

云康集团 (2325.HK)：1H24 业绩表现乏力，预计行业竞争及应收款减值中短期仍将影响公司盈利

公司 1H24 三大核心业务板块收入均出现下滑，且期内录得人民币 1.3 亿元净亏损，业绩表现乏力。ICL 行业检测产能此前在疫情期间扩张速度较快，后疫情时代随着检测需求回落，充足的产能也催生了更激烈价格竞争，拖累 ICL 企业收入及盈利增长。1H24 公司收入下滑主要受到常规检测服务需求增长不及预期以及检测价格下滑影响；此外，应收账款减值继续影响公司盈利，且随着账期拉长及医院回款未见明显加快，应收减值仍将在中短期对公司盈利能力造成影响。

1H24 业绩表现乏力，常规检测需求增长不及预期。1H24 收入同比-20%至人民币 3.8 亿元，核心业务板块中为医联体提供的检测服务/诊断外包/为非医疗机构提供的诊断服务收入同比-8%/-29%/-27%，各板块收入均下滑，主因：1) 常规检测服务需求增长不及预期；2) 检测价格受行业竞争加剧影响出现下滑；毛利率同比-4.4pcts 至 33.7%，主因公司此前固定成本投入较高，收入下滑导致规模效应减小；此外，应收账款减值继续成为影响公司盈利水平的主要因素之一，期内公司录得人民币 1.0 亿元的应收款减值亏损，叠加上述收入及毛利率下滑因素，公司期内录得归母净亏损人民币 1.3 亿元。

行业短期仍将受竞争加剧扰动。主要 ICL 上市公司 1H24 年业绩均出现不同程度下滑（金域收入/扣非净利同比下滑 10%/73%；迪安收入/扣非净利同比下滑 9%/77%；艾迪康收入/归母净利同比下滑 11%/9%），后疫情时代 ICL 检测产能相对充足，我们预计行业价格竞争仍将持续，且在常规检测需求增长不及预期背景下，行业竞争或较我们此前预计更为激烈，对多数 ICL 企业均将造成影响。

随着账龄增加，预计应收减值仍将对公司盈利造成较大影响。截至 1H24 末，公司账上应收账款 14 亿元，其中账龄<1 年/1-2 年/2-3 年/>3 年的分别占比 28%/50%/19%/2%。公司 7-8 月继续收回约 11% 的剩余应收款，但随着账期拉长，我们预计应收款减值仍将对公司盈利造成影响（参考公司 2023 年计提减值拨备时采用的预期亏损率，1-2 年/>3 年账龄的公立医院应收款预期亏损率分别为 26%/100%）。政策端，国家医保局于 2024 年 7 月发布了《关于印发按病组和病种分值付费 2.0 版分组方案并深入推进相关工作的通知》，鼓励通过预付医保基金等措施来缓解医疗机构的资金压力，并全面清理医保基金的积压应付费用。若后续政策执行力度较大，或可加快应收回款速度。

调整目标价至 10.5 港元。我们预计 2024-26E 公司收入人民币 7.2 亿/7.5 亿/8.1 亿元，继续采用 DCF 对公司估值（WACC：10.0%、永续增长率：2.0%），得到目标价 10.5 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	720	747	807
同比变动 (%)	121.4%	-76.3%	-19.2%	3.7%	8.0%
归母净利润	377	-102	-246	-120	5
同比变动 (%)	-1.0%	NM	NM	NM	NM

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 9 月 4 日

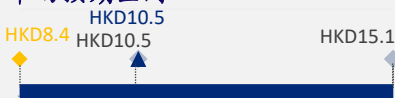
评级

买入

目标价 (港元)	10.5
潜在升幅/降幅	+26%
目前股价 (港元)	8.4
52 周内股价区间 (港元)	7.8-12.5
总市值 (百万港元)	5,187
近 3 月日均成交额 (百万)	1

