

归创通桥 (2190.HK)：2024 业绩符合预期，2025 净利增速有望超 50%

公司 2024 年业绩符合预期，首次实现 IFRS 及经调整净利双口径年度盈利。毛利率受集采降价影响有所下滑，且 2025 年下滑趋势或将持续，但考虑到公司研发及管理费用将维持稳定，且销售费用率将随着收入增长而下滑，公司归母净利 2025 年仍可实现高增长，我们预计公司 2025 年收入/归母净利同比+38%/56%。继续作为我们港股医疗器械板块的首推标的，维持“买入”评级，升目标价至 19.0 港元。

- **2024 全年业绩符合预期，首次实现双口径年度盈利。**2024 年收入同比+48%至人民币 7.8 亿元，与公司此前指引一致；全年毛利率同比-1.4pcts 至 71.6%，主要受到集采及公司主动降价争取更高市场份额影响；公司首次实现 IFRS 及经调整双口径下盈利，其中归母净利实现年度盈利人民币 1.0 亿元，经调整净利同比+1663%至人民币 1.2 亿元。收入分产线看：1) **神经介入**：全年收入同比+38%，继续受益于颅内支持导管、取栓支架等核心产品稳健增长；2) **外周介入**：全年收入同比+75%，受益于 DCB 等核心产品的稳健增长以及外周弹簧圈、静至髂静脉支架等新产品于 2024 年初上市后为板块带来的额外增长动能。
- **公司多数产品已经历集采，2025 年收入及净利有望维持高增速。**公司目前共有 47 款获批产品，其中 36 款产品已参加集采并中选，且核心产品均已经历过集采并在集采后实现了快速放量，其中公司重点产品颅内支持导管的销量在 2024 年 5 月起执行的京津冀“3+N”集采后在多数省份的销量平均增长约 2.5 倍。河北牵头 27 省外周介入集采（涉及公司密网支架、外周动脉球囊、外周静脉球囊）及第五批国采中的外周介入产品（涉及公司外周静至髂静脉支架）将于今年 5 月起执行集采结果，预计仍将对毛利率造成一定压制，但考虑到上述品种部分为占公司收入比重较小或新获批产品，预计负面影响主要体现在毛利率上。而且，在公司研发及管理费用维持稳定、销售费用率随着收入增长而改善的情况下，净利有望实现较高增长。我们预计公司 2025 年收入/毛利率/归母净利同比+38%/-4.6pcts/+56%。
- **公司重视出海及发掘 BD 机会，2025 年海外收入有望翻番。**出海为公司“集采+国际+创新”发展策略中重要一环，2024 年海外收入同比+58%至人民币 2,258 万元（占公司收入 3%），目前公司已有 20 个产品在海外 24 个国家及地区销售（8 款 CE），预计 2025 年海外将新获批 14 个产品及新增 11 个国家及地区准入，2025 年海外业务收入有望翻番。此外公司目前公司账上资金约人民币 25 亿元（含定存等），公司仍有较充裕的资金通过“内生+并购”模式发展海外业务。
- **维持“买入”评级，升目标价至 19.0 港元。**我们预计公司收入/归母净利 2024-27E CAGR 达 32%/43%，由于公司开始盈利，我们采用 PE 对公司进行估值，目标价 19.0 港元（对应 40x 2025E PE 及 0.9x PEG）。
- **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、海外拓展不及预期。

图表 1：盈利预测和财务指标

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	528	782	1,079	1,427	1,815
同比变动 (%)	58.0%	48.3%	37.9%	32.2%	27.2%
归母净利润	-79	100	156	218	294
同比变动 (%)	NM	NM	55.6%	39.9%	34.7%
PS (x)	9.4	6.3	4.6	3.5	2.7
PE (x)	NM	49.2	31.9	22.8	16.9

E=浦银国际预测；资料来源：公司公告、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

2025 年 3 月 20 日

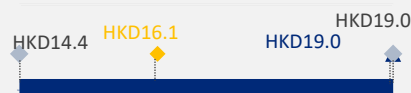
评级

买入

目标价（港元）	19.0
潜在升幅/降幅	+18%
目前股价（港元）	16.1
52 周内股价区间（港元）	8.6-16.9
总市值（百万港元）	5,241
近 3 月日均成交额（百万港元）	6

