

沛嘉医疗 (9996.HK)：1H25 业绩稳健，瓣膜产品逐渐往 AS+AR+TEER 多适应症发展

公司 1H25 瓣膜业务表现稳健，神经介入板块虽受集采后主动调价且协议采购量尚未落地影响，板块收入同比增速有所放缓，但随着协议采购量逐步落地，全年仍有望实现 20+% 板块收入同比增长。我们预计公司 3 款核心瓣膜在研产品有望于 2026 年内获批，并于 2027 年起增厚公司收入。维持“买入”评级，上调目标价至 9.6 港元。

• **1H25 业绩整体表现稳健，神经介入板块增速受集采影响稍有放缓。**公司 1H25 收入人民币 3.5 亿元 (+17% YoY；业绩预告区间：3.5 亿-3.6 亿元)；毛利率 70.1% (-2.6pcts YoY)；归母净亏损人民币 6,988 万元，较去年同期亏损收窄 2%。分板块看：

(i) **心脏瓣膜**：收入人民币 1.6 亿元 (+24% YoY)，植入量 2,050 例 (+19% YoY；板块亏损缩窄 35% 至 7,609 万元。截至 2025 年 6 月，全国共有 24 个省全部或部分地区实现 TAVR 医保报销，其中河南 2024 年 4 月纳入医保后在 2Q24-4Q24 的平均植入量较纳入医保前季度平均植入量增长 44%，北京则于 2024 年 10 月将 TAVR 纳入医保，纳入医保后季度平均植入量较纳入医保前的 3 个季度提升 71%。

(ii) **神经介入**：收入人民币 1.9 亿元 (+12% YoY)；板块利润 +42% YoY 至人民币 4,090 万元。分产品线看，出血/缺血/通路产品收入同比 +9%/-3%/+32%，其中通路产品板块受益于 DCWire 微导丝收入放量 (+140% YoY)，而缺血产品同比下滑主要因为公司 SacSpeed、Fastunnel 球囊于年内河北牵头的血管介入联盟集采中选，期内公司主动调整了出厂价但各省协议采购量仍未完全落地所致。

• **核心在研产品商业化临近，公司瓣膜业务逐步由单纯的 AS 向 AS+AR+TEER 多适应症发展。**公司目前在研管线较为丰富，其中最核心的 3 款产品 TaurusTrio (AR TAVR)、TaurusNXT (第三代 AS TAVR) 和 GeminiOne (二尖瓣 TEER) 在国内的商业化逐步临近，其中：1) TaurusTrio 已于 2025 年 5 月 NMPA 提交注册申请；2) TaurusNXT 和 GeminiOne 计划将于年内提交注册申请。我们预计这 3 款核心产品均有望于 2026 年内获批上市。考虑到新产品市场导入期约为半年左右，预计 3 款新品将在 2027E 年为公司收入带来更多增量。海外市场方面，公司的 DC Wire 微导丝已于 2024 年 7 月向 FDA 正式提交 510(k) 申请，有望于今年内获批；此外 GeminiOne 也在同步准备 CE 认证的申请。

• **维持“买入”评级，上调目标价至 9.6 港元。**我们继续采用 DCF 对公司进行估值 (WACC: 10.8%；永续增长率: 2%)，模型中假设心脏瓣膜将于 2027 年在全国大部分省份面临集采，得出目标价 9.6 港元。

• **投资风险**：行业竞争加剧；集采影响超出预期；TAVR 渗透率提升较慢；国际化进度不及预期。

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	441	615	748	939	924
同比变动 (%)	75.9%	39.5%	21.5%	25.6%	-1.6%*
归母净利润/ (亏损)	-393	-227	-124	-26	28
PS (X)	11.6	8.2	6.8	5.4	5.5

注：*模型中预测瓣膜将于当年进行大规模集采；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 8 月 25 日

评级

买入

目标价 (港元)	9.60
潜在升幅/降幅	+16%
目前股价 (港元)	8.31
52 周内股价区间 (港元)	2.58-9.36
总市值 (百万港元)	5,564
近 3 月日均成交额 (百万港元)	17

