



百济神州 (BGNE.US/6160.HK/688235.CH) : 2Q24 业绩大超预期, 海外泽布替尼收入 继续强势增长

百济神州 2Q24 业绩显著强于预期, 主要受益于泽布替尼美国和欧洲销售持续强劲增长。公司首次实现经调整 Non-GAAP 经营利润, 成为此次业绩的正面惊喜。维持“买入”评级, 上调目标价至美股 285 美元, 港股 171 港元, A 股人民币 181 元。

• **2Q24 业绩大超预期, 主要受益于泽布替尼海外销售超预期:** 2Q24 公司总收入达到 9.29 亿美元 (+56.1% YoY, +23.6%), 其中产品收入达到 9.21 亿美元 (+66.3% YoY, +23.2% QoQ), 显著超过我们预期和 Visible Alpha 一致预期, 主要得益于百悦泽美国和欧洲销售强于预期; 净亏损为 1.2 亿美元 (-68.4% YoY, -52.1% QoQ), 显著好于我们预期和 Visible Alpha 预期, 主要由于产品收入强于预期、毛利率高于预期、运营费用率低于预期。基于此, 百济首次实现经调整 NON-GAAP 经营利润 (OP) 4,846 万美元盈利 (vs. 2Q23: 1.93 亿美元亏损, 1Q24: 1.47 亿美元亏损), 成为此次业绩的一大正面惊喜。

• **泽布替尼美国欧洲销售持续强劲增长:** 百悦泽 (泽布替尼) 全球销售额达到 6.37 亿美元 (+106.8% YoY, +30.5% QoQ), 其中美国销售额达 4.79 亿美元 (+114.4% YoY, +36.3% QoQ), 主要受益于 CLL 适应症进一步放量 (超过 60% 季度环比需求来源于此), 管理层表示泽布替尼在 CLL 新患 (包括初治和 2 线治疗场景) 市场份额已达到 40%+, 和阿卡替尼较为接近; 欧洲销售额达 8,140 万美元 (+209.2% YoY, +20.9% QoQ), 得益于主要国家市场份额有所增加 (德国、意大利、西班牙、法国、英国); 中国销售额达 6,360 万美元 (+31.2% YoY, +10.8% QoQ)。目前, 公司泽布替尼在美国整体 CLL 市场份额 (按销售额计, 包括存量和增量病人) 为第三名, 考虑到 CLL 适应症已于 2023 年 1 月在美国获批, 泽布替尼爬坡强劲, 管理层认为其长期有望超越伊布替尼收入。另外, 受泽布替尼海外销售强势增长拉动, 2Q24 美国收入占据公司产品收入 52%, 欧洲收入占 8.8%。

• **毛利率创新高, 运营费用率进一步下降:** 受高毛利的泽布替尼海外收入驱动导致, 2Q24 公司整体产品毛利率 (占全球产品收入) 达到 85%, 同比、环比分别上升 2.3、1.7 个百分点。另外, 在收入高速增长背景下, 经营费用仅增加 10% YoY, 包括研发费用为 4.54 亿美元 (+7.5% YoY, -1.3% QoQ), 销售管理费用为 4.44 亿美元 (+12.3% YoY, +3.8% QoQ), 主要由泽布替尼全球商业化的持续投入导致。随着泽布替尼海外销售的持续攀升, 公司预计毛利率有望进一步提升, 研发费用率和销售行政费用率预计将进一步下降。

• **研发进度符合预期, 下一步管线重点关注 BCL2、BTK CDAC 和 CDK4 抑制剂:** (1) Sonrotoclax (BCL2) 四项注册性临床试验正在继续推进中, 包括全球三期 TN CLL, 全球二期 R/R MCL, R/R WM 和中国二期 R/R CLL, 入组进度顺利, 目前整个 BCL2 项目已入组超过 1,000 多例患者。目前全球 2 期 R/R MCL 试验已完成病人入组, 有望于 2024 年底/2025 年初进行数据读出, 若数据读出积极, 公司有望于 2025 年向 FDA 进行首次加速上市申请。此外, 公司有望于 2024 年底/2025 年初开启 R/R CLL 和 R/R MCL 的三期研究。(2) BGB-16673 (BTK CDAC) 整个项目已入组超 300 例患者, 目前正在继续进行 R/R MCL 和 R/R CLL 两项潜在注册可用的扩展队列研究的病人入组, 并将于 4Q24/1Q25 启动 R/R CLL 三期临床试验。(3) BGB-43395 (CDK4 抑制剂) 自今年 4 月开启 1 期试验后, 至今已入组超 60 例患者, 目前单药治疗和与氟维司群和来曲唑联用的研究继续在剂量递增, 有望在 4Q24 公布 1 期首次数据读出。

