



## 百济神州 (ONC.US/6160.HK/688235.CH) : 一季度提前实现 GAAP OP 及净盈利

公司 1Q25 收入符合预期，提前实现季度 GAAP OP 及净盈利略好于预期。维持“买入”评级，维持美股、港股和 A 股目标价基本不变。

• **1Q25 收入符合预期，提前实现季度 GAAP OP 盈利及净盈利略好于预期，公司维持全年指引不变：**1Q25 总收入为 11.2 亿美元 (+48.6% YoY, -0.9% QoQ)，包括产品收入 11.1 亿美元 (+48.4% YoY, -0.9% QoQ)，大致符合我们预期和 VA (Visible Alpha) 一致预期。GAAP 口径实现净盈利 127 万美元 (vs. 1Q24: 2.51 亿美元净亏损, 4Q24: 1.52 亿美元净亏损)，好于我们之前预期的轻微亏损和 VA 一致预期的净亏损，主要由于经营费用低于我们及 VA 一致预期，使得公司于 1Q25 提早实现 GAAP OP (经营利润) 1,110 万美元 (vs. 1Q24: 2.61 亿美元亏损, 4Q24: 7,943 万美元亏损)。因此，1Q25 成功成为公司首个实现 GAAP OP 和净盈利的季度，早于市场预期。此外，得益于收入持续增长及经营效率持续提升，1Q25 公司产生 4,408 万美元的经营性现金流入。展望 2025 年全年，公司维持全年营收和费用指引不变 (即总收入为 49-53 亿美元，毛利率预计在 80%-90% 区间中位，GAAP 经营费用为 41-44 亿美元，全年 GAAP 经营利润为正，经营活动产生现金流为正)。

• **泽布替尼海外销售持续高速增长。**泽布替尼 1Q25 销售额达到 7.92 亿美元 (+62.1% YoY, -4.4% QoQ)，同比提升明显，环比略微下降主要由于 4Q24 存在约 3 千万美元提前购药的影响。按地区来看，泽布替尼美国销售额为 5.63 亿美元 (+60.2% YoY, -8.6% QoQ)，主要得益于 CLL 适应症的扩大使用 (超过 60% 的季度环比增长由此贡献)，市场份额持续提升。公司表示，尽管美国供货端 1Q25 由于 4Q24 提前购药略有下降，但需求端仍然在 1Q25 看到 6% 的环比增速，好于其他竞争对手；欧洲销售额为 1.16 亿美元 (+73.5% YoY, +2.3% QoQ)，主要得益于欧洲主要市场份额提升 (德国、意大利、西班牙、法国和英国)；中国销售额为 81.1 亿美元 (+41.3% YoY, +17.0% QoQ)。另外，替雷利珠单抗一季度亦实现双位数的销售增长，达到 1.71 亿美元 (+17.8% YoY, +11.3% QoQ)。

• **毛利率符合预期，经营效率持续提升。**如我们所料，产品毛利率为 85.1%，同比上升明显，环比较为稳定 (vs. 1Q24: 83.3%, 4Q24: 85.6%)，主要受益于泽布替尼海外销售持续增长推动，以及生产效率的提升。另外，在收入大幅同比提升背景下，公司经营费用继续维持强有力的控制，整体仅增长 6% YoY (即使剔除 1Q24 3,500 万美元相关的 BD 研发费用，整体经营费用仍仅增长 10% YoY)，其中研发费用增长 5% YoY 至 4.8 亿美元，销售及管理费用增长 7% 至 4.6 亿美元 (主要由于对泽布替尼美国欧洲商业化拓展的持续投入)。

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 5 月 8 日

### 百济神州 (ONC.US)

买入

目标价 (美元)	324.0
潜在升幅/降幅	+39%
目前股价 (美元)	232.3
52 周内股价区间 (美元)	141.3-287.8
总市值 (百万美元)	26,813
近 3 月日均成交额 (百万美元)	131

### 百济神州 (6160.HK)

买入

目标价 (港元)	194.0
潜在升幅/降幅	+38%
目前股价 (港元)	141.0
52 周内股价区间 (港元)	85.0-178.0
总市值 (百万港元)	211,009
近 3 月日均成交额 (百万港元)	867

