

香港股市 | 医疗服务

云康集团 (2325.HK)

公司亮点

- (一) 云康集团是一家为医疗机构提供全套的诊断检测服务的医学运营服务提供商，相关行业市占率为3.7%，位列第五。（根据弗若斯特沙利文，2020年收益计算）
- (二) 公司拥有约两千个丰富的检测项目，及稳固忠诚的客户网络，目前已建立322个现场诊断中心，为超过700间医疗机构提供服务。
- (三) 公司通过提供新冠肺炎检测服务，充分利用疫情红利，自2020年起已实现扭亏为盈。

行业前景

受益于政府支持分级医疗制度的利好政策、医疗资源的稀缺及分配不均、慢性病管理与康复的需求增加，中国医学运营服务（即面向医疗机构提供的诊断检测服务）市场预期将由2020年的人民币306.9亿元增长至2025年的479.5亿元，复合年增长率达9.3%。竞争格局方面，两家龙头企业金域医学（603882.SH）及迪安诊断（300244.SZ）分别市占率高达25.6%及16.6%，而公司仅不到4%的市场份额位列第五与其差距明显。

公司经营

2020年受益于在疫情催化下的新冠肺炎病毒检测服务需求激增，公司同年的收入由过往6亿左右的水平同比翻倍达到约12亿元且于2021年进一步增长至17亿元。毛利率方面持续提升，现已维持到50%以上，主因来自高毛利的新冠肺炎外包检测收入占比提升所致。盈利方面，由于公司的销售及行政开支高企导致2018、2019年两年的相关开支占比总收入高达近五成，从而连续两年录得亏损，直至2020年随着收入翻倍增长，使得公司摆脱亏损困扰，2021年公司的归母净利润达3.8亿元，净利润率达22.6%。

估值水平

我们选取一家港股上市的康圣环球（9960.HK）及两家A股上市的金域医学（603882.SH）、迪安诊断（300244.SZ）作为对标：收入方面，公司远低于两家A股的龙头公司，但高于港股的康圣环球。毛利率方面，公司高于行业平均水平；估值方面，行业同业

中泰评分

综合得分：(100分为满)

中性 63

行业前景	13
公司经营	13
估值水平	13
稳价人往绩	12
市场氛围	12

注：各项满分为20分，综合得分满分为100分。

招股概要

公开发售价：	HK\$7.89
每手股数：	500股
每手费用：	约HK3,985
公司市值：	HK\$48亿
保荐人：	招银国际、浦银国际
主要股东：	张勇
总发行数股：	138.2百万股
公开发售：	13.8百万股
国际发售：	124.4百万股
截止认购日：	5月11日
分配结果日：	5月17日
正式上市日：	5月18日

来源：公司资料。

分析师

余浩樑 (Albert Yu)

+852 2359 1840

albert.yu@ztsc.com.hk

的 2022 年预测市盈率平均约为 16.7 倍，2022 预测市销率平均约为 2 倍。公司 2021 年的历史市盈率约为 10.6 倍，市销率约为 2.4 倍，按全球公开发售后的 6.1 亿股本计算，对应市值为 48 亿港元。

图表 1: 同业比较 (更新至 2022 年 5 月 4 日)

股票名称	财年	(亿港元)		收入		净利	净利	历史	历史
		市值	总收入	增长	毛利率	增长	润率	市盈率(倍)	市销率(倍)
云康集团 (2325.HK)	12/2021	48	20.2	41.4%	53%	49.2%	22.7%	10.6	2.4
康圣环球 (9960.HK)	12/2021	21	11.2	4.4%	52.2%	-49.9%	-156.3%	19.7	1.7
金域医学 (603882.SH)	12/2021	474	143.9	44.9%	47.3%	47.0%	18.6%	17.9	3.0
迪安诊断 (300244.SZ)	12/2021	258	157.7	22.9%	38.3%	44.8%	8.9%	12.4	1.3

