

百济神州 (BGNE.US/6160.HK/688235.CH) : 积极推进国际化进程

首席医药分析师阳景恢复覆盖百济神州 (BGNE.US/6160.HK/688235.CH)，维持“买入”评级，目标价为 275 美元/165 港元/人民币 175 元。我们预计公司 4Q23 总收入约为 6.6 亿美元。公司第二款出海产品替雷利珠单抗 (PD-1) 有望上半年于美国获批。泽布替尼美国放量及替雷利珠海外适应症拓展有望驱动短中期商业化收入。

- 4Q23 反腐影响逐步消退：**随着医院端反腐影响的逐步消退，4Q23 产品销售收入有望环比提升。但考虑到历史上四季度通常是淡季以及对 2023 年 12 月 PD-1 替雷利珠单抗执行新医保价格的渠道补偿，我们保守预计公司 4Q23 总收入为 6.6 亿美元，包括产品销售收入约 6.3 亿美元 (84.7% YoY, 5.2% QoQ)。费用端，我们则预计 4Q23 费用绝对值较 3Q23 变化不大。
- 替雷利珠单抗有望年内于美国获批：**继替雷利珠单抗去年于欧洲获批之后，目前百济已经向美国 FDA 递交一二线食管鳞癌 (ESCC) 适应症，其中二线 ESCC 预计于 1H24 获批，一线 ESCC 预计于 2024 年中获批 (PDUFA 日期：2024 年 7 月)。我们认为替雷利珠单抗在美国获批概率较高。此外，替雷利珠单抗用于治疗一二线非小细胞肺癌 (NSCLC) 已在欧洲递交上市申请，有望于 1H24 获批；一线食管鳞癌和一线胃癌适应症也有望于 1H24 向欧洲药监局提交上市申请。
- 2024 年其他催化剂包括：**1) 泽布替尼在美国市场放量好于预期；2) Sonrotoclax (BCL-2) 一期 MM, MDS, AML 数据读出；3) BTK CDAC 一期数据读出及难治复发性 MCL/CLL 三期国际化临床试验的启动；4) 替雷利珠单抗联用二期数据，包括和 OX40, HPK1, LAG3 等靶点在非小细胞肺癌的联用数据，以及和 LAG3, TIM3 等靶点在头颈癌的联用数据。
- 估值：**我们预测百济 2023-25E 收入分别为 25 亿/30 亿/37 亿美元，对应 37% 2023-25E CAGR (以 2022 年为基数)。我们基于经 POS 调整的收入预测和 DCF 估值模型对公司进行估值，对 WACC 和永续增长率的假设分别为 8.1% 和 3.0%，得到公司美股/港股/A 股目标价分别为 275 美元/165 港元/人民币 175 元，对应 284 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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,176	1,416	2,486	3,014	3,671
同比变动 (%)	280.8%	20.4%	75.6%	21.2%	21.8%
归母净利润/(亏损)	-1,413	-2,004	-771	-784	-278
PS (X)	12.2	11.2	6.4	5.3	4.4

E=浦银国际预测；资料来源：公司报告、浦银国际

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 2 月 23 日

百济神州 (BGNE.US)

买入

目标价 (美元)	275.0
潜在升幅/降幅	+79%
目前股价 (美元)	153.8
52 周内股价区间 (美元)	133.0-272.5
总市值 (百万美元)	16,603
近 3 月日均成交额 (百万)	47

百济神州 (6160.HK)

买入

目标价 (港元)	165.0
潜在升幅/降幅	+78%
目前股价 (港元)	92.5
52 周内股价区间 (港元)	82.7-167.3
总市值 (百万港元)	129,834
近 3 月日均成交额 (百万)	158

百济神州 (688235.CH)

买入

目标价 (人民币)	175.0
潜在升幅/降幅	+49%
目前股价 (人民币)	117.7
52 周内股价区间 (人民币)	98.5-170.5
总市值 (百万人民币)	119,404
近 3 月日均成交额 (百万)	243