### 百济神州 (688235.CH)

买入

目标价 (人民币)	274.0
潜在升幅/降幅	+15%
目前股价 (人民币)	238.5
52 周内股价区间 (人民币)	111.2-262.6
总市值 (百万人民币)	196,569
近 3 月日均成交额 (百万人民币)	634

注：股价截至 2025 年 5 月 7 日收盘  
资料来源：Bloomberg、浦银国际



• **主要管线产品研发进展顺利，近期重点关注 ASCO 大会即将公布的 B7H4 ADC 和 CDK2 抑制剂首次人体数据及 1H25 将公布的 CDK4 抑制剂 POC 数据读出，2H25 有望迎来 Sonrotoclax 全球 2 期 MCL 数据读出及多项早期资产 POC 数据读出。** (1) **Sonrotoclax (BCL2 抑制剂)**：目前中国已递交 R/R CLL 适应症的 NDA 申请（基于 2 期试验数据），预计有望于 1H26 获得中国药监局加速批准上市。此外，全球三期 CELESTIAL-TNCLL 入组目前已完成（N=640），第二项三期试验 CELESTIAL-RRMCL 已开展（1Q25 已完成首例患者入组），第三项三期试验 CELESTIAL-RRCLL 有望于 6 月开始病人招募，符合公司此前指引。**2H25 有望公布全球 R/R MCL 二期数据读出，并进行对应的全球加速审批 NDA 申请（若数据支持），最快有望于 2026 年全球上市。** (2) **BGB-16673 (BTK CDAC)** 已启动 R/R CLL 三期 CaDAnce-302 临床试验，预计将于 2H25 启动三期在 R/R CLL 适应症上和 Pirtobrutinib 头对头临床试验（CaDAnce-304），**将于 2026 年读出二期 R/R CLL 数据，若数据积极，最快有望于 2027 年全球上市（通过加速审批路径）。** (3) **泽尼达妥单抗 (HER2 双抗)**：2H25 有望读出 1L HER2+ 胃食管腺癌 3 期 PFS 数据。(4) **泽布替尼**：2H25 预计将读出 MANGROVE TN MCL 3 期 PFS 中期分析数据。(5) **TEVIMBRA**：2H25 有望获得 1L NPC 欧洲获批，（新）辅助肺癌欧洲获批，2026 年有望获得日本 1L GC 获批。(6) **早期资产方面，BG-68501 (CDK2 抑制剂) 和 BG-C9074 (B7H4 ADC) 将于 ASCO 大会读出首次人体数据，BGB-43395 (CDK4 抑制剂) 预计将于 6 月底公司研发日读出 POC 数据（主要是缓解率及 PK 安全性数据），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 和 PRMT5 抑制剂。**

• **重申“买入”评级，维持美股、港股和 A 股目标价基本不变。**我们将 2025E 净盈利略微提升至 1.1 亿美元，主要由于轻微下调销售行政费用预测，维持 2026E/2027E 净盈利预测基本不变。基于 DCF 估值方法（WACC：7.6%，永续增长率：3%），维持“买入”评级，维持美股、港股和 A 股目标价基本不变（美股目标价 324 美元，港股目标价 194 港元，A 股目标价人民币 274 元）。

