



再鼎医药 (ZLAB.US/9688.HK) : ZL-1310 低剂量组数据令人鼓舞

ZL-1310 (DLL3 ADC) 此次于 ASCO 大会上披露了一期更新数据, 其中 1.6mg/kg 剂量组显示出了最佳的疗效与安全性组合, 预计将作为后续关键性临床的剂量。

• **ZL-1310 (DLL3 ADC)** 一期更新数据显示出不错的疗效, 低剂量组安全性优秀: 近日公司在 2025 ASCO 大会上通过壁报形式公布 ZL-1310 (DLL3 ADC) 的全球 1 期 2L+ SCLC 更新数据。截至 2025 年 4 月 1 日, 89 例晚期 SCLC 患者已入组 (包含 6 个剂量组, 0.8/1.2/1.6/2.0/2.4/2.8 mg/kg), 其中 74 例患者至少完成了一次基线后肿瘤评估。**疗效方面**, 在所有剂量水平和治疗线数中 (n=74), ORR 为 51.4% (38/74, 包含 27 例经确认和 11 例未经确认); 在 2L 治疗中, 所有剂量组 (n=33) uORR (未确认客观缓解率) 为 67%, DCR 为 97%, 其中 1.6mg/kg 剂量组 (n=14) uORR 为 79%, DCR 达 100%; 在 3L 治疗中, 所有剂量组 uORR 为 42% (n=26); 在基线存在脑转移的患者中, ORR 为 68% (n=22), 其中未接受过颅脑放疗患者的 ORR 达 86% (n=7)。由于中位随访时间仅为 3.4 个月, 目前尚未有 mDOR 数据, 在 38 例客观缓解的患者中, 29 例 (76%) 仍在接受治疗; 在剂量爬升阶段的病人中 (n=28), 在所有 19 例确认客观缓解的病人中, 约一半持续缓解的病人缓解时间超过 6 个月。**安全性方面**, <2.0mg/kg 剂量组表现出优秀的安全性。在所有剂量组 (n=89), ≥G3 TRAE 为 23%, 严重 TRAE 为 21%, 共出现 5 例因 TRAE 导致的治疗终止 (均发生在 ≥2.0mg/kg 剂量组), 2 例 ≥G3 ILD (均发生于 ≥2mg/kg 剂量组); 在 <2.0mg/kg 剂量组 (n=50), ≥G3 TRAE 仅 6%, 严重 TRAE 仅为 4%, 未出现治疗终止情况及 ≥G3 ILD。

• **2L+ SCLC 竞争格局逐渐激烈, 我们认为 ZL-1310 有望凭借令人鼓舞的疗效数据以及出众的安全性实现差异化竞争。**一方面, 对比公司去年公布的 1 期初步数据 (n=19, 详情请见我们[此前报告](#)), 尽管所有剂量组所有线数疗效数据在更大样本量下有所下调至 51.4% ORR, 但 2L 治疗 67% ORR (n=33)、后续关键临床 1.6mg/kg 剂量组展示出的 79% ORR (n=14)、以及脑转移患者中显示的 68% ORR (n=22), 仍旧显示出 ZL-1310 在 2L SCLC 令人鼓舞的疗效。另一方面, 我们注意到, 2L+ SCLC 的竞争在今年开始逐渐变得激烈, 其他竞争对手亦于此次 ASCO 大会披露了不错的晚期 SCLC 疗效数据 (详情见[图表 2](#)), 包括 (1) 百利天恒 BL-B01D1 (EGFR/HER3 双抗) 在 2L+ SCLC 在 2.5mg/kg 剂量组显示出 77.3% ORR (n=22), (2) 泽璟 ZG006 (CD3/DLL3/DLL3 三抗) 在 3L+ SCLC 显示出 58.3%-62.5% ORR (n=48), R/R SCLC 显示出 53.8%-75% ORR (尽管 ZG006 尚未单独披露 2L SCLC 疗效)。基于目前披露的数据, 尽管百利天恒及泽璟疗效看上去亦强劲, 但 ZL-1310 安全性远好于两者, 无论是从 ≥G3 TRAE 角度还是停药比例角度。我们期待后续三个药物在更大样本量中更详细的数据披露。除了上述管线药物外, Tarlatamab 亦在此次 ASCO 大会披露其 3 期 DeLLphi-304 试验结果 (2L SCLC), 我们认为其 4.2 个月的 mPFS (vs. 化疗对照组 3.7 个月, HR=0.71) 和 13.6 个月的中 OS (vs. 化疗对照组 8.3 个月, HR=0.6) 为后续 2L SCLC 药物开发设立了生存期数据门槛。展望未来, 我们认为 ZL-1310 有望凭借不错的疗效数据及优秀的安全性数据在 SCLC 适应症上实现差异化竞争。

