

药明康德 (2359.HK/603259.CH): 3Q23 业绩略逊预期, 公司下调全年收入指引

公司 3Q23 业绩略逊预期, 公司预计 4Q 早期药物研发需求将较此前预期疲软, 下调全年收入增速指引至+2%-3% (剔除新冠商业化项目后增长 25%-26%)。我们看好未来全球投融资回暖后公司业绩复苏的弹性, 且当前 PE 仍具吸引力, 维持“买入”, 调整港股/A 股目标价至 112.4 港元/人民币 110.6 元。

- **3Q23 业绩略逊预期, 公司下调全年收入指引。** 9M/3Q23 收入同比+4%/+0.3%, 剔除新冠商业化项目收入同比+23%/+16%, 经调整归母净利润同比+21%/+24%, 业绩略逊于预期。**公司全年指引调整:** 下调 2023 收入指引至增长 2%-3% (此前指引: 增长 5%-7%), 剔除新冠商业化项目收入增速下调至 25%-26% (此前指引: 增长 29%-32%), 但上调全年经调整毛利率指引约 0.5pcts 至 41.7%-42.1%并上调全年自由现金流指引。公司预计未来几年剔除新冠项目收入增速可维持 20%以上。
- **WuXi Chemistry: 剔除新冠项目收入稳健增长, GLP-1 订单带动 TIDES 高增长。** 9M/3Q23 收入同比+2%/-1% (剔除新冠商业化项目+31%/+22%), 经调整毛利率同比+4.5pcts/+4.9pcts。管线分子数较 2Q23 末增加 343 个至 3,014 个。9M23 TIDES 收入+38%, 受 GLP-1 订单带动, TIDES 今明两年收入增速预计>60%。小分子 CDMO 产能利用率维持高位, 且需求相对健康, 因此公司未对订单价格做出调整。
- **WuXi Testing: 实验室服务与临床 CRO&SMO 均稳健增长。** 9M/3Q23 收入同比+16%/+12%, 经调整毛利率同比+1.8pcts/+1.2pcts。其中, 实验室分析及测试服务 9M/3Q23 收入同比+16%/+12% (其中安评业务+27%/+32%), CRO&SMO 收入同比+16%/+12% (SMO+31%/+26%)。
- **WuXi Biology: 增速受全球投融资环境拖累。** 9M/3Q23 收入同比+7%/-4%, 经调整毛利率同比+1.6pcts/+3.3pcts。询单虽保持恢复趋势, 但询单转化为订单的周期拉长且平均订单金额有所下降。9M23 新分子种类及生物药相关收入+35%, 占板块收入比例由 1H23 的 25.3%提升至 25.9%。
- **WuXi ATU: 管线中项目临近获批。** 9M/3Q23 收入同比+12%/+3%, 经调整毛利率同比+0.4pcts/-1.4pcts。板块管线中共 68 个项目, 其中 2 个已提交 BLA (TIL 和 LVV 项目), 2 个处于 BLA 准备阶段。
- **WuXi DDSU: 继续受国内订单需求下滑冲击。** 9M23/3Q23 收入同比-27%/-31%, 经调整毛利率+3.5%/+12.3pcts。目前管线中已有 2 个项目获批上市 (新冠&肿瘤药), 2 个项目处于 NDA 阶段, 公司维持接下来十年 DDSU 板块收入 CAGR 近 50%的预期。
- **维持“买入”评级, 调整港股/A 股目标价至 112.4 港元/人民币 110.6 元:** 我们下调 2023-25E 归母净利润 1%-6%。给予公司港股 25x 2024E PE 目标估值 (与过去三年均值低 0.7 个标准差) 和 7%的 A/H 溢价 (较历史均值低 0.2 个标准差), 略降港股/A 股目标价 2%/5%至 112.4 港元/人民币 110.6 元。
- **投资风险:** 融资环境变化; 地缘政治风险; 项目失败。

图表 1: 盈利预测和财务指标

人民币百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	22,902	39,355	40,410	49,439	62,336
同比增速 (%)	39%	72%	3%	22%	26%
归母净利润	5,097	8,814	10,066	12,510	15,969
同比增速 (%)	72%	73%	14%	24%	28%
PE (X) -A 股	49.5	27.2	25.7	20.7	16.2
PE (X) -港股	49.4	27.1	25.7	20.6	16.2

