



康龙化成 (3759.HK/300759.CH) : 2Q24 业绩符合预期, 下半年有望迎来收入增长显著加速

维持港股“买入”评级和目标价 16.8 港元；维持 A 股“持有”评级和目标价人民币 22.4 元。

• **1H24 业绩大致符合此前业绩预告:** 1H24 收入为人民币 56.04 亿元 (-0.6% YoY, -5% HoH), 偏向此前 [业绩预告](#) 高端, 经调整 Non-IFRS 归母净利润为 6.9 亿元 (-25.9% YoY, -29% HoH), 接近此前 [业绩预告](#) 中值, 经调整归母净利率为 12.3%, 较去年同期下降 4.2 个百分点, 主要由于毛利率较去年同期下降 3.1 个百分点, 系 CMC 板块上半年收入同比下降、临床板块国内竞争激烈价格承压以及 CGT 板块仍处于投入期导致。收入按客户类型划分来看, TOP20 药企收入同比下降 7.2%, 其他客户收入增长 0.5%, 主要系交付节奏影响, 下半年 TOP20 药企收入占比有望上升。按地域划分来看, 北美客户收入同比几乎持平, 欧洲客户收入同比增长 10%, 中国客户收入同比下降 13.2%。

• **2Q24 收入和经调净利增速均呈现环比提升:** 2Q24 收入为 29.3 亿元 (+0.6% YoY, +9.8% QoQ), 环比提升接近 10%; 经调整 Non-IFRS 归母净利润为 3.51 亿元 (-28.8% YoY, +3.7% QoQ), 环比提升 3.7%。毛利率为 33.7% (-2.9 ppts YoY, +1.5 ppts QoQ), 较 1Q24 有所提升, 主要受益于临床研究服务板块毛利环比提升明显。分板块来看, [实验室服务板块、临床研究服务板块和大分子 CGT 板块收入环比提升明显](#), 分别取得 10.1%、15.4%、31% 的 QoQ 增速, 扭转了 1 季度三个板块较 4Q23 环比下降的态势; 相比之下, CMC 板块则较 1Q24 轻微环比提升 2%。毛利率端, 临床研究服务取得了明显的毛利率环比上升 (+6.1 ppts QoQ), 而实验室服务和 CMC 仅实现轻微的毛利率环比上升, 其次大分子 CGT 服务尽管仍处于投入期, 毛利亏损状态亦有所缩窄 (缩窄 12.7 个百分点)。

• **1H24 新签订单同比增长 15%+, 公司维持全年收入增长 10%+ 目标不变:** 公司表示 1H24 整体新签订单金额同比增长 15%+, 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 25%+, 临床板块新签服务订单实现双位数同比增长。随着海外投融资的逐步复苏和实验室服务板块和 CMC 板块已签订单更多将在下半年转化为收入 (其中 CMC 板块目前年内新增 2 项创新药制剂商业化项目), 公司有信心达成之前所说的全年收入指引 (同比增长 10%+), 对应下半年约 20% 收入增速。我们认为该目标看起来仍有一定挑战性, 因此三季报业绩将成为市场主要关注的焦点。

• **下半年经调整净利润率有望在上半年基础上进一步改善:** 一方面, 实验室服务毛利率有望继续稳定在 44% 水平, 随着下半年 CMC 板块和临床板块更多订单转化为收入, 这两个板块毛利率或有望得到改善, 推动整体毛利率提振。当然另一方面, 我们也注意到也存在一些潜在的毛利拖累因素, 包括公司下半年员工预计将增加几百人达到年底 2000 人规模 (各业务线都将增加人手)、美国欧洲小分子产能仍然在调整期、临床研究服务在激烈竞争市场环境下价格仍然继续承压、大分子 CGT 仍处于建设投入期, 因此我们保守认为下半年经调整净利润率有望在上半年基础上有所改善, 但提升幅度预计有限。

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 8 月 28 日

康龙化成 (3759.HK)

买入

目标价 (港元)	16.8
潜在升幅/降幅	+95%
目前股价 (港元)	8.6
52 周内股价区间 (港元)	8.0-23.4
总市值 (百万港元)	34,603
近 3 月日均成交额 (百万港元)	35

