



## 云康集团 (2325.HK)：2023 年业绩因新冠检测出清及应收款减值承压，常规检测收入同比+27%

公司 2023 年业绩承压，主因：1) 2023 年内新冠检测需求出清 (vs 2022 年新冠收入占比约 80%)；2) 新冠应收账款计提减值拨备。我们预计短期公司盈利仍将受到订单价格下降及新冠应收款减值影响，但国内 ICL 渗透率目前仍低 (低个位数百分比；美国/日本渗透率 35%/60%)，行业长期仍有较大增长空间。

• **2023 年收入因新冠检测出清承压。**2023 年收入同比-76%至人民币 8.9 亿元，核心业务板块诊断外包/为医联体提供的检测服务/为非医疗机构提供的诊断服务收入同比-79%/-74%/-64%，各板块收入均显著下滑主因新冠检测需求消退(2022 年新冠收入占比约 80%，我们预计 2023 年新冠收入同比下滑近 98%)，若剔除新冠检测影响，公司常规检测收入同比+27%，基本符合我们此前预期(+28%)。分产品线看，2023 年肿瘤/遗传/内分泌/血液/呼吸检测表现较优，收入同比+30%/+42%/+45%/+65%/+81%。年内收入虽有下滑，但得益于公司推行多项成本管控措施，**毛利率同比+1.7pcts 至 36.5%**；年内录得**归母净利润亏损人民币 1.0 亿元 (vs 2022 年盈利 3.7 亿元；略低于此前预告亏损区间中值)**。此外，公司宣布末期股息每股 0.02 港元 (以 3 月 27 日收盘价计算，股息率约 0.2%)。

• **行业长期发展趋势不改，短期或受竞争加剧扰动。**主要 ICL 上市公司 2023 年业绩均出现明显下滑 (金城净利预减 73%-78%；迪安净利预减 72%-79%)，后疫情时代 ICL 检测产能相对充足，我们预计短期内行业价格竞争仍将持续，且较我们此前预计更为激烈。**我们调整云康 2023-26E 常规检测收入增速预期至 9%-14% 区间。**虽然行业短期表现欠佳，但当前我国 ICL 渗透率仅为个位数百分比，远低于美国的 35% 及日本的 60%，长期仍有较大成长空间。

• **公司新冠应收款多集中于财政发达区域，关注后续应收减值计提。**公司 2023 年计提应收账款减值拨备人民币 3.4 亿元 (vs 2022 年 2.4 亿元)，截至 2023 年末，公司账上应收账款 15 亿元，其中账龄<1 年/1-2 年/2-3 年/>3 年的分别占比 29%/65%/5%/1%，预计其中大部分 (>80%) 为新冠相关应收款。因公司新冠应收账款主要集中在大湾区、上海等财政相对宽裕地区，公司预计后续应收账款减值风险相对可控。短期看，应收款减值或继续对公司利润率水平造成影响，建议关注 1H24 应收款减值金额变动趋势。

• **调整目标价至 13.1 港元。**我们预计 2024-26E 公司收入人民币 9.8 亿/10.9 亿/12.4 亿元，继续采用 DCF 对公司估值 (WACC: 10.0%、永续增长率: 2.0%)，目标价 13.1 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	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,756	892	976	1,086	1,237
同比变动 (%)	121.4%	-76.3%	9.5%	11.3%	13.9%
归母净利润	377	-102	-38	20	64
同比变动 (%)	-1.0%	NM	NM	NM	226.7%

E=浦银国际预测 资料来源：公司公告、浦银国际

胡泽宇 CFA

医疗分析师

ryan\_hu@spdbi.com

(852) 2808 6446

阳景

首席医药分析师

Jing\_yang@spdbi.com

(852) 2808 6434

2024 年 3 月 28 日

### 评级

买入

目标价 (港元)	13.1
潜在升幅/降幅	+18%
目前股价 (港元)	11.1
52 周内股价区间 (港元)	10.8-14.7
总市值 (百万港元)	6,883
近 3 月日均成交额 (百万)	2