注：股价截至 2024 年 2 月 22 日

资料来源：Bloomberg、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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,176	1,416	2,486	3,014	3,671
销售成本	(165)	(286)	(393)	(487)	(581)
毛利	1,011	1,129	2,092	2,527	3,090
研发费用	(1,459)	(1,641)	(1,727)	(1,804)	(1,831)
销售、一般及行政费用	(990)	(1,278)	(1,454)	(1,489)	(1,531)
无形资产摊销	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
其他	-	-	-	-	-
经营亏损	(1,439)	(1,790)	(1,089)	(767)	(273)
利息收入，净额	(16)	52	81	6	3
其他收入，净额	16	(224)	280	-	-
除所得税前亏损	(1,439)	(1,961)	(728)	(762)	(270)
所得税开支	25	(43)	(44)	(23)	(8)
亏损净额	(1,413)	(2,004)	(771)	(784)	(278)
非控股权益应占亏损净额	-	-	-	-	-
归母净利润/(亏损)	(1,413)	(2,004)	(771)	(784)	(278)

资产负债表

百万美元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	6,625	4,540	3,557	2,836	2,662
应收账款	483	173	299	392	492
存货	243	282	323	360	382
预付开支及其他流动资产	270	217	249	241	257
流动资产总值	7,621	5,212	4,428	3,829	3,792
物业、厂房及设备，净额	588	846	1,205	1,431	1,639
经营租赁使用权资产	117	110	110	110	110
无形资产，净额	47	41	46	45	44
商誉	-	-	-	-	-
递延税项资产	110	-	-	-	-
其他非流动资产	163	170	170	170	170
非流动资产总值	1,025	1,167	1,531	1,757	1,963
短期债务	428	329	329	329	329
应付账款	262	295	296	320	350
应计开支及其他应付款项	558	467	477	494	504
其他	352	377	386	386	386
流动负债总值	1,600	1,469	1,489	1,529	1,570
长期银行贷款	202	209	209	209	209
递延收入	220	42	42	42	42
其他	381	276	276	276	276
非流动负债总值	803	527	527	527	527
普通股	0	0	0	0	0
额外实收资本	11,191	11,541	11,878	12,249	12,656
累计其他全面收益 (亏损)	18	(77)	(83)	(83)	(83)
累计亏损	(4,966)	(7,080)	(7,852)	(8,636)	(8,914)
少数股东权益	-	-	-	-	-
权益总额	6,243	4,383	3,943	3,529	3,659

现金流量表

百万美元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
亏损净额	(1,413)	(2,004)	(771)	(784)	(278)
固定资产折旧	46	66	63	75	86
无形资产摊销	-	-	1	1	1
股权激励	241	303	330	363	400
营运资本变动	(118)	132	(179)	(82)	(97)
应收账款	(423)	304	(126)	(93)	(100)
预付账款及其他流动资产变动	(107)	(3)	(32)	7	(16)
存货	(153)	(57)	(41)	(37)	(22)
应付账款	20	(4)	2	24	30
应计开支及其他应付款项	140	46	10	17	10
其他	(18)	151	(118)	(93)	(100)
经营活动现金净额	(1,299)	(1,497)	(556)	(426)	112
购买物业及设备	(263)	(325)	(423)	(301)	(294)
购买投资	(2,191)	(17)	-	-	-
处置短期投资	3,147	1,564	300	300	-
其他	(52)	(144)	-	-	-
投资活动现金净额	641	1,077	(123)	(1)	(294)
短期贷款	406	314	-	-	-
长期贷款	17	37	-	-	-
执行期权所得款项	3,393	-	7	7	7
偿还贷款	(322)	(417)	-	-	-
出售普通股所得款项，扣除成本	50	-	-	-	-
其他	93	47	(6)	-	-
融资活动现金净额	3,637	(19)	1	7	7
汇率变动的影响，净额	14	(69)	(6)	-	-
现金增加 (减少) 净额	2,993	(508)	(684)	(421)	(174)
期初现金	1,390	4,383	3,875	3,191	2,771
期末现金	4,383	3,875	3,191	2,771	2,596