注：数据截至 2025 年 8 月 25 日

市场预期区间

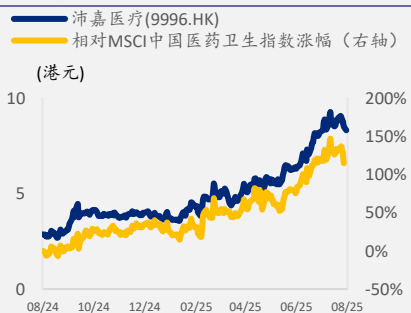


▲ SPDBI 目标价 ◆ 当前价 ◆ 市场预期区间

资料来源：Bloomberg、浦银国际

注：数据截至 2025 年 8 月 25 日

股价表现



资料来源：Bloomberg、浦银国际

注：数据截至 2025 年 8 月 25 日

财务报表分析与预测 - 沛嘉医疗

利润表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	441	615	748	939	924
心脏瓣膜	186	260	319	399	248
神经介入	256	356	428	540	676
销售成本	-116	-182	-225	-289	-331
毛利	325	434	523	650	594
销售及分销开支	-325	-328	-299	-319	-250
行政开支	-142	-151	-135	-155	-111
研发开支	-293	-203	-238	-242	-242
其他收入	20	19	20	25	25
其他亏损净额	-16	-9	-4	0	0
经营亏损	-431	-239	-132	-42	16
财务收入	39	22	20	20	17
财务成本	0	-5	-10	0	0
金融工具公允价值变动	0	0	0	0	0
除所得税前亏损	-392	-222	-122	-22	33
所得税开支	-1	-7	-4	-4	-5
净利润	-393	-228	-126	-26	28
非控股权益	0	-2	-2	-1	1
归母净利润	-393	-227	-124	-26	28

资产负债表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
使用权资产	45	45	43	41	39
物业、厂房及器械	454	650	715	771	836
投资物业	0	0	0	0	0
无形资产	528	656	673	690	710
预付款项及其他应收款项	8	0	0	0	0
其他	400	350	357	364	371
非流动资产总值	1,434	1,702	1,788	1,865	1,956
存货	171	141	146	173	165
按公允价值计入损益的金融资产	77	15	16	18	20
预付款项及其他应收款项	194	165	194	235	185
现金及现金等价物	796	667	494	433	491
流动资产总值	1,237	987	851	859	861
资产总值	2,672	2,689	2,639	2,724	2,817
长期负债	204	158	158	158	158
向投资者发行的金融工具	0	0	0	0	0
租赁负债	1	3	4	4	4
递延税项负债	20	17	18	20	22
递延收入	13	21	23	25	28
贸易及其他应付款项	5	2	3	3	3
非流动负债总额	244	201	206	210	216
短期负债	14	90	90	90	90
租赁负债	3	2	2	3	3
贸易及其他应付款项	138	351	422	529	588
合约负债	0	0	0	0	0
流动负债总额	154	443	514	621	681
股本及股份溢价	6,359	6,324	6,324	6,324	6,324
持有的信托库存股份	-54	0	0	0	0
其他储备	74	0	0	0	0
累计亏损	-4,105	-4,296	-4,422	-4,448	-4,420
权益总额	2,274	2,045	1,918	1,892	1,920

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
除所得税前年内亏损	-392	-222	-122	-22	33
物业、厂房及器械及投资物业折旧	25	59	84	95	109
无形资产及使用权资产摊销/折旧	17	0	37	38	39
存货增加	-44	25	-5	-27	8
预付款项及其他应收款项变动	29	40	-30	-40	50
贸易及其他应付款项减少	-259	95	0	0	0
其他	-3	-16	-4	-4	-5
经营活动现金净额	-583	-5	28	142	289
物业、厂房及器械付款	-176	-249	-148	-151	-174
无形资产付款	-141	-31	-50	-50	-55
其他	-70	140	-2	-2	-2
投资活动现金净额	-386	-140	-200	-203	-231
股权融资	4	0	0	0	0
借款增加	90	31	0	0	0
其他	-9	-20	0	0	0
融资活动现金净额	85	10	0	0	0
现金及现金等价物的增加净额	-885	-135	-173	-61	58
年初的现金及现金等价物	1,670	796	667	494	433
现金及现金等价物汇兑损益	11	6	0	0	0
年末的现金及现金等价物	796	667	494	433	491

