



微创脑科学 (2172.HK)：受益于收入稳健增长及费用率缩减，2024 年净利有望实现高增长

公司 2023 年收入同比+22%至人民币 6.7 亿元，稍逊于市场预期，但受益于毛利率明显改善及期间费用率下降，经调整净利同比录得 50%的强劲增长。对于近期市场关注的京津冀“3+N”集采，公司取栓支架、支撑导管、微导管落标，但对取栓支架而言，联盟地区取栓手术量占全国比例≤10%，后续可通过加大抽吸产品推广力度对冲取栓支架落标影响，预计对公司收入增速影响有限。我们预计 2024 年收入将维持稳健增长，叠加净利率扩张，全年净利有望录得较高增速，维持“买入”评级，目标价 15.5 港元。

- **2023 年收入增速稍逊预期，但经调整净利增长强劲。**2023 年收入同比+22%至人民币 6.7 亿元（中国+21%，海外+45%），收入增速稍逊市场预期（彭博一致预期增速：+36%）；**毛利率**在大批集采执行下仍同比+5.1pcts 至 76.9%，主要受益于：1) 自有产品占收入比重上升；2) 公司实施多项供应链改善项目；3) 规模效应带来生产成本下降；4) 疫情期间物流及生产受影响，2022 年毛利率为低基数；**经调整净利**同比+50%至 1.95 亿元（报表净利 1.35 亿元，同比扭亏为盈）。此外公司宣布派发股息 0.11 港元/股，为上市以来首次派息（派息率 40%；以 4 月 2 日收盘价计算，股息率 1.3%）。
- **出血类产品：河南公立医院集采后密网支架植入量增长明显。**2023 年板块收入同比+42%至人民币 4.3 亿元，主要受益于 Tubridge 密网支架及 NUMEN 弹簧圈持续放量，河南公立医院集采于 2023 年 5 月执行后，Tubridge 在当地植入量同比+>150%。此外，京津冀“3+N”弹簧圈带量联动采购于 3 月 29 日公布中选结果，NUMEN/NUMEN Silk 分别以 3,552 元/5,880 元中标，NUMEN 中标价仅较吉林 21 省中标价 3,588 元微降，预计将不会影响 NUMEN 出厂价。我们预计 NUMEN Silk 出厂价将有所下调，但销售收入仍可维持中高增速。
- **狭窄类产品：Apollo 销售稍显乏力，2024 板块增速有望恢复至 15%。**2023 年板块收入同比+3%至人民币 1.5 亿元，增速相对平缓，接棒产品 Bridge 椎动脉药物支架销售虽稳步增长（收入同比有双位数百分比增长），但 Apollo 颅内支架作为成熟产品，年内收入同比略有下滑。预计随着 Bridge 持续放量，2024 年板块增速将可提升至约 15%。
- **急性缺血类产品：后续可通过加大抽吸产品在“3+N”联盟区域内推广以对冲取栓支架落标影响。**2023 年板块收入同比+394%至人民币 2,568 万元，急性缺血类产品作为收入基数较小的新兴板块继续维持高增速。Neurohawk 取栓支架和 X-track 远端导管两款板块内产品于“3+N”28 类耗材集采中落标，公司预计联盟区域取栓手术量占全国比例≤10%，后续将通过加大抽吸产品的推广弥补取栓支架落标的影响。
- **维持“买入”评级，目标价 15.5 港元。**我们预计公司 2024 年收入/归母净利润同比+31%/65%，归母净利润增速因费用率缩减将明显高于收入增速。给予公司 35x 2024E PE 目标估值倍数，目标价 15.5 港元。
- **投资风险：集采影响较预期大、术式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	547	666	870	1,143	1,521
同比变动 (%)	43.0%	21.6%	30.7%	31.4%	33.1%
归母净利润	-22	146	239	316	418
同比变动 (%)	NM	NM	64.5%	31.9%	32.5%
PE (x)	NM	31.0	18.8	14.3	10.8

E=浦银国际预测；资料来源：公司公告、浦银国际

本研究报告由浦银国际证券有限公司分析师编制，请仔细阅读本报告最后部分的分析师披露、商业关系披露及免责声明。

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 4 月 5 日

评级

买入

目标价 (港元)	15.50
潜在升幅/降幅	+86%
目前股价 (港元)	8.35
52 周内股价区间 (港元)	8.1-15.9
总市值 (百万港元)	4,865
近 3 月日均成交额 (百万)	9