财务和估值比率

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
每股数据 (美元)					
每股盈利 (non-GAAP)	(0.98)	(1.29)	(0.31)	(0.30)	0.10
每股净资产	5.18	3.27	2.93	2.62	2.71
每股销售额	0.98	1.06	1.85	2.24	2.72
同比变动 (%)					
收入	280.8%	20.4%	75.6%	21.2%	21.8%
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	124.1%	115.9%	69.5%	59.9%	49.9%
销售、一般及行政费用/收入	84.2%	90.2%	58.5%	49.4%	41.7%
利润率 (%)					
毛利率	86.0%	79.8%	84.2%	83.8%	84.2%
归母净利率	-120.2%	-141.5%	-31.0%	-26.0%	-7.6%
回报率 (%)					
平均股本回报率	-22.6%	-39.0%	-35.2%	-22.0%	-14.5%
平均资产回报率	-16.3%	-26.8%	-23.3%	-13.9%	-9.2%
财务杠杆					
流动比率 (x)	4.8	3.5	3.0	2.5	2.4
速动比率 (x)	4.6	3.4	2.8	2.3	2.2
现金比率 (x)	4.1	3.1	2.4	1.9	1.7
估值					
市盈率 (x)	NM	NM	NM	NM	119.3
市净率 (x)	2.3	3.6	4.0	4.5	4.4
市销率 (x)	12.2	11.2	6.4	5.3	4.4