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	-0.58	-0.34	-0.19	-0.04	0.04
每股销售额	0.65	0.92	1.12	1.40	1.38
每股净资产	3.35	3.05	2.87	2.83	2.87
同比变动					
收入	75.9%	39.5%	21.5%	25.6%	-1.6%
归母净利润	NM	NM	NM	NM	NM
费用与利润率					
毛利率	73.8%	70.5%	70.0%	69.2%	64.2%
核心经营利润率	-98.5%	-40.5%	-19.8%	-7.1%	-1.0%
归母净利率	-89.0%	-36.8%	-16.6%	-2.7%	3.0%
回报率					
平均股本回报率	-16%	-11%	-6%	-1%	1%
平均资产回报率	-13%	-8%	-5%	-1%	1%
财务杠杆					
流动比率 (x)	8.0	2.2	1.7	1.4	1.3
现金比率 (x)	5.2	1.5	1.0	0.7	0.7
负债/权益	0.2	0.3	0.4	0.4	0.5
估值					
市盈率 (x)	NM	NM	NM	NM	180.1
市销率 (x)	11.6	8.2	6.8	5.4	5.5
市净率 (x)	2.3	2.5	2.6	2.7	2.6

图表 2：港股可比企业估值表

股票代码	公司名称	股价 (港元)	市值 (百万港元)	过去 1 个月股 价变动 (%)	YTD 股价变 动 (%)	市销率 PS (x)			收入 CAGR 2024-27E	PS/G
						2025E	2026E	2027E		
9996 HK	沛嘉医疗	8.31	5,564	1.1	108.8	6.5	5.1	3.9	29%	0.23
心脏瓣膜										
2500 HK	启明医疗	4.37	1,927	55.0	(22.2)	1.6	NA	NA	NA	NA
2160 HK	心通医疗	1.52	3,667	15.2	123.5	6.9	5.5	4.7	0.3	0.3
9877 HK	健世科技	8.28	3,454	(1.7)	153.2	NA	NA	NA	NA	NA
市值加权平均						5.1	5.5	4.7		
神经介入										
2172 HK	微创脑科学	14.97	8,622	12.1	73.9	8.9	7.0	5.6	0.2	0.4
2190 HK	归创通桥	23.60	7,688	3.5	100.3	6.6	5.0	3.8	34%	0.20
6609 HK	心玮医疗	52.90	2,054	5.7	141.0	NA	NA	NA	NA	NA
市值加权平均						7.8	6.1	4.7		

注：E=Bloomberg 一致预期；数据截至 2025 年 8 月 25 日收盘；

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 3：沛嘉医疗产品管线（1）

产品	类型	国内进展	海外进展	预计国内获批时间
心脏瓣膜介入治疗（含 2024 年分拆出来的前沿技术业务板块）				
主动脉瓣（置换）				
1) TaurusOne（第 1 代）	自研	已获批	\	已获批（2021 年 4 月）
2) TaurusElite（第 2 代）	自研	已获批	\	已获批（2021 年 6 月）
3) TaurusMAX（第 2.5 代）	自研	已获批	\	已获批（2024 年 8 月）
4) TaurusNXT“非醛交联”瓣（第 3 代）	自研	准备提交注册申请	\	2025 年底/2026 年初
5) TaurusWave 冲击波球囊◇ （冲击波钙化重构系统）	自研	临床阶段（2021 年 10 月完 成首例入组）	\	2026 年之后
6) TaurusApex 高分子瓣膜（第 4 代）	自研	临床阶段（已完成 FIM）	\	2026 年之后
7) Trilogy/Taurus Trio（AS&AR）	由 JenaValve 获得大 中华权益（2021 年 12 月；JenaValue 于 2024 年 7 月被 Edward Lifesciences 收购）	大陆：准备提交注册申请 港澳：2023 年 5 月完成首例 商业化植入	AS&AR 已获得 CE 标志（沛嘉无海外 权益）	2025 年底/2026 年
二尖瓣（置换、修复）				
1) HighLife 经房置换系统	由 HighLife 获得大 中华权益（2020 年 12 月）	注册性临床（计划入组 110 人，2022 年 11 月完成首例 植入；中国分中心 2023 年 5 月完成首例植入，手术时常 68 分钟）	注册性临床（沛嘉 无海外权益）	2026 年之后
2) Sutra 对合缘增强系统	沛嘉投资 Sutra Medical 并成为第二 大股东（2021 年 8 月）	\	临床前（动物试 验）	2026 年之后
3) GeminiOne 缘对缘修复系统 （适应症：中重度或重度 DMR）	自研	准备提交注册申请	准备提交 CE 认证	2026 年
三尖瓣（置换）				
1) MonarQ TTVR◇	与 inQB8 分别拥有 50%权益（2021 年 6 月）	\	临床阶段	2026 年之后
2) GeminiOne 缘对缘修复系统	自研	准备 FIM	\	2026 年之后
配套产品 & 其他				
1) TaurusAtlas 球囊扩张导管	自研	已获批（2021 年 4 月）	\	已获批
2) TaurusAtlas Pro 球囊扩张导管	自研	已获批（2024 年）	\	已获批
3) TaurusNavi 引导鞘管	自研	已获批（2021 年 4 月）	\	已获批
4) TaurusExplora 硬导丝	自研	已获批（2021 年 4 月）	\	已获批
5) 亲水涂层导丝	自研	已获批	\	已获批
6) ReachTactile 机器人辅助 TAVR 系统◇	自研	准备 FIM	\	\

