

## 药明生物 (2269.HK): 上半年收入增速好于市场预期, 全年指引轻微上调

维持“持有”评级, 调整目标价至 30 港元。

- **1H25 收入增速和毛利率好于市场预期。**1H25 收入为人民币 99.53 亿元 (+16.1% YoY, -1.5% HoH), 大致符合我们预期, 略好于 Visible Alpha (VA) 预期, 与此前 [盈利预告](#) 数字一致; 经营利润为 28.6 亿元 (+42.2% YoY, +4.8% HoH), 好于我们预期及 VA 预期, 主要由于毛利率好于预期; 经调整归母净利润为 23.9 亿元 (+6.2% YoY, -5.7% HoH), 低于我们预期和 VA 预期, 主要由于两项 Non-IFRS 剔除项目变动造成影响 (1H25 股权激励费用低于预期、公允价值收益高于预期, 使得该两项调节项总和为 8,000 万元 vs. 1H24 该两项总和为 6.4 亿元)。利润率方面, 毛利率为 42.7% (+3.7ppts YoY, +0.2 ppts HoH), 好于预期, 主要由于高毛利的 R 端授权收入占比提升、国内及海外产能利用率的提升以及持续实施 WBS 使得毛利提升; 经调整归母净利润率为 24.0% (-2.2ppts YoY, -1.1 ppts HoH)。
- **药明合联依旧是公司收入、项目新签最大驱动力。**若剔除上半年子公司药明合联收入贡献, 公司除合联外业务收入增速仅为 +4.6% YoY。另外, 从新签项目数来看, 公司 1H25 共计新签 86 个项目, 管理层表示 70% 的新签项目为 ADC 及双抗, 而药明合联上半年新签 37 个 iCMC 项目, 已经占到集团上半年新签项目数的 43%。
- **上半年临床前阶段收入增长最快 (+35.2% YoY), 其次是临床三期+商业化项目 (+24.9% YoY), 临床早期阶段则呈现同比下降 (-29.7% YoY)。**临床前阶段收入的强劲增长主要受益于 (1) 临床前新签项目数量最多 (86 个新签项目中, 其中 79 个为临床前项目), (2) R 端授权交易持续进行。临床三期+商业化项目的不错增速则来自于数量持续增加的晚期项目, 其中商业化项目增加 3 个至 24 个 (来自先前 3 期项目转化)、临床三期项目净增加 1 个至 67 个 (外部赢得分子+2, 内部转化+3, 终止-1)。临床早期 (1、2 期) 收入疲软或与一二期项目终止数量有所上升有关 (1H25 一、二期项目终止 8 个、11 个, 而 1H24 则分别终止 1 个、0 个)。
- **北美收入增速持续靓丽, 日本韩国增长势头迅猛。**1H25 北美收入增速仍然高达 +20.1% YoY, 且北美贡献了一半的新签项目; 欧洲收入依旧保持积极增长 (+5.7% YoY)。相比之下, 中国则仍是同比下降 (-8.5% YoY)。管理层表示, 由于中国出海的创新药将按照海外合作伙伴属地划分为北美/欧洲收入, 若将已经出海的中国创新项目划分为中国收入, 则中国地区可实现正增长。另外, 令人惊喜的是, 其他地区收入实现同比翻倍增长, 尤其是日本韩国增长势头迅猛。
- **上调全年指引至 14%-16% 收入增速。**基于上半年好于预期的收入增长以及新签项目数, 公司将全年收入同比增速指引从此前的 12%-15% 上调至 14%-16%, 且维持此前所说的“2025 年盈利水平较 2024 年提升”。展望下半年, 该指引目标对应下半年收入增长 12%-16% YoY, 下半年毛利率亦有望在上半年基础上继续提升 (得益于海外产能的持续爬坡、R 端业务的继续增长、WBS 效率提升)。此外, 全年资本开支由此前的 60 亿元人民币下调至 53 亿元, 主要由于 7 亿元推迟至明年, 因此自由现金流预计将在下半年明显增长。

### 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 8 月 20 日

## 评级

持有

|                   |           |
|-------------------|-----------|
| 目标价 (港元)          | 30.0      |
| 潜在升幅/降幅           | -2%       |
| 目前股价 (港元)         | 30.6      |
| 52 周内股价区间 (港元)    | 10.1-35.6 |
| 总市值 (百万港元)        | 124,639   |
| 近 3 月日均成交额 (百万港元) | 1,426     |

