



康方生物 (9926.HK): 依沃西与 K 药头对头数据好于预期

康方生物于 WCLC 大会公布的 HARMONi-2 数据显示出显著 PFS 获益及优秀的安全性, 好于此前市场预期。我们认为显著的 PFS 获益有望转化成 OS 获益, 值得期待。维持“买入”评级, 上调目标价至 65 港元。

- 依沃西和 K 药头对头期中分析数据发表, PFS 获益及安全性好于预期: 昨晚 (9 月 8 日) 公司已于 WCLC 大会公布 HARMONi-2 期中分析数据, 符合之前公告的 PFS 获益显著, 更为惊喜的是 PFS 数据 (mPFS 为 11.14 个月, HR 为 0.51) 优于此前市场预期, 各个亚组 PFS 获益显著, 安全性数据无论在鳞癌还是非鳞癌均优秀, 因此推动公司股价今日上涨约 16%。
- 依沃西实现 11.14 个月 mPFS (vs. 帕博利珠单药: 5.82 个月), HR 为 0.51, 临床获益显著: 在 HARMONi-2/AK112-303 (CTR20222137) 试验中 (n=398), 依沃西单药 (n=198) 与帕博利珠单药 (n=200) 对比治疗 1L PD-L1+ NSCLC (PD-L1 TPS \geq 1%), 主要研究终点为 IRRC 评估 PFS, 次要终点为 OS, ORR, DOR 和安全性等。在 ITT 人群中, 中位数跟踪 8.67 个月, 依沃西组较帕博利珠有显著的 PFS 获益, 包括: 依沃西组 mPFS 为 11.14 个月 vs. 帕博利珠 mPFS 为 5.82 个月 (HR=0.51), 依沃西组 mPFS 显著延长 5.3 个月; 依沃西组 9-mo PFS 率为 56%, 显著高于帕博利珠组 (40%)。次要终点中, 依沃西组 ORR/DCR 分别为 50%/89.9%, 显著高于帕博利珠组 38.5%/70.5%, OS 数据则尚未成熟。
- 各亚组分析均显示显著的 PFS 获益, 与整体 IIT 人群获益一致, 包括: PD-L1 TPS \geq 50% (占总人数 ~42%) PFS HR 为 0.46, PD-L1 TPS 1-49% PFS HR 为 0.54, 鳞癌亚组 (占总人数 ~45%) PFS HR 为 0.48, 非鳞癌亚组 PFS HR 为 0.54, 有/无肝转移 PFS HR 为 0.47/0.53 (肝转移人群占 ~13%), 有/无脑转移 PFS HR 为 0.55/0.53 (脑转移人群占 ~18%)。
- 整体安全性优秀, 即使在过往 VEGF 药物副作用较大的鳞状非小细胞肺癌亦展示出令人印象深刻的安全性数据: 整个 ITT 人群来说, \geq 3 级 TRAE 率依沃西组为 29.4%, 高于帕博利珠组的 15.6%; 严重 TRAE 率依沃西组为 20.8%, 略高于帕博利珠组 16.1%; TRAE 导致停药比例为 1.5%, 低于帕博利珠组 (3%); 死亡比例为 0.5%, 低于帕博利珠组 (1%)。最常见的 \geq 3 级 TRAE 包括高血压 (依沃西 vs. 帕博利珠: 5.1% vs. 0.5%), 蛋白尿 (3.0% vs. 0%), 贫血 (1.5% vs. 0.5%), 淀粉酶升高 (1.5% vs. 0%), 高甘油三酯血症 (2.0% vs. 0.5%)。 \geq 3 级免疫相关不良反应 (irAE) 依沃西组为 7.1%, 低于帕博利珠组 (8%)。 \geq 3 级 VEGF 相关不良反应依沃西组为 10.2%, 高于帕博利珠组 (1.0%)。依沃西组 2 例 \geq 3 级咯血发生于非鳞状 NSCLC, 而鳞状 NSCLC 无三级以上咯血事件 (注: 过往贝伐珠单抗在鳞状 NSCLC 容易出现严重出血事件)。此外, 即使是鳞状 NSCLC 亚组, \geq 3 级 TRAE 率依沃西组为 22.2%, 仅略高于帕博利珠组的 18.7%, 而严重 TRAE 率依沃西组为 18.9%, 和帕博利珠组 (18.7%) 相当, 停药比例及死亡比例甚至低于帕博利珠组。因此我们认为依沃西整体安全性优秀。

