浦銀國際 SPDB INTERNATIONAL

康龙化成（3759.HK/300759.CH）：3Q23 业绩受投融资环境拖累稍显疲软，公司维持全年收入增速指引

9M/3Q23 收入同比+16%/+5%，毛利率同比-0.6pcts /-3.8pcts，经调整归母净利同比+6%（剔除生物资产影响+15%）/-7%。3Q23 收入增速放缓主要受到全球投融资环境仍未明显复苏及去年同期高基数影响，此外毛利率受老员工调薪及校招新员工集中入职影响略有承压。公司维持全年收入 15%-20%增速指引。维持公司港股“买入”及 A 股“持有”评级，目标价 29.0 港元/人民币 37.0 元。

- **3Q23 业绩受全球投融资影响稍显疲软，毛利率因人员调薪及增加有所承压：**9M/3Q23 收入同比+16%/+5%，毛利率同比-0.6pcts /-3.8pcts，经调整归母净利同比+6%/-7%。3Q23 经调整净利有所下滑，因全球医药行业投融资仍未复苏拖累收入增长，叠加毛利率因员工调薪及人员增加而承压。分业务板块看：
  - (i) **实验室服务：**9M/3Q23 收入同比+14%/+0.4%，收入放缓因：1）去年同期高基数；2）医药投融资环境仍待复苏。9M/3Q23 实验室化学收入+5%/略有下滑，生物科学+25%/个位数百分比增长；毛利率同比-0.6/-3.9pcts 至 44.4%/43.0%，3Q23 下滑主因收入增速有所放缓，叠加员工调薪及校招新员工期内集中入职。
  - (ii) **CMC：**9M/3Q23 收入同比+14%/+11%；毛利率同比-2.0pcts/-4.4pcts 至 32.4%/32.3%；毛利率下降同样因校招新员工入职影响，叠加绍兴工厂投产带来运营成本增加。目前公司管线中已有项目于近期向 FDA 递交 NDA。
  - (iii) **临床研究服务：**9M/3Q23 收入同比+29%/+15%；9M23 中国临床收入约+30%，海外临床+>20%，SMO 收入约+40%；9M/3Q23 毛利率同比+8.1pcts/+2.8pcts 至 18.2%/20.5%，业务整合后协同效应逐步体现。
  - (iv) **大分子和 CGT：**9M/3Q23 收入同比+20%/+35%；毛利率同比-10.0pcts/-0.3pcts 至-7.3%/-5.4%。英国利物浦工厂 CDMO 业务 9M/3Q23 收入约人民币 3500 万/2000 万元。
- **维持港股与 A 股评级，上调 A 股目标价：**考虑到行业投融资仍待进一步复苏，下调 2023-25E 收入预测 3%-7%。维持公司港股“买入”评级，给予港股 20x 2024E PE，对应港股目标价 29.0 港元。给予 A 股目标价较港股目标价 37%的溢价（与自两地上市以来均值持平），上调 A 股目标价至人民币 37.0 元，维持“持有”评级。
- **投资风险：**项目订单增长慢于预期；投资收益波动。

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	7,444	10,266	11,854	14,577	18,736
同比增速（%）	45.0%	37.9%	15.5%	23.0%	28.5%
经调整归母净利润	1,462	1,834	1,942	2,352	2,998
同比增速（%）	37.4%	25.5%	5.9%	21.1%	27.5%
PE（X）－港股	14.9	11.7	13.9	13.7	10.8
PE（X）－A 股	27.3	21.4	25.5	25.2	19.8

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

康龙化成（3759.HK） 买入

目标价（港元）	29.00
潜在升幅/降幅	+50%
目前股价（港元）	19.34
52 周内股价区间（港元）	15.03-47.00
总市值（百万港元）	58,466
近 3 月日均成交额（百万港元）	75

注：截至 2023 年 10 月 30 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

康龙化成（300759.CH） 持有

目标价（人民币）	37.00
潜在升幅/降幅	+12%
目前股价（人民币）	33.16
52 周股价区间（人民币）	24.72-56.91
总市值（百万人民币）	54,705
近 3 月日均成交额（百万人民币）	732