• **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；中美地缘政治摩擦加剧。

**图表 1：盈利预测和财务指标**

百万美元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,459	3,810	5,033	5,724	6,615
同比变动 (%)	73.7%	55.0%	32.1%	13.7%	15.6%
归母净利润/(亏损)	-882	-645	115	208	494
PS (X)	10.0	6.5	4.9	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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,459	3,810	5,033	5,724	6,615
销售成本	(380)	(594)	(762)	(830)	(925)
<b>毛利润</b>	<b>2,079</b>	<b>3,216</b>	<b>4,270</b>	<b>4,895</b>	<b>5,690</b>
研发费用	(1,779)	(1,953)	(2,143)	(2,359)	(2,606)
销售、一般及行政费用	(1,505)	(1,831)	(2,068)	(2,314)	(2,476)
无形资产摊销	(4)	(0)	(1)	(1)	(1)
其他	-	-	-	-	-
<b>经营亏损</b>	<b>(1,208)</b>	<b>(568)</b>	<b>59</b>	<b>220</b>	<b>607</b>
利息收入, 净额	74	48	52	24	10
其他收入, 净额	308	(13)	24	-	-
<b>除所得税前亏损</b>	<b>(826)</b>	<b>(533)</b>	<b>135</b>	<b>244</b>	<b>617</b>
所得税开支	(56)	(112)	(20)	(37)	(123)
<b>亏损净额</b>	<b>(882)</b>	<b>(645)</b>	<b>115</b>	<b>208</b>	<b>494</b>
非控股权益应占亏损净额	-	-	-	-	-
<b>归母净利润/(亏损)</b>	<b>(882)</b>	<b>(645)</b>	<b>115</b>	<b>208</b>	<b>494</b>

### 资产负债表

百万美元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	3,189	2,639	1,532	975	644
应收账款	358	676	696	789	857
存货	416	495	627	636	659
预付开支及其他流动资产	241	182	352	343	331
<b>流动资产总值</b>	<b>4,203</b>	<b>3,992</b>	<b>3,207</b>	<b>2,744</b>	<b>2,490</b>
物业、厂房及设备, 净额	1,324	1,578	1,882	2,114	2,323
经营租赁使用权资产	95	139	139	139	139
无形资产, 净额	57	51	50	49	49
商誉	-	-	-	-	-
递延税项资产	-	-	-	-	-
其他非流动资产	125	160	160	160	160
<b>非流动资产总值</b>	<b>1,602</b>	<b>1,929</b>	<b>2,232</b>	<b>2,463</b>	<b>2,671</b>
短期债务	688	852	852	852	852
应付账款	315	405	460	477	456
应计开支及其他应付款项	694	804	632	701	762
其他	113	155	155	155	155
<b>流动负债总值</b>	<b>1,810</b>	<b>2,215</b>	<b>2,097</b>	<b>2,185</b>	<b>2,225</b>
长期银行贷款	198	166	166	166	166
递延收入	0	-	-	-	-
其他	260	207	207	207	207
<b>非流动负债总值</b>	<b>458</b>	<b>374</b>	<b>374</b>	<b>374</b>	<b>374</b>
普通股	0	0	0	0	0
额外实缴资本	11,599	12,088	11,609	11,083	10,503
累计其他全面收益 (亏损)	(99)	(149)	(149)	(149)	(149)
累计亏损	(7,962)	(8,607)	(8,492)	(8,285)	(7,791)
少数股东权益	-	-	-	-	-
<b>权益总额</b>	<b>3,537</b>	<b>3,332</b>	<b>2,968</b>	<b>2,649</b>	<b>2,563</b>

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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
亏损净额	(882)	(645)	115	208	494
固定资产折旧	88	172	99	111	122
无形资产摊销	-	-	1	1	1
股权激励	368	442	(486)	(535)	(588)
营运资本变动	(371)	(157)	(440)	(6)	(38)
应收账款	(188)	(329)	(20)	(92)	(68)
预付账款及其他流动资产变动	12	45	(171)	9	13
存货	(141)	(91)	(132)	(10)	(23)
应付账款	21	121	55	18	(21)
应计开支及其他应付款项	180	111	(172)	69	61
其他	(443)	(344)	(20)	(92)	(68)
<b>经营活动现金净额</b>	<b>(1,157)</b>	<b>(141)</b>	<b>(712)</b>	<b>(221)</b>	<b>(9)</b>
购买物业及设备	(562)	(493)	(403)	(343)	(331)
购买投资	(17)	(22)	-	-	-
处置短期投资	673	3	-	-	-
其他	(34)	(36)	-	-	-
<b>投资活动现金净额</b>	<b>60</b>	<b>(548)</b>	<b>(403)</b>	<b>(343)</b>	<b>(331)</b>
短期贷款	662	868	-	-	-
长期贷款	23	9	-	-	-
执行期权所得款项	-	-	7	8	8
偿还贷款	(323)	(732)	-	-	-
出售普通股所得款项, 扣除成本	-	-	-	-	-
其他	56	48	-	-	-
<b>融资活动现金净额</b>	<b>416</b>	<b>193</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>8</b>
汇率变动的影响, 净额	(8)	(52)	-	-	-
现金增加(减少)净额	(689)	(547)	(1,107)	(557)	(332)
期初现金	3,875	3,186	2,639	1,532	975
<b>期末现金</b>	<b>3,186</b>	<b>2,639</b>	<b>1,532</b>	<b>975</b>	<b>644</b>

