

康龙化成 (3759.HK/300759.CH) : 1Q24 业绩不及预期，但新签订单增速超预期

维持港股“买入”评级，略微下调目标价至 16.8 港元；维持 A 股“持有”评级，略微下调目标价至 22.4 元。

• **1Q24 业绩逊于预期**：1Q24 收入为 26.7 亿元 (-2.0% YoY, -10.3% QoQ)，经调整 Non-IFES 归母净利润为 3.39 亿元 (-22.7% YoY, -31.0% QoQ)，收入和经调整归母净利润均逊于我们预期：(1) 收入不及预期，主要由于行业融资疲软及公司对上海和宁波/北京地区的实验室服务业务进行整合，关闭上海地区实验室；(2) 经调整 Non-IFRS 归母净利润明显低于预期，除了受到关闭上海地区实验室带来的一次性亏损影响（约人民币 4,400 万元），也受员工成本上升（主要来自于 2H23 新入职员工）、生物资产公允价值变动收益下降（1Q24 无收益 vs. 1Q23 2,600 万元收益）、财务费用增加等因素影响。整体毛利率为 32.2%，同比、环比分别下降 2.6、3.4 个百分点，低于我们预期。管理费用率环比显著上升 1.9 个百分点至 15.6%，高于我们预期。

• **分板块来看，1Q24 实验室服务收入和毛利率环比基本持平，但其他三个板块分别录得收入和毛利率环比下滑**：(1) 收入端，同比来看除了临床研究服务实现收入同比正增长 (+4.6% YoY)，其余三个板块均录得同比降幅 (CGT: -4.1% YoY, 实验室服务: -2.9% YoY, CMC: -2.7% YoY)。环比来看，实验室服务基本和 4Q23 持平 (+0.9% QoQ)，CMC、临床研究服务、CGT 分别录得 27%、17.6%、20% 收入下滑。(2) 毛利率端，除了实验室服务板块环比同比基本持平外，各板块分别录得不同程度的毛利率下滑，CGT 板块下滑最明显 (-26.9 ppts YoY, -27.6 ppts QoQ)，其次是 CMC 板块 (-5.0 ppts YoY, -8.1 ppts QoQ) 和临床研究服务板块 (-4.7 ppts YoY, -4.5 ppts QoQ)。管理层表示，在收入同比略有下降的情况下，毛利率主要受员工人数增加导致成本上升拖累。

• **1Q24 新签订单同比增长 20%+，公司维持全年收入增长 10%+ 目标不变**：1Q24 整体新签订单同比增长 20%+，包括实验室服务新签订单同比增长 10%+，CMC 服务新签订单同比增长 40%+，主要受益于海外客户询单访问的增加推动早期项目新签订单积极增长及 CMC 已有项目向后推进。管理层表示，在价格较为稳定的情况下，公司的实验室服务业务及 CMC 早期项目全球市场份额有所上升，并且管理层认为生物安全法案几乎不会对公司业务造成影响。新签订单有望逐渐转化为收入，实验室服务收入将季度环比上升，CMC 收入预计 2H24 将有较明显增长。

• **略微下调港股、A 股目标价至 16.8 港元、22.4 元**：我们将公司 2024/25/26E 经调整 non-IFRS 净利润分别下调 9%/12%/12%，主要由于上调管理费用预测导致。维持公司港股“买入”评级，给予港股 12x 2025E PE，对应港股目标价 16.8 港元。维持 A 股“持有”评级，给予 A 股目标价较港股目标价 60% 的溢价，对应 A 股目标价人民币 22.4 元。

• **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	12,668	14,424	16,553
同比变动 (%)	37.9%	12.4%	9.8%	13.9%	14.8%
归母净利润	1,375	1,601	1,475	1,803	2,138
同比变动 (%)	-17.2%	16.5%	-7.9%	22.2%	18.6%
PE (x)	7.6	7.4	7.6	6.8	5.8