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 9 月 9 日

评级

买入

目标价 (港元)	65.0
潜在升幅/降幅	+16%
目前股价 (港元)	55.80
52 周内股价区间 (港元)	26.4-60.0
总市值 (百万港元)	48,315
近 3 月日均成交额 (百万)	241

市场预期区间

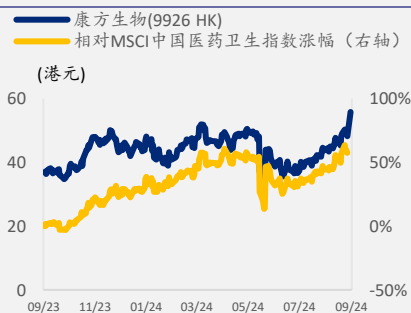


▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

*数据截至 2024 年 9 月 9 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

浦银国际

公司研究

康方生物 (9926.HK)



● 由于依沃西 PFS 获益显著好于此前预期,我们认为其有望转化成 OS 获益:

(1) 依沃西是目前为止首个头对头击败帕博利珠的疗法,考虑到 PFS 获益非常显著[不仅高过 K 药单药,甚至高过 K 药+化疗在鳞癌及非鳞癌 mPFS (注:分别为 8 个月、9 个月)],我们认为其 PFS 获益有潜力转化为 OS 的获益,因此依沃西有望成为 1L PD-L1+ NSCLC 的新一代疗法。(2) 尽管 HARMONI-2 是中国临床 3 期试验,但考虑到 PD-(L)1 治疗效果在非亚洲和亚洲人群差异不大(例如:帕博利珠单药全球三期试验、中国三期试验 mPFS 分别为:5.6、6.3 个月),我们认为依沃西 PFS 显著的获益具备扩展到全球人群的潜力。(3) 其次,无论是在 PD-L1 中低表达 (TPS 1-49%) 还是 PD-L1 高表达 (TPS \geq 50%) 的 NSCLC 病人群体中,依沃西都有明显的 PFS 获益,而目前帕博利珠单药主要用在 PD-L1 高表达病人群体中,在 PD-L1 中低表达群体中帕博利珠主要依靠和化疗联用来治疗 NSCLC 病人(mPFS:9.2 个月),我们认为依沃西单药疗法在 PD-L1 中低表达人群中具备潜力。(4) 另外,考虑到依沃西优秀的安全性,我们认为其在鳞癌中的应用潜力亦值得期待。

● 依沃西未来临床计划:海外方面,基于 HARMONI-2 积极结果, SUMMIT 计划开展 HARMONI-7 研究,评估依沃西单抗对照帕博利珠在 1L PD-L1 高表达 (PD-L1 TPS \geq 50%) NSCLC 的全球 3 期临床试验。此项试验为 SUMMIT 继 EGFRm nsq-NSCLC (依沃西+化疗 vs. 安慰剂+化疗)、1L sq-NSCLC 适应症 (依沃西+化疗 vs. 帕博利珠+化疗) 之后开展的第三项全球 3 期试验。国内方面,目前依沃西 EGFRm NSCLC 适应症已获批, 1L PD-L1+ NSCLC 已于 2024 年 7 月递交 NDA, 有望于 1H25 获批 (管理层表示 NMPA 获批决定无需等待 OS 数据成熟), 目前 1L sq NSCLC (vs. 替雷利珠单抗+化疗) 正在进行临床 3 期, 1L BTC 和 1L PD-L1+ HNSCC 已启动临床 3 期, 1L PC 正在筹备开展 3 期。

