

再鼎医药 (ZLAB.US/9688.HK): ZL-1310 生存期数据大致符合预期

公司近日常于 2025 AACR-NCI-EORTC 会议上以口头报告形式披露了 zocilurtatug pelitecan (Zoci, ZL-1310) 全球 1 期 ES-SCLC 更新数据。我们于本文分享了我们对于更新数据的解读。整体而言,我们认为 Zoci 有望凭借不错的疗效(尤其是优异的颅内疗效)、出色的安全性以及先发优势成为 SCLC 领域潜在重要疗法。

• **首次披露的基于 1 期单臂的 2L+ SCLC 生存期数据大致符合预期:**截至 2025 年 9 月 15 日,在 1 期单药剂量递增和剂量扩展阶段的共 6 个剂量组 (0.8/1.2/1.6/2.0/2.4/2.8mg/kg) 的 115 例患者中,102 例患者至少完成过一次基于实体瘤疗效评价标准 1.1 版 (RECIST v1.1) 的基线后肿瘤评估。(1) **Zoci 起效迅速**,治疗早期即出现缓解且确认的客观缓解中位时间为 6 周。(2) **缓解率数据依旧不错**。在所有剂量水平下,Zoci 在所有线数的 ES-SCLC 患者中展现出 50% ORR (n=102),其中在 2L 治疗亚组 (n=53) 显示出 60% ORR,其中 1.6mg/kg 剂量组 (n=19) 观察到的 ORR 为 68%;在基线伴有脑转移患者中 (n=32) ORR 为 66%,其中既往未接收过脑部放疗患者的 ORR 为 80% (8/10);在既往接受过 tarlatamab 治疗后进展的患者中,ORR 为 43% (3/7);在既往接受过 DLL3 靶向疗法的患者中,ORR 为 40% (4/10)。(3) **首次披露的基于 1 期单臂的生存期数据显示出全人群(所有剂量水平、所有治疗线次) 6.1 个月 mDOR, 5.4 个月 mPFS**。目前 1.2mg/kg、1.6mg/kg 剂量组正在持续入组患者,数据截止时间近半数缓解患者仍在继续治疗,预计 4Q25 完成患者入组。我们认为 5-6 个月的生存期数据与之前公司与市场沟通的预期大致相符。

• **更大样本量、更长随访时间下,安全性依旧极其出色:**在所有剂量组中,≥G3 TEAE 为 20%,STEAE 发生率为 7.8%。约 4.3% (5/115) 病人因治疗相关不良事件终止治疗,均发生于 ≥2mg/kg 剂量组。在 1.2mg/kg (n=27)、1.6mg/kg (n=45) 剂量组,≥G3 TEAE 分别为 0%、13.3%,严重治疗相关不良事件发生率为 0%、8.9%,在 72 例接受 1.2mg/kg 或 1.6mg/kg 剂量治疗的患者中,出现 2 例肺部炎症和间质性肺疾病(均为 1 级)。

• **我们认为 Zoci 有望凭借不错的疗效数据(尤其是优异的颅内疗效)、出色的安全性数据以及 1.5-2 年的领先时间在 SCLC 领域成为主要治疗药物之一。**根据我们的跨试验数据比较,Zoci 在 2L SCLC 60%-68% ORR 数据令人亮眼(远好于 tarlatamab [DLL3 双抗],好于 I-DXd [B7H3 ADC]),尤其是颅内 ORR 疗效居于第一梯队(与 SHR-4849 大致相当)具备同类最佳潜力,基于一期单臂的生存期数据与竞争药物相当,值得跟踪关注(DOR 数据略低于 tarlatamab 但好于 I-DXd, mPFS 数据好于 tarlatamab 和 I-DXd)。此外,对比其他多款目前已披露 2L+ SCLC ADC 药物及 Tarlatamab, Zoci 具备潜在最佳的安全耐受性,无论是从 3 级以上不良反应、严重不良反应、停药比例、还是 ILD 比例而言,尤其是其 1.6mg/kg 剂量组(大概率是全球注册临床的剂量)安全性极为出色。

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 10 月 27 日

再鼎医药 (ZLAB.US)

目标价 (美元)	46.0
潜在升幅/降幅	+75%
目前股价 (美元)	26.3
52 周内股价区间 (美元)	23.8-44.3
总市值 (百万美元)	2,942
近 3 月日均成交额 (百万美元)	22