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

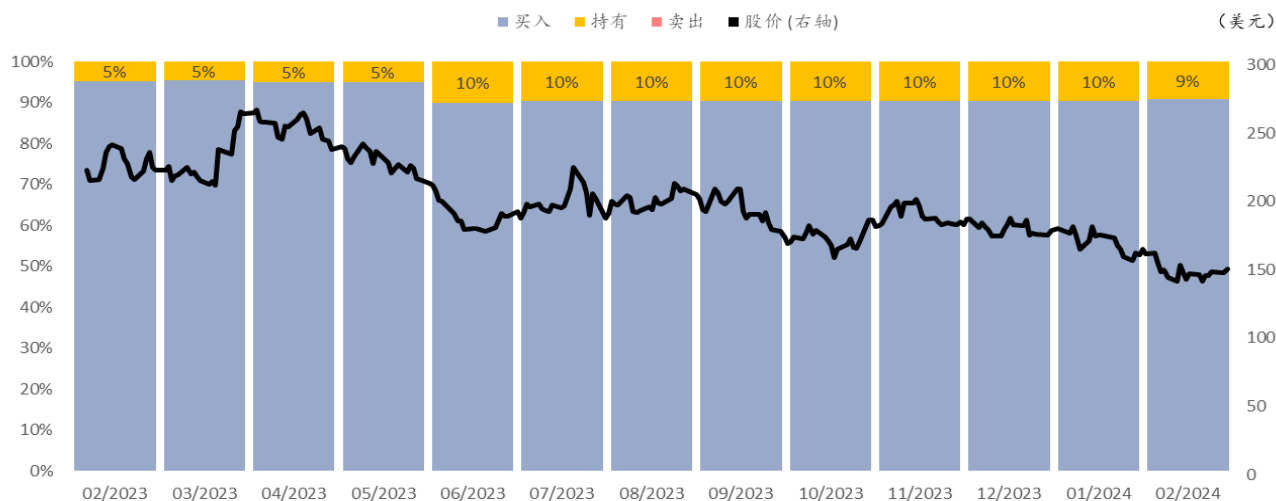
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级/目标价/预测 发布日期	行业
13.HK Equity	和黄医药	24.0	买入	39.0	2024 年 2 月 23 日	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	15.7	买入	25.0	2024 年 2 月 23 日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	15.7	买入	47.0	2024 年 2 月 23 日	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	20.1	买入	60.0	2024 年 2 月 23 日	生物科技
BGNE US Equity	百济神州	153.8	买入	275.0	2024 年 2 月 23 日	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	92.5	买入	165.0	2024 年 2 月 23 日	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	117.7	买入	175.0	2024 年 2 月 23 日	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	1.2	买入	5.4	2023 年 4 月 18 日	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	20.4	买入	25.0	2023 年 4 月 4 日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	21.1	买入	58.0	2023 年 3 月 30 日	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	5.2	买入	15.0	2023 年 3 月 29 日	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	40.0	买入	51.5	2023 年 3 月 29 日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	1.7	买入	12.5	2023 年 3 月 28 日	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	1.6	持有	4.25	2023 年 3 月 17 日	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	44.7	买入	65.0	2023 年 3 月 16 日	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	4.8	买入	13.6	2022 年 12 月 16 日	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	1.6	买入	22.5	2022 年 7 月 27 日	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	33.3	买入	79.0	2023 年 3 月 20 日	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	1.6	买入	22.5	2022 年 7 月 27 日	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	13.0	持有	19.0	2022 年 7 月 27 日	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	25.6	买入	28.1	2022 年 7 月 27 日	生物科技
2256.HK Equity	和誉	2.4	买入	5.6	2022 年 7 月 27 日	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	1.7	买入	6.0	2022 年 7 月 27 日	生物科技
6998.HK Equity	嘉和生物	0.9	买入	6.1	2022 年 7 月 27 日	生物科技
1177 HK Equity	中国生物制药	3.2	买入	5.5	2023 年 4 月 12 日	制药
603259 CH Equity	药明康德	54.1	买入	110.6	2023 年 10 月 31 日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	10.4	买入	29.0	2023 年 10 月 31 日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	22.1	持有	37.0	2023 年 10 月 31 日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	18.4	买入	73.0	2023 年 8 月 25 日	CRO/CDMO
300760 CH Equity	迈瑞医疗	295.0	买入	390.0	2023 年 11 月 1 日	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	13.4	买入	30.0	2023 年 9 月 4 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	5.0	买入	14.0	2023 年 9 月 5 日	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	1.4	买入	3.4	2023 年 9 月 5 日	医疗器械
2172 HK Equity	微创脑科学	10.1	买入	17.6	2023 年 11 月 3 日	医疗器械
688351 CH Equity	微电生理	22.7	买入	27.9	2023 年 11 月 16 日	医疗器械
2190 HK Equity	归创通桥	9.9	买入	16.0	2023 年 11 月 24 日	医疗器械
688617 CH Equity	惠泰医疗	419.6	买入	454.0	2023 年 11 月 30 日	医疗器械
2325 HK Equity	云康集团	11.6	买入	17.2	2023 年 9 月 6 日	ICL
241 HK Equity	阿里健康	3.6	持有	4.3	2022 年 5 月 26 日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	12.7	持有	20.0	2023 年 7 月 21 日	互联网医疗