● 公司下半年有望迎来多项数据读出, 包括: 1) 依沃西 (PD-1/VEGF): 中国 3 期 AK112-303 / HARMONI-2 试验 (1L PD-L1+ NSCLC) 期中分析数据读出 (WCLC'24, 已完成)、2 期 AK112-205 试验 (单用或联用) 肺癌新辅助数据读出 (WCLC'24, 已完成)、2 期 AK112-206 试验 (AK112±AK117) 1L CRC 数据读出、2 期 AK117-203 试验 (AK112+AK117+化疗) 1L TNBC 数据读出、2 期 AK117-201 试验 (AK112+AK117+化疗) 1L PD-L1+头颈鳞癌数据读出 (预计 4Q24) 2) 卡度尼利 (PD-1/CTLA-4): 中国 3 期 1L CC 数据读出 (预计 4Q24)。下半年其他催化剂包括: (1) 卡度尼利和依沃西将参加 2024 年底医保谈判, 若能成功被纳入, 将极大促进两款药物的放量; (2) 伊努西单抗 (AK102, PCSK9)、依若奇单抗 (IL-12/IL-23) 有望于 2H24 获批。

● 维持“买入”评级, 上调目标价至 65 港元: 根据依沃西更新的研发数据, 我们上调其 1L PD-L1+ NSCLC 及 1L sq-NSCLC 的 POS, 以及略微上调未来潜在里程碑收入预测, 这使得我们基于 DCF 模型 (WACC: 9.4%, 永续增长率: 3%) 的目标价由原来的 63 港元上升至 65 港元; 维持“买入”评级。

● 投资风险: 商业化进度不及预期、研发延误或临床试验数据不如预期、出海授权不顺利。

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	838	4,526	2,392	3,566	5,428
同比变动 (%)	271.3%	440.3%	-47.2%	49.1%	52.2%
归母净利润/(亏损)	-1,168	1,942	-540	-116	1,415
PS (X)	44.5	8.6	16.4	11.0	7.2

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 - 康方生物

利润表

(人民币百万)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	837.7	4,526.3	2,391.8	3,566.3	5,428.4
销售成本	-94.1	-133.2	-208.4	-380.4	-656.3
毛利	743.5	4,393.0	2,183.4	3,185.9	4,772.1
其他收入及收益净额	158.6	454.2	400.0	300.0	300.0
行政开支	-199.0	-200.1	-213.5	-293.3	-432.8
研发开支	-1,323.1	-1,254.0	-1,354.3	-1,469.5	-1,616.4
销售费用	-552.7	-890.4	-1,228.1	-1,543.6	-1,740.8
其他开支净额	-206.3	-281.5	-250.0	-200.0	0.0
长期股权投资亏损&优先股公允价值	0.0	-191.7	-100.0	-100.0	0.0
财务成本	-43.3	-87.0	0.0	0.0	0.0
除税前利润/亏损	-1,422.2	1,942.5	-562.5	-120.4	1,282.1
所得税开支	0.0	-0.2	0	0	192.3
净利润/净亏损	-1,422.2	1,942.4	-562.5	-120.4	1,474.4
非控股权益	-253.8	0.2	-22.5	-4.8	59.0
母公司拥有人	-1,168.4	1,942.2	-540.0	-115.6	1,415.4