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 8 月 8 日

百济神州 (BGNE.US)

买入

目标价 (美元)	285.0
潜在升幅/降幅	+61%
目前股价 (美元)	176.7
52 周内股价区间 (美元)	126.9-219.6
总市值 (百万美元)	19,451
近 3 月日均成交额 (百万美元)	34

百济神州 (6160.HK)

买入

目标价 (港元)	171.0
潜在升幅/降幅	+57%
目前股价 (港元)	109.2
52 周内股价区间 (港元)	75.4-132.7
总市值 (百万港元)	155,695
近 3 月日均成交额 (百万港元)	108

百济神州 (688235.CH)

买入

目标价 (人民币)	181.0
潜在升幅/降幅	+28%
目前股价 (人民币)	140.9
52 周内股价区间 (人民币)	98.5-163.9
总市值 (百万人民币)	143,272
近 3 月日均成交额 (百万人民币)	163

注: 港股及 A 股股价截至 2024 年 8 月 8 日;

美股股价截至 2024 年 8 月 7 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际



• **其他更新:** (1) 公司宣布将注册地从开曼群岛迁至瑞士, 反映出公司进一步全球化战略布局; (2) 美国新泽西州 40 万平方英尺大分子生产基地已和临床研发中心已投入运营, 将负责替雷利珠单抗美国和欧洲供应的生产; (3) 艾伯维专利诉讼决定预计将于 2025 年 5 月左右出结果。

• **2H24/1H25 主要催化剂包括:** (1) Sonrotoclax (BCL2): R/R MCL 潜在注册可用二期数据读出、向 FDA 递交 NDA 申请、开启额外 2 个三期研究 (R/R CLL, R/R MCL); (2) BTK CDAC 开启 R/R CLL 三期国际化临床试验; (3) 替雷利珠单抗胃癌联用数据读出, 包括 LAG3 和 OX40 靶点联用 (预计 2024 年读出); 联用肺癌队列数据读出, 包括和 OX40, HPK1, LAG3 等靶点的联用数据 (预计 1H25 公布); (4) 泽布替尼海外适应症获批, 包括泽布替尼 WM 和 CLL 日本获批 (预计 2H24), 泽布替尼片剂美国欧洲获批 (预计 1H25); (5) 替雷利珠单抗一系列海外适应症获批, 包括欧洲 1L NPC, 1L ES-SCLC, 辅助新辅助 NSCLC, 1L GC, 1L ESCC, 美国 1L ESCC, 1L GC 及日本 1L 和 2L ESCC。

• **维持“买入”评级, 上调目标价至美股 285 美元, 港股 171 港元, A 股人民币 181 元:** 我们分别将 2024/2025/2026E 年收入预测上调 20%/14%/11%, 同时上调我们毛利率预测, 略微下调运营费用率, 导致 2024/25E 净亏损进一步缩窄, 2026E 净利润预测进一步上升。基于 DCF 估值模型 (WACC 和永续增长率的假设分别为 8.1% 和 3.0%), 上调美股/港股/A 股目标价至 285 美元/171 港元/人民币 181 元, 对应 297 亿美元市值。

• **投资风险:** 泽布替尼海外销售增速未如预期; 核心研发管线临床/审评进程延误。

图表 1: 盈利预测和财务指标

百万美元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,416	2,459	3,913	4,486	5,156
同比变动 (%)	20.4%	73.7%	59.1%	14.7%	14.9%
归母净利润/(亏损)	-2,004	-882	-352	-71	214
PS (X)	13.3	7.7	4.4	3.9	3.4

