



## 启明医疗 (2500.HK)：国内业务强调盈利性，1H23 补贴金额下降；海外通过 Venus-P 快速拓展市场

1H23 收入同比+22%至人民币 2.6 亿元，国内植入量同比+28%至 2300 台，归母净亏损 3.5 亿元 (vs 1H22 亏损 2.0 亿元)。公司国内业务重视盈利性，1H23 补贴下降明显；海外业务目前借助 Venus-P 加速拓展，并持续推进 DragonFly 及 Cardiovalve 国际多中心临床。公司近期受板块回调及内控事件影响，跌幅较大且市值已明显低于主要竞争对手。维持“买入”评级，降目标价至 10.0 港元。

- 1H23 业绩：国内增速略逊预期，海外增长强劲。收入人民币 2.6 亿元 (同比+22%)**，其中国内收入 2.3 亿元 (同比+19%)，植入量 2300 台 (同比+28%；二代产品占比 70%)，海外收入 2249 万元 (同比+60%)；**毛利率 78.7% (同比+0.5pcts)**；**归母净亏损 3.5 亿元 (vs 1H22 亏损 2.0 亿元)**，亏损扩大因期内公司三大期间费用合计同比+33%，增速高于收入增速。
- 国内业务强调盈利性，1H23 补贴金额大幅下降。**1H23 植入量同比+28%至 2300 台，公司植入量虽在 1 月仍有同比下滑，但 2-6 月同比增长 50%。公司于去年起主动调整业务战略，由单一强调市占率提升转向聚焦盈利性，1H23 单台手术补贴金额由此前约 2 万元下降至 1.1 万元，国内业务 1H23 商业利润率 (即毛利率-销售费用率) 约 10%。**预期 2H23/2024 获批产品包括：1) 二尖瓣缘对缘修复 DragonFly 国内获批 (4Q23/1Q24E)；2) Liwen RF 射频消融国内获批 (2H24E)。**
- 海外借助 VenusP-Valve 加速扩展，预计 2026E 主要瓣膜赛道均有海外获批产品：**目前公司主要通过 VenusP-Valve 开拓海外市场，公司 1H23 海外收入约人民币 2249 万元 (同比+60%；占收入 9%)，公司预计全年海外销售收入超 1000 万美元。公司强调国际化发展，海内外介入瓣膜产品毛利率虽相近 (75%-80% 区间)，但考虑到国内长期存在的政策及竞争压力以及海外相对更低的销售费用率，整体利润率更具吸引力，**预计 2025/28E 海外收入占比将达 15%/40%**。目前公司 Venus-A 及 P 系列均已于海外获批，随着 Dragonfly 与 Cardiovalve 预计 2026E 海外获批，届时公司将在四大瓣膜赛道中均有出海产品。
- 维持“买入”评级，降目标价至 10.0 港元。**公司近期受板块回调及内控事件影响，跌幅较大且市值已明显低于主要竞争对手的 40-50 亿港元市值。继续采用 DCF 对公司进行估值，假设 WACC 11.3%，永续增长率 3.0%，降目标价至 10.0 港元。
- 投资风险：VenusA 系列销售不及预期；国际化受阻；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	416	406	536	719	990
同比变动 (%)	51%	-2%	32%	34%	38%
归母净利润/ (亏损)	-374	-1,058	-704	-418	4
PS (X)	4.9	5.0	3.8	2.9	2.1

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 9 月 5 日

### 评级

**买入**

目标价 (港元)	10.00
潜在升幅/降幅	+100%
目前股价 (港元)	5.01
52 周内股价区间 (港元)	4.85-18.86
总市值 (百万港元)	2,210
近 3 月日均成交额 (百万)	27