注：“\”代表暂未公布相关计划；“◇”代表 2024 年分拆出来的前沿技术板块产品，目前共有 3 款产品

资料来源：公司资料、浦银国际

图表 4：沛嘉医疗产品管线（2）

产品	类型	国内进展	海外进展	预计国内获批时间
神经介入治疗（2019年3月收购加奇生物）				
出血性产品				
1) Jasper 颅内可电解脱弹簧圈 (第一代可解脱弹簧圈)	自研	已获批	已获批：CE、巴 西、印尼、尼瓜 多尔等	已获批（2009年6月）
2) Presgo 机械解脱弹簧圈 (第二代可解脱弹簧圈)	自研	已获批	已获批：CE、巴 西等	已获批（2018年6月）
3) Jasper SS 可电解脱弹簧圈	自研	已获批	\	已获批（2021年6月）
4) NRcoil 热溶可解脱弹簧圈	自研	已获批	\	已获批（2023年8月）
5) YonFlow 密网支架 (暖阳医疗)	独家分销	已获批	\	已获批
6) CereStaller 颅内辅助支架	自研	注册临床	\	-
7) 辅助球囊	自研	设计阶段	\	-
缺血性产品 - AIS				
1) Syphonet/申翼取栓支架	自研 (AIS)	已获批	\	已获批（2022年2月）
2) Tethys AS 血栓抽吸导管	自研 (AIS)	已获批	\	已获批（2022年5月）
3) Fluxcap 球囊导引导管	自研 (AIS)	已获批	\	已获批（2022年6月）
缺血性产品 - ICAD				
1) SacSpeed 球囊扩展导管	自研 (ICAD)	已获批	\	已获批（2020年8月）
2) Fastunnel 输送型球囊扩张导管 (前称 Neway 球囊微导管)	自研 (ICAD)	已获批	\	已获批（2022年5月）
3) NeuroStellar 颅内支架	自研 (ICAD)	已提交注册申请	\	2H25E
血管通路产品				
1) Jasper 弹簧圈分离控制盒	自研	已获批	\	已获批（2016年11月）
2) Presgo 微导丝	自研	已获批	已获批：CE、巴 西等	已获批（2017年2月）
3) Presgo 微导管	自研	已获批	已获批：巴西等	已获批（2017年8月）
4) Heraldier 导引导管（易必达）	自研	已获批	\	已获批（2019年5月）
5) Tethys 中间导引导管	自研	已获批	\	已获批（2020年10月）
6) Heraldier DA 远端通路导引导管	自研	已获批	\	已获批（2021年6月）
7) DCwire 微导丝	自研	已获批	\	已获批（2023年6月）
8) YonLeading 微导管	独家分销	已获批	\	已获批
9) 一次性导管鞘	独家分销	已获批	\	已获批

注：“\”代表暂未公布相关计划

资料来源：公司资料、浦银国际

图表 5: SPDBI 目标价: 沛嘉医疗 (9996.HK)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 6: SPDBI 医药行业覆盖公司

