



沛嘉医疗 (9996.HK)：1H23 TAVR 市占率继续提升，神经介入新品放量略超预期

1H23 心脏瓣膜/神经介入板块收入同比+107%/76%，其中神经介入增速略超预期。归母净亏损人民币 2.1 亿元 (vs 1H22 年亏损 9199 万元)，亏损扩大部分因 1H23 一次性 BD 费用因临床进展同比增加 7558 万元。公司 TAVR 市占率 1H23 稳步提升至 17% (按经股&经心间算)，神经介入 2H23 预计将继续受益于缺血新品放量，且 5 月起逐步落地的吉林 21 省弹簧圈集采有望逐步显现。维持“买入”评级及目标价 14.0 港元。

- 1H23 业绩符合预期，BD 费用致亏损有所扩大：收入人民币 2.3 亿元 (+89% YoY)，其中：1) 瓣膜收入 1.1 亿元 (+107% YoY)，植入量 1250 例 (+163% YoY)；2) 神经介入收入 1.2 亿元 (+76% YoY)。毛利率 76.9% (+6.9pcts YoY)，其中：1) 瓣膜毛利率 87.1% (+8.9pcts YoY)；2) 神经介入毛利率 67.6% (+3.9pcts YoY)。归母净亏损 2.1 亿元 (vs 1H22 年亏损 9199 万元)，亏损扩大部分因 1H23 一次性 BD 费用因临床进展同比增加 7558 万元。**
- 心脏瓣膜：1H23 市占率进一步提升，医疗反腐影响自 8 月起有所显现。** 板块收入人民币 1.1 亿元 (+107% YoY)，植入量 1250 例 (+163% YoY)。公司市占率提升至 17.3% (按经股&经心尖商业植入 7200 台算；vs 2022 年：14%)。8 月植入量受季节性 & 医疗反腐影响，较 7 月下降约 10%，我们预测沛嘉全年植入量有望同比增长 121% 至 2650 台。预计管线近期主要进展包括：1) TaurusNXT 注册临床年内完成入组，1H25 国内获批；2) HighLife 注册临床年内完成入组，2025 国内获批；3) GeminiOne 治疗中重度或重度 DMR 适应症 2025 年国内获批。
- 神经介入：新品拉动板块高增长。** 板块收入人民币 1.2 亿元 (+76% YoY)，其中出血/缺血/通路产品收入同比+8%/+176%/+90%。缺血产品增长强劲主因去年获批上市的新品 (Syphonet 取栓支架、Tethys AS 血栓抽吸导管、Fastunnel 输送型球囊扩张导管、Fluxcap 球囊导引导管) 年内放量。吉林 21 省弹簧圈集采结果于 5 月起逐步执行，1H23 以价换量仍不明显，考虑到加奇在神经介入市占率仅为中低个位数，纳入集采有望带来产品销量迅速提升，预计 2H23 有望将提速增长。
- 维持“买入”评级及目标价 14.0 港元。** 我们预计 2023E/24E/25E 收入人民币 4.8 亿/7.1 亿/9.9 亿元，归母净亏损 4.4 亿/2.6 亿/4203 万元，维持公司于 2026E 年盈亏平衡的预测。继续采用 DCF 对公司进行估值，WACC&永续增长率假设与此前一致 (WACC: 10.8%；永续增长率: 3%)，维持 14.0 港元目标价。
- 投资风险：Taurus Elite 销售不及预期；行业竞争加剧；集采时间早于预期；TAVR 渗透率提升不及预期。**

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	137	251	476	711	993
同比变动 (%)	253%	84%	90%	49%	40%
归母净利润/(亏损)	-574	-408	-440	-261	-42
PS (X)	32.3	17.9	9.5	6.4	4.6

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 5 日

评级

买入

目标价 (港元)	14.00
潜在升幅/降幅	+95%
目前股价 (港元)	7.19
52 周内股价区间 (港元)	5.20-14.32
总市值 (百万港元)	4,820
近 3 月日均成交额 (百万)	15

