



沛嘉医疗 (9996.HK)：审计结果或为投资人注入更多信心，重磅新品有望成为股价催化剂

公司于6月17日起复牌，我们认为普华永道延长审计后依旧对公司业绩出具标准无保留意见，一定程度上为沛嘉提供了更强有力的审计背书，或可提高投资人对公司财务及内控的信心。业务层面，公司5M24植入量增速明显优于其他TAVR龙头，年内市占率将进一步提升，神经介入板块则继续受益于缺血新品放量，年内有望实现板块盈利。中期维度看，TaurusTrio等重磅新品预计2025/26E国内获批，有望成为公司股价催化剂。维持“买入”评级，给予10.2港元目标价。

- 普华永道延长审计后依旧出具标准无保留意见，或可为投资人注入更多信心。公司股票此前于4月2日起停牌，停牌期间审计师除对披露的金融资产进行审计外，也延伸核查了公司多项财务及内控项目，且最终出具标准无保留意见，一定程度上为沛嘉提供了更强有力的审计背书，或可提高投资人对公司财务及内控的信心。业绩层面，2023年收入人民币4.4亿元（同比+76%YoY），其中心脏瓣膜与神经介入收入分别+73%及+78%；毛利率73.8%（+3.5pcts YoY），其中瓣膜毛利率85.7%（+6.0pcts YoY），神经介入毛利率65.1%（+1.9pcts YoY）；归母净亏损3.9亿元（vs 2022年亏损4.1亿元）。
- 心脏瓣膜：市占率稳步提升，三款重磅产品获批为潜在股价催化剂。2023年板块收入人民币1.9亿元（+73%YoY），植入量2,484例（+106%YoY），公司经股市占率+4pcts至20%（若按经股&经心尖商业植入口径，则+3pcts至17%）。根据我们的统计，沛嘉5M24植入量同比+>40%，在TAVR龙头中表现优异，我们预计2024E经股市占率有望提升至25%。中期维度看，我们认为3款有望2025/26E国内获批上市的新品有望成为公司股价催化剂，包括：1) 用于反流的TaurusTrio；2) GeminiOne；及3) TaurusNXT。
- 神经介入：集采下毛利率相对平稳，2024E有望实现板块盈利。2023年板块收入人民币2.6亿元（+78%YoY），其中出血/缺血/通路产品收入同比+45%/+118%/+85%。缺血产品增长强劲主因Syphonet取栓支架（收入+339%）、Tethys AS抽吸导管（收入+88%）、Fastunnel输送型球囊扩张导管等上市时间较短的新品仍处于快速放量期。21省弹簧圈集采结果于2023年5月起执行，公司2023年弹簧圈销量同比+94%，市场份额提升4pcts至10%，且在集采降价下，公司神介板块经调整毛利率仅同比下滑1.1pcts，表现平稳，板块有望于2024E实现人民币1000-2000万元利润。
- 维持“买入”评级，给予10.2港元目标价。我们模型中假设2026E TAVR将面临集采，后续三款重磅新品的上市将对冲部分集采潜在影响，预计公司2024E/25E/26E收入人民币6.5亿/8.9亿/9.0亿元。继续采用DCF对公司进行估值（WACC：10.8%；永续增长率：2%），给予10.2港元目标价。
- 投资风险：销售不及预期；行业竞争加剧；集采时间早于预期；TAVR渗透率提升不及预期；国际化进度不及预期。

图表 1：盈利预测和财务指标

人民币百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	251	441	648	892	897
同比变动 (%)	84%	76%	47%	38%	1%
归母净利润/ (亏损)	-408	-393	-209	-65	-115
PS (X)	9.0	5.2	3.5	2.6	2.5

E=浦银国际预测 资料来源：公司报告、浦银国际

胡泽宇, CFA

医药分析师

ryan_hu@spdbi.com

(852) 2808 6446

阳景

首席医药分析师

Jing_yang@spdbi.com

(852) 2808 6434

2024年6月18日

评级

买入

目标价 (港元)	10.20
潜在升幅/降幅	+182%
目前股价 (港元)	3.62
52周内股价区间 (港元)	3.36-9.80
总市值 (百万港元)	2,459
近3月日均成交额 (百万)	15

