



归创通桥 (2190.HK)：2023 年收入增速略超预期，密网支架有望年内获批

公司 2023 年收入增速略超预期，并在经调整净利口径下实现首次盈利。毛利率虽受集采降价影响略有下滑，且趋势或将持续，但我们认为集采带来的规模效应将逐步体现，叠加经营效率提升，公司净利率仍可在 2025 年提升至约 14%。京津冀“3+N”集采于 3 月 19 日公示拟中标结果，公司整体中标情况理想，核心产品取栓支架、颅内支持导管均中选，市占率有望进一步提升。2024 年预计仍有 2 款神经介入和 3 款外周介入产品获批，其中包含密网支架及外周血管缝合器 2 款重点产品，后续有望进一步拉动公司收入增长。维持“买入”评级及目标价 16.0 港元。

- 收入增速略超预期，毛利率因集采稍有下滑。2023 年收入同比+58% 至人民币 5.3 亿元 (vs 公司指引>5 亿元)，较市场预期高约 5%；毛利率同比-3.5pcts 至 72.9%，主要受到已集采产品降价以及公司降低未集采产品价格以获得更大市场份额的影响。当前公司神经介入毛利率约 72%-73%，外周介入因集采产品占比更低，较神经介入毛利率约高 2pcts；经调整净利 703 万 (IFRS 净亏损 7873 万元)，经调整净利口径首次录得盈利 (vs 公司指引：2023 年剔除 ESOP 后实现盈利)。
- 神经介入：潜在重磅产品密网支架有望年内获批。2023 年公司神经介入业务收入同比+64% 至人民币 3.8 亿元，核心产品市占率继续维持第一梯队 (取栓支架国内市占率约 12%、颅内支持导管 20%-25%、弹簧圈约 10%、颅内球囊约 20%)。京津冀“3+N”28 种耗材集采拟中选结果已于 3 月 19 日公示，公司核心产品“蛟龙”取栓支架 (二代产品 B 组第一，一代产品为 A 组第四)、银蛇颅内支持导管 (A 组第一) 均拟中选。此外，公司密网支架计划年内获批，密网支架国内市场基本被美敦力和微创脑科学占据，公司目前在同时推进小型及大型未破裂动脉瘤适应症研发，后续有望成为公司收入增长新引擎。
- 外周介入：Avinger 产品预计 2025 年获批。2023 年公司外周介入业务收入同比+44% 至人民币 1.5 亿元，板块内核心产品外周 DCB 目前国内市占率约 22%、PTA&高压 PTA 约 12%。公司于 3 月 7 日宣布与 Avinger (AVGR.US) 战略合作，具体涉及：1) 产品 BD (用于外周动脉减容、CTO 通路建立的 6 款导管&设备)；2) 生产合作；3) 海外销售合作；4) 股权投资。预计此次 BD 的外周动脉介入产品最早可在 2025 年获批，并于 2026 年为公司贡献不低于人民币 2000 万元收入。
- 维持“买入”评级，目标价 16.0 港元。我们预计公司 2024 年收入同比+43% 至人民币 7.6 亿元，净利润 7,210 万元 (净利率 9.5%)。我们预计公司 2023-26E 收入 CAGR 38%。给予公司 6.5x 2024E PS 目标估值倍数，目标价 16.0 港元。
- 投资风险：集采影响较预期大、手术渗透率及器械国产化率提升慢、核心产品销售不及预期。

图表 1：盈利预测和财务指标

人民币百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	334	528	756	1,042	1,380
同比变动 (%)	87.8%	58.0%	43.3%	37.8%	32.4%
归母净利润	-114	-79	72	142	237
同比变动 (%)	NM	NM	NM	96.8%	67.2%
PS (x)	8.7	5.5	3.9	2.8	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

医药分析师

ryan_hu@spdbi.com

(852) 2808 6446

阳景

首席医药分析师

Jing_yang@spdbi.com

(852) 2808 6434

2024 年 3 月 22 日

评级

买入

目标价 (港元)	16.0
潜在升幅/降幅	+68%
目前股价 (港元)	9.5
52 周内股价区间 (港元)	7.2-14.7
总市值 (百万港元)	3,164
近 3 月日均成交额 (百万港元)	3