注：数据截至 2025 年 3 月 20 日

市场预期区间

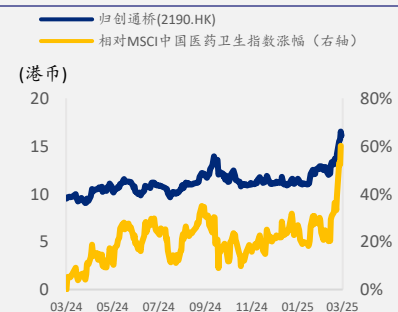


▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

注：数据截至 2025 年 3 月 20 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

股价表现



注：数据截至 2025 年 3 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)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	528	782	1,079	1,427	1,815
营业成本	-143	-223	-356	-499	-671
毛利润	385	560	723	928	1,143
销售费用	-164	-175	-219	-284	-352
管理费用	-114	-91	-108	-143	-181
研发费用	-261	-233	-240	-245	-269
核心营业利润	-154	61	156	256	340
利息支出	-1	0	0	0	0
利息收入	79	65	21	22	27
应占联营公司损益	0	-1	-1	-1	-1
其他	-3	-25	-20	-20	-20
利润总额	-79	100	156	257	346
所得税	0	0	0	-39	-52
净利润	-79	100	156	218	294
减：少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	-79	100	156	218	294

资产负债表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,087	418	434	531	722
应收票据及应收账款	40	41	50	66	85
存货	167	205	244	301	350
其他流动资产	424	865	882	900	918
流动资产合计	1,717	1,529	1,610	1,798	2,074
固定资产	539	628	711	797	885
无形资产	10	28	24	21	19
其他非流动资产	1,110	1,267	1,280	1,293	1,293
非流动资产合计	1,659	1,924	2,015	2,111	2,197
短期借款	50	87	87	87	87
应付票据及应付账款	234	217	263	369	497
其他流动负债	34	30	31	33	33
流动负债合计	318	334	382	489	616
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	11	17	18	19	19
非流动负债合计	11	17	18	19	19
实收资本(或股本)	332	330	330	330	330
未分配利润	2,715	2,771	2,896	3,070	3,305
少数股东权益	0	0	0	0	0
所有者权益合计	3,047	3,101	3,226	3,400	3,635

现金流量表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	-79	100	156	218	294
固定资产折旧	36	22	29	31	33
营运资本变动	33	-56	-2	33	61
其他	109	108	-28	-28	-18
经营活动现金流量净额	98	174	156	254	370
资本开支	-191	-103	-108	-114	-119
其他	-15	-698	0	0	0
投资活动现金流量净额	-206	-801	-108	-114	-119
股权融资	0	0	0	0	0
债务融资	50	0	0	0	0
其他	-61	-41	-31	-44	-59
筹资活动现金流量净额	-11	-41	-31	-44	-59
现金及现金等价物净增加额	-119	-668	16	97	192
期初现金及现金等价物	1,205	1,087	418	434	531
期末现金及现金等价物	1,087	418	434	531	722

财务和估值比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	-0.24	0.31	0.47	0.66	0.89
每股销售额	1.61	2.39	3.26	4.31	5.49
每股股息(HKD)	0.00	0.00	0.10	0.14	0.19
同比变动					
收入	58.0%	48.3%	37.9%	32.2%	27.2%
核心营业利润	-33.1%	-139.6%	156.3%	64.1%	32.9%
归母净利润	NM	NM	55.6%	39.9%	34.7%
费用与利润率					
毛利率	72.9%	71.6%	67.0%	65.0%	63.0%
核心经营利润率	-29.2%	7.8%	14.5%	17.9%	18.8%
归母净利率	-14.9%	12.8%	14.5%	15.3%	16.2%
回报率					
平均股本回报率	-2.6%	3.3%	4.9%	6.6%	8.4%
平均资产回报率	-2.4%	2.9%	4.4%	5.8%	7.2%
财务杠杆					
流动比率 (x)	5.4	4.6	4.2	3.7	3.4
速动比率 (x)	4.9	4.0	3.6	3.1	2.8
现金比率 (x)	3.4	1.3	1.1	1.1	1.2
负债/权益	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
估值					
市盈率 (x)	NM	49.2	31.9	22.8	16.9
市销率 (x)	9.4	6.3	4.6	3.5	2.7