注：数据截至 2024 年 9 月 3 日

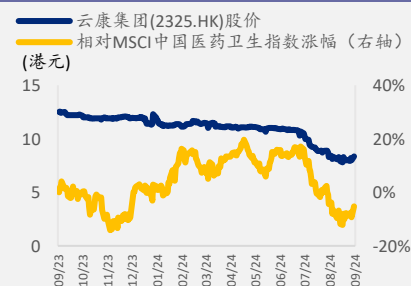
市场预期区间



▲ 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	720,253	746,893	806,816
收益成本	-2,448,471	-565,714	-489,772	-485,480	-516,362
毛利润	1,307,730	325,786	230,481	261,413	290,454
销售开支	-312,005	-150,855	-165,658	-141,910	-121,022
行政开支	-386,673	-191,636	-187,266	-134,441	-104,886
- 研发费用	0	0	0	0	0
金融资产减值亏损净额	-187,620	-104,617	-100,000	-81,292	-40,341
其他收入	20,047	9,127	2,161	2,241	2,420
其他亏损&费用	-185	45,657	10,804	8,963	7,261
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	-2,000	0	0
财务成本-净额	-15,127	-34,235	-44,654	-35,868	-28,615
其他	-4,181	-3,441	-1,879	-1,654	-1,687
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	-256,133	-120,895	5,272
所得税	-69,475	-15,078	10,245	0	0
少数股东净利	-3,360	370	246	-1,209	53
归零净利润	377,309	-102,259	-246,133	-119,686	5,219

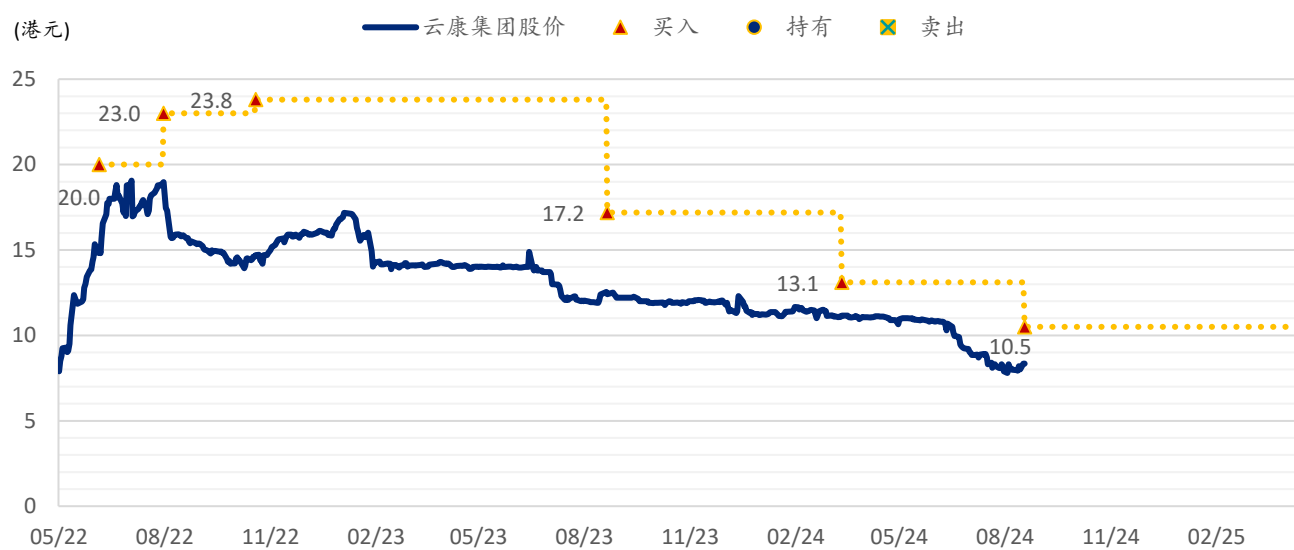
资产负债表					
(人民币千元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
物业及设备	420,602	396,921	433,966	465,135	491,361
无形资产	3,756	3,368	2,425	1,886	1,578
按权益法入账的投资	0	0	0	0	0
预付款项及其他应收款项	15,658	4,788	5,600	5,880	6,174
按公允价值计入其他全面收益的金融资产	84,341	74,508	80,000	81,600	83,232
按公允价值计入损益的金融资产	160,241	162,354	160,354	159,062	168,721
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	734,177	765,396	802,898
存货	41,317	18,021	16,867	15,055	16,068
存货周转天数	16	19	13	12	11
贸易应收账款项&应收票据	2,432,165	1,515,500	1,300,000	1,000,000	800,000
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	20,000	22,000	24,200
受限制现金	145,926	405,475	405,475	405,475	405,475
现金及现金等价物	787,742	1,244,120	1,183,977	1,379,624	1,594,483
其他	642,569	626,608	420,000	420,000	420,000
流动资产	4,168,468	3,838,281	3,346,319	3,242,154	3,260,226
总资产	4,906,977	4,532,052	4,080,496	4,007,550	4,063,124
借款	328,115	193,594	200,000	200,000	200,000
递延收益	0	0	0	0	0
租赁负债	57,677	25,882	16,000	16,320	16,646
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	220,088	220,408	220,734
借款	363,669	1,154,247	1,000,000	1,000,000	1,000,000
贸易及其他应付款项	1,492,079	975,484	930,000	976,500	1,025,325
贸易应付款项	0	0	0	0	0
其他应付款项	0	0	0	0	0
即期税项负债	85,433	42,784	40,000	40,800	41,616
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	1,986,438	2,034,067	2,084,043
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	503,537	383,851	389,070
非控股权益	7,316	7,705	7,951	6,742	6,795
权益	2,539,579	2,119,857	1,873,970	1,753,075	1,758,347

