



康龙化成 (3759.HK、300759.CH) : 下调 2023-24E 盈利预测和目标价

我们下调了 2023-24E 收入和经调整利润预测；同时考虑到生物医药行业融资环境尚存不确定性、公司海外 CGT 业务尚需时间达到盈亏平衡及主要股东持续减持风险，我们下调了公司 A 股/港股目标价至 55 元人民币/46 港元，并分别维持“持有”/“买入”评级。

2022 年收入和 non-IFRS 经调整净利同比增长 38%/25% 至 103 亿/18 亿，位于此前业绩预告区间的中上端。主营业务毛利率提升 0.7pct 至 36.7%，与我们的预期完全一致。管理层预计今年收入增长 20-30%，而净利润增速或将更快，根据 FY22 业绩和管理层最新指引，我们维持 2023-24E 营业收入预测基本不变，下调综合毛利率 0.2pct（主要考虑到新产能利用率仍需时间爬坡，下调 CMC 板块毛利率）、上调管理费用率 0.6pct。最终 2023/24E 经调整 non-IFRS 归母净利润预测分别下降 4.1%/6.5% 至 22.8 亿/30.4 亿。

主要股东再计划减持，下调目标价：公司实控人及其一致行动人宣布，拟于 4 月 28 日至 9 月 28 日间减持不超过 2.1% 股份（目前持股 21.3%），主要股东信中康成及其一致行动人信中龙成计划拟减持不超过 6% 的股份（目前持股 17.6%），用于满足自身资金需求。此次为 2022 年以来公司实控人及其一致行动人第二次、信中康成及其一致行动人第三次计划减持，我们认为后续减持风险仍不能完全排除。因此，我们将公司 A 股目标 2023E PEG 从 1.2 下调至 1.0x（与 A 股行业平均基本一致），并基于历史平均 H/A 折价对港股进行估值。下调 A 股/港股目标价至 55 元人民币/46 港元，并分别维持“持有”/“买入”评级。对应 29x/21x 2023E PE，低于各自过去三年均值约 1.1 个标准差。

投资风险：项目订单增长慢于预期、行业竞争加剧、投资收益波动。

图表 1：盈利预测变动

人民币百万	2023E			2024E			2025E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	13,260	13,272	-0.1%	16,755	16,766	-0.1%	21,176	-	-
毛利润	4,948	4,973	-0.5%	6,342	6,372	-0.5%	8,026	-	-
毛利率	37.3%	37.5%	-0.2pcts	37.8%	38.0%	-0.2pcts	37.9%	-	-
经调整归母净亏损	2,279	2,376	-4.1%	3,037	3,250	-6.5%	3,922	-	-
净利率	17.2%	17.9%	-0.7pcts	18.1%	19.4%	-1.3pcts	18.5%	-	-

E=浦银国际预测

资料来源：公司报告、浦银国际

丁政宁

医疗分析师
ethan_ding@spdbi.com
(852) 2808 6442

胡泽宇 CFA

助理分析师
ryan_hu@spdbi.com
(852) 2808 6446

2023 年 4 月 3 日

康龙化成 (3759.HK)

买入

目标价 (港元)	46.00
潜在升幅/降幅	+40%
目前股价 (港元)	32.95
52 周内股价区间 (港元)	25.85-91.95
总市值 (百万港元)	62,011
近 3 月日均成交额 (百万港元)	120

注：截至 2023 年 3 月 31 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

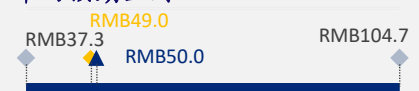
康龙化成 (300759.CH)

持有

目标价 (人民币)	55.00
潜在升幅/降幅	+12%
目前股价 (人民币)	48.97
52 周股价区间 (人民币)	46.39-114.14
总市值 (百万人民币)	54,289
近 3 月日均成交额 (百万人民币)	948

注：截至 2023 年 3 月 31 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

图表 2: 康龙化成港股 (3759.HK) PE Band



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 3: 康龙化成 A 股 (300759.CH) PE Band