• **年内后续 ZL-1310 催化剂包括:** (1) 2L+ SCLC 关键注册性临床有望于 2H25 开启, 预计将以 1.6mg/kg 作为剂量 (仍需取得 FDA 同意), (2) 1L SCLC 数据读出 (预计 2025 年底), (3) 潜在出海授权机会。

• **投资风险:** 艾加莫德销售不及预期, 核心候选药物临床进度延误或商业化不及预期, 费用高于预期。

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 6 月 3 日

再鼎医药 (ZLAB.US)

目标价 (美元)	55.0
潜在升幅/降幅	+76%
目前股价 (美元)	31.2
52 周内股价区间 (美元)	16.0-39.8
总市值 (百万美元)	3,441
近 3 月日均成交额 (百万美元)	37

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源: Bloomberg、浦银国际

再鼎医药 (9688.HK)

目标价 (港元)	43.0
潜在升幅/降幅	+78%
目前股价 (港元)	24.2
52 周内股价区间 (港元)	12.3-32.5
总市值 (百万港元)	26,644
近 3 月日均成交额 (百万港元)	247

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源: Bloomberg、浦银国际

注: 股价截至 2025 年 6 月 3 日港股收盘



图表 1：盈利预测和财务指标

百万美元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	267	399	579	831	1,257
同比变动 (%)	24.0%	49.6%	45.2%	43.4%	51.3%
归母净利润/(亏损)	(335)	(257)	(89)	44	156
PS (x)	11.2	7.7	5.3	3.7	2.4

