

归创通桥 (2190.HK)：1H24 业绩亮眼，首次实现 IFRS 及经调整口径全面盈利

公司 1H24 收入继续维持高增长，并同时在 IFRS 及经调整口径下首次实现盈利，整体业绩表现亮眼。毛利率受集采降价影响有所下滑，预计毛利率随着集采扩围继续承压，但集采带来的规模效应将逐步体现，叠加经营效率提升，我们预计公司核心营业利润率将由 1H24 的 6% 提升至 2026 年 15%。维持“买入”评级，略升目标价至 16.4 港元。

- 1H24 业绩亮眼，首次实现 IFRS 及经调整口径全面盈利。**1H24 年收入同比+59%至人民币 3.7 亿元 (vs 业绩预告：>3.6 亿元)；毛利率-2.9pcts 至 71.3%，主要受到集采降价以及公司主动对未集采产品调价以获得更大市场份额的影响；归母净利润同比扭亏为盈至 6,887 万元 (vs 业绩预告：>5,000 万元)；经调整净利 7,817 万元 (vs 1H23：亏损 552 万元)，首次实现 IFRS 及经调整口径全面盈利。公司于业绩会中上调 2024 全年收入指引 4% 至人民币 7.8 亿元，预计全年毛利率 65%-70%。
- 神经介入：关注京津冀“3+N”执行后表现及新品放量情况。**公司神经介入业务 1H24 收入同比+47%至人民币 2.4 亿元，板块增长稳健。京津冀“3+N”28 种耗材集采中选结果已于 5 月起在联盟地区陆续执行，公司核心产品“蛟龙”取栓支架（二代产品 B 组第一，一代产品为 A 组第四）、银蛇颅内支持导管（A 组第一）均中选，公司市占率有望进一步提升。此外，公司重磅新品密网支架及血管缝合器分别于 2024 年 3 月及 6 月国内获批，后续有望为公司收入增长提供新动力。
- 外周介入：1H24 收入增长强劲，Avinger 产品已于国内提交上市申请。**公司外周介入业务 1H24 收入同比+88%至人民币 1.2 亿元，板块增长强劲，主要受益于 UltraFree DCB、ZenFlow 系列球囊等原有核心产品的持续放量，同时也部分受到 Penguin 静脉支架及 Phoenix 外周弹簧圈两大新品上市拉动。对于公司 2024 年 3 月引入的 Avinger 管线，公司目前已提交 Pantheris 在国内的上市申请，预计 2025 年可获批上市。后续重点关注新品：1) Avinger 系列；2) 外周点状支架系统；3) 外周球扩覆膜支架系统。
- 公司将继续回购，且计划 2025 年启动分红。**公司于 2023 年 9 月宣布回购，截至今年 7 月末，已回购股数约占宣布回购当月 H 股股数的 0.7%。公司目前账上现金、定期存款及按公允价值计量的金融资产合计约人民币 26 亿元，现金储备相对充足，公司计划将继续进行股票回购，且考虑到公司收入仍将维持快速增长，后续有望进入稳定盈利期，计划明年开始分红。
- 维持“买入”评级，略升目标价至 16.4 港元。**我们预计公司 2024/25 年收入同比+52%/+37%至人民币 8.0 亿/11.0 亿元，净利润 1.2 亿/1.8 亿元。给予公司 4.5x 2025E PS 目标估值倍数，目标价 16.4 港元。
- 投资风险：**集采影响较预期大、手术渗透率及器械国产化率提升慢、核心产品销售不及预期。

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	334	528	801	1,097	1,438
同比变动 (%)	87.8%	58.0%	51.7%	37.0%	31.1%
归母净利润	-114	-79	118	175	236
同比变动 (%)	NM	NM	NM	48.2%	35.1%
PS (x)	9.4	5.9	4.0	2.9	2.2

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 8 月 21 日

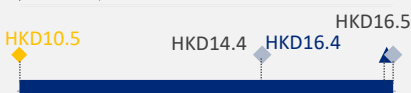
评级

买入

目标价 (港元)	16.4
潜在升幅/降幅	+56%
目前股价 (港元)	10.5
52 周内股价区间 (港元)	7.2-14.7
总市值 (百万港元)	3,460
近 3 月日均成交额 (百万港元)	5