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

再鼎医药 (9688.HK)

目标价 (港元)	36.0
潜在升幅/降幅	+74%
目前股价 (港元)	20.7
52 周内股价区间 (港元)	18.4-35.5
总市值 (百万港元)	23,180
近 3 月日均成交额 (百万港元)	398

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: 股价截至 2025 年 10 月 27 日港股收盘



基于 Zoci 目前已经开展 2L+ SCLC 全球注册三期临床，我们认为 1.5-2 年的领先时间，叠加上述疗效安全性优势，将有助于 Zoci 占据相当的市场份额。

• **2026 年有望迎来多个 Zoci 相关数据读出催化剂，其中 2L+ SCLC 1 期颅内疗效更新数据、1L SCLC 联用 1 期数据、NEC 1 期数据读出值得关注。** (1) 2L+ SCLC: Zoci 单用疗法（与研究者选择药物作对照）用于 2L+ SCLC 的全球注册三期即将开展 (Zoci vs. 研究者选择疗法, N=665)，颅内疗效更新数据有望在 1H26 读出。(2) 1L SCLC: 目前 Zoci + PD-L1 ± chemo 用于 1L SCLC 的联用疗法，正在进行 1 期剂量拓展，有望于 1H26 读出 1 期数据。双药或三药联用疗法的全球注册临床试验及更多联用疗法组合的 1 期试验有望于 2026 年开启。(3) NEC: 1 期数据有望于 1H26 读出，具备注册潜力的队列有望于 2026 年开启。(4) 更多其他适应症的 1 期试验亦有望于 2026 年开启。

• **投资风险：**艾加莫德销售不及预期、ZL-1310 数据不及预期或出海进度不及预期、晚期研发管线药物获批延误或后续商业化不及预期、运营费用控制不及预期。

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	529	763	1,197
同比变动 (%)	24.0%	49.6%	32.7%	44.2%	56.9%
归母净利润/(亏损)	(335)	(257)	(117)	16	142
PS (x)	9.6	6.6	5.0	3.4	2.2