注：数据截至 2024 年 3 月 21 日

市场预期区间

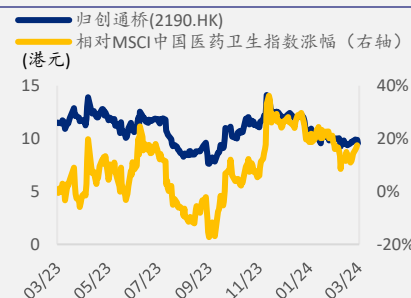


▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

注：数据截至 2024 年 3 月 21 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

股价表现



注：数据截至 2024 年 3 月 21 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

财务报表分析与预测

利润表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	334	528	756	1,042	1,380
营业成本	-81	-143	-220	-323	-442
毛利润	253	385	537	719	938
销售费用	-140	-164	-181	-240	-304
管理费用	-109	-114	-110	-127	-166
研发费用	-233	-261	-249	-274	-300
核心营业利润	-230	-154	-4	78	169
利息支出	-1	-1	0	0	0
利息收入	96	79	76	63	67
应占联营公司损益	0	0	0	0	0
其他	22	-3	0	0	0
利润总额	-114	-79	72	142	236
所得税	0	0	0	0	1
净利润	-114	-79	72	142	237
减：少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	-114	-79	72	142	237

资产负债表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,205	1,087	1,058	1,118	1,270
应收票据及应收账款	82	40	41	57	76
存货	119	167	220	323	442
其他流动资产	656	424	446	468	491
流动资产合计	2,063	1,717	1,765	1,966	2,278
固定资产	290	539	601	666	733
无形资产	10	10	6	4	3
其他非流动资产	891	1,110	1,121	1,133	1,144
非流动资产合计	1,191	1,659	1,729	1,802	1,879
短期借款	0	50	50	50	50
应付票据及应付账款	127	234	277	408	558
其他流动负债	25	34	36	37	39
流动负债合计	152	318	363	495	647
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	7	11	11	12	12
非流动负债合计	7	11	11	12	12
实收资本(或股本)	332	332	332	332	332
未分配利润	2,762	2,715	2,787	2,929	3,166
少数股东权益	0	0	0	0	0
所有者权益合计	3,094	3,047	3,119	3,261	3,499

现金流量表

(百万人民币)	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
净利润	-114	-79	72	142	237
固定资产折旧	26	14	21	22	23
营运资本变动	-73	102	-11	11	13
其他	69	24	-30	-31	-32
经营活动现金流量净额	-91	62	51	144	240
资本开支	-145	-88	-80	-84	-88
其他	50	-3	0	0	0
投资活动现金流量净额	-95	-92	-80	-84	-88
股权融资	0	0	0	0	0
债务融资	0	0	0	0	0
其他	-30	-89	0	0	0
筹资活动现金流量净额	-30	-89	0	0	0
现金及现金等价物净增加额	-213	-119	-29	60	152
期初现金及现金等价物	1,418	1,205	1,087	1,058	1,118
期末现金及现金等价物	1,205	1,087	1,058	1,118	1,270

财务和估值比率

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	-0.34	-0.24	0.22	0.43	0.71
每股销售额	1.01	1.61	2.28	3.14	4.15
每股股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
同比变动					
收入	87.8%	58.0%	43.3%	37.8%	32.4%
核心营业利润	-0.8%	-33.1%	-97.4%	-2081.5%	115.7%
归母净利润	NM	NM	NM	96.8%	67.2%
费用与利润率					
毛利率	75.6%	72.9%	70.9%	69.0%	68.0%
核心经营利润率	-68.9%	-29.2%	-0.5%	7.5%	12.3%
归母净利率	-34.0%	-14.9%	9.5%	13.6%	17.2%
回报率					
平均股本回报率	-3.6%	-2.6%	2.3%	4.4%	7.0%
平均资产回报率	-3.5%	-2.4%	2.1%	3.9%	6.0%
财务杠杆					
流动比率 (x)	13.6	5.4	4.9	4.0	3.5
速动比率 (x)	12.8	4.9	4.3	3.3	2.8
现金比率 (x)	7.9	3.4	2.9	2.3	2.0
负债/权益	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
估值					
市盈率 (x)	NM	NM	40.6	20.7	12.4
市销率 (x)	8.7	5.5	3.9	2.8	2.1
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

