



## 云顶新耀 (1952.HK): 新战略进行时, 自主研产销生态体系渐成型

公司新 CEO 罗永庆先生上任后, 于近期宣布公司发展的全新战略, 主要包括: 1) 未来管线开发进一步向自研倾斜, 战略聚焦肾病和 mRNA 疫苗两大领域; 2) 继续夯实生产和商业化能力, 目标最终形成具有自研、自产、自销能力的综合平台。我们认为当前公司股票仍明显被低估, 维持“买入”评级, 上调目标价至 28.0 港元。

- 研发再聚焦, 肾科+mRNA 疫苗差异化新布局成型:** 公司近期宣布全新战略布局, 未来将大力推进自主研发, 并搭建具有自研、自产、自销能力的综合创新平台。在技术/疾病领域方面, 公司将从过往的多点布局转向聚焦肾科药和 mRNA 疫苗两大市场空间巨大且竞争相对有限的领域, 短期内可重点关注: **1) Nefecon** 的国内上市申请近期获得优先审评资格, 国内 IgA 肾病年确诊病例数达到 10 万、潜在存量患者达到 400-500 万, 而有效治疗手段十分有限; **2) mRNA 新冠疫苗 PTX-COVID19-B** 的 II 期试验证实其保护力相比 Comirnaty 非劣、安全性相当, 而 7 亿剂年产能厂房近期已启动生产运营, 保障国内和全球市场的供应。此外, 在明确两大聚焦领域后, 公司将在继续提升早期研究和药物发现能力、减少对 license-in 的依赖。
- Nefecon 商业化思路清晰合理:** Nefecon 有望在年内获得药监局批准上市。考虑到国内 IgA 肾病市场集中于相对发达地区 (约 60% 的存量病人位于前 11 个省份/直辖市), 公司计划通过较为有限的销售人员撬动核心市场潜力。在支付端, 我们认为产品有望从 2025 年起获医保覆盖, 而定价可能与其他自免创新药相近。
- 催化剂密集的一年:** 我们认为, 2023 年将有诸多里程碑事件催化公司估值修复: **1) Nefecon** 国内获批, 并在新加坡、韩国等关键市场提交上市申请; **2) 依拉环素** 在中国大陆和台湾获批; **3) 二价 mRNA 新冠疫苗** 有望在国内获得紧急使用授权; **4) taniborbactam** 在国内提交上市申请; **5) etrasimod UC III 期试验完成** 入组。
- 上调目标价:** 考虑到更清晰的后续开发和商业化路径及上市审批进度推进, 我们将 Nefecon 在引进地区的经 POS 调整的峰值销售预测从 14 亿元上调至 17 亿元, 并根据公司最新财务状况调整费用预测, 最终上调公司 DCF 目标价至 28.0 港元, 对应 **87 亿港元 (约 11 亿美元)** 的目标市值。我们认为, 公司在经历过去一年的市场情绪变化后已处于明显被低估的状态, 在临床开发能力已获验证、自主研产销平台逐渐成型的情况下, 存在巨大估值修复空间。
- 投资风险:** 研发失败或滞后、BD 进展受挫、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	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	0	0	1,973	1,218	1,931
收入同比增速 (%)	NM	NM	NM	-38.3%	58.6%
经调整归母净利润 (亏损)	-603	-777	1,038	-253	225
PS (X)	NM	NM	2.7	4.3	2.7

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

丁政宁

医疗分析师

ethan\_ding@spdbi.com

(852) 2808 6442

胡泽宇 CFA

助理分析师

ryan\_hu@spdbi.com

(852) 2808 6446

2023 年 1 月 9 日

### 评级

买入

目标价 (港元)	28.0
潜在升幅/降幅	44%
目前股价 (港元)	19.4
52 周内股价区间 (港元)	5.9-46.8
总市值 (百万港元)	6,060
近 3 月日均成交额 (百万港元)	49

