百济神州（BGNE.US/6160.HK/688235.CH）：携优异业绩继续向全球 Big Pharma 进化

公司 4Q22 录得 3.80 亿美元收入，略超我们此前预期，其中产品总收入 3.39 亿（+72%）。全年产品销售毛利率提升 3.2pcts 至 77.2%，我们预计 2023E-25E 毛利率有望进一步提升至 78-80%区间。剔除诺华授权交易和汇兑损失等一次性影响后，公司全年净亏损实际有所收窄。我们微升公司美股/港股/A 股目标价至 USD305/HKD183/RMB182。

- **核心产品巨大空间持续兑现：**受益于 MCL、WM 和 MZL 等主要适应症的渗透，泽布替尼 FY22 海外销售增长 255%至 4.1 亿美元。公司预计，现有适应症在美国新患中的市场份额已较高；而美国销售团队规模已达到 300 人左右，和主要竞争对手相当，未来有望凭借更优的临床数据进一步提升存量患者中的渗透率。考虑到 CLL/SLL 适应症近期在美国、英国等地获批（患者人数是现已获批适应症总和的 2-3 倍），我们预计未来三年产品全球销售仍将快速增长，最终峰值有望达到 51 亿美元。替雷利珠单抗全年销售 4.2 亿美元（+66% YoY，约合人民币 28.5 亿元），在国内 PD-(L)1 市场中的份额已跃居首位。我们认为未来销售放量的动力来自于：**1**）短期内，疫情防控优化后院端患者治疗量的复苏反弹；**2**）长期内，随着对副作用临床处理经验逐渐积累，潜在患者群中的渗透率和 DOT 持续提升；**3**）FDA 现场检查有望于 1H23 完成，美国获批后带来海外市场贡献。
- **下一波自研创新，先看 TIGIT 和 Bcl-2：**抗 TIGIT 欧司珀利单抗将在今年迎来多个重要节点，包括诺华是否引进及何时引进的决定，及包括 SCLC、NSCLC、ESCC、宫颈癌等适应症在内的多项 II 期数据读出。尽管罗氏在该靶点上折戟，我们认为欧司珀利在分子设计上的改进将带来更高成功率。此外，Bcl-2 抑制剂 BGB-11417 也将于 2H23 进入注册性临床（联合泽布替尼治疗 CLL），相比同类首创的 venetoclax（FY22 全球销售 20 亿美元，+10.4% YoY），在靶点选择性、抗肿瘤活性上更具优势的 BGB-11417 有机会成为同类最佳、实现弯道超车。
- **微升目标价：**根据诺华合作收入的确认节奏及更新的产品销售预测，我们微调百济神州 2023/24/25E 收入预测至 22.6 亿/29.5 亿/38.1 亿美元，对应 39% 2022-25E CAGR，同时上调毛利率预测。基于 DCF 估值模型，我们得到公司的最新目标价 USD305/ HKD183/RMB182（见**图表 6**），对应目标市值 318 亿美元（基于美股股价计算）。
- **投资风险：**三款商业化产品销售未如预期、临床或监管审批滞后。

图表 1：盈利预测和财务指标

百万美元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,176	1,416	2,264	2,950	3,809
同比变动（%）	281%	20%	60%	30%	29%
归母净利润/(亏损)	-1,458	-2,004	-1,197	-835	-214
PS（X）- 美股	19	18	11	9	7
PS（X）- 港股	19	17	11	8	7
PS（X）- A 股	22	20	13	10	8
ROE（%）	-29%	-38%	-30%	-25%	-6%

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 3 月 6 日

百济神州（BGNE.US） 买入

目标价（美元）	305.00
潜在升幅/降幅	+26%
目前股价（美元）	241.33
52 周内股价区间（美元）	118.1-280.6
总市值（百万美元）	25,400
近 3 月日均成交额（百万）	60

百济神州（6160.HK） 买入

目标价（港元）	183.00
潜在升幅/降幅	+28%
目前股价（港元）	143.40
52 周内股价区间（港元）	73.8-170.5
总市值（百万港元）	196,504
近 3 月日均成交额（百万）	179

