



## 云康集团 (2325.HK)：新冠应收稳步回款，短期业绩受新冠出清扰动，长期仍具潜力

1H23 收入与净利因新冠检测需求出清同比下滑，我们认为 ICL 具备成本与效率优势，短期业绩扰动不改长期增长潜力，新冠疫情一定程度上加快了 ICL 渗透率的提升。此外，公司新冠应收多集中于大湾区和上海等财政更宽松区域，应收减值风险相对可控。维持“买入”评级，目标价 17.2 港元。

• **1H23 业绩：收入同比-65%至人民币 4.8 亿元**，其中核心非新冠检测收入+28%。按业务类型看，诊断外包/为医联体提供的检测服务/为非医疗机构提供的检测服务收入同比-63%/-70%/-48%；按检测项目看，此前用于新冠检测的共建实验室逐步改作传染病检测，我们预计 1H23 公司感染检测收入（剔除新冠）同比+>30%。此外血液与病理检测收入增长均同比+>20%。**毛利率同比-9.1pcts 至 38.1%**。毛利率下降主要由于检测量下降导致规模效应降低，公司 1H23 启动降本增效专项计划，预计未来毛利率会在 1H23 的基础上逐步上升。**归母净利润同比-79%至人民币 4872 万元**。

• **新冠应收款项多集中于发达地区，整体风险可控**。1H23 末公司应收账款 19.4 亿元，当期回款 9.7 亿元。国务院 7 月发布《关于促进民营经济发展壮大的意见》，要求各地完善拖欠账款预防和清理机制，各地正研究出台落地政策。由于公司应收账款主要集中在大湾区、上海等财政相对宽裕地区，预计应收减值风险相对可控。

• **2023E 整体业绩将受新冠出清扰动，但核心业务将维持稳健增长**。因新冠检测需求出清，ICL 公司年内收入及净利均有所承压（金城 1H23 收入/扣非净利：-48%/-83%；迪安收入/扣非净利：-36%/-82%），但考虑到 ICL 具备的成本与运营优势，长期渗透率提升空间仍充足。对云康而言，西南和华中地区公司市占率相对较低，后续可通过增加医院覆盖及院内科室与检测项目拓宽获得增长空间，而对于市占率更高的华南地区则将主要拓展临床科室覆盖深度以获得增长空间，短期看我们预计公司核心非新冠业务 2022-25E 收入 CAGR 30%。

• **维持“买入”评级，目标价 17.2 港元**。由于新冠检测出清速度较我们此前预期更快，我们基于 1H23 调整财务预测，预计 2023-25E 公司收入人民币 9.9 亿/12.7 亿/16.3 亿元，归母净利润 7659 万/1.2 亿/1.7 亿元，采用 DCF 对公司估值（WACC 11.0%、永续增长率 2.0%），目标价 17.2 港元。

• **投资风险：政策风险、ICL 竞争格局加剧**。

图表 1：盈利预测和财务指标

人民币百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,697	3,756	987	1,269	1,634
同比变动 (%)	41.4%	121.4%	-73.7%	28.5%	28.8%
归母净利润	381	377	77	120	168
PE (X)	NM	17.6	94.2	60.1	43.1

E=浦银国际预测 资料来源：公司报告、浦银国际

胡泽宇, CFA

医疗分析师

ryan\_hu@spdbi.com

(852) 2808 6446

2023 年 9 月 6 日

### 评级

**买入**

目标价 (港元)	17.20
潜在升幅/降幅	+37%
目前股价 (港元)	12.54
52 周内股价区间 (港元)	11.8-16.9
总市值 (百万港元)	7,790
近 3 月日均成交额 (百万)	4