来源: 公司资料, 彭博, 中泰国际研究部。同业市盈率、市销率为 2022 年彭博预测。

稳价人往绩

此次稳价人是招银国际，2021 年至今共参与保荐项目 4 个，参与稳价人项目 0 个。

市场氛围

同属提供检测诊断服务的康圣环球的首日破发，此外近期港股新股市场气氛仍旧低迷，首日破发频出。基石方面，引入 Harvest、亚辉龙香港两家作为投资者，认购约 3,800 万美元，假设按照发售价未行使超额配股权，合计占发售股份约 27.4%。

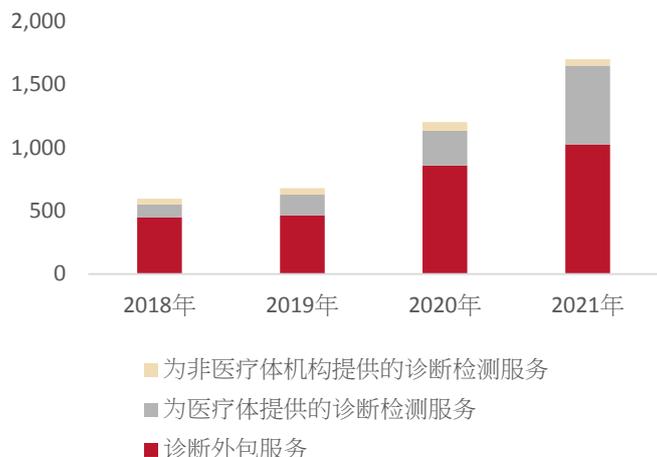
申购建议

由于受到新冠肺炎带来的病毒检测服务需求激增导致公司近一两年业绩增长迅猛，但考虑公司在整体面向医疗机构提供的诊断检测服务的市占率仅为个位数，而两家 A 股龙头金域医学、迪安诊断合计的市场份额超过四成，差距明显。同时参考同类公司的康圣环球上市破发及近期新股市场低迷等因素影响，综上所述我们给予其 63 分，评级为“中性”。

风险提示

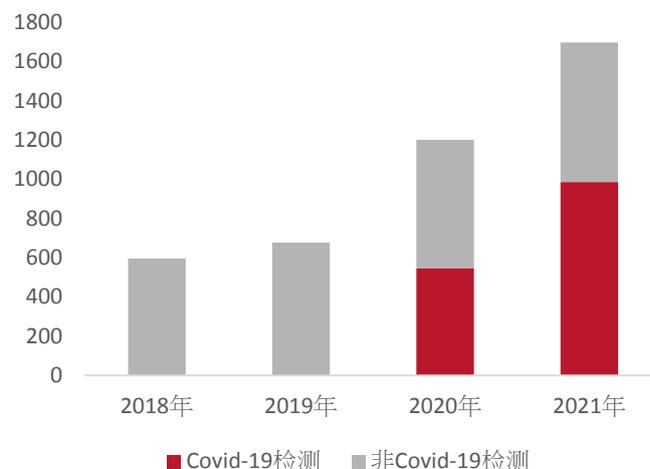
(1) 市场竞争风险、(2) 来自 COVID-19 检测收入的依赖度较高、(3) 行业监管政策变化

图表 2: 公司收入-按服务类型划分 (单位: 百万人民币)



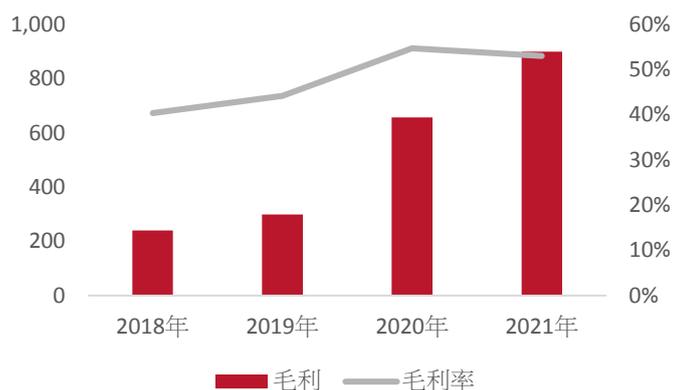
来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 3: 公司收入-按 COVID-19 检测与非 COVID-19 检测划分 (单位: 百万人民币)