注: 数据截至 2023 年 1 月 6 日

市场预期区间

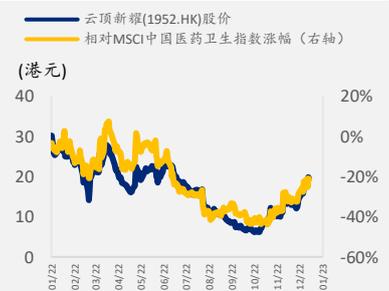


▲ SPDB 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

注: 数据截至 2023 年 1 月 6 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际



扫码关注浦银国际研究

## 财务报表分析与预测 - 云顶新耀

### 利润表

人民币百万	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1,973</b>	<b>1,218</b>	<b>1,931</b>
营业成本	0	-0	-23	-325	-482
<b>毛利润</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1,950</b>	<b>893</b>	<b>1,449</b>
一般及行政开支	-278	-243	-267	-283	-306
研发开支、分销及销售开支	-411	-812	-1,014	-1,272	-1,391
其他收入	1	5	5	5	5
其他亏损	-1	23	23	23	24
财务成本净额	-32	24	25	26	26
金融工具公允价值变动	-4,938	-6	0	0	0
<b>除税前(亏损)/溢利</b>	<b>-5,658</b>	<b>-1,009</b>	<b>723</b>	<b>-663</b>	<b>-266</b>
所得税开支	0	0	0	0	0
<b>净利润</b>	<b>-5,658</b>	<b>-1,009</b>	<b>723</b>	<b>-663</b>	<b>-266</b>
<b>经调整净利润</b>	<b>-603</b>	<b>-777</b>	<b>1,038</b>	<b>-253</b>	<b>225</b>

### 资产负债表

人民币百万	2020	2021	2022E	2023E	2024E
物业及设备	11	112	199	275	336
使用权资产	111	150	185	217	245
无形资产	2,006	2,471	2,671	2,875	3,083
投资	846	830	830	830	830
其他非流动资产	7	394	394	394	394
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,981</b>	<b>3,958</b>	<b>4,280</b>	<b>4,591</b>	<b>4,888</b>
预付款项及其他流动资产	15	48	131	225	293
现金及现金等价物	4,481	2,640	3,291	2,656	2,542
<b>流动资产合计</b>	<b>4,496</b>	<b>2,688</b>	<b>3,423</b>	<b>2,881</b>	<b>2,835</b>
<b>总资产</b>	<b>7,477</b>	<b>6,646</b>	<b>7,703</b>	<b>7,473</b>	<b>7,722</b>
向投资者发行的金融工具	21	27	27	28	28
租赁负债	59	96	98	100	102
其他非流动负债	369	361	365	372	379
<b>非流动负债合计</b>	<b>449</b>	<b>484</b>	<b>490</b>	<b>499</b>	<b>509</b>
租赁负债	19	28	29	30	31
贸易及其他应付款项	167	241	254	266	279
其他流动负债	0	1	1	1	1
<b>流动负债合计</b>	<b>187</b>	<b>270</b>	<b>283</b>	<b>297</b>	<b>311</b>
<b>总负债</b>	<b>636</b>	<b>754</b>	<b>773</b>	<b>796</b>	<b>820</b>
股本	0	0	0	0	0
储备	13,393	13,565	13,880	14,289	14,780
累计亏损	-6,916	-7,925	-7,202	-7,865	-8,131
累计其他全面亏损	364	252	252	252	252
<b>亏损中的总权益</b>	<b>6,841</b>	<b>5,892</b>	<b>6,930</b>	<b>6,677</b>	<b>6,902</b>
<b>权益及负债总额</b>	<b>7,477</b>	<b>6,646</b>	<b>7,703</b>	<b>7,473</b>	<b>7,722</b>