注：截至 2024 年 2 月 22 日收盘价；

资料来源：Bloomberg、浦银国际

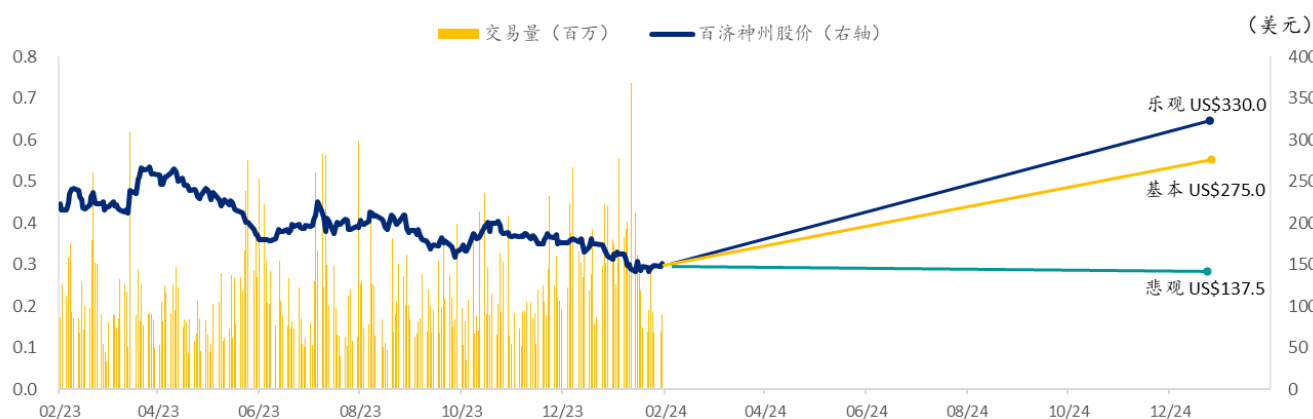
● SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 6：百济神州美股（BGNE US）市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 7：百济神州美股（BGNE US）SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：330.0 美元

概率：20%

- 管线药物研发及获批进度快于预期；
- 泽布替尼 2023-25E 全球销售额 CAGR 高于 65%，销售峰值超过 50 亿美元；
- 替雷利珠单抗 2023-25E 销售额 CAGR 高于 20%，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%。

悲观情景：公司收入增长不及预期

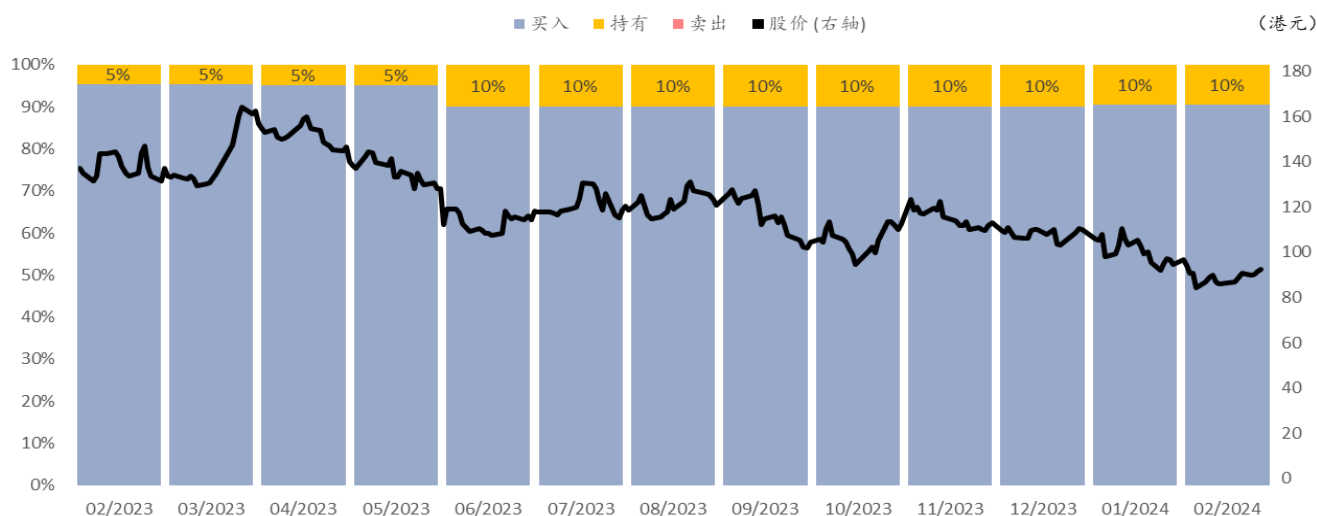
目标价：137.5 美元

概率：20%

- 管线药物研发及获批进度慢于预期；
- 泽布替尼 2023-25E 全球销售额 CAGR 低于 40%，销售峰值低于 30 亿美元；
- 替雷利珠单抗 2023-25E 销售额 CAGR 低于 10%，销售峰值低于 5 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%。

