



百济神州 (BGNE.US/6160.HK/688235.CH) : 首次提供盈利时间指引, 预计 2025 年实现经营利润盈亏平衡

近日公司于美国旧金山参加年度健康医疗大会, 分享公司近况和未来规划。最大的正面惊喜来自于管理层首次明确提供盈利时间线指引, 预计 2025 年实现 GAAP 经营利润盈亏平衡。上调目标价至美股 268 美元, 港股 161 港元, A 股人民币 197 元, 维持美股/港股“买入”评级, 上调 A 股评级至“买入”。

• **公司首次给出明确盈利时间线指引, 预计 2025 年全年实现 GAAP 经营利润盈亏平衡:** 此次会议最大的正面惊喜来自于管理层首次给出明确的盈利指引, 预计将于 2025 年全年实现 GAAP 口径经营利润盈亏平衡。尽管此前连续 2 个季度公司已实现 Non-GAAP 经营利润(3Q24/2Q24 分别实现 6563 万/4846 万美元盈利), 但公司在此次会议前并未曾明确指引, 因此该盈利预期仅部分反映在会议之前股价中, 该盈利指引显著提振了市场情绪, 带动公司美股上涨 4%、港股上涨 7%、A 股上涨 9%。此外, 我们很高兴看到公司积极提升与资本市场沟通与信息披露透明度, 包括从 4Q24 开始举行季度业绩电话会, 以及届时将公布正式 2025 年收入和利润指引。

• **潜在同类最佳组合有望进一步巩固公司在 CLL 领域的强势地位:** 在 120 亿美元 CLL 市场中, 百济核心产品泽布替尼在新患中市场份额逐季上升至目前 50% 左右, 持续多个季度保持 BTK 抑制剂领导者的强势地位。放眼未来, 得益于优秀的疗效及安全性数据, 公司拥有潜在同类最佳药物组合治疗 CLL, 包括 BTK 抑制剂单用、BTK+BCL2 抑制剂联用(2024 ASH 公布一期 TN CLL 深度持续缓解数据, N=137)、BTK CDAC ±BTK/BCL2 抑制剂, 多样化药物组合有望帮助公司在 CLL 初治经治患者人群中强势保持行业领袖者地位。

• **两个下一代血液瘤产品研发均在有条不紊推进中:** (1) Sonrotoclax (BCL2 抑制剂) 有望于 2H25 公布全球 R/R MCL 和中国 R/R CLL 二期数据读出, 并进行对应的加速审批 NDA 申请(若数据支持)。Sonrotoclax 全球三期 CELESTIAL-TN CLL 入组接近完成 (N=640, 预计将于 1H25 完成入组), 大致符合之前指引进度。此外, 公司有望于 1H25 开启 R/R CLL 和 R/R MCL 的三期研究。(2) BGB-16673 (BTK CDAC) 预计 1H25 启动 R/R CLL 三期临床试验, 2H25 启动 R/R CLL 和 pirtobrutinib 三期头对头临床试验, 2026 年有望读出二期 R/R CLL 数据。

• **高效研发推进速度与效率彰显出公司强大执行力:** 从开发速度来说, 公司从 GLP 毒理试验到首次人体试验平均用时 8-9 个月, 快于行业水平 30%; 每个剂量爬坡组录取病人用时 6 周左右, 快于行业水平 3 倍; 剂量爬坡和剂量拓展时间间隔仅为 3-5 周, 快于行业水平 50%。我们认为, 高效的研发推进不仅受益于持续增加的全球临床团队规模(由 2024 年中 3000+ 人进一步增加至 2024 年底 3600+ 人), 更反映了公司临床团队强大的执行力。此外, 尽管研发团队维持稳定规模(1100+ 人), 2024 年共计实现 13 款新分子进入临床 (vs. 2023 年: 5 款), 略超之前指引的 12 个新分子, 亦彰显出超预期的早期研发效率与执行力。