百济神州（688235.CH） 买入

目标价（人民币）	182.00
潜在升幅/降幅	+28%
目前股价（人民币）	142.70
52 周内股价区间（人民币）	82.0-165.9
总市值（百万人民币）	172,853
近 3 月日均成交额(百万)	222

注：股价截至 2023 年 3 月 3 日

扫码关注浦银国际研究

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。

财务报表分析与预测 – 百济神州(6160.HK)

利润表

百万美元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
收入总额	1,176.3	1,415.9	2,264.4	2,949.9	3,809.5
成本	-164.9	-286.5	-400.7	-537.4	-706.3
毛利润	1,011.4	1,129.4	1,863.7	2,412.5	3,103.2
研发	-1,459.2	-1,640.5	-1,698.3	-1,769.9	-1,714.3
销售、一般及行政	-990.1	-1,277.9	-1,358.6	-1,475.0	-1,600.0
无形资产摊销	-0.8	-0.8	-3.4	-2.9	-2.5
经营亏损	-1,438.7	-1,789.7	-1,196.6	-835.3	-213.6
利息收入，净额	-15.8	52.5	0.0	0.0	0.0
其他收入，净额	15.9	-223.9	0.0	0.0	0.0
除所得税前亏损	-1,438.6	-1,961.0	-1,196.6	-835.3	-213.6
所得税开支	-19.3	-42.8	0.0	0.0	0.0
亏损净额	-1,457.9	-2,003.8	-1,196.6	-835.3	-213.6
非控股权益应占亏损净额	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
百济神州有限公司应占亏损净额	-1,457.9	-2,003.8	-1,196.6	-835.3	-213.6

资产负债表

百万美元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	4,375.7	3,869.6	2,787.0	2,143.2	2,227.4
短期受限制现金	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
短期投资	2,242.0	665.3	678.6	692.1	706.0
应收账款，净额	483.1	173.2	323.1	485.1	663.0
存货	242.6	282.3	332.4	403.7	447.7
预付开支及其他流动资产	270.2	216.6	220.9	225.3	229.8
流动资产总值	7,613.9	5,207.1	4,342.3	3,949.5	4,274.1
长期受限制现金	6.9	5.3	5.3	5.3	5.3
物业、厂房及设备，净额	587.6	845.9	976.8	1,097.1	1,159.0
经营租赁使用权资产	117.4	110.0	112.2	114.4	116.7
无形资产，净额	46.7	40.6	35.1	30.0	25.3
递延税项资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他非流动资产	163.0	170.4	173.8	177.3	180.8
非流动资产总值	921.6	1,172.2	1,303.1	1,424.0	1,487.1
应付账款	262.4	294.8	363.9	460.6	507.0
应计开支及其他应付款项	558.1	467.4	476.7	486.2	496.0
应付税项	21.4	25.2	25.7	26.2	26.7
经营租赁负债，即期部分	21.9	24.0	24.5	25.0	25.5
研发成本分摊负债，即期部分	120.8	114.3	116.6	119.0	121.3
短期债务	427.6	329.0	335.5	342.3	349.1
其他	187.4	213.9	213.9	213.9	213.9
流动负债总额	1,599.6	1,468.5	1,556.9	1,673.1	1,739.5
长期银行贷款	202.1	209.1	213.3	217.6	221.9
股东贷款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
经营租赁负债，非即期部分	43.0	34.5	35.2	35.9	36.6
递延税项负债	14.2	16.0	16.3	16.6	17.0
研发成本分摊负债，非即期部分	269.6	179.6	183.2	186.9	190.6
其他长期负债	274.5	88.1	89.9	91.7	93.5
非流动负债总额	803.4	527.4	538.0	548.7	559.7
普通股	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
额外实缴资本	11,191.0	11,541.0	11,904.8	12,341.3	12,865.2
累计其他全面收益（亏损）	18.0	-77.4	-77.4	-77.4	-77.4
累计亏绌	-5,076.5	-7,080.3	-8,277.0	-9,112.3	-9,325.9
非控股权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
权益总额	6,132.6	4,383.4	3,550.5	3,151.8	3,462.1
负债及权益总额	8,535.5	6,379.3	5,645.3	5,373.6	5,761.2