注：数据截至 2023 年 9 月 4 日

市场预期区间

HKD7.2

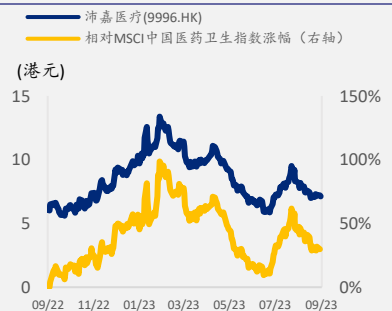


▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源：Bloomberg、浦银国际

注：数据截至 2023 年 9 月 4 日

股价表现



资料来源：Bloomberg、浦银国际

注：数据截至 2023 年 9 月 4 日

财务报表分析与预测 - 沛嘉医疗

利润表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
收入	137	251	476	711	993
心脏瓣膜	42	107	228	354	510
神经介入	95	144	248	357	483
销售成本	-41	-75	-115	-160	-208
毛利	96	176	361	551	784
销售及分销开支	-93	-242	-381	-356	-347
行政开支	-114	-123	-143	-149	-149
研发开支	-446	-373	-323	-332	-341
其他收入	10	13	5	6	6
其他亏损净额	-51	107	-5	-5	-5
经营亏损	-599	-443	-486	-286	-52
财务收入	25	47	50	29	14
财务成本	0	-2	-4	-4	-4
金融工具公允价值变动	0	0	0	0	0
除所得税前亏损	-574	-398	-440	-261	-42
所得税开支	0	-10	0	0	0
归母净利润	-574	-408	-440	-261	-42

资产负债表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
使用权资产	25	22	24	25	27
物业、厂房及器械	151	306	477	657	840
投资物业	8	7	8	8	9
无形资产	277	539	584	628	669
预付款项及其他应收款项	53	6	7	8	8
其他	224	429	438	447	456
非流动资产总值	737	1,309	1,538	1,773	2,010
存货	66	127	138	160	167
按公允价值计入损益的金融资产	0	72	79	87	95
预付款项及其他应收款项	64	139	167	178	199
现金及现金等价物	2,296	1,670	958	467	179
流动资产总值	2,426	2,007	1,342	891	639
资产总值	3,164	3,316	2,879	2,664	2,649
长期负债	0	71	71	71	71
向投资者发行的金融工具	0	0	0	0	0
租赁负债	4	2	2	3	3
递延税项负债	20	20	22	25	27
递延收入	1	2	2	2	2
贸易及其他应付款项	0	6	6	7	8
非流动负债总额	26	101	104	107	111
短期负债	0	56	56	56	56
租赁负债	4	3	3	3	4
贸易及其他应付款项	115	519	519	561	583
合约负债	0	0	0	0	0
流动负债总额	119	578	578	620	643
股本及股份溢价	6,340	6,370	6,370	6,370	6,370
持有的信托库存股份	-85	-83	-83	-83	-83
其他储备	69	64	64	64	64
累计亏损	-3,305	-3,713	-4,153	-4,414	-4,456
权益总额	3,019	2,638	2,198	1,937	1,895

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
除所得税前年内亏损	-574	-398	-440	-261	-42
物业、厂房及器械及投资物业折旧	15	20	30	41	60
无形资产及使用权资产摊销/折旧	13	16	28	30	32
存货增加	-41	-63	-11	-22	-6
预付款项及其他应收款项变动	-23	-62	-28	-12	-22
贸易及其他应付款项减少	79	194	1	1	1
其他	0	-10	-1	-1	-1
经营活动现金净额	-436	-376	-436	-195	30
物业、厂房及器械付款	-70	-130	-201	-221	-243
无形资产付款	-123	-72	-70	-70	-70
其他	-232	-261	-5	-5	-5
投资活动现金净额	-425	-463	-276	-296	-318
股权融资	814	2	0	0	0
借款增加	0	127	0	0	0
其他	-72	-11	0	0	0
融资活动现金净额	742	117	0	0	0
现金及现金等价物的增加净额	-119	-722	-712	-491	-288
年初的现金及现金等价物	2,458	2,296	1,670	958	467
现金及现金等价物汇兑损益	-43	96	0	0	0
年末的现金及现金等价物	2,296	1,670	958	467	179