E=浦银国际预测; 资料来源: 公司报告、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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,416	2,459	3,913	4,486	5,156
销售成本	(286)	(380)	(582)	(655)	(742)
毛利润	1,129	2,079	3,330	3,831	4,413
研发费用	(1,641)	(1,779)	(1,856)	(1,974)	(2,155)
销售、一般及行政费用	(1,278)	(1,505)	(1,817)	(1,974)	(2,062)
无形资产摊销	(1)	(4)	(1)	(1)	(1)
其他	-	-	-	-	-
经营亏损	(1,790)	(1,208)	(344)	(117)	195
利息收入, 净额	52	74	52	55	57
其他收入, 净额	(224)	308	(20)	-	-
除所得税前亏损	(1,961)	(826)	(312)	(63)	252
所得税开支	(43)	(56)	(41)	(8)	(38)
亏损净额	(2,004)	(882)	(352)	(71)	214
非控股权益应占亏损净额	-	-	-	-	-
归母净利润/(亏损)	(2,004)	(882)	(352)	(71)	214

现金流量表

百万美元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
亏损净额	(2,004)	(882)	(352)	(71)	214
固定资产折旧	66	88	86	99	110
无形资产摊销	-	-	1	1	1
股权激励	303	368	425	467	514
营运资本变动	132	(371)	(413)	(71)	(47)
应收账款	304	(188)	(174)	(95)	(94)
预付账款及其他流动资产变动	(3)	12	(70)	(1)	5
存货	(57)	(141)	(94)	(28)	(31)
应付账款	(4)	21	68	12	32
应计开支及其他应付款项	46	180	(143)	41	40
其他	151	(443)	(174)	(95)	(94)
经营活动现金净额	(1,497)	(1,157)	(254)	426	792
购买物业及设备	(325)	(562)	(391)	(359)	(309)
购买投资	(17)	(17)	-	-	-
处置短期投资	1,564	673	-	-	-
其他	(144)	(34)	-	-	-
投资活动现金净额	1,077	60	(391)	(359)	(309)
短期贷款	314	662	-	-	-
长期贷款	37	23	-	-	-
执行期权所得款项	-	-	7	7	8
偿还贷款	(417)	(323)	-	-	-
出售普通股所得款项, 扣除成本	-	-	-	-	-
其他	47	56	-	-	-
融资活动现金净额	(19)	416	7	7	8
汇率变动的影 响, 净额	(69)	(8)	-	-	-
现金增加 (减少) 净额	(508)	(689)	(638)	75	490
期初现金	4,383	3,875	3,186	2,548	2,623
期末现金	3,875	3,186	2,548	2,623	3,113

资产负债表

百万美元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	4,540	3,189	2,551	2,625	3,115
应收账款	173	358	532	627	720
存货	282	416	511	538	570
预付开支及其他流动资产	217	243	313	314	309
流动资产总值	5,212	4,206	3,906	4,104	4,714
物业、厂房及设备, 净额	846	1,324	1,630	1,889	2,089
经营租赁使用权资产	110	95	95	95	95
无形资产, 净额	41	57	56	56	55
商誉	-	-	-	-	-
递延税项资产	-	-	-	-	-
其他非流动资产	170	123	123	123	123
非流动资产总值	1,167	1,599	1,904	2,162	2,361
短期债务	329	688	688	688	688
应付账款	295	315	383	395	427
应计开支及其他应付款项	467	694	551	592	633
其他	377	113	113	113	113
流动负债总值	1,469	1,810	1,735	1,788	1,861
长期银行贷款	209	198	198	198	198
递延收入	42	0	0	0	0
其他	276	260	260	260	260
非流动负债总值	527	458	458	458	458
普通股	0	0	0	0	0
额外实缴资本	11,541	11,599	12,031	12,505	13,027
累计其他全面收益 (亏损)	(77)	(99)	(99)	(99)	(99)
累计亏损	(7,080)	(7,962)	(8,314)	(8,385)	(8,171)
少数股东权益	-	-	-	-	-
权益总额	4,383	3,537	3,617	4,021	4,757