注：数据截至 2023 年 9 月 4 日

### 市场预期区间

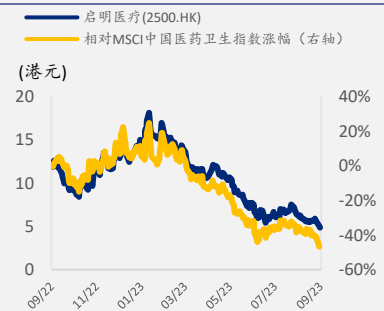


▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源：Bloomberg、浦银国际

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 - 启明医疗

### 利润表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>收入</b>	<b>416</b>	<b>406</b>	<b>536</b>	<b>719</b>	<b>990</b>
销售成本	-92	-92	-119	-144	-168
<b>毛利</b>	<b>324</b>	<b>314</b>	<b>418</b>	<b>575</b>	<b>822</b>
其他收入及收益	307	148	70	77	85
销售及分销开支	-216	-260	-322	-345	-297
研发成本	-258	-527	-600	-539	-426
行政开支	-129	-192	-160	-158	-148
其他开支	-389	-558	-50	0	0
金融资产的减值亏损净额	-3	-22	-20	0	0
融资成本	-2	-45	-60	-40	-40
应占联营&合营公司溢利	-12	-14	-17	-10	10
<b>除税前亏损</b>	<b>-378</b>	<b>-1,156</b>	<b>-741</b>	<b>-440</b>	<b>5</b>
所得税留抵	6	34	0	0	-1
<b>年内亏损</b>	<b>-371</b>	<b>-1,122</b>	<b>-741</b>	<b>-440</b>	<b>5</b>
非控股权益	2	-64	-37	-22	0
<b>母公司拥有人</b>	<b>-374</b>	<b>-1,058</b>	<b>-704</b>	<b>-418</b>	<b>4</b>

### 资产负债表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
物业、厂房及设备	142	318	483	639	789
使用权资产	109	143	157	167	175
商誉	520	1,239	1,263	1,289	1,314
其他无形资产	305	611	525	455	399
于联营公司的投资	76	70	77	85	94
其他	518	433	437	442	447
<b>非流动资产</b>	<b>1,670</b>	<b>2,814</b>	<b>2,942</b>	<b>3,077</b>	<b>3,219</b>
存货	91	104	77	72	84
贸易应收款项	302	303	268	287	346
预付款项、其他应收款项及其他	89	120	126	132	139
应收关联方款项	0	34	0	0	0
按公允价值计入损益的金融资产	0	0	0	0	0
已抵押存款	3	27	29	30	32
现金及现金等价物	2,955	1,879	1,156	624	470
<b>流动资产</b>	<b>3,440</b>	<b>2,469</b>	<b>1,656</b>	<b>1,146</b>	<b>1,071</b>
贸易应付款项	9	9	24	43	59
租赁负债	18	23	25	26	27
其他应付款项及应计费用	145	228	239	251	263
计息银行借款	5	223	223	223	223
其他	32	9	10	10	11
<b>流动负债</b>	<b>209</b>	<b>492</b>	<b>520</b>	<b>553</b>	<b>583</b>
租赁负债	48	80	84	88	93
计息银行借款	0	573	573	573	573
递延税项负债	53	17	18	19	20
其他	167	488	513	538	565
<b>非流动负债</b>	<b>269</b>	<b>1,159</b>	<b>1,189</b>	<b>1,219</b>	<b>1,252</b>
股本	441	441	441	441	441
储备	4,105	3,167	2,463	2,045	2,049
非控股权益	86	23	-14	-36	-35
<b>权益总额</b>	<b>4,632</b>	<b>3,631</b>	<b>2,890</b>	<b>2,450</b>	<b>2,455</b>

