	71.4	35.7

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 9 月 4 日

### 评级

**买入**

目标价（港元）	30.00
潜在升幅/降幅	+61%
目前股价（港元）	18.64
52 周内股价区间（港元）	16.4-38.8
总市值（百万港元）	17,868
近 3 月日均成交额（百万）	31

注：数据截至 2023 年 8 月 31 日

### 市场预期区间

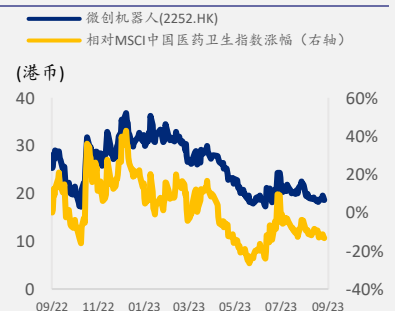


▲ SPDB 目标价 ◆ 目前价 ◇ 市场预期区间

注：数据截至 2023 年 8 月 31 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

### 股价表现



注：数据截至 2023 年 8 月 31 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

## 财务报表分析与预测 - 微创机器人

### 利润表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>收入</b>	<b>2</b>	<b>22</b>	<b>102</b>	<b>246</b>	<b>520</b>
销售成本	-1	-15	-58	-123	-208
<b>毛利</b>	<b>1</b>	<b>7</b>	<b>44</b>	<b>123</b>	<b>312</b>
其他净收入	25	42	-30	0	0
研发成本	-393	-756	-550	-523	-496
销售及营销开支	-79	-184	-260	-265	-271
行政开支	-107	-170	-142	-135	-128
金融工具公允价值变动	46	-27	-4	0	0
其他营运成本	-43	-7	0	0	0
<b>经营亏损</b>	<b>-552</b>	<b>-1,095</b>	<b>-942</b>	<b>-800</b>	<b>-583</b>
融资成本	-5	-11	-43	-35	-26
权益法入账公司亏损	-27	-40	-35	-20	-13
其他	-5	0	0	0	0
<b>税前亏损</b>	<b>-585</b>	<b>-1,146</b>	<b>-1,019</b>	<b>-855</b>	<b>-622</b>
所得税	0	0	0	0	0
年内/期内亏损	-585	-1,146	-1,019	-855	-622
非控股权益	-2	-6	-10	-9	-6
<b>归母净利润/(亏损)</b>	<b>-583</b>	<b>-1,140</b>	<b>-1,009</b>	<b>-846</b>	<b>-616</b>

### 资产负债表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
物业、厂房及设备	361	492	532	569	611
无形资产	3	7	6	4	4
预付款项	0	0	0	0	0
商誉	1	1	1	1	1
权益法入账被投资公司	124	175	170	187	193
衍生金融资产	0	0	0	0	0
其他金融资产	137	110	110	121	125
其他	72	46	50	55	57
<b>非流动资产</b>	<b>698</b>	<b>831</b>	<b>870</b>	<b>938</b>	<b>990</b>
衍生金融资产	9	0	0	0	0
存货	110	250	300	330	340
其他应收款项	25	94	40	44	45
已质押按金	10	7	1	1	1
现金及现金等价物	1,941	748	383	1,479	815
其他	0	0	0	0	0
<b>流动资产</b>	<b>2,094</b>	<b>1,099</b>	<b>724</b>	<b>1,854</b>	<b>1,201</b>
贸易及其他应付款项	182	258	200	220	231
租赁负债	53	58	50	55	57
其他	0	9	15	17	17
<b>流动负债</b>	<b>234</b>	<b>325</b>	<b>965</b>	<b>992</b>	<b>1,005</b>
租赁负债	152	129	100	110	113
递延收入	15	33	30	33	34
其他	0	35	110	121	125
<b>非流动负债</b>	<b>167</b>	<b>197</b>	<b>240</b>	<b>264</b>	<b>272</b>
股本	959	959	959	1,075	1,075
储备	1,435	459	-550	491	-125
非控股权益	-3	-10	-20	-29	-35
<b>权益总额</b>	<b>2,390</b>	<b>1,408</b>	<b>389</b>	<b>1,537</b>	<b>915</b>