财务和估值比率

(美元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
每股数据 (美元)					
每股盈利 (non-GAAP)	(1.26)	(0.36)	0.10	0.34	0.60
每股净资产	3.27	2.61	2.67	2.96	3.51
每股销售额	1.06	1.81	2.88	3.31	3.80
同比变动 (%)					
收入	20.4%	73.7%	59.1%	14.7%	14.9%
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	115.9%	72.3%	47.4%	44.0%	41.8%
销售、一般及行政费用/收入	90.2%	61.2%	46.4%	44.0%	40.0%
利润率 (%)					
毛利率	79.8%	84.5%	85.1%	85.4%	85.6%
归母净利率	-141.5%	-35.9%	-9.0%	-1.6%	4.2%
回报率 (%)					
平均股本回报率	-39.0%	-40.8%	-17.1%	-5.3%	1.5%
平均资产回报率	-26.8%	-24.9%	-10.6%	-3.4%	1.0%
财务杠杆					
流动比率 (x)	3.5	2.3	2.3	2.3	2.5
速动比率 (x)	3.4	2.1	2.0	2.0	2.2
现金比率 (x)	3.1	1.8	1.5	1.5	1.7
估值					
市盈率 (x)	NM	NM	128.0	37.3	21.2
市净率 (x)	4.3	5.4	4.8	4.3	3.7
市销率 (x)	13.3	7.7	4.4	3.9	3.4

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

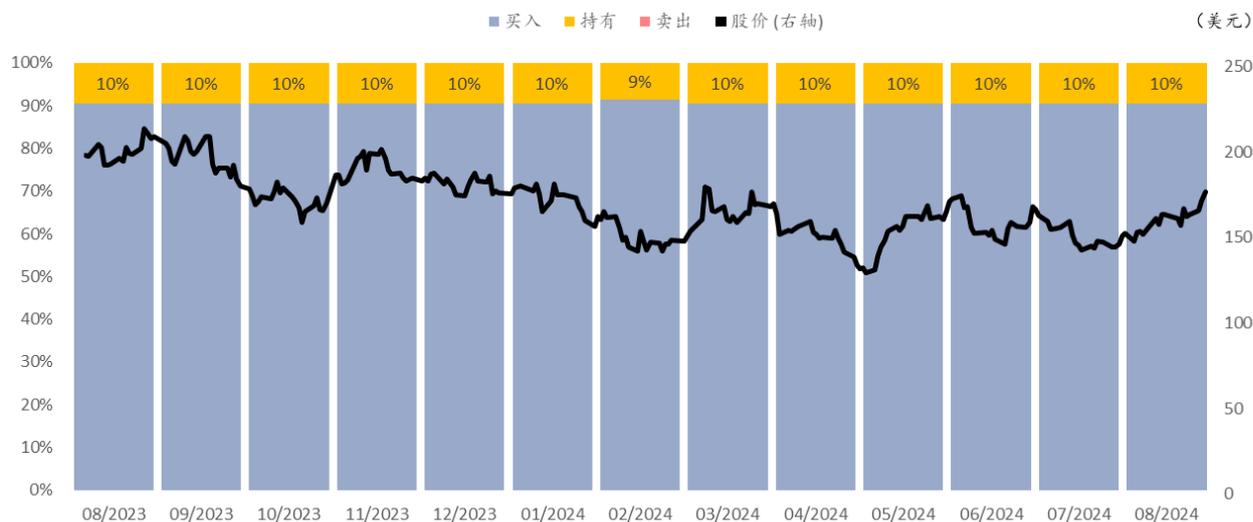
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级/目标价/预测 发布日期	行业
13.HK Equity	和黄医药	31.1	买入	40.5	2024年8月1日	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	19.6	买入	26.0	2024年8月1日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	13.2	买入	47.0	2024年8月7日	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	16.7	买入	60.0	2024年8月7日	生物科技
BGNE US Equity	百济神州	176.7	买入	285.0	2024年8月8日	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	109.2	买入	171.0	2024年8月8日	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	140.9	买入	181.0	2024年8月8日	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	0.6	买入	5.4	2023年4月18日	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	19.9	买入	25.0	2023年4月4日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	14.3	持有	26.0	2024年7月10日	生物科技
688331 CH Equity	荣昌生物	27.2	持有	35.0	2024年7月10日	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	4.6	买入	15.0	2023年3月29日	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	41.2	买入	60.0	2024年6月26日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	1.3	买入	12.5	2023年3月28日	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	1.3	持有	4.25	2023年3月17日	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	44.0	买入	63.0	2024年5月31日	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	2.3	买入	13.6	2022年12月16日	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	33.5	买入	58.0	2024年6月3日	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	1.1	买入	22.5	2022年7月27日	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	23.0	持有	19.0	2022年7月27日	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	28.5	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	1.3	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	2.9	买入	5.1	2024年4月9日	制药
2359 HK Equity	药明康德	35.6	买入	48.0	2024年7月30日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	42.5	买入	60.0	2024年7月30日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	9.7	买入	16.8	2024年4月26日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	21.4	持有	22.4	2024年4月26日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	11.2	持有	20.0	2024年3月27日	CRO/CDMO
300760 CH Equity	迈瑞医疗	264.0	买入	390.0	2024年4月30日	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	6.6	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	2.5	买入	10.2	2024年6月18日	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	0.8	买入	3.4	2023年9月5日	医疗器械
2172 HK Equity	微创脑科学	7.4	买入	15.5	2024年4月3日	医疗器械
688351 CH Equity	微电生理	22.8	买入	27.9	2023年11月16日	医疗器械
2190 HK Equity	归创通桥	10.0	买入	16.0	2024年3月22日	医疗器械
688617 CH Equity	惠泰医疗	344.7	买入	454.0	2023年11月30日	医疗器械
2325 HK Equity	云康集团	8.3	买入	13.1	2024年3月28日	ICL
241 HK Equity	阿里健康	3.2	持有	4.0	2024年5月28日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	11.0	持有	15.0	2024年3月21日	互联网医疗

