



## 中国生物制药 (1177.HK)：创新药销售再创新高，降本增效有望加速释放

公司 1H24 业绩好于预期，维持 2024 年收入利润双位数增速指引。维持买入评级，上调目标价至 5.5 港元。

● **1H24 收入略好于我们预期，经调整净利润好于我们预期：**公司 1H24 总收入为人民币 158.7 亿元 (+11.1% YoY, +33.2% HoH)，好于市场预期，略好于我们预期，主要受益于创新药销售创新高达到 61.3 亿元 (+14.8% YoY, +34.7% HoH) 以及仿制药整体重回正增长实现 9% 同比增速；经调整 Non-HKFRS 归母净利润为 15.4 亿元 (+14% YoY, +23.6% HoH)，好于市场预期和我们预期，主要受益于收入高于预期、毛利率好于预期，研发及行政费用低于预期。收入按板块划分来看，肿瘤板块是增速最快的板块 (+33.8% YoY)，其次是外科镇痛板块 (+29.9% YoY)，呼吸板块仅有轻微增长 (+5.4% YoY)，而肝病板块和心脑血管板块则出现了同比下降。

● **创新药再创新高，主要受益于 2023 年获批品种：**上半年创新药销售达到 61.3 亿元 (+14.8% YoY, +34.7% HoH)，占总收入 38.6%，主要受去年新获批品种亿立舒及生物类似药如安倍斯(贝伐)、赛妥(曲妥珠)、得利妥(利妥昔)的快速放量推动。管理层表示亿立舒入院准入表现优秀，月度环比持续上涨，预计今年有望实现 5 亿元销售额，长期预计实现 20 亿元峰值；生物类似药在公司强大商业化能力推动下，上量迅猛，有望持续提升市场占有率。今年上半年共计 4 款创新药顺利获批上市，即安得卫(PD-L1)、安柏尼(ROS1)、安洛晴(ALK)和贝乐林(利拉鲁肽注射液)。全年创新药销售收入有望达到 120 亿元，创新药占总收入比例有望达到 40% 以上。2025 年公司预计将有 5 个创新药获批，即 Garsorasib(KRAS G12C)、TQB3616(CDK2/4/6 抑制剂)、TQ05105(JAK/ROCK 抑制剂)、帕妥珠单抗、重组人凝血因子 VIIa，届时创新药收入有望达到总收入 45% 左右。

● **维持 2024 年收入利润双位数同比增速指引，近年降本增效措施有望加速释放成果：**公司维持全年收入利润双位数的指引，未来三年预计将维持双位数增速的指引(包括高双位数创新药收入增速和正增长的仿制药收入)。另外，受益于过去几年持续推动的降本增效工作，随着时间的推进，成果有望加速释放，各项费用率预计将进一步减低，利润率有望进一步提升。一方面，上半年毛利率提高(+0.3 ppts YoY, +2.1 ppts HoH) 主要受益于公司层面集中采购度进一步提高(今年预计达到 95% vs. 去年 60%) 及生产设施利用率的提高，未来随着集中采购效率提升带来的后续释放及 3 个 1 万升生产罐明年投入使用，公司生产毛利率有望进一步提升。另一方面，上半年整体研发费用率略下降至 16.2% (-0.1 ppts YoY, -1.2 ppts HoH)，创新药研发费用占整体研发费比例上升 1 个百分点至 76% (包含海外 invoX 研发费用)，显示出更高的研发资金使用效率；上半年受益于数字化营销和 CRM 系统的推行，主要公司营销人均产出同比提升 17%。随着降本增效工作的持续推进(包括数字化运营进一步推进)，研发、销售行政费用率有望进一步降低。更重要的是，公司已于 5 月推出为期 4 年的 10 亿元人民币股权激励计划用于激励正大天晴研发生产职能核心骨干和中高层销售骨干，将有助于公司调动员工积极性，以实现长期提高人效的目标。因此，我们认为短中期公司净利润增速有望快于收入增速。

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

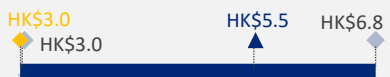
2024 年 8 月 13 日

### 评级

买入

目标价(港元)	5.5
潜在升幅/降幅	+86%
目前股价(港元)	3.0
52 周内股价区间(港元)	2.2-3.9
总市值(百万港元)	55,434
近 3 月日均成交额(百万港元)	127