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

2025 年 1 月 14 日

百济神州 (BGNE.US)

买入

目标价 (美元)	268.0
潜在升幅/降幅	+45%
目前股价 (美元)	184.6
52 周内股价区间 (美元)	126.9-248.2
总市值 (百万美元)	20,870
近 3 月日均成交额 (百万美元)	68

百济神州 (6160.HK)

买入

目标价 (港元)	161.0
潜在升幅/降幅	+40%
目前股价 (港元)	114.8
52 周内股价区间 (港元)	75.4-153.0
总市值 (百万港元)	167,881
近 3 月日均成交额 (百万港元)	212

百济神州 (688235.CH)

买入

目标价 (人民币)	197.0
潜在升幅/降幅	+10%
目前股价 (人民币)	178.6
52 周内股价区间 (人民币)	98.5-208.0
总市值 (百万人民币)	158,078
近 3 月日均成交额 (百万人民币)	402

注: 港股及 A 股股价截至 2025 年 1 月 14 日;

美股股价截至 2025 年 1 月 13 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际



- 公司亦首次公布其早期重点资产峰值销售预测，其中 CDK4 抑制剂、EGFR CDAC、PRMT5 + MAT2A 抑制剂联用、IRAK4 CDAC 分别有望实现 50 亿、40 亿、30 亿、30 亿美元销售。重点推进的 CDK4 抑制剂 BGB-43395 入组速度迅猛，约 1 年时间已入组 133 例患者，POC 数据预计于 1H25 公布，2L HR+/HER2- BC 三期试验预计将最早于 4Q25 开启，1L HR+/HER2- BC 三期试验亦在规划中。其余多款早期资产均预计于 2H25 公布 POC 数据，包括泛 KRAS 抑制剂、B7H4 ADC、EGFR CDAC、CDK2 抑制剂、B7H3 ADC、CEA ADC、FGFR2b ADC、IRAK4 CDAC。
- 维持“买入”评级，上调目标价至美股 268 美元，港股 161 港元，A 股人民币 197 元：基于更新的公司进展，我们将 2025E、2026E 收入分别上调约 4%，主要受益于泽布替尼海外销售预测提升，同时我们略微下调此前的研发费用及销售行政费用预测，因此 2025E 实现 GAAP 经营利润盈亏平衡、2025E 由此前净亏损上调为盈亏平衡，2026E 净盈利较此前预测有所提升。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 268 美元/161 港元/人民币 197 元（其中 A 股估值溢价系数由此前 30% 轻微上调至 33%），维持美股/港股“买入”评级、上调 A 股评级至“买入”。
- 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/审批延误或数据不及预期。

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	3,696	4,689	5,346
同比变动 (%)	20.4%	73.7%	50.3%	26.9%	14.0%
归母净利润/(亏损)	-2,004	-882	-735	57	199
PS (X)	13.9	8.1	5.4	4.3	3.7

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	3,696	4,689	5,346
销售成本	(286)	(380)	(623)	(727)	(790)
毛利润	1,129	2,079	3,073	3,962	4,556
研发费用	(1,641)	(1,779)	(1,943)	(1,991)	(2,212)
销售、一般及行政费用	(1,278)	(1,505)	(1,833)	(1,967)	(2,159)
无形资产摊销	(1)	(4)	(1)	(1)	(1)
其他	-	-	-	-	-
经营亏损	(1,790)	(1,208)	(704)	4	185
利息收入, 净额	52	74	52	47	49
其他收入, 净额	(224)	308	(10)	-	-
除所得税前亏损	(1,961)	(826)	(662)	51	234
所得税开支	(43)	(56)	(73)	7	(35)
亏损净额	(2,004)	(882)	(735)	57	199
非控股权益应占亏损净额	-	-	-	-	-
归母净利润/(亏损)	(2,004)	(882)	(735)	57	199