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

胡泽宇 CFA

医疗分析师

ryan_hu@spdbi.com

(852) 2808 6446

2023 年 10 月 31 日

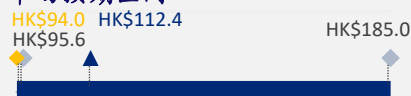
药明康德 (2359.HK)

买入

目标价 (港元)	112.40
潜在升幅/降幅	+20%
目前股价 (港元)	94.00
52 周内股价区间 (港元)	59.50-114.00
总市值 (百万港元)	275,184
近 3 月日均成交额 (百万港元)	288

注: 截至 2023 年 10 月 31 日收盘价

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源: Bloomberg、浦银国际

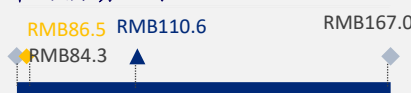
药明康德 (603259.CH)

买入

目标价 (人民币)	110.60
潜在升幅/降幅	+28%
目前股价 (人民币)	86.51
52 周内股价区间 (人民币)	61.24-100.00
总市值 (百万人民币)	257,391
近 3 月日均成交额 (百万人民币)	1,682

注: 截至 2023 年 10 月 31 日收盘价

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

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 - 药明康德 (2359.HK)

利润表

(百万人民币)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	22,902	39,355	40,410	49,439	62,336
营业成本	-14,637	-24,848	-24,235	-29,386	-36,789
毛利率	36%	37%	40%	41%	41%
销售费用	-699	-732	-808	-939	-1,122
销售费用率	3%	2%	2%	2%	2%
管理费用	-2,254	-2,944	-2,910	-3,461	-4,239
管理费用率	10%	7%	7%	7%	7%
营业利润	4,371	9,217	10,922	13,799	17,880
财务费用	-128	-160	-237	-242	-238
财务费用率	7%	5%	5%	5%	5%
其他收入	469	644	687	643	810
其他收益/损失	1,454	1,212	1,212	1,236	1,247
资产减值损失	-32	-249	-283	-148	-187
税前净利润	6,016	10,618	12,221	15,188	19,388
所得税	-880	-1,716	-2,053	-2,552	-3,257
有效所得税率%	15%	16%	17%	17%	17%
税后收入	5,136	8,903	10,168	12,636	16,131
少数股东损益	39	89	102	126	161
归母净利润	5,097	8,814	10,066	12,510	15,969

资产负债表

(百万人民币)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	8,175	7,984	8,501	13,196	18,077
应收款项	5,968	7,590	9,017	8,592	11,903
存货	4,555	3,953	3,750	5,589	6,102
其它流动资产	3,287	4,470	4,863	4,975	5,093
流动资产合计	21,986	23,997	26,130	32,352	41,175
固定资产	15,849	23,445	29,144	34,284	35,919
商誉	1,926	1,822	1,822	1,822	1,822
可供出售金融资产	8,714	8,954	9,300	9,765	10,253
其他非流动资产	6,653	6,472	6,561	6,468	6,394
非流动资产合计	33,142	40,693	46,827	52,338	54,389
资产总计	55,127	64,690	72,957	84,691	95,563
短期借款	2,261	3,874	4,100	4,100	4,100
应付账款	6,856	7,253	6,690	9,412	8,731
其他应付账款	21	14	20	21	22
其它流动负债	3,846	3,357	5,235	5,237	5,288
流动负债合计	12,985	14,499	16,046	18,770	18,141
长期借款	0	279	400	400	400
其它长期负债	3,385	2,985	2,335	2,335	2,335
非流动负债合计	3,385	3,264	2,735	2,735	2,735
负债总计	16,370	17,764	18,781	21,505	20,876
股本	2,956	2,961	2,961	2,961	2,961
储备	35,536	43,629	50,777	59,661	71,001
母公司拥有应占权益	38,492	46,590	53,738	62,621	73,961
少数股东权益	266	337	438	565	726
负债和所有者权益合计	55,127	64,690	72,957	84,691	95,563