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
税前亏损	-585	-1,146	-1,019	-855	-622
摊销及折旧	35	101	61	64	69
存货增加	-110	-141	-50	-30	-10
其他应收款项(增加)/减少	-8	-66	54	-4	-1
贸易及其他应付款项增加	82	85	-58	20	11
其他	45	269	127	17	20
<b>经营活动现金净额</b>	<b>-540</b>	<b>-898</b>	<b>-886</b>	<b>-787</b>	<b>-533</b>
购买物业、厂房及设备的付款	-131	-188	-100	-100	-110
无形资产付款	-3	-7	0	0	0
其他	-263	-73	0	0	0
<b>投资活动现金净额</b>	<b>-397</b>	<b>-268</b>	<b>-100</b>	<b>-100</b>	<b>-110</b>
股权及借贷融资	1,422	0	700	2,003	0
其他	-30	-28	-79	-20	-21
<b>融资活动现金净额</b>	<b>1,392</b>	<b>-28</b>	<b>621</b>	<b>1,984</b>	<b>-21</b>
现金及现金等价物变动	455	-1,194	-365	1,096	-664
年/期初现金及现金等价物	1,497	1,941	748	383	1,479
汇率变动影响	-12	1	0	0	0
<b>年/期末现金及现金等价物</b>	<b>1,941</b>	<b>748</b>	<b>383</b>	<b>1,479</b>	<b>815</b>

### 财务和估值比率

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>每股数据 (人民币)</b>					
摊薄每股收益	-0.63	-1.19	-1.05	-0.83	-0.57
每股销售额	0.00	0.02	0.11	0.24	0.48
每股净资产	2.60	1.47	0.41	1.51	0.85
<b>同比变动</b>					
收入	NM	905%	371%	142%	112%
归母净利润	NM	NM	NM	NM	NM
<b>费用与利润率</b>					
毛利率	43%	30%	43%	50%	60%
核心经营利润率	-26902%	-5109%	-893%	-325%	-112%
归母净利润率	NM	-5276%	-993%	-344%	-118%
<b>回报率</b>					
平均股本回报率	-30%	-60%	-112%	-88%	-50%
平均资产回报率	-26%	-49%	-58%	-39%	-25%
<b>财务杠杆</b>					
流动比率 (x)	8.9	3.4	0.8	1.9	1.2
现金比率 (x)	8.3	2.3	0.4	1.5	0.8
负债/权益	0.2	0.4	3.1	0.8	1.4
<b>估值</b>					
市盈率 (x)	-27.4	-14.5	-16.4	-20.7	-30.1
市销率 (x)	NM	765.8	162.7	71.4	35.7
市净率 (x)	6.6	11.8	42.6	11.4	20.3