E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

百万美元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
亏损净额	-1,457.8	-2,003.8	-1,196.6	-835.3	-213.6
折旧及摊销开支	46.5	66.3	71.3	81.4	90.6
应收账款	-423.0	304.1	-150.0	-161.9	-178.0
存货	-153.3	-56.7	-50.1	-71.3	-44.0
应付账款	20.0	-4.4	69.1	96.6	46.4
应计开支及其他应付款项	140.0	45.6	9.3	9.5	9.7
其他	528.9	152.2	363.5	436.2	523.5
经营活动所用现金净额	-1,298.7	-1,496.6	-883.4	-444.7	234.7
购买物业及设备	-262.9	-325.4	-198.7	-198.7	-150.0
购买投资	-2,191.4	-1.5	-13.3	-13.6	-13.8
其他	3,095.0	1,404.0	2.2	2.2	2.2
投资活动（所用）所提供现金净额	640.7	1,077.1	-209.9	-210.2	-161.7
出售普通股所得款项，扣除成本	50.0	0.0	0.0	0.0	0.0
贷款所得净额	101.5	-65.9	10.8	11.0	11.2
其他	3,485.4	47.0	0.0	0.0	0.0
融资活动所提供现金净额	3,636.9	-19.0	10.8	11.0	11.2
汇率变动的影响，净额	14.0	-69.4	0.0	0.0	0.0
现金、现金等价物及受限制现金增加（减少）净额	2,992.9	-507.9	-1,082.5	-643.9	84.3
年初现金、现金等价物及受限制现金	1,390.0	4,382.9	3,875.0	2,792.5	2,148.6
年末现金、现金等价物及受限制现金	4,382.9	3,875.0	2,792.5	2,148.6	2,232.9
短期受限制现金	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
长期受限制现金	6.9	5.3	5.3	5.3	5.3
现金及现金等价物	4,375.7	3,869.6	2,787.0	2,143.2	2,227.4

财务和估值比率

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
每股数据 (美元)					
每股收益	-1.2	-1.5	-0.9	-0.6	-0.2
每股净资产	5.1	3.3	2.6	2.3	2.6
每股销售额	1.0	1.1	1.7	2.2	2.8
同比变动 (%)					
收入	280.8%	20.4%	59.9%	30.3%	29.1%
税后利润	NM	NM	NM	NM	NM
归母净利润	NM	NM	NM	NM	NM
费用率 (%)					
销售费用 / 收入	-84.2%	-90.2%	-60.0%	-50.0%	-42.0%
管理费用 / 收入	-84.2%	-90.2%	-60.0%	-50.0%	-42.0%
研发费用 / 收入	-124.1%	-115.9%	-75.0%	-60.0%	-45.0%
利润率 (%)					
毛利率	86.0%	79.8%	82.3%	81.8%	81.5%
归母净利率	-123.9%	-141.5%	-52.8%	-28.3%	-5.6%
回报率 (%)					
平均股本回报率	-29.2%	-38.1%	-30.2%	-24.9%	-6.5%
平均资产回报率	-20.6%	-26.9%	-19.9%	-15.2%	-3.8%
财务杠杆					
流动比率 (x)	4.8	3.5	2.8	2.4	2.5
速动比率 (x)	4.6	3.4	2.6	2.1	2.2
现金比率 (x)	2.7	2.6	1.8	1.3	1.3
估值					
市盈率 (x)	NM	NM	NM	NM	NM
市净率 (x)	3.6	5.6	7.0	7.9	7.2
市销率 (x)	18.9	17.4	11.0	8.4	6.5

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

财务预测与估值

图表 5：盈利预测变动

美元百万	2023E			2024E			2025E		
	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	**2,264**	2,376	-4.7%	**2,950**	2,879	2.5%	**3,809**	-	-
毛利润	**1,864**	1,942	-4.0%	**2,413**	2,253	7.1%	**3,103**	-	-
毛利率	**82.3%**	81.7%	0.6pcts	**81.8%**	78.3%	3.5pcts	**81.5%**	-	-
归母净利润	**-1,197**	-1,108	NM	**-835**	-986	NM	**-214**	-	-