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	-0.86	-0.61	-0.65	-0.38	-0.06
每股销售额	0.21	0.37	0.70	1.05	1.46
每股净资产	4.56	3.92	3.24	2.85	2.79
同比变动					
收入	253%	84%	90%	49%	40%
归母净利润	NM	NM	NM	NM	NM
费用与利润率					
毛利率	70%	70%	76%	77%	79%
核心经营利润率	-409%	-224%	-102%	-40%	-5%
归母净利率	-421%	-163%	-92%	-37%	-4%
回报率					
平均股本回报率	-20%	-14%	-18%	-13%	-2%
平均资产回报率	-19%	-12%	-14%	-9%	-2%
财务杠杆					
流动比率 (x)	20.4	3.5	2.3	1.4	1.0
现金比率 (x)	19.3	2.9	1.7	0.8	0.3
负债/权益	0.0	0.3	0.3	0.4	0.4
估值					
市盈率 (x)	-7.7	-11.0	-10.3	-17.3	-107.5
市销率 (x)	32.3	17.9	9.5	6.4	4.6
市净率 (x)	1.5	1.7	2.1	2.3	2.4

图表 2：主要可比公司财务及经营数据

	沛嘉医疗 (9996.HK)	启明医疗 (2500.HK)	心通医疗 (2160.HK)
			
2023E 指引			
公司植入量	经股市占率 22-25%	5000 台 (+43%YoY)	>4000 台 (+56%YoY)
行业植入量	-	+50% YoY	+40-50% YoY
1H23 财务数据 (人民币)			
收入 (同比变动)	2.3 亿 (▲89%) 心脏瓣膜: 1.1 亿 (▲107%) 神经介入: 1.2 亿 (▲76%)	2.6 亿 (▲22%)	1.8 亿 (▲41%)
- 国内	-	2.3 亿 (▲19%)	1.7 亿 (▲38%)
- 海外	-	2249 万 (▲60%)	629 万 (▲243%)
毛利率 (同比变动)	76.9% (▲6.9pcts) 心脏瓣膜: 87.1% (▲8.9pcts) 神经介入: 67.6% (▲3.9pcts)	78.7% (▲0.5pcts)	66.1% (▲2.4pcts)
销售费用 (同比变动; 费用率)	1.7 亿 (▲86%; 77%)	1.6 亿 (▲28%; 62%)	8681 万 (▲42%; 49%)
研发费用 (同比变动; 费用率)	1.7 亿 (▲105%; 76%) 剔除 BD 相关: 8337 万 (▲17%)	5.3 亿 (▲34%; 115%)	1.1 亿 (▲38%; 62%)
管理费用 (同比变动; 费用率)	6238 万 (▲5%; 28%)	7789 万 (▲42%; 31%)	2852 万 (▲16%; 16%)
归母净利/亏损	亏损 2.1 亿 (1H22: 亏损 9199 万)	亏损 3.5 亿 (1H22: 亏损 2.0 亿)	亏损 1.8 亿 (1H22: 亏损 1.2 亿)
现金及现金等价物 ⁽¹⁾	11.6 亿	14.6 亿	20.0 亿
1H23 年核心运营数据			
TAVI 植入量	1250 台 (▲163%)	2300 台 (▲28%)	1999 台 (▲50%; 其中国内 1923 台, 海外 76 台)
市占率 ⁽²⁾ (占经股&经心间 商业植入量)	1H23: 17% (经股市占率 20%) 2022 年: 14% (▲10pcts)	1H23: 32% (经股市占率 37%) 2022 年: 40% (▼9pcts)	1H23: 28% (经股市占率 31%) 2022 年: 29% (▲3pcts)
入院数量	410+家 (不含神介入院; 较 2022 年底▲120+家)	420+家 (较 2022 年底▲20+家)	505 家 (较 2022 年底▲68 家)
销售团队人数	199 人 (不含神介销售; 较 2022 年底▲14 人)	260 人 (与 2022 年底持平)	~200 人 (较 2022 年底▲16 人)

注: (1)包括已抵押存款及定期存款; (2)市占率按全国经股&经心间商业植入量 2022 年 8,689 台, 1H23 7200 台计算; 经股市占率按 1H23 商业经股植入 6200 台计算;
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 3：沛嘉医疗产品管线（1）