注：数据截至 2024 年 3 月 27 日

### 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

## 财务报表分析与预测 - 云康集团

### 利润表

(人民币千元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收益	3,756,201	891,500	975,902	1,086,385	1,237,206
收益成本	-2,448,471	-565,714	-605,059	-662,695	-742,324
毛利	1,307,730	325,786	370,843	423,690	494,882
销售开支	-312,005	-150,855	-175,662	-184,685	-197,953
行政开支	-386,673	-191,636	-165,903	-173,822	-185,581
- 研发费用	0	0	0	0	0
金融资产减值亏损净额	-187,620	-104,617	-62,770	-25,108	-20,086
其他收入	20,047	9,127	8,264	7,489	6,795
其他亏损&费用	-185	45,657	0	0	0
按公允价值计入损益的金融资产的公允价值变动	17,257	13,962	0	0	0
财务成本-净额	-15,127	-34,235	-20,917	-23,630	-19,871
租赁负债利息	-4,181	-3,441	-2,141	-2,184	-2,228
以权益法列账的应占联营公司净亏损	0	0	0	0	0
除税前利润	443,424	-86,811	-46,146	23,935	78,186
所得税	-69,475	-15,078	7,845	-4,069	-13,292
少数股东净利	-3,360	370	-383	199	649
归母净利润	377,309	-102,259	-37,918	19,667	64,245

### 资产负债表

(人民币千元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
物业及设备	420,602	396,921	368,143	348,701	335,567
无形资产	3,756	3,368	2,689	2,248	1,961
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	15,658	4,788	5,027	5,279	5,543
按公允价值计入其他全面收益的金融资产	84,341	74,508	75,998	77,518	79,068
按公允价值计入损益的金融资产	160,241	162,354	99,584	74,476	54,389
递延所得税资产	53,911	51,832	51,832	51,832	51,832
非流动资产	738,509	693,771	603,273	560,054	528,361
存货	41,317	18,021	25,079	18,495	26,247
存货周转天数	16	19	13	12	11
贸易应收账款	2,432,165	1,515,500	1,400,000	1,300,000	1,300,000
应收账款周转天数	158	180	120	120	120
预付款项及其他应收款项	118,749	28,557	31,413	34,554	38,009
受限现金	145,926	405,475	405,475	405,475	405,475
现金及现金等价物	787,742	1,244,120	428,114	596,372	683,515
其他	642,569	626,608	626,608	626,608	626,608
流动资产	4,168,468	3,838,281	2,916,689	2,981,504	3,079,855
总资产	4,906,977	4,532,052	3,519,962	3,541,558	3,608,216
借款	328,115	193,594	193,594	193,594	193,594
递延收益	0	0	0	0	0
租赁负债	57,677	25,882	26,400	26,928	27,466
递延所得税负债	2,122	4,088	4,088	4,088	4,088
非流动负债	387,914	223,564	224,082	224,610	225,148
借款	363,669	1,154,247	1,154,247	1,154,247	1,154,247
贸易及其他应付款项	1,492,079	975,484	0	0	0
贸易应付款项	0	0	0	0	0
其他应付款项	0	0	0	0	0
应付款项周转天数	123	110	130	90	90
其他应付款项/收入	0	0	0	0	0
即期税项负债	85,433	42,784	43,640	44,512	45,403
租赁负债	36,658	16,116	16,438	16,767	17,102
其他	1,645	0	0	0	0
流动负债	1,979,484	2,188,631	1,214,325	1,215,527	1,216,752
股本&其他储备	1,679,758	1,362,482	1,362,482	1,362,482	1,362,482
(累计亏损)/保留盈利	852,505	749,670	711,752	731,419	795,664
非控股权益	7,316	7,705	7,322	7,521	8,170
权益	2,539,579	2,119,857	2,081,556	2,101,421	2,166,316

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)	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
除所得税前(亏损)/溢利	443,424	-86,811	-46,146	23,935	78,186
财务成本-净额	20,307	34,235	20,917	23,630	19,871
金融资产减值亏损净额	187,620	104,617	62,770	25,108	20,086
物业及设备折旧	153,331	136,462	128,778	119,441	113,134
无形资产摊销	2,716	1,315	1,179	941	787
营运资金变动	-892,777	171,972	-868,442	104,921	-9,707
经营所得/(所用)现金	209,498	347,827	-700,943	297,976	222,357
已付中国企业所得税	-72,133	-15,078	7,845	-4,069	-13,292
其他	85,379	-361,789	700,943	-297,976	-222,357
经营活动所得/(所用)现金净额	137,365	332,749	-693,099	293,907	209,065
购买物业及设备	-316,841	-140,000	-100,000	-100,000	-100,000
购买无形资产	-797	-700	-500	-500	-500
购买按公允价值计入其他全面收益的金融资产	25,663	9,833	-1,490	-1,520	-1,550
已收利息	5,180	5,180	8,181	2,815	3,922
其他	-966,831	14,316	0	0	0
投资活动所得/(所用)现金净额	-1,253,626	-111,371	-93,809	-99,205	-98,129
银行及其他借款净额	401,099	656,057	0	0	0
已付利息	-16,761	-16,126	-26,957	-24,261	-21,565
租赁付款的本金及利息开支	-22,312	-3,441	-2,141	-2,184	-2,228
IPO融资金额&其他	740,022	-401,491	0	0	0
融资活动所得/(所用)现金净额	1,102,048	235,000	-29,098	-26,445	-23,793
现金及现金等价物增加/(减少)	-12,953	456,378	-816,006	168,257	87,144
年初/期初现金及现金等价物	800,695	787,742	1,244,120	428,114	596,372
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	787,742	1,244,120	428,114	596,372	683,515