E=浦银国际预测；资料来源：公司报告、浦银国际

图表 2：治疗 2L+ SCLC 药物临床数据对比

公司	再鼎	安进	默克	恒瑞	默克/第一三共	GSK/翰森	宜联生物	映恩	百利天恒
药物	ZL-1310	Tarlatamab	MK-6070 /HPN328	SHR-4849 / IDE849	I-DXd	HS-20093 / GSK5764227	YL201	DB-1311 /BNT324	BL-B01D1
作用机制	DLL3 ADC	DLL3/TCE	DLL3/TCE	DLL3 ADC	B7H3 ADC	B7H3 ADC	B7H3 ADC	B7H3 ADC	EGFR/HER3 双抗
剂量	0.8 mg/kg 1.2 mg/kg 1.6 mg/kg 2.0 mg/kg 2.4 mg/kg 2.8 mg/kg	10mg Q2W	12, 24mg Q2W, Q1W	0.8-4.2 mg/kg Q3W	12mg/kg Q3W	8mg, 10mg/kg Q3W	2, 2.4 mg/kg Q3W	3-12mg/kg Q3W (6/9 mg/kg in Ph2)	2.0, 2.5 mg/kg D1D8 Q3W, 4.5, 5.0 mg/kg D1 Q3W; 最终选择 2.5mg/kg Q3W 作为剂量拓展阶段治疗方案
试验	国际 1 期剂量爬坡&拓展	国际 3 期 DeLLphi-304	国际 1 期剂量扩展	中国 1 期剂量拓展	国际 2 期 IDEate-Lung01	中国 1 期剂量爬升&扩展	国际 1 期剂量爬坡&扩展	国际 1/2a 期 DB-1311-O-1001	中国 1 期剂量爬坡
适应症	2L+ SCLC	2L SCLC	2L+ SCLC	2L+ SCLC	2L+ SCLC	2L+ SCLC	2L+ SCLC	2L+ SCLC	2L+ SCLC
截止日期	2025 年 9 月 15 日	2025 年 1 月 9 日	2024 年 6 月 3 日	2025 年 6 月 20 日	2025 年 3 月 3 日	2024 年 6 月 30 日	2024 年 8 月 9 日	2024 年 9 月 27 日	2024 年 12 月 5 日
基线数据									
N	115	254 VS. 255	52	87	137	31 (8mg 亚组)	79 (ES-SCLC 亚组)	76	58
年龄 (中位数)	65	64 vs. 66						59DB	
ECOG 1 (%)	70%	67% vs. 68%						89.50%	
女性 (%)	42%	28% vs. 34%							
脑转移比例	32%	44% vs. 45%	54%			19%	33%	26.30%	
此前接受过 PD-(L)1 治疗比例	90%	71% vs. 71%	94%	72%	81%	73%	95%	78.0%	84.6%
此前接受过 DLL3 bsAb 治疗比例	7%								
此前治疗线数	1L: 55.7% 2+L: 43.5%			1L: 52% 2L: 33% ≥3L: 15%	2L: 23.4% ≥3L: 76.6%	中位治疗线数: 2	1L: 70% 2L: 17% ≥3L: 14%	中位治疗线数: 2 (1-6)	2.5mg/kg (n=52)剂量组: 1L: 42.3% 2L: 21.2% ≥3L: 36.5%
疗效									
N	102	254 vs. 255	50	71	137	31 (8mg)	72	73	58
ORR	整体 (所有线数, n=102): 50% ORR, 47% cORR • 2L SCLC (n=53): 60% ORR, 55% cORR (@1.6mg/kg [n=19]: 68% ORR) 脑转移患者 (n=32): 66% ORR (对于之前未有颅内清除的患者 [n=10], 80% ORR)	35% vs. 20%	28% 脑转移患者 (n=28): 36% 无脑转移患者 (n=22): 18%	73.2% ORR, 47.9% cORR 2L SCLC (n=35): 77.1% ORR, 60.0% cORR 2L SCLC @ 2.4mg/kg (n=10): 80% ORR, 70% cORR 脑转移患者 (n=18) @ ≥ 2.4mg/kg: 66.7% cORR	cORR: 48.2% 2L (n=32): 56.3% cORR 3L+ (n=105): 45.7% 脑转移患者 (n=65): 46.2% 颅内 cORR (其中, 之前未接受过脑部放疗的脑转移患者 [n=26]: 57.7% 颅内 cORR)	61.3% 之前接收过 IO+铂类化疗治疗但未接收过 TOP1i 治疗: 75% ORR	68.1% ≥2.0mg/kg 剂量组: 70% 脑转移患者: 52.2% cORR: 31.5% (23/73) No prior IO: 57.9% IO treated: 55.6% Prior IO + no prior TOP1i: 46.7% (6mg), 70.4% (9mg)	56.2% uORR 6mg/kg: 54.5% uORR 9mg/kg: 58.8% uORR cORR: 31.5% (23/73) No prior IO: 57.9% IO treated: 55.6% Prior IO + no prior TOP1i: 46.7% (6mg), 70.4% (9mg)	整体 (n=58): 55.2% ORR, 44.8% cORR <u>2.5mg/kg (n=52):</u> <u>59.6% ORR, 48.1% cORR</u> • 2L (n=22): 77.3% ORR, 72.7% 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



				脑转移患者 (n=6) @ 2.4mg/kg: 83.3% cORR					
DCR	整体 (所有线数, n=102): 88% DCR • 2L SCLC (n=53): 90% DCR (@1.6mg/kg [n=19]: 94% DCR) 脑转移患者 (n=32): 94% DCR	/	58% 脑转移患者 (n=28): 64.3% 无脑转移患者 (n=22): 50%	DCR: 93.0% 2L SCLC (n=35): 97.1% 2L SCLC @ 2.4mg/kg (n=10): 100% 脑转移患者 (n=18) @ ≥ 2.4mg/kg: 100% DCR 脑转移患者 (n=6) @ 2.4mg/kg: 100% DCR	87.6% 2L (n=32): 96.9% 3L+ (n=105): 84.8%	80.6%	SCLC: 89.0% (overall) 6mg: 87.9% 9mg: 91.2%	整体 (n=58): 81% DCR <u>2.5mg/kg (n=52): 80.8% DCR</u> • 2L (n=22): 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)	6.1 (所有线数)	6.9 vs. 5.5			5.3 2L (n=32): 7.2 3L+ (n=105): 4.3	6.4	5.7	整体 (n=58): 4.6 <u>2.5mg/kg (n=52): 4.9</u> • 2L (n=22): 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)	5.4 (所有线数)	4.2 vs. 3.7 (HR=0.71, P=0.002)		6.7 (n=86) 2L (n=42): NR	4.9 2L (n=32): 5.6	5.9	6.2 ≥2.0mg/kg 剂量组: 6.2 脑转移患者: 5.3	整体 (n=58): 4.0 <u>2.5mg/kg (n=52): 4.1</u> • 2L (n=22): 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)			10.3 2L (n=32): 12.0	9.8		整体 (n=58): 12.0 <u>2.5mg/kg (n=52): 12.2</u> • 2L (n=22): 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									
N	115		52	100 (87 SCLC, 13 NEC)		31 (8mg)	312 (所有肿瘤)	6mg n=105 9mg n=158	58/52 (2.5mg/kg Q3W)