E=浦银国际预测；资料来源：公司报告、浦银国际

图表 2：2L+ SCLC 治疗药物数据对比

公司	药名	剂量	研究	患者	研究	研究一、二、三	研究名称	研究名称	研究名称
数据	作用机制	ZL131D DL3 ADC	Tarlatamab DL3 TCE	MK-0758/PH328 DL3 TCE	ZG008 CD37CL3/CLL3 三靶	1.0mg B7H3 ADC	HS-20093 B7H3 ADC	YL201 B7H3 ADC	研究名称
剂量	0.8 mg/kg, 1.2 mg/kg, 1.6 mg/kg, 2.0 mg/kg, 2.4 mg/kg and 2.8 mg/kg	10mg Q2W	12, 24mg Q2W, Q1W	0.1-100mg Q2W	10mg Q2W, 30mg Q2W	8, 12mg/kg Q2W	8mg, 10mg/kg Q2W	2, 2.4 mg/kg Q2W	BL-B001A EGFR/HER3 双靶 2.0, 2.5 mg/kg Q2W Q3W, 4.5, 5.0 mg/kg Q2W Q3W, 7.5 mg/kg Q2W Q3W Q3W作为剂量扩展阶段的治疗方案
试验设计	1期剂量爬坡试验	3+1 DL1h-S04 2L SCLC 2023+1/1/1/1	1期剂量扩展	1/2期剂量递增试验(ZG008-001) 2L+ SCLC 2023+1/1/1/1	24期剂量优化(ZG008-002) 2L+ SCLC 2023+1/1/1/1	2期 2L+ SCLC 2024+1/1/1/1	1期剂量爬坡试验	2.4 mg/kg Q2W	1期剂量爬坡试验
患者特征	89	254 VS. 255	52	43 (SCLC患者亚组)	48 (10mg Q2W, n=24; 30mg Q2W, n=24)	42 (12mg/kg)	31 (8mg/kg)	79 (ES-SCLC亚组)	58
N	年龄 (中位数)	65	64 vs. 66	64	64	86%	86%	86%	84.6%
ECOG 1 (%)	67%	67% vs. 68%	25.0%	25.0%	25.0%	21%	21%	21%	21%
女性 (%)	42%	28% vs. 34%	5.6%	5.6%	5.6%	19%	19%	19%	19%
既往治疗	既往接受过PD-(L)1治疗比例	90%	71% vs. 71%	94%	71%	78%	78%	78%	84.6%
既往接受过DL3 bisAB治疗比例	11%	11%	11%	11%	11%	9%	9%	9%	9%
此前治疗线数	1L: 47% 2L: 33% ≥3L: 20%	1L: 47% 2L: 33% ≥3L: 20%	1L: 47% 2L: 33% ≥3L: 20%	1L: 47% 2L: 33% ≥3L: 20%	1L: 47% 2L: 33% ≥3L: 20%	1L: 47% 2L: 33% ≥3L: 20%	1L: 47% 2L: 33% ≥3L: 20%	1L: 47% 2L: 33% ≥3L: 20%	1L: 47% 2L: 33% ≥3L: 20%
疗效	74	254 vs. 255	50	43 (SCLC患者亚组)	48 (10mg Q2W, n=24; 30mg Q2W, n=24)	42 (12mg/kg)	31 (8mg/kg)	72	58
N	整体 (所有线数, n=74): 53.4% ORR: 36.5% cORR	35% vs. 20%	28%	10mg: 75% cORR 30mg: 53.8% cORR 60mg: 58.3% cORR	10mg (n=24): 62.5% ORR 30mg (n=24): 56.3% ORR	54.8% (12mg/kg)	61.3%	68.1%	整体 (n=58): 55.2% ORR, 44.8% cORR
ORR	2L SCLC (n=33): 67% ORR, 48% cORR (0.15mg/kg [n=14]: 79% ORR) 3L SCLC (n=26): 42% ORR, 27% cORR ≥3L SCLC (n=15): 33% ORR, 27% cORR	28%	28%	28%	28%	28%	28%	28%	2.5mg/kg (n=52): 58.6% ORR, 48.1% cORR 3L (n=26): 72.7% cORR 整体 (n=58): 55.2% ORR, 44.8% cORR 其中对于此前一线仅接受PD-(L)1+ PBC治疗的亚组 (n=20): 80% ORR, 75% cORR 3L+ (n=30): 46.7% ORR, 30% cORR