注：截至 2023 年 10 月 30 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

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 - 康龙化成(3759.HK)

利润表

（百万人民币）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	**7,444**	**10,266**	**11,854**	**14,577**	**18,736**
营业成本	-4,772	-6,517	-7,588	-9,405	-12,088
毛利润	**2,672**	**3,749**	**4,266**	**5,172**	**6,649**
销售费用	-156	-230	-273	-321	-393
管理费用	-908	-1,552	-1,766	-2,143	-2,754
研发费用	-152	-282	-421	-517	-665
营业利润	**1,456**	**1,685**	**1,806**	**2,191**	**2,836**
财务费用	-83	-167	-188	-190	-190
其他收入和收益	490	426	219	292	375
其他费用	-14	-222	-36	-44	-56
资产减值损失	-10	-21	-24	-30	-39
分占联营公司亏损	72	-34	15	19	24
税前净利润	**1,911**	**1,666**	**1,793**	**2,237**	**2,950**
所得税	-291	-314	-233	-336	-442
税后利润	**1,620**	**1,352**	**1,560**	**1,902**	**2,507**
少数股东损益	-41	-22	-8	-19	-25
归母净利润	**1,661**	**1,375**	**1,568**	**1,921**	**2,532**
经调整Non-IFRS归母净利	**1,462**	**1,834**	**1,942**	**2,352**	**2,998**

现金流量表

（百万人民币）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
除税前利润	1,911	1,666	1,793	2,237	2,950
物业、厂房及设备折旧	451	590	849	1,047	1,118
使用权资产折旧	101	144	264	211	169
存货增加/（减少）	-62	-177	61	-235	-23
贸易及其他应收款增加	-234	-657	139	-1,012	-323
贸易及其他应付款项增加	268	234	19	232	143
其他	-378	342	534	-118	-151
经营现金流	2,058	2,143	3,659	2,362	3,884
购买物业、厂房及设备	-2,083	-2,920	-2,720	-1,720	-720
收购	-1,157	-1,214	0	0	0
其他	-1,262	1,258	-158	0	0
投资现金流	-4,501	-2,877	-2,878	-1,720	-720
计息负债变动	687	-30	-20	2	2
股权募资	-80	-370	0	0	0
其他	3,054	-1,017	147	0	0
融资现金流	3,661	-1,417	127	2	2
现金净流量	1,218	-2,151	908	644	3,166