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)	2022E	2023A	2024E	2025E	2026E
除所得税前（亏损） / 溢利	443,424	-86,811	-256,133	-120,895	5,272
财务成本- 净额	20,307	43,560	44,654	35,868	28,615
金融资产减值亏损净额	187,620	104,617	100,000	81,292	40,341
物业及设备折旧	153,331	66,711	62,955	68,831	73,774
无形资产摊销	2,716	1,609	1,443	1,039	808
营运资金变动	-892,777	301,539	166,571	347,480	246,796
经营所得 / （所用） 现金	209,498	385,067	21,491	333,616	345,605
已付中国企业所得税	-72,133	-51,224	10,245	0	0
其他	85,379	-431,225	-119,491	-413,616	-395,605
经营活动所得 / （所用） 现金净额	137,365	333,843	31,736	333,616	345,605
购买物业及设备	-316,841	-60,993	-100,000	-100,000	-100,000
购买无形资产	-797	-1,221	-500	-500	-500
购买按公允价值计入其他全面收益的金融资产	-6,000	0	-5,492	-1,600	-1,632
已收利息	0	0	8,181	7,786	9,072
其他	-929,988	-91,726	206,608	0	0
投资活动所得 / （所用） 现金净额	-1,253,626	-153,940	108,797	-94,314	-93,060
银行及其他借款净额	401,099	644,057	-147,841	0	0
已付利息	-16,761	-36,057	-50,957	-42,000	-36,000
租赁付款的本金及利息开支	-22,312	-21,067	-1,879	-1,654	-1,687
IPO融资金额&其他	740,022	-310,458	0	0	0
融资活动所得 / （所用） 现金净额	1,102,048	276,475	-200,676	-43,654	-37,687
现金及现金等价物增加 / （减少）	-12,953	456,378	-60,143	195,647	214,859
年初 / 期初现金及现金等价物	800,695	787,742	1,244,120	1,183,977	1,379,624
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	1,183,977	1,379,624	1,594,483