### 市场预期区间

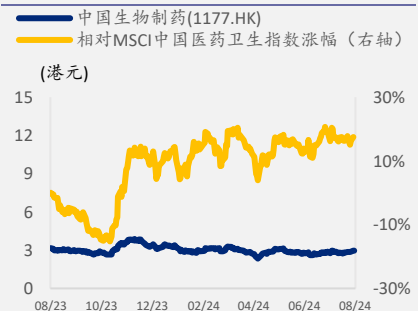


▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

\*数据截至 2024 年 8 月 13 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

### 股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际



- **维持“买入”评级，上调目标价至 5.5 港元：**我们将 2024/2025/2026E 经调整净利润分别上调 3%/13%/14%，主要由于轻微上调收入预测、毛利预测及下调经营费用预测导致。基于 DCF 估值模型 (WACC: 8.2%，永续增长率: 3%)，维持“买入”评级，上调目标价至 5.5 港元。
- **投资风险：**销售未如预期、利润未如预期、研发延误或失败。

**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	26,026	26,199	29,774	33,454	37,455
同比变动 (%)	-3.1%	0.7%	13.6%	12.4%	12.0%
归母净利润/(亏损)	2,544	2,332	2,964	3,416	3,967
PS (X)	1.8	1.7	1.5	1.4	1.2

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 - 中国生物制药 (1177.HK)

利润表					
千人民币	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	26,026,164	26,199,409	29,774,026	33,453,699	37,455,470
销售成本	(4,487,616)	(4,989,877)	(5,270,003)	(5,754,036)	(6,292,519)
<b>毛利润</b>	<b>21,538,548</b>	<b>21,209,532</b>	<b>24,504,023</b>	<b>27,699,663</b>	<b>31,162,951</b>
研发费用	(4,164,498)	(4,402,973)	(4,793,618)	(5,352,592)	(5,992,875)
销售费用	(9,809,372)	(9,193,351)	(10,807,971)	(12,043,332)	(13,409,058)
管理费用	(1,899,408)	(1,873,284)	(1,935,312)	(2,074,129)	(2,284,784)
其他	(298,824)	(300,687)	(300,687)	(300,687)	(300,687)
<b>经营利润</b>	<b>5,366,446</b>	<b>5,439,237</b>	<b>6,666,435</b>	<b>7,928,923</b>	<b>9,175,547</b>
利息收入, 净额	(429,494)	(495,237)	(341,429)	(341,429)	(341,429)
其他收入, 净额	277,917	465,906	650,000	450,000	500,000
<b>除所得税前亏损</b>	<b>5,214,869</b>	<b>5,409,906</b>	<b>6,975,006</b>	<b>8,037,494</b>	<b>9,334,118</b>
所得税开支	(696,716)	(797,267)	(1,046,251)	(1,205,624)	(1,400,118)
<b>税后收入</b>	<b>4,518,153</b>	<b>4,612,639</b>	<b>5,928,755</b>	<b>6,831,870</b>	<b>7,934,000</b>
其他收入, 净额	2,459,048	2,765,459	2,964,378	3,415,935	3,967,000
<b>归母净利润/(亏损)</b>	<b>2,543,570</b>	<b>2,331,939</b>	<b>2,964,378</b>	<b>3,415,935</b>	<b>3,967,000</b>