### 财务和估值比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>每股数据 (美元)</b>					
每股盈利 (non-GAAP)	0.29	(0.88)	(0.34)	(0.31)	(0.18)
每股净资产	2.61	2.43	2.19	1.95	1.89
每股销售额	1.81	2.78	3.71	4.22	4.87
<b>同比变动 (%)</b>					
收入	73.7%	55.0%	32.1%	13.7%	15.6%
税后利润	NM	NM	NM	81%	138%
归母净利润	NM	NM	NM	81%	138%
<b>费用率 (%)</b>					
研发费用/收入	72.3%	51.3%	42.6%	41.2%	39.4%
销售、一般及行政费用/收入	61.2%	48.1%	41.1%	40.4%	37.4%
<b>利润率 (%)</b>					
毛利率	84.5%	84.4%	84.9%	85.5%	86.0%
归母净利率	-35.9%	-16.9%	2.3%	3.6%	7.5%
<b>回报率 (%)</b>					
平均股本回报率	-40.8%	-22.9%	-8.9%	6.1%	13.7%
平均资产回报率	-24.9%	-12.9%	-4.9%	3.1%	6.8%
<b>财务杠杆</b>					
流动比率 (x)	2.3	1.8	1.5	1.3	1.1
速动比率 (x)	2.1	1.6	1.2	1.0	0.8
现金比率 (x)	1.8	1.2	0.7	0.4	0.3
<b>估值</b>					
市盈率 (x)	62.4	NM	NM	NM	NM
市净率 (x)	7.0	7.4	8.3	9.3	9.6
市销率 (x)	10.0	6.5	4.9	4.3	3.7

图表 2: 浦银国际目标价: 百济神州美股 (ONC.US)