财务和估值比率					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	0.66	-0.17	-0.40	-0.20	0.01
每股销售额	6.53	1.46	1.18	1.22	1.32
每股股息	4.09	3.41	3.02	2.82	2.83
同比变动					
收入	121.4%	-76.3%	-19.2%	3.7%	8.0%
除税前利润	-1.7%	NM	NM	NM	NM
归母净利润	-1.0%	NM	NM	NM	NM
费用与利润率					
毛利率	34.8%	36.5%	32.0%	35.0%	36.0%
除税前利润率	11.8%	-9.7%	-35.6%	-16.2%	0.7%
归母净利率	10.0%	-11.5%	-34.2%	-16.0%	0.6%
回报率					
平均股本回报率	18.9%	-4.4%	-12.3%	-6.6%	0.3%
平均资产回报率	10.2%	-2.2%	-5.7%	-3.0%	0.1%
资产效率					
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
财务杠杆					
流动比率 (x)	2.1	1.8	1.7	1.6	1.6
速动比率 (x)	2.1	1.7	1.7	1.6	1.6
现金比率 (x)	0.4	0.6	0.6	0.7	0.8
负债 / 权益	0.9	1.1	1.2	1.3	1.3
估值					
市盈率 (x)	11.7	-46.2	-19.2	-39.5	905.4
市销率 (x)	1.2	5.3	6.6	6.3	5.9
市净率 (x)	1.9	2.3	2.6	2.7	2.7

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

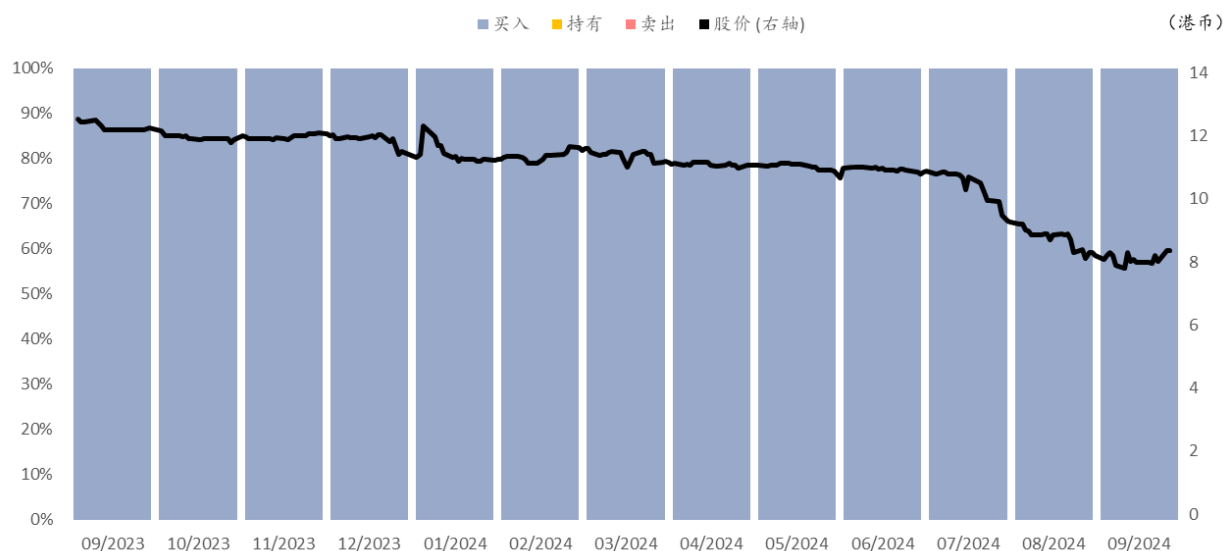
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级/目标价/预测 发布日期	行业
13.HK Equity	和黄医药	27.7	买入	40.5	2024 年 8 月 1 日	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	17.4	买入	26.0	2024 年 8 月 1 日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	15.2	买入	47.0	2024 年 8 月 7 日	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	19.4	买入	60.0	2024 年 8 月 7 日	生物科技
BGNE US Equity	百济神州	188.3	买入	285.0	2024 年 8 月 8 日	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	114.8	买入	171.0	2024 年 8 月 8 日	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	148.1	买入	181.0	2024 年 8 月 8 日	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	0.7	买入	5.4	2023 年 4 月 18 日	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	22.1	买入	25.0	2023 年 4 月 4 日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	12.3	持有	26.0	2024 年 8 月 19 日	生物科技
688331 CH Equity	荣昌生物	24.7	持有	35.0	2024 年 8 月 19 日	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	5.1	买入	8.0	2024 年 8 月 21 日	生物科技
688428 CH Equity	诺诚健华	10.8	买入	12.5	2024 年 8 月 21 日	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	42.5	买入	60.0	2024 年 8 月 29 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	1.6	持有	4.25	2023 年 3 月 17 日	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	49.1	买入	63.0	2024 年 8 月 30 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	35.2	买入	58.0	2024 年 8 月 29 日	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	1.1	买入	22.5	2022 年 7 月 27 日	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	23.2	持有	19.0	2022 年 7 月 27 日	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	33.7	买入	28.1	2022 年 7 月 27 日	生物科技
2256.HK Equity	和誉	3.2	买入	5.6	2022 年 7 月 27 日	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	1.2	买入	6.0	2022 年 7 月 27 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	3.1	买入	5.5	2024 年 8 月 13 日	制药
2359 HK Equity	药明康德	33.8	买入	48.0	2024 年 7 月 30 日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	38.4	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	19.6	持有	22.4	2024 年 8 月 28 日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	11.0	持有	18.5	2024 年 8 月 22 日	CRO/CDMO
300760 CH Equity	迈瑞医疗	247.5	买入	350.0	2024 年 9 月 2 日	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	7.0	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	8.3	买入	15.5	2024 年 4 月 3 日	医疗器械
688351 CH Equity	微电生理	19.9	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	348.0	买入	454.0	2023 年 11 月 30 日	医疗器械
2325 HK Equity	云康集团	8.4	买入	10.5	2024 年 9 月 4 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	9.6	持有	11.4	2024 年 8 月 22 日	互联网医疗