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

### 现金流量表

人民币百万	2020	2021	2022E	2023E	2024E
除所得税前(亏损)/溢利	-5,658	-1,009	723	-663	-266
物业及设备折旧	4	6	20	42	70
使用权资产折旧	16	25	31	36	41
营运资金变动及其他	5,166	248	247	336	445
<b>经营活动净现金</b>	<b>-472</b>	<b>-730</b>	<b>1,021</b>	<b>-249</b>	<b>289</b>
购买物业及设备	-9	-79	-107	-118	-130
与天境生物的合作协议预付款项	0	0	0	0	0
购买无形资产	-476	-517	-266	-272	-277
<b>投资活动净现金</b>	<b>-520</b>	<b>-976</b>	<b>-374</b>	<b>-390</b>	<b>-407</b>
租赁负债的本金部分	-19	-24	3	3	3
股票发行及其他	5,657	-53	1	1	1
<b>融资活动净现金</b>	<b>5,638</b>	<b>-77</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>
汇率变动对现金及等价物的影响	-271	-59	0	0	0
<b>现金及现金等价物减少净额</b>	<b>4,375</b>	<b>-1,841</b>	<b>651</b>	<b>-635</b>	<b>-114</b>
年初/期初现金及现金等价物	106	4,481	2,640	3,291	2,656
<b>期末现金及现金等价物</b>	<b>4,481</b>	<b>2,640</b>	<b>3,291</b>	<b>2,656</b>	<b>2,542</b>

### 主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>每股指标(人民币元)</b>					
每股亏损	-66.3	-3.4	2.3	-2.1	-0.9
每股净资产	80.2	20.1	22.2	21.4	22.1
每股经营现金流	-5.5	-2.5	3.3	-0.8	0.9
每股销售	0.0	0.0	6.3	3.9	6.2
<b>估值(倍)</b>					
P/B	0.2	0.8	0.8	0.8	0.8
P/S	NM	NM	3	4	3
<b>盈利能力指标</b>					
毛利率	NA	57.4%	98.8%	73.3%	75.0%
净利润率	NA	NA	36.6%	-54.4%	-13.8%
净资产收益率	-82.7%	-17.1%	10.4%	-9.9%	-3.9%
资产回报率	-75.7%	-15.2%	9.4%	-8.9%	-3.4%
<b>盈利增长</b>					
营业收入增长率	NM	NM	NM	-38%	59%
<b>偿债能力指标</b>					
资产负债率	1175%	882%	997%	939%	941%
流动比率(x)	24.1	9.9	12.1	9.7	9.1
速动比率(x)	24.1	9.9	12.1	9.7	9.1
现金比率(x)	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9

## • 潜在催化剂、核心预测及假设

建议后续关注的潜在催化剂包括：

### • 新药及适应症获批

#### a) Xerava:

- i. 治疗 cIAI 的适应症于中国大陆获批 (1H23)
- ii. 治疗 cIAI 的适应症于中国台湾获批 (2023)

#### b) Nefecon:

- i. 治疗 IgAN 适应症于中国大陆获批 (2023)
- ii. 新加坡、中国香港、中国台湾及韩国提交 IgA 肾病的上市申请 (2023)

### • 提交 NDA/BLA

- a) **Taniborbactam:** 在中国大陆提交治疗 cUTI 的 NDA (2023)

### • 临床数据

- a) **PTX-COVID19-B:** II 期临床数据读出 (2023)

### • 临床进展

#### a) **EVER-COVID19-M1 (mRNA 二价疫苗):**

- i. 提交 I 期、II 期临床 IND (2023)
- ii. 在中国获得紧急使用授权 (2H23)

#### b) **Etrasimod:** 治疗 UC 的 III 期临床试验完成入组 (2023)

#### c) **SPR206:** 启动 III 期临床

#### d) **狂犬病疫苗:** 提交 IND 申请

#### e) **PTX-COVID19-B:** 启动 III 期临床 (由 Providence 主导; 2023)

#### f) 9 款新产品有望进入到早期临床阶段, 包括多款自研产品 (未来 2-3 年)

我们下调 2023-24 年收入预测, 主因 mRNA 新冠疫苗短期内尚存不确定性; 但我们依旧看好新冠疫苗的长期接种需求和 mRNA 技术平台的长期潜力, 维持长期收入预测不变。同时, 我们还上调了 Nefecon 的短期和长期销售预测、下调了管理费用率预期, 以反映公司战略转型后的业绩增长潜力。

图表 2：云顶新耀财务预测变动

人民币百万	2022E			2023E			2024E		
	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	1,973	1,973	0%	1,218	1,647	-26%	1,931	2,113	-9%
毛利润	1,950	1,950	0%	893	1,246	-28%	1,449	1,608	-10%
毛利率 (%)	98.8%	98.8%	0.0	73.3%	75.6%	-2.3	75.0%	76.1%	-1.1
经调整归母净利 (亏损)	1,038	1,014	2%	-253	-35	NA	225	253	-11%