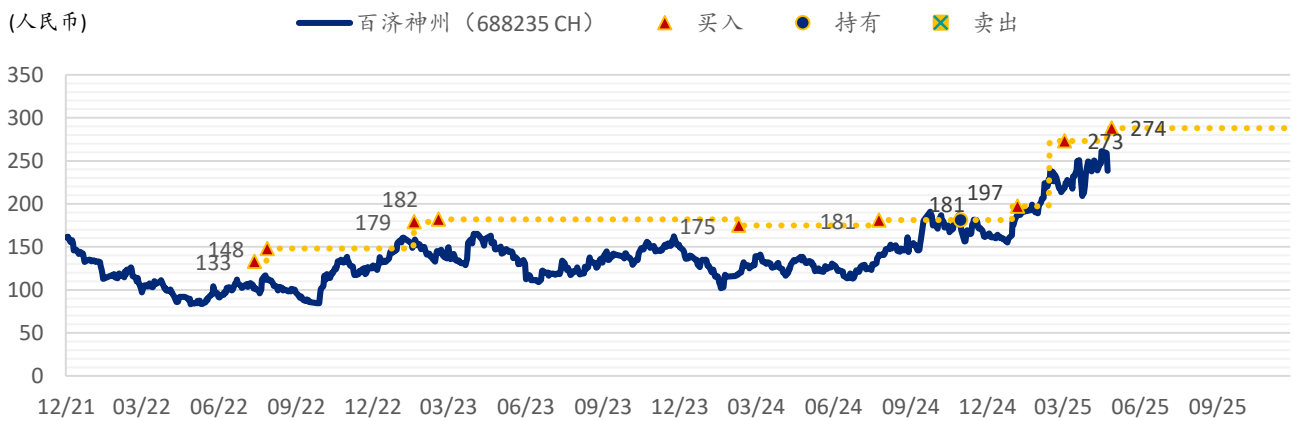
资料来源: Bloomberg、浦银国际

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



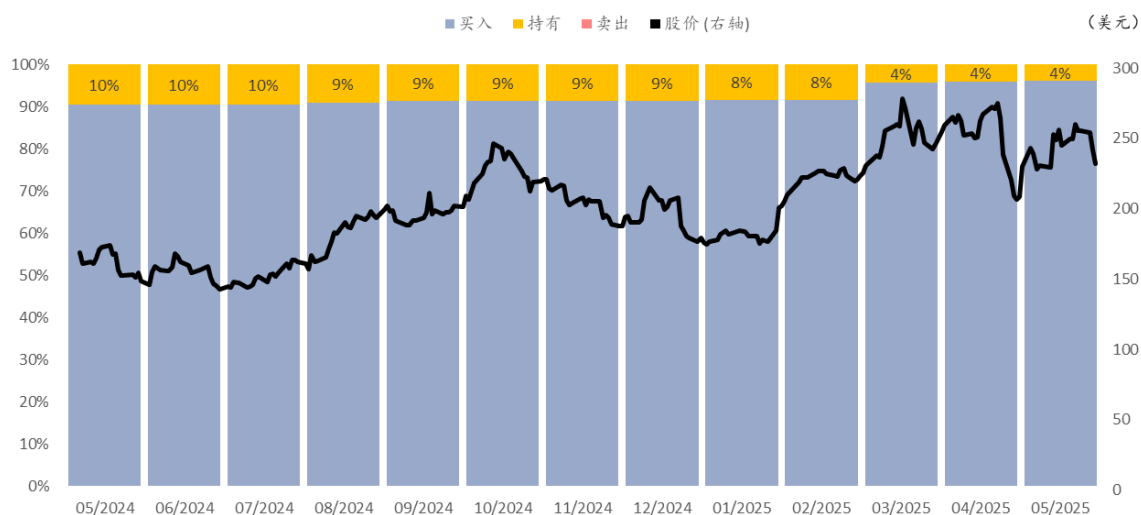
图表 5: SPDBI 医药行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	行业
6990.HK Equity	科伦博泰	315.0	买入	295.0	生物科技
13.HK Equity	和黄医药	22.7	买入	41.3	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	14.6	买入	26.5	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	22.7	买入	43.0	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	28.4	买入	55.0	生物科技
ONC US Equity	百济神州	232.3	买入	324.0	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	141.0	买入	194.0	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	238.5	买入	274.0	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	2.9	买入	5.4	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	48.3	买入	25.0	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	37.9	持有	29.0	生物科技
688331 CH Equity	荣昌生物	46.3	持有	40.0	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	9.6	买入	11.7	生物科技
688428 CH Equity	诺诚健华	20.5	持有	19.6	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	52.3	买入	65.0	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	1.7	买入	12.5	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	2.7	持有	4.25	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	83.7	买入	105.0	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	7.6	买入	13.6	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	44.3	买入	60.0	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	36.6	持有	19.0	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	46.4	买入	57.0	生物科技
AAPG.US Equity	亚盛医药	24.2	买入	29.0	生物科技
2256.HK Equity	和誉	7.4	买入	5.6	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	8.2	买入	6.0	生物科技
600276 CH Equity	恒瑞医药	51.5	买入	67.0	制药
1177 HK Equity	中国生物制药	3.8	买入	5.0	制药
2359 HK Equity	药明康德	60.6	买入	90.0	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	58.3	买入	93.0	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	13.6	买入	20.0	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	23.4	买入	32.0	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	21.7	持有	28.5	CRO/CDMO
2268 HK Equity	药明合联	35.1	买入	50.0	CRO/CDMO
300760 CH Equity	迈瑞医疗	222.4	买入	300.0	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	18.8	买入	15.1	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	2.5	买入	10.0	医疗器械
9996 HK Equity	沛嘉医疗	5.8	买入	7.5	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	0.9	买入	3.4	医疗器械
2172 HK Equity	微创脑科学	10.6	买入	15.5	医疗器械
688351 CH Equity	微电生理	21.6	买入	27.9	医疗器械
2190 HK Equity	归创通桥	19.5	买入	19.0	医疗器械
688617 CH Equity	惠泰医疗	411.9	买入	454.0	医疗器械
688236 CH Equity	春立医疗	15.8	买入	17.0	医疗器械
1858 HK Equity	春立医疗	9.6	买入	11.6	医疗器械
1789 HK Equity	爱康医疗	5.5	买入	8.0	医疗器械
2325 HK Equity	云康集团	3.0	买入	10.5	ICL
241 HK Equity	阿里健康	5.1	持有	4.0	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	7.5	持有	6.6	互联网医疗