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 4: CXO 企业估值表

代码	公司名称	股价 (当地货币)	市值 (美元)	过去 1 个月股 价变动 (%)	年初至 今股价 变动 (%)	12 个月滚动远 期市盈率 (x)		市盈率 (x)			2023-25E 净利润 CAGR	PEG (x)
						现值	3 年均 值	2023E	2024E	2025E		
港股												
2359 HK	药明康德	82.20	33,878	(6.6)	(39.1)	18.2	54.0	19.6	14.9	11.8	29.0%	0.7
2269 HK	药明生物	48.60	26,180	(16.6)	(47.5)	27.7	82.8	30.0	22.5	17.2	33.0%	0.9
3759 HK	康龙化成	32.95	7,898	(27.0)	(58.9)	14.0	45.5	15.1	11.4	9.6	31.2%	0.5
3347 HK	泰格医药	73.70	11,590	(17.9)	(25.6)	20.4	43.6	21.3	18.3	11.6	18.9%	1.1
6821 HK	凯莱英	98.65	6,987	(8.7)	(56.8)	12.4	15.6	11.6	10.8	9.6	16.1%	0.7
1548 HK	金斯瑞	16.80	4,529	(26.2)	(51.3)	NA	NA	NA	NA	12.2	NA	NA
6127 HK	昭衍新药	30.55	3,764	(13.7)	(34.9)	14.2	31.9	14.9	12.5	9.7	20.2%	0.7
1873 HK	维亚生物	1.49	367	(10.2)	(68.4)	NA	19.6	NA	NA	NA	NA	NA
1521 HK	方达控股	2.37	621	(9.2)	(40.0)	15.5	33.3	16.8	12.6	9.4	36.1%	0.5
市值加权平均						19.2	53.4	20.5	15.9	12.8		0.7
A 股												
603259 CH	药明康德	79.50	33,878	(3.8)	(1.9)	20.1	57.7	21.6	16.5	13.0	29.0%	0.7
300759 CH	康龙化成	48.97	7,898	(18.1)	(28.0)	23.7	59.5	25.6	19.2	16.2	31.2%	0.8
300347 CH	泰格医药	95.71	11,590	(17.1)	(8.7)	28.1	50.7	30.0	23.6	20.7	18.9%	1.6
002821 CH	凯莱英	133.33	6,987	(6.9)	(9.9)	17.5	51.5	17.8	16.7	14.7	16.1%	1.1
603127 CH	昭衍新药	52.36	3,764	(10.9)	(10.4)	25.3	62.6	27.0	21.3	18.9	20.2%	1.3
300363 CH	博腾股份	37.09	2,946	(17.1)	(9.2)	16.1	49.1	16.6	14.9	14.1	8.6%	1.9
688202 CH	美迪西	156.04	1,975	(17.5)	(27.0)	22.0	59.3	24.5	16.9	NA	NA	NA
300725 CH	药石科技	70.56	2,050	(5.4)	(12.3)	25.4	57.2	27.7	20.1	15.7	32.7%	0.8
603456 CH	九洲药业	33.28	4,355	(15.5)	(21.6)	19.9	43.4	21.6	16.2	5.7	94.3%	0.2
市值加权平均						21.7	55.4	23.3	18.2	14.3		0.9
海外												
207940 KS	Samsung Biologics	788,000.00	42,995	1.9	(4.0)	71.0	97.6	74.2	62.7	42.0	25.1%	3.0
LONN SW	Lonza	541.00	44,006	(3.5)	19.4	32.4	37.7	34.6	27.2	23.1	21.9%	1.6
CTLT US	Catalant	64.67	11,646	(5.2)	43.7	18.9	29.6	20.5	18.5	15.8	13.7%	1.5
市值加权平均						47.6	62.9	50.2	41.7	30.5		2.2

*药明康德、药明生物及康龙化成数据基于 SPDBI 预测，其余 E=Bloomberg 一致预期；

资料来源：Bloomberg、浦银国际；数据截至 2023 年 3 月 31 日

图表 5: 浦银国际目标价: 康龙化成港股 (3759.HK)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 6: 浦银国际目标价: 康龙化成 A 股 (300759.CH)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