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

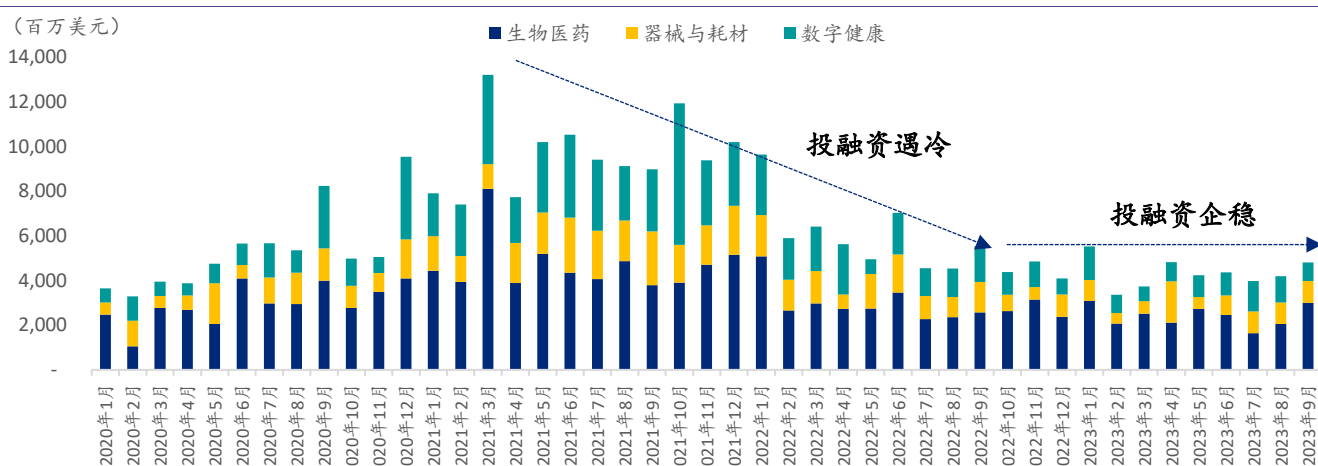
现金流量表

(百万人民币)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
税前利润	6,016	10,618	12,221	15,188	19,388
物业、厂房及设备折旧	1,362	1,772	2,433	2,987	3,474
营运资金变动	-2,220	-2,125	-3,911	-1,180	-7,694
其他	-780	-36	102	126	161
经营现金流	4,379	10,230	10,844	17,121	15,329
购买物业、厂房及设备	-6,758	-9,798	-8,100	-8,000	-5,000
其他	4,168	1,010	446	-673	-657
投资现金流	-4,628	-9,311	-7,654	-8,673	-5,657
债权融资	1,071	1,668	347	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-2,795	-2,939	-3,020	-3,753	-4,791
融资现金流	-1,724	-1,271	-2,673	-3,753	-4,791
现金净流量	-1,974	-352	517	4,695	4,881

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (人民币元)					
每股收益	1.75	3.18	3.36	4.19	5.34
每股净资产	15.01	15.74	18.10	21.12	24.95
每股经营现金流	1.71	3.46	3.65	5.78	5.17
每股股利	0.60	0.89	1.02	1.27	1.62
估值 (倍)					
P/E	49.4	27.1	25.7	20.6	16.2
P/B	5.7	5.5	4.8	4.1	3.5
盈利能力比率					
毛利率	36.1%	36.9%	40.0%	40.6%	41.0%
净利润率	22.3%	22.4%	24.9%	25.3%	25.6%
净资产收益率	14.4%	20.7%	20.1%	21.5%	23.4%
资产回报率	10.1%	14.7%	14.6%	15.9%	17.7%
投资资本回报率	9.8%	17.6%	17.6%	19.2%	21.3%
盈利增长					
营业收入增长率	38.5%	71.8%	2.7%	22.3%	26.1%
EBIT 增长率	40.8%	110.9%	18.5%	26.3%	29.6%
净利润增长率	72.2%	72.9%	14.2%	24.3%	27.7%
偿债能力指标					
资产负债率	0.30	0.27	0.26	0.25	0.22
流动比率	1.69	1.66	1.63	1.72	2.27
速动比率	1.34	1.38	1.39	1.43	1.93
现金比率	0.63	0.55	0.53	0.70	1.00
经营效率指标					
应收帐款周转天数	82	63	75	65	60
应付帐款周转天数	142	104	105	100	90
存货周转天数	80	62	58	58	58
总资产周转率	0.45	0.66	0.59	0.63	0.69
固定资产周转率	1.76	2.00	1.54	1.56	1.78