图表 2：微创机器人产品管线

专科手术	产品名称	类型	手术应用	中国开发阶段	海外开发阶段	(预计) 获批时间
腔镜手术	1) 图迈	自研	- 泌尿外科手术 (图迈 1 代&2 代)	已获批	欧盟: 已提交 CE 申请 (1Q23)	中国: 已于 2022 年 1 月获批, 2022 年 12 月甘肃威武医院首台装机
			- 妇科手术 (图迈 2 代)	上市申请		中国: 4Q23E/1Q24E*
			- 胸科手术 (图迈 2 代)	上市申请		中国: 4Q23E/1Q24E*
	2) 图迈单臂	自研	泌尿外科、妇科、普外科	注册临床 (2023 年 3 月完成首例入组)	\	中国: 2024E* (预计 2H23 递交上市申请)
	3) 蜻蜓眼 (三维腹腔镜内窥镜)	自研	腹部、胸腔及骨盆区等器官腔镜手术	已获批	已获批: 欧盟 (1H23)	中国: 一代产品于 2021 年 6 月获批, 二代产品于 2023 年 3 月获批
骨科手术	4) 鸿鹄 (海外名: SkyWalker)	自研	全膝关节置换术	已获批	已获批: 美国 (2022 年 7 月)、欧盟 (2022 年 12 月)、巴西、澳大利亚	中国: 已于 2022 年 4 月获批
			全髋关节置换术	临床阶段 (预计 2023 年初或之前开始注册临床)	\	中国: 2024E
			单髁置换术	临床阶段	\	中国: 2025 或之后*
	5) 脊柱手术机器人	自研	脊柱手术	临床前 (设计验证)	\	中国: 2025 或之后*
经自然腔道手术	6) 经支气管手术机器人	自研	经支气管诊断及治疗	临床阶段 (1H23 已启动注册临床)	\	中国: 2024E
泛血管手术	7) TAVR 手术机器人	自研	心脏瓣膜置换手术	临床前 (设计开发)	\	中国: 2025 或之后*
	8) R-One	与法国 Robocath 成立上海知脉 (微创机器人持股 51%) 引入	冠状动脉血管成形术	上市申请 (2H22)	公司不拥有海外权益  欧盟: 2019 年获批	中国: 2023E
经皮穿刺手术	9) ANT	与新加坡 NDR 成立上海术航 (微创机器人持股 41%) 引入	经皮穿刺肺活检 (ANT-X)	临床前 (设计验证)	公司不拥有海外权益	中国: 2025 或之后*
			肝穿刺活检 (ANT-C)	临床前 (设计验证)	公司不拥有海外权益	中国: 2025 或之后*
	10) Mona Lisa	与新加坡 Biobot 成立上海介航 (微创机器人持股 40%) 引入	前列腺穿刺活检	已获批	公司不拥有海外权益  美国、欧盟: 2017 年获批	中国: 已于 2023 年 5 月获批

注: “\” 代表暂未公布相关计划, “\*” 代表 SPDBI 预测, 其余为公司预测  
资料来源: 公司资料、浦银国际

图表 3: 微创机器人财务预测变动

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	102	227	-55.2%	246	605	-59.4%	520	1,230	-57.7%
毛利润	44	91	-52.0%	123	302	-59.3%	312	738	-57.7%
归母净利润/(亏损)	-1,009	-940	7.4%	-846	-765	10.6%	-616	-490	25.7%

资料来源: 浦银国际预测

图表 4: 微创机器人 DCF 估值

人民币百万	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	...	2043E
营业收入	22	102	246	520	1,406	2,492	3,808	5,385	7,266		40,249
YoY	905%	371%	142%	112%	170%	77%	53%	41%	35%		9%
EBIT	(1,104)	(908)	(800)	(583)	(172)	361	1,038	1,881	1,526		19,118
占收入比例	NM	NM	NM	NM	-12%	14%	27%	35%	21%		48%
EBIT * (1-t)	(938)	(772)	(680)	(495)	(146)	307	882	1,599	1,297		16,250
加: 折旧与摊销	101	61	64	69	74	80	86	94	102		255
减: 营运资金增加/(减少)	(64)	(8)	(52)	(19)	(10)	(8)	(4)	(1)	4		414
减: 资本开支	(195)	(100)	(100)	(110)	(121)	(133)	(146)	(161)	(177)		(336)
FCFF	(1,097)	(819)	(767)	(556)	(203)	246	818	1,531	1,226		16,583