注：数据截至2024年6月18日

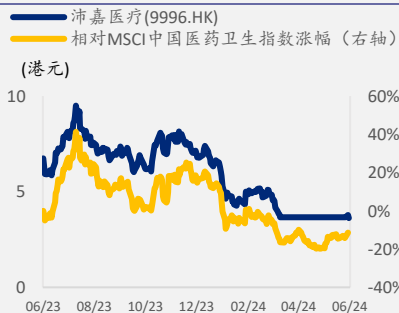
市场预期区间



资料来源：Bloomberg、浦银国际

注：数据截至2024年6月18日

股价表现



资料来源：Bloomberg、浦银国际

注：数据截至2024年6月18日

财务报表分析与预测 - 沛嘉医疗

利润表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	251	441	648	892	897
心脏瓣膜	107	186	286	399	250
神经介入	144	256	362	493	647
销售成本	-75	-116	-179	-239	-324
毛利	176	325	469	653	574
销售及分销开支	-242	-325	-376	-401	-359
行政开支	-123	-142	-143	-143	-144
研发开支	-373	-293	-199	-210	-221
其他收入	13	20	22	24	26
其他亏损净额	107	-16	0	0	0
经营亏损	-443	-431	-227	-77	-124
财务收入	47	39	19	12	9
财务成本	-2	0	0	0	0
金融工具公允价值变动	0	0	0	0	0
除所得税前亏损	-398	-392	-209	-65	-115
所得税开支	-10	-1	0	0	0
归母净利润	-408	-393	-209	-65	-115

资产负债表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
使用权资产	22	45	43	42	41
物业、厂房及器械	306	454	503	545	582
投资物业	7	0	0	0	0
无形资产	539	528	554	579	602
预付款项及其他应收款项	6	8	9	10	11
其他	429	400	408	416	424
非流动资产总值	1,309	1,434	1,516	1,592	1,660
存货	127	171	179	191	210
按公允价值计入损益的金融资产	72	77	85	93	103
预付款项及其他应收款项	139	194	194	178	179
现金及现金等价物	1,670	796	498	394	233
流动资产总值	2,007	1,237	957	856	726
资产总值	3,316	2,672	2,473	2,448	2,386
长期负债	71	204	204	204	204
向投资者发行的金融工具	0	0	0	0	0
租赁负债	2	1	1	1	2
递延税项负债	20	20	22	25	27
递延收入	2	13	14	16	17
贸易及其他应付款项	6	5	6	7	7
非流动负债总额	101	244	248	252	257
短期负债	56	14	14	14	14
租赁负债	3	3	3	3	3
贸易及其他应付款项	519	138	143	179	226
合约负债	0	0	0	0	0
流动负债总额	578	154	160	196	244
股本及股份溢价	6,370	6,359	6,359	6,359	6,359
持有的信托库存股份	-83	-54	-54	-54	-54
其他储备	64	74	74	74	74
累计亏损	-3,713	-4,105	-4,314	-4,379	-4,494
权益总额	2,638	2,274	2,065	2,000	1,885

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)	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
除所得税前年内亏损	-398	-392	-209	-65	-115
物业、厂房及器械及投资物业折旧	20	36	56	64	72
无形资产及使用权资产摊销/折旧	16	28	31	32	33
存货增加	-63	-43	-9	-12	-19
预付款项及其他应收款项变动	-62	-57	-1	15	-2
贸易及其他应付款项减少	194	0	1	1	1
其他	-10	7	0	0	0
经营活动现金净额	-376	-768	-138	57	3
物业、厂房及器械付款	-130	-316	-105	-107	-109
无形资产付款	-72	-70	-50	-50	-50
其他	-261	-5	-5	-5	-5
投资活动现金净额	-463	-391	-160	-162	-164
股权融资	2	-10	0	0	0
借款增加	127	91	0	0	0
其他	-11	206	0	0	0
融资活动现金净额	117	286	0	0	0
现金及现金等价物的增加净额	-722	-874	-298	-104	-160
年初的现金及现金等价物	2,296	1,670	796	498	394
现金及现金等价物汇兑损益	96	0	0	0	0
年末的现金及现金等价物	1,670	796	498	394	233