产品	类型	国内进展	海外进展	预计国内获批时间
心脏瓣膜介入治疗				
主动脉瓣（置换）				
1) TaurusOne（第一代）	自研	已获批	\	已获批（2021年4月）
2) TaurusElite（第二代）	自研	已获批	\	已获批（2021年6月）
3) TaurusNXT“非醛交联”瓣（第三代）	自研	注册性临床（2021年9月首例入组；预计2023E完成入组）	\	1H25E
4) TaurusWave 冲击波球囊	自研	临床阶段（FIM；2021年10月完成首例入组）	\	2026E*
5) TaurusApex 高分子瓣膜（第四代）	自研	临床前（已完成动物试验）	\	2025E
6) Trilogy/Taurus Trio（AS&AR）	由 JenaValve 获得大中华权益（2021年12月）	中国大陆：已于2023年7月完成注册临床首例患者入组；首5例注册临床患者平均器械时间20余分钟，最快10分钟 港澳：2023年5月完成首例商业化植入	AS&AR 已获得 CE 标志（沛嘉无海外权益）	2025E 年或之前
二尖瓣（置换、修复）				
1) HighLife 经房置换系统	由 HighLife 获得大中华权益（2020年12月）	注册性临床（计划入组110人，2022年11月完成首例植入，公司预计2023年完成入组；中国分中心2023年5月完成首例植入，手术时常68分钟；截至1H23入组5-6例）	欧洲：注册性临床（沛嘉无海外权益）	2025E 年
2) Sutra 对合缘增强系统	沛嘉投资 Sutra Medical 并成为第二大股东（2021年8月）	\	临床前（动物试验）	2025E 年后*
3) GeminiOne 缘对缘修复系统（适应症：中重度或重度 DMR）	自研	注册性临床（计划入组120人，2022年11月首例患者入组，截至2023年8月末入组40+）	\	2025E
三尖瓣（置换）				
1) MonarQ TTVR	与 inQB8 分别拥有50%权益（2021年6月）	\	临床阶段（2022年11月在丹麦完成 FIM 全球首例植入；预计1H24E 美国 EFS 启动入组）	2025E*
2) GeminiOne 缘对缘修复系统	自研	准备 FIM	\	2025E 年后*
配套产品				
1) TaurusAtlas 球囊扩张导管	自研	已获批（2021年4月）	\	已获批
2) TaurusNavi 引导鞘管	自研	已获批（2021年4月）	\	已获批
3) TaurusExplora 硬导丝	自研	已获批（2021年4月）	\	已获批

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 4：沛嘉医疗产品管线（2）

产品	类型	国内进展	海外进展	预计国内获批时间
神经介入治疗（2019年3月收购加奇生物）				
出血性产品				
1) Jasper 颅内可电解脱弹簧圈 （第一代可解脱弹簧圈）	自研	已获批	已获批：CE、巴西、印 尼、尼瓜多尔	已获批（2009年6月）
2) Presgo 机械解脱弹簧圈 （第二代可解脱弹簧圈）	自研	已获批	已获批：CE、巴西	已获批（2018年6月）
3) Jasper SS 可电解脱弹簧圈	自研	已获批	\	已获批（2021年6月）
4) NRcoil 热熔可解脱弹簧圈	自研	已获批	\	已获批（2023年8月）
5) 动脉瘤辅助支架	自研	临床前（设计阶段）	\	-
6) Jasper 颅内可电解脱弹簧圈 II	自研	临床前（设计阶段）	\	-
缺血性产品				
1) SacSpeed 球囊扩展导管	自研	已获批	\	已获批（2020年8月）
2) Syphonet/申翼取栓支架	自研	已获批	\	已获批（2022年2月）
3) Tethys AS 血栓抽吸导管	自研	已获批	\	已获批（2022年5月）
4) Fastunnel 输送型球囊扩张导管 （前称 Neway 球囊微导管）	自研	已获批	\	已获批（2022年5月）
5) Fluxcap 球囊导引导管	自研	已获批	\	已获批（2022年6月）
6) NeuroStellar 颅内支架	自研	临床阶段（已完成注册性临床 入组，预计 2023 年底/2024 年 初递交上市申请）	\	2024E 年底
7) 血栓抽吸导管（大内腔）	自研	临床前（设计阶段）	\	-
8) Fastunnel 输送型球囊扩张导管 II	自研	临床前（设计阶段）	\	-
9) SacSpeed 球囊扩展导管 II	自研	临床前（设计阶段）	\	-
血管通路产品				
1) Jasper 弹簧圈分离控制盒	自研	已获批	\	已获批（2016年11月）
2) Presgo 微导丝	自研	已获批	已获批：CE、巴西	已获批（2017年2月）
3) Presgo 微导管	自研	已获批	已获批：巴西	已获批（2017年8月）
4) Heraldier 导引导管（易必达）	自研	已获批	\	已获批（2019年5月）
5) Tethys 中间导引导管	自研	已获批	\	已获批（2020年10月）
6) Heraldier DA 远端通路导引导管	自研	已获批	\	已获批（2021年6月）
7) DCwire 微导丝	自研	已获批	\	已获批（2023年6月）
8) Tethys 中间导引导管 II	自研	临床前（设计阶段）	\	-
9) 桡动脉支撑导管	自研	临床前（设计阶段）	\	-