### 财务和估值比率

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>每股数据 (人民币)</b>					
摊薄每股收益	0.66	-0.17	-0.06	0.03	0.11
每股销售额	6.53	1.46	1.60	1.78	2.02
每股股息	4.09	3.41	3.35	3.38	3.49
<b>同比变动</b>					
收入	121.4%	-76.3%	9.5%	11.3%	13.9%
除税前利润	-1.7%	-119.6%	-46.8%	-151.9%	226.7%
归母净利润	-1.0%	-127.1%	-62.9%	-151.9%	226.7%
<b>费用与利润率</b>					
毛利率	34.8%	36.5%	38.0%	39.0%	40.0%
除税前利润率	11.8%	-9.7%	-4.7%	2.2%	6.3%
归母净利率	10.0%	-11.5%	-3.9%	1.8%	5.2%
<b>回报率</b>					
平均股本回报率	18.9%	-4.4%	-1.8%	0.9%	3.0%
平均资产回报率	10.2%	-2.2%	-0.9%	0.6%	1.8%
<b>资产效率</b>					
应收账款周转天数	158.3	180.0	120.0	120.0	120.0
库存周转天数	16.0	19.0	13.0	12.0	11.0
应付账款周转天数	123.0	110.0	130.0	90.0	90.0
<b>财务杠杆</b>					
流动比率 (x)	2.1	1.8	2.4	2.5	2.5
速动比率 (x)	2.1	1.7	2.4	2.4	2.5
现金比率 (x)	0.4	0.6	0.4	0.5	0.6
负债/权益	0.9	1.1	0.7	0.7	0.7
<b>估值</b>					
市盈率 (x)	15.3	-60.2	-162.3	313.0	95.8
市销率 (x)	1.5	6.9	6.3	5.7	5.0
市净率 (x)	2.5	3.0	3.0	3.0	2.9