E=浦银国际预测

资料来源：公司报告、浦银国际

图表 6：财务预测及估值

美元百万	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
营业收入	**1,176**	**1,416**	**2,264**	**2,950**	**3,809**	**4,842**	**5,951**	**7,075**	**7,673**	**8,447**	**8,955**	**9,181**
同比变动		*20.4%*	*59.9%*	*30.3%*	*29.1%*	*27.1%*	*22.9%*	*18.9%*	*8.5%*	*10.1%*	*6.0%*	*2.5%*
EBIT	**(1,439)**	**(1,790)**	**(1,197)**	**(835)**	**(214)**	**521**	**1,429**	**2,331**	**2,751**	**3,278**	**3,650**	**3,922**
EBIT * (1-所得税率)	(1,223)	(1,521)	(1,017)	(710)	(182)	443	1,214	1,981	2,339	2,786	3,102	3,334
加：折旧与摊销	46	66	71	81	91	95	100	105	110	116	122	128
减：营运资金增加/（减少）	(118)	132	(122)	(127)	(166)	(44)	(12)	23	27	(23)	(13)	79
减：资本开支	(263)	(325)	(199)	(199)	(150)	(158)	(165)	(174)	(182)	(191)	(201)	(211)
FCFF	**(1,558)**	**(1,648)**	**(1,266)**	**(955)**	**(407)**	**336**	**1,137**	**1,936**	**2,294**	**2,688**	**3,010**	**3,329**
折现期数				1.0	2.0	3.0	4.0	5.0	6.0	7.0	8.0	9.0
现值系数			1.00	0.92	0.84	0.77	0.71	0.65	0.59	0.54	0.50	0.46
FCFF 现值			(1,266)	(875)	(342)	259	801	1,251	1,358	1,458	1,496	1,516
FCFF 现值合计			5,656									

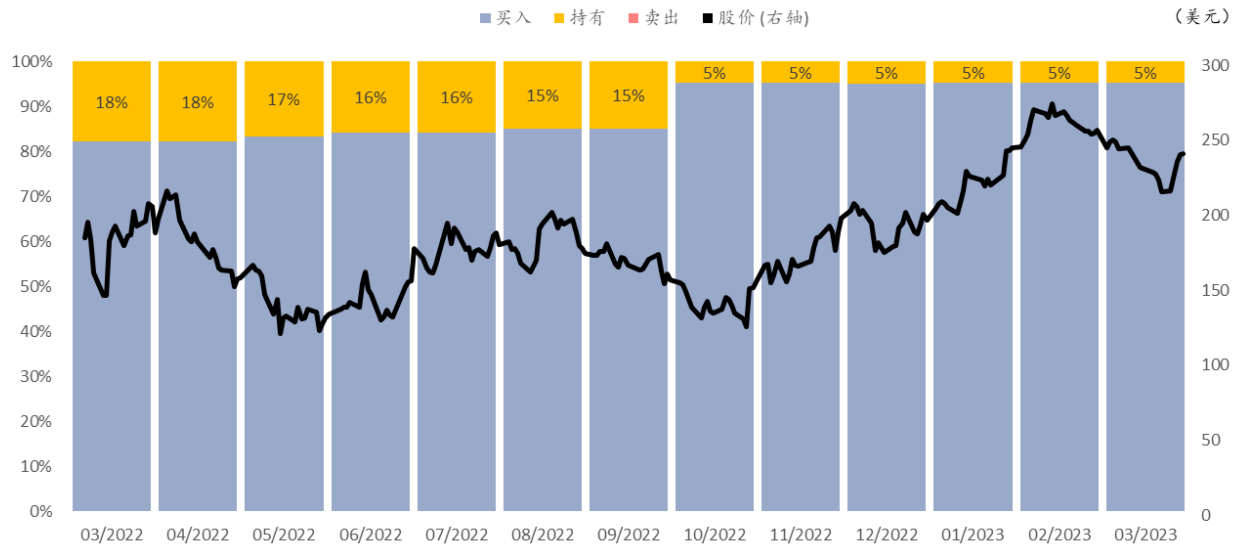
WACC&永续增长率核心假设	
长期资本结构	
% 债权	20.0%
% 股权	80.0%
债权成本	
债权成本	5.0%
税率	15.0%
税后债权成本	4.3%
股权成本	
无风险收益率	3.0%
Beta	1.1
市场风险溢价	7.0%
股权成本	10.4%
WACC	**9.1%**
永续增长率	2.0%

rNPV 估值	
FCFF 现值合计	5,656
终值	47,627
终值现值	21,695
企业价值(EV)	**27,351**
(-) 负债	538
(+) 现金及等价物	3,870
(-) 少数股东权益	-
股权价值	**31,759**
发行在外总股数(百万股)	5,656
每股价值(HKD)	**183.0**
每股 ADS 价值(USD)	**305.0**
每股价值(RMB)	**182.0**