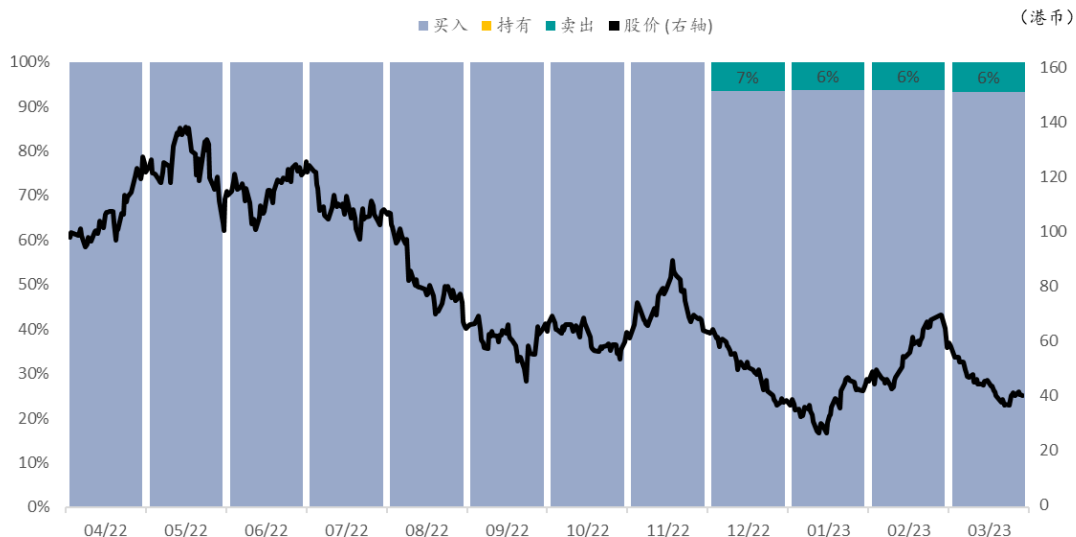
图表 7: SPDBI 医疗行业覆盖公司

股票代码	公司	现价(LC)	评级	目标价(LC)	评级/目标价/预测发布日期	行业
2359 HK Equity	药明康德	82.2	买入	122.0	2023年3月21日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	79.5	买入	123.0	2023年3月21日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	33.0	买入	46.0	2023年4月3日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	49.0	持有	55.0	2023年4月3日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	48.6	买入	86.0	2023年3月23日	CRO/CDMO
241 HK Equity	阿里健康	5.7	持有	4.3	2022年5月26日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	19.9	持有	20.0	2023年3月15日	互联网医疗
1952 HK Equity	云顶新耀	15.4	买入	28.0	2023年1月9日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	41.9	买入	58.0	2023年3月30日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	26.1	买入	51.5	2023年3月13日	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	33.7	买入	66.0	2023年3月13日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	3.9	买入	12.5	2023年3月28日	生物科技
BGNE US Equity	百济神州	218.2	买入	305.0	2023年3月6日	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	129.4	买入	183.0	2023年3月6日	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	130.8	买入	182.0	2023年3月6日	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	35.2	买入	51.5	2023年3月29日	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	40.4	买入	65.0	2023年3月16日	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	3.5	买入	22.5	2022年7月27日	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	8.4	买入	15.0	2023年3月29日	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	13.2	买入	13.6	2022年12月16日	生物科技
13.HK Equity	和黄医药	20.7	买入	44.0	2023年3月1日	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	13.4	买入	28.2	2023年3月1日	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	58.0	买入	79.0	2023年3月20日	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	11.3	持有	19.0	2022年7月27日	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	3.6	持有	4.25	2023年3月17日	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	22.4	买入	28.1	2022年7月27日	生物科技
2256.HK Equity	和誉	3.0	买入	5.6	2022年7月27日	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	2.1	买入	6.0	2022年7月27日	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	2.9	买入	9.5	2022年7月27日	生物科技
6998.HK Equity	嘉和生物	2.7	买入	6.1	2022年7月27日	生物科技
1177 HK Equity	中国生物制药	4.4	买入	6.15	2022年11月7日	制药
2325 HK Equity	云康集团	14.0	买入	23.8	2022年11月7日	ICL
300760 CH Equity	迈瑞医疗	311.7	买入	420.0	2022年10月31日	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	28.3	买入	45.0	2023年1月12日	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	10.8	买入	20.5	2023年1月12日	医疗器械
9996 HK Equity	沛嘉医疗	9.8	买入	14.0	2023年1月30日	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	2.3	买入	4.0	2023年3月1日	医疗器械

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至 2023 年 3 月 31 日收盘价

SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 8: 康龙化成港股 (3759.HK) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 9: 康龙化成港股 (3759.HK) SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司增长好于预期

目标价: 53.0 港元

概率: 30%

- 项目订单需求强劲, 收入增速未来 3 年维持在 45-50%;
- 毛利率提升超预期, 未来 3 年均维持高于 40% 水平;
- 投资收益跟随整体权益市场估值由较大提升。