资产负债表					
千人民币	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及银行结余	12,066,217	9,451,878	9,951,200	10,640,154	11,083,354
应收账款	4,638,396	4,510,195	6,094,252	7,470,535	9,153,536
存货	2,328,844	1,993,472	2,338,037	2,706,598	3,154,927
其他流动资产	6,901,448	7,849,986	9,126,881	10,236,291	11,592,944
<b>流动资产总值</b>	<b>25,934,905</b>	<b>23,805,531</b>	<b>27,510,371</b>	<b>31,053,578</b>	<b>34,984,761</b>
物业、厂房及设备, 净额	7,759,592	8,080,907	8,302,159	8,644,048	9,104,981
使用权资产	1,491,591	1,831,254	1,795,347	1,760,144	1,725,632
商誉	662,611	680,452	680,452	680,452	680,452
其他无形资产	1,251,839	2,228,509	2,122,390	2,021,323	1,925,070
对联营公司投资	13,198,157	12,243,675	11,993,675	11,843,675	11,743,675
其他	13,765,589	14,734,491	14,911,567	15,024,912	15,163,235
<b>非流动资产总值</b>	<b>38,129,379</b>	<b>39,799,288</b>	<b>39,805,590</b>	<b>39,974,555</b>	<b>40,343,045</b>
短期债务	6,217,153	11,135,940	11,135,940	11,135,940	11,135,940
应付账款	1,637,351	1,334,703	1,552,970	1,662,985	1,784,971
应付开支及其他应付款项	8,153,130	9,405,589	10,638,547	11,791,501	13,113,546
其他	4,143,043	730,543	815,447	869,794	936,117
<b>流动负债总值</b>	<b>20,150,677</b>	<b>22,606,775</b>	<b>24,142,904</b>	<b>25,460,221</b>	<b>26,970,574</b>
长期银行贷款	3,933,859	1,057,944	1,057,944	1,057,944	1,057,944
递延税项	831,791	781,543	1,025,616	1,181,846	1,372,504
其他	1,204,409	988,604	1,037,248	1,106,854	1,186,584
<b>非流动负债总值</b>	<b>5,970,059</b>	<b>2,828,091</b>	<b>3,120,809</b>	<b>3,346,644</b>	<b>3,617,032</b>
普通股	414,899	414,615	414,615	414,615	414,615
储备	29,332,136	30,059,854	32,431,356	35,164,104	38,337,704
少数股东权益	8,196,513	7,695,484	7,206,277	6,642,550	5,987,881
<b>权益总额</b>	<b>37,943,548</b>	<b>38,169,953</b>	<b>40,052,248</b>	<b>42,221,269</b>	<b>44,740,200</b>

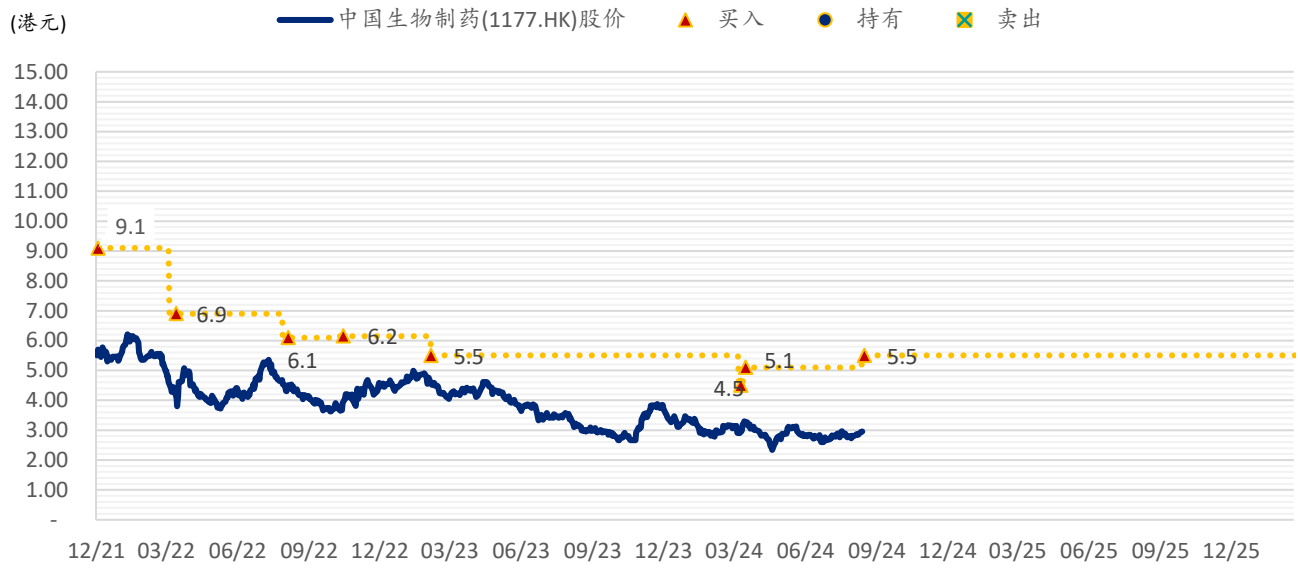
E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg, 浦银国际预测