注: 截至 2025 年 8 月 20 日收盘价

### 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

### 股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际



- **维持“持有”评级，上调目标价至 30 港元。**我们将 2025E/2026E/2027E 经调整归母净利润预测分别调整至 52/57/64 亿元，主要由于微调收入预测、轻微上调毛利率预测及下调股权激励费用。给予公司 20x 2026E PE 目标估值（较过去 5 年平均估值低 0.7 个标准差），调整目标价至 30 港元；维持“持有”评级。
- **投资风险：**地缘政治风险；新签订单差于预期；竞争格局激烈；重要项目失败或延迟。

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     | 17,034 | 18,675 | 21,526 | 24,250 | 26,821 |
| 同比变动 (%) | 11.6%  | 9.6%   | 15.3%  | 12.7%  | 10.6%  |
| 归母净利润    | 3,400  | 3,356  | 4,419  | 4,681  | 5,184  |
| 同比变动 (%) | -23.1% | -1.3%  | 31.7%  | 5.9%   | 10.7%  |
| PE (X)   | 33.9   | 33.9   | 26.2   | 25.2   | 23.2   |

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 – 药明生物

## 利润表

| (千人民币)  | 2023        | 2024        | 2025E       | 2026E       | 2027E       |
|---------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 营业收入    | 17,034,255  | 18,675,371  | 21,525,636  | 24,249,669  | 26,820,594  |
| 营业成本    | -10,206,354 | -11,024,551 | -12,269,613 | -14,016,308 | -15,287,738 |
| 毛利      | 6,827,901   | 7,650,820   | 9,256,024   | 10,233,360  | 11,532,855  |
| 毛利率     | 40.1%       | 41.0%       | 43.0%       | 42.2%       | 43.0%       |
| 销售费用    | -294,009    | -473,601    | -602,718    | -678,991    | -750,977    |
| 管理费用    | -1,495,352  | -1,673,514  | -1,765,102  | -1,964,223  | -2,145,647  |
| 研发费用    | -785,822    | -766,443    | -883,419    | -995,214    | -1,072,824  |
| 营业利润    | 4,252,718   | 4,737,262   | 6,004,785   | 6,594,932   | 7,563,407   |
| 财务费用    | -158,488    | -157,587    | -155,198    | -145,198    | -74,799     |
| 其他收入及费用 | 79,573      | 254,723     | 754,266     | 811,120     | 870,086     |
| 税前净利润   | 4,173,803   | 4,834,398   | 6,603,853   | 7,260,854   | 8,358,695   |
| 所得税     | -603,179    | -889,027    | -1,214,423  | -1,335,243  | -1,537,131  |
| 净利润     | 3,570,624   | 3,945,371   | 5,389,430   | 5,925,611   | 6,821,563   |
| 少数股东损益  | 170,895     | 589,290     | 970,097     | 1,244,378   | 1,637,175   |
| 归母净利润   | 3,399,729   | 3,356,081   | 4,419,333   | 4,681,233   | 5,184,388   |

## 资产负债表

| (千人民币)  | 2023       | 2024       | 2025E      | 2026E      | 2027E      |
|---------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 货币资金    | 9,669,839  | 8,279,182  | 12,440,168 | 13,762,942 | 15,466,344 |
| 应收账款    | 6,292,682  | 6,240,747  | 7,205,404  | 7,410,835  | 8,461,078  |
| 存货      | 1,765,751  | 1,521,669  | 2,027,707  | 2,474,204  | 2,839,665  |
| 其它流动资产  | 3,469,977  | 7,531,593  | 7,680,886  | 7,845,109  | 8,025,753  |
| 流动资产合计  | 21,198,249 | 23,573,191 | 29,354,165 | 31,493,090 | 34,792,841 |
| 固定资产    | 27,377,643 | 26,070,458 | 27,257,754 | 32,526,529 | 37,679,392 |
| 无形资产    | 511,834    | 442,369    | 442,369    | 442,369    | 442,369    |
| 使用权资产   | 2,561,828  | 2,364,916  | 2,364,916  | 2,364,916  | 2,364,916  |
| 其他非流动资产 | 4,926,172  | 4,526,501  | 4,526,501  | 4,526,501  | 4,526,501  |
| 非流动资产合计 | 35,377,477 | 33,404,244 | 34,591,540 | 39,860,315 | 45,013,178 |
| 资产总计    | 56,575,726 | 56,977,435 | 63,945,705 | 71,353,405 | 79,806,019 |
| 短期借款    | 576,328    | 2,435,302  | 2,435,302  | 2,435,302  | 2,435,302  |
| 应付账款    | 2,755,774  | 2,778,195  | 3,407,034  | 3,889,126  | 4,320,180  |
| 其它流动负债  | 4,303,918  | 3,407,754  | 3,407,754  | 3,407,754  | 3,407,754  |
| 流动负债合计  | 7,636,020  | 8,621,251  | 9,250,090  | 9,732,182  | 10,163,236 |
| 长期借款    | 1,571,046  | 200,898    | 200,898    | 200,898    | 200,898    |
| 其它长期负债  | 3,350,778  | 2,677,717  | 2,677,717  | 2,677,717  | 2,677,717  |
| 非流动负债合计 | 4,921,824  | 2,878,615  | 2,878,615  | 2,878,615  | 2,878,615  |
| 负债总计    | 12,557,844 | 11,499,866 | 12,128,705 | 12,610,797 | 13,041,851 |
| 股本      | 235        | 226        | 231        | 235        | 240        |
| 储备      | 40,331,362 | 41,818,983 | 48,158,409 | 55,084,013 | 63,105,568 |
| 少数股东权益  | 3,686,285  | 3,658,360  | 3,658,360  | 3,658,360  | 3,658,360  |
| 所有者权益合计 | 44,017,882 | 45,477,569 | 51,816,999 | 58,742,608 | 66,764,168 |