图表 2：归创通桥产品管线（1）：神经介入

适应症	类别	产品	中国获批时间	海外获批时间
缺血性卒中	取栓支架	1) “蛟龙”颅内取栓支架 (CRD; 核心产品) ★ 国内市占率~12%	已获批 (2020年9月)	已获批: CE、南非等6个国家/地区
		2) 全显影取栓支架 (“蛟龙”二代) ◇	已获批	
	支持导管	3) “银蛇”颅内支持导管 (急性缺血经股机械取栓) ★ 国内市占率~20%-25%	已获批 (2020年)	
	抽吸导管	4) 颅内血栓抽吸导管	已获批 (2023年)	已获批: CE、南非等6个国家/地区
	其他	5) “大禹”球囊导引导管 (BGC)	已获批 (2021年6月)	
		6) 负压吸引器	已获批 (2022年)	
狭窄-颅内	裸球囊	7) “白驹”颅内 PTA 球囊扩张导管 (Rx) ★ 国内市占率~20%	已获批 (2021年)	
		8) 颅内 PTA 球囊扩张导管 (Rx 二代)	已获批	
	药物球囊	颅内药涂球囊扩张导管	2025E	
	裸支架	颅内支架	2026E	
	药物支架	载药自膨式颅内支架	2026E	
	其他	9) 狭窄支架微导管	已获批 (2023年)	
狭窄-颈动脉	裸球囊	10) “白驹弓上”颈动脉球囊扩张导管 (Rx)	已获批 (2022年4月)	
	裸支架	颈动脉支架	2026E	
	其他	抗栓塞远端保护装置	2024E	
出血性卒中	弹簧圈	11) “通桥凤”颅内动脉瘤栓塞弹簧圈★ 国内市占率~10%	已获批 (2021年9月)	预计美国/欧盟 2024E 获批
		12) Phoenix 机械可解脱带纤维毛弹簧圈	已获批 (2023年12月)	
	密网支架	“通桥麒麟”血流导向装置◇	2024E	预计欧盟 2024E 获批
	辅助支架	自膨式颅内支架 (辅助支架)	2025E	
	其他	13) 弹簧圈微导管	已获批 (2021年)	
14) 血流导向装置微导管		已获批		
通路类	导管	15) “银蛇” DA 远端通路导引导管	已获批 (2021年)	
		16) “银蛇 Plus” 远端通路导管 (“银蛇”升级版, 兼容经股、经桡)	已获批 (2022年)	
		17) 取栓支架微导管	已获批 (2021年)	已获批: CE、南非等5个国家/地区
		18) “银蛇” 颅内支撑导管	已获批 (2021年)	
	19) “双蛇” 桡动脉入路远程支撑导管	已获批 (2023年12月)		
	导丝	20) “北斗 SS” 神经血管导丝	已获批 (2022年)	
其他	21) “玄武” 经桡动脉通路血管鞘	已获批 (2023年11月)		

注: ★代表主要收入贡献产品; ◇代表近期获批或即将获批重点产品;