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	2,239	2,323	2,822
应收账款	173	358	502	647	736
存货	282	416	546	597	606
预付开支及其他流动资产	217	241	296	328	321
流动资产总值	5,212	4,203	3,583	3,896	4,485
物业、厂房及设备, 净额	846	1,324	1,609	1,885	2,096
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	125	125	125	125
非流动资产总值	1,167	1,602	1,886	2,161	2,371
短期债务	329	688	688	688	688
应付账款	295	315	410	438	454
应计开支及其他应付款项	467	694	566	594	656
其他	377	113	113	113	113
流动负债总值	1,469	1,810	1,778	1,833	1,911
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
额外实收资本	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)	(8,697)	(8,640)	(8,441)
少数股东权益	-	-	-	-	-
权益总额	4,383	3,537	3,234	3,766	4,486

E=浦银国际预测

资料来源: 公司报告、浦银国际

现金流量表

百万美元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
亏损净额	(2,004)	(882)	(735)	57	199
固定资产折旧	66	88	85	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)	(362)	(173)	(12)
应收账款	304	(188)	(144)	(145)	(89)
预付账款及其他流动资产变动	(3)	12	(55)	(33)	7
存货	(57)	(141)	(130)	(51)	(9)
应付账款	(4)	21	95	28	16
应计开支及其他应付款项	46	180	(127)	27	62
其他	151	(443)	(144)	(145)	(89)
经营活动现金净额	(1,497)	(1,157)	(587)	452	812
购买物业及设备	(325)	(562)	(370)	(375)	(321)
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	(370)	(375)	(321)
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)	(950)	84	499
期初现金	4,383	3,875	3,186	2,236	2,321
期末现金	3,875	3,186	2,236	2,321	2,820

财务和估值比率

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
每股数据 (美元)					
每股盈利 (non-GAAP)	(1.26)	0.29	(0.19)	0.44	0.59
每股净资产	3.27	2.61	2.38	2.78	3.31
每股销售额	1.06	1.81	2.72	3.46	3.94
同比变动 (%)					
收入	20.4%	73.7%	50.3%	26.9%	14.0%
税后利润	NM	NM	NM	NM	246%
归母净利润	NM	NM	NM	NM	246%
费用率 (%)					
研发费用/收入	115.9%	72.3%	52.6%	42.4%	41.4%
销售、一般及行政费用/收入	90.2%	61.2%	49.6%	42.0%	40.4%
利润率 (%)					
毛利率	79.8%	84.5%	83.1%	84.5%	85.2%
归母净利率	-141.5%	-35.9%	-19.9%	1.2%	3.7%
回报率 (%)					
平均股本回报率	-39.0%	-40.8%	-25.0%	-9.0%	2.9%
平均资产回报率	-26.8%	-24.9%	-14.8%	-5.6%	1.9%
财务杠杆					
流动比率 (x)	3.5	2.3	2.0	2.1	2.3
速动比率 (x)	3.4	2.1	1.7	1.8	2.0
现金比率 (x)	3.1	1.8	1.3	1.3	1.5
估值					
市盈率 (x)	NM	50.7	NM	33.6	24.9
市净率 (x)	4.5	5.6	6.2	5.3	4.5
市销率 (x)	13.9	8.1	5.4	4.3	3.7