注：数据截至 2024 年 8 月 20 日

市场预期区间

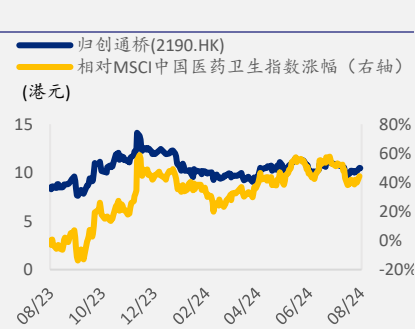


▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

注：数据截至 2024 年 8 月 20 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

股价表现



注：数据截至 2024 年 8 月 20 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

财务报表分析与预测

利润表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	334	528	801	1,097	1,438
营业成本	-81	-143	-244	-356	-496
毛利润	253	385	556	740	942
销售费用	-140	-164	-176	-219	-273
管理费用	-109	-114	-100	-134	-158
研发费用	-233	-261	-230	-253	-300
核心营业利润	-230	-154	50	134	211
利息支出	-1	-1	-2	-2	-2
利息收入	96	79	71	44	28
应占联营公司损益	0	0	-2	-2	-2
其他	22	-3	1	0	0
利润总额	-114	-79	118	174	234
所得税	0	0	0	0	1
净利润	-114	-79	118	174	235
减：少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	-114	-79	118	174	235

资产负债表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,205	1,087	885	938	1,048
应收票据及应收账款	82	40	44	60	79
存货	119	167	201	293	408
其他流动资产	656	424	650	683	717
流动资产合计	2,063	1,717	1,780	1,974	2,251
固定资产	290	539	619	703	789
无形资产	10	10	10	10	10
其他非流动资产	891	1,110	1,121	1,133	1,144
非流动资产合计	1,191	1,659	1,751	1,845	1,943
短期借款	0	50	50	50	50
应付票据及应付账款	127	234	281	410	571
其他流动负债	25	34	35	37	39
流动负债合计	152	318	366	497	659
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	7	11	11	12	12
非流动负债合计	7	11	11	12	12
实收资本(或股本)	332	332	332	332	332
未分配利润	2,762	2,715	2,821	2,978	3,190
少数股东权益	0	0	0	0	0
所有者权益合计	3,094	3,047	3,154	3,310	3,522

现金流量表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	-114	-79	118	174	235
固定资产折旧	26	36	22	25	28
营运资本变动	-73	33	9	21	27
其他	69	109	-235	-41	-43
经营活动现金流量净额	-91	98	-86	178	247
资本开支	-145	-191	-103	-108	-114
其他	50	-15	0	0	0
投资活动现金流量净额	-95	-206	-103	-108	-114
股权融资	0	0	0	0	0
债务融资	0	50	0	0	0
其他	-30	-61	-12	-17	-24
筹资活动现金流量净额	-30	-11	-12	-17	-24
现金及现金等价物净增加额	-213	-119	-201	53	110
期初现金及现金等价物	1,418	1,205	1,087	885	938
期末现金及现金等价物	1,205	1,087	885	938	1,048

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	-0.34	-0.24	0.35	0.52	0.71
每股销售额	1.01	1.61	2.41	3.30	4.33
每股股息	0.00	0.00	0.04	0.05	0.07
同比变动					
收入	87.8%	58.0%	51.7%	37.0%	31.1%
核心营业利润	-0.8%	-33.1%	-132.7%	166.6%	56.9%
归母净利润	NM	NM	NM	47.7%	35.0%
费用与利润率					
毛利率	75.6%	72.9%	69.5%	67.5%	65.5%
核心经营利润率	-68.9%	-29.2%	6.3%	12.2%	14.6%
归母净利润率	-34.0%	-14.9%	14.7%	15.9%	16.4%
回报率					
平均股本回报率	-3.6%	-2.6%	3.8%	5.4%	6.9%
平均资产回报率	-3.5%	-2.4%	3.4%	4.7%	5.9%
财务杠杆					
流动比率 (x)	13.6	5.4	4.9	4.0	3.4
速动比率 (x)	12.8	4.9	4.3	3.4	2.8
现金比率 (x)	7.9	3.4	2.4	1.9	1.6
负债/权益	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
估值					
市盈率 (x)	NM	NM	26.9	18.2	13.5
市销率 (x)	9.4	5.9	4.0	2.9	2.2