### 现金流量表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
除税前亏损	-378	-1,156	-741	-440	5
物业、厂房及设备折旧	15	27	61	92	122
使用权资产折旧	14	27	36	40	42
其他无形资产摊销	22	58	116	100	87
存货增加	-29	-14	27	5	-12
贸易应收款项增加	-74	-8	35	-19	-59
其他	-28	336	136	87	84
<b>经营活动所用现金流量净额</b>	<b>-457</b>	<b>-729</b>	<b>-330</b>	<b>-135</b>	<b>269</b>
购买物业、厂房及设备项目	-82	-170	-275	-298	-322
购买其他无形资产	-20	-9	-55	-55	-56
其他	-551	-893	-9	-9	-10
<b>投资活动所用现金流量净额</b>	<b>-653</b>	<b>-1,072</b>	<b>-339</b>	<b>-362</b>	<b>-389</b>
配股所得款项	1,191	0	0	0	0
首次公开发售所得款项	0	0	0	0	0
股份发行开支	0	0	0	0	0
银行借款所得款项	0	939	0	0	0
其他	200	-304	-55	-34	-34
<b>融资活动所得现金流量净额</b>	<b>1,391</b>	<b>635</b>	<b>-55</b>	<b>-34</b>	<b>-34</b>
现金及现金等价物增加净额	281	-1,167	-723	-532	-154
年初的现金及现金等价物	2,708	2,955	1,879	1,156	624
汇率变动影响净额	-34	91	0	0	0
<b>年末的现金及现金等价物</b>	<b>2,955</b>	<b>1,879</b>	<b>1,156</b>	<b>624</b>	<b>470</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	-0.85	-2.42	-1.59	-0.94	0.01
每股销售额	0.95	0.92	1.21	1.62	2.24
每股净资产	10.56	8.21	6.54	5.54	5.55
<b>同比变动</b>					
收入	51%	-2%	32%	34%	38%
归母净利润	NM	NM	NM	NM	NM
<b>费用与利润率</b>					
毛利率	78%	77%	78%	80%	83%
核心经营利润率	-67%	-164%	-124%	-65%	-5%
归母净利润率	-90%	-260%	-131%	-58%	0%
<b>回报率</b>					
平均股本回报率	-9%	-26%	-22%	-16%	0%
平均资产回报率	-8%	-20%	-14%	-9%	0%
<b>财务杠杆</b>					
流动比率 (x)	16.5	5.0	3.2	2.1	1.8
现金比率 (x)	14.2	3.8	2.2	1.1	0.8
负债/权益	0.1	0.5	0.6	0.7	0.7
<b>估值</b>					
市盈率 (x)	NM	NM	NM	NM	469.7
市销率 (x)	4.9	5.0	3.8	2.9	2.1
市净率 (x)	0.4	0.6	0.7	0.8	0.8

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2：主要可比公司财务及经营数据

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

产品	类型	国内进展	海外进展	预计国内获批时间
<b>主动脉瓣（置换、修复、外科瓣）</b>				
1) VenusA-Valve（第一代）	自研	已获批	已获批： 哥伦比亚、巴西、泰国、 吉尔吉斯斯坦、阿根廷	已获批 (2017年4月)
2) VenusA-Plus（第二代）	自研	已获批	已获批： 泰国、吉尔吉斯斯坦	已获批 (2020年11月)
3) VenusA-Pro（第二代，VenusA-Plus 升级版）	自研	已获批	\	已获批 (2022年5月)
4) Venus PowerX（第三代自膨式干瓣）	自研	国际多中心临床（AS；EFS 阶段，预计 2024 年开始全球注册性临床，计划入组 150 例，中国入组 60%，欧洲 40%）	已获批：阿根廷（2023 年 5 月）	2026E
5) Venus Vitae（第三代球扩式干瓣）	自研	国际多中心临床（AS；EFS 阶段；预计 4Q23 启动全球注册临床，计入入组 150 例，欧洲入组 60%，中国 40%）	\	2026E
6) 反流瓣膜	自研	临床前（动物试验）	\	2026E 或之后*
7) Leaflex（TAVr）	由 Pi-Cardia 引入(2020 年 9 月进行股权、可转换债券投资和授权合作交易)	临床阶段（EFS；2021 年 10 月完成首例）	欧洲：临床阶段	2025E*
8) Venus-Neo（SAVR）	自研	临床阶段（EFS；2022 年 4 月完成首例）	\	2025E*
9) 小切口外科瓣（SAVR）	自研	临床前	\	2026E 或之后*
<b>二尖瓣（置换、修复）</b>				
1) Cardiovalve（AR；置换；也可用于三尖瓣）	2022 年 1 月以 2.66 亿美元 100%收购以色列 Cardiovalve 公司	临床前（EFS；MR&TR；全球临床预计 2024E 启动）	欧洲&美国：临床试验中	2026E
2) MitraStitch（TMVr；腱索植入为主）	2021 年 5 月投资德普医疗	注册性临床	\	2025E 或之后*
3) DragonFly（缘对缘修复，也可用于三尖瓣）	2021 年 5 月投资德普医疗	DMR：已提交上市申请 FMR：注册性临床	4Q23E 启动欧洲临床，预计 2026 获 CE 认证	4Q23/1Q24E (DMR)
<b>三尖瓣（置换、修复）</b>				
1) Cardiovalve（AR；置换；也可用于二尖瓣）	2022 年 1 月以 2.66 亿美元 100%收购以色列 Cardiovalve 公司	国际多中心注册临床（2022 年 11 月启动，预计入组 150 例，含加拿大、欧洲、中国，预计 2023 入组 80 例，预计 2025E 国内及欧盟提交上市申请）	\	2026E
2) DragonFly（缘对缘修复，也可用于二尖瓣）	2021 年 5 月投资德普医疗	注册性临床	\	2024E
<b>肺动脉瓣</b>				
1) VenusP-Valve	自研	已获批，治疗接受 TAP 治疗后出现 RVOTD 患者（2022 年 7 月）	已获批：欧盟（2022 年 4 月）、阿根廷等 30 个国家； 美国、日本筹备注册性临床试验中（美国 IDE 已于 2023 年 7 月获批，预计 4Q23 启动，美日合计入组 60 例，预计美日均于 2026E 获批）	已获批 (2022 年 7 月)
<b>结构性心脏病平台技术</b>				
1) Liwen RF（射频消融系统）	2021 年 11 月以 4.93 亿人民币 100%收购诺诚医疗	临床阶段（注册性临床，2023 年 3 月完成入组，预计 2023E 末提交注册申请）	公司预计 2023E 启动海外临床	2H24E
2) Echomplish Platform（经导管去肾交感神经术 RDN）	自研	临床前（动物试验，预计 2H24 进入 EFS）	\	2027E
<b>配套产品</b>				
1) TriGUARD3	2018 年 12 月收购 Keystone	2022 年 11 月主动撤回上市申请，公司计划后续以国内生产进行上市申报	已获批：欧盟（2022 年 4 月）	-
2) G Sheath 三代导管鞘	自研	已获批	\	已获批
3) TAV0 球囊扩张导管	自研	注册审评中	\	-