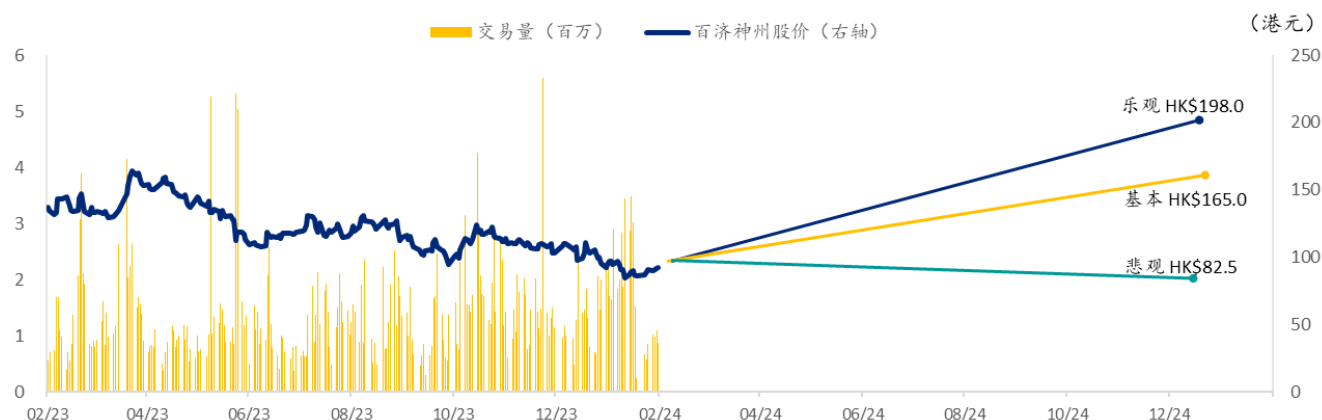
资料来源：浦银国际

图表 8：百济神州港股（6160 HK）市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 9：百济神州港股（6160 HK）SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：198.0 港元

概率：20%

- 管线药物研发及获批进度快于预期；
- 泽布替尼 2023-25E 全球销售额 CAGR 高于 65%，销售峰值超过 50 亿美元；
- 替雷利珠单抗 2023-25E 销售额 CAGR 高于 20%，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%。