悲观情景: 公司增长不及预期

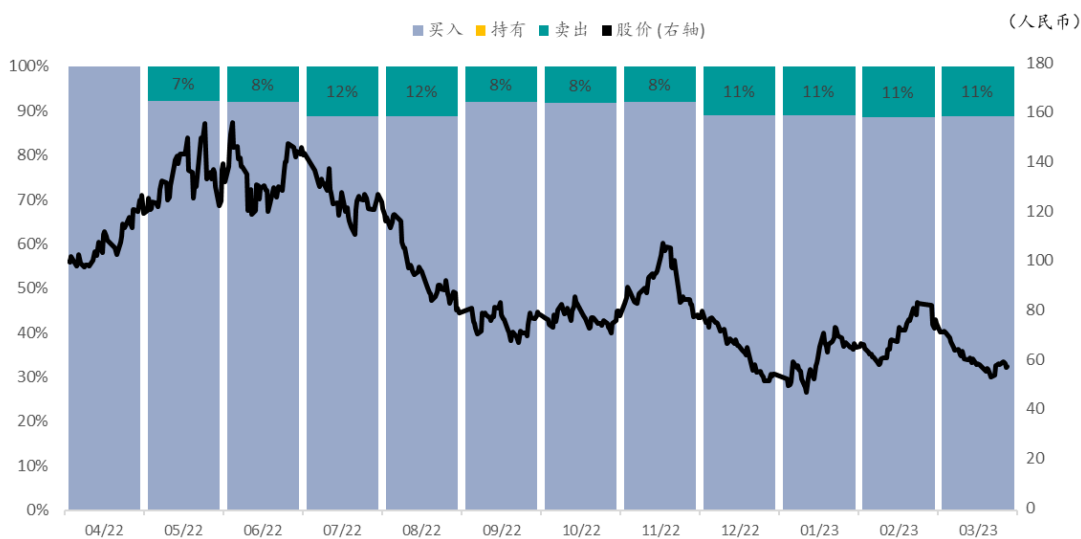
目标价: 25.0 港元

概率: 20%

- 项目订单需求疲软, 收入增速未来 3 年维持在 15-20%;
- 毛利率未来 3 年均维持在 30-35% 左右;
- 权益投资项目价值维持平稳。

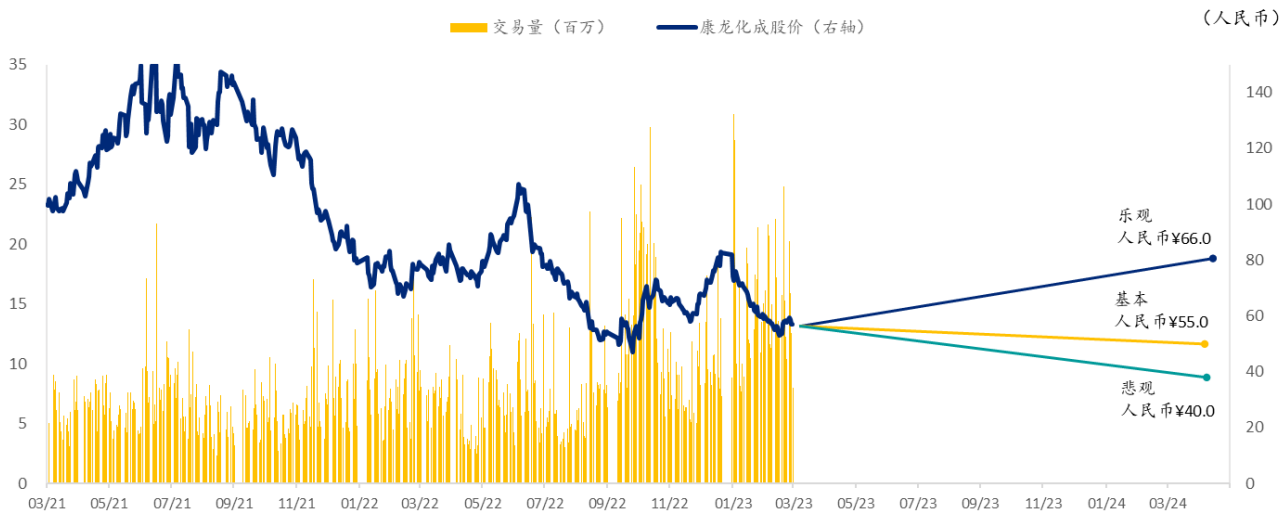
资料来源: 浦银国际

图表 10: 康龙化成 A 股 (300759.CH) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 11: 康龙化成 A 股 (300759.CH) SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司增长好于预期

目标价: 66.0 人民币

概率: 30%

- 项目订单需求强劲, 收入增速未来 3 年维持在 45-50%;
- 毛利率提升超预期, 未来 3 年均维持高于 40% 水平;
- 投资收益跟随整体权益市场估值由较大提升。

悲观情景: 公司增长不及预期

目标价: 40.0 人民币

概率: 20%

- 项目订单需求疲软, 收入增速未来 3 年维持在 15-20%;
- 毛利率未来 3 年均维持在 30-35% 左右;
- 权益投资项目价值维持平稳。

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附属公司、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) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 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

周文硕

tallan_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

浦银国际证券财富管理团队

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

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