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、浦银国际整理

图表 4：启明医疗财务预测变动

人民币百万	新预测	2023E 前预测	变动	新预测	2024E 前预测	变动	新预测	2025E 前预测	变动
营业收入	536	623	-25.0%	719	921	-34.0%	990	1,373	46.1%
毛利润	418	486	-26.1%	575	729	-33.3%	822	1,082	59.5%
归母净利润	-704	-232	NM	-418	-29	NM	4	185	NM

资料来源：浦银国际预测

图表 5：启明医疗 DCF 估值

人民币百万	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	.....	2038E
营业收入	406	536	719	990	803	1,066	1,459	1,929	2,436		6,314
YoY	-2%	32%	34%	38%	-19%	33%	37%	32%	26%		9%
EBIT	(666)	(664)	(467)	(49)	32	43	94	172	277		1,957
占收入比例	-164%	-124%	-65%	-5%	4%	4%	6%	9%	11%		31%
EBIT * (1-t)	(566)	(564)	(397)	(42)	27	36	80	146	235		1,664
加：折旧与摊销	112	213	231	250	270	291	314	339	366		631
减：营运资金增加/（减少）	(142)	138	33	(26)	152	(1)	24	(59)	(65)		(58)
减：资本开支	(179)	(330)	(353)	(378)	(406)	(436)	(470)	(507)	(547)		(758)
FCFF	(775)	(543)	(485)	(196)	44	(110)	(51)	(81)	(11)		1,478

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	12.6%
WACC	11.3%
永续增长率	3.0%

DCF 估值	
FCFF 现值合计	761
终值	18,312
终值现值	4,084
企业价值 (EV)	4,845
(-) 负债	(796)
(+) 现金及等价物	30
(-) 少数股东权益	36
股权价值	4,114
发行在外总股数(百万股)	442
每股价值 (RMB)	9.3
RMB/HKD	1.08
每股价值 (HKD)	10.0
目标市值 (HKD m)	4,444

资料来源：浦银国际预测

图表 6：SPDBI 目标价：启明医疗 (2500.HK)