注：数据截至 2024 年 4 月 2 日

市场预期区间

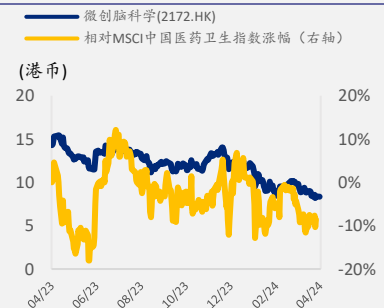


▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

注：数据截至 2024 年 4 月 2 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

股价表现



注：数据截至 2024 年 4 月 2 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

财务报表分析与预测 - 微创脑科学

利润表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	547	666	870	1,143	1,521
营业成本	-154	-154	-218	-304	-420
毛利润	393	512	652	839	1,101
销售费用	-87	-111	-157	-194	-243
管理费用	-68	-56	-70	-95	-131
研发费用	-123	-165	-157	-206	-281
核心营业利润	115	180	269	344	446
利息支出	-99	-4	0	0	0
利息收入	10	17	14	17	22
应占联营公司损益	-27	-54	-15	-8	1
其他	-4	23	0	0	0
利润总额	-4	162	268	354	468
所得税	-20	-27	-40	-53	-70
净利润	-25	135	228	301	398
减：少数股东损益	-3	-11	-11	-15	-20
归母净利润	-22	146	239	316	418
经调整归母净利润	131	195	263	333	429

资产负债表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	828	721	860	1,093	1,404
应收票据及应收账款	35	63	72	94	125
存货	115	201	224	312	431
其他流动资产	307	348	365	383	402
流动资产合计	1,285	1,333	1,521	1,882	2,362
固定资产	194	162	154	149	146
无形资产	132	151	155	159	164
其他非流动资产	207	315	331	347	365
非流动资产合计	532	628	640	655	674
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	189	213	180	250	345
应交税费	18	4	5	5	5
其他流动负债	37	32	33	35	37
流动负债合计	244	249	218	290	387
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	88	73	77	81	85
非流动负债合计	88	73	77	81	85
实收资本(或股本)	0	0	0	0	0
未分配利润	1,473	1,635	1,875	2,190	2,609
少数股东权益	13	3	-9	-24	-44
所有者权益合计	1,486	1,638	1,866	2,167	2,565

现金流量表

(百万人民币)	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
净利润	-22	135	228	301	398
固定资产折旧	57	55	52	51	51
营运资本变动	46	-89	-65	-40	-55
其他	143	53	-28	-29	-31
经营活动现金流量净额	224	154	186	283	364
资本开支	-48	-45	-48	-50	-52
其他	-297	-188	0	0	0
投资活动现金流量净额	-345	-233	-48	-50	-52
股权融资	276	0	0	0	0
债务融资	0	0	0	0	0
其他	330	-33	0	0	0
筹资活动现金流量净额	330	-33	0	0	0
现金及现金等价物净增加额	235	-107	139	233	311
期初现金及现金等价物	593	828	721	860	1,093
期末现金及现金等价物	828	721	860	1,093	1,404

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	-0.04	0.25	0.41	0.54	0.72
每股销售额	1.06	1.14	1.49	1.96	2.61
每股股息	0.00	0.11	0.00	0.00	0.00
同比变动					
收入	43.0%	21.6%	30.7%	31.4%	33.1%
核心营业利润	31.4%	56.0%	49.5%	28.0%	29.6%
归母净利润	NM	NM	64.5%	31.9%	32.5%
费用与利润率					
毛利率	71.8%	76.9%	74.9%	73.4%	72.4%
核心经营利润率	21.1%	27.0%	30.9%	30.1%	29.3%
归母净利率	-4.0%	21.9%	27.5%	27.6%	27.5%
回报率					
平均股本回报率	-3.3%	9.3%	13.7%	15.7%	17.7%
平均资产回报率	-1.6%	7.1%	11.1%	12.8%	14.3%
财务杠杆					
流动比率 (x)	5.3	5.3	7.0	6.5	6.1
速动比率 (x)	4.8	4.5	6.0	5.4	5.0
现金比率 (x)	3.4	2.9	4.0	3.8	3.6
负债/权益	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
估值					
市盈率 (x)	NM	31.0	18.8	14.3	10.8
市销率 (x)	7.3	6.8	5.2	3.9	3.0
股息率	0.0%	1.4%	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：微创脑科学产品管线