资料来源：浦银国际

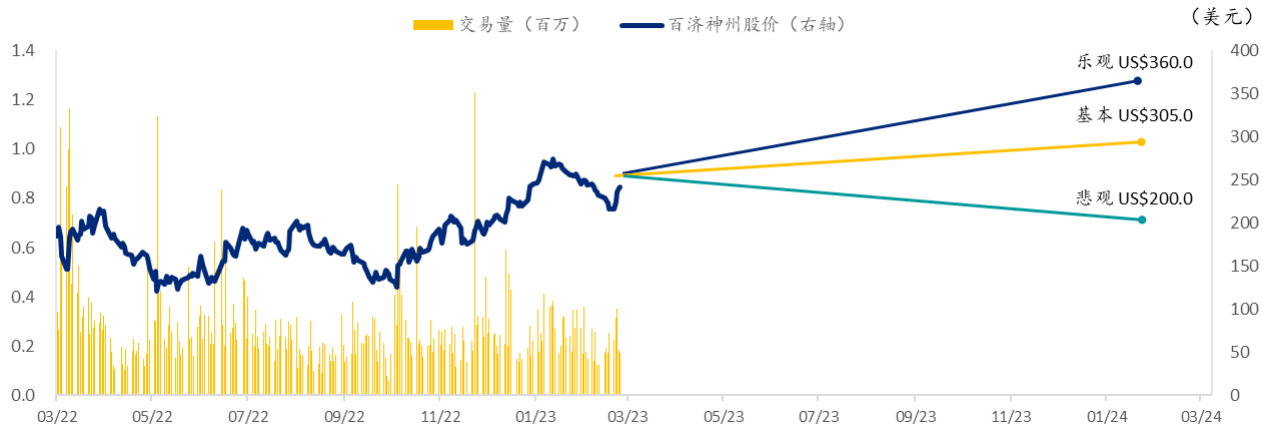
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 7：百济神州美股（BGNE US）市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

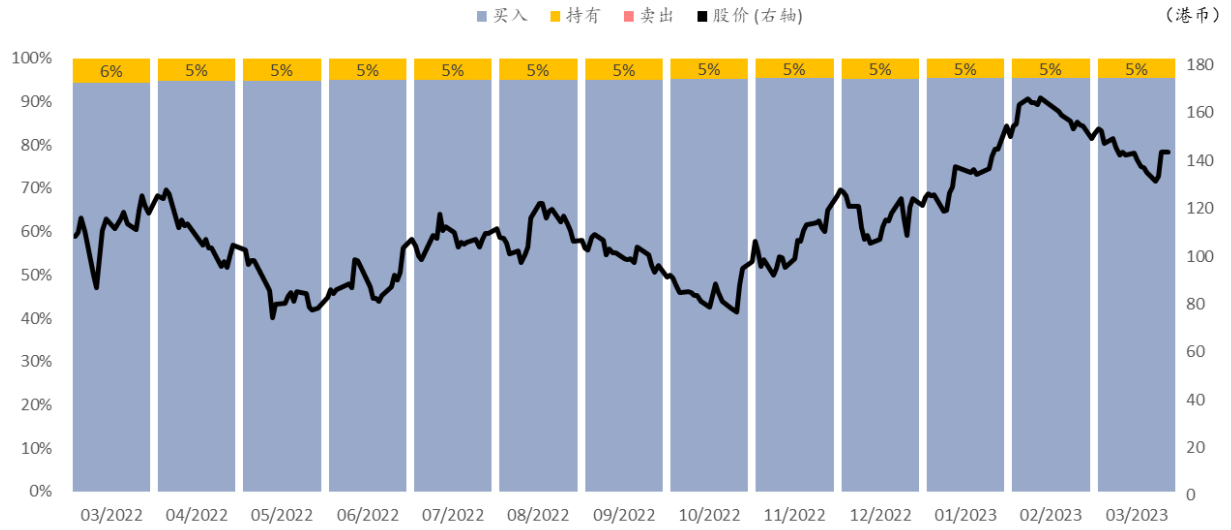
图表 8：百济神州美股（BGNE US）SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入增长好于预期	悲观情景：公司收入增长不及预期
目标价：360.0 美元	**目标价：200.0 美元**
概率：30%	**概率：20%**
• 管线药物研发及获批进度快于预期； • 泽布替尼 2022-25E 全球销售额 CAGR 高于 70%，销售峰值超过 60 亿美元； • 替雷利珠单抗国内销售峰值超 10 亿美元； • 新产品和新适应症以高价进入医保目录； • 长期稳态下营业利润高于 45%。	• 管线药物研发及获批进度慢于预期； • 泽布替尼 2022-25E 销售额 CAGR 低于 40%，销售峰值低于 30 亿美元； • 替雷利珠单抗国内国内销售峰值低于 6 亿美元； • 新产品和新适应症未能进入医保目录； • 长期稳态下营业利润低于 30%。