图表 2: SPDBI 目标价: 云康集团



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 3: SPDBI 医药行业覆盖公司

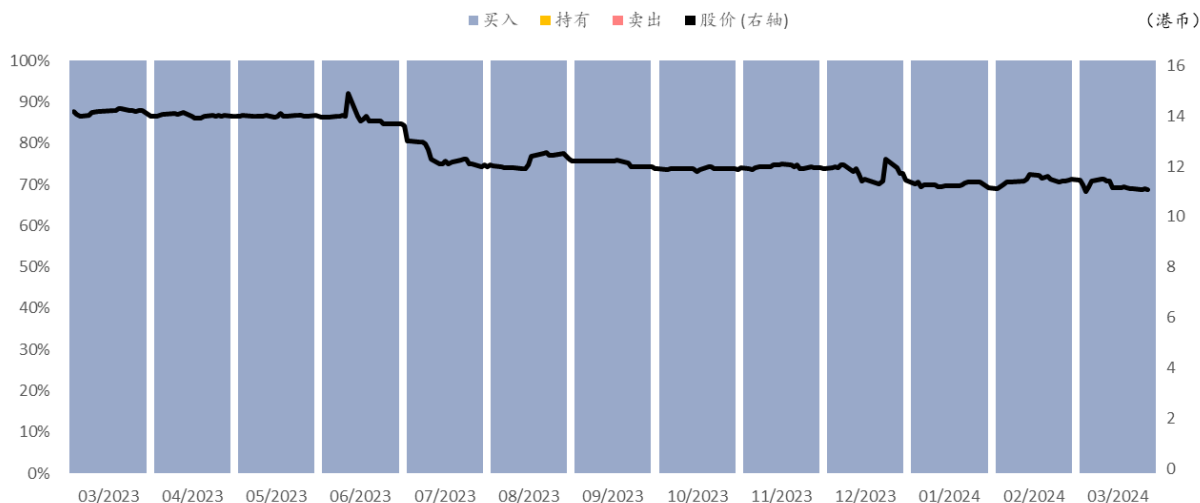
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级/目标价/预测 发布尔日期	行业
13.HK Equity	和黄医药	26.7	买入	39.0	2024年2月29日	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	16.7	买入	25.0	2024年2月29日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	12.5	买入	47.0	2024年2月29日	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	16.0	买入	60.0	2024年2月29日	生物科技
BGNE US Equity	百济神州	153.8	买入	275.0	2024年2月27日	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	92.7	买入	165.0	2024年2月27日	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	130.2	买入	175.0	2024年2月27日	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	1.0	买入	5.4	2023年4月18日	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	21.9	买入	25.0	2023年4月4日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	25.7	买入	33.0	2024年3月15日	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	4.7	买入	15.0	2023年3月29日	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	38.5	买入	60.0	2024年3月21日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	1.6	买入	12.5	2023年3月28日	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	1.0	持有	4.25	2023年3月17日	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	46.7	买入	65.0	2024年3月20日	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	4.6	买入	13.6	2022年12月16日	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	32.3	买入	58.0	2024年3月27日	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	1.8	买入	22.5	2022年7月27日	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	13.9	持有	19.0	2022年7月27日	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	22.0	买入	28.1	2022年7月27日	生物科技
2256.HK Equity	和誉	2.9	买入	5.6	2022年7月27日	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	1.4	买入	6.0	2022年7月27日	生物科技
6998.HK Equity	嘉和生物	1.2	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	4.5	2024年3月15日	制药
2359 HK Equity	药明康德	36.9	买入	48.0	2024年3月19日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	46.6	买入	60.0	2024年3月19日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	9.3	买入	17.5	2024年3月15日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	20.2	持有	23.3	2024年3月15日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	13.8	持有	20.0	2024年3月27日	CRO/CDMO
300760 CH Equity	迈瑞医疗	283.4	买入	390.0	2023年11月1日	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	13.6	买入	30.0	2023年9月4日	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	5.6	买入	10.0	2023年9月5日	医疗器械
9996 HK Equity	沛嘉医疗	3.8	买入	14.0	2023年9月5日	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	1.1	买入	3.4	2023年9月5日	医疗器械
2172 HK Equity	微创脑科学	8.2	买入	17.6	2023年11月3日	医疗器械
688351 CH Equity	微电生理	25.7	买入	27.9	2023年11月16日	医疗器械
2190 HK Equity	归创通桥	9.7	买入	16.0	2024年3月22日	医疗器械
688617 CH Equity	惠泰医疗	427.8	买入	454.0	2023年11月30日	医疗器械
2325 HK Equity	云康集团	11.1	买入	13.1	2024年3月28日	ICL
241 HK Equity	阿里健康	3.2	持有	4.3	2022年5月26日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	11.8	持有	15.0	2024年3月21日	互联网医疗

注: 股价截至 2024 年 3 月 27 日港股收盘;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

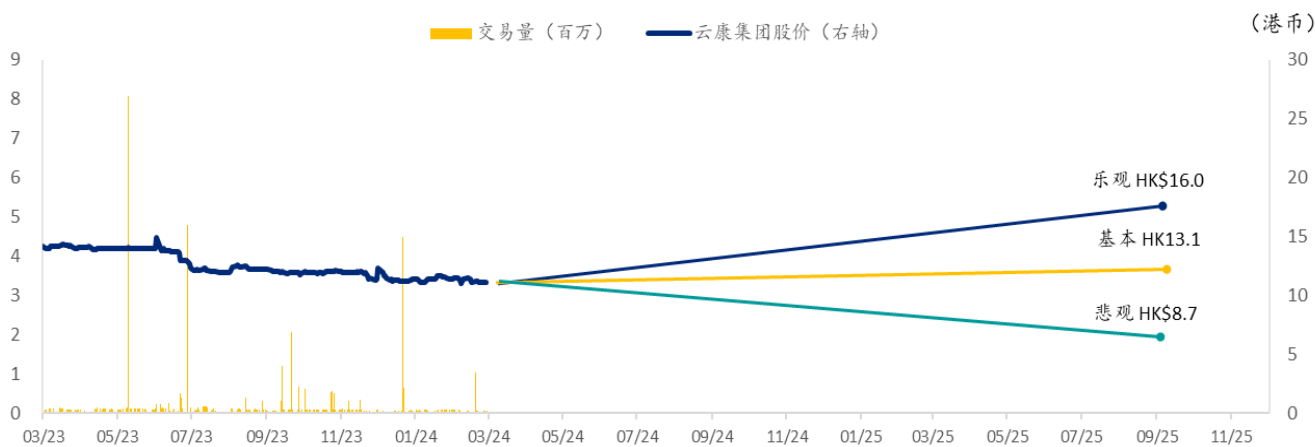
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 4：云康集团市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 5：云康集团 SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：16.0 港元

概率：20%

- 2023-26E 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：8.7 港元

概率：20%

- 2023-26E 核心非新冠收入复合增速<10%;
- 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