注：数据截至 2023 年 9 月 5 日

### 市场预期区间

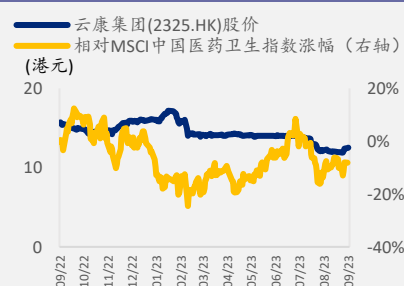


▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

注：数据截至 2023 年 9 月 5 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

### 股价表现



注：数据截至 2023 年 9 月 5 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

## 财务报表分析与预测 - 云康集团

### 利润表

(人民币千元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>收益</b>	<b>1,696,740</b>	<b>3,756,201</b>	<b>987,422</b>	<b>1,268,695</b>	<b>1,633,515</b>
收益成本	-797,603	-2,448,471	-602,327	-775,172	-999,711
<b>毛利润</b>	<b>899,137</b>	<b>1,307,730</b>	<b>385,095</b>	<b>493,522</b>	<b>633,804</b>
销售开支	-273,304	-312,005	-182,673	-190,304	-245,027
行政开支	-152,078	-386,673	-162,925	-164,930	-207,456
- 研发费用	-43,943	0	0	0	0
金融资产减值亏损净额	-23,073	-187,620	-9,874	0	0
其他收入	7,869	20,047	12,836	6,343	8,168
其他亏损&费用	-1,121	-185	45,000	0	0
按公允价值计入损益的金融资产的公允价值变动	264	17,257	35,000	20,000	20,000
财务成本-净额	-6,474	-15,127	-34,120	-26,115	-16,258
租赁负债利息	-1,668	-4,181	-2,726	-2,648	-2,701
以权益法列账的应占联营公司净亏损	0	0	0	0	0
<b>除税前利润</b>	<b>451,220</b>	<b>443,424</b>	<b>88,339</b>	<b>138,516</b>	<b>193,229</b>
所得税	-78,722	-69,475	-13,251	-20,777	-28,984
少数股东净亏损	961	-3,360	-1,502	-2,355	-3,285
<b>归母净利润</b>	<b>380,932</b>	<b>377,309</b>	<b>76,590</b>	<b>120,093</b>	<b>167,530</b>

### 资产负债表

(人民币千元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
物业及设备	485,200	420,602	424,140	436,531	444,901
无形资产	5,675	3,756	3,141	2,542	2,152
按权益法入账的投资	0	0	0	0	0
预付款项及其他应收款项	17,227	15,658	190,000	199,500	209,475
按公允价值计入损益的金融资产	110,004	84,341	86,028	87,748	89,503
递延所得税资产	58,243	160,241	185,367	205,367	225,367
流动资产	35,809	53,911	53,911	53,911	53,911
非流动资产	712,158	738,509	942,587	985,599	1,025,310
存货	41,697	41,317	21,391	33,827	31,908
存货周转天数	15	16	19	13	12
贸易应收款项	825,301	2,432,165	1,800,000	1,400,000	1,300,000
应收账款周转天数	141	158	180	120	120
预付款项及其他应收款项	44,416	118,749	30,000	33,000	36,300
受限制现金	31,146	145,926	145,926	145,926	145,926
现金及现金等价物	800,695	787,742	1,856,076	1,957,851	1,896,513
其他	0	642,569	300,000	300,000	300,000
流动资产	1,743,255	4,168,468	4,153,393	3,870,604	3,710,647
总资产	2,455,413	4,906,977	5,095,981	4,856,203	4,735,956
借款	82,363	328,115	240,000	168,000	117,600
递延收益	0	0	0	0	0
租赁负债	44,162	57,677	50,000	51,000	52,020
递延所得税负债	6,470	2,122	2,122	2,122	2,122
非流动负债	132,995	387,914	292,122	221,122	171,742
借款	208,322	363,669	690,000	552,000	441,600
贸易及其他应付款项	556,663	1,492,079	1,050,000	892,500	758,625
贸易应付款项	360,544	0	850,000	722,500	614,125
其他应付款项	196,119	0	200,000	170,000	144,500
应付款项周转天数	122	123	110	130	90
其他应付款项/收入	0	0	0	0	0
即期税项负债	71,932	85,433	410,000	418,200	426,564
租赁负债	27,171	36,658	37,391	38,139	38,902
其他	6,750	1,645	1,800	1,836	1,873
流动负债	870,838	1,979,484	2,189,191	1,902,675	1,667,563
股本&其他储备	976,508	1,679,758	1,679,758	1,679,758	1,679,758
(累计亏损) / 保留盈利	475,196	852,505	929,095	1,049,188	1,216,718
非控股权益	-124	7,316	5,814	3,459	175
权益	1,451,580	2,539,579	2,614,667	2,732,406	2,896,651