E=浦银国际预测。资料来源：公司公告、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 26 日

康龙化成 (3759.HK)

买入

目标价 (港元)	16.8
潜在升幅/降幅	+78%
目前股价 (港元)	9.5
52 周内股价区间 (港元)	8.2-24.7
总市值 (百万港元)	33,611
近 3 月日均成交额 (百万港元)	61

注：截至 2024 年 4 月 26 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)	22.4
潜在升幅/降幅	+17%
目前股价 (人民币)	19.2
52 周股价区间 (人民币)	17.9-37.0
总市值 (百万人民币)	31,109
近 3 月日均成交额 (百万人民币)	683

注：截至 2024 年 4 月 26 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	12,668	14,424	16,553
营业成本	-6,517	-7,443	-8,271	-9,276	-10,582
毛利润	3,749	4,095	4,397	5,148	5,972
销售费用	-230	-253	-266	-303	-348
管理费用	-1,552	-1,672	-1,900	-2,091	-2,367
研发费用	-282	-448	-443	-505	-579
营业利润	1,685	1,722	1,787	2,249	2,678
财务费用	-167	-182	-317	-317	-317
其他收入和收益	426	374	500	450	450
其他费用	-222	-38	-228	-260	-298
资产减值损失	-21	-36	-39	-45	-51
分占联营公司亏损	-34	-2	-51	-58	-66
税前净利润	1,666	1,838	1,653	2,020	2,395
所得税	-314	-256	-248	-303	-359
税后利润	1,352	1,582	1,405	1,717	2,036
少数股东损益	-22	-19	-70	-86	-102
归母净利润	1,375	1,601	1,475	1,803	2,138

现金流量表

(百万人民币)	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
除税前利润	1,666	1,838	1,653	2,020	2,395
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	-130	10	-166
贸易及其他应收款增加	-657	-360	-78	-593	-225
贸易及其他应付款项增加	234	6	130	36	180
其他	342	161	169	-146	-163
经营现金流	2,143	2,754	3,014	2,713	3,494
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	455	354	1,435

资产负债表

(百万人民币)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,448	5,791	6,246	6,600	8,035
应收款项	1,882	2,242	2,321	2,914	3,139
存货	362	365	496	485	651
其它流动资产	2,844	2,476	2,573	2,709	2,868
流动资产合计	6,536	10,874	11,636	12,709	14,693
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	2,599	2,397	2,225
非流动资产合计	13,957	15,602	16,879	17,836	18,402
资产总计	20,493	26,477	28,515	30,545	33,094
短期借款	738	727	729	730	731
应付账款	406	412	543	579	759
其他应付账款	1,596	1,377	1,778	1,948	2,169
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	4,244	4,511	4,976
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	13,872	14,185	14,698
股本	1,191	1,787	1,787	1,787	1,787
储备	9,357	10,769	12,245	14,048	16,186
母公司拥有人应占权益	10,549	12,557	14,032	15,835	17,973
少数股东权益	291	681	611	525	423
负债和所有者权益合计	20,493	26,477	28,515	30,545	33,094

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	1.0	1.2	1.4
每股净资产	5.9	7.1	7.8	8.8	10.0
每股营收	5.8	6.5	7.1	8.1	9.3
每股经营现金流	1.2	1.6	1.7	1.5	2.0
估值 (倍)					
P/E	7.6	7.4	7.6	6.8	5.8
P/B	1.3	1.1	1.0	0.9	0.8
P/S	1.4	1.2	1.1	1.0	0.9
盈利能力比率 (%)					
毛利率	36.5%	35.5%	34.7%	35.7%	36.1%
归母净利润率	13.4%	13.9%	11.6%	12.5%	12.9%
净资产收益率	13.3%	13.9%	11.1%	12.1%	12.6%
总资产收益率	7.0%	6.7%	5.1%	5.8%	6.4%
盈利增长 (%)					
营业收入增长率	37.9%	12.4%	9.8%	13.9%	14.8%
营业利润增长率	15.7%	2.2%	3.8%	25.8%	19.1%
归母净利润增长率	-17.2%	16.5%	-7.9%	22.2%	18.6%
偿债能力指标					
计息负债/权益	13.8%	40.1%	35.9%	31.8%	28.0%
流动比率	167.1%	297.6%	274.2%	281.7%	295.3%
现金比率	37.0%	158.5%	147.2%	146.3%	161.5%
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