资料来源: 浦银国际整理

图表 3：归创通桥产品管线（2）：外周介入

适应症	类别	产品	中国获批时间	海外获批时间
外周动脉	药物球囊	1) UltraFree 药物洗脱 PTA 球囊扩张导管 (海外名: ZENFLUXION) ★	已获批 (2020 年 11 月)	已获批: CE、阿联酋等 7 个国家/地区
		适应症: 股动脉和腘动脉 (膝下动脉除外) 狭窄或闭塞; 国内市占率~22%	AVF 适应症预计 2024E 获 批, BTK 预计 2025E 获批	
	裸球囊	2) UberVana 外周药物涂层球囊扩张导管 (UltraFreeDCB 二代)	已获批	预计欧盟 2026/27E 获批
		膝下 PTA 药物洗脱球囊导管	2025E	
		3) ZENFLOW 外周 PTA 球囊扩张导管★ 一、二代普通&高压球囊国内市占率~12%	已获批	已获批: CE、阿联酋等 10 个国家/地区
	裸支架	4) ZENFLOW 外周 PTA 球囊扩张导管二代★	已获批	预计欧盟 2024/25E 获批
		5) 锥形球囊	已获批	
		外周 PTA 棘突球囊扩张导管	2024E	
		长球囊	2024E	
	药物支架	冲击波球囊系统	2025E	预计欧盟 2025/26E 获批
外周点状支架系统		2026E		
锯齿切割球囊		2026E		
其他	ZENFLEX 外周血管支架系统	-	已获批: CE、阿联酋等 10 个国家/地区	
	外周球扩覆膜支架系统	2027E		
外周动脉- Avinger 管线 (2024 年 3 月 BD)	6) ZENFlexPro 药物洗脱外周血管支架	2026E	已获批: CE、阿联酋等 8 个国家/地区	
	7) 血管内抓捕器	已获批		
	设备 Lightbox 3 (光学相干断层扫描 (OCT) 控制台)	2025E	已获批	
	导管 Pantheris 系列 (共 3 款) (斑块旋切)	2025E	已获批	
主动脉	导管 Ocelot (旧款)	2025E	已获批	
	导管 TigerEye (新款)	2025E	已获批	
外周静脉	裸支架	胸主动脉覆膜支架系统	2026E	
	裸球囊	8) Tiger 大直径 PTA 球囊扩张导管	已获批 (2022 年 4 月)	已获批: 巴西
	裸支架	9) Penguin 外周静至髂静脉支架	已获批 (2024 年 1 月)	预计欧盟 2024E 获批
	腔静脉滤器	10) 腔静脉滤器抓捕器	已获批 (2020 年 12 月)	
		11) Octoplus 可回收腔静脉滤器	已获批 (2022 年 12 月)	
	其他	12) Swan 静脉腔内射频闭合导管	已获批 (2022 年 8 月)	
		13) 射频发生器	已获批 (2022 年)	
14) 溶栓导管		已获批 (2023 年)		
血栓抽吸系统	2025E			
血透通路	裸球囊	15) ZENFLOW HP PTA 高压球囊扩张导管★ 一、二代普通&高压球囊国内市占率~12%	已获批	已获批: CE、阿联酋等 8 个国家/地区
	16) ZENFLOW HP PTA 高压球囊扩张导管二代★	已获批		
药物球囊	透析通路药物洗脱高压球囊扩张导管	2026E		
其他	外周栓塞	17) Phoenix 可解脱带纤维毛弹簧圈栓塞系 统◇	已获批 (2023 年 12 月)	
	放射介入	18) TIPS 穿刺套件	已获批	
	导丝	19) 外周亲水导丝	已获批	
	血管闭合	血管缝合器◇ 血管封堵器	2024E 2025E	

注: ★代表主要收入贡献产品; ◇代表近期获批或即将获批重点产品;

