



百济神州 (BGNE.US/6160.HK/688235.CH) : 海外泽布替尼收入带动 1Q24 业绩好于预期

维持“买入”评级和目标价：美股 275 美元，港股 165 港元，A 股人民币 175 元。

• 受益于泽布替尼海外销售超预期，1Q24 产品收入和净亏损好于预期：1Q24 实现总收入 7.52 亿美元 (+67.9% YoY, +18.5% QoQ)，包括产品收入 7.47 亿美元 (+82% YoY, +18.5% QoQ)，明显好于我们预期和彭博一致预期，主要受泽布替尼海外销售显著强于预期、替雷利珠单抗及安进产品销售好于预期驱动；净亏损为 2.51 亿美元 (-27.9% YoY, -31.7% QoQ)，低于我们预期和彭博一致预期，主要受益于收入强于预期及规模效应下研发费用率、销售行政费用率进一步降低。一季度经调整 Non-GAAP 经营性亏损为 1.47 亿美元，同比下降 46.5%。1Q24 产品毛利率为 83.3%，较 1Q23 上升 3.2 个百分点，环比较为稳定。1Q24 研发费用为 4.61 亿美元 (+12.7% YoY, -6.8% QoQ)，环比略微下降，显示出研发效率的提升；1Q24 销售行政费用环比增长轻微 (+30.1% YoY, +2.6% QoQ)，考虑到收入规模的扩大及海外销售的迅速增长，我们认为这显示出公司经营效率的进一步提升。

• 泽布替尼美国欧洲销售分别同比增长 153%、243%：1Q24 泽布替尼共实现收入 4.89 亿美元 (+131% YoY, +18.3% QoQ)，其中，美国收入为 3.52 亿美元 (+153.2% YoY, +12.2% QoQ)，受益于 TN CLL 市场份额增加和 R/R CLL 新发病人群的领先市场份额地位。管理层表示泽布替尼已经在 R/R CLL 新发病人中成为了市场份额第一的产品，TN CLL 新患份额上和 Acalabrutinib 差距在逐渐缩小；欧洲收入为 0.67 亿美元 (+243% YoY)，受益于市场份额持续提升及多地纳入医保（包括法国首次将泽布替尼 CLL, WM, MZL 适应症纳入医保报销）。中国收入为 0.57 亿美元 (+19.3% YoY, +15.3% QoQ)，得益于已获批适应症的销售增长。展望未来，随着 CLL 新患者逐步代替老患者，公司认为长期泽布替尼有望超越伊布替尼。除了现有血液瘤适应症，泽布替尼目前有两项自免适应症正在进行探索，包括狼疮肾炎（Lupus Nephritis, LN）和膜性肾病（Membranous Nephropathy, MN），分别处于三期、二期，今年预计有 LN 三期第一部分数据和二期数据读出。

• 研发进度符合预期，下一步管线重点关注 BCL2 和 BTK CDAC：(1) 目前 Sonrotoclax (BCL-2) 四项注册性临床试验正在继续推进中（包括全球三期 TN CLL，全球二期 R/R MCL, R/R WM 和中国二期 R/R CLL）。公司认为 Sonrotoclax 具有 Best-in-class 潜力。年内 EHA 大会和 ASH 大会有望读出 Sonrotoclax 在多种血液瘤的一期数据，2025 年有望读出二期 MCL CLL 数据。(2) BGB-16673 (BTK CDAC) 已启动 R/R MCL（潜在注册可用）和 R/R CLL 两项扩展队列研究，并于 2024 年底前启动 R/R CLL 三期临床试验。基于 1 期优秀的数据和高效的临床推进速度（目前已入组了 220 个病人），管理层对 BTK CDAC 加速审评上市很有信心，管理层认为 BGB-16673 进度上领先于国外竞争对手 Nurix 至少一年。未来有待更多临床数据成熟，不排除之后和礼来的 Pirtobrutinib 开展头对头临床试验的可能性。2024 EHA 大会上有望读出 BGB-16673 一期数据。其他早期研发重点包括：CDK4, Pan-KRAS, PRMT5, EGFR CDAC, B7H3 ADC（自研）、CEA ADC（自研）、FGFR2b ADC（自研）和 B7H4 ADC（引入）。