资产负债表

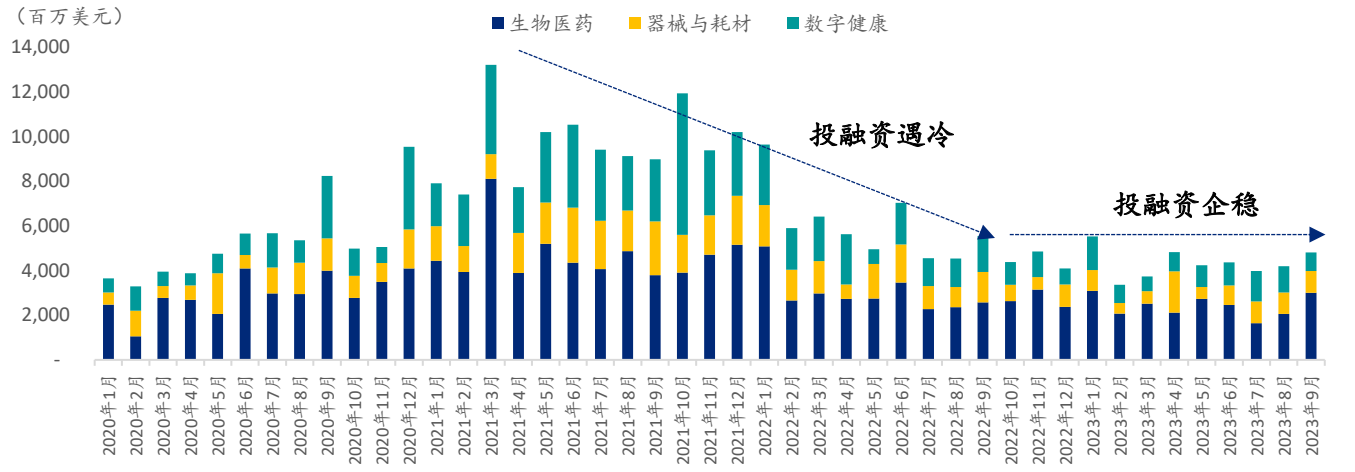
（百万人民币）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,527	1,448	2,356	3,000	6,167
应收款项	1,229	1,882	1,742	2,754	3,077
存货	182	362	300	535	558
其它流动资产	3,706	2,844	2,475	2,670	2,952
流动资产合计	8,644	6,536	6,873	8,960	12,754
固定资产	5,578	8,022	9,893	10,566	10,167
使用权资产	17	49	39	40	41
商誉	2,096	2,688	2,822	2,822	2,822
其他非流动资产	2,054	3,198	2,858	2,706	2,605
非流动资产合计	9,746	13,957	15,612	16,134	15,635
资产总计	18,389	20,493	22,486	25,094	28,390
短期借款	482	738	588	589	590
应付账款	316	406	425	657	800
其他应付账款	1,328	1,596	1,669	2,022	2,538
其它流动负债	856	1,172	1,434	1,505	1,581
流动负债合计	2,982	3,912	4,116	4,773	5,509
长期借款	956	713	843	844	845
其它长期负债	4,156	5,027	5,126	5,175	5,226
非流动负债合计	5,112	5,740	5,970	6,019	6,071
负债总计	8,094	9,653	10,086	10,793	11,581
股本	794	1,191	1,191	1,191	1,191
储备	9,335	9,357	10,925	12,846	15,378
母公司拥有人应占权益	10,129	10,549	12,116	14,037	16,569
少数股东权益	166	291	283	264	239
负债和所有者权益合计	18,389	20,493	22,486	25,094	28,390

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标（人民币元）					
每股收益	1.2	1.5	1.3	1.3	1.7
每股净资产	8.4	8.9	8.1	7.8	9.3
每股营收	6.3	8.7	8.0	8.2	10.5
每股经营现金流	1.7	1.8	2.5	1.3	2.2
估值（倍）					
P/E-港股	14.9	11.7	13.9	13.7	10.8
P/E-A股	27.3	21.4	25.5	25.2	19.8
P/B-港股	2.1	2.0	2.2	2.3	2.0
P/S-港股	2.9	2.1	2.3	2.2	1.7
盈利能力比率（%）					
毛利率	35.9%	36.5%	36.0%	35.5%	35.5%
归母净利率	22.3%	13.4%	13.2%	13.2%	13.5%
净资产收益率	17.5%	13.3%	13.8%	14.7%	16.5%
总资产收益率	10.7%	7.0%	7.3%	8.0%	9.4%
盈利增长（%）					
营业收入增长率	45.0%	37.9%	15.5%	23.0%	28.5%
营业利润增长率	40.9%	15.7%	7.2%	21.3%	29.4%
归母净利润增长率	41.7%	-17.2%	14.1%	22.5%	31.8%
Non-IFRS归母净利增长率	37.4%	25.5%	5.9%	21.1%	27.5%
偿债能力指标					
计息负债/权益	14.2%	13.8%	11.8%	10.2%	8.7%
流动比率	289.9%	167.1%	167.0%	187.7%	231.5%
现金比率	118.3%	37.0%	57.2%	62.9%	111.9%
经营效率指标					
应收帐款周转天数	56.5	55.3	55.8	56.3	56.8
应付帐款周转天数	19.4	20.4	20.0	21.0	22.0
存货周转天数	11.9	15.2	15.9	16.2	16.5

E=浦银国际预测
资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

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：康龙化成港股 (3759.HK) PE Band

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 4：康龙化成 A 股 (300759.CH) PE Band