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

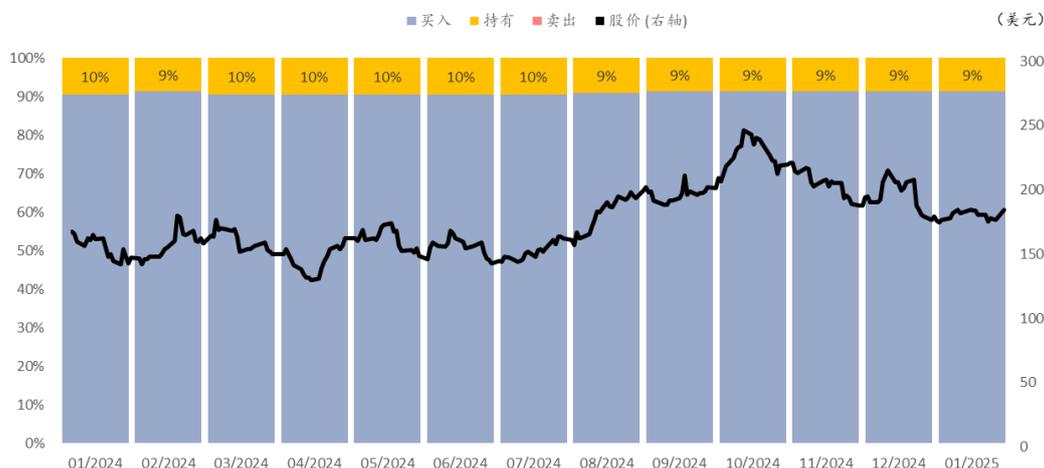
图表 5: SPDBI 医药行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	行业
6990.HK Equity	科伦博泰	169.9	买入	230.0	生物科技
13.HK Equity	和黄医药	23.6	买入	41.3	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	14.5	买入	26.5	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	19.4	买入	55.0	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	25.2	买入	43.0	生物科技
BGNE US Equity	百济神州	184.6	买入	268.0	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	114.8	买入	161.0	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	178.6	买入	197.0	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	0.7	买入	5.4	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	40.0	买入	25.0	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	12.4	持有	26.0	生物科技
688331 CH Equity	荣昌生物	26.8	持有	35.0	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	5.4	买入	9.2	生物科技
688428 CH Equity	诺诚健华	12.0	持有	14.5	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	34.7	买入	60.0	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	1.4	买入	12.5	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	2.1	持有	4.25	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	56.7	买入	65.0	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	3.4	买入	13.6	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	28.8	买入	58.0	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	1.1	买入	22.5	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	20.2	持有	19.0	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	40.4	买入	28.1	生物科技
2256.HK Equity	和誉	4.4	买入	5.6	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	2.7	买入	6.0	生物科技
600276 CH Equity	恒瑞医药	44.3	买入	61.0	制药
1177 HK Equity	中国生物制药	2.9	买入	5.5	制药
2359 HK Equity	药明康德	54.2	买入	56.0	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	55.0	买入	62.0	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	13.2	买入	16.8	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	25.4	持有	22.4	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	17.6	持有	18.5	CRO/CDMO
2268 HK Equity	药明合联	29.5	买入	35.0	CRO/CDMO
300760 CH Equity	迈瑞医疗	236.0	买入	350.0	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	9.2	买入	15.1	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	5.6	买入	10.0	医疗器械
9996 HK Equity	沛嘉医疗	3.7	买入	7.5	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	0.7	买入	3.4	医疗器械
2172 HK Equity	微创脑科学	8.4	买入	15.5	医疗器械
688351 CH Equity	微电生理	18.7	买入	27.9	医疗器械
2190 HK Equity	归创通桥	11.6	买入	16.4	医疗器械
688617 CH Equity	惠泰医疗	352.2	买入	454.0	医疗器械
688236 CH Equity	春立医疗	11.8	买入	16.2	医疗器械
1858 HK Equity	春立医疗	7.9	买入	10.6	医疗器械
1789 HK Equity	爱康医疗	4.3	买入	6.8	医疗器械
2325 HK Equity	云康集团	6.0	买入	10.5	ICL
241 HK Equity	阿里健康	3.3	持有	4.0	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	6.2	持有	11.4	互联网医疗

注：港股及A股股价截至2025年1月14日；美股股价截至2025年1月13日。；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: 310.0 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