图表 2：全球生物医药、器械、数字健康领域投融资总额



资料来源：动脉橙、浦银国际

图表 3：药明康德 H 股 (2359.HK) PE Band



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 4：药明康德 A 股 (603259.CH) PE Band



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 5：药明康德财务预测变动

人民币百万	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	40,410	41,894	-3.5%	49,439	52,751	-6.3%	62,336	67,292	-7.4%
毛利润	16,175	16,761	-3.5%	20,053	21,423	-6.4%	25,548	27,634	-7.6%
毛利率 (%)	40.0%	40.0%	0.0	40.6%	40.6%	-0.0	41.0%	41.1%	-0.1
归母净利润	10,066	10,174	-1.1%	12,510	13,092	-4.4%	15,969	16,922	-5.6%
归母净利率 (%)	24.9%	24.3%	0.6	25.3%	24.8%	0.5	25.6%	25.1%	0.5

资料来源：浦银国际预测

图表 6：CXO 企业估值表

代码	公司名称	股价 (当地货币)	市值 (美元)	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 盈率 (x)		市盈率 (x)		
						现值	3 年均值	2023E	2024E	2025E
港股										
2359 HK	药明康德	94.00	35,169	0.3	14.0	23.6	45.2	28.5	22.8	18.3
2269 HK	药明生物	48.60	26,410	6.5	(18.8)	30.6	68.1	38.2	29.5	22.7
3759 HK	康龙化成	18.66	7,467	0.1	(48.3)	14.6	37.1	18.2	14.0	10.9
3347 HK	泰格医药	43.95	7,521	6.9	(51.3)	15.3	37.6	16.6	15.1	12.9
6821 HK	凯莱英	101.50	7,413	(7.9)	(11.6)	18.2	15.0	16.6	18.5	14.7
1548 HK	金斯瑞	22.70	6,151	9.9	(8.7)	NA	NA	NA	NA	NA
6127 HK	昭衍新药	14.56	2,529	4.7	(49.0)	12.7	27.2	18.3	11.9	10.5
1873 HK	维亚生物	1.28	316	1.6	(26.9)	NA	15.7	NA	NA	NA
1521 HK	方达控股	1.95	513	(3.9)	(32.8)	20.6	28.8	25.7	19.8	14.3
市值加权平均						21.8	44.4	26.2	21.2	16.7
A 股										
603259 CH	药明康德	86.51	35,169	0.4	6.8	22.3	48.3	26.9	21.6	17.2
300759 CH	康龙化成	33.25	7,467	6.9	(26.7)	25.0	50.2	31.3	24.0	18.4
300347 CH	泰格医药	66.70	7,521	0.2	(36.4)	21.2	43.8	24.4	20.7	17.0
002821 CH	凯莱英	150.95	7,413	(0.5)	2.0	26.2	43.5	25.0	26.5	21.1
603127 CH	昭衍新药	26.77	2,529	12.4	(35.8)	19.6	54.4	25.9	18.7	14.5
300363 CH	博腾股份	29.57	2,207	4.6	(27.6)	20.2	41.2	21.4	20.0	15.2
688202 CH	美迪西	71.68	1,317	(5.7)	(53.1)	20.6	50.5	25.7	19.8	15.3
300725 CH	药石科技	45.20	1,233	(0.1)	(43.9)	20.5	48.8	26.1	19.7	15.4
603456 CH	九洲药业	29.73	3,654	2.6	(29.9)	16.9	37.5	21.3	16.3	12.7
市值加权平均						22.4	47.0	26.4	21.8	17.3
海外										
207940 KS	Samsung Biologics	709,000.00	37,381	4.1	(12.2)	54.4	88.6	63.2	52.9	43.0
LONN SW	Lonza	309.70	25,583	(27.2)	(30.8)	22.1	36.9	23.1	21.9	18.4
CTLT US	Catalant	39.92	7,196	(12.3)	(12.6)	35.9	29.1	38.4	51.7	22.4
市值加权平均						40.7	63.6	46.0	41.5	31.9

注：E=Bloomberg 一致预期；数据截至 2023 年 10 月 31 日港股收盘

资料来源：Bloomberg、浦银国际；

图表 7：浦银国际目标价：药明康德 H 股 (2359.HK)



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 8：浦银国际目标价：药明康德 A 股 (603259.CH)