资产负债表

(人民币百万)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
物业、厂房及设备	1,999.6	2,824.0	3,226.3	3,400.5	3,462.4
使用权资产	163.1	338.0	341.7	345.0	348.1
无形资产	8.5	6.4	6.4	6.4	6.4
收购土地使用权预付款项	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	266.3	335.9	335.9	335.9	335.9
非流动资产总值	2,437.5	3,504.3	3,910.3	4,087.7	4,152.8
存货	341.8	391.9	236.2	701.7	305.2
预付款、其他应收款及其他资产	157.2	94.9	104.4	114.9	126.3
按公允价值计入损益的金融资产	195.9	852.4	852.4	852.4	852.4
其他	0.1	2,499.7	2,499.7	2,499.7	2,499.7
现金及现金等价物	2,092.4	1,542.3	1,096.3	607.6	2,349.2
流动资产总值	3,058.5	5,676.8	5,017.7	5,329.3	6,710.1
资产总计	5,495.9	9,181.1	8,928.0	9,417.0	10,862.9
贸易应付款项	308.9	354.8	159.1	570.4	328.5
其他应付款项及应计费用	599.2	443.6	487.9	512.3	537.9
计息银行及其他借款	446.0	390.5	429.6	472.5	519.8
租赁负债	5.9	14.5	16.0	17.6	19.3
应付税项	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2
流动负债总额	1,361.1	1,204.6	1,093.7	1,574.0	1,406.7
可转换可赎回优先股	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
计息银行及其他借款	1,421.3	2,577.3	2,877.3	2,877.3	2,877.3
租赁负债	6.0	8.6	9.5	10.4	11.5
递延收入&合约负债	159.6	871.9	959.0	1,054.9	1,160.4
非流动负债总额	1,586.8	3,457.7	3,845.8	3,942.6	4,049.2
股本	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
储备	2,635.6	4,692.3	4,184.5	4,101.2	5,548.8
非控股权益	-87.6	-173.6	-196.1	-200.9	-141.9
权益总额	2,548.0	4,518.8	3,988.5	3,900.4	5,407.0

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

(人民币百万)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
除税前亏损:	-1,422.2	1,942.5	-562.5	-120.4	1,282.1
物业、厂房及设备折旧	91.7	125.3	197.7	225.8	238.0
使用权资产折旧	11.8	15.2	26.4	26.7	26.9
存货(增加)/减少	-154.2	-54.3	155.6	-465.5	396.6
预付款项、其他应收款项及其他资产增加/减少	24.8	163.0	-9.5	-10.4	-11.5
贸易应付款项增加/(减少)	102.6	45.9	-195.8	411.4	-241.9
其他	105.0	230.1	233.0	-169.2	334.2
经营活动所用现金流量净额	-1,240.4	2,467.8	-155.0	-101.7	2,024.4
购买物业、厂房及设备项目	-775.6	-719.4	-600.0	-400.0	-300.0
购买按公允价值计入损益的金融资产	-2,870.1	-8,954.9	0.0	0.0	0.0
出售按公允价值计入损益的金融资产所获	2,664.7	8,303.9	0.0	0.0	0.0
其他	91.3	-2,626.8	-30.0	-30.0	-30.0
投资活动所用现金流量净额	-889.7	-3,997.3	-630.0	-430.0	-330.0
新增/(偿还)银行及其他借款	1,005.0	1,473.8	339.1	43.0	47.3
股份发行开支	-5.0	-374.8	0.0	0.0	0.0
其他	485.8	-138.0	0.0	0.0	0.0
融资活动所得现金流量净额	1,485.9	960.9	339.1	43.0	47.3
现金及现金等价物增加净额	-644.3	-568.6	-446.0	-488.7	1,741.6
年初现金及现金等价物	2,641.6	2,092.4	1,542.3	1,096.3	607.6
外币汇率变动影响净值	95.1	18.5	0.0	0.0	0.0
年末现金及现金等价物	2,092.4	1,542.3	1,096.3	607.6	2,349.2