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg, 浦银国际预测

### 现金流量表

(人民币千元)	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
除所得税前(亏损)/溢利	451,220	443,424	88,339	138,516	193,229
财务成本-净额	17,225	20,307	34,120	26,115	16,258
金融资产减值亏损净额	23,073	187,620	9,874	0	0
物业及设备折旧	52,069	153,331	136,462	137,610	141,630
无形资产摊销	3,769	2,716	1,315	1,099	890
营运资金变动	-132,868	-892,777	442,042	227,512	-35,084
经营所得/(所用)现金	414,890	209,498	677,152	510,852	296,923
已付中国企业所得税	-44,805	-72,133	-13,251	-20,777	-28,984
其他	-415,114	85,379	-712,152	-530,852	-316,923
经营活动所得/(所用)现金净额	369,459	137,365	663,901	490,075	267,938
购买物业及设备	-222,918	-316,841	-140,000	-150,000	-150,000
购买无形资产	-2,935	-797	-700	-500	-500
购买按公允价值计入其他全面收益的金融资产	-500	25,663	-1,687	-1,721	-1,755
已收利息	0	5,180	5,096	12,008	12,666
其他	537,075	-966,831	342,724	36	37
投资活动所得/(所用)现金净额	310,722	-1,253,626	205,433	-140,177	-139,552
银行及其他借款净额	-181,491	401,099	238,216	-210,000	-160,800
已付利息	-15,669	-16,761	-36,490	-35,475	-26,224
租赁付款的本金及利息开支	-12,426	-22,312	-2,726	-2,648	-2,701
IPO融资金额&其他	-5,735	740,022	0	0	0
融资活动所得/(所用)现金净额	-215,321	1,102,048	199,000	-248,123	-189,725
现金及现金等价物增加/(减少)	464,860	-12,953	1,068,334	101,775	-61,338
年初/期初现金及现金等价物	335,835	800,695	787,742	1,856,076	1,957,851
出售集团的现金及现金等价物	0	0	0	0	0
年末/期末现金及现金等价物	800,695	787,742	1,856,076	1,957,851	1,896,513

### 财务和估值比率

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>每股数据 (人民币)</b>					
摊薄每股收益	0.66	0.12	0.19	0.27	0.27
每股销售额	6.53	1.59	2.04	2.63	2.63
每股股息	4.09	4.21	4.40	4.66	4.66
<b>同比变动</b>					
收入	41.4%	121.4%	-73.7%	28.5%	28.8%
除税前利润	39.8%	-1.7%	-80.1%	56.8%	39.5%
归母净利润	49.2%	-1.0%	-79.7%	56.8%	39.5%
<b>费用与利润率</b>					
毛利率	53.0%	34.8%	39.0%	38.9%	38.8%
除税前利润率	26.6%	11.8%	8.9%	10.9%	11.8%
归母净利润率	22.5%	10.0%	7.8%	9.5%	10.3%
<b>回报率</b>					
平均股本回报率	30.3%	18.9%	3.0%	4.5%	6.0%
平均资产回报率	17.3%	10.2%	1.5%	2.4%	3.5%
<b>资产效率</b>					
应收账款周转天数	140.9	158.3	180.0	120.0	120.0
库存周转天数	15.0	16.0	19.0	13.0	12.0
应付账款周转天数	122.0	123.0	110.0	130.0	90.0
<b>财务杠杆</b>					
流动比率 (x)	2.0	2.1	1.9	2.0	2.2
速动比率 (x)	2.0	2.1	1.9	2.0	2.2
现金比率 (x)	0.9	0.4	0.8	1.0	1.1
负债/权益	0.7	0.9	0.9	0.8	0.6
<b>估值</b>					
市盈率 (x)		17.6	94.2	60.1	43.1
市销率 (x)		1.8	7.3	5.7	4.4
市净率 (x)		2.8	2.8	2.6	2.5