注: 截至 2024 年 8 月 28 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	+14%
目前股价 (人民币)	19.7
52 周股价区间 (人民币)	17.7-37.0
总市值 (百万人民币)	31,608
近 3 月日均成交额 (百万人民币)	296

注: 截至 2024 年 8 月 28 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



- **维持港股目标价 16.8 港元和 A 股目标价 22.4 元：**我们将公司 2024/25/26E 经调整 non-IFRS 净利润分别调整-11.5%/+0.4%/+3%，主要由于微调收入预测，略微下调毛利率，及调整非经营性项目导致。维持公司港股“买入”评级，给予港股 12x 2025E PE，维持港股目标价 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，维持 A 股目标价人民币 22.4 元。
- **投资风险：**收入增长不及预期，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	12,669	14,321	16,329
同比变动 (%)	37.9%	12.4%	9.8%	13.0%	14.0%
归母净利润	1,375	1,601	1,939	1,858	2,259
同比变动 (%)	-17.2%	16.5%	21.1%	-4.1%	21.6%
PE (x)	7.0	6.7	7.9	6.2	5.2

E=浦银国际预测。资料来源：公司报告、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	12,669	14,321	16,329
营业成本	-6,517	-7,443	-8,380	-9,291	-10,445
毛利润	3,749	4,095	4,288	5,030	5,883
销售费用	-230	-253	-270	-301	-343
管理费用	-1,552	-1,672	-1,862	-2,077	-2,335
研发费用	-282	-448	-456	-501	-572
营业利润	1,685	1,722	1,700	2,152	2,634
财务费用	-167	-182	-308	-308	-308
其他收入和收益	426	374	980	450	450
其他费用	-222	-38	-51	-57	-65
资产减值损失	-21	-36	-44	-43	-49
分占联营公司亏损	-34	-2	-63	-72	-82
税前净利润	1,666	1,838	2,214	2,122	2,580
所得税	-314	-256	-332	-318	-387
税后利润	1,352	1,582	1,882	1,804	2,193
少数股东损益	-22	-19	-56	-54	-66
归母净利润	1,375	1,601	1,939	1,858	2,259

现金流量表

(百万人民币)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
除税前利润	1,666	1,838	2,214	2,122	2,580
物业、厂房及设备折旧	590	778	1,043	1,203	1,326
使用权资产折旧	144	195	227	182	146
存货增加/(减少)	-177	14	-142	31	-171
贸易及其他应收款增加	-657	-395	-79	-556	-217
贸易及其他应付款项增加	234	173	97	54	137
其他	342	150	121	-162	-199
经营现金流	2,143	2,754	3,482	2,876	3,602
购买物业、厂房及设备	-2,920	-2,848	-2,560	-2,360	-2,060
收购	-1,214	-95	0	0	0
其他	1,258	692	0	0	0
投资现金流	-2,877	-2,251	-2,560	-2,360	-2,060
计息负债变动	-30	0	1	1	1
股权募资	-370	0	0	0	0
其他	-1,017	3,915	0	0	0
融资现金流	-1,417	3,915	1	1	1
现金净流量	-2,151	4,332	923	517	1,543

资产负债表

(百万人民币)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,448	5,791	6,715	7,232	8,775
应收款项	1,882	2,242	2,321	2,877	3,094
存货	362	365	507	476	646
其它流动资产	2,844	2,476	2,573	2,703	2,854
流动资产合计	6,536	10,874	12,116	13,287	15,369
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	2,586	2,370	2,183
非流动资产合计	13,957	15,602	16,867	17,810	18,360
资产总计	20,493	26,477	28,982	31,097	33,729
短期借款	738	727	729	730	731
应付账款	406	412	509	563	700
其他应付账款	1,596	1,377	1,802	1,951	2,141
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	4,234	4,498	4,889
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	13,862	14,172	14,611
股本	1,191	1,787	1,787	1,787	1,787
储备	9,357	10,769	12,708	14,566	16,825
母公司拥有人应占权益	10,549	12,557	14,495	16,354	18,613
少数股东权益	291	681	625	571	505
负债和所有者权益合计	20,493	26,477	28,982	31,097	33,729