财务和估值比率

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	-0.61	-0.58	-0.31	-0.10	-0.17
每股销售额	0.37	0.65	0.95	1.31	1.32
每股净资产	3.92	3.35	3.04	2.94	2.78
同比变动					
收入	84%	76%	47%	38%	1%
归母净利润	NM	NM	NM	NM	NM
费用与利润率					
毛利率	70%	74%	72%	73%	64%
核心经营利润率	-224%	-99%	-38%	-11%	-17%
归母净利率	-163%	-89%	-32%	-7%	-13%
回报率					
平均股本回报率	-14%	-16%	-10%	-3%	-6%
平均资产回报率	-12%	-13%	-8%	-3%	-5%
财务杠杆					
流动比率 (x)	3.5	8.0	6.0	4.4	3.0
现金比率 (x)	2.9	5.2	3.1	2.0	1.0
负债/权益	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3
估值					
市盈率 (x)	-5.5	-5.8	-10.9	-34.8	-19.9
市销率 (x)	9.0	5.2	3.5	2.6	2.5
市净率 (x)	0.9	1.0	1.1	1.1	1.2

图表 2: 主要可比公司财务及经营数据

	沛嘉医疗 (9996.HK)	启明医疗 (2500.HK)	心通医疗 (2160.HK)
			
2024E 指引			
行业瓣膜植入量	+25%-50% YoY	+30%-40% YoY	+30%-40% YoY
公司瓣膜植入量	3,508-4,941 台 (+41%-99% YoY) 按经股市占率指引 23-27% 计算	5,200-5,500 台 (+21%-28% YoY)	>5,000 台 (+>35% YoY)
2023 财务数据 (人民币)			
收入 (同比变动)	4.4 亿 (▲76%) 心脏瓣膜: 1.9 亿 (▲73%) 神经介入: 2.6 亿 (▲78%)	4.9 亿 (▲21%)	3.4 亿 (▲34%)
- 国内	-	4.2 亿 (▲18%)	3.3 亿 (▲33%)
- 海外	-	7,267 万 (▲40%)	1,132 万 (▲59%)
毛利率 (同比变动)	73.8% (▲3.5pcts) 心脏瓣膜: 85.7% (▲6.0pcts) 神经介入: 65.1% (▲1.9pcts); 经调整毛利率 ▼1.1pcts	79.2% (▲2.0pcts)	68.4% (▲3.8pcts)
销售费用 (同比变动; 费用率)	3.3 亿 (▲34%; 74%)	3.0 亿 (▲15%; 61%)	2.2 亿 (▲39%; 66%)
研发费用 (同比变动; 费用率)	2.9 亿 (▼21%; 67%) 剔除 BD 相关: 2.1 亿 (▲40%)	5.2 亿 (▼0.5%; 107%)	2.4 亿 (▲6%; 71%)
管理费用 (同比变动; 费用率)	1.4 亿 (▲15%; 32%)	1.6 亿 (▼17%; 33%)	7,022 万 (▼2%; 21%)
归母净利/亏损	亏损 3.9 亿 (2022 年: 亏损 4.1 亿)	亏损 7.2 亿 (2022 年: 亏损 10.6 亿)	亏损 4.7 亿 (2022 年: 亏损 4.5 亿)
现金及现金等价物 ⁽¹⁾	9.7 亿	9.9 亿	17.7 亿
2023 年核心运营数据			
TAVI 植入量	2,484 例 (▲106%)	4,300 例 (▲23%)	3,820 例 (▲46%; 国内+44%至 3,700 例, 海外+90%至 120 例)
市占率 ⁽²⁾ (占经股&经心 尖商业植入量)	17% (▲3pcts) (经股市占率 20%; ▲4pcts)	29% (▼12pcts) (经股市占率 35%; ▼12pcts)	25% (▼5pcts) (经股市占率 30%; ▼4pcts)
入院数量	489 家 (不含神介入院; 较 2022 年底▲199 家)	550 家 (较 2022 年底▲150 家)	554 家 (较 2022 年底▲117 家)
销售团队人数	200 人 (不含神介销售; 较 2022 年底▲15 人)	220 人 (较 2022 年底▼40 人)	~200 人 (较 2022 年底▲16 人)

注: (1)包括现金及现金等价物、已抵押存款、定期存款; (2)2023 年市占率按全国商业经股&经心尖植入量 15,000 例, 商业经股植入 12,200 例计算;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 3：沛嘉医疗产品管线（1）