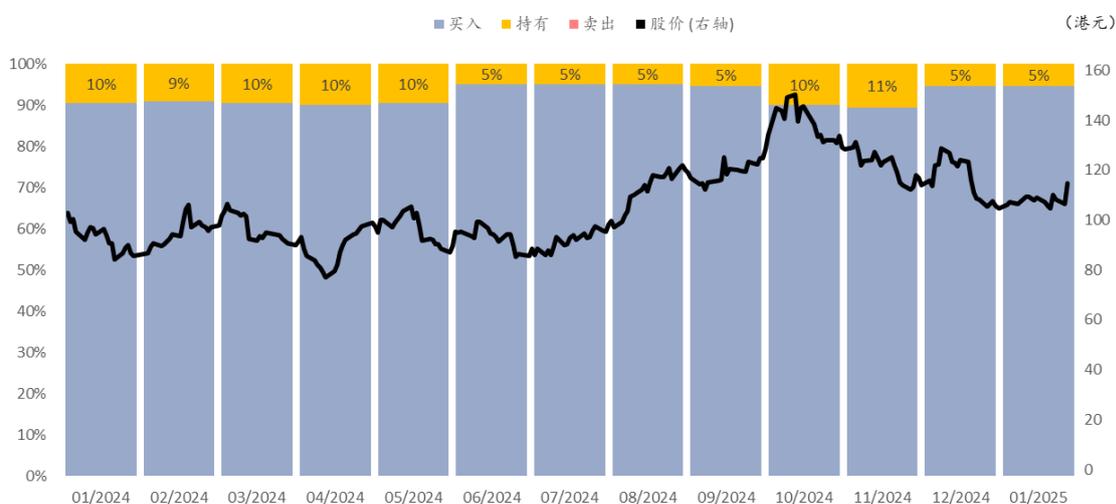
目标价: 140.0 美元

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%。

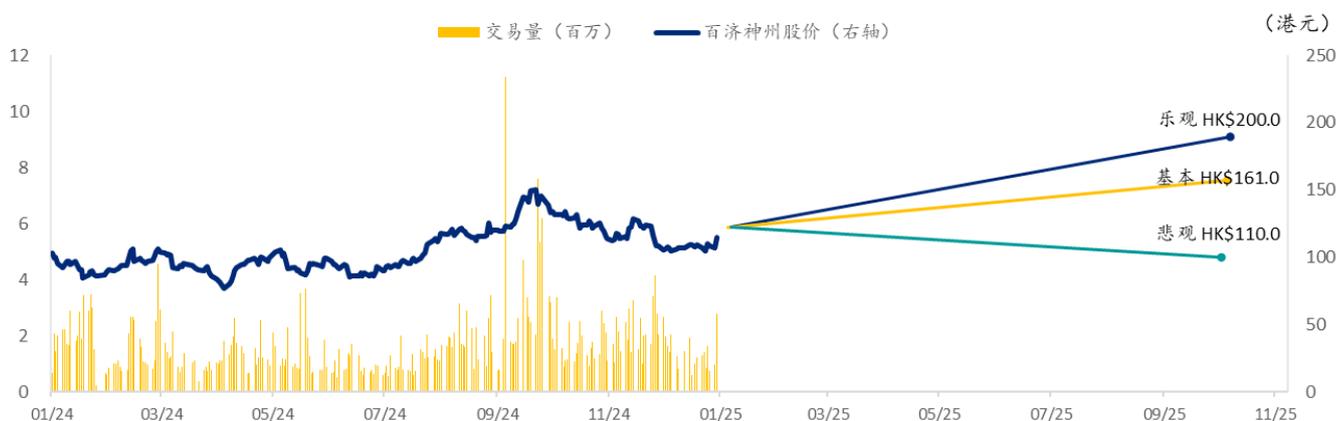
资料来源: 浦银国际

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

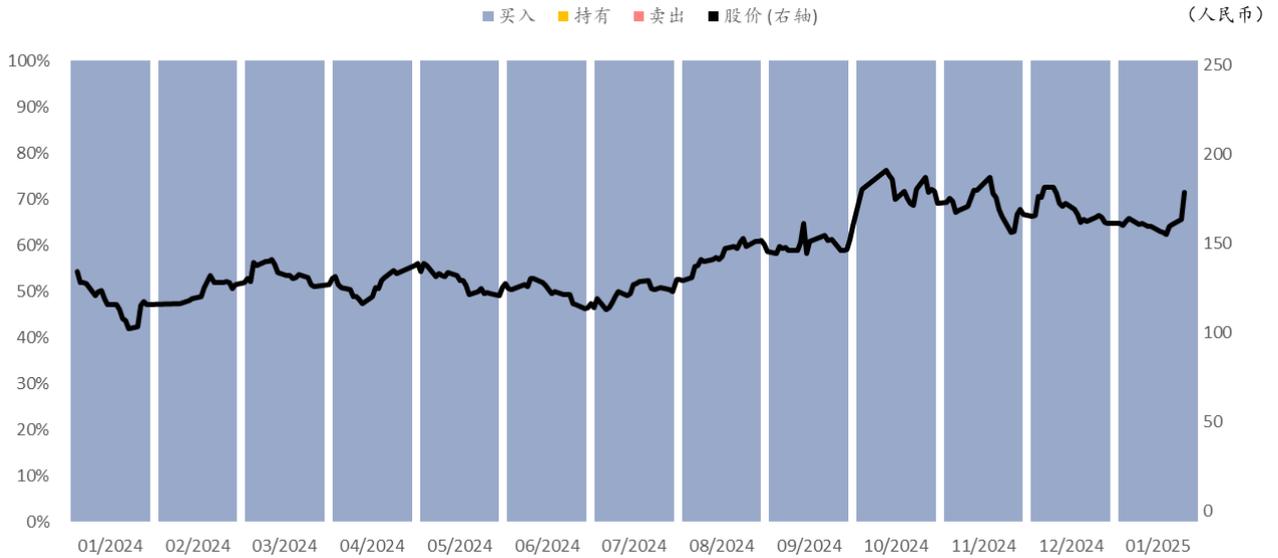
目标价: 110.0 港元