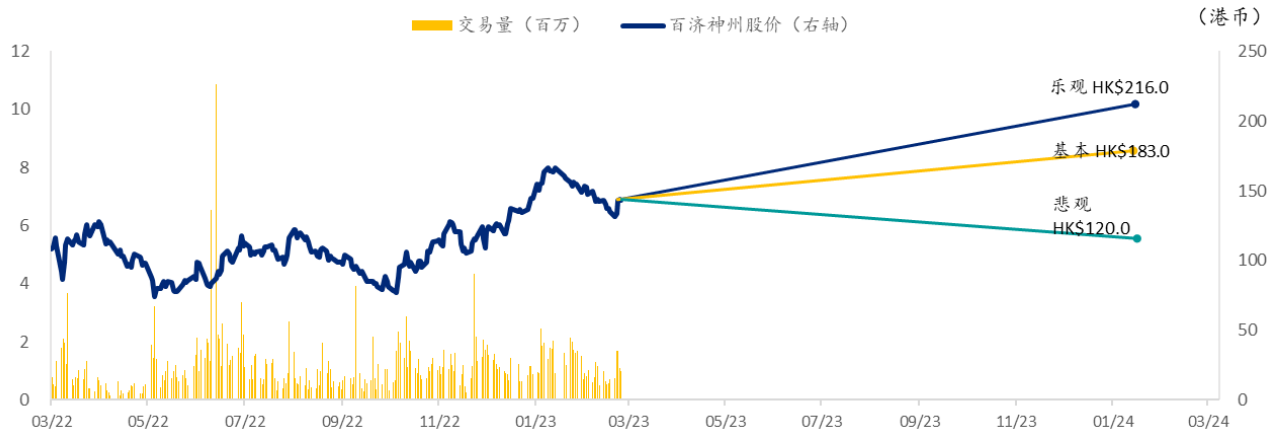
资料来源：浦银国际

图表 9：百济神州港股（6160 HK）市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

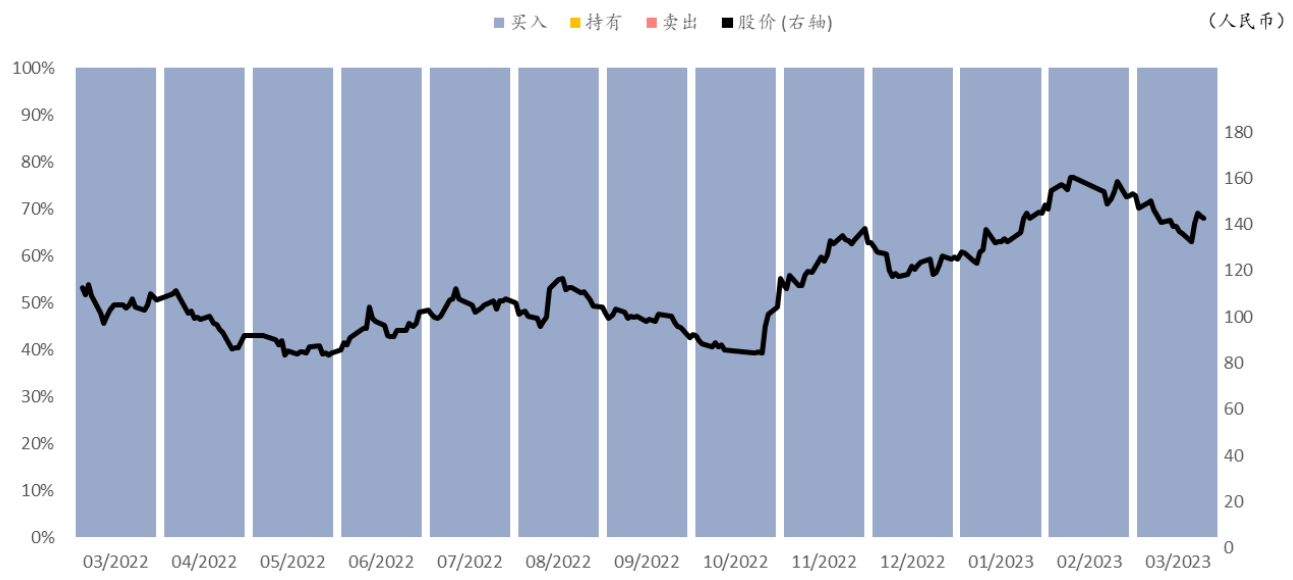
图表 10：百济神州港股（6160 HK）SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入增长好于预期	悲观情景：公司收入增长不及预期
目标价：216.0 港元 **概率：30%**	**目标价：120.0 港元** **概率：20%**
• 管线药物研发及获批进度快于预期； • 泽布替尼 2022-25E 全球销售额 CAGR 高于 70%，销售峰值超过 60 亿美元； • 替雷利珠单抗国内销售峰值超 10 亿美元； • 新产品和新适应症以高价进入医保目录； • 长期稳态下营业利润高于 45%。	• 管线药物研发及获批进度慢于预期； • 泽布替尼 2022-25E 销售额 CAGR 低于 40%，销售峰值低于 30 亿美元； • 替雷利珠单抗国内国内销售峰值低于 6 亿美元； • 新产品和新适应症未能进入医保目录； • 长期稳态下营业利润低于 30%。