DCR	整体 (所有线数, n=74): 93% DCR 2L SCLC (n=33): 87% DCR (0.15mg/kg [n=14]: 100% DCR) 3L SCLC (n=26): 92% DCR ≥3L SCLC (n=15): 87% DCR	58%	58%	58%	58%	58%	58%	58%	整体 (n=58): 91% DCR 2.5mg/kg (n=52): 88.8% DCR 3L (n=26): 90.9% DCR, 其中对于此前一线仅接受PD-(L)1+ PBC治疗的亚组 (n=20): 90% DCR 3L+ (n=30): 73.3% DCR
DoR (m)	NR	6.9 vs. 5.5	NR	NR	NR	4.2	6.4	5.7	整体 (n=58): 4.6 2.5mg/kg (n=52): 4.9 3L (n=26): 4.9, 其中对于此前一线仅接受PD-(L)1+ PBC治疗的亚组 (n=20): 5.6 3L+ (n=30): 4.4
PFS (m)	4.3 vs. 3.7 (HR=0.71, P=0.002)	4.3 vs. 3.7 (HR=0.71, P=0.002)	4.3 vs. 3.7 (HR=0.71, P=0.002)	4.3 vs. 3.7 (HR=0.71, P=0.002)	4.3 vs. 3.7 (HR=0.71, P=0.002)	5.5	5.0	6.2	整体 (n=58): 4.0 2.5mg/kg (n=52): 4.1 3L (n=26): 6.2, 其中对于此前一线仅接受PD-(L)1+ PBC治疗的亚组 (n=20): 6.9 3L+ (n=30): 3.0
OS (m)	13.6 vs. 8.3 (HR=0.6, P<0.001)	13.6 vs. 8.3 (HR=0.6, P<0.001)	13.6 vs. 8.3 (HR=0.6, P<0.001)	13.6 vs. 8.3 (HR=0.6, P<0.001)	13.6 vs. 8.3 (HR=0.6, P<0.001)	11.8	9.8	12.2	整体 (n=58): 12.0 2.5mg/kg (n=52): 12.2 3L (n=26): 15.0, 其中对于此前一线仅接受PD-(L)1+ PBC治疗的亚组 (n=20): 15.0 3L+ (n=30): 10.3
安全性	89	254 vs. 255	52	43 (SCLC患者亚组)	48 (10mg Q2W, n=24; 30mg Q2W, n=24)	42 (12mg/kg)	31 (8mg/kg)	72	58
N	不良事件类型: TRAE/TEAE	TRAE	TRAE	TRAE	TRAE	TRAE	TRAE	TRAE	TRAE
≥3级不良反应	27% vs. 62%	27% vs. 62%	25.0%	25.0%	25.0%	50.0%	50.0%	50.0%	74.1% / 75%
严重不良反应	28% vs. 31%	28% vs. 31%	25.0%	25.0%	25.0%	28%	28%	28%	46.6% / 50%
因不良反应导致停药	3% vs. 6%	3% vs. 6%	5.6%	5.6%	5.6%	16.7%	16.7%	16.7%	12.1% / 13.5%
因AE/TEAE导致死亡	0.4% vs. 2%	0.4% vs. 2%	3.8%	3.8%	3.8%	14.3%	14.3%	14.3%	3.4% / 3.8%
因AE/TEAE导致死亡	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	11.9%	11.9%	11.9%	0% / 0%
因AE/TEAE导致死亡	10.1%	10.1%	10.1%	10.1%	10.1%	2.4%	2.4%	2.4%	0% / 0%
≥3级 ILD	0%	0%	1.9%	1.9%	1.9%	0%	0%	0%	0%
≥3级 CRS	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
≥3级 ICANS	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