注：港股及A股股价截至2024年8月8日收盘；美股股价截至2024年8月7日收盘；

资料来源：Bloomberg、浦银国际

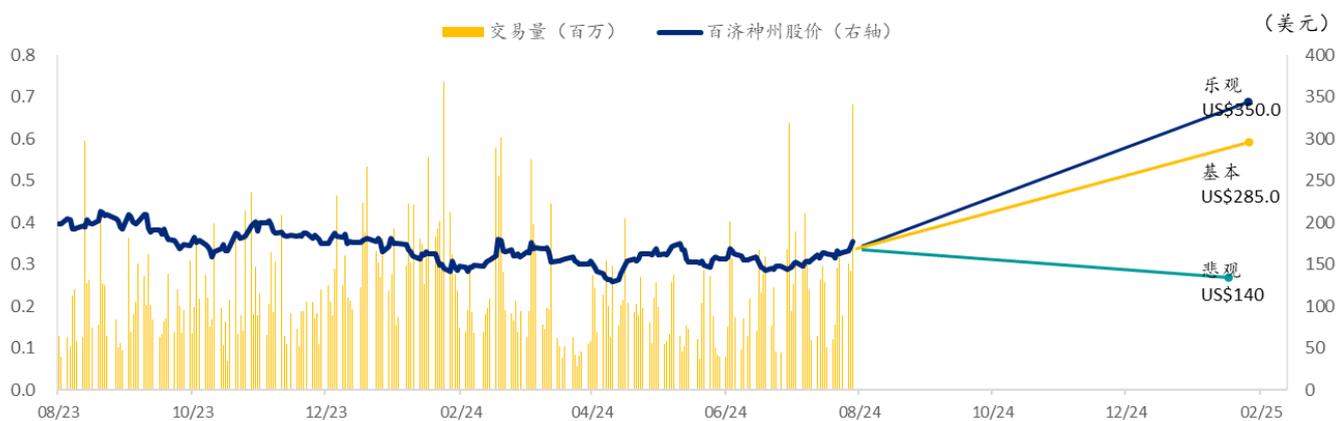
SPDBI 乐观与悲观情景假设

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: 350.0 美元

概率: 20%

- 管线药物研发及获批进度快于预期;
- 泽布替尼 2023-26E 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 2023-26E 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率高于 45%。