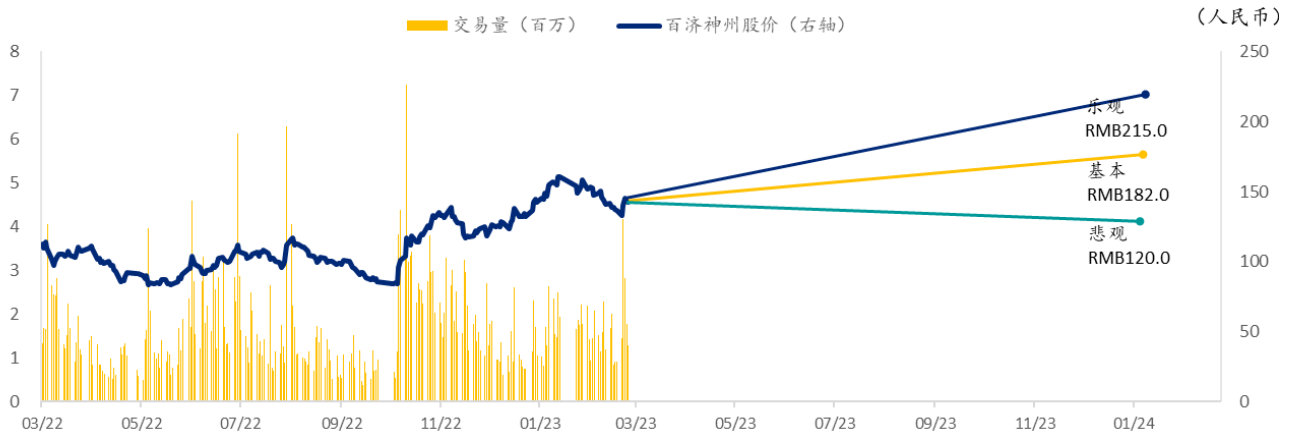
资料来源：浦银国际

图表 11：百济神州 A 股（688235 CH）市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 12：百济神州 A 股（688235 CH）SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入增长好于预期	悲观情景：公司收入增长不及预期
目标价：215.0 人民币	**目标价：120.0 人民币**
概率：30%	**概率：20%**
• 管线药物研发及获批进度快于预期； • 泽布替尼 2022-25E 全球销售额 CAGR 高于 70%，销售峰值超过 60 亿美元； • 替雷利珠单抗国内销售峰值超 10 亿美元； • 新产品和新适应症以高价进入医保目录； • 长期稳态下营业利润高于 45%。	• 管线药物研发及获批进度慢于预期； • 泽布替尼 2022-25E 销售额 CAGR 低于 40%，销售峰值低于 30 亿美元； • 替雷利珠单抗国内国内销售峰值低于 6 亿美元； • 新产品和新适应症未能进入医保目录； • 长期稳态下营业利润低于 30%。

资料来源：浦银国际

图表 13：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	86.7	买入	112.0	2023 年 2 月 13 日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	83.3	买入	111.0	2023 年 2 月 13 日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	45.7	买入	76.0	2023 年 2 月 13 日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	60.1	持有	81.0	2023 年 2 月 13 日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	57.8	买入	89.0	2023 年 2 月 13 日	CRO/CDMO
241 HK Equity	阿里健康	6.1	持有	4.3	2022 年 5 月 26 日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安健康	19.2	持有	20.0	2022 年 3 月 16 日	互联网医疗
1952 HK Equity	云顶新耀	20.0	买入	28.0	2023 年 1 月 9 日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	54.2	买入	65.0	2023 年 2 月 27 日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	30.3	买入	53.0	2022 年 8 月 11 日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	4.3	买入	13.5	2023 年 2 月 7 日	生物科技
BGNE US Equity	百济神州	241.3	买入	305.0	2023 年 3 月 6 日	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	143.4	买入	183.0	2023 年 3 月 6 日	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	142.7	买入	182.0	2023 年 3 月 6 日	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	42.3	买入	55.0	2022 年 8 月 11 日	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	43.9	买入	63.0	