财务和估值比率

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
每股数据(人民币)					
每股收益	-1.4	2.4	-0.6	-0.1	1.7
每股净资产	3.0	5.4	4.7	4.6	6.4
每股销售额	1.0	5.4	2.8	4.2	6.5
同比变动(%)					
收入	271%	440%	-47%	49%	52%
税后利润	NM	NM	NM	NM	NM
归母净利润	NM	NM	NM	NM	NM
费用率(%)					
销售费用/收入	-66%	-20%	-51%	-43%	-32%
管理费用/收入	-24%	-4%	-9%	-8%	-8%
研发费用/收入	-158%	-28%	-57%	-41%	-30%
利润率(%)					
毛利率	89%	97%	91%	89%	88%
归母净利率	-139%	43%	-23%	-3%	26%
回报率(%)					
平均股本回报率	-40%	55%	-13%	-3%	30%
平均资产回报率	-28%	26%	-6%	-1%	15%
财务杠杆					
流动比率(x)	2.2	4.7	4.6	3.4	4.8
速动比率(x)	2.0	4.4	4.4	2.9	4.6
现金比率(x)	1.5	1.3	1.0	0.4	1.7
估值					
市盈率(x)	NM	19.2	NM	NM	27.6
市净率(x)	15.3	8.7	9.8	10.0	7.2
市销率(x)	44.5	8.6	16.4	11.0	7.2

图表 2: 浦银国际目标价: 康方生物



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 3: SPDBI 医药行业覆盖公司

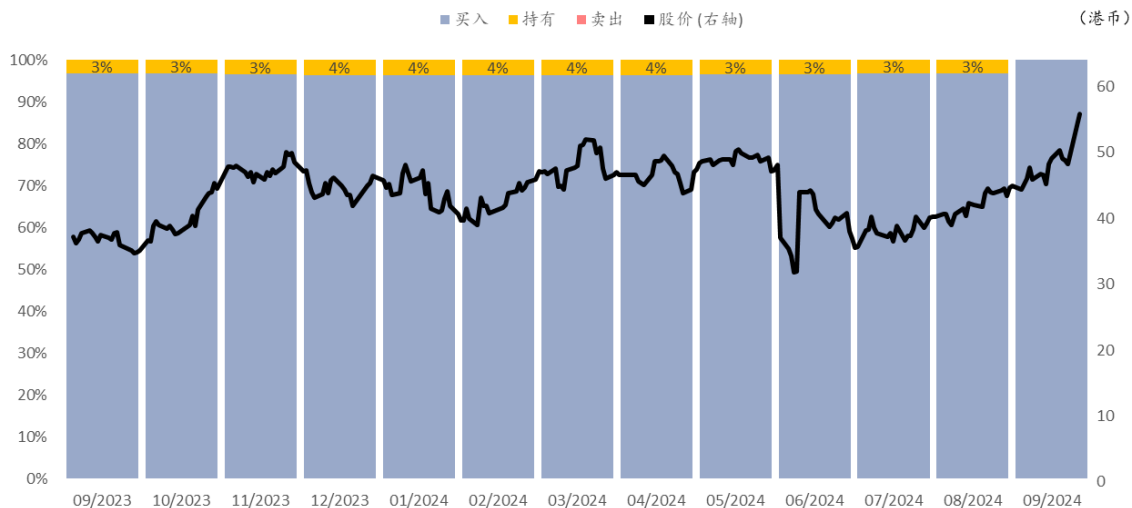
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级/目标价/预测发布日期	行业
13.HK Equity	和黄医药	26.9	买入	40.5	2024年8月1日	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	17.4	买入	26.0	2024年8月1日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	15.3	买入	47.0	2024年8月7日	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	19.9	买入	60.0	2024年8月7日	生物科技
BGNE US Equity	百济神州	191.3	买入	285.0	2024年8月8日	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	115.6	买入	171.0	2024年8月8日	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	146.2	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	23.4	买入	25.0	2023年4月4日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	12.5	持有	26.0	2024年8月19日	生物科技
688331 CH Equity	荣昌生物	24.2	持有	35.0	2024年8月19日	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	5.3	买入	8.0	2024年8月21日	生物科技
688428 CH Equity	诺诚健华	11.0	买入	12.5	2024年8月21日	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	41.8	买入	60.0	2024年8月29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	1.4	持有	4.25	2023年3月17日	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	55.8	买入	65.0	2024年9月9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	36.2	买入	58.0	2024年8月29日	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	1.0	买入	22.5	2022年7月27日	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	23.1	持有	19.0	2022年7月27日	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	32.3	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	1.1	买入	6.0	2022年7月27日	生物科技
6998.HK Equity	嘉和生物	1.4	买入	6.1	2022年7月27日	生物科技
1177 HK Equity	中国生物制药	3.1	买入	5.5	2024年8月13日	制药
2359 HK Equity	药明康德	36.0	买入	48.0	2024年7月30日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	39.4	买入	60.0	2024年7月30日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	9.3	买入	16.8	2024年8月28日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	20.2	持有	22.4	2024年8月28日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	11.3	持有	18.5	2024年8月22日	CRO/CDMO
300760 CH Equity	迈瑞医疗	240.5	买入	350.0	2024年9月2日	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	6.5	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	2.9	买入	10.2	2024年6月18日	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	0.6	买入	3.4	2023年9月5日	医疗器械
2172 HK Equity	微创脑科学	7.7	买入	15.5	2024年4月3日	医疗器械
688351 CH Equity	微电生理	19.6	买入	27.9	2024年8月23日	医疗器械
2190 HK Equity	归创通桥	11.2	买入	16.4	2024年8月21日	医疗器械
688617 CH Equity	惠泰医疗	351.9	买入	454.0	2023年11月30日	医疗器械
2325 HK Equity	云康集团	8.2	买入	10.5	2024年9月4日	ICL
241 HK Equity	阿里健康	2.9	持有	4.0	2024年5月28日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	9.5	持有	11.4	2024年8月22日	互联网医疗