图表 2：云康集团财务预测变动

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	987	3,121	-68.4%	1,269	3,475	-63.5%	1,634	-	-
毛利润	385	1,535	-74.9%	494	1,744	-71.7%	634	-	-
归母净利润/(亏损)	77	686	-88.8%	120	832	-85.6%	168	-	-

资料来源：浦银国际预测

图表 3：SPDBI 目标价：云康集团 (2325.HK)



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 4：SPDBI 医疗行业覆盖公司

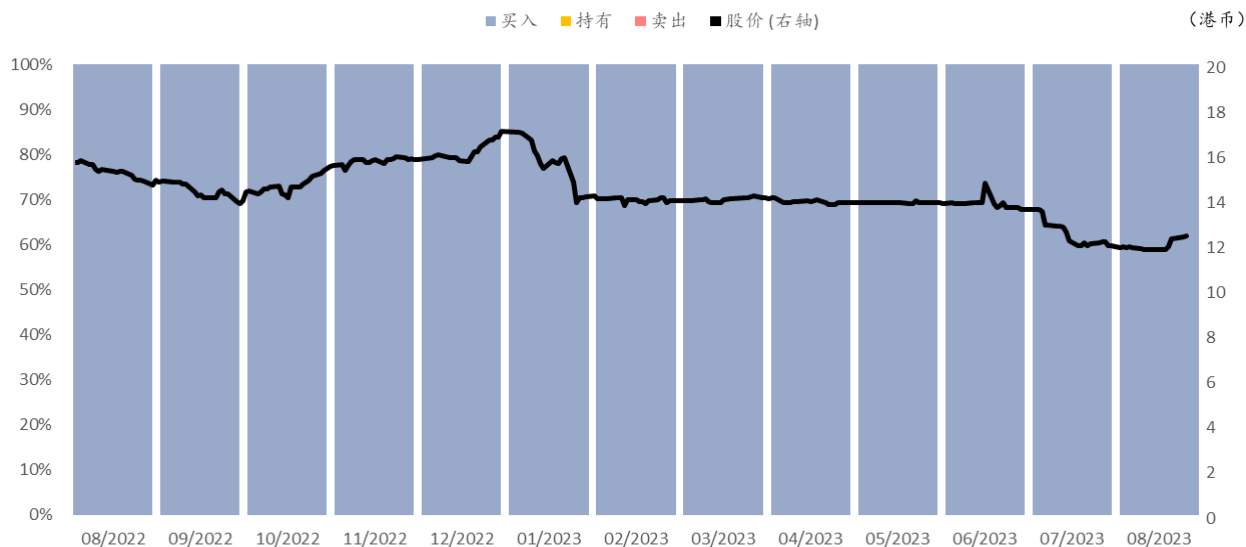
股票代码	公司	现价(LC)	评级	目标价(LC)	评级/目标价/预测发布日期	行业
2359 HK Equity	药明康德	86.2	买入	115.0	2023年8月2日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	81.4	买入	116.0	2023年8月2日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	18.1	买入	29.0	2023年8月29日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	28.7	持有	33.0	2023年8月29日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	43.7	买入	73.0	2023年8月25日	CRO/CDMO
241 HK Equity	阿里健康	4.7	持有	4.3	2022年5月26日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	19.7	持有	20.0	2023年7月21日	互联网医疗
1952 HK Equity	云顶新耀	18.4	买入	25.0	2023年4月4日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	34.0	买入	58.0	2023年3月30日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	23.0	买入	51.5	2023年3月13日	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	26.1	买入	66.0	2023年3月13日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	3.5	买入	12.5	2023年3月28日	生物科技
BGNE US Equity	百济神州	208.9	买入	305.0	2023年3月6日	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	125.3	买入	183.0	2023年3月6日	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	131.1	买入	182.0	2023年3月6日	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	34.8	买入	51.5	2023年3月29日	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	34.5	买入	65.0	2023年3月16日	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	1.9	买入	22.5	2022年7月27日	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	6.7	买入	15.0	2023年3月29日	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	8.6	买入	13.6	2022年12月16日	生物科技
13.HK Equity	和黄医药	23.7	买入	44.0	2023年8月4日	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	15.4	买入	28.2	2023年8月4日	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	50.6	买入	79.0	2023年3月20日	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	11.5	持有	19.0	2022年7月27日	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	2.2	持有	4.25	2023年3月17日	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	23.0	买入	28.1	2022年7月27日	生物科技
2256.HK Equity	和誉	2.4	买入	5.6	2022年7月27日	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	1.7	买入	6.0	2022年7月27日	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	1.3	买入	5.4	2023年4月18日	生物科技
6998.HK Equity	嘉和生物	1.5	买入	6.1	2022年7月27日	生物科技
1177 HK Equity	中国生物制药	3.0	买入	5.5	2023年4月12日	制药
2325 HK Equity	云康集团	12.5	买入	17.2	2023年9月6日	ICL
300760 CH Equity	迈瑞医疗	267.5	买入	390.0	2023年8月31日	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	16.9	买入	30.0	2023年9月4日	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	4.6	买入	10.0	2023年9月5日	医疗器械
9996 HK Equity	沛嘉医疗	6.8	买入	14.0	2023年9月5日	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	1.8	买入	3.4	2023年9月5日	医疗器械