不良事件类型: TRAE/TEAE	TEAE	TRAE	TRAE	TRAE	TRAE	TRAE	TRAE	TRAE
≥3 级不良反应	整体 (n=115): 20%	27% vs. 62%	25.0%	48.0%	36.5%	51%	6mg: 23.8% 9mg: 51.9%	74.1% / 75%
	1.2mg/kg 队列(n=27): 0%							
	1.6mg/kg 队列 (n=45): 13.3%							
严重不良反应	整体 (n=115): 7.8%	28% vs. 31%		16.0%		28%		46.6% / 50%
	1.2mg/kg 队列(n=27): 0%							
	1.6mg/kg 队列 (n=45): 8.9%							
因不良反应 导致停药	整体 (n=115): 4.3%	3% vs. 6%	5.8%	2.0%		4%		12.1% / 13.5%
	1.2mg/kg 队列(n=27): 0%							
	1.6mg/kg 队列 (n=45): 0%							
因 AE/TRAE/TE AE 导致的死 亡	整体 (n=115): 0.9%	0.4% vs. 2%	3.8%	0.0%				3.4% / 3.8%
	1.2mg/kg 队列(n=27): 0%							
	1.6mg/kg 队列 (n=45): 0%							
间质性肺炎 (ILD) 比例	1.2mg/kg+1. 6mg/kg 队 列(n=72): 2.8% (均为 1 级)				12.4%	1%		0% / 0%
≥3 级 ILD	0%				4.4%			0% / 0%
≥3 级 CRS			1.9%					
≥3 级 ICANS			0.0%					

资料来源：公司报告、浦银国际

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	529	763	1,197
销售成本	(96)	(148)	(207)	(288)	(442)
毛利润	171	251	322	475	755
研发费用 (含首付款、里程碑款)	(266)	(235)	(209)	(214)	(245)
销售及管理费用	(282)	(299)	(280)	(293)	(361)
其他	-	-	-	-	-
经营利润/(亏损)	(377)	(282)	(166)	(32)	149
利息收入, 净额	40	35	29	21	18
其他收入, 净额	2	(10)	20	30	-
除所得税前利润/(亏损)	(335)	(257)	(117)	19	167
所得税开支	-	-	-	(3)	(25)
分占权益法投资亏损	-	-	-	-	-
归母净利润/(亏损)	(335)	(257)	(117)	16	142

资产负债表

百万美元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	790	550	357	283	299
应收账款	65	89	103	149	212
存货	45	40	83	99	134
其他流动资产	39	372	380	390	402
流动资产总值	940	1,050	923	921	1,047
物业、厂房及设备, 净额	54	48	62	80	105
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	149	168	193
应付账款	113	101	104	104	113
其他	90	67	67	67	67
流动负债总值	203	299	302	303	311
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)
额外实收资本	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)	(2,570)	(2,554)	(2,412)
权益总额	796	841	724	740	882

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

百万美元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润/(亏损)	(335)	(257)	(117)	16	142
折旧	9	12	10	12	16
摊销	1	1	-	-	-
其他	24	1	-	-	-
营运资本变动	17	(47)	(62)	(71)	(102)
应收账款	(20)	(27)	(13)	(46)	(63)
预付账款及其他流动资产变动	12	(19)	(8)	(10)	(12)
存货	(15)	4	(43)	(16)	(36)
应付账款	37	(2)	3	1	8
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)	(170)	(43)	57
购买物业及设备	(7)	(6)	(24)	(31)	(41)
购买短期投资	(134)	(330)	-	-	-
其他	130	(40)	-	-	-
投资活动现金净额	(11)	(375)	(24)	(31)	(41)
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)	(193)	(73)	16
非流动受限现金	-	-	-	-	-
期初现金	1,009	791	550	357	283
期末现金	791	550	357	283	299