WACC&永续增长率核心假设

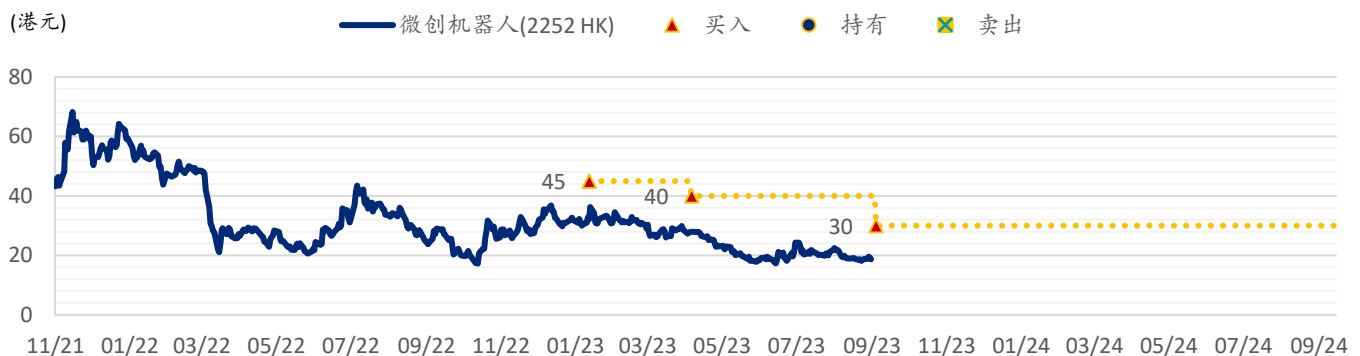
长期资本结构	
% 债权	15.0%
% 股权	85.0%
债权成本	
债权成本	5.0%
税率	15.0%
税后债权成本	4.3%
股权成本	
无风险收益率	3.6%
Beta	1.3
市场风险溢价	7.0%
股权成本	12.4%
WACC	11.1%
永续增长率	3.0%

DCF 估值

FCFF 现值合计	22,165
终值	28,247
终值现值	3,800
<b>企业价值 (EV)</b>	<b>25,965</b>
(-) 负债	(865)
(+) 现金及等价物	1,479
(-) 少数股东权益	29
<b>股权价值</b>	<b>26,608</b>
发行在外总股数(百万股)	959
<b>每股价值 (RMB)</b>	<b>27.8</b>
RMB/HKD	1.08
<b>每股价值 (HKD)</b>	<b>30.0</b>
<b>目标市值 (HKD m)</b>	<b>28,737</b>

资料来源: 浦银国际预测

图表 5: SPDBI 目标价: 微创机器人 (2252.HK)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 6: 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	85.9	买入	115.0	2023年8月2日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	81.5	买入	116.0	2023年8月2日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	18.3	买入	29.0	2023年8月29日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	29.8	持有	33.0	2023年8月29日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	44.2	买入	73.0	2023年8月25日	CRO/CDMO
241 HK Equity	阿里健康	4.6	持有	4.3	2022年5月26日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	19.6	持有	20.0	2023年7月21日	互联网医疗
1952 HK Equity	云顶新耀	18.1	买入	25.0	2023年4月4日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	36.6	买入	58.0	2023年3月30日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	21.0	买入	51.5	2023年3月13日	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	25.5	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	207.6	买入	305.0	2023年3月6日	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	127.2	买入	183.0	2023年3月6日	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	133.0	买入	182.0	2023年3月6日	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	35.1	买入	51.5	2023年3月29日	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	34.5	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	6.6	买入	15.0	2023年3月29日	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	8.6	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8月4日	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	15.0	买入	28.2	2023年8月4日	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	53.4	买入	79.0	2023年3月20日	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	12.0	持有	19.0	2022年7月27日	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	2.2	持有	4.25	2023年3月17日	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	24.2	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	1.2	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	12.4	买入	23.8	2022年11月7日	ICL
300760 CH Equity	迈瑞医疗	270.0	买入	390.0	2023年8月31日	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	18.6	买入	30.0	2023年9月4日	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	5.6	买入	17.5	2023年4月11日	医疗器械
9996 HK Equity	沛嘉医疗	7.3	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