注: 股价截至 2024 年 9 月 9 日港股收盘;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

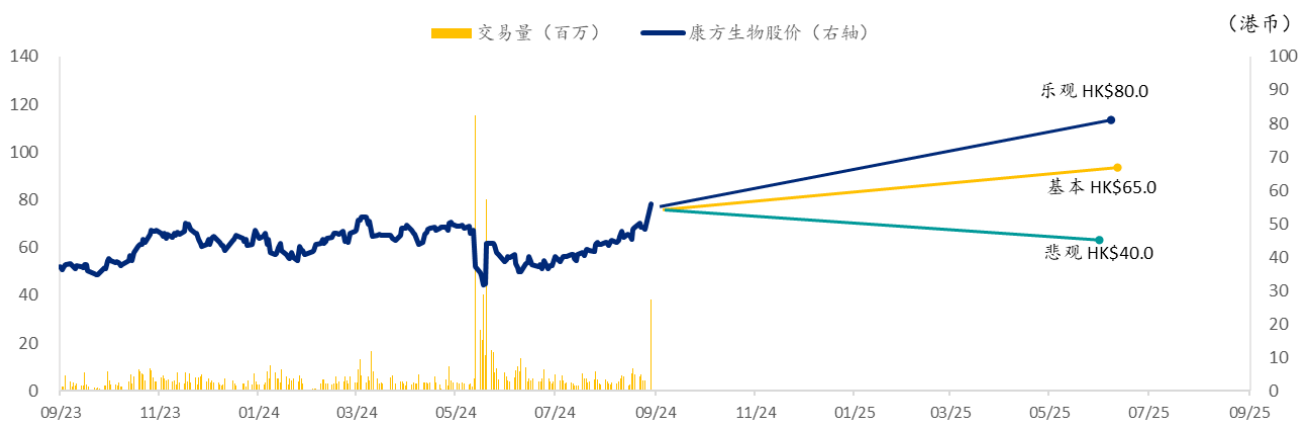
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 4: 康方生物市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 5: 康方生物 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 80.0 港元

概率: 20%

- 卡度尼单抗销售峰值超人民币 60 亿元;
- 管线药物研发及获批进度快于预期;
- 新产品获批后以较高价格进入医保目录;
- 长期稳态下营业利润高于 40%;

悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 40.0 港元

概率: 20%

- 卡度尼单抗销售峰值低于人民币 30 亿元;
- 管线药物研发及获批进度慢于预期;
- 新产品获批后未能进入医保目录;
- 长期稳态下营业利润低于 30%;

资料来源: 浦银国际

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
地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