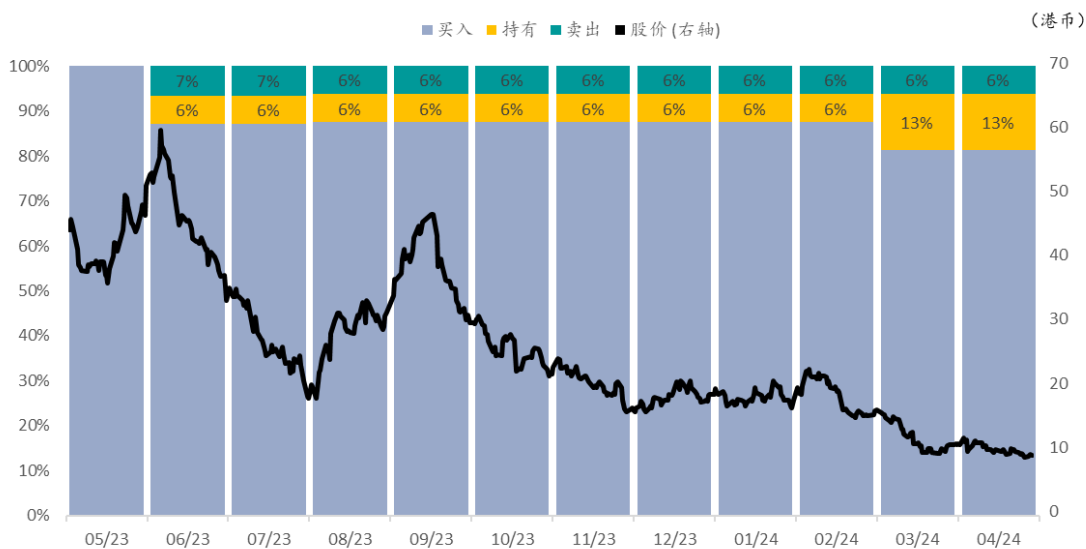
图表 3: 浦银国际目标价: 康龙化成 A 股 (300759.CH)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

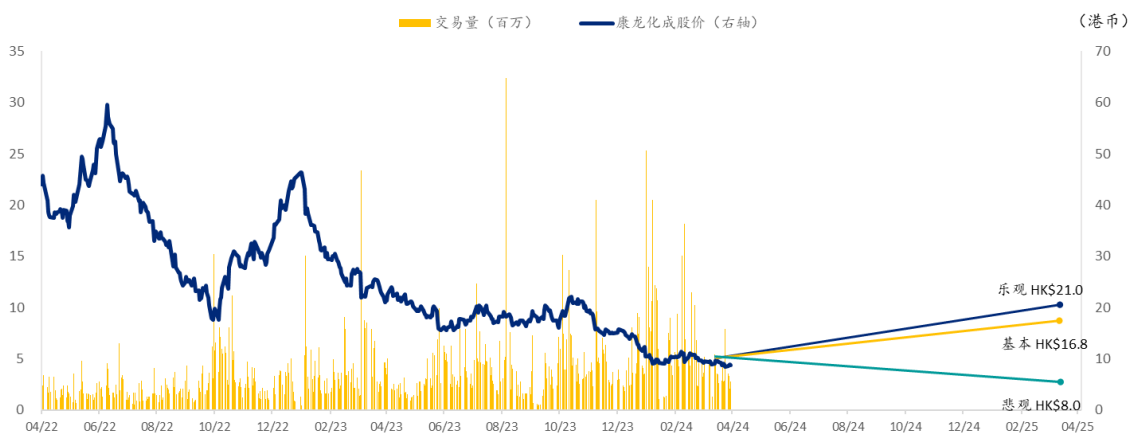
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 4: 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 5: 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: 21.0 港元