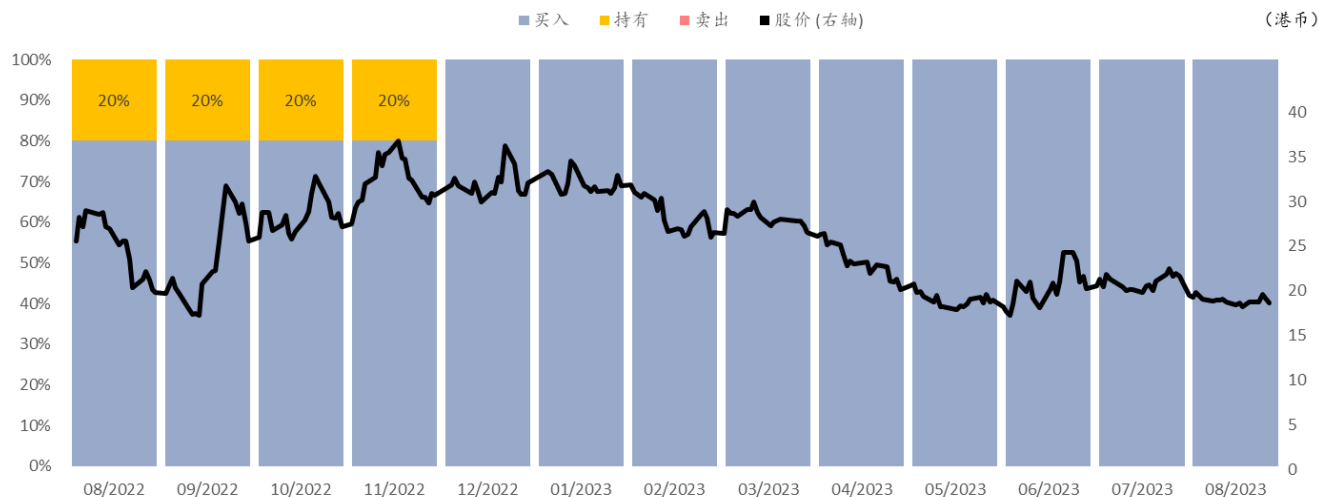
注: 数据截至 2023 年 8 月 31 日港股收盘。

资料来源: Bloomberg、浦银国际。



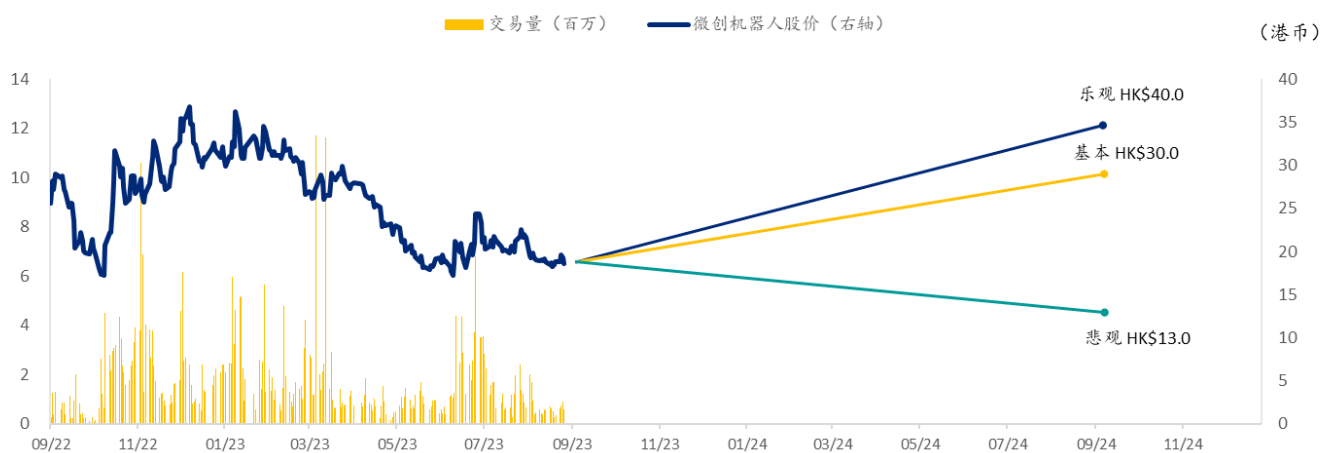
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 7：微创机器人（2252.HK）市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 8：微创机器人（2252.HK）SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：40.0 港元

- 2022-43E 收入复合增速 >60%；
- 稳态毛利率 >80%；
- 市场竞争激烈，出厂价下降速度较快。

悲观情景：公司收入增长不及预期

目标价：13.0 港元

- 2022-43E 收入复合增速 <35%；
- 稳态毛利率 <60%；
- 市场竞争平缓，出厂价下降速度较慢。

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