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 9: SPDBI 医疗行业覆盖公司

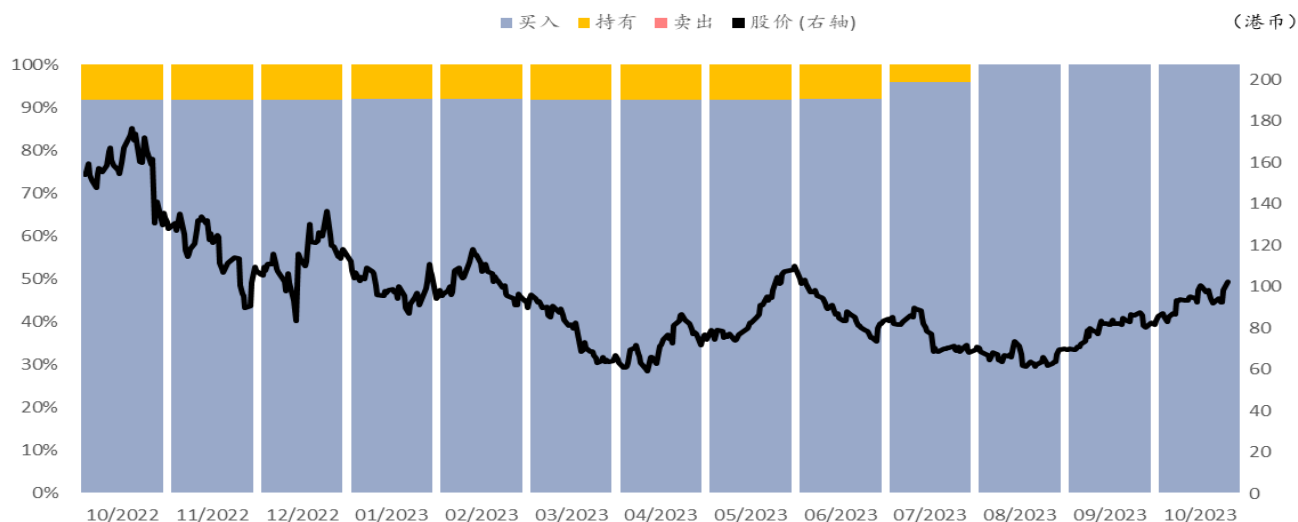
股票代码	公司	现价(LC)	评级	目标价(LC)	评级/目标价/预测发布日期	行业
2359 HK Equity	药明康德	94.0	买入	112.4	2023 年 10 月 31 日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	86.5	买入	110.6	2023 年 10 月 31 日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	18.7	买入	29.0	2023 年 10 月 31 日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	33.3	持有	37.0	2023 年 10 月 31 日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	48.6	买入	73.0	2023 年 8 月 25 日	CRO/CDMO
300760 CH Equity	迈瑞医疗	286.0	买入	390.0	2023 年 8 月 31 日	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	16.3	买入	30.0	2023 年 9 月 4 日	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	4.4	买入	10.0	2023 年 9 月 5 日	医疗器械
9996 HK Equity	沛嘉医疗	7.4	买入	14.0	2023 年 9 月 5 日	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	1.8	买入	3.4	2023 年 9 月 5 日	医疗器械
2325 HK Equity	云康集团	12.0	买入	17.2	2023 年 9 月 6 日	ICL
241 HK Equity	阿里健康	4.6	持有	4.3	2022 年 5 月 26 日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	18.3	持有	20.0	2023 年 7 月 21 日	互联网医疗
13.HK Equity	和黄医药	31.4	买入	44.0	2023 年 8 月 4 日	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	20.2	买入	28.2	2023 年 8 月 4 日	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	27.8	买入	25.0	2023 年 4 月 4 日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	44.6	买入	58.0	2023 年 3 月 30 日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	19.8	买入	51.5	2023 年 3 月 13 日	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	25.4	买入	66.0	2023 年 3 月 13 日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	4.2	买入	12.5	2023 年 3 月 28 日	生物科技
BGNE US Equity	百济神州	186.6	买入	305.0	2023 年 3 月 6 日	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	113.3	买入	183.0	2023 年 3 月 6 日	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	148.5	买入	182.0	2023 年 3 月 6 日	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	46.1	买入	51.5	2023 年 3 月 29 日	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	43.9	买入	65.0	2023 年 3 月 16 日	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	1.3	买入	22.5	2022 年 7 月 27 日	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	6.2	买入	15.0	2023 年 3 月 29 日	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	11.5	买入	13.6	2022 年 12 月 16 日	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	58.2	买入	79.0	2023 年 3 月 20 日	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	12.6	持有	19.0	2022 年 7 月 27 日	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	2.1	持有	4.25	2023 年 3 月 17 日	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	25.4	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
6996.HK Equity	德琪医药	1.6	买入	5.4	2023 年 4 月 18 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	5.5	2023 年 4 月 12 日	制药