注: 数据截至 2025 年 5 月 7 日收盘; 资料来源: Bloomberg、浦银国际

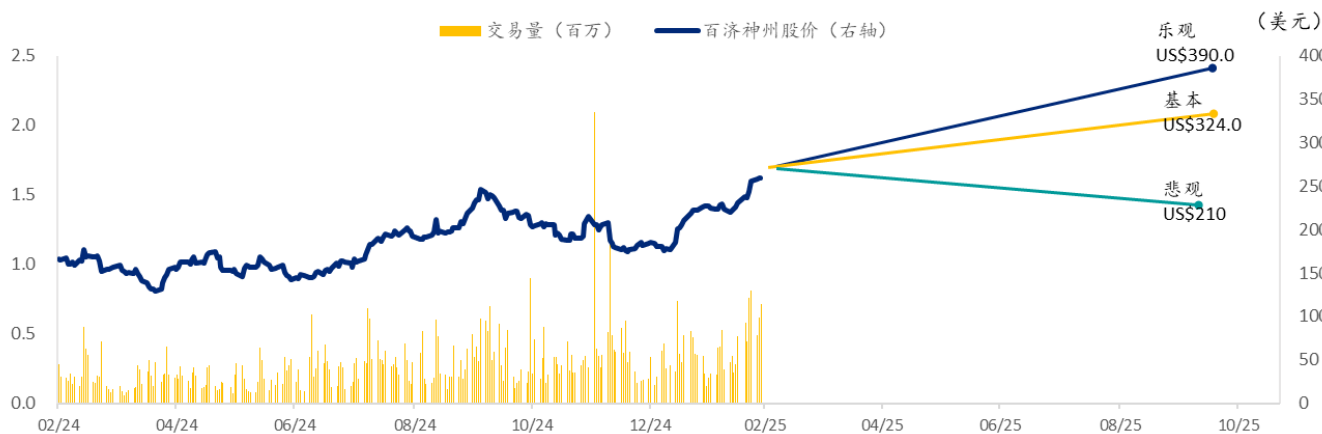
## SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 6: 百济神州美股 (ONC.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 (ONC.US) SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 390.0 美元

概率: 20%

- 管线药物研发及获批进度快于预期;
- 泽布替尼 2024-27E 全球销售额 CAGR 高于 30%, 销售峰值超过 65 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