产品	适应症	中国获批时间	海外获批时间
出血性脑卒中 (2023 占收入 64%)			
1) Willis 颅内覆膜支架系统	颅内动脉瘤	已获批 (2013 年)	-
2) Tubridge 血流导向密网支架	颅内动脉瘤	已获批 (2018 年); 中小瘤适应症 2023 年 5 月完成注册临床入组, 预计 2023E 年底提交注册变更	已获批; 阿根廷 (2023 年)、巴西
3) NUMEN 可解脱栓塞弹簧圈 (MicroFrame、MicroFill 及 MicroFinish)	颅内动脉瘤	已获批 (2020 年 9 月)	已获批; 欧盟(2021 年)、美国 (2021 年)、巴西、日本、澳大利亚等
4) NUMEN FR 弹簧圈解脱控制器	颅内动脉瘤		
5) NUMEN Silk 三维电解脱弹簧圈 (NUMEN 迭代产品)	颅内动脉瘤	已获批 (中国 2022 年 2 月)	-
6) Tubridge Plus 血流导向密网支架 (Tubridge 迭代产品, 提高输送流畅度及显影性)	颅内动脉瘤	注册申请, 预计 2024E 获批	-
7) NUMEN NEST 可解脱弹簧圈	颅内动脉瘤	免临床试验, 预计 2024E 获批	-
8) Numen Uni 电解脱弹簧圈 (主要针对海外发展中国家, 主打性价比)	颅内动脉瘤	免临床试验, 预计 2024E 获批	-
9) Rebridge 颅内全显影动脉瘤栓塞辅助支架	颅内动脉瘤	设计验证, 预计 2026E 获批	
10) NuFairy 可吸收栓塞弹簧圈	颅内动脉瘤	注册临床, 预计 2026E 获批	
11) 液体栓塞剂	脑动静脉畸形	设计验证, 预计 2026E 获批	
12) 代理: Comaneci 动脉瘤栓塞辅助支架 (Rapid Medical)	颅内动脉瘤	设计验证, 预计 2027E 获批	已获批: 欧盟 (2014 年)、美国 (2019 年)
脑动脉粥样硬化狭窄 (2023 占收入 23%)			
1) APOLLO 球扩式颅内动脉支架	颅内动脉粥样硬化疾病	已获批 (2004 年)	已获批: 阿根廷 (2015 年)、巴西
2) Bridge 椎动脉雷帕霉素靶向洗脱支架	椎动脉狭窄	已获批 (2020 年 12 月)	-
3) Diveer 颅内球囊扩张导管	颅内狭窄	已获批 (2022 年 1 月)	-
4) 颅内载药球囊导管	颅内狭窄	设计验证, 预计 2027E 获批	-
5) 颈动脉支架	颈动脉狭窄	设计开发, 预计 2028E 获批	-
急性缺血性脑卒中 (2023 占收入 4%)			
1) Neurohawk 颅内取栓支架	急性缺血性脑卒中	已获批 (2022 年 2 月)	已获批: 阿根廷 (2023 年)
2) X-track 颅内远端导管	急性缺血性脑卒中	已获批 (2022 年 4 月)	已获批: 阿根廷 (2023 年)
3) W-track 颅内血栓抽吸导管	急性缺血性脑卒中	已获批 (2023 年 8 月)	-
4) 代理: Tigertriever 支架型取栓装置 (Rapid Medical)	急性缺血性脑卒中	已获批 (2023 年 8 月)	已获批: 欧盟 (2018 年)、美国 (2021 年)
5) NeuroGuard 神经血管球囊导引导管	急性缺血性脑卒中	已获批 (2024 年 1 月)	-
6) Neurohawk 颅内取栓支架 2 代	急性缺血性脑卒中	免临床试验, 预计 2024E 获批	-
7) 代理: Tigertriever13 支架型远端取栓装置 (Rapid Medical)	急性缺血性脑卒中	设计验证, 预计 2025E 获批	已获批: 欧盟 (2018 年)、美国 (2022 年)
通路产品 (2023 占收入 9%)			
1) 代理: Asahi 神经血管导丝 (Asahi Intecc)	通路产品	已获批 (2013 年)	-
2) Fastrack 微导管	通路产品	已获批 (2019 年)	已获批: 阿根廷 (2023 年)
3) U-track 颅内支撑导管	通路产品	已获批 (2020 年)	已获批: 巴西 (2022 年)
4) Q-track 21/QUEEN-track 微导管	通路产品	已获批 (2023 年)	-
5) 神途威龙神经导丝	通路产品	已获批 (2023 年)	-
6) 远端保护伞	通路产品	注册申请, 预计 2024E 获批	-
7) 17 微导管	通路产品	设计开发, 预计 2026E 获批	-