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

## 现金流量表

| (千人民币)     | 2023       | 2024       | 2025E      | 2026E      | 2027E      |
|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 税前利润       | 4,173,803  | 4,834,398  | 6,603,853  | 7,260,854  | 8,358,695  |
| 物业、厂房及设备折旧 | 934,389    | 1,203,911  | 613,160    | 731,681    | 847,594    |
| 营运资金变动     | -896,345   | 939,094    | -1,039,475 | -382,386   | -1,213,622 |
| 其他         | 455,865    | -1,760,146 | -101,875   | -172,695   | -231,922   |
| 经营现金流      | 4,667,712  | 5,217,257  | 6,075,663  | 7,437,454  | 7,760,744  |
| 购买物业、厂房及设备 | -4,045,574 | -3,929,621 | -5,300,000 | -6,000,000 | -6,000,000 |
| 其他         | 817,308    | -12,085    | 3,500,000  | 0          | 0          |
| 投资现金流      | -3,228,266 | -3,941,706 | -1,800,000 | -6,000,000 | -6,000,000 |
| 债权融资       | -704,749   | 490,101    | 0          | 0          | 0          |
| 股权融资       | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| 其他         | 2,665,912  | -3,240,292 | -114,677   | -114,680   | -57,342    |
| 融资现金流      | 1,961,163  | -2,750,191 | -114,677   | -114,680   | -57,342    |
| 现金净流量      | 3,274,617  | -1,390,657 | 4,160,986  | 1,322,774  | 1,703,402  |

## 主要财务比率

|             | 2023   | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 每股指标 (人民币元) |        |       |       |       |       |
| 每股收益        | 0.8    | 0.8   | 1.1   | 1.1   | 1.2   |
| 每股净资产       | 10.6   | 11.1  | 12.4  | 13.8  | 15.4  |
| 估值 (倍)      |        |       |       |       |       |
| P/E         | 33.9   | 33.9  | 26.2  | 25.2  | 23.2  |
| P/B         | 2.6    | 2.5   | 2.2   | 2.0   | 1.8   |
| 盈利能力比率      |        |       |       |       |       |
| 毛利率         | 40.1%  | 41.0% | 43.0% | 42.2% | 43.0% |
| 归母净利润率      | 20.0%  | 18.0% | 20.5% | 19.3% | 19.3% |
| 盈利增长        |        |       |       |       |       |
| 营业收入增长率     | 11.6%  | 9.6%  | 15.3% | 12.7% | 10.6% |
| 归母净利润增长率    | -23.1% | -1.3% | 31.7% | 5.9%  | 10.7% |
| 偿债能力指标      |        |       |       |       |       |
| 资产负债率       | 0.22   | 0.20  | 0.19  | 0.18  | 0.16  |
| 流动比率        | 2.78   | 2.73  | 3.17  | 3.24  | 3.42  |
| 现金比率        | 1.27   | 0.96  | 1.34  | 1.41  | 1.52  |
| 经营效率指标      |        |       |       |       |       |
| 应收账款周转天数    | 128    | 122   | 114   | 110   | 108   |
| 存货周转天数      | 114    | 99    | 75    | 80    | 85    |
| 应付账款周转天数    | 108    | 92    | 92    | 95    | 98    |