悲观情景：公司收入增长不及预期

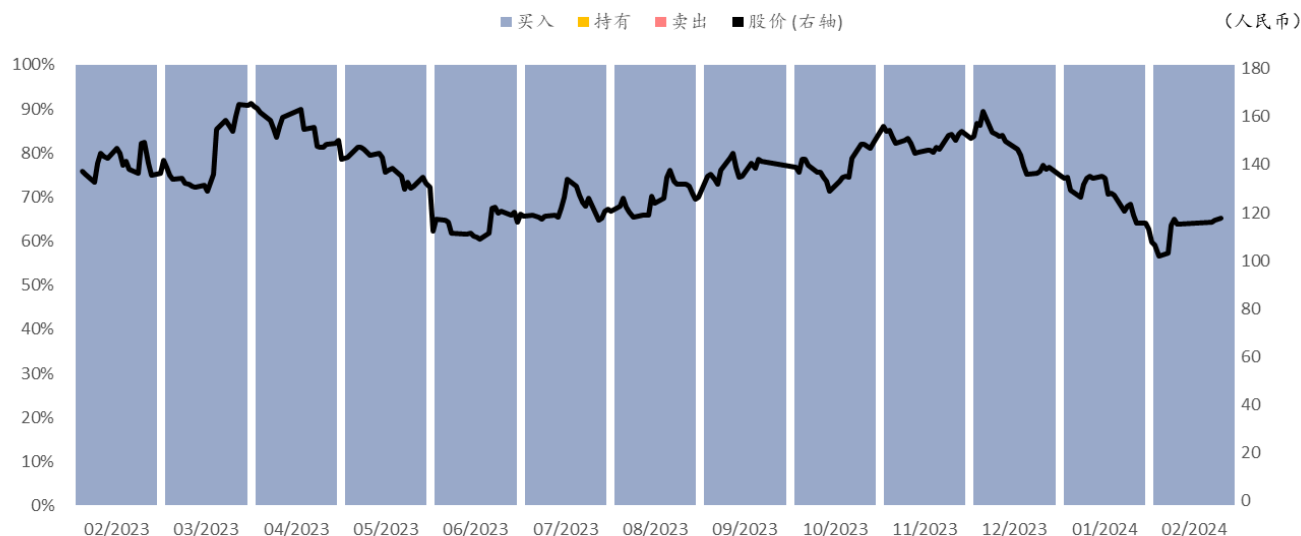
目标价：82.5 港元

概率：20%

- 管线药物研发及获批进度慢于预期；
- 泽布替尼 2023-25E 全球销售额 CAGR 低于 40%，销售峰值低于 30 亿美元；
- 替雷利珠单抗 2023-25E 销售额 CAGR 低于 10%，销售峰值低于 5 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%。

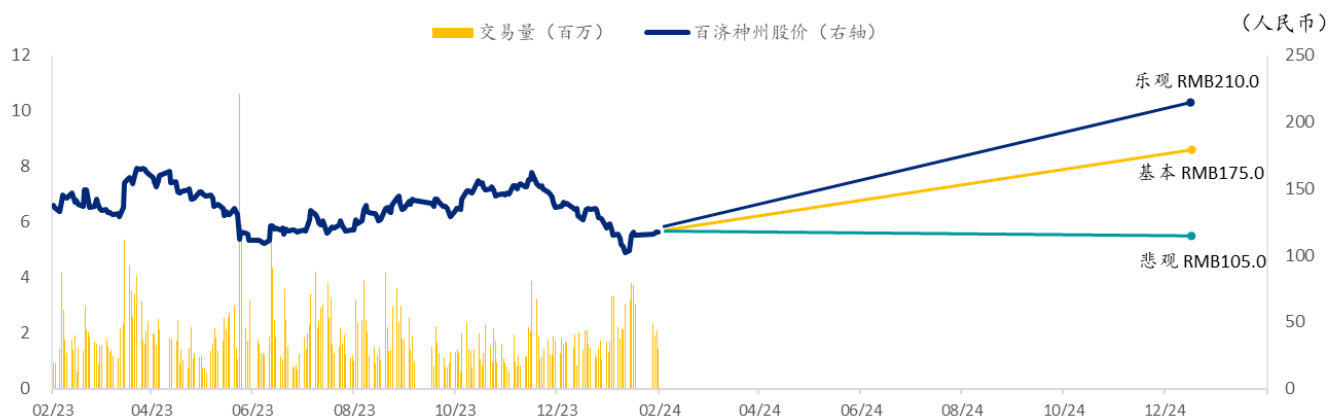
资料来源：浦银国际

图表 10: 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 11: 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

目标价: 人民币 210.0 元

概率: 20%

- 管线药物研发及获批进度快于预期;
- 泽布替尼 2023-25E 全球销售额 CAGR 高于 65%, 销售峰值超过 50 亿美元;
- 替雷利珠单抗 2023-25E 销售额 CAGR 高于 20%, 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%。

悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 人民币 105.0 元

概率: 20%

- 管线药物研发及获批进度慢于预期;
- 泽布替尼 2023-25E 全球销售额 CAGR 低于 40%, 销售峰值低于 30 亿美元;
- 替雷利珠单抗 2023-25E 销售额 CAGR 低于 10%, 销售峰值低于 5 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