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	0.9	1.2	1.4
每股净资产	5.9	7.1	8.1	9.1	10.4
每股营收	5.8	6.5	7.1	8.0	9.1
每股经营现金流	1.2	1.6	1.9	1.6	2.0
估值 (倍)					
P/E	7.0	6.7	7.9	6.2	5.2
P/B	1.2	1.0	0.9	0.8	0.7
P/S	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8
盈利能力比率 (%)					
毛利率	36.5%	35.5%	33.9%	35.1%	36.0%
归母净利率	13.4%	13.9%	15.3%	13.0%	13.8%
净资产收益率	13.3%	13.9%	14.3%	12.0%	12.9%
总资产收益率	7.0%	6.7%	6.8%	6.0%	6.8%
盈利增长 (%)					
营业收入增长率	37.9%	12.4%	9.8%	13.0%	14.0%
营业利润增长率	15.7%	2.2%	-1.3%	26.6%	22.4%
归母净利润增长率	-17.2%	16.5%	21.1%	-4.1%	21.6%
偿债能力指标					
计息负债/权益	13.8%	40.1%	34.7%	30.8%	27.1%
流动比率	167.1%	297.6%	286.1%	295.4%	314.3%
现金比率	37.0%	158.5%	158.6%	160.8%	179.5%
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	20.1	21.1	22.1
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	27.5	买入	40.5	2024年8月1日	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	17.3	买入	26.0	2024年8月1日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	14.7	买入	47.0	2024年8月7日	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	19.3	买入	60.0	2024年8月7日	生物科技
BGNE US Equity	百济神州	202.2	买入	285.0	2024年8月8日	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	120.2	买入	171.0	2024年8月8日	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	151.7	买入	181.0	2024年8月8日	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	0.6	买入	5.4	2023年4月18日	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	21.0	买入	25.0	2023年4月4日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	11.8	持有	26.0	2024年8月19日	生物科技
688331 CH Equity	荣昌生物	24.4	持有	35.0	2024年8月19日	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	5.0	买入	8.0	2024年8月21日	生物科技
688428 CH Equity	诺诚健华	10.4	买入	12.5	2024年8月21日	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	44.1	买入	60.0	2024年6月26日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	1.4	买入	12.5	2023年3月28日	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	1.4	持有	4.25	2023年3月17日	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	45.3	买入	63.0	2024年5月31日	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	2.5	买入	13.6	2022年12月16日	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	32.6	买入	58.0	2024年6月3日	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	1.3	买入	22.5	2022年7月27日	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	23.1	持有	19.0	2022年7月27日	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	33.3	买入	28.1	2022年7月27日	生物科技
2256.HK Equity	和誉	3.1	买入	5.6	2022年7月27日	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	1.1	买入	6.0	2022年7月27日	生物科技
6998.HK Equity	嘉和生物	1.4	买入	6.1	2022年7月27日	生物科技
1177 HK Equity	中国生物制药	3.2	买入	5.5	2024年8月13日	制药
2359 HK Equity	药明康德	33.2	买入	48.0	2024年7月30日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	38.3	买入	60.0	2024年7月30日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	8.6	买入	16.8	2024年8月28日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	19.7	持有	22.4	2024年8月28日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	10.5	持有	18.5	2024年8月22日	CRO/CDMO
300760 CH Equity	迈瑞医疗	226.5	买入	390.0	2024年4月30日	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	7.1	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	2.8	买入	10.2	2024年6月18日	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	0.6	买入	3.4	2023年9月5日	医疗器械
2172 HK Equity	微创脑科学	7.3	买入	15.5	2024年4月3日	医疗器械
688351 CH Equity	微电生理	20.9	买入	27.9	2024年8月23日	医疗器械
2190 HK Equity	归创通桥	11.0	买入	16.4	2024年8月21日	医疗器械
688617 CH Equity	惠泰医疗	342.9	买入	454.0	2023年11月30日	医疗器械
2325 HK Equity	云康集团	7.9	买入	13.1	2024年3月28日	ICL
241 HK Equity	阿里健康	2.9	持有	4.0	2024年5月28日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	9.9	持有	11.4	2024年8月22日	互联网医疗

注: 数据截至 2024 年 8 月 28 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

杨增希

essie_yang@spdbi.com
852-2808 6469

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