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 7: SPDBI 医疗行业覆盖公司

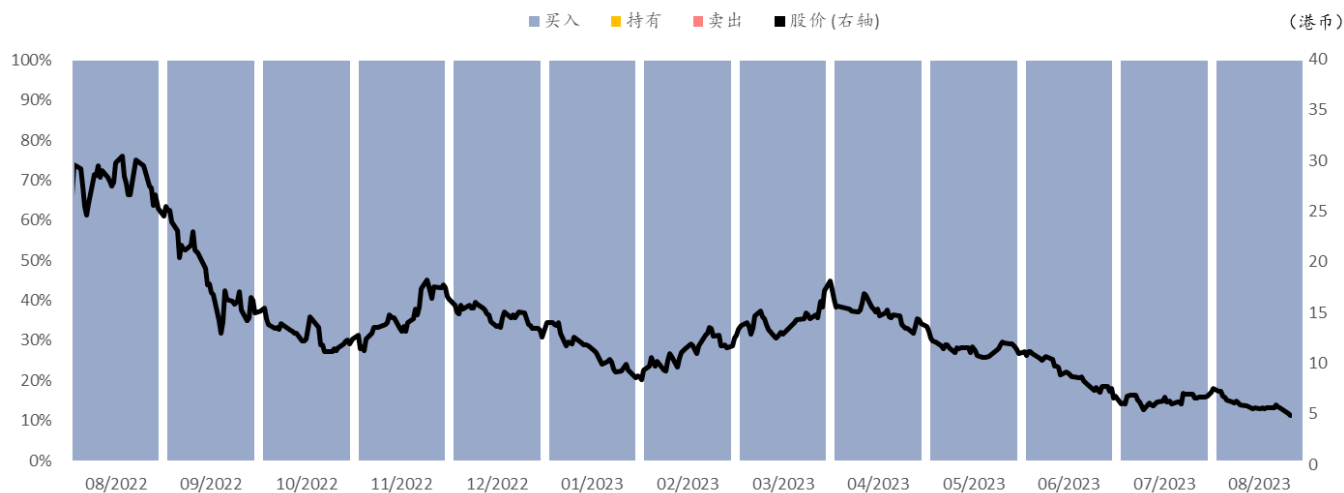
股票代码	公司	现价(LC)	评级	目标价(LC)	评级/目标价/预测发布日期	行业
2359 HK Equity	药明康德	87.4	买入	115.0	2023年8月2日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	81.4	买入	116.0	2023年8月2日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	18.7	买入	29.0	2023年8月29日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	29.4	持有	33.0	2023年8月29日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	45.0	买入	73.0	2023年8月25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。

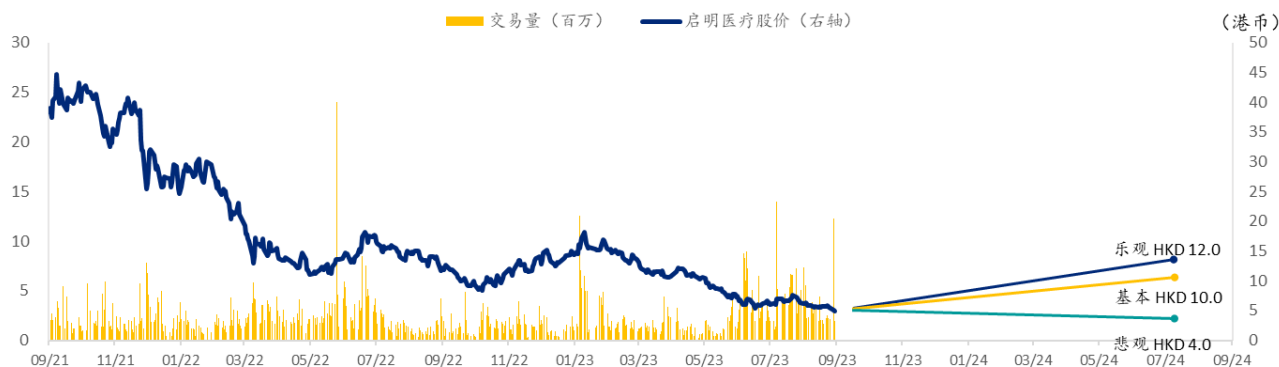
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 8: 启明医疗 (2500.HK) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 9: 启明医疗 (2500.HK) SPDBI 情景假设



**乐观情景: 公司收入增长好于预期**

**目标价: 12.0 港元 (概率: 30%)**

- 盈亏平衡点早于 2025 年出现;
- 2021-38E 收入复合增速 >30%;
- 稳态毛利率高于至 80%。

**悲观情景: 公司收入增长不及预期**

**目标价: 4.0 港元 (概率: 20%)**

- 盈亏平衡点晚于 2025 年出现;
- 2021-38E 收入复合增速 <15%;
- 稳态毛利率低于 60%。

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