E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

图表 2：归创通桥产品管线（1）：神经介入

适应症	类别	产品	中国获批时间	海外获批时间
缺血性卒中	取栓支架	1) “蛟龙”颅内取栓支架（CRD；核心产品）★ 国内市占率~12%	已获批（2020 年 9 月）	已获批：CE、南非等
		2) 全显影取栓支架（“蛟龙”二代）◇	已获批	
	支持导管	3) “银蛇”颅内支持导管（急性缺血经股机械取栓）★ 国内市占率~20%-25%	已获批（2020 年）	
	抽吸导管	4) 颅内血栓抽吸导管	已获批（2023 年）	已获批：CE、南非等
	其他	5) “大禹”球囊导引导管（BGC）	已获批（2021 年 6 月）	
		6) 负压吸引器	已获批（2022 年）	
狭窄-颅内	裸球囊	7) “白驹”颅内 PTA 球囊扩张导管（Rx）★ 国内市占率~20%	已获批（2021 年）	
		8) 颅内 PTA 球囊扩张导管（Rx 二代）	已获批	
	药物球囊	颅内药涂球囊扩张导管	2025E	
	裸支架	颅内支架	2026E	
	药物支架	载药自膨式颅内支架◇	2026E	
		椎动脉药物支架	2027E	
	其他	9) 狭窄支架微导管	已获批（2023 年）	
狭窄-颈动脉	裸球囊	10) “白驹弓上”颈动脉球囊扩张导管（Rx）	已获批（2022 年 4 月）	
	其他	11) 抗栓塞远端保护装置	已获批（2024 年）	
	裸支架	颈动脉支架	2026E	
出血性卒中	弹簧圈	12) “通桥凤”颅内动脉瘤栓塞弹簧圈★ 国内市占率~10%	已获批（2021 年 9 月）	已获批：俄罗斯、多米尼加
		13) Phoenix 机械可解脱带纤维毛弹簧圈	已获批（2023 年 12 月）	
	密网支架	14) “通桥麒麟”血流导向装置◇	已获批（2024 年 3 月）	
	辅助支架	自膨式颅内支架（辅助支架）◇	2025E	
	其他	15) 弹簧圈微导管	已获批（2021 年）	
		16) 血流导向装置微导管	已获批	
通路类	导管	17) “银蛇”DA 远端通路导引导管	已获批（2021 年）	
		18) “银蛇 Plus”远端通路导管（“银蛇”升级版，兼容经股、经桡）	已获批（2022 年）	
		19) 取栓支架微导管	已获批（2021 年）	已获批：CE、南非等
		20) “银蛇”颅内支撑导管	已获批（2021 年）	
		21) “双蛇”桡动脉入路远程支撑导管	已获批（2023 年 12 月）	
	导丝	22) “北斗 SS”神经血管导丝	已获批（2022 年）	
	其他	23) “玄武”经桡动脉通路血管鞘	已获批（2023 年 11 月）	