资料来源：浦银国际预测

图表 3：港股生物科技企业估值表

代码	公司名称	股价 (港币)	市值 (港币百万)	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)			收入同比变动 (%)		
						现值	3 年均值	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
6160 HK	百济神州	144.7	214,316	33.2	7.8	10.4	22.7	15	10.1	7.9	NA	48.2	28.8
1877 HK	君实生物	43	65,129	42.4	-11.3	14.6	17.7	26.5	14.2	8.5	-54.4	87.8	67.1
1801 HK	信达生物	34.1	52,320	23.6	1.8	5.9	13.7	7.9	5.9	4.5	20.2	33.5	30.2
9995 HK	荣昌生物	57.6	43,559	21.6	-0.5	20.1	57.9	40	19.4	13.6	-40.9	106	43.1
9926 HK	康方生物	45.4	38,184	22.7	5.6	15.5	36	31.5	15	9.1	308.8	108.4	64.1
9688 HK	再鼎医药	35.9	35,100	40.6	45.7	9.4	41.9	15.4	9.1	4.8	51.8	68.7	89.9
6185 HK	康希诺	71.7	29,156	-13.6	7.4	19.4	15.1	28.1	19	11.7	-75	47.9	61.8
9969 HK	诺诚健华	14.7	26,417	30	7.5	14.5	60.3	33	13.9	9.6	-45.4	137.1	45.2
2162 HK	康诺亚	62	17,330	35.9	21.5	159.6	83.4	126.3	164.8	71.7	1	-23.4	129.9
9966 HK	康宁杰瑞	12.2	11,502	36	13.3	20.9	916.3	40.9	20.7	8.5	39.3	97.9	143.5
6606 HK	诺辉健康	24.4	10,471	30.4	38.4	7.1	35.1	13	6.9	4.2	174.2	87.2	65.7
2171 HK	科济药业	15.9	9,105	12	6.1	131.1	321.3	437.5	120.9	21.9	-38	261.8	451.3
6855 HK	亚盛医药	27.7	7,328	26.3	7.6	11	302.5	22.9	10.6	3.9	708.6	116.5	173.3
2696 HK	复宏汉霖	13.2	7,174	2.5	3.1	1.8	10.7	2.3	1.8	1.3	79.3	27.9	20.7
1477 HK	欧康维视	10.3	6,940	18.5	5	12.3	76.5	35	11.7	5	164.9	197.8	135.7
1952 HK	云顶新耀	19.4	6,060	47.3	11.7	5.7	161.6	4.7	5.8	3.1	NA	-18.7	89.2
2616 HK	基石药业	4.9	5,871	18.6	5.8	4	27.1	9	3.9	2.6	97.8	130.7	46.1
2137 HK	腾盛博药	7.8	5,658	-5.5	5.6	2.5	4.5	6.5	2.4	3.2	NA	177.7	-26.2
1672 HK	歌礼制药	4.7	5,055	45.3	-1.9	15.4	16	26.2	15	9.9	56.6	74.4	51.7
9939 HK	开拓药业	10.7	4,770	-20.4	8.2	3.4	44.7	52.8	3.2	3	171.5	1,549.80	7.4
2552 HK	华领医药	4.2	4,391	12.7	11.2	13.8	16.2	17.5	13.6	3.4	NA	28.8	294.9
1167 HK	加科思	5.7	4,366	10.3	8.2	17.3	18.2	22.7	17	13.6	-1.4	34.1	27
6996 HK	德琪医药	6	4,016	36.5	15.5	5.1	90.6	15.4	4.9	2.3	532.6	215.1	109.4
6978 HK	永泰生物	5.2	2,666	5.1	11.9	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
2142 HK	和铂医药	3.2	2,488	94	15.3	1.9	29.7	2.8	1.9	1.2	1,351.30	48	54
2256 HK	和誉开曼	3	2,091	-15.8	-7.2	69.6	351.9	136.9	65.7	100.5	-31.2	108.3	-34.6
3681 HK	中国抗体	2	2,049	8.8	9.4	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
2126 HK	药明巨诺	4.9	2,006	4.9	12.2	3.8	21.8	10.4	3.7	1.8	452.7	185.2	103.7
1875 HK	东曜药业	2.5	1,893	9.9	2.1	3	7	4.3	2.9	2.2	384.8	46.5	29.5
2181 HK	迈博药业	0.4	1,794	8.7	-	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
6622 HK	兆科眼科	3.3	1,767	21.7	7.6	9.9	38.6	39	9.4	2	NA	312.8	372.6
6998 HK	嘉和生物	2.8	1,405	9.9	4.5	12.3	24.3	110.9	11.6	4.5	NA	854.5	161
<b>市值加权平均</b>						<b>17.7</b>	<b>55.6</b>	<b>30.1</b>	<b>17.4</b>	<b>9.9</b>			