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 5：康龙化成财务预测变动

人民币百万	2023E 新预测	2023E 前预测	2023E 变动	2024E 新预测	2024E 前预测	2024E 变动	2025E 新预测	2025E 前预测	2025E 变动
营业收入	11,854	12,181	-2.7%	14,577	15,603	-6.6%	18,736	20,008	-6.4%
毛利率	36.0%	36.7%	-0.7 pcts	35.5%	36.8%	-1.3 pcts	35.5%	36.8%	-1.3 pcts
经调整归母净利率	16.4%	17.1%	-0.7 pcts	16.1%	17.9%	-1.8 pcts	16.0%	18.5%	-2.5 pcts

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） 现值	12 个月滚动远期市盈率（x） 3 年均值	市盈率（x） 2023E	市盈率（x） 2024E	市盈率（x） 2025E
港股										
2359 HK	药明康德	102.20	36,978	9.0	24.0	23.6	45.2	28.5	22.8	18.3
2269 HK	药明生物	50.50	27,450	10.6	(15.6)	30.6	68.1	38.2	29.5	22.7
3759 HK	康龙化成	19.34	7,475	3.8	(46.4)	14.6	37.1	18.2	14.0	10.9
3347 HK	泰格医药	45.55	7,543	10.8	(49.5)	15.3	37.6	16.6	15.1	12.9
6821 HK	凯莱英	118.50	8,084	7.5	3.2	18.2	15.0	16.6	18.5	14.7
1548 HK	金斯瑞	22.20	6,017	7.5	(10.7)	NA	NA	NA	NA	NA
6127 HK	昭衍新药	15.06	2,514	8.3	(47.2)	12.7	27.2	18.3	11.9	10.5
1873 HK	维亚生物	1.31	323	4.0	(25.1)	NA	15.7	NA	NA	NA
1521 HK	方达控股	2.01	529	(1.0)	(30.7)	20.6	28.8	25.7	19.8	14.3
市值加权平均						**22.0**	**44.5**	**26.4**	**21.3**	**16.8**
A 股										
603259 CH	药明康德	90.46	36,978	5.0	11.7	22.3	48.3	26.9	21.6	17.2
300759 CH	康龙化成	33.16	7,475	6.6	(26.9)	25.0	50.2	31.3	24.0	18.4
300347 CH	泰格医药	66.67	7,543	0.1	(36.4)	21.2	43.8	24.4	20.7	17.0
002821 CH	凯莱英	164.00	8,084	8.1	10.8	26.2	43.5	25.0	26.5	21.1
603127 CH	昭衍新药	26.50	2,514	11.3	(36.5)	19.6	54.4	25.9	18.7	14.5
300363 CH	博腾股份	29.86	2,228	5.6	(26.9)	20.2	41.2	21.4	20.0	15.2
688202 CH	美迪西	76.30	1,402	0.3	(50.1)	20.6	50.5	25.7	19.8	15.3
300725 CH	药石科技	45.56	1,243	0.7	(43.4)	20.5	48.8	26.1	19.7	15.4
603456 CH	九洲药业	29.19	3,588	0.7	(31.2)	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	721,000.00	37,974	5.9	(12.2)	54.4	88.6	63.2	52.9	43.0
LONN SW	Lonza	312.50	25,774	(26.6)	(30.8)	22.1	36.9	23.1	21.9	18.4
CTLT US	Catalant	39.32	7,088	(13.6)	(12.6)	35.9	29.1	38.4	51.7	22.4
市值加权平均						**40.8**	**63.8**	**46.1**	**41.5**	**32.0**

注：E=Bloomberg 一致预期；数据截至 2023 年 10 月 30 日港股收盘

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 7：浦银国际目标价：康龙化成港股 (3759.HK)

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 8：浦银国际目标价：康龙化成 A 股 (300759.CH)