概率: 20%

- 2024 年收入增速超过 15%;
- 新增项目订单需求强劲;
- 毛利率提升超预期;
- 降本增效超预期。

悲观情景: 公司增长不及预期

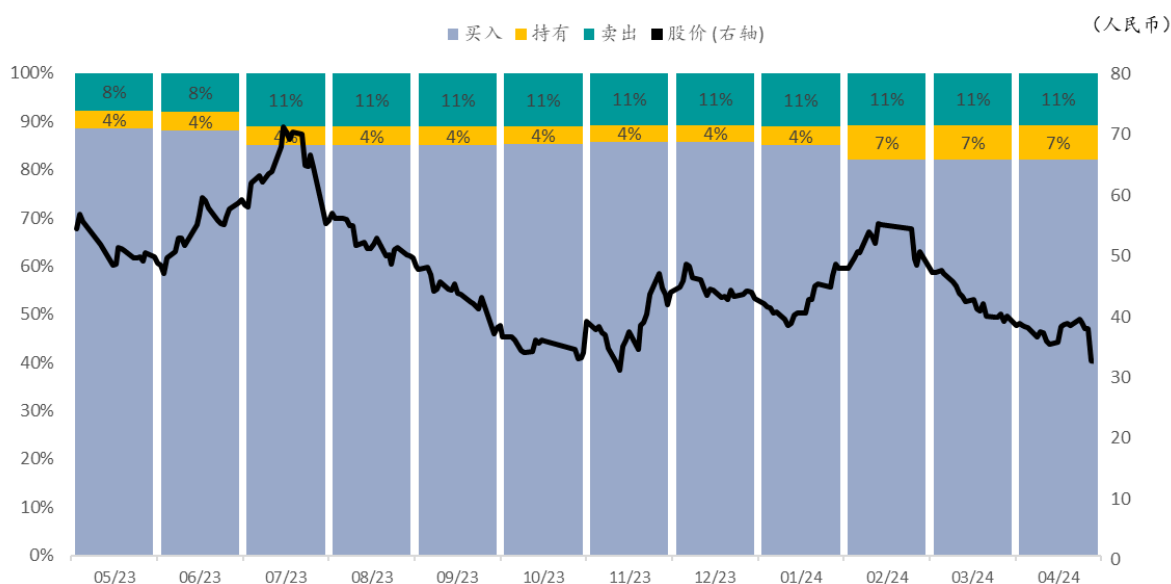
目标价: 8.0 港元

概率: 20%

- 2024 年收入增速低于 8%;
- 新增项目订单需求疲软;
- 毛利率差于预期;
- 费用增长超预期。

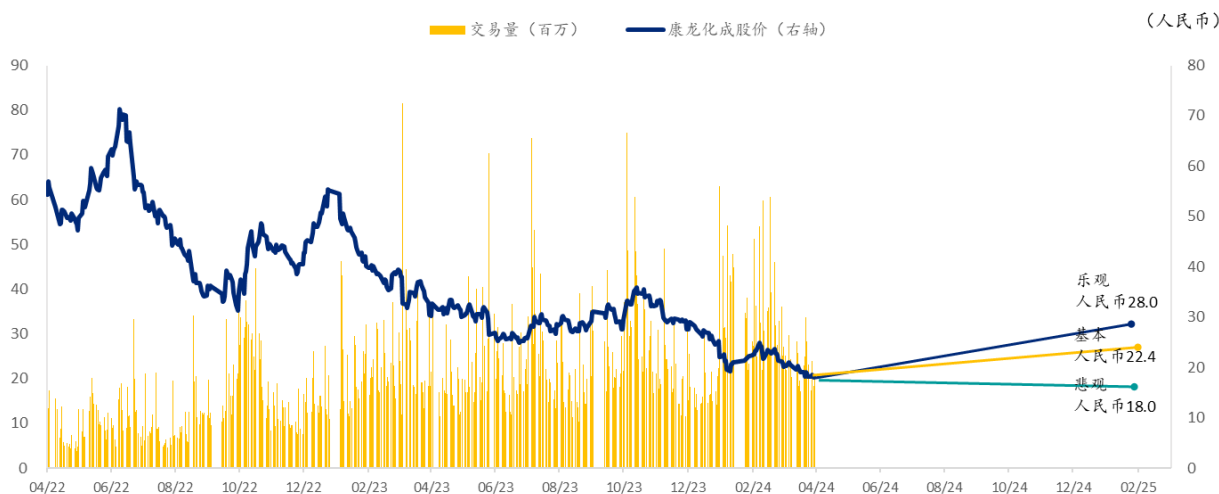
资料来源: 浦银国际

图表 6: 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 7: 康龙化成 A 股 (300759.CH) 情景假设



乐观情景: 公司增长好于预期

目标价: 人民币 28.0 元

概率: 20%

- 2024 年收入增速超过 15%;
- 新增项目订单需求强劲;
- 毛利率提升超预期;
- 降本增效超预期。

悲观情景: 公司增长不及预期

目标价: 人民币 18.0 元

概率: 20%

- 2024 年收入增速低于 8%;
- 新增项目订单需求疲软;
- 毛利率差于预期;
- 费用增长超预期。

资料来源: 浦银国际

图表 8: 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	30.4	买入	39.0	2024年2月29日	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	19.0	买入	25.0	2024年2月29日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	12.6	买入	47.0	2024年2月29日	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	15.7	买入	60.0	2024年2月29日	生物科技
BGNE US Equity	百济神州	148.6	买入	275.0	2024年2月27日	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	92.0	买入	165.0	2024年2月27日	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	130.8	买入	175.0	2024年2月27日	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	0.9	买入	5.4	2023年4月18日	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	24.7	买入	25.0	2023年4月4日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	30.5	买入	33.0	2024年4月8日	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	4.5	买入	15.0	2023年3月29日	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	39.2	买入	60.0	2024年3月21日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	1.5	买入	12.5	2023年3月28日	