产品	类型	国内进展	海外进展	预计国内获批时间
心脏瓣膜介入治疗				
主动脉瓣（置换）				
1) TaurusOne（第一代）	自研	已获批	\	已获批（2021年4月）
2) TaurusElite（第二代）	自研	已获批	\	已获批（2021年6月）
3) TaurusNXT“非醛交联”干瓣（第三代）	自研	注册性临床（已完成入组）	\	2025年底/2026年初
4) TaurusWave 冲击波球囊	自研	临床阶段（2021年10月完成首例入组）	\	2026年之后
5) TaurusApex 高分子瓣膜（第四代）	自研	临床前（动物试验）	\	2026年之后
6) Trilogy/Taurus Trio（AS&AR）	由 JenaValve 获得大中华权益（2021年12月）	中国大陆：已于2024年3月完成注册临床入组；首5例注册临床患者平均器械时间20余分钟，最快10分钟 港澳：2023年5月完成首例商业化植入	AS&AR 已获得 CE 标志（沛嘉无海外权益）	2025年底/2026年初
二尖瓣（置换、修复）				
1) HighLife 经房置换系统	由 HighLife 获得大中华权益（2020年12月）	注册性临床（计划入组110人，2022年11月完成首例植入；中国分中心2023年5月完成首例植入，手术时常68分钟；截至1H23入组5-6例）	欧洲：注册性临床（沛嘉无海外权益）	2026年之后
2) Sutra 对合缘增强系统	沛嘉投资 Sutra Medical 并成为第二大股东（2021年8月）	\	临床前（动物试验）	2026年之后
3) GeminiOne 缘对缘修复系统（适应症：中重度或重度 DMR）	自研	注册性临床（预计2024E中期完成入组）	\	2025年
三尖瓣（置换）				
1) MonarQ TTVR	与 inQB8 分别拥有50%权益（2021年6月）	\	临床阶段（2022年11月在丹麦完成 FIM 全球首例植入；预计1H24E 美国 EFS 启动入组）	2026年之后
2) GeminiOne 缘对缘修复系统	自研	准备 FIM	\	2026年之后
配套产品				
1) TaurusAtlas 球囊扩张导管	自研	已获批（2021年4月）	\	已获批
2) TaurusNavi 引导鞘管	自研	已获批（2021年4月）	\	已获批
3) TaurusExplora 硬导丝	自研	已获批（2021年4月）	\	已获批

注：“\”代表暂未公布相关计划
资料来源：公司资料、浦银国际

图表 4：沛嘉医疗产品管线（2）

产品	类型	国内进展	海外进展	预计国内获批时间
神经介入治疗（2019年3月收购加奇生物）				
出血性产品				
1) Jasper 颅内可电解脱弹簧圈 (第一代可解脱弹簧圈)	自研	已获批	已获批：CE、 巴西、印尼、 尼瓜多尔	已获批（2009年6月）
2) Presgo 机械解脱弹簧圈 (第二代可解脱弹簧圈)	自研	已获批	已获批：CE、 巴西	已获批（2018年6月）
3) Jasper SS 可电解脱弹簧圈	自研	已获批	\	已获批（2021年6月）
4) NRcoil 热熔可解脱弹簧圈	自研	已获批	\	已获批（2023年8月）
5) Jasper 颅内可电解脱弹簧圈 II	自研	已提交上市申请	\	2024/25E
6) CereStaller 颅内辅助支架	自研	注册临床	\	-
缺血性产品				
1) SacSpeed 球囊扩展导管	自研 (ICAD)	已获批	\	已获批（2020年8月）
2) Syphonet/申翼取栓支架	自研 (AIS)	已获批	\	已获批（2022年2月）
3) Tethys AS 血栓抽吸导管	自研 (AIS)	已获批	\	已获批（2022年5月）
4) Fastunnel 输送型球囊扩张导管（前称 Neway 球囊微导管）	自研 (ICAD)	已获批	\	已获批（2022年5月）
5) Fluxcap 球囊导引导管	自研 (AIS)	已获批	\	已获批（2022年6月）
6) NeuroStellar 颅内支架	自研 (ICAD)	准备提交上市申请	\	2025E
7) Tethys AS 抽吸导管 II（大内腔）	自研 (AIS)	准备提交上市申请	\	2025E
8) Fastunnel 输送型球囊扩张导管 II	自研 (ICAD)	准备提交上市申请	\	2025E
9) SacSpeed 球囊扩展导管 II	自研 (ICAD)	临床前（设计阶段）	\	-
血管通路产品				
1) Jasper 弹簧圈分离控制盒	自研	已获批	\	已获批（2016年11月）
2) Presgo 微导丝	自研	已获批	已获批：CE、 巴西	已获批（2017年2月）
3) Presgo 微导管	自研	已获批	已获批：巴西	已获批（2017年8月）
4) Heraldier 导引导管（易必达）	自研	已获批	\	已获批（2019年5月）
5) Tethys 中间导引导管	自研	已获批	\	已获批（2020年10月）
6) Heraldier DA 远端通路导引导管	自研	已获批	\	已获批（2021年6月）
7) DCwire 微导丝	自研	已获批	\	已获批（2023年6月）
8) Tethys 中间导引导管 II	自研	临床前（准备型检）	\	-
9) 桡动脉支撑导管	自研	临床前（准备型检）	\	-
10) 输送器(大内腔)	自研	临床前（准备型检）	\	-