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 9：SPDBI 医疗行业覆盖公司

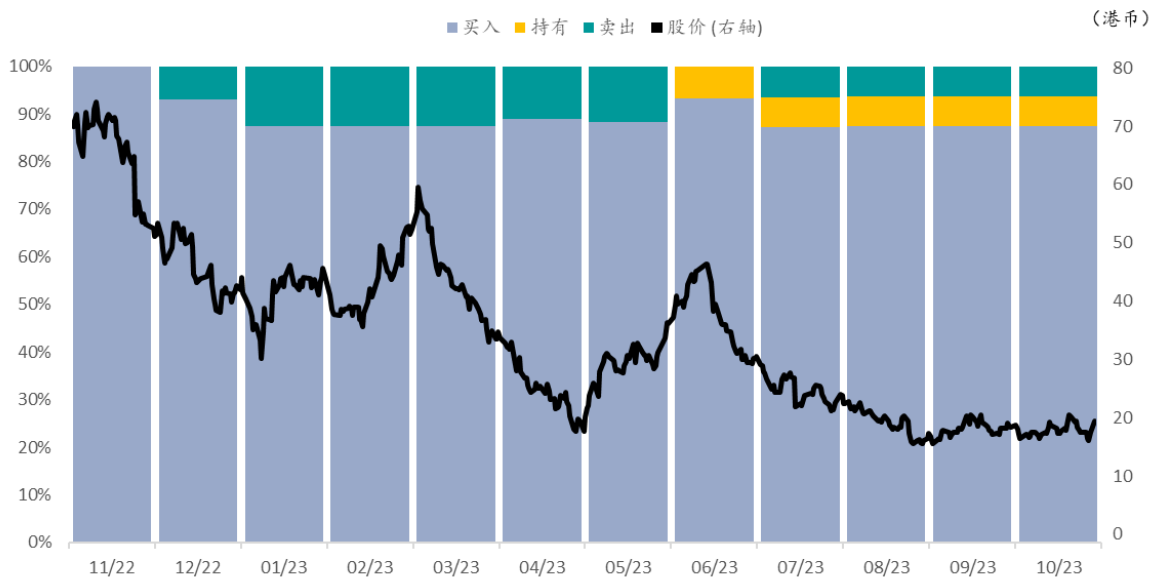
股票代码	公司	现价(LC)	评级	目标价(LC)	评级/目标价/预测发布日期	行业
2359 HK Equity	药明康德	102.2	买入	115.0	2023 年 8 月 2 日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	90.5	买入	116.0	2023 年 8 月 2 日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	19.3	买入	29.0	2023 年 10 月 31 日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	33.2	持有	37.0	2023 年 10 月 31 日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	50.5	买入	73.0	2023 年 8 月 25 日	CRO/CDMO
300760 CH Equity	迈瑞医疗	283.1	买入	390.0	2023 年 8 月 31 日	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	16.2	买入	30.0	2023 年 9 月 4 日	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	4.5	买入	10.0	2023 年 9 月 5 日	医疗器械
9996 HK Equity	沛嘉医疗	7.5	买入	14.0	2023 年 9 月 5 日	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	1.9	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	4.7	持有	4.3	2022 年 5 月 26 日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	18.4	持有	20.0	2023 年 7 月 21 日	互联网医疗
13.HK Equity	和黄医药	32.5	买入	44.0	2023 年 8 月 4 日	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	18.5	买入	28.2	2023 年 8 月 4 日	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	28.3	买入	25.0	2023 年 4 月 4 日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	42.9	买入	58.0	2023 年 3 月 30 日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	19.7	买入	51.5	2023 年 3 月 13 日	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	23.5	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	170.5	买入	305.0	2023 年 3 月 6 日	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	113.5	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	47.1	买入	51.5	2023 年 3 月 29 日	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	43.3	买入	65.0	2023 年 3 月 16 日	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	1.2	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	11.7	买入	13.6	2022 年 12 月 16 日	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	57.0	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	25.3	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	1.5	买入	6.0	2022 年 7 月 27 日	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	1.5	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	3.1	买入	5.5	2023 年 4 月 12 日	制药