资料来源：ASCO、CSCO、WCLC、ESMO、汤银国际

财务报表分析与预测 - 再鼎医药 (9688 HK)

利润表

百万美元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	267	399	579	831	1,257
销售成本	(96)	(148)	(194)	(290)	(433)
毛利润	171	251	385	541	823
研发费用 (含首付款、里程碑款)	(266)	(235)	(197)	(199)	(258)
销售及管理费用	(282)	(299)	(306)	(342)	(402)
其他	-	-	-	-	-
经营利润	(377)	(282)	(118)	(0)	163
利息收入, 净额	40	35	29	22	20
其他收入, 净额	2	(10)	-	30	-
除所得税前亏损	(335)	(257)	(89)	52	183
所得税开支	-	-	-	(8)	(27)
分占权益法投资亏损	-	-	-	-	-
归母净利润/(亏损)	(335)	(257)	(89)	44	156

资产负债表

百万美元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	790	550	392	332	362
应收账款	65	89	113	163	223
存货	45	40	73	97	129
其他流动资产	39	372	380	390	402
流动资产总值	940	1,050	958	982	1,116
物业、厂房及设备, 净额	54	48	64	85	111
无形资产, 净额	13	56	56	56	56
长期投资	9	3	3	3	3
设备预付款项	0	0	0	0	0
长期押金	1	1	1	1	1
其他非流动资产	19	27	27	27	27
非流动资产总值	97	135	152	172	199
应付账款	113	101	114	114	119
其他	90	67	67	67	67
流动负债总值	203	299	312	312	318
递延收入	29	31	31	31	31
其他	8	14	14	14	14
非流动负债总值	37	45	45	45	45
普通股	0	0	0	0	0
库存股	(21)	(21)	(21)	(21)	(21)
额外实缴资本	2,975	3,264	3,264	3,264	3,264
累计其他全面收益 (亏损)	38	51	51	51	51
累计亏损	(2,196)	(2,453)	(2,542)	(2,498)	(2,342)
权益总额	796	841	752	796	951

现金流量表

百万美元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
亏损净额	(335)	(257)	(89)	44	156
折旧	9	12	10	13	17
摊销	1	1	-	-	-
其他	24	1	-	-	-
营运资本变动	17	(47)	(53)	(82)	(99)
应收账款	(20)	(27)	(24)	(49)	(61)
预付账款及其他流动资产变动	12	(19)	(8)	(10)	(12)
存货	(15)	4	(34)	(23)	(32)
应付账款	37	(2)	13	0	5
应计开支及其他应付款项	-	-	-	-	-
其他营运资本变动	3	(3)	-	-	-
经营活动现金净额	(198)	(215)	(132)	(26)	73
购买物业及设备	(7)	(6)	(26)	(33)	(43)
购买短期投资	(134)	(330)	-	-	-
其他	130	(40)	-	-	-
投资活动现金净额	(11)	(375)	(26)	(33)	(43)
发行普通股所得款项	(9)	217	-	-	-
短期贷款所得款项	-	132	-	-	-
其他	2	1	-	-	-
融资活动现金净额	(6)	350	-	-	-
汇率变动的影响, 净额	(3)	(0)	-	-	-
现金增加 (减少) 净额	(218)	(240)	(158)	(59)	30
非流动受限制现金	-	-	-	-	-
期初现金	1,009	791	550	392	332
期末现金	791	550	392	332	362