• 其他更新：(1) 替雷利珠单抗：海外商业化今年主要工作是在适应症的陆续获批情况下，跟不同国家地区谈医保报销准入。目前海外销售队伍规模较小。(2) 美国专利商标局已表明公司证明 Pharmacyclics 专利无效可能性较大，预计 12 个月以内会进行判决。目前艾伯维专利诉讼尚无进展。

阳景

首席医药分析师

Jing_yang@spdbi.com

(852) 2808 6434

胡泽宇 CFA

医药分析师

ryan_hu@spdbi.com

(852) 2808 6446

2024 年 5 月 9 日

百济神州 (BGNE.US)

买入

| | |
|-----------------|-------------|
| 目标价 (美元) | 275.0 |
| 潜在升幅/降幅 | +67% |
| 目前股价 (美元) | 164.4 |
| 52 周内股价区间 (美元) | 126.9-247.5 |
| 总市值 (百万美元) | 17,946 |
| 近 3 月日均成交额 (百万) | 33 |

百济神州 (6160.HK)

买入

| | |
|-----------------|------------|
| 目标价 (港元) | 165.0 |
| 潜在升幅/降幅 | +65% |
| 目前股价 (港元) | 100.0 |
| 52 周内股价区间 (港元) | 75.4-154.4 |
| 总市值 (百万港元) | 141,615 |
| 近 3 月日均成交额 (百万) | 130 |

百济神州 (688235.CH)

买入

| | |
|-----------------|------------|
| 目标价 (人民币) | 175.0 |
| 潜在升幅/降幅 | +26% |
| 目前股价 (人民币) | 138.5 |
| 52 周内股价区间 (人民币) | 98.5-163.9 |
| 总市值 (百万人民币) | 130,932 |
| 近 3 月日均成交额 (百万) | 234 |

注：港股及 A 股股价截至 2024 年 5 月 9 日；

美股股价截至 2024 年 5 月 8 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际



• **2024 年催化剂包括：**(1) Sonrotoclax (BCL-2) 一期 MM, MDS, AML 潜在数据读出；(2) BTK CDAC 一期数据读出，以及 R/R CLL 三期国际化临床试验的启动；(3) 替雷利珠单抗和欧司珀利单抗 (TIGIT) 联用肺癌队列数据，包括和 OX40, HPK1, LAG3 等靶点的联用数据；(4) 尼达妥单抗 (HER2 双抗) 提交 2L BTC 适应症的中国上市申请，且读出与替雷利珠单抗联合治疗队列，包括 LAG-3 和 OX40 靶点等。

• **维持“买入”评级和目标价：**我们分别将 2024/2025/2026E 年收入预测上调 4.9%/5.3%/4.6%，同时略微上调我们原本过于保守的研发销售费用预测，导致 2024/25E 净亏损预测略微上升，2026E 净利润预测上升 28%。我们基于 DCF 估值模型 (WACC 和永续增长率的假设分别为 8.1% 和 3.0%)，维持美股/港股/A 股目标价，分别为 275 美元/165 港元/人民币 175 元，对应 287 亿美元市值。

• **投资风险：**核心商业化产品销售未如预期；临床/审评进程延误。

图表 1：盈利预测和财务指标

| 百万美元 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 1,416 | 2,459 | 3,241 | 3,942 | 4,640 |
| 同比变动 (%) | 20.4% | 73.7% | 31.8% | 21.6% | 17.7% |
| 归母净利润/(亏损) | -2,004 | -882 | -860 | -349 | 131 |
| PS (X) | 12.1 | 7.1 | 5.4 | 4.4 | 3.7 |

E=浦银国际预测；资料来源：公司报告、浦银国际

财务报表分析与预测 - 百济神州 (6160. HK)