现金流量表					
千人民币	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
税前利润	5,778,604	5,933,579	6,975,006	8,037,494	9,334,118
折旧	807,180	873,526	969,709	996,259	1,037,286
摊销	101,686	109,098	106,119	101,066	96,253
其他	(226,720)	(419,955)	(618,770)	(947,499)	(1,190,547)
营运资本变动	(195,595)	(430,514)	(1,705,649)	(1,521,678)	(1,964,223)
存货	(391,103)	135,323	(344,565)	(368,561)	(448,329)
应收账款	(421,655)	(816,029)	(1,584,057)	(1,376,283)	(1,683,001)
预付账款及其他流动资产变动	(519,896)	(480,790)	(1,276,895)	(1,109,410)	(1,356,653)
应付账款	(55,801)	284,301	218,267	110,015	121,986
应付开支及其他应付款项	1,021,731	658,831	1,232,958	1,152,954	1,322,044
其他营运资本变动	171,129	(212,150)	48,644	69,605	79,730
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>6,265,155</b>	<b>6,065,734</b>	<b>5,726,416</b>	<b>6,665,643</b>	<b>7,312,888</b>
购买物业及设备	(1,243,325)	(1,067,823)	(1,190,961)	(1,338,148)	(1,498,219)
新增无形资产	(302,935)	(406,778)	-	-	-
其他	251,596	(477,905)	-	-	-
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>(4,070,819)</b>	<b>(756,975)</b>	<b>(839,204)</b>	<b>(972,410)</b>	<b>(1,113,190)</b>
发行普通股所得款项	-	-	-	-	-
贷款所得款项	9,752,976	12,193,884	-	-	-
其他	(1,697,572)	(3,221,839)	(3,453,585)	(3,979,662)	(4,621,669)
<b>融资活动现金流净额</b>	<b>(3,186,390)</b>	<b>(6,485,469)</b>	<b>(4,387,889)</b>	<b>(5,004,278)</b>	<b>(5,756,498)</b>
现金增加(减少)净额	(992,054)	(1,240,231)	499,322	688,954	443,199
汇率变动的影, 净额	47,322	90,524	-	-	-
期初现金	6,213,974	6,413,982	7,312,890	7,812,212	8,501,166
<b>期末现金</b>	<b>6,413,982</b>	<b>7,312,890</b>	<b>7,812,212</b>	<b>8,501,166</b>	<b>8,944,366</b>

财务和估值比率					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>每股数据 (人民币)</b>					
每股收益	0.14	0.13	0.16	0.18	0.21
每股净资产	2.04	2.06	2.16	2.28	2.41
每股销售额	1.40	1.41	1.61	1.81	2.02
<b>同比变动 (%)</b>					
收入	-3.1%	0.7%	13.6%	12.4%	12.0%
税后利润	-74%	2%	29%	15%	16%
归母净利润	-83%	-8%	27%	15%	16%
<b>费用率 (%)</b>					
研发费用/收入	16.0%	16.8%	16.1%	16.0%	16.0%
销售费用/收入	37.7%	35.1%	36.3%	36.0%	35.8%
管理费用/收入	7.3%	7.2%	6.5%	6.2%	6.1%
<b>利润率 (%)</b>					
毛利率	82.8%	81.0%	82.3%	82.8%	83.2%
归母净利率	9.8%	8.9%	10.0%	10.2%	10.6%
<b>回报率 (%)</b>					
平均股本回报率	22.6%	6.4%	6.6%	7.6%	8.3%
平均资产回报率	17.3%	7.2%	7.8%	9.0%	9.8%
<b>财务杠杆</b>					
流动比率 (x)	1.3	1.1	1.1	1.2	1.3
速动比率 (x)	1.2	1.0	1.0	1.1	1.2
现金比率 (x)	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4
<b>估值</b>					
市盈率 (x)	18.0	19.5	15.4	13.3	11.5
市净率 (x)	1.2	1.2	1.1	1.1	1.0
市销率 (x)	1.8	1.7	1.5	1.4	1.2