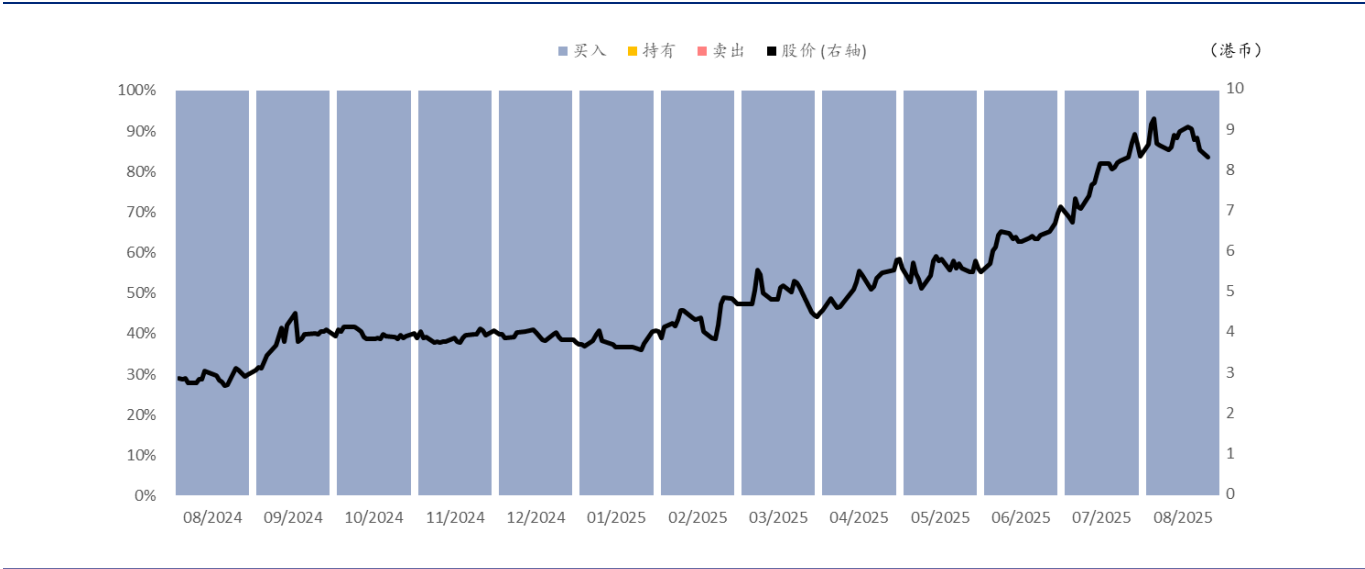
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	行业
6990.HK Equity	科伦博泰	469.8	买入	525.0	生物科技
13.HK Equity	和黄医药	25.2	买入	28.0	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	16.1	买入	18.0	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	27.1	买入	36.0	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	35.0	买入	46.0	生物科技
ONC US Equity	百济神州	313.7	买入	349.0	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	187.9	买入	211.0	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	255.0	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	70.7	买入	25.0	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	88.7	持有	29.0	生物科技
688331 CH Equity	荣昌生物	82.2	持有	40.0	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	18.0	买入	11.7	生物科技
688428 CH Equity	诺诚健华	29.6	持有	19.6	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	100.0	买入	95.0	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	3.9	买入	12.5	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	10.2	持有	4.25	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	169.5	买入	129.0	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	11.0	买入	13.6	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	71.3	买入	60.0	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	5.1	买入	22.5	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	80.1	持有	19.0	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	86.2	买入	105.0	生物科技
AAPG.US Equity	亚盛医药	47.9	买入	55.0	生物科技
2256.HK Equity	和誉	16.7	买入	5.6	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	12.4	买入	6.0	生物科技
600276 CH Equity	恒瑞医药	66.3	买入	80.0	制药
1276 HK Equity	恒瑞医药	78.0	买入	95.0	制药
1177 HK Equity	中国生物制药	8.4	买入	9.1	制药
2359 HK Equity	药明康德	106.6	买入	128.5	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	100.0	买入	113.5	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	23.0	买入	27.0	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	31.8	买入	39.0	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	33.3	持有	30.0	CRO/CDMO
2268 HK Equity	药明合联	57.9	买入	69.0	CRO/CDMO
300760 CH Equity	迈瑞医疗	245.5	买入	300.0	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	21.0	买入	15.1	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	4.4	买入	10.0	医疗器械
9996 HK Equity	沛嘉医疗	8.3	买入	9.6	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	15.0	买入	15.5	医疗器械
688351 CH Equity	微电生理	25.8	买入	27.9	医疗器械
2190 HK Equity	归创通桥	23.6	买入	30.0	医疗器械
688617 CH Equity	惠泰医疗	283.6	买入	454.0	医疗器械
688236 CH Equity	春立医疗	22.8	买入	17.0	医疗器械
1858 HK Equity	春立医疗	16.3	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	5.7	持有	4.7	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	19.2	持有	14.0	互联网医疗
6681 HK Equity	脑动极光	5.6	买入	7.5	数字疗法