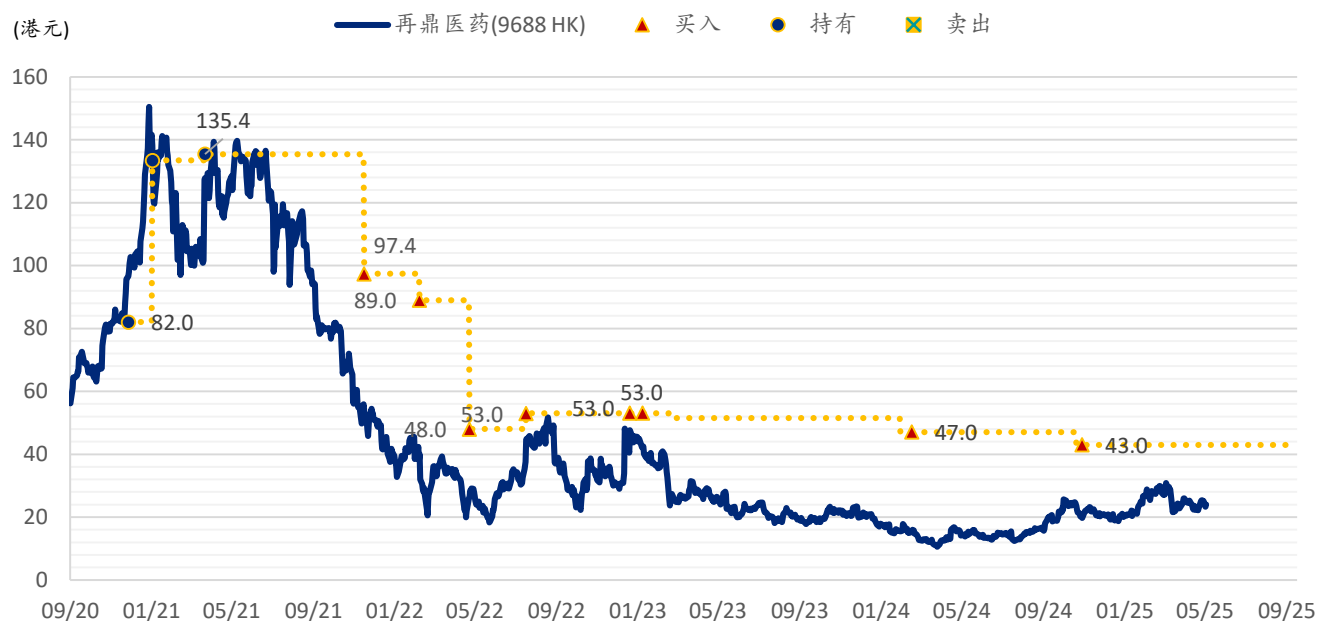
财务和估值比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股数据 (美元)					
每股盈利	(0.35)	(0.26)	(0.09)	0.44	1.57
每股净资产	0.82	0.85	0.76	0.80	0.96
每股销售额	0.28	0.40	0.59	0.84	1.27
同比变动 (%)					
收入	24.0%	49.6%	45.2%	43.4%	51.3%
归母净利润	NM	NM	NM	NM	256%
费用率 (%)					
研发费用/收入	99.7%	58.8%	34.0%	24.0%	20.5%
销售费用/收入	105.6%	74.9%	52.9%	41.1%	32.0%
管理费用/收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
利润率 (%)					
毛利率	64.1%	62.9%	66.5%	65.1%	65.5%
归母净利率	-125.5%	-64.4%	-15.4%	5.3%	12.4%
回报率 (%)					
平均股本回报率	-48.9%	-35.2%	-23.0%	-2.8%	10.5%
平均资产回报率	-42.1%	-31.0%	-20.0%	-2.5%	9.4%
财务杠杆					
流动比率 (x)	10.4	15.7	14.4	14.7	16.7
速动比率 (x)	9.9	15.1	13.3	13.3	14.8
现金比率 (x)	8.8	8.2	5.9	5.0	5.4
估值					
市盈率 (x)	NM	NM	NM	7.0	2.0
市净率 (x)	3.8	3.7	4.1	3.9	3.2
市销率 (x)	11.2	7.7	5.3	3.7	2.4

E=浦银国际预测

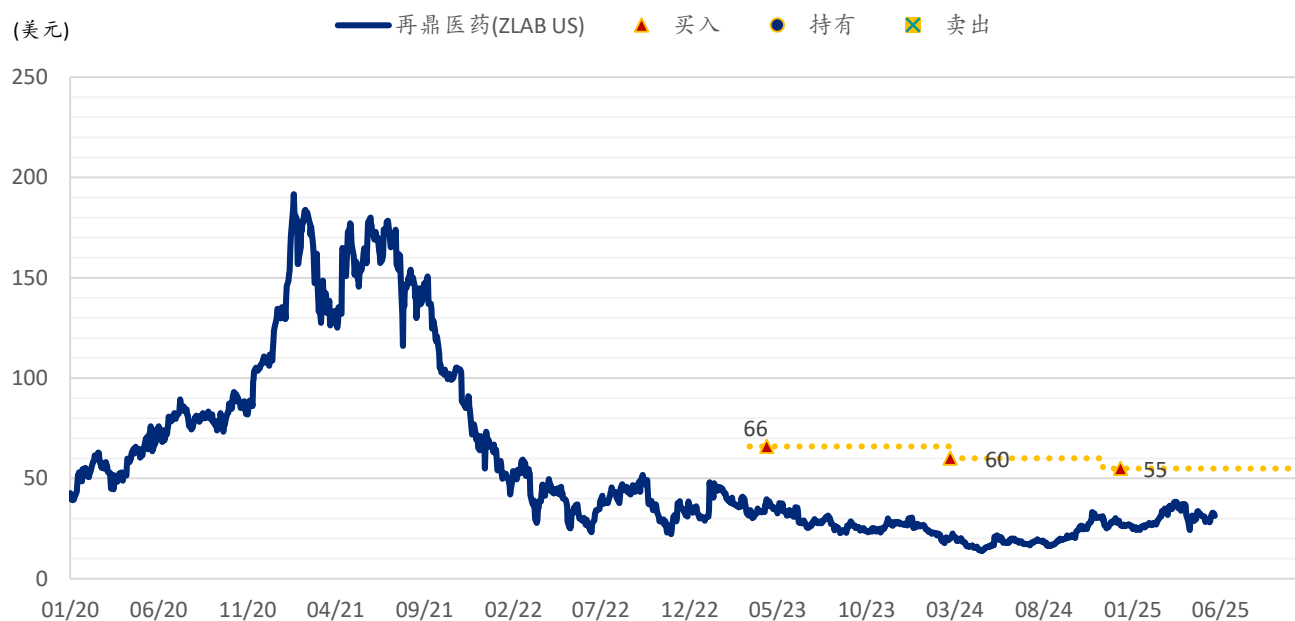
资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 3：浦银国际目标价：再鼎医药港股 (9688.HK)