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 5: 沛嘉医疗财务预测变动

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	476	415	14.7%	711	620	14.6%	993	936	6.0%
毛利润	361	283	27.5%	551	435	26.7%	784	683	14.9%
归母净利润	-440	-341	NM	-261	-246	NM	-42	-39	NM

资料来源: 浦银国际预测

图表 6: 沛嘉医疗 DCF 估值

人民币百万	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2038E
营业收入	251	476	711	993	1,073	1,481	2,025	2,642	3,300		9,470
YoY	83.7%	89.8%	49.3%	39.6%	8.1%	38.1%	36.7%	30.5%	24.9%		8.6%
EBIT	(562)	(486)	(286)	(53)	63	342	506	671	850		2,674
占收入比例	-224%	-102%	-40%	-5%	6%	23%	25%	25%	26%		28%
EBIT * (1-t)	(478)	(413)	(243)	(45)	53	291	430	571	723		2,273
加: 折旧与摊销	36	57	71	92	117	145	177	212	251		706
减: 营运资金增加/(减少)	68	(45)	3	(10)	(23)	(3)	(85)	(155)	(172)		(151)
减: 资本开支	(202)	(276)	(296)	(318)	(342)	(369)	(398)	(431)	(466)		(914)
FCFF	(576)	(677)	(465)	(282)	(196)	64	123	196	335		1,915

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	0.0%
债权成本	5.0%
税率	15.0%
税后债权成本	4.3%
股权成本	0.0%
无风险收益率	3.6%
Beta	1.2
市场风险溢价	7.0%
股权成本	12.0%
WACC	10.8%
永续增长率	3.0%

DCF 估值

FCFF 现值合计	2,426
终值	25,262
终值现值	6,005
企业价值 (EV)	8,431
(-) 负债	(127)
(+) 现金及等价物	467
(-) 少数股东权益	-
股权价值	8,771
发行在外总股数(百万股)	679
每股价值 (RMB)	12.9
RMB/HKD	1.08
每股价值 (HKD)	14.0
目标市值 (HKDm)	9,472

注: 模型中假设 2026 年国内将进行大范围的 TAVR 集采; 资料来源: 浦银国际预测

图表 7: SPDBI 目标价: 沛嘉医疗 (9996.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	87.4	买入	115.0	2023年8月2日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	81.4	买入	116.0	2023年8月2日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	18.7	买入	29.0	2023年8月29日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	29.4	持有	33.0	2023年8月29日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	45.0	买入	73.0	2023年8月25日	CRO/CDMO
241 HK Equity	阿里健康	4.8	持有	4.3	2022年5月26日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	19.9	持有	20.0	2023年7月21日	互联网医疗
1952 HK Equity	云顶新耀	18.6	买入	25.0	2023年4月4日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	35.5	买入	58.0	2023年3月30日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	21.9	买入	51.5	2023年3月13日	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	26.1	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	208.9	买入	305.0	2023年3月6日	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	125.9	买入	183.0	2023年3月6日	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	131.7	买入	182.0	2023年3月6日	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	34.5	买入	51.5	2023年3月29日	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	35.2	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	6.8	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	24.0	买入	44.0	2023年8月4日	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	15.4	买入	28.2	2023年8月4日	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	52.1	买入	79.0	2023年3月20日	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	12.2	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	23.5	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	1.8	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	12.5	买入	23.8	2022年11月7日	ICL
300760 CH Equity	迈瑞医疗	268.6	买入	390.0	2023年8月31日	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	18.4	买入	30.0	2023年9月4日	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	5.0	买入	10.0	2023年9月5日	医疗器械
9996 HK Equity	沛嘉医疗	7.2	买入	14.0	2023年9月5日	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	1.9	买入	3.4	2023年9月5日	医疗器械

注：数据截至2023年9月4日港股收盘。

资料来源：Bloomberg、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

