



康龙化成 (3759.HK/300759.CH) : 4Q23 业绩符合预期; 2024 年收入指引为 10%+ 增速

4Q23 业绩符合预期。2024 年收入增速指引为 10%+, 净利润增速预计慢于收入增速。维持港股目标价 17.5 港元, A 股目标价 23.3 元。

● **4Q23 业绩符合预期:** 康龙化成 2023 全年收入增长 12.4% YoY 达到 115.38 亿元, 经调整 Non-IFRS 归母净利润增长 3.8% YoY 达到 19.03 亿元, 符合之前公布的业绩预告和我们预期。4Q23 来说: 1) 总收入达到 29.8 亿元 (+4.0% YoY, +2% QoQ), 其中来自欧洲客户的收入增速最快(+15% YoY, +32.1% QoQ), 其次是美国 (+3.2% YoY, +6.6% QoQ), 来自中国客户的收入则同比环比均有所下降 (-11.8% YoY, -23.8% QoQ)。板块层面来说, CMC 同比环比均实现显著增长 (+9.7% YoY, +20.4% QoQ), 其次临床研究服务 (+15.5% YoY, +4% QoQ) 和 CGT 服务 (+24.6% YoY, +3.5% QoQ) 均实现同比环比正增长, 实验室服务则出现同比、环比下降 (-2.3% YoY, -5.8% QoQ); 2) 毛利率则大致与 3Q23 持平 (4Q23/3Q23 毛利率分别为 34.8%/35.0%); 3) 经调整 Non-IFRS 归母净利润为 4.9 亿元 (-3.0% YoY, +2.2% QoQ)。

● **2024 全年收入增速指引为 10%+, 净利润增速预计慢于收入增速:** 根据管理层发言, 公司 2024 年收入增速指引为 10%+, 考虑到订单转化为收入仍需要时间, 2H24 有望实现更为明显的收入增速。净利润端, 2024 年同比增速可能慢于收入增速, 主要受下列因素的综合影响: 1) 宁波抗体 CDMO 产能投产后折旧及运营费用将有所增加 (预计全年 1 亿多元), 2) 公司新增 35 亿离岸人民币贷款, 2024 年将增加约人民币 1.2 亿元新增利息支出, 3) 前两项负面影响可能被毛利率的轻微提升 (CMC 产能利用率有望在 24 年商业化订单后继续提升) 部分抵消。

● **其他更新:** 1) 2024 年 1-2 月新签订单增速约为 10% YoY, 管理层认为无论是行业融资及交易迹象还是客户询单, 需求端均表现出回暖的趋势预计今年客户需求将逐渐回暖。2) 2024 年 Capex 预计为 25.5-26.5 亿元 (较 2023 年 27.5 亿元低 1-2 亿元)。3) 海外三个工厂预计将在 2023 年基础上增加 1000 万美元收入, 亏损有望进一步缩窄。4) 公司并未受到美国生物安全法案议案影响, 一方面公司并未被列为 Biotechnology of concern, 另一方面公司也从未提供过人类基因组测序服务。

● **维持港股目标价 17.5 港元、A 股目标价 23.3 元:** 根据更新的财务数据和年度指引, 我们略微调整 2024/2025E 净利润。我们预测公司 2024/25E 收入实现 +10.5%/+15.2% YoY, 经调整 non-IFRS 净利润实现 +7.2%/+16.4%。维持公司港股“买入”评级, 给予港股 11x 2025E PE, 对应港股目标价 17.5 港元。给予 A 股目标价较港股目标价 60% 的溢价 (与自两地上市以来均值持平), 对应 A 股目标价人民币 23.3 元, 维持“持有”评级。

● **投资风险:** 收入及项目订单增长不及预期, 毛利率不及预期, 净利润不及预期。

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	10,266	11,538	12,745	14,680	16,925
同比变动 (%)	37.9%	12.4%	10.5%	15.2%	15.3%
归母净利润/(亏损)	1,375	1,601	1,745	2,090	2,463
同比变动 (%)	-17.2%	16.5%	9.0%	19.7%	17.9%
PE (X)	7.6	7.3	6.9	5.9	5.1