2022 年 12 月 8 日	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	4.5	买入	22.5	2022 年 7 月 27 日	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	9.3	买入	14.7	2023 年 2 月 16 日	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	15.1	买入	13.6	2022 年 12 月 16 日	生物科技
13.HK Equity	和黄医药	27.1	买入	44.0	2023 年 3 月 1 日	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	17.4	买入	28.2	2023 年 3 月 1 日	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	65.6	买入	77.0	2023 年 2 月 24 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
2616.HK Equity	基石药业	4.3	持有	5.0	2022 年 7 月 27 日	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	26.3	买入	28.1	2022 年 7 月 27 日	生物科技
2256.HK Equity	和誉	3.1	买入	5.6	2022 年 7 月 27 日	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	2.5	买入	6.0	2022 年 7 月 27 日	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	4.0	买入	9.5	2022 年 7 月 27 日	生物科技
6998.HK Equity	嘉和生物	2.6	买入	6.1	2022 年 7 月 27 日	生物科技
1177 HK Equity	中国生物制药	4.3	买入	6.15	2022 年 11 月 7 日	制药
2325 HK Equity	云康集团	14.1	买入	23.8	2022 年 11 月 7 日	ICL
300760 CH Equity	迈瑞医疗	313.1	买入	420.0	2022 年 10 月 31 日	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	26.6	买入	45.0	2023 年 1 月 12 日	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	13.9	买入	20.5	2023 年 1 月 12 日	医疗器械
9996 HK Equity	沛嘉医疗	11.4	买入	14.0	2023 年 1 月 30 日	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	2.9	买入	4.0	2023 年 3 月 1 日	医疗器械

资料来源：Bloomberg、浦银国际。截至 2023 年 3 月 3 日收盘价

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联属公司、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关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。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。本报告仅提供给合资格投资者(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

周文颀

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