注：数据截至 2023 年 10 月 30 日港股收盘。

资料来源：Bloomberg、浦银国际。

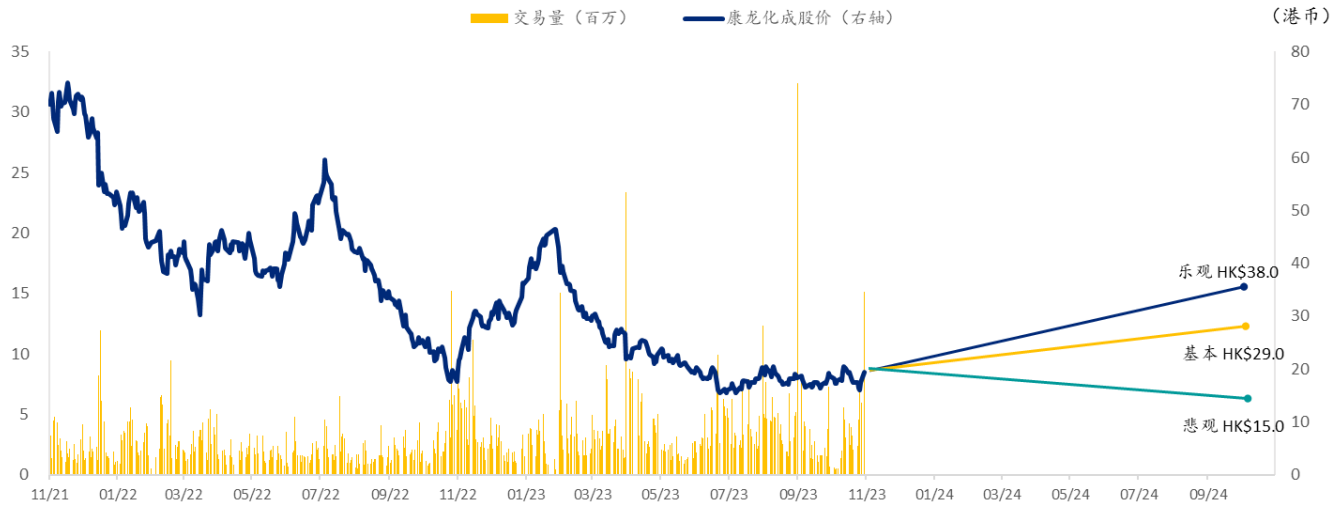
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 10：康龙化成港股（3759.HK）市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