图表 2：浦银国际目标价：药明生物（2269.HK）



资料来源：Bloomberg、浦银国际

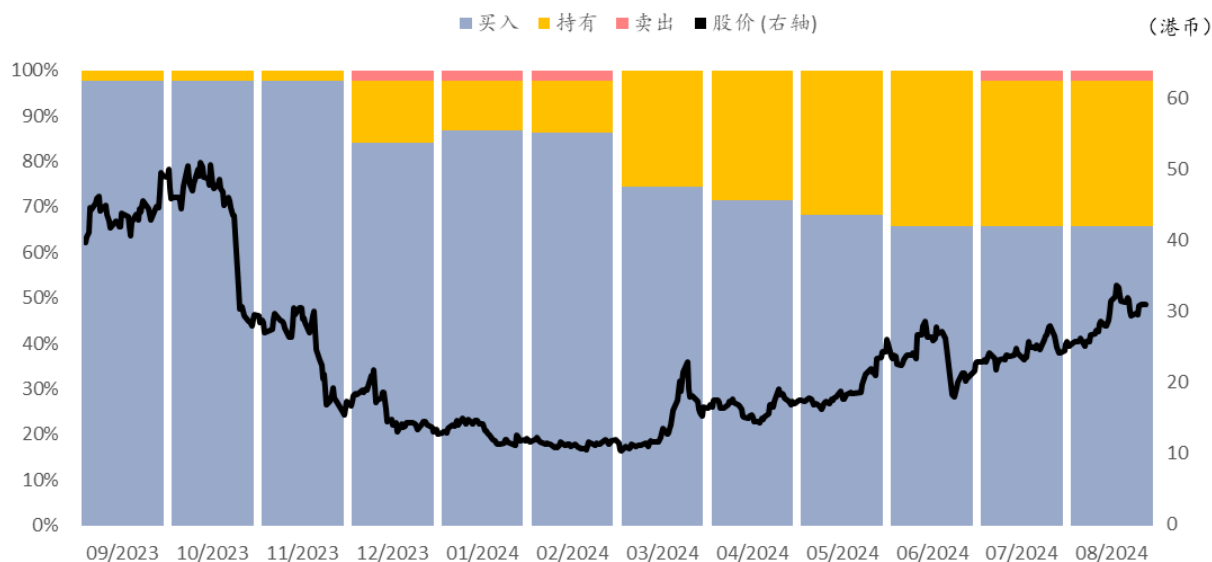
图表 3：SPDBI 医药行业覆盖公司

| 股票代码             | 公司     | 现价 (LC) | 评级 | 目标价 (LC) | 行业       |
|------------------|--------|---------|----|----------|----------|
| 6990.HK Equity   | 科伦博泰   | 431.0   | 买入 | 525.0    | 生物科技     |
| 13.HK Equity     | 和黄医药   | 25.2    | 买入 | 28.0     | 生物科技     |
| HCM.US Equity    | 和黄医药   | 16.2    | 买入 | 18.0     | 生物科技     |
| 9688 HK Equity   | 再鼎医药   | 27.0    | 买入 | 36.0     | 生物科技     |
| ZLAB US Equity   | 再鼎医药   | 35.4    | 买入 | 46.0     | 生物科技     |
| ONC US Equity    | 百济神州   | 312.5   | 买入 | 349.0    | 生物科技     |
| 6160 HK Equity   | 百济神州   | 184.3   | 买入 | 211.0    | 生物科技     |
| 688235 CH Equity | 百济神州   | 237.5   | 买入 | 276.0    | 生物科技     |
| 6996.HK Equity   | 德琪医药   | 6.4     | 买入 | 5.4      | 生物科技     |
| 1952 HK Equity   | 云顶新耀   | 70.2    | 买入 | 25.0     | 生物科技     |
| 9995 HK Equity   | 荣昌生物   | 78.5    | 持有 | 29.0     | 生物科技     |
| 688331 CH Equity | 荣昌生物   | 76.7    | 持有 | 40.0     | 生物科技     |
| 9969 HK Equity   | 诺诚健华   | 18.8    | 买入 | 11.7     | 生物科技     |
| 688428 CH Equity | 诺诚健华   | 30.3    | 持有 | 19.6     | 生物科技     |
| 1801 HK Equity   | 信达生物   | 94.7    | 买入 | 95.0     | 生物科技     |
| 6622 HK Equity   | 兆科眼科   | 4.2     | 买入 | 12.5     | 生物科技     |
| 2616.HK Equity   | 基石药业   | 8.1     | 持有 | 4.25     | 生物科技     |
| 9926 HK Equity   | 康方生物   | 162.6   | 买入 | 129.0    | 生物科技     |
| 9966.HK Equity   | 康宁杰瑞   | 9.0     | 买入 | 13.6     | 生物科技     |
| 2162.HK Equity   | 康诺亚    | 71.5    | 买入 | 60.0     | 生物科技     |
| IMAB US Equity   | 天境生物   | 4.2     | 买入 | 22.5     | 生物科技     |
| 2696.HK Equity   | 复宏汉霖   | 79.0    | 持有 | 19.0     | 生物科技     |
| 6855.HK Equity   | 亚盛医药   | 88.3    | 买入 | 57.0     | 生物科技     |
| AAPG.US Equity   | 亚盛医药   | 46.4    | 买入 | 29.0     | 生物科技     |
| 2256.HK Equity   | 和誉     | 16.2    | 买入 | 5.6      | 生物科技     |
| 2142.HK Equity   | 和铂医药   | 11.5    | 买入 | 6.0      | 生物科技     |
| 600276 CH Equity | 恒瑞医药   | 62.9    | 买入 | 67.0     | 制药       |