利润表

| 百万美元 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------------|----------------|----------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 1,416 | 2,459 | 3,241 | 3,942 | 4,640 |
| 销售成本 | (286) | (380) | (493) | (580) | (674) |
| 毛利润 | 1,129 | 2,079 | 2,748 | 3,362 | 3,967 |
| 研发费用 | (1,641) | (1,779) | (1,885) | (1,915) | (1,976) |
| 销售、一般及行政费用 | (1,278) | (1,505) | (1,743) | (1,820) | (1,886) |
| 无形资产摊销 | (1) | (4) | (1) | (1) | (1) |
| 其他 | - | - | - | - | - |
| 经营亏损 | (1,790) | (1,208) | (881) | (374) | 104 |
| 利息收入, 净额 | 52 | 74 | 77 | 48 | 42 |
| 其他收入, 净额 | (224) | 308 | - | - | - |
| 除所得税前亏损 | (1,961) | (826) | (804) | (327) | 146 |
| 所得税开支 | (43) | (56) | (56) | (23) | (15) |
| 亏损净额 | (2,004) | (882) | (860) | (349) | 131 |
| 非控股权益应占亏损净额 | - | - | - | - | - |
| 归母净利润/(亏损) | (2,004) | (882) | (860) | (349) | 131 |

现金流量表

| 百万美元 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|----------------|----------------|--------------|--------------|--------------|
| 亏损净额 | (2,004) | (882) | (860) | (349) | 131 |
| 固定资产折旧 | 66 | 88 | 82 | 94 | 103 |
| 无形资产摊销 | - | - | 1 | 1 | 1 |
| 股权激励 | 303 | 368 | 404 | 445 | 489 |
| 营运资本变动 | 132 | (371) | (245) | (119) | (83) |
| 应收账款 | 304 | (188) | (72) | (100) | (98) |
| 预付账款及其他流动资产变动 | (3) | 12 | (16) | (17) | (2) |
| 存货 | (57) | (141) | (16) | (45) | (40) |
| 应付账款 | (4) | 21 | 9 | 25 | 38 |
| 应计开支及其他应付款项 | 46 | 180 | (150) | 16 | 19 |
| 其他 | 151 | (443) | (72) | (100) | (98) |
| 经营活动现金净额 | (1,497) | (1,157) | (617) | 71 | 642 |
| 购买物业及设备 | (325) | (562) | (324) | (315) | (278) |
| 购买投资 | (17) | (17) | - | - | - |
| 处置短期投资 | 1,564 | 673 | - | - | - |
| 其他 | (144) | (34) | - | - | - |
| 投资活动现金净额 | 1,077 | 60 | (324) | (315) | (278) |
| 短期贷款 | 314 | 662 | - | - | - |
| 长期贷款 | 37 | 23 | - | - | - |
| 执行期权所得款项 | - | - | 7 | 7 | 8 |
| 偿还贷款 | (417) | (323) | - | - | - |
| 出售普通股所得款项, 扣除成本 | - | - | - | - | - |
| 其他 | 47 | 56 | - | - | - |
| 融资活动现金净额 | (19) | 416 | 7 | 7 | 8 |
| 汇率变动的影 响, 净额 | (69) | (8) | - | - | - |
| 现金增加(减少) 净额 | (508) | (689) | (934) | (237) | 371 |
| 期初现金 | 4,383 | 3,875 | 3,186 | 2,252 | 2,015 |
| 期末现金 | 3,875 | 3,186 | 2,252 | 2,015 | 2,386 |