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 4：浦银国际目标价：再鼎医药美股 (ZLAB.US)



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	340.2	买入	295.0	生物科技
13.HK Equity	和黄医药	23.2	买入	41.3	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	13.6	买入	26.5	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	24.2	买入	43.0	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	31.2	买入	55.0	生物科技
ONC US Equity	百济神州	245.9	买入	324.0	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	151.3	买入	194.0	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	234.4	买入	274.0	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	4.1	买入	5.4	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	45.6	买入	25.0	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	50.6	持有	29.0	生物科技
688331 CH Equity	荣昌生物	64.8	持有	40.0	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	11.0	买入	11.7	生物科技
688428 CH Equity	诺诚健华	23.8	持有	19.6	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	65.1	买入	65.0	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	3.0	买入	12.5	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	4.1	持有	4.25	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	80.7	买入	105.0	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	8.4	买入	13.6	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	44.1	买入	60.0	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	1.3	买入	22.5	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	46.1	持有	19.0	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	53.4	买入	57.0	生物科技
AAPG.US Equity	亚盛医药	25.2	买入	29.0	生物科技
2256.HK Equity	和誉	9.6	买入	5.6	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	9.1	买入	6.0	生物科技
600276 CH Equity	恒瑞医药	54.9	买入	67.0	制药
1177 HK Equity	中国生物制药	4.5	买入	5.0	制药
2359 HK Equity	药明康德	70.5	买入	90.0	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	64.5	买入	93.0	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	15.7	买入	20.0	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	24.2	买入	32.0	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	24.7	持有	28.5	CRO/CDMO
2268 HK Equity	药明合联	40.7	买入	50.0	CRO/CDMO
300760 CH Equity	迈瑞医疗	232.7	买入	300.0	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	15.6	买入	15.1	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	2.4	买入	10.0	医疗器械
9996 HK Equity	沛嘉医疗	5.5	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	12.3	买入	15.5	医疗器械
688351 CH Equity	微电生理	20.3	买入	27.9	医疗器械
2190 HK Equity	归创通桥	19.1	买入	19.0	医疗器械
688617 CH Equity	惠泰医疗	392.1	买入	454.0	医疗器械
688236 CH Equity	春立医疗	17.2	买入	17.0	医疗器械
1858 HK Equity	春立医疗	10.9	买入	11.6	医疗器械
1789 HK Equity	爱康医疗	5.9	买入	8.0	医疗器械
2325 HK Equity	云康集团	3.5	买入	10.5	ICL
241 HK Equity	阿里健康	4.5	持有	4.7	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	7.1	持有	6.6	互联网医疗
6681 HK Equity	脑动极光	7.0	买入	7.5	数字疗法

注：数据截至 2025 年 6 月 3 日港股收盘；资料来源：Bloomberg、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。本报告仅提供给合资格投资者(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、脑动极光 6681.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、脑动极光 6681.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