注: “-”代表公司暂未披露相关计划;

资料来源: 公司资料、浦银国际整理

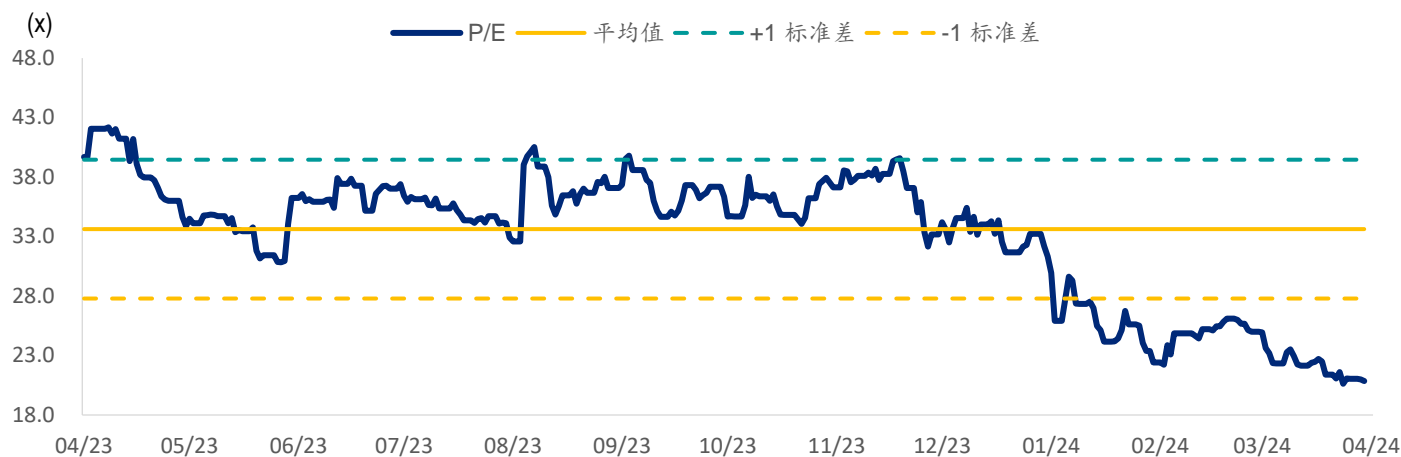
图表 3: 神经介入企业估值表

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 (%)	YTD 股价 变动 (%)	市盈率 PE (x)		
						2024E	2025E	2026E
港股神经介入								
2172 HK	微创脑科学	8.4	621	(15.0)	(31.8)	23.4	15.9	12.1
9996 HK	沛嘉医疗	3.7	318	(28.9)	(50.5)	NA	NA	20.5
2190 HK	归创通桥	10.0	424	4.0	(19.8)	42.9	19.7	10.5
6609 HK	心玮医疗	20.0	99	7.4	(32.8)	NA	24.3	9.0
市值加权平均						22.4	14.1	13.2
国际神经介入								
MDT US	美敦力	87.0	115,547	4.1	5.6	16.7	16.0	14.9
SYK US	史赛克	354.7	134,941	0.4	18.4	29.9	26.9	24.3
4543 JP	Terumo	2,699.5	26,536	(8.9)	16.8	39.5	33.8	29.5
PEN US	Penumbra	217.4	8,414	(8.1)	(13.6)	76.8	56.4	43.5
市值加权平均						26.9	24.0	21.6

注: E=Bloomberg 一致预期; 数据截至 2024 年 4 月 2 日港股收盘;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 4: 微创脑科学 PE Band