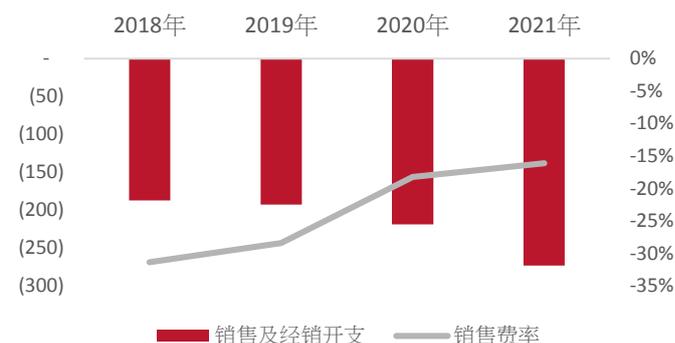
来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 4: 公司毛利及毛利率 (单位: 百万人民币)



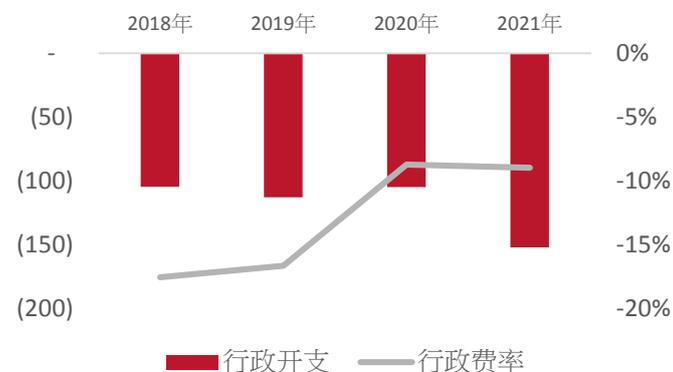
来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 5: 公司销售开支及销售费率 (单位: 百万人民币)



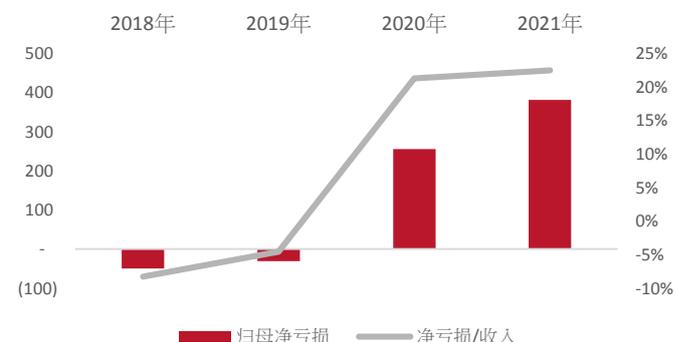
来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 6: 公司行政开支及行政费率 (单位: 百万人民币)



来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 7: 公司归母经利润/亏损及净利率 (单位: 百万人民币)



来源: 公司资料, 中泰国际研究部

相关行业佳绩

公司	行业	上市日期	(HK\$)上市价	超额倍数	中签率	首日表现	(HK\$)现价	累积表现
康圣环球(9960.HK)	医疗服务	2021-07-16	9.78	543	5%	-7.57%	2.11	-78.43%