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）	已获批：哈萨克斯坦
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	
	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	2027E	
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：多米尼加、厄瓜多尔
		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）	已获批：厄瓜多尔
	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	液体栓塞剂	2026E	
		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) “蛟龙”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%	已获批 (2020 年 11 月)	已获批: CE、阿联酋等
		2) UberVana 外周药物涂层球囊扩张导管 (UltraFreeDCB 二代)	已获批	预计欧盟 2026/27E 获批
		膝下 PTA 药物洗脱球囊导管	2025E	
	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%	已获批	已获批: CE、阿联酋等
		4) ZENFLOW 外周 PTA 球囊扩张导管二代★	已获批	已获批: 巴西
		5) 锥形球囊	已获批	
		6) 外周 PTA 棘突球囊扩张导管	已获批 (2024 年)	
		7) 长球囊	已获批 (2024 年)	
		冲击波球囊系统	2026E	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	2027E 2026E	
		8) ZENFLEX 外周血管支架系统 外周球扩覆膜支架系统◇	- 2027E	已获批: CE、阿联酋等
	药物支架	9) ZENFlexPro 药物洗脱外周血管支架	-	已获批: CE、阿联酋等
	其他	10) 血管内抓捕器	已获批	
外周动脉- Avinger 管线 (2024 年 3 月 BD)	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)	Tigereye ST OCT 引导外周血管慢性完全闭塞 开通导管 (新款) ◇	2026E	已获批
主动脉	裸支架	胸主动脉覆膜支架系统	2026E	
外周静脉	裸球囊	11) 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
	裸支架	12) Penguin 外周静至髂静脉支架	已获批 (2024 年 1 月)	
	腔静脉滤器	13) 腔静脉滤器抓捕器	已获批 (2020 年 12 月)	
		14) Octoplus 可回收腔静脉滤器	已获批 (2022 年 12 月)	
	其他	15) Swan 静脉腔内射频闭合导管	已获批 (2022 年 8 月)	
		16) 射频发生器	已获批 (2022 年)	
		17) 溶栓导管	已获批 (2023 年)	
		18) Eagle 血栓抽吸系统	已获批 (2024 年)	
		血栓抽吸系统	2025E	
血透通路	裸球囊	19) 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%	已获批	已获批: CE、阿联酋等
		20) ZENFLOW HP PTA 高压球囊扩张导管二代★	已获批	已获批: 巴西
	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	21) 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	22) TIPS 穿刺套件	已获批	
	导丝	23) 外周亲水导丝	已获批	
	血管闭合	24) 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：血管介入类集采概览



资料来源：公司资料、浦银国际

图表 5：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	16.10	5,241	25.0	36.7	4.0	5.2	4.4	3.2	2.6	38.4%	0.11
1302 HK	先健科技	1.64	7,594	8.6	18.0	NA	5.8	NA	NA	NA	NA	NA
2172 HK	微创脑科学	13.14	7,586	15.9	52.6	5.9	5.8	6.3	4.9	4.0	28.8%	0.22
9996 HK	沛嘉医疗	5.41	3,619	19.2	35.9	4.0	6.8	4.2	3.3	2.3	28.0%	0.15
6669 HK	先瑞达	8.16	2,557	19.1	36.7	3.2	4.4	3.3	2.7	2.0	24.4%	0.14
6609 HK	心玮医疗	31.65	1,229	13.0	44.2	2.8	2.7	3.0	2.3	1.7	29.4%	0.10
市值加权平均						3.3	5.5	3.5	2.7	2.2	22.3%	0.12
市值加权平均 (不含归创通桥)						3.1	5.6	3.3	2.6	2.0	18.5%	0.12