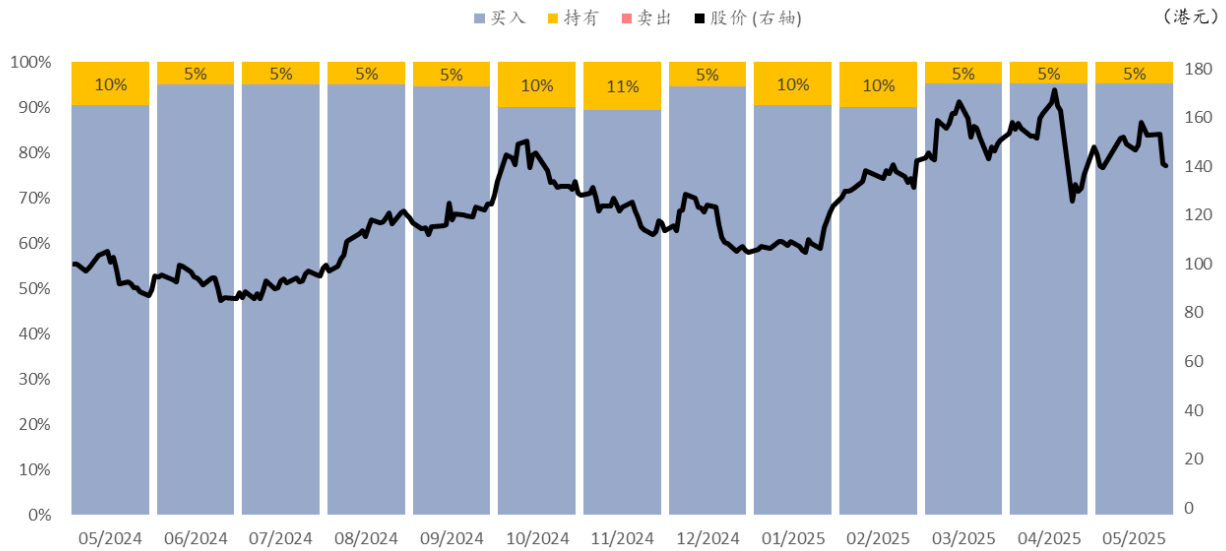
目标价: 210.0 美元

概率: 20%

- 管线药物研发及获批进度慢于预期;
- 泽布替尼 2024-27E 全球销售额 CAGR 低于 15%, 销售峰值低于 40 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%。

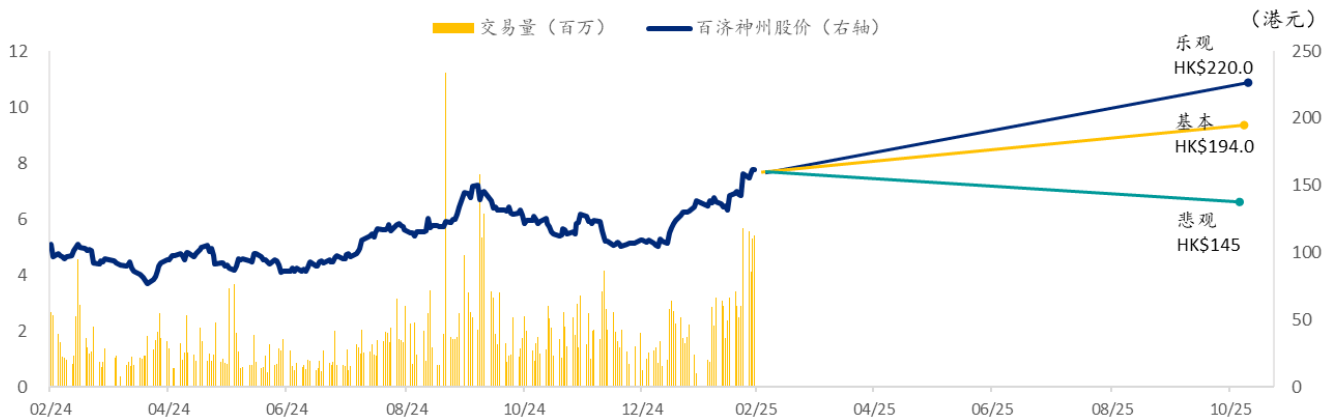
资料来源: 浦银国际

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: 220.0 港元

概率: 20%

- 管线药物研发及获批进度快于预期;
- 泽布替尼 2024-27E 全球销售额 CAGR 高于 30%, 销售峰值超过 65 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