注：截至 2023 年 10 月 31 日港股收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际。

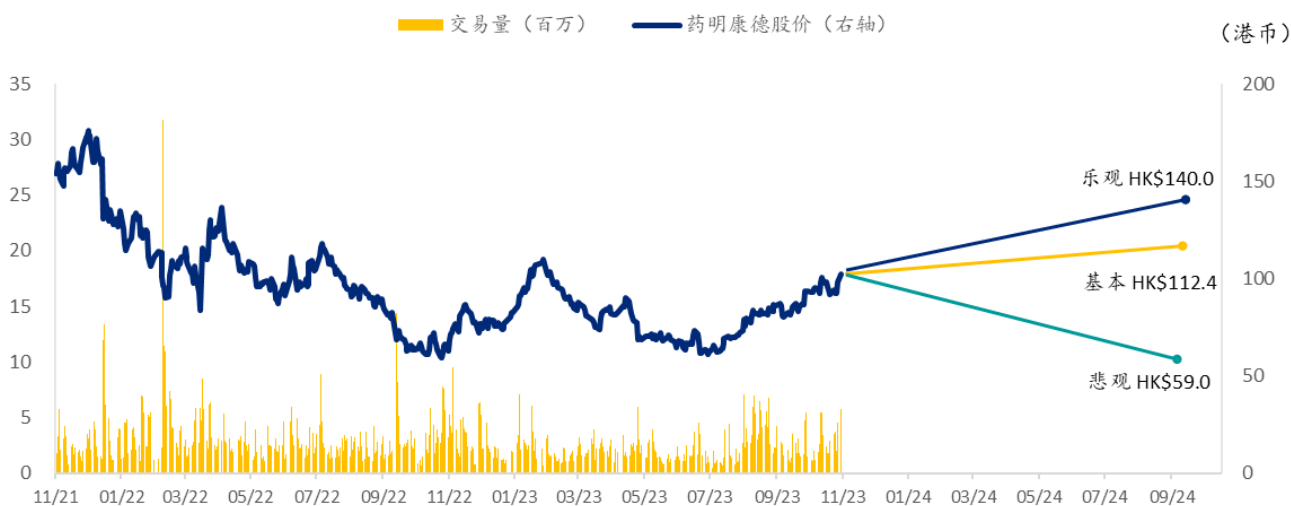
● SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 10: 药明康德 H 股 (2359.HK) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 11: 药明康德 H 股 (2359.HK) SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司增长好于预期

目标价: 140.0 港元

概率: 30%

- WuXi Chemistry 2022-25E CAGR 超 30%;
- 客户获得和项目进展好于预期;
- 公司拓展业务进行收并购, 收入增长好于预期;
- 新业务带来更多增长动力。