资产负债表

| 百万美元 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 现金及现金等价物 | 4,540 | 3,189 | 2,255 | 2,018 | 2,388 |
| 应收账款 | 173 | 358 | 430 | 530 | 627 |
| 存货 | 282 | 416 | 432 | 477 | 517 |
| 预付开支及其他流动资产 | 217 | 243 | 259 | 276 | 278 |
| 流动资产总值 | 5,212 | 4,206 | 3,376 | 3,300 | 3,811 |
| 物业、厂房及设备, 净额 | 846 | 1,324 | 1,566 | 1,787 | 1,962 |
| 经营租赁使用权资产 | 110 | 95 | 95 | 95 | 95 |
| 无形资产, 净额 | 41 | 57 | 56 | 56 | 55 |
| 商誉 | - | - | - | - | - |
| 递延税项资产 | - | - | - | - | - |
| 其他非流动资产 | 170 | 123 | 123 | 123 | 123 |
| 非流动资产总值 | 1,167 | 1,599 | 1,840 | 2,061 | 2,235 |
| 短期债务 | 329 | 688 | 688 | 688 | 688 |
| 应付账款 | 295 | 315 | 324 | 350 | 388 |
| 应计开支及其他应付款项 | 467 | 694 | 544 | 560 | 579 |
| 其他 | 377 | 113 | 113 | 113 | 113 |
| 流动负债总值 | 1,469 | 1,810 | 1,670 | 1,711 | 1,768 |
| 长期银行贷款 | 209 | 198 | 198 | 198 | 198 |
| 递延收入 | 42 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 276 | 260 | 260 | 260 | 260 |
| 非流动负债总值 | 527 | 458 | 458 | 458 | 458 |
| 普通股 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 额外实缴资本 | 11,541 | 11,599 | 12,010 | 12,462 | 12,959 |
| 累计其他全面收益(亏损) | (77) | (99) | (99) | (99) | (99) |
| 累计亏损 | (7,080) | (7,962) | (8,822) | (9,171) | (9,040) |
| 少数股东权益 | - | - | - | - | - |
| 权益总额 | 4,383 | 3,537 | 3,089 | 3,192 | 3,820 |

财务和估值比率

| | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|---------|--------|--------|--------|-------|
| 每股数据 (美元) | | | | | |
| 每股盈利 (non-GAAP) | (1.26) | (0.36) | (0.31) | 0.09 | 0.50 |
| 每股净资产 | 3.27 | 2.61 | 2.28 | 2.35 | 2.81 |
| 每股销售额 | 1.06 | 1.81 | 2.39 | 2.90 | 3.42 |
| 同比变动 (%) | | | | | |
| 收入 | 20.4% | 73.7% | 31.8% | 21.6% | 17.7% |
| 税后利润 | NM | NM | NM | NM | NM |
| 归母净利润 | NM | NM | NM | NM | NM |
| 费用率 (%) | | | | | |
| 研发费用/收入 | 115.9% | 72.3% | 58.1% | 48.6% | 42.6% |
| 销售、一般及行政费用/收入 | 90.2% | 61.2% | 53.8% | 46.2% | 40.6% |
| 利润率 (%) | | | | | |
| 毛利率 | 79.8% | 84.5% | 84.8% | 85.3% | 85.5% |
| 归母净利率 | -141.5% | -35.9% | -26.5% | -8.9% | 2.8% |
| 回报率 (%) | | | | | |
| 平均股本回报率 | -39.0% | -40.8% | -28.2% | -18.9% | -2.9% |
| 平均资产回报率 | -26.8% | -24.9% | -16.7% | -11.3% | -1.8% |
| 财务杠杆 | | | | | |
| 流动比率 (x) | 3.5 | 2.3 | 2.0 | 1.9 | 2.2 |
| 速动比率 (x) | 3.4 | 2.1 | 1.8 | 1.6 | 1.9 |
| 现金比率 (x) | 3.1 | 1.8 | 1.4 | 1.2 | 1.4 |
| 估值 | | | | | |
| 市盈率 (x) | NM | NM | NM | 135.0 | 25.8 |
| 市净率 (x) | 3.9 | 4.9 | 5.6 | 5.4 | 4.6 |
| 市销率 (x) | 12.1 | 7.1 | 5.4 | 4.4 | 3.7 |