E=浦银国际预测。资料来源: 公司报告、浦银国际

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

2024 年 4 月 2 日

康龙化成 (3759.HK)

买入

目标价 (港元)	17.5
潜在升幅/降幅	+87%
目前股价 (港元)	9.4
52 周内股价区间 (港元)	8.6-26.8
总市值 (百万港元)	35,882
近 3 月日均成交额 (百万港元)	72

注: 截至 2024 年 4 月 2 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)	23.3
潜在升幅/降幅	+13%
目前股价 (人民币)	20.6
52 周股价区间 (人民币)	18.5-39.2
总市值 (百万人民币)	33,170
近 3 月日均成交额 (百万人民币)	696

注: 截至 2024 年 4 月 2 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

财务报表分析与预测 - 康龙化成 (3759.HK)

利润表

(百万人民币)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	10,266	11,538	12,745	14,680	16,925
营业成本	-6,517	-7,443	-8,207	-9,413	-10,828
毛利润	3,749	4,095	4,538	5,267	6,097
销售费用	-230	-253	-280	-316	-364
管理费用	-1,552	-1,672	-1,784	-1,996	-2,251
研发费用	-282	-448	-446	-514	-592
营业利润	1,685	1,722	2,027	2,441	2,889
财务费用	-167	-182	-317	-317	-317
其他收入和收益	426	374	400	400	400
其他费用	-222	-38	-25	-29	-34
资产减值损失	-21	-36	-40	-46	-53
分占联营公司亏损	-34	-2	-2	-3	-3
税前净利润	1,666	1,838	2,043	2,447	2,883
所得税	-314	-256	-306	-367	-433
税后利润	1,352	1,582	1,737	2,080	2,451
少数股东损益	-22	-19	-9	-10	-12
归母净利润	1,375	1,601	1,745	2,090	2,463

现金流量表

(百万人民币)	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
除税前利润	1,666	1,838	2,043	2,447	2,883
物业、厂房及设备折旧	590	849	1,043	1,203	1,326
使用权资产折旧	144	264	227	182	146
存货增加/(减少)	-177	-4	-123	-18	-150
贸易及其他应收款增加	-657	-360	-106	-631	-231
贸易及其他应付款项增加	234	6	123	68	163
其他	342	161	44	-233	-284
经营现金流	2,143	2,754	3,250	3,018	3,853
购买物业、厂房及设备	-2,920	-2,720	-2,560	-2,360	-2,060
收购	-1,214	0	0	0	0
其他	1,258	2,762	0	0	0
投资现金流	-2,877	42	-2,560	-2,360	-2,060
计息负债变动	-30	3,585	1	1	1
股权募资	-370	0	0	0	0
其他	-1,017	-2,037	0	0	0
融资现金流	-1,417	1,547	1	1	1
现金净流量	-2,151	4,343	692	660	1,795

资产负债表

(百万人民币)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,448	5,791	6,483	7,142	8,937
应收款项	1,882	2,242	2,348	2,979	3,210
存货	362	365	489	507	656
其它流动资产	2,844	2,476	2,578	2,724	2,890
流动资产合计	6,536	10,874	11,898	13,352	15,693
固定资产	8,022	9,852	11,369	12,526	13,260
使用权资产	49	128	130	133	136
商誉	2,688	2,781	2,781	2,781	2,781
其他非流动资产	3,198	2,842	2,648	2,500	2,392
非流动资产合计	13,957	15,602	16,928	17,940	18,568
资产总计	20,493	26,477	28,826	31,292	34,261
短期借款	738	727	729	730	731
应付账款	406	412	535	603	766
其他应付账款	1,596	1,377	1,765	1,977	2,220
其它流动负债	1,172	1,138	1,195	1,254	1,317
流动负债合计	3,912	3,654	4,223	4,564	5,034
长期借款	713	4,308	4,308	4,308	4,308
其它长期负债	5,027	5,276	5,320	5,366	5,414
非流动负债合计	5,740	9,584	9,628	9,674	9,722
负债总计	9,653	13,239	13,851	14,238	14,756
股本	1,191	1,787	1,787	1,787	1,787
储备	9,357	10,769	12,515	14,605	17,068
母公司拥有人应占权益	10,549	12,557	14,302	16,392	18,855
少数股东权益	291	681	673	662	650
负债和所有者权益合计	20,493	26,477	28,826	31,292	34,261