● 财务报表

图表 12：百济神州利润表

百万美元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,176	1,416	2,486	3,014	3,671
销售成本	(165)	(286)	(393)	(487)	(581)
毛利润	1,011	1,129	2,092	2,527	3,090
研发费用	(1,459)	(1,641)	(1,727)	(1,804)	(1,831)
销售、一般及行政费用	(990)	(1,278)	(1,454)	(1,489)	(1,531)
无形资产摊销	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
其他	-	-	-	-	-
经营亏损	(1,439)	(1,790)	(1,089)	(767)	(273)
利息收入，净额	(16)	52	81	6	3
其他收入，净额	16	(224)	280	-	-
除所得税前亏损	(1,439)	(1,961)	(728)	(762)	(270)
所得税开支	25	(43)	(44)	(23)	(8)
亏损净额	(1,413)	(2,004)	(771)	(784)	(278)
非控股权益应占亏损净额	-	-	-	-	-
归母净利润/(亏损)	(1,413)	(2,004)	(771)	(784)	(278)

E=浦银国际预测

资料来源：公司年报、浦银国际

图表 13: 百济神州资产负债表

百万美元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	6,625	4,540	3,557	2,836	2,662
应收账款	483	173	299	392	492
存货	243	282	323	360	382
预付开支及其他流动资产	270	217	249	241	257
流动资产总值	7,621	5,212	4,428	3,829	3,792
物业、厂房及设备, 净额	588	846	1,205	1,431	1,639
经营租赁使用权资产	117	110	110	110	110
无形资产, 净额	47	41	46	45	44
商誉	-	-	-	-	-
递延税项资产	110	-	-	-	-
其他非流动资产	163	170	170	170	170
非流动资产总值	1,025	1,167	1,531	1,757	1,963
短期债务	428	329	329	329	329
应付账款	262	295	296	320	350
应计开支及其他应付款项	558	467	477	494	504
其他	352	377	386	386	386
流动负债总值	1,600	1,469	1,489	1,529	1,570
长期银行贷款	202	209	209	209	209
递延收入	220	42	42	42	42
其他	381	276	276	276	276
非流动负债总值	803	527	527	527	527
普通股	0	0	0	0	0
额外实缴资本	11,191	11,541	11,878	12,249	12,656
累计其他全面收益 (亏损)	18	(77)	(83)	(83)	(83)
累计亏损	(4,966)	(7,080)	(7,852)	(8,636)	(8,914)
少数股东权益	-	-	-	-	-
权益总额	6,243	4,383	3,943	3,529	3,659

E=浦银国际预测

资料来源: 公司年报、浦银国际

图表 14：百济神州现金流量表

百万美元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
亏损净额	(1,413)	(2,004)	(771)	(784)	(278)
固定资产折旧	46	66	63	75	86
无形资产摊销	-	-	1	1	1
股权激励	241	303	330	363	400
营运资本变动	(118)	132	(179)	(82)	(97)
应收账款	(423)	304	(126)	(93)	(100)
预付账款及其他流动资产变动	(107)	(3)	(32)	7	(16)
存货	(153)	(57)	(41)	(37)	(22)
应付账款	20	(4)	2	24	30
应计开支及其他应付款项	140	46	10	17	10
其他	(18)	151	(118)	(93)	(100)
经营活动现金净额	(1,299)	(1,497)	(556)	(426)	112
购买物业及设备	(263)	(325)	(423)	(301)	(294)
购买投资	(2,191)	(17)	-	-	-
处置短期投资	3,147	1,564	300	300	-
其他	(52)	(144)	-	-	-
投资活动现金净额	641	1,077	(123)	(1)	(294)
短期贷款	406	314	-	-	-
长期贷款	17	37	-	-	-
执行期权所得款项	3,393	-	7	7	7
偿还贷款	(322)	(417)	-	-	-
出售普通股所得款项，扣除成本	50	-	-	-	-
其他	93	47	(6)	-	-
融资活动现金净额	3,637	(19)	1	7	7
汇率变动的影响，净额	14	(69)	(6)	-	-
现金增加（减少）净额	2,993	(508)	(684)	(421)	(174)
期初现金	1,390	4,383	3,875	3,191	2,771
期末现金	4,383	3,875	3,191	2,771	2,596

E=浦银国际预测

资料来源：公司年报、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

周文硕

tallan_zhou@spdbi.com
852-2808 6476

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