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%。

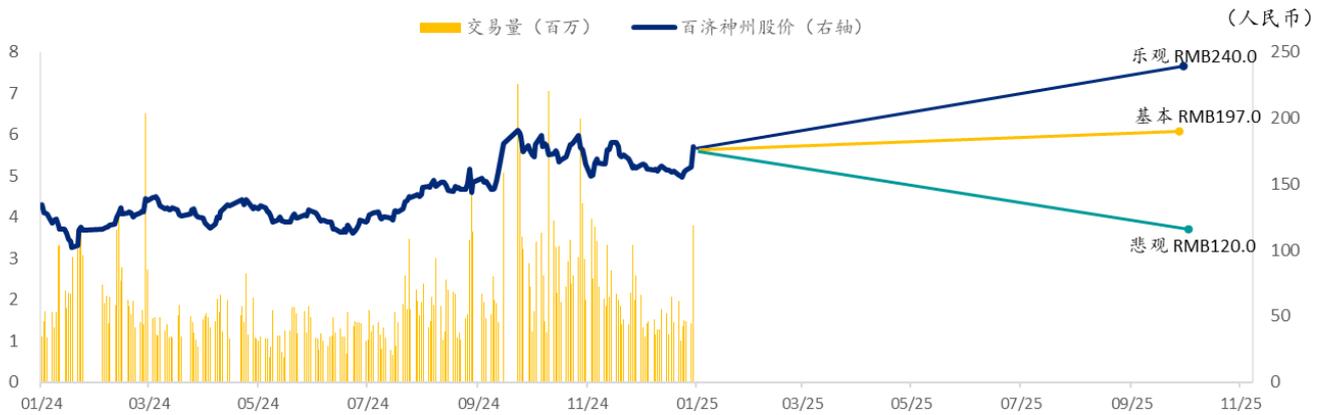
资料来源: 浦银国际

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 240.0 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 120.0 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