E=Bloomberg 一致预期；资料来源：Bloomberg、浦银国际；数据截至 2023 年 1 月 6 日

图表 4: 浦银国际目标价: 云顶新耀



注: 截至 2023 年 1 月 6 日收盘。

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 5: SPDBI 医疗行业覆盖公司

股票代码	公司	现价(LC)	评级	目标价(LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2359 HK Equity	药明康德	91.1	买入	86.0	2022年10月27日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	87.6	买入	97.0	2022年10月27日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	59.1	买入	59.0	2022年10月31日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	72.0	买入	67.0	2022年10月31日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	66.1	买入	88.0	2022年9月15日	CRO/CDMO
241 HK Equity	阿里健康	6.9	持有	4.3	2022年5月26日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安健康	22.3	持有	20.0	2022年3月16日	互联网医疗
1952 HK Equity	云顶新耀	19.4	买入	28.0	2023年1月9日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	57.6	买入	82.0	2022年8月31日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	35.9	买入	53.0	2022年8月11日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	3.3	买入	13.5	2022年3月25日	生物科技
BGNE US Equity	百济神州	154.3	买入	251.0	2022年8月11日	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	144.7	买入	150.0	2022年8月11日	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	142.7	买入	148.0	2022年8月11日	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	34.1	持有	55.0	2022年8月11日	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	45.4	买入	63.0	2022年12月8日	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	5.3	买入	22.5	2022年7月27日	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	14.7	买入	18.8	2022年11月22日	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	12.2	买入	13.6	2022年12月16日	生物科技
13.HK Equity	和黄医药	26.4	买入	40.0	2022年8月11日	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	13.2	买入	25.7	2022年8月11日	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	62.0	买入	69.0	2022年11月22日	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	13.2	持有	19.0	2022年7月27日	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	4.9	持有	5.0	2022年7月27日	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	27.7	买入	28.1	2022年7月27日	生物科技
2256.HK Equity	和誉	3.0	买入	5.6	2022年7月27日	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	3.2	买入	6.0	2022年7月27日	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	6.0	买入	9.5	2022年7月27日	生物科技
6998.HK Equity	嘉和生物	2.8	买入	6.1	2022年7月27日	生物科技
1177 HK Equity	中国生物制药	4.6	买入	6.15	2022年11月7日	制药
300760 CH Equity	迈瑞医疗	318.1	买入	420.0	2022年10月31日	医疗器械
2325 HK Equity	云康集团	15.9	买入	23.8	2022年11月7日	ICL

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至 2023 年 1 月 6 日收盘价

# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 6: 云顶新耀市场普遍预期



注: 股价截至 2023 年 1 月 6 日  
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 7: 云顶新耀 SPDBI 情景假设



**乐观情景: 管线开发快于预期、产品销售高于预期**

目标价: 37.5 港元

概率: 30%

- 现有管线 2031E 销售高于 80 亿人民币;
- 核心产品的医保目录谈判降价幅度低于 30%;
- 公司在目前产品管线基础上继续以低廉价格引入重磅产品。

**悲观情景: 管线开发慢于预期、产品销售低于预期**

目标价: 7.0 港元

概率: 10%

- 现有管线 2031E 销售低于 40 亿人民币;
- 核心产品的医保目录谈判降价幅度高于 80%;
- 后续没有重磅产品引入或引入价格过高。

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) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 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](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