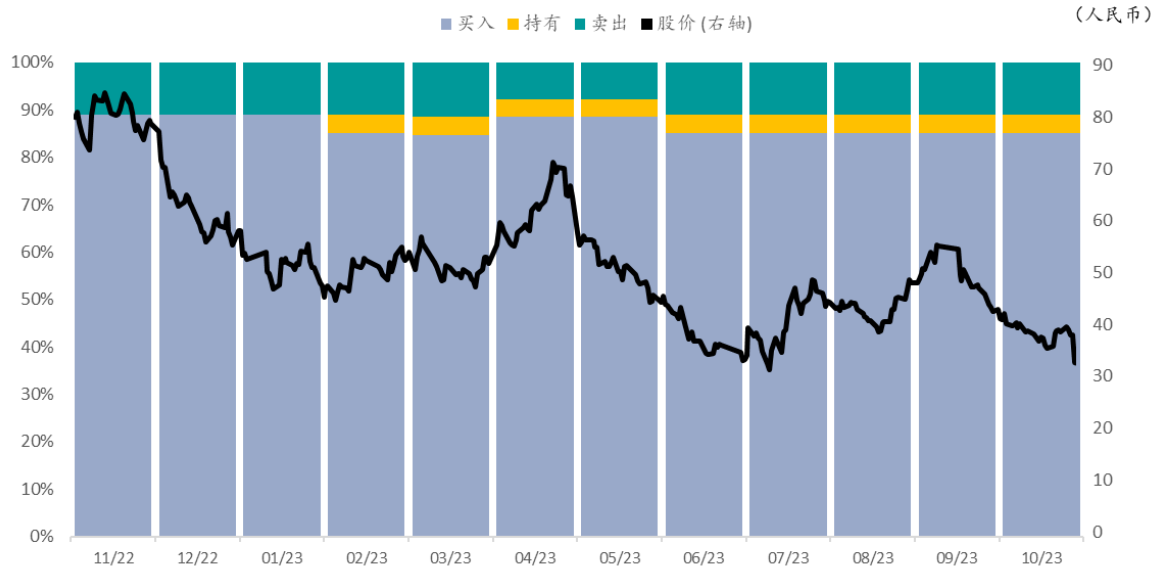
图表 11：康龙化成港股（3759.HK）SPDBI 情景假设



乐观情景：公司增长好于预期	悲观情景：公司增长不及预期
目标价：38.0 港元	目标价：15.0 港元
概率：30%	概率：20%
• 项目订单需求强劲； • 毛利率提升超预期； • 投资收益跟随整体权益市场估值由较大提升。	• 项目订单需求疲软； • 毛利率未来 3 年均维持在 30%-35%左右； • 权益投资项目价值维持平稳。

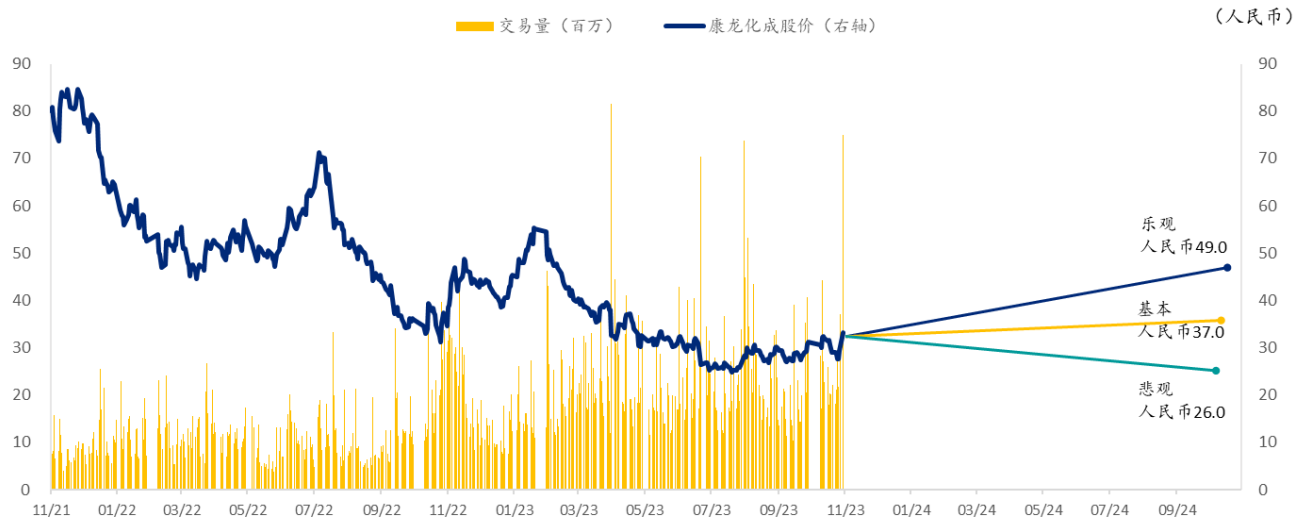
资料来源：浦银国际

图表 12：康龙化成 A 股（300759.CH）市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 13：康龙化成 A 股（300759.CH）SPDBI 情景假设



乐观情景：公司增长好于预期	悲观情景：公司增长不及预期
目标价：49.0 人民币	目标价：26.0 人民币
概率：30%	概率：20%
• 项目订单需求强劲； • 毛利率提升超预期； • 投资收益跟随整体权益市场估值由较大提升。	• 项目订单需求疲软； • 毛利率未来 3 年均维持在 30%-35%左右； • 权益投资项目价值维持平稳。

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