注：数据截至 2025 年 8 月 25 日港股收盘；

资料来源：Bloomberg、浦银国际

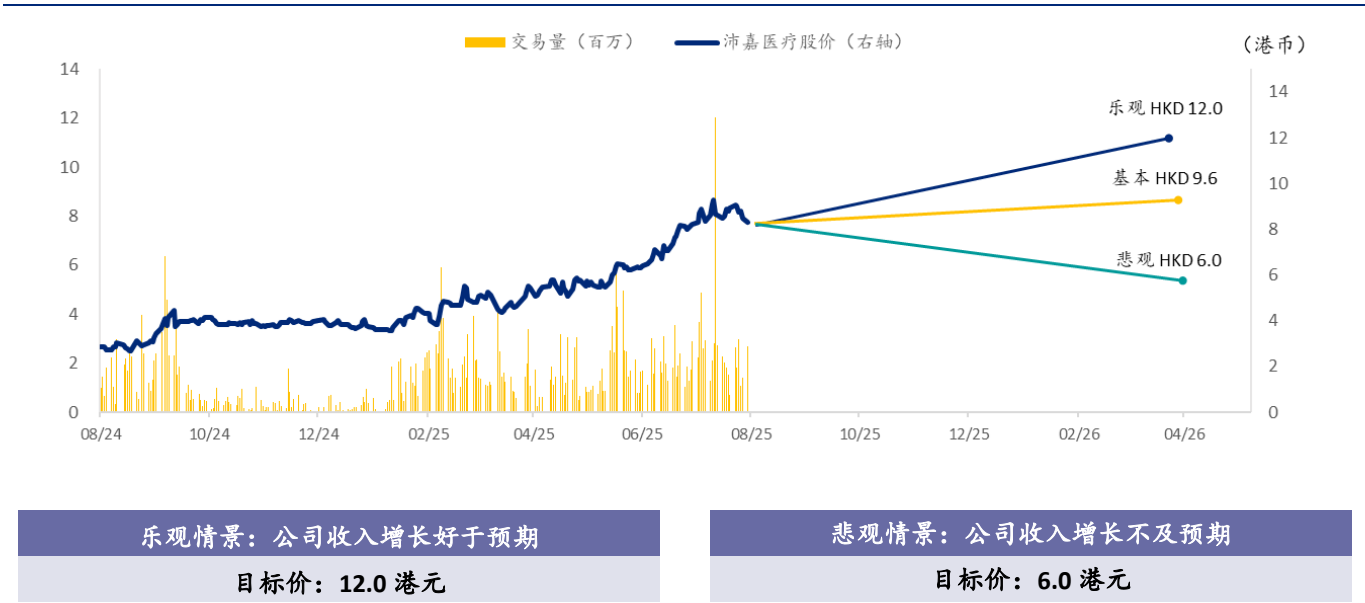
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 7：沛嘉医疗市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 8：沛嘉医疗 SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：12.0 港元

- TAVR 集采降价的降幅温和
- TAVR 及神经介入竞争较预期温和，产品降价幅度较预期小
- TAVR 及神经介入渗透率较预期提升快
- 海外市场拓展好于预期

悲观情景：公司收入增长不及预期

目标价：6.0 港元

- TAVR 集采降价的降幅较大
- TAVR 及神经介入竞争较预期激烈，产品降价幅度较预期大
- TAVR 及神经介入渗透率较预期提升慢
- 海外市场拓展差于预期

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

地址：香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