注：“\”代表暂未公布相关计划
资料来源：公司资料、浦银国际

图表 5: SPDBI 目标价: 沛嘉医疗 (9996.HK)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

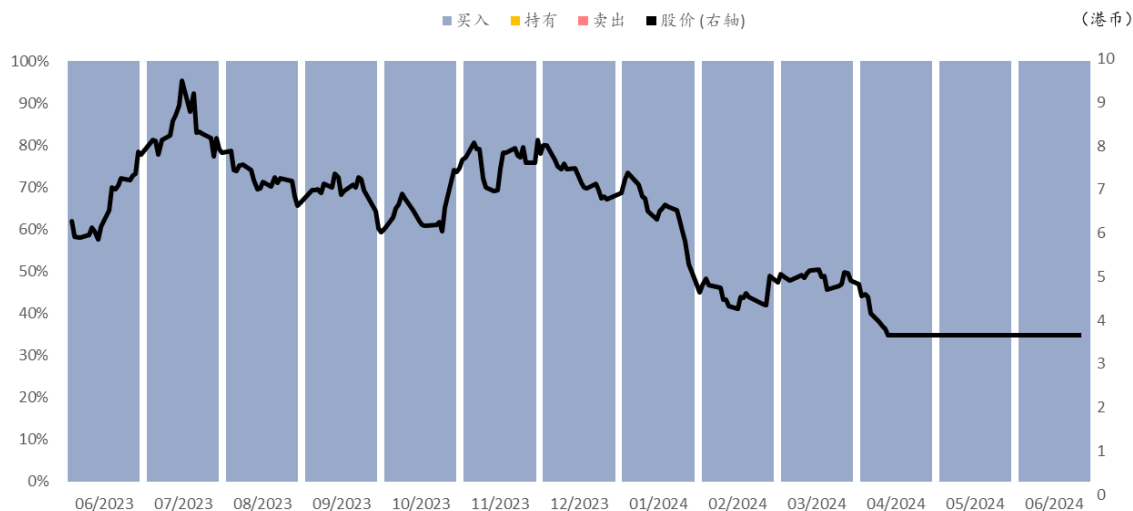
图表 6: SPDBI 医药行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级/目标价/预测 发布尔日期	行业
13.HK Equity	和黄医药	28.1	买入	39.0	2024年2月29日	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	17.9	买入	25.0	2024年2月29日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	14.6	买入	47.0	2024年5月10日	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	19.0	买入	60.0	2024年5月10日	生物科技
BGNE US Equity	百济神州	159.4	买入	275.0	2024年5月9日	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	94.8	买入	165.0	2024年5月9日	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	126.1	买入	175.0	2024年5月9日	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	0.9	买入	5.4	2023年4月18日	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	20.3	买入	25.0	2023年4月4日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	26.1	持有	33.0	2024年4月29日	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	4.5	买入	15.0	2023年3月29日	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	37.4	买入	60.0	2024年3月21日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	1.4	买入	12.5	2023年3月28日	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	1.1	持有	4.25	2023年3月17日	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	38.2	买入	63.0	2024年5月31日	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	2.6	买入	13.6	2022年12月16日	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	33.8	买入	58.0	2024年6月3日	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	1.8	买入	22.5	2022年7月27日	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	18.8	持有	19.0	2022年7月27日	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	26.4	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	1.3	买入	6.0	2022年7月27日	生物科技
6998.HK Equity	嘉和生物	1.3	买入	6.1	2022年7月27日	生物科技
1177 HK Equity	中国生物制药	2.8	买入	5.1	2024年4月9日	制药
2359 HK Equity	药明康德	31.6	买入	48.0	2024年4月30日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	42.5	买入	60.0	2024年4月30日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	9.2	买入	16.8	2024年4月26日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	20.0	持有	22.4	2024年4月26日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	11.7	持有	20.0	2024年3月27日	CRO/CDMO
300760 CH Equity	迈瑞医疗	292.9	买入	390.0	2024年4月30日	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	12.0	买入	15.1	2024年4月3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	3.6	买入	10.2	2024年6月18日	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	0.9	买入	3.4	2023年9月5日	医疗器械
2172 HK Equity	微创脑科学	7.2	买入	15.5	2024年4月3日	医疗器械
688351 CH Equity	微电生理	23.9	买入	27.9	2023年11月16日	医疗器械
2190 HK Equity	归创通桥	10.6	买入	16.0	2024年3月22日	医疗器械
688617 CH Equity	惠泰医疗	434.6	买入	454.0	2023年11月30日	医疗器械
2325 HK Equity	云康集团	10.9	买入	13.1	2024年3月28日	ICL
241 HK Equity	阿里健康	3.4	持有	4.0	2024年5月28日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	11.3	持有	15.0	2024年3月21日	互联网医疗