E=浦银国际预测

资料来源: 公司报告、浦银国际

图表 2: 浦银国际目标价: 百济神州美股 (BGNE.US)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 3: 浦银国际目标价: 百济神州港股 (6160.HK)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 4: 浦银国际目标价: 百济神州 A 股 (688235.CH)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 5: 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 | 31.0 | 买入 | 39.0 | 2024年2月29日 | 生物科技 |
| HCM.US Equity | 和黄医药 | 18.9 | 买入 | 25.0 | 2024年2月29日 | 生物科技 |
| 9688 HK Equity | 再鼎医药 | 12.6 | 买入 | 47.0 | 2024年2月29日 | 生物科技 |
| ZLAB US Equity | 再鼎医药 | 16.1 | 买入 | 60.0 | 2024年2月29日 | 生物科技 |
| BGNE US Equity | 百济神州 | 156.5 | 买入 | 275.0 | 2024年5月9日 | 生物科技 |
| 6160 HK Equity | 百济神州 | 94.4 | 买入 | 165.0 | 2024年5月9日 | 生物科技 |
| 688235 CH Equity | 百济神州 | 134.5 | 买入 | 175.0 | 2024年5月9日 | 生物科技 |
| 6996.HK Equity | 德琪医药 | 0.9 | 买入 | 5.4 | 2023年4月18日 | 生物科技 |
| 1952 HK Equity | 云顶新耀 | 23.9 | 买入 | 25.0 | 2023年4月4日 | 生物科技 |
| 9995 HK Equity | 荣昌生物 | 27.9 | 持有 | 33.0 | 2024年4月29日 | 生物科技 |
| 9969 HK Equity | 诺诚健华 | 4.5 | 买入 | 15.0 | 2023年3月29日 | 生物科技 |
| 1801 HK Equity | 信达生物 | 39.8 | 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 | 0.9 | 持有 | 4.25 | 2023年3月17日 | 生物科技 |
| 9926 HK Equity | 康方生物 | 49.0 | 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 | 33.5 | 买入 | 58.0 | 2024年3月27日 | 生物科技 |
| IMAB US Equity | 天境生物 | 1.8 | 买入 | 22.5 | 2022年7月27日 | 生物科技 |
| 2696.HK Equity | 复宏汉霖 | 16.8 | 持有 | 19.0 | 2022年7月27日 | 生物科技 |
| 6855.HK Equity | 亚盛医药 | 17.6 | 买入 | 28.1 | 2022年7月27日 | 生物科技 |
| 2256.HK Equity | 和誉 | 3.3 | 买入 | 5.6 | 2022年7月27日 | 生物科技 |
| 2142.HK Equity | 和铂医药 | 1.2 | 买入 | 6.0 | 2022年7月27日 | 生物科技 |
| 6998.HK Equity | 嘉和生物 | 1.3 | 买入 | 6.1 | 2022年7月27日 | 生物科技 |
| 1177 HK Equity | 中国生物制药 | 2.8 | 买入 | 5.1 | 2024年4月9日 | 制药 |
| 2359 HK Equity | 药明康德 | 36.3 | 买入 | 48.0 | 2024年4月30日 | CRO/CDMO |
| 603259 CH Equity | 药明康德 | 44.6 | 买入 | 60.0 | 2024年4月30日 | CRO/CDMO |
| 3759 HK Equity | 康龙化成 | 10.0 | 买入 | 16.8 | 2024年4月26日 | CRO/CDMO |
| 300759 CH Equity | 康龙化成 | 20.0 | 持有 | 22.4 | 2024年4月26日 | CRO/CDMO |
| 2269 HK Equity | 药明生物 | 14.0 | 持有 | 20.0 | 2024年3月27日 | CRO/CDMO |
| 300760 CH Equity | 迈瑞医疗 | 302.1 | 买入 | 390.0 | 2024年4月30日 | 医疗器械 |
| 2252 HK Equity | 微创机器人 | 14.8 | 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 | 9.3 | 买入 | 15.5 | 2024年4月3日 | 医疗器械 |
| 688351 CH Equity | 微电生理 | 25.5 | 买入 | 27.9 | 2023年11月16日 | 医疗器械 |
| 2190 HK Equity | 归创通桥 | 10.5 | 买入 | 16.0 | 2024年3月22日 | 医疗器械 |
| 688617 CH Equity | 惠泰医疗 | 481.6 | 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 | 13.1 | 2024年3月28日 | ICL |
| 241 HK Equity | 阿里健康 | 3.0 | 持有 | 4.3 | 2022年5月26日 | 互联网医疗 |
| 1833 HK Equity | 平安好医生 | 11.2 | 持有 | 15.0 | 2024年3月21日 | 互联网医疗 |

注：港股及A股股价截至2024年5月9日收盘；美股股价截至2024年5月8日收盘；

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团 - 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