图表 2：浦银国际目标价：中国生物制药



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 3: SPDBI 医药行业覆盖公司

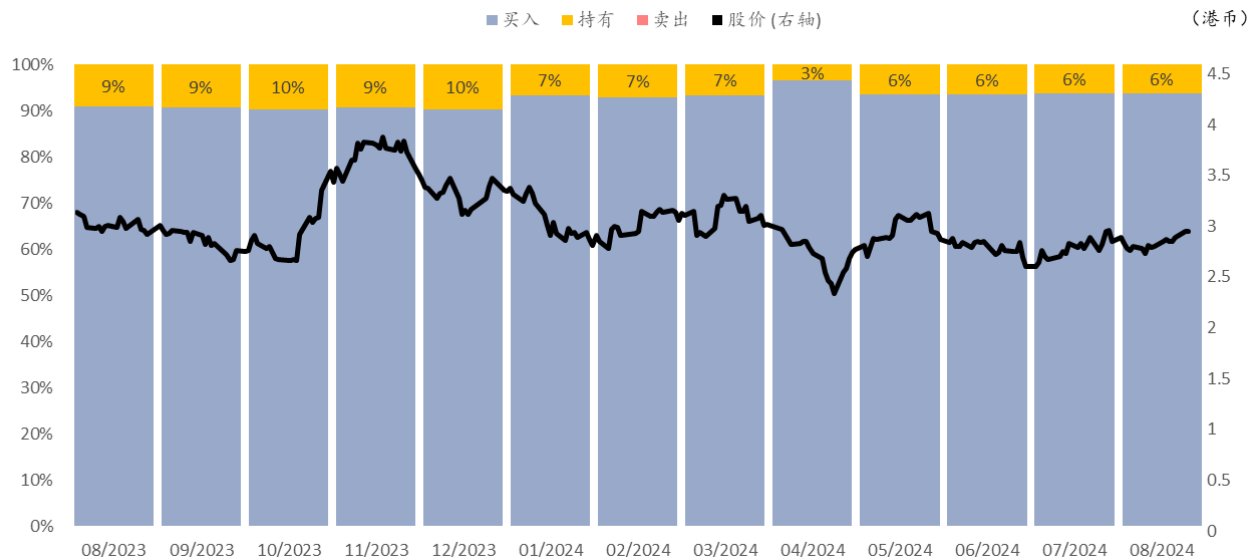
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级/目标价/预测发布日期	行业
13.HK Equity	和黄医药	31.1	买入	40.5	2024年8月1日	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	19.6	买入	26.0	2024年8月1日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	13.2	买入	47.0	2024年8月7日	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	16.7	买入	60.0	2024年8月7日	生物科技
BGNE US Equity	百济神州	176.7	买入	285.0	2024年8月8日	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	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	5.5	2024年8月13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：股价截至 2024 年 8 月 13 日港股收盘；

资料来源：Bloomberg、浦银国际

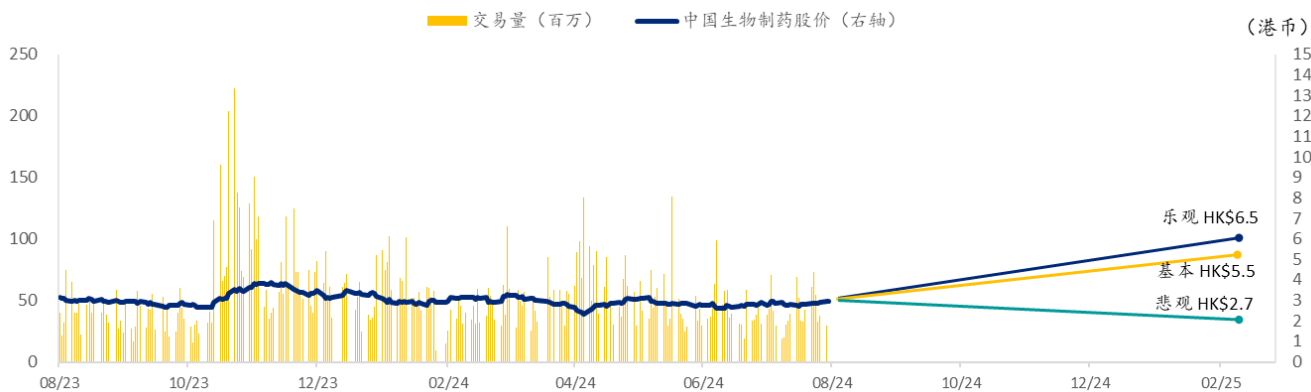
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 4：中国生物制药市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 5：中国生物制药 SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：6.5 港元

概率：20%

- 销售好于预期；
- 创新药收入增速高于预期；
- BD 交易好于预期；
- 稳态毛利率高于 85%。

悲观情景：公司收入增长不及预期

目标价：2.7 港元

概率：20%

- 销售弱于预期；
- 创新药收入弱于预期；
- BD 交易数量未达目标，交易资产质地一般，或交易条款昂贵；
- 稳态毛利率低于 70%。

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个人。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](http://www.spdbi.com)  
地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