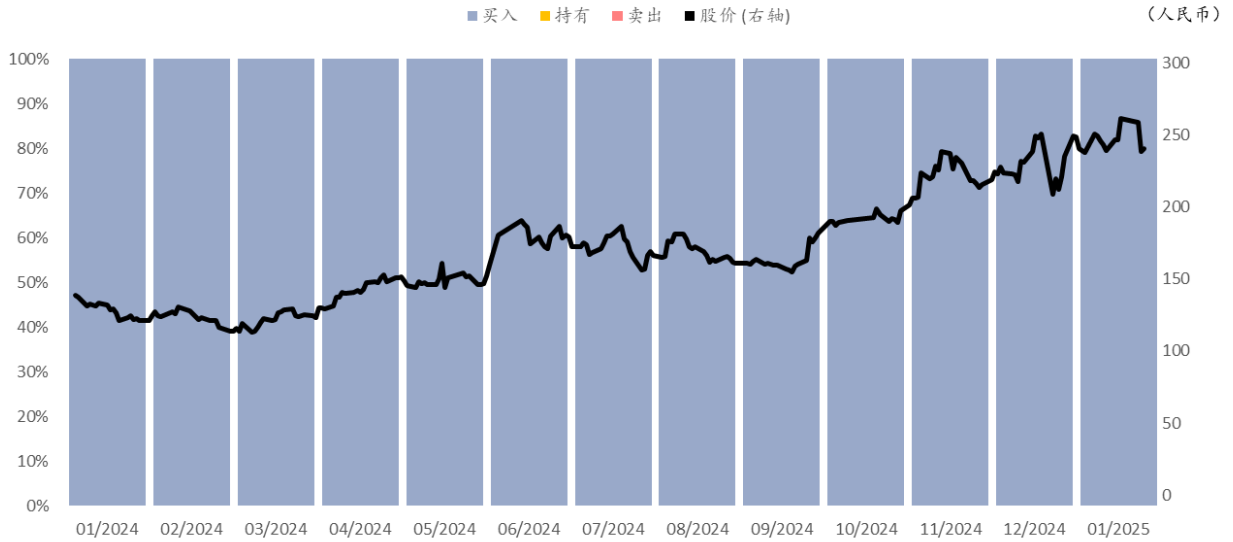
目标价: 145.0 港元

概率: 20%

- 管线药物研发及获批进度慢于预期;
- 泽布替尼 2024-27E 全球销售额 CAGR 低于 15%, 销售峰值低于 40 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%。

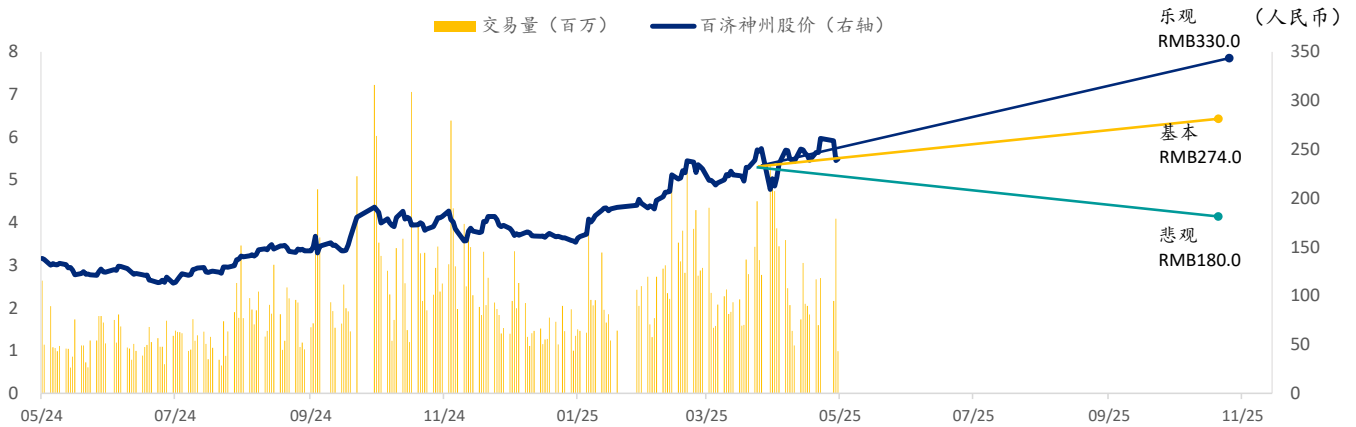
资料来源: 浦银国际

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 330.0 元

概率: 20%

- 管线药物研发及获批进度快于预期;
- 泽布替尼 2024-27E 全球销售额 CAGR 高于 30%, 销售峰值超过 65 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 180.0 元

概率: 20%

- 管线药物研发及获批进度慢于预期;
- 泽布替尼 2024-27E 全球销售额 CAGR 低于 15%, 销售峰值低于 40 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