注：股价截至 2024 年 9 月 3 日港股收盘；

资料来源：Bloomberg、浦银国际

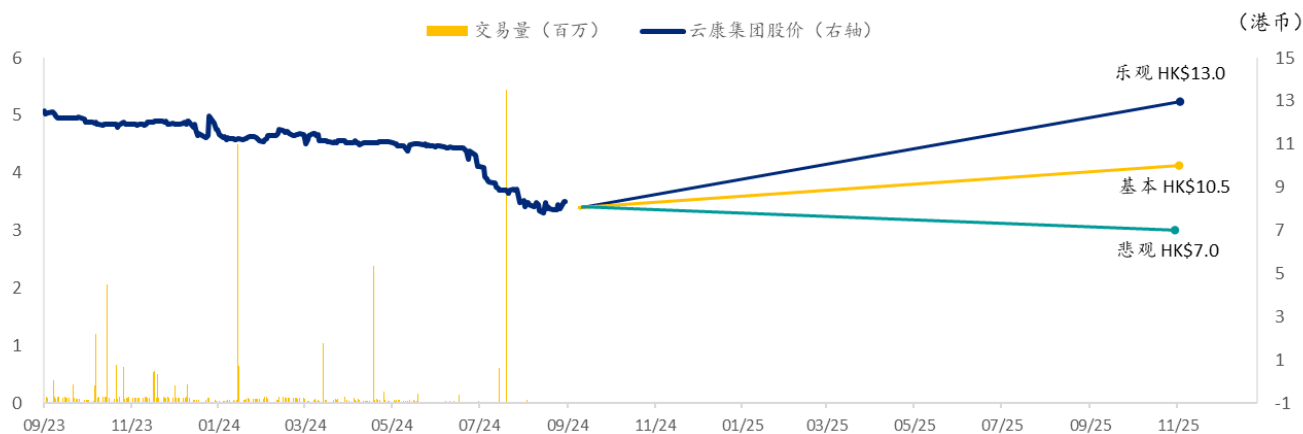
SPDBI 乐观与悲观情景假设

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：13.0 港元

概率：20%

- 2023-26E 核心非新冠收入复合增速>20%;
- 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：7.0 港元

概率：20%

- 2023-26E 核心非新冠收入复合增速<5%;
- 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联属公司、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关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