注：★代表主要收入贡献产品；◇代表近期获批或即将获批重点产品；市占率数据截止 2023 年末；

资料来源：浦银国际整理

图表 3：归创通桥产品管线（2）：外周介入

适应症	类别	产品	中国获批时间	海外获批时间
外周动脉	药物球囊	1) UltraFree 药物洗脱 PTA 球囊扩张导管 (海外名: ZENFLUXION) ★ 适应症: 股动脉和腘动脉 (膝下动脉除外) 狭窄或闭塞; 国内市占率~22% 2) UberVana 外周药物涂层球囊扩张导管 (UltraFreeDCB 二代) 膝下 PTA 药物洗脱球囊导管	已获批 (2020 年 11 月) AVF 适应症预计 2024E 获 批, BTK 预计 2025E 获批 已获批 2025E	已获批: CE、阿联酋等 预计欧盟 2026/27E 获批
	裸球囊	3) ZENFLOW 外周 PTA 球囊扩张导管★ 一、二代普通&高压球囊国内市占率~12% 4) ZENFLOW 外周 PTA 球囊扩张导管二代★ 5) 锥形球囊 6) 外周 PTA 棘突球囊扩张导管 7) 长球囊 冲击波球囊系统	已获批 已获批 已获批 已获批 (2024 年) 已获批 (2024 年) 2026E	已获批: CE、阿联酋等 已获批: 巴西 预计欧盟 2025/26E 获批
	裸支架	外周点状支架系统◇ 锯齿切割球囊 ZENFLEX 外周血管支架系统 外周球扩覆膜支架系统◇	 2027E 2026E - 2027E	 已获批: CE、阿联酋等
	药物支架	8) ZENFlexPro 药物洗脱外周血管支架	2028E	已获批: CE、阿联酋等
	其他	9) 血管内抓捕器	已获批	
	设备	Lightbox 3◇ (光学相干断层扫描 (OCT) 控制台)	2025E	已获批
	导管 (斑块旋切)	Pantheris 系列 (共 3 款) ◇	2025E	已获批
	导管 (CTO 开通)	Ocelot (旧款) TigerEye (新款) ◇	2025E 2026E	已获批 已获批
	裸支架	胸主动脉覆膜支架系统	2026E	
	外周静脉	10) Tiger 大直径 PTA 球囊扩张导管	已获批 (2022 年 4 月)	已获批: 巴西、爱沙尼 亚等
外周静脉	裸支架	11) Penguin 外周静至髂静脉支架	已获批 (2024 年 1 月)	
	腔静脉滤器	12) 腔静脉滤器抓捕器 13) Octoplus 可回收腔静脉滤器	已获批 (2020 年 12 月) 已获批 (2022 年 12 月)	
	其他	14) Swan 静脉腔内射频闭合导管 15) 射频发生器 16) 溶栓导管 血栓抽吸系统	已获批 (2022 年 8 月) 已获批 (2022 年) 已获批 (2023 年) 2025E	
	裸球囊	17) ZENFLOW HP PTA 高压球囊扩张导管★ 一、二代普通&高压球囊国内市占率~12% 18) ZENFLOW HP PTA 高压球囊扩张导管二 代★	已获批 已获批	已获批: CE、阿联酋等
	药物球囊	透析通路药物洗脱高压球囊扩张导管	2026E	
其他	外周栓塞	19) Phoenix 可解脱带纤维毛弹簧圈栓塞系 统◇	已获批 (2023 年 12 月)	
	放射介入	20) TIPS 穿刺套件	已获批	
	导丝	21) 外周亲水导丝	已获批	
	血管闭合	22) Unicorn 血管缝合器◇ 血管封堵器	已获批 (2024 年 6 月) 2025E	

注: ★代表主要收入贡献产品; ◇代表近期获批或即将获批重点产品; 市占率数据截止 2023 年末;

资料来源: 浦银国际整理

图表 4：神经介入和外周介入企业估值表

股票代码	公司名称	股价 (港元)	市值 (亿港元)	过去 1 个月 股价变动 (%)	年初至今 股价变动 (%)	12 个月滚动远期 市销率 (x)		市销率 (x)			收入增速 2024-26E CAGR	PS/G
						现值	3 年均值	2024E	2025E	2026E		
2190 HK	归创通桥	10.48	3,460	(3.9)	(15.8)	3.3	9.6	4.2	3.0	2.2	38.0%	0.11
1302 HK	先健科技	7.07	4,119	(1.5)	(42.2)	3.6	6.3	4.4	3.3	2.5	31.0%	0.14
2172 HK	微创脑科学	2.51	1,705	(9.1)	(66.0)	2.1	11.9	2.5	1.9	1.6	23.3%	0.11
9996 HK	沛嘉医疗	1.44	6,668	4.3	(38.7)	3.7	7.8	4.1	3.4	NA	NA	NA
6669 HK	先瑞达	7.58	2,375	11.3	(32.8)	NA	4.6	NA	NA	NA	NA	NA
6609 HK	心玮医疗	13.70	532	(9.2)	(53.9)	1.2	3.9	1.4	1.1	0.8	31.3%	0.05
市值加权平均						2.9	7.7	3.4	2.7	1.1	23.6%	0.15
市值加权平均 (不含归创通桥)						2.8	7.2	3.3	2.6	0.9	18.6%	0.16