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标 (人民币元)					
每股收益	1.0	1.1	1.1	1.3	1.5
每股净资产	5.9	7.1	8.0	9.2	10.5
每股营收	5.8	6.5	7.1	8.2	9.5
每股经营现金流	1.2	1.6	1.8	1.7	2.2
估值 (倍)					
P/E	7.6	7.3	6.9	5.9	5.1
P/B	1.3	1.1	1.0	0.9	0.7
P/S	1.4	1.2	1.1	1.0	0.8
盈利能力比率 (%)					
毛利率	36.5%	35.5%	35.6%	35.9%	36.0%
归母净利润率	13.4%	13.9%	13.7%	14.2%	14.6%
净资产收益率	13.3%	13.9%	13.0%	13.6%	14.0%
总资产收益率	7.0%	6.7%	6.3%	6.9%	7.5%
盈利增长 (%)					
营业收入增长率	37.9%	12.4%	10.5%	15.2%	15.3%
营业利润增长率	15.7%	2.2%	17.7%	20.4%	18.4%
归母净利润增长率	-17.2%	16.5%	9.0%	19.7%	17.9%
偿债能力指标					
计息负债/权益	13.8%	40.1%	35.2%	30.7%	26.7%
流动比率	167.1%	297.6%	281.7%	292.6%	311.8%
现金比率	37.0%	158.5%	153.5%	156.5%	177.5%
经营效率指标					
应收帐款周转天数	55.3	65.2	65.7	66.2	66.7
应付帐款周转天数	20.2	20.1	21.1	22.1	23.1
存货周转天数	15.2	17.8	19.0	19.3	19.6

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2: 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 3: 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 4: 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/预测发布日期	行业
13.HK Equity	和黄医药	26.8	买入	39.0	2024年2月29日	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	16.8	买入	25.0	2024年2月29日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	13.0	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	156.4	买入	275.0	2024年2月27日	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	93.9	买入	165.0	2024年2月27日	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	127.0	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	22.8	买入	25.0	2023年4月4日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	27.7	买入	33.0	2024年3月15日	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	4.8	买入	15.0	2023年3月29日	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	37.7	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	46.6	买入	65.0	2024年3月20日	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	4.3	买入	13.6	2022年12月16日	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	31.5	买入	58.0	2024年3月27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
2696.HK Equity	复宏汉霖	14.3	持有	19.0	2022年7月27日	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	18.2	买入	28.1	2022年7月27日	生物科技
2256.HK Equity	和誉	2.8	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	36.8	买入	48.0	2024年3月19日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	47.1	买入	60.0	2024年3月19日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	9.4	买入	17.5	2024年4月2日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	20.6	持有	23.3	2024年4月2日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	14.2	持有	20.0	2024年3月27日	CRO/CDMO
300760 CH Equity	迈瑞医疗	281.5	买入	390.0	2023年11月1日	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	12.7	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	3.7	买入	14.0	2023年9月5日	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	1.0	买入	3.4	2023年9月5日	医疗器械
2172 HK Equity	微创脑科学	8.4	买入	17.6	2023年11月3日	医疗器械
688351 CH Equity	微电生理	24.5	买入	27.9	2023年11月16日	医疗器械
2190 HK Equity	归创通桥	10.0	买入	16.0	2024年3月22日	医疗器械
688617 CH Equity	惠泰医疗	432.5	买入	454.0	2023年11月30日	医疗器械
2325 HK Equity	云康集团	11.2	买入	13.1	2024年3月28日	ICL
241 HK Equity	阿里健康	3.1	持有	4.3	2022年5月26日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	12.3	持有	15.0	2024年3月21日	互联网医疗

注：数据截至 2024 年 4 月 2 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个人。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