来源：彭博、中泰国际研究部

中泰新股推荐表现

公司	上市日期	(HK\$)上市价	首日收市表现	首日最高表现	第二日收市累计表现	第三日收市累计表现	(HK\$)首日收市一手收益	(HK\$)首日最高一手收益
医渡科技(2158.HK)	2021-01-15	26.3	147.91%	165.40%	143.35%	133.65%	3,890	4,350
荣万家(2146.HK)	2021-01-15	13.46	-8.17%	-1.93%	-13.82%	-11.59%	-750	-177
稻草熊娱乐(2125.HK)	2021-01-15	5.88	83.67%	93.20%	28.06%	26.19%	5,154	5,741
星盛商业(6668.HK)	2021-01-26	3.86	3.63%	19.17%	0.26%	0.00%	141	744
心通医疗(2160.HK)	2021-02-04	12.2	54.30%	81.97%	40.82%	54.75%	6,620	10,000
快手(1024.HK)	2021-02-05	115	160.87%	200.00%	163.48%	204.87%	18,500	23,000
贝康医疗(2170.HK)	2021-02-08	27.36	1.24%	17.87%	4.17%	2.34%	170	2,445
诺辉健康(6606.HK)	2021-02-18	26.66	215.08%	222.21%	206.08%	196.14%	28,670	29,620
昭衍新药(6127.HK)	2021-02-26	151	-8.61%	-1.99%	-7.62%	-6.95%	-1,300	-300
朝云集团(6601.HK)	2021-03-10	9.2	-13.15%	-5.33%	-11.30%	-10.0%	-605	-245
百度集团(9888.HK)	2021-03-23	252	0.00%	1.83%	-0.48%	-10.08%	0	230
哔哩哔哩(9626.HK)	2021-03-29	808	-0.99%	-0.99%	-0.99%	2.48%	-196	-196
联易融科技(9959.HK)	2021-04-09	17.58	9.90%	13.65%	19.45%	13.20%	905	1,248
兆科眼科(6622.HK)	2021-04-29	16.8	-14.76%	-7.14%	-25.60%	-22.86%	-1,240	-600
京东物流(2618.HK)	2021-05-28	40.36	3.32%	18.31%	2.95%	13.48%	144	794
中原建业(9982.HK)	2021-05-31	3	-12.00%	-7.33%	-7.67%	-9.00%	-768	-469
时代天使(6699.HK)	2021-06-16	173	131.79%	183.24%	119.65%	122.31%	45,600	63,401
科济药业(2171.HK)	2021-06-18	32.8	-8.54%	-0.91%	-10.52%	-12.96%	-1,400	-150
奈雪的茶(2150.HK)	2021-06-30	19.8	-13.54%	-4.14%	-15.86%	-14.75%	-1,340	-410
归创通桥(2190.HK)	2021-07-05	42.7	40.52%	42.39%	28.81%	28.34%	8,650	9,050
朝聚眼科(2219.HK)	2021-07-07	10.6	33.02%	53.77%	40.38%	46.23%	1,750	2,850
康诺亚(2162.HK)	2021-07-08	53.3	27.58%	49.72%	30.96%	32.36%	7,350	13,250
医脉通(2192.HK)	2021-07-15	27.2	13.97%	19.49%	12.50%	10.11%	1,900	2,650
康圣环球(9960.HK)	2021-07-16	9.78	-7.57%	0.00%	-16.16%	-23.72%	-370	0
心玮医疗(6609.HK)	2021-08-20	171	-24.56%	-15.91%	-28.65%	-26.90%	-2,100	-1,360
先瑞达医疗(6669.HK)	2021-08-24	23.8	-26.05%	-22.77%	-20.76%	-21.85%	-6,200	-5,419
雍禾医疗(2279.HK)	2021-12-13	15.8	5.06%	16.33%	10.38%	5.06%	400	1,290
商汤(20.HK)	2021-12-30	3.85	7.27%	23.12%	42.86%	101.30%	290	922
IPO 组合收益							113,865	158,073
IPO 组合收益率							34.3%	47.6%

来源：彭博、中泰国际研究部；附注：组合收益率计算公式为一手收益除以一手认购本金，上述收益并未考虑认购费、经纪佣金、交易费等因素。（数据更新至 2022 年 5 月 5 日）

新股申购评级

以新股综合评分总得分为基准，从五方面来评估股份的投资价值：

1. 行业前景评分： 1-20分，20分为最高分
2. 公司经营评分： 1-20分，20分为最高分
3. 估值水平评分： 1-20分，20分为最高分
4. 稳价人往绩评分： 1-20分，20分为最高分
5. 市场氛围评分： 1-20分，20分为最高分

综合评分总得分 = (行业前景评分 + 公司经营评分 + 估值水平评分 + 稳价人往绩评分 + 市场氛围评分) 之总和

积极申购： 综合评分总得分 \geq 80分

申购： 70分 \leq 综合评分总得分 $<$ 80分

中性： 60分 \leq 综合评分总得分 $<$ 70分

不申购： 综合评分总得分 $<$ 60分

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（“中泰国际”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- (1) 在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司无企业融资业务关系。
- (2) 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- (3) 中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805