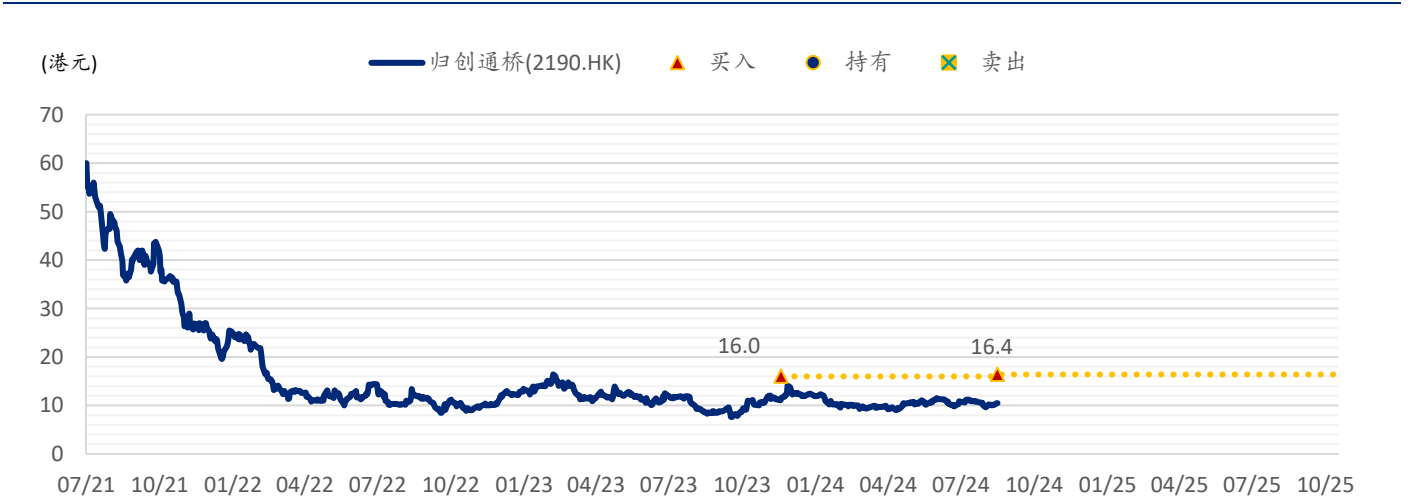
注：*E=Bloomberg 一致预期；数据截至 2024 年 8 月 20 日港股收盘；
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 5：归创通桥 PS Band



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 6：SPDBI 目标价：归创通桥



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 7：SPDBI 医药行业覆盖公司

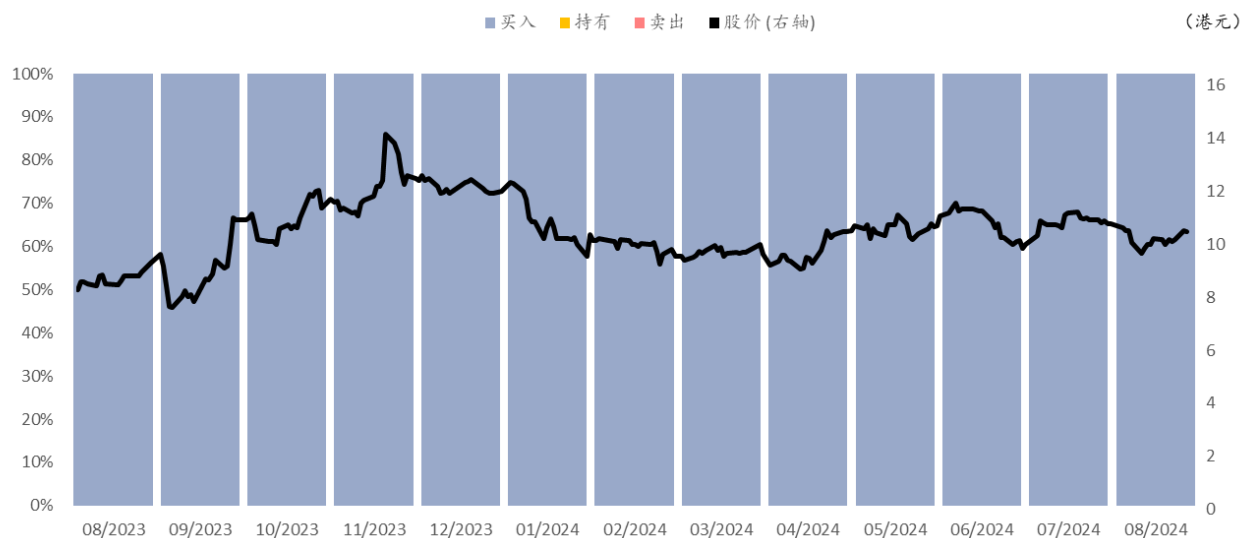
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级/目标价/预测 发布日期	行业
13.HK Equity	和黄医药	28.4	买入	40.5	2024 年 8 月 1 日	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	18.5	买入	26.0	2024 年 8 月 1 日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	13.0	买入	47.0	2024 年 8 月 7 日	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	17.0	买入	60.0	2024 年 8 月 7 日	生物科技
BGNE US Equity	百济神州	192.5	买入	285.0	2024 年 8 月 8 日	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	117.2	买入	171.0	2024 年 8 月 8 日	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	147.2	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	19.0	买入	25.0	2023 年 4 月 4 日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	14.1	持有	26.0	2024 年 8 月 19 日	生物科技
688331 CH Equity	荣昌生物	25.9	持有	35.0	2024 年 8 月 19 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	41.5	买入	60.0	2024 年 6 月 26 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	1.3	持有	4.25	2023 年 3 月 17 日	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	45.2	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	31.6	买入	58.0	2024 年 6 月 3 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
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	27.9	买入	28.1	2022 年 7 月 27 日	生物科技
2256.HK Equity	和誉	3.1	买入	5.6	2022 年 7 月 27 日	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	1.2	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	3.3	买入	5.5	2024 年 8 月 13 日	制药
2359 HK Equity	药明康德	33.0	买入	48.0	2024 年 7 月 30 日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	39.3	买入	60.0	2024 年 7 月 30 日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	8.8	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	251.0	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	0.7	买入	3.4	2023 年 9 月 5 日	医疗器械
2172 HK Equity	微创脑科学	7.1	买入	15.5	2024 年 4 月 3 日	医疗器械
688351 CH Equity	微电生理	21.8	买入	27.9	2023 年 11 月 16 日	医疗器械
2190 HK Equity	归创通桥	10.5	买入	16.4	2024 年 8 月 21 日	医疗器械
688617 CH Equity	惠泰医疗	348.0	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	3.0	持有	4.0	2024 年 5 月 28 日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	10.4	持有	15.0	2024 年 3 月 21 日	互联网医疗