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	0.9	持有	4.25	2023年3月17日	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	48.7	买入	65.0	2024年3月20日	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	4.7	买入	13.6	2022年12月16日	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	34.9	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	16.5	持有	19.0	2022年7月27日	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	17.6	买入	28.1	2022年7月27日	生物科技
2256.HK Equity	和誉	3.3	买入	5.6	2022年7月27日	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	1.3	买入	6.0	2022年7月27日	生物科技
6998.HK Equity	嘉和生物	1.3	买入	6.1	2022年7月27日	生物科技
1177 HK Equity	中国生物制药	2.8	买入	5.1	2024年4月9日	制药
2359 HK Equity	药明康德	35.2	买入	48.0	2024年3月19日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	42.9	买入	60.0	2024年3月19日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	9.5	买入	16.8	2024年4月26日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	19.2	持有	22.4	2024年4月26日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	13.5	持有	20.0	2024年3月27日	CRO/CDMO
300760 CH Equity	迈瑞医疗	288.8	买入	390.0	2023年11月1日	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	13.3	买入	15.1	2024年4月3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	9.2	买入	15.5	2024年4月3日	医疗器械
688351 CH Equity	微电生理	24.9	买入	27.9	2023年11月16日	医疗器械
2190 HK Equity	归创通桥	10.3	买入	16.0	2024年3月22日	医疗器械
688617 CH Equity	惠泰医疗	493.7	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	3.0	持有	4.3	2022年5月26日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	11.0	持有	15.0	2024年3月21日	互联网医疗

注: 数据截至 2024 年 4 月 26 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