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)	(0.12)	0.16	1.44
每股净资产	0.82	0.85	0.73	0.75	0.89
每股销售额	0.28	0.40	0.53	0.77	1.21
同比变动 (%)					
收入	24.0%	49.6%	32.7%	44.2%	56.9%
归母净利润	NM	NM	NM	NM	781%
费用率 (%)					
研发费用/收入	99.7%	58.8%	39.5%	28.0%	20.5%
销售费用/收入	105.6%	74.9%	52.8%	38.4%	30.1%
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%	60.9%	62.2%	63.1%
归母净利率	-125.5%	-64.4%	-22.1%	2.1%	11.9%
回报率 (%)					
平均股本回报率	-48.9%	-35.2%	-25.9%	-6.8%	9.0%
平均资产回报率	-42.1%	-31.0%	-22.4%	-5.9%	8.0%
财务杠杆					
流动比率 (x)	10.4	15.7	13.8	13.8	15.7
速动比率 (x)	9.9	15.1	12.6	12.3	13.7
现金比率 (x)	8.8	8.2	5.3	4.2	4.5
估值					
市盈率 (x)	NM	NM	NM	16.3	1.8
市净率 (x)	3.2	3.1	3.6	3.5	3.0
市销率 (x)	9.6	6.6	5.0	3.4	2.2

图表 3：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 4：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 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	429.6	买入	525.0	生物科技
13.HK Equity	和黄医药	23.4	买入	28.0	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	14.8	买入	18.0	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	20.7	买入	36.0	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	26.3	买入	46.0	生物科技
ONC US Equity	百济神州	310.8	买入	349.0	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	188.2	买入	211.0	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	288.2	买入	276.0	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	5.0	买入	5.4	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	49.7	买入	25.0	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	89.0	持有	65.0	生物科技
688331 CH Equity	荣昌生物	93.8	持有	85.0	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	13.9	买入	21.0	生物科技
688428 CH Equity	诺诚健华	23.0	买入	34.0	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	86.1	买入	95.0	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	3.1	买入	12.5	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	6.5	持有	4.25	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	115.6	买入	174.0	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	11.9	买入	13.6	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	58.2	买入	77.0	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	69.9	持有	19.0	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	67.7	买入	105.0	生物科技
AAPG.US Equity	亚盛医药	35.5	买入	55.0	生物科技
2256.HK Equity	和誉	14.9	买入	5.6	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	13.2	买入	6.0	生物科技
600276 CH Equity	恒瑞医药	67.0	买入	80.0	制药
1276 HK Equity	恒瑞医药	79.8	买入	95.0	制药
1177 HK Equity	中国生物制药	7.1	买入	9.1	制药
2359 HK Equity	药明康德	115.0	买入	134.5	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	106.6	买入	124.4	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	25.3	买入	27.0	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	32.3	买入	39.0	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	37.3	持有	30.0	CRO/CDMO
2268 HK Equity	药明合联	73.5	买入	69.0	CRO/CDMO
300760 CH Equity	迈瑞医疗	223.3	买入	300.0	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	27.8	持有	23.7	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	2.9	买入	10.0	医疗器械
9996 HK Equity	沛嘉医疗	6.0	买入	9.6	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	12.0	买入	15.5	医疗器械
688351 CH Equity	微电生理	23.0	买入	29.0	医疗器械
2190 HK Equity	归创通桥	24.1	买入	30.0	医疗器械
688617 CH Equity	惠泰医疗	280.5	买入	454.0	医疗器械
688236 CH Equity	春立医疗	26.3	买入	27.2	医疗器械
1858 HK Equity	春立医疗	17.2	买入	20.0	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	1.1	买入	10.5	ICL
241 HK Equity	阿里健康	6.1	持有	4.7	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	14.7	持有	14.0	互联网医疗
6681 HK Equity	脑动极光	7.7	买入	7.5	数字疗法

注：数据截至 2025 年 10 月 27 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

张帆

vane_zhang@spdbi.com
(852) 2808 6467

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