悲观情景: 公司收入增长不及预期

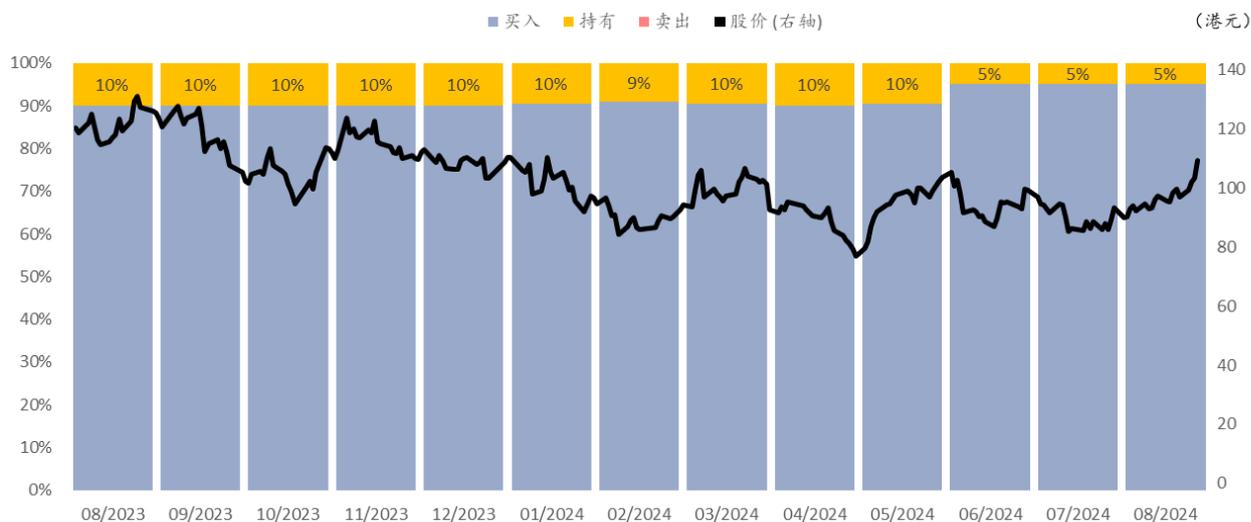
目标价: 140.0 美元

概率: 20%

- 管线药物研发及获批进度慢于预期;
- 泽布替尼 2023-26E 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 2023-26E 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率低于 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: 200.0 港元

概率: 20%

- 管线药物研发及获批进度快于预期;
- 泽布替尼 2023-26E 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 2023-26E 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率高于 45%。

悲观情景: 公司收入增长不及预期

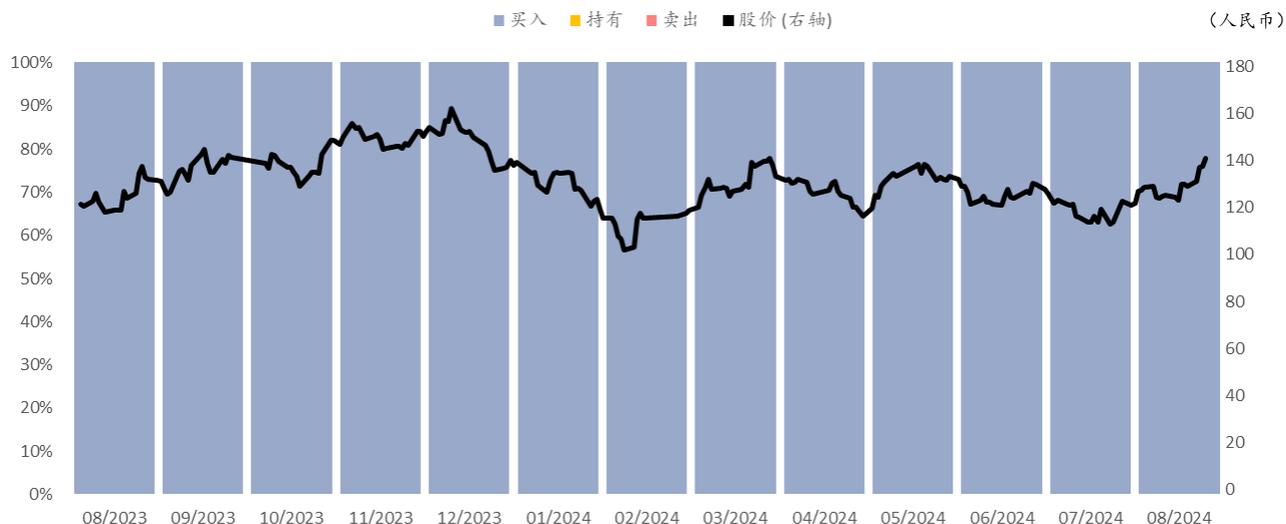
目标价: 83.0 港元

概率: 20%

- 管线药物研发及获批进度慢于预期;
- 泽布替尼 2023-26E 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 2023-26E 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率低于 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 230.0 元

概率: 20%

- 管线药物研发及获批进度快于预期;
- 泽布替尼 2023-26E 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 2023-26E 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率高于 45%。

悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 人民币 110.0 元

概率: 20%

- 管线药物研发及获批进度慢于预期;
- 泽布替尼 2023-26E 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 2023-26E 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率低于 30%。

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。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com
852-2808 6469

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