注：数据截至2023年9月5日港股收盘。

资料来源：Bloomberg、浦银国际。

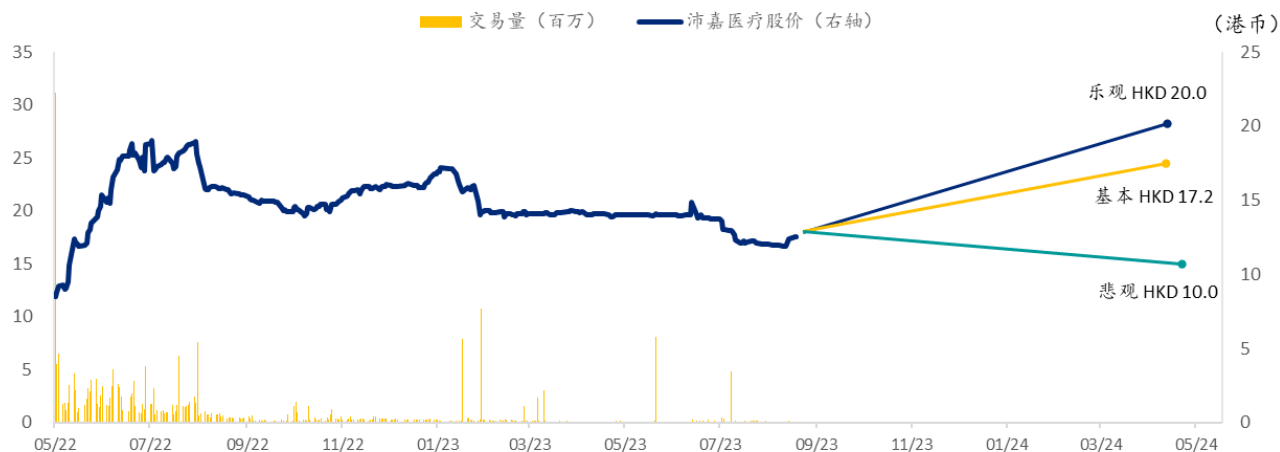
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 5: 云康集团 (2325.HK) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 6: 云康集团 (2325.HK) SPDBI 情景假设



**乐观情景: 公司收入增长好于预期**

**目标价: 20.0 港元**

- 2022-25E 核心非新冠收入复合增速>30%;
- 稳态毛利率>50%;
- 政策利好 ICL 发展。

**悲观情景: 公司收入增长不及预期**

**目标价: 10.0 港元**

- 2022-25E 核心非新冠收入复合增速<20%;
- 稳态毛利率<30%;
- 政策利空 ICL 发展。

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) 浦银国际持有本报告所述公司(云康集团 2325.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)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