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 5: SPDBI 目标价: 微创脑科学



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 6: SPDBI 医药行业覆盖公司

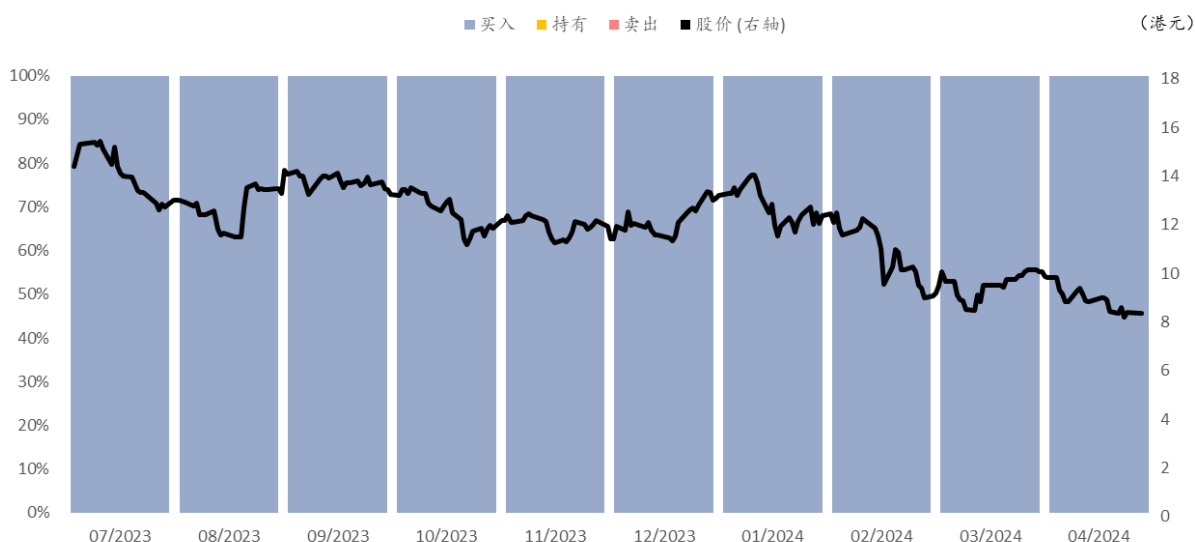
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级/目标价/预测发布日期	行业
13.HK Equity	和黄医药	26.8	买入	39.0	2024年2月29日	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	16.8	买入	25.0	2024年2月29日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	13.0	买入	47.0	2024年2月29日	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	16.0	买入	60.0	2024年2月29日	生物科技
BGNE US Equity	百济神州	156.4	买入	275.0	2024年2月27日	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	93.9	买入	165.0	2024年2月27日	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	127.0	买入	175.0	2024年2月27日	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	1.0	买入	5.4	2023年4月18日	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	22.8	买入	25.0	2023年4月4日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	27.7	买入	33.0	2024年3月15日	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	4.8	买入	15.0	2023年3月29日	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	37.7	买入	60.0	2024年3月21日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	1.6	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	46.6	买入	65.0	2024年3月20日	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	4.3	买入	13.6	2022年12月16日	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	31.5	买入	58.0	2024年3月27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	14.3	持有	19.0	2022年7月27日	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	18.2	买入	28.1	2022年7月27日	生物科技
2256.HK Equity	和誉	2.8	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	3.0	买入	4.5	2024年4月3日	制药
2359 HK Equity	药明康德	36.8	买入	48.0	2024年3月19日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	47.1	买入	60.0	2024年3月19日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	9.4	买入	17.5	2024年4月2日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	20.6	持有	23.3	2024年4月2日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	14.2	持有	20.0	2024年3月27日	CRO/CDMO
300760 CH Equity	迈瑞医疗	281.5	买入	390.0	2023年11月1日	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	12.7	买入	15.1	2024年4月3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	3.7	买入	14.0	2023年9月5日	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	1.0	买入	3.4	2023年9月5日	医疗器械
2172 HK Equity	微创脑科学	8.4	买入	15.5	2024年4月5日	医疗器械
688351 CH Equity	微电生理	24.5	买入	27.9	2023年11月16日	医疗器械
2190 HK Equity	归创通桥	10.0	买入	16.0	2024年3月22日	医疗器械
688617 CH Equity	惠泰医疗	432.5	买入	454.0	2023年11月30日	医疗器械
2325 HK Equity	云康集团	11.2	买入	13.1	2024年3月28日	ICL
241 HK Equity	阿里健康	3.1	持有	4.3	2022年5月26日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	12.3	持有	15.0	2024年3月21日	互联网医疗

注: 股价截至 2024 年 4 月 2 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: 微创脑科学市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 8: 微创脑科学 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 18.0 港元

概率: 20%

- 2023-26E 收入复合增速>40%;
- 稳态毛利率>80%;
- 神经介入集采影响相对有限;
- 神经介入手术渗透率、器械国产化率提升快于预期。

悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 6.0 港元

概率: 20%

- 2023-26E 收入复合增速<25%;
- 稳态毛利率<65%;
- 神经介入集采影响超预期;
- 神经介入手术渗透率、器械国产化率提升慢于预期。

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