资料来源: 浦银国际整理

图表 4: 神经介入和外周介入企业估值表

股票代码	公司名称	股价 (港元)	市值 (亿港元)	过去1个月 股价变动 (%)	年初至今 股价变动 (%)	12个月滚动远期 市销率 (x)		市销率 (x)			收入增速 2023-25E CAGR	PS/G
						现值	3年均值	2024E	2025E	2026E		
2190 HK	归创通桥	9.52	3,164	(4.8)	(23.5)	3.5	11.3	3.8	2.7	2.1	46.6%	0.08
1302 HK	先健科技	8.91	5,191	(10.1)	(27.2)	4.5	7.0	4.8	3.7	2.8	31.9%	0.15
2172 HK	微创脑科学	4.54	3,084	(9.2)	(38.6)	3.6	22.9	4.0	2.6	1.7	54.0%	0.07
9996 HK	沛嘉医疗	1.76	8,150	(8.8)	(25.1)	4.5	10.3	4.7	3.8	NA	24.0%	0.20
6669 HK	先瑞达	8.43	2,642	(6.7)	(25.3)	3.9	4.9	4.2	3.3	NA	22.6%	0.18
6609 HK	心玮医疗	19.70	765	(1.7)	(33.8)	1.8	4.3	2.0	1.4	0.9	38.9%	0.05
市值加权平均						4.1	10.5	4.4	3.3	1.2	33.2%	0.15
市值加权平均 (不含归创通桥)						4.2	10.4	4.4	3.4	1.0	31.1%	0.16

注: *E=Bloomberg 一致预期; 数据截至 2024 年 3 月 21 日港股收盘;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 5: 归创通桥 PS Band



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 6: SPDBI 目标价: 归创通桥



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 7: SPDBI 医药行业覆盖公司

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
13.HK Equity	和黄医药	27.4	买入	39.0	2024年2月29日	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	17.3	买入	25.0	2024年2月29日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	13.4	买入	47.0	2024年2月29日	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	17.2	买入	60.0	2024年2月29日	生物科技
BGNE US Equity	百济神州	169.6	买入	275.0	2024年2月27日	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	101.3	买入	165.0	2024年2月27日	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	138.0	买入	175.0	2024年2月27日	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	1.1	买入	5.4	2023年4月18日	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	25.1	买入	25.0	2023年4月4日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	27.8	买入	33.0	2024年3月15日	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	5.0	买入	15.0	2023年3月29日	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	38.1	买入	60.0	2024年3月21日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	1.7	买入	12.5	2023年3月28日	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	1.0	持有	4.25	2023年3月17日	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	47.6	买入	65.0	2024年3月20日	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	4.7	买入	13.6	2022年12月16日	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	36.3	买入	60.0	2024年3月15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
2696.HK Equity	复宏汉霖	14.2	持有	19.0	2022年7月27日	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	22.0	买入	28.1	2022年7月27日	生物科技
2256.HK Equity	和誉	2.9	买入	5.6	2022年7月27日	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	1.4	买入	6.0	2022年7月27日	生物科技
6998.HK Equity	嘉和生物	1.2	买入	6.1	2022年7月27日	生物科技
1177 HK Equity	中国生物制药	3.2	买入	4.5	2024年3月15日	制药
2359 HK Equity	药明康德	40.2	买入	48.0	2024年3月19日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	50.0	买入	60.0	2024年3月19日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	10.2	买入	17.5	2024年3月15日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	22.4	持有	23.3	2024年3月15日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	14.2	持有	30.0	2024年3月15日	CRO/CDMO
300760 CH Equity	迈瑞医疗	290.0	买入	390.0	2023年11月1日	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	14.5	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	10.0	2023年9月5日	医疗器械
9996 HK Equity	沛嘉医疗	4.5	买入	14.0	2023年9月5日	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	1.2	买入	3.4	2023年9月5日	医疗器械
2172 HK Equity	微创脑科学	8.9	买入	17.6	2023年11月3日	医疗器械
688351 CH Equity	微电生理	27.5	买入	27.9	2023年11月16日	医疗器械
2190 HK Equity	归创通桥	9.5	买入	16.0	2024年3月22日	医疗器械
688617 CH Equity	惠泰医疗	432.3	买入	454.0	2023年11月30日	医疗器械
2325 HK Equity	云康集团	11.1	买入	17.2	2023年9月6日	ICL
241 HK Equity	阿里健康	3.5	持有	4.3	2022年5月26日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	13.1	持有	15.0	2024年3月21日	互联网医疗

注: 股价截至 2024 年 3 月 21 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。

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

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