注：A 股、港股股价截至 2024 年 8 月 20 日收盘；美股股价截至 2024 年 8 月 19 日收盘

资料来源：Bloomberg、浦银国际

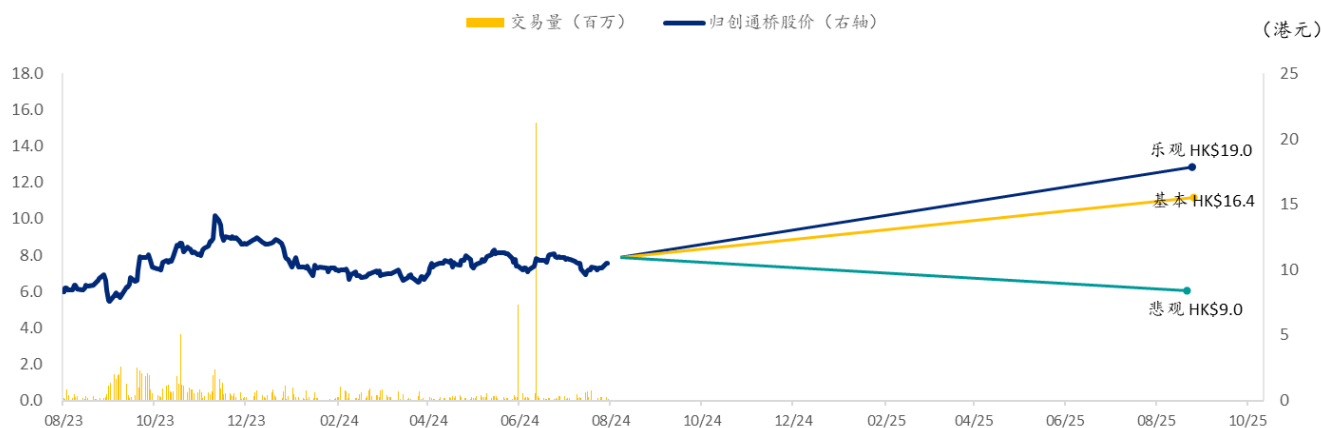
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 8：归创通桥市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 9：归创通桥 SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：19.0 港元

- 2023-26E 收入复合增速>50%；
- 稳态毛利率>80%；
- 神经&外周介入集采影响相对有限；
- 神经&外周介入手术渗透率、器械国产化率提升快于预期。

悲观情景：公司收入增长不及预期

目标价：9.0 港元

- 2023-26E 收入复合增速<30%；
- 稳态毛利率<60%；
- 神经&外周介入集采影响超预期；
- 神经&外周介入手术渗透率、器械国产化率提升慢于预期。

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