| 1177 HK Equity   | 中国生物制药 | 7.5     | 买入 | 9.1      | 制药       |
| 2359 HK Equity   | 药明康德   | 101.3   | 买入 | 128.5    | CRO/CDMO |
| 603259 CH Equity | 药明康德   | 91.8    | 买入 | 113.5    | CRO/CDMO |
| 3759 HK Equity   | 康龙化成   | 21.1    | 买入 | 20.0     | CRO/CDMO |
| 300759 CH Equity | 康龙化成   | 29.9    | 买入 | 32.0     | CRO/CDMO |
| 2269 HK Equity   | 药明生物   | 30.6    | 持有 | 30.0     | CRO/CDMO |
| 2268 HK Equity   | 药明合联   | 57.7    | 买入 | 69.0     | CRO/CDMO |
| 300760 CH Equity | 迈瑞医疗   | 236.6   | 买入 | 300.0    | 医疗器械     |
| 2252 HK Equity   | 微创机器人  | 20.6    | 买入 | 15.1     | 医疗器械     |
| 2500 HK Equity   | 启明医疗   | 4.6     | 买入 | 10.0     | 医疗器械     |
| 9996 HK Equity   | 沛嘉医疗   | 8.7     | 买入 | 7.5      | 医疗器械     |
| 2160 HK Equity   | 心通医疗   | 1.5     | 买入 | 3.4      | 医疗器械     |
| 2172 HK Equity   | 微创脑科学  | 14.5    | 买入 | 15.5     | 医疗器械     |
| 688351 CH Equity | 微电生理   | 27.0    | 买入 | 27.9     | 医疗器械     |
| 2190 HK Equity   | 归创通桥   | 23.4    | 买入 | 30.0     | 医疗器械     |
| 688617 CH Equity | 惠泰医疗   | 284.4   | 买入 | 454.0    | 医疗器械     |
| 688236 CH Equity | 春立医疗   | 23.3    | 买入 | 17.0     | 医疗器械     |
| 1858 HK Equity   | 春立医疗   | 16.0    | 买入 | 11.6     | 医疗器械     |
| 1789 HK Equity   | 爱康医疗   | 6.6     | 买入 | 8.0      | 医疗器械     |
| 2325 HK Equity   | 云康集团   | 2.4     | 买入 | 10.5     | ICL      |
| 241 HK Equity    | 阿里健康   | 5.3     | 持有 | 4.7      | 互联网医疗    |
| 1833 HK Equity   | 平安好医生  | 15.7    | 持有 | 6.6      | 互联网医疗    |
| 6681 HK Equity   | 脑动极光   | 5.4     | 买入 | 7.5      | 数字疗法     |

注：数据截至 2025 年 8 月 20 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：药明生物市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 5：药明生物 SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：35.0 港元

概率：20%

- 每年净增项目数量超过 150 项；
- 毛利率持续提升至 48% 以上；
- CMO 项目数增速高于预期。

悲观情景：公司收入增长不及预期

目标价：17.0 港元

概率：20%

- 每年净增项目数量不足 60 项；
- 毛利率无法维持现时水平，逐步降至低于 40%；
- CMO 项目数增速不及预期。

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、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](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