注: 股价截至 2024 年 6 月 18 日港股收盘; 资料来源: Bloomberg、浦银国际

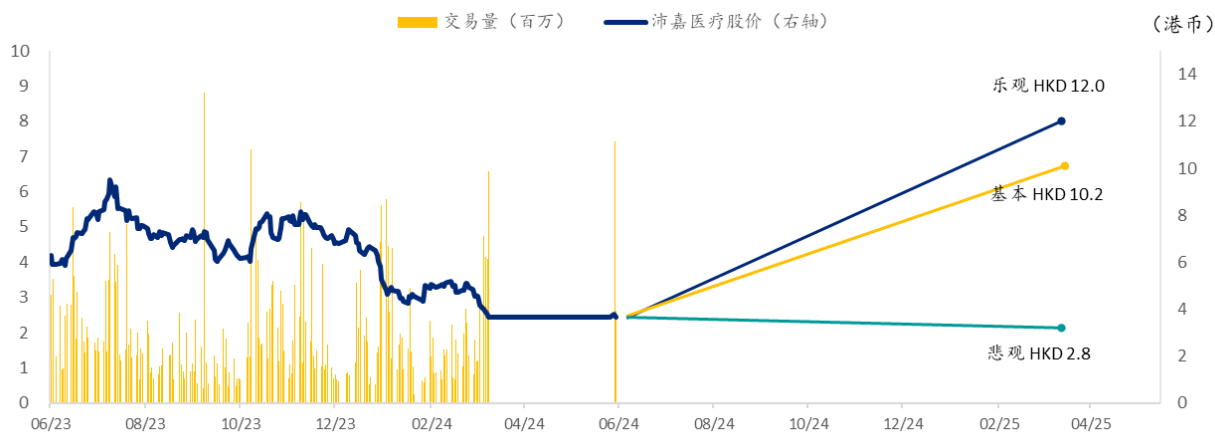
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 7: 沛嘉医疗市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 8: 沛嘉医疗 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 12.0 港元 (概率: 30%)

- TAVR 集采降价较预期晚, 且降幅温和
- TAVR 及神经介入竞争较预期温和, 产品降价幅度较预期小
- TAVR 及神经介入渗透率较预期提升快
- 海外市场拓展好于预期

悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 2.8 港元 (概率: 20%)

- TAVR 集采降价较预期早, 且降幅较大
- TAVR 及神经介入竞争较预期激烈, 产品降价幅度较预期大
- TAVR 及神经介入渗透率较预期提升慢
- 海外市场拓展差于预期

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国 - 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