悲观情景: 公司增长不及预期

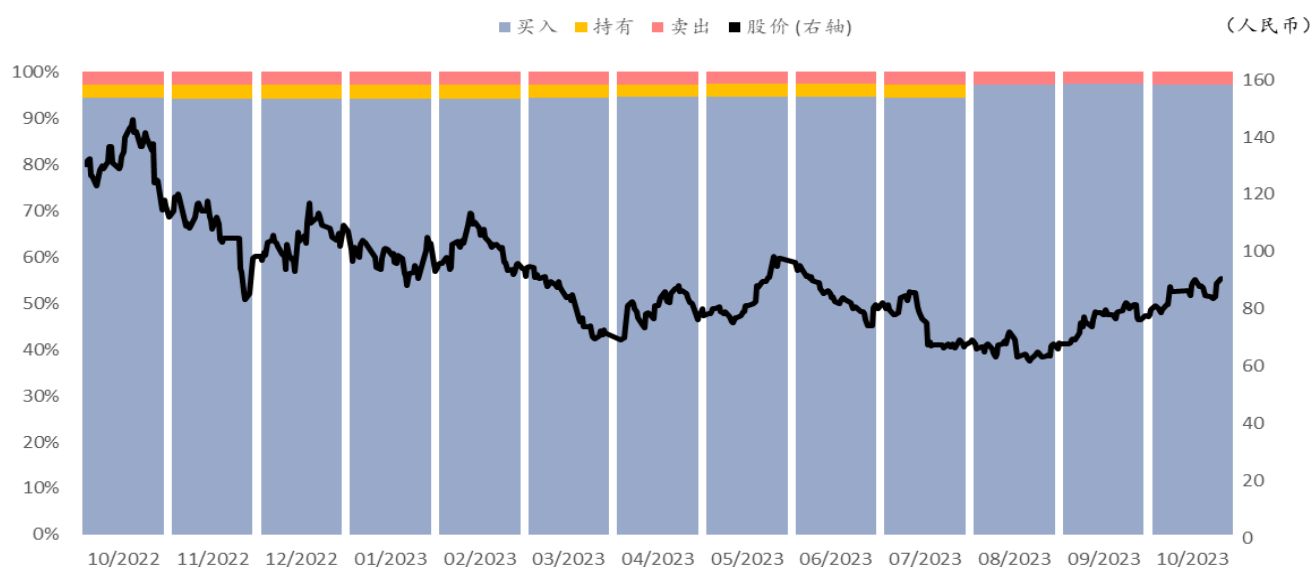
目标价: 59.0 港元

概率: 20%

- WuXi Chemistry 2022-25E CAGR 不及 13%;
- 欧美制药企业缩减研发开支和暂缓研发项目, 导致公司特别是来自欧美地区的收入不及预期;
- 研发阶段的项目失败, 造成客户流失, 影响收入和未完成订单。

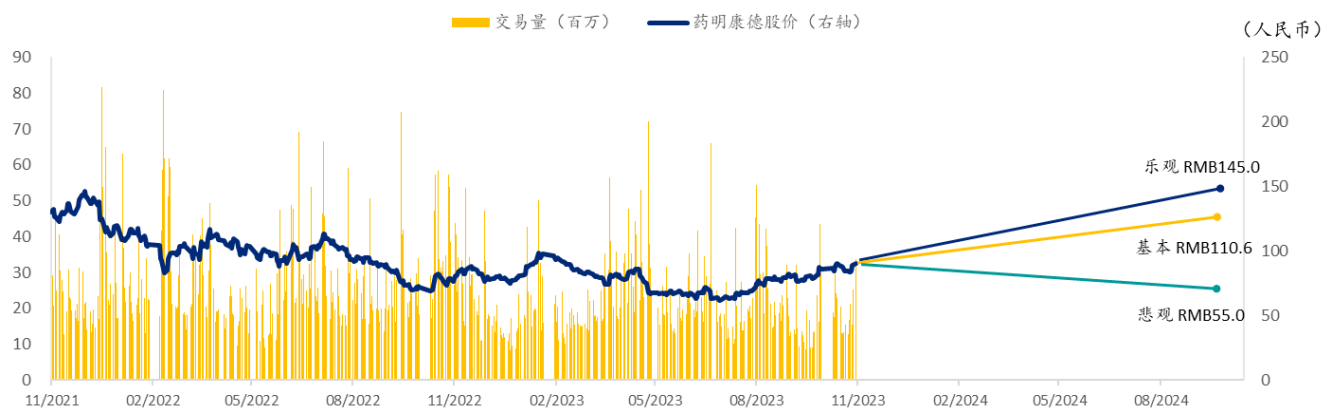
资料来源: 浦银国际

图表 12: 药明康德 A 股 (603259.CH) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 13: 药明康德 A 股 (603259.CH) SPDBI 情景假设



乐观情景：公司增长好于预期

目标价：人民币 145.0 元

概率：30%

- WuXi Chemistry 2022-25E CAGR 超 30%;
- 客户获得和项目进展好于预期;
- 公司拓展业务进行收并购, 收入增长好于预期;
- 新业务带来更多增长动力。

悲观情景：公司增长不及预期

目标价：人民币 55.0 元

概率：20%

- WuXi Chemistry 2022-25E CAGR 不及 13%;
- 欧美制药企业缩减研发开支和暂缓研发项目, 导致公司特别是来自欧美地区的收入不及预期;
- 研发阶段的项目失败, 造成客户流失, 影响收入和未完成订单。

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接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

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