注：*E=Bloomberg 一致预期；数据截至 2025 年 3 月 20 日收盘；

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 6: 归创通桥 PS Band



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 7: SPDBI 目标价: 归创通桥



资料来源: Bloomberg、浦银国际

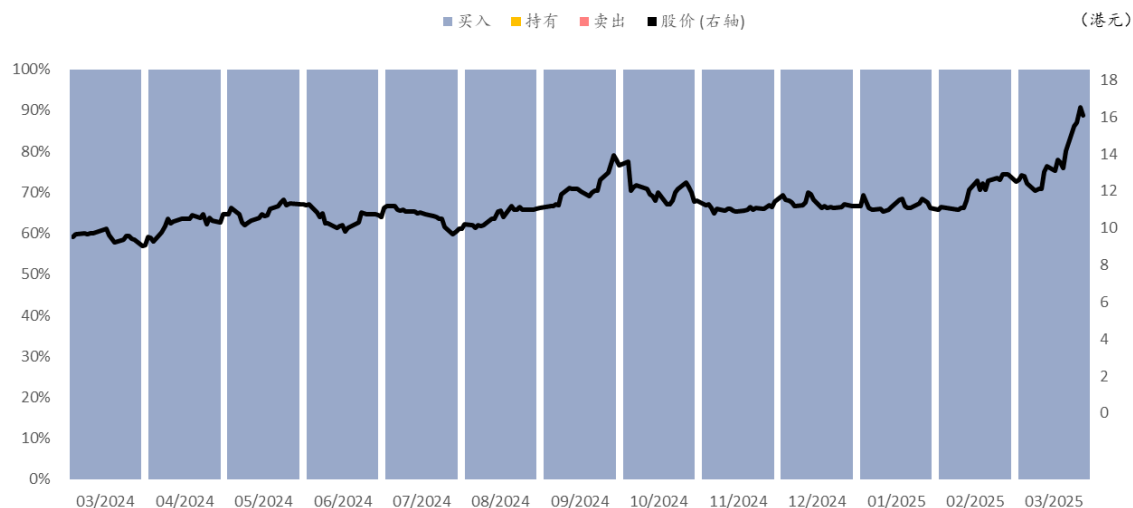
图表 8: SPDBI 医药行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	行业
6990.HK Equity	科伦博泰	264.2	买入	230.0	生物科技
13.HK Equity	和黄医药	25.8	买入	41.3	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	16.1	买入	26.5	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	29.7	买入	43.0	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	37.3	买入	55.0	生物科技
ONC US Equity	百济神州	262.6	买入	324.0	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	157.6	买入	194.0	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	227.6	买入	273.0	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	3.8	买入	5.4	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	64.0	买入	25.0	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	21.6	持有	26.0	生物科技
688331 CH Equity	荣昌生物	36.8	持有	35.0	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	9.0	买入	9.2	生物科技
688428 CH Equity	诺诚健华	18.0	持有	14.5	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	43.2	买入	60.0	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	2.1	买入	12.5	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	3.8	持有	4.25	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	74.5	买入	65.0	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	7.0	买入	13.6	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	39.2	买入	58.0	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	0.9	买入	22.5	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	33.9	持有	19.0	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	38.5	买入	28.1	生物科技
2256.HK Equity	和誉	8.5	买入	5.6	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	8.5	买入	6.0	生物科技
600276 CH Equity	恒瑞医药	46.6	买入	61.0	制药
1177 HK Equity	中国生物制药	3.7	买入	5.0	制药
2359 HK Equity	药明康德	71.7	买入	90.0	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	69.6	买入	93.0	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	17.4	买入	16.8	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	27.8	持有	22.4	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	27.7	持有	18.5	CRO/CDMO
2268 HK Equity	药明合联	45.9	买入	35.0	CRO/CDMO
300760 CH Equity	迈瑞医疗	244.0	买入	350.0	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	20.0	买入	15.1	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	3.3	买入	10.0	医疗器械
9996 HK Equity	沛嘉医疗	5.4	买入	7.5	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	1.2	买入	3.4	医疗器械
2172 HK Equity	微创脑科学	13.1	买入	15.5	医疗器械
688351 CH Equity	微电生理	19.8	买入	27.9	医疗器械
2190 HK Equity	归创通桥	16.1	买入	19.0	医疗器械
688617 CH Equity	惠泰医疗	372.2	买入	454.0	医疗器械
688236 CH Equity	春立医疗	13.7	买入	16.2	医疗器械
1858 HK Equity	春立医疗	9.2	买入	10.6	医疗器械
1789 HK Equity	爱康医疗	5.7	买入	6.8	医疗器械
2325 HK Equity	云康集团	4.3	买入	10.5	ICL
241 HK Equity	阿里健康	5.2	持有	4.0	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	7.4	持有	6.6	互联网医疗

注：股价截至 2025 年 3 月 20 日；资料来源：Bloomberg、浦银国际

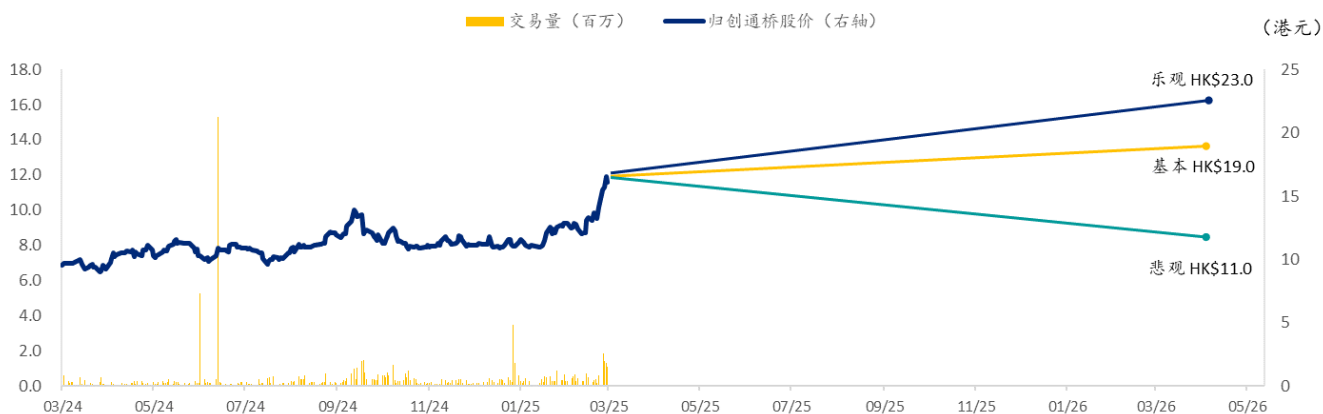
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 9：归创通桥市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 10：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：23.0 港元

- 2024-27E 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；
- 海外业务快速增长。

悲观情景：公司收入增长不及预期

目标价：11.0 港元

- 2024-27E 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；
- 海外业务增长相对平缓。

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

