

疫后回归医检常规业务，看好数字化 转型提升运营效率

金域医学(603882.SH)

推荐(维持评级)

合理估值区间：103.60-118.40 元

分析师

程培

☎: 021-20257805

✉: chengpei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522100001

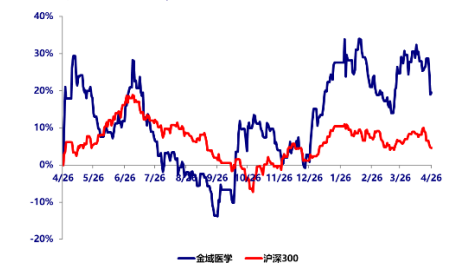
特此鸣谢: 孟熙

市场数据

2023-04-26

A 股收盘价(元)	81.18
A 股一年内最高价(元)	92.91
A 股一年内最低价(元)	57.51
沪深 300	3959.23
市盈率	18.49
总股本(万股)	46730.38
实际流通 A 股(万股)	46418.01
限售的流通 A 股(万股)	312.37
流通 A 股市值(亿元)	376.82

相对沪深 300 表现图



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

相关研究

2023-01-10 金域医学深度报告: ICL 龙头: 稳筑规模与技术优势, 政策驱动长期成长

2022-10-28 金域医学 2022 年三季度报点评: 常规业务增速恢复, 盈利能力保持稳定

核心观点:

- **事件:** 公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报, 公司 2022 年全年实现收入 154.76 亿 (+29.58%), 归母净利润 27.53 亿 (+24.02%), 扣非净利润 27.05 亿 (+23.58%), EPS 5.89 元, 经营性现金流 19.48 亿 (-6.71%)。公司 2023 年一季度实现营业收入 21.18 亿元 (-50.19%), 归母净利润 11.50 亿 (-82.40%), 扣非净利润 1.41 亿 (-83.20%), 经营性现金流 2.20 亿元 (+143.47%)。
- **医学检验回归常规业务, 高端技术平台愈发丰富。** 2022 年公司医学检验服务实现收入 145.2 亿元 (+28.54%), 占比 93.88% (-0.76pct), 毛利率为 42.94% (-4.26pct), 我们估计新冠相关占全年收入比例约不到一半, 毛利率的下滑主要是新冠检测降价及设备折旧、人员消化所致。2023 年 Q1 扣除新冠业务后常规医学检验服务收入 19.91 亿元 (+19.52%), 增长符合预期。公司持续整合多种技术平台及检测方法, 为临床诊疗提供综合诊断信息服务, 截至 2022 年, 公司拥有医学实验室 48 家, 合作共建实验室 740 家, 检测技术 79 项, 可提供检验项目 3,600 项, 累计服务医疗机构 2.3w+, 三级医院常规收入占比提升至 38.40%, 感染、神免、血液疾病线市场份额全国领先。
- **数字化转型提升运营效率, 整体经营质量持续改善。** 公司深入推进数字化战略转型, 其中: 1) 业务数字化建设方面, 公司立足血液病、感染等重点疾病线及相关技术平台, 不断加大数字化项目研发投入; 2) 数字业务化方面, 公司加速推进病理数字化融合, 淋巴瘤、遗传代谢病等疾病专病模型及病理报告结构化取得实效, 并启动智能送检助手、智慧报告解读等项目; 3) 技术与数据基础方面, 公司不断完善 IT 基础环境, 推动 PaaS 中台建设, 保障安全合规运营。2022 年公司期间费用率 20.20% (-3.68pct), 其中销售费用率 9.76% (-2.26pct), 管理费用率 6.43% (-1.00pct), 研发费用率 4.09% (-0.25pct); 2023 年一季度期间费用率为 23.76% (环比-0.21pct), 其中销售费用率 11.03% (环比-0.51pct), 管理费用率 6.54% (环比-0.79pct), 研发费用率 6.22% (环比+0.85pct)。我们认为, 除了新冠业务的影响 (收入基数影响、设备折旧和人员消化的滞后影响等), 数字化转型驱动经营质量改善的效果正逐步体现, 我们看好不利因素出清后公司的真实盈利能力。
- **应收账款回款进展顺利, 计提短暂影响表观业绩。** 截至 2022 末, 公司应收账款余额 74.24 亿元, 坏账准备计提 3.99 亿元 (计提比例 5.37%), 根据账龄来看, 一年以内账面余额占比达 89.58%, 表明公司过往回款进展顺利。2023 年 Q1 应收账款账面价值 65.89 亿元 (环比-6.2pct), 信用减值损失计提 1.48 亿元, 系影响一季度表观利润水平的主要原因, 我们看好公司 2023Q2 起盈利水平修复, 尽管预计仍会有一些减值, 但回款亦会冲回利润, 故对利润的影响会明显减小。
- **投资建议:** ICL 行业符合医保控费提质的政策诉求, DRGs 政策推行对行业龙头长期利好, 金域医学作为国内 ICL 头部企业, 有望借助技术及规模优势充分受益, 看好新冠业务消退后公司主业常规业务高速

增长。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 13.84/17.79/22.74 亿元，同比-49.74%/+28.59%/+27.78%，EPS 分别为 2.96/3.81/4.87 元，当前股价对应 2023-2025 年 PE 为 27/21/17 倍，维持“推荐”评级。

- **风险提示：**检验服务降价超预期的风险、应收账款回款进度不及预期的风险、亏损实验室业绩表现不达预期的风险。

主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	15476.07	10050.43	12121.94	14504.86
收入增长率%	29.58	-35.06	20.61	19.66
归母净利润（百万元）	2752.79	1383.64	1779.27	2273.60
利润增速%	24.02	-49.74	28.59	27.78
毛利率%	43.13	47.47	48.26	48.99
摊薄 EPS(元)	5.89	2.96	3.81	4.87
PE	13.78	27.42	21.32	16.69
PB	4.40	3.79	3.22	2.70
PS	2.45	3.77	3.13	2.61

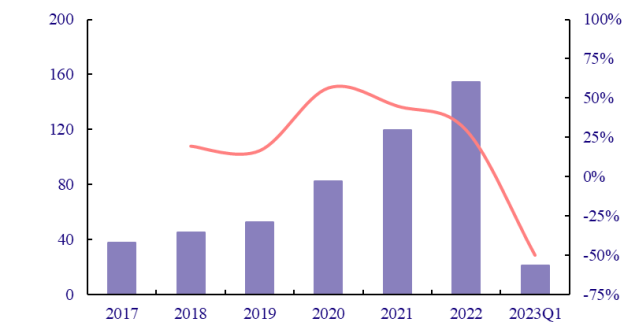
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

一、医学检验回归常规业务，高端技术平台愈发丰富

公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报，公司 2022 年全年实现收入 154.76 亿，同比增长 29.58%，归母净利润 27.53 亿，同比增长 24.02%，扣非净利润 27.05 亿，同比增长 23.58%，EPS 5.89 元，经营性现金流 19.48 亿，同比下降 6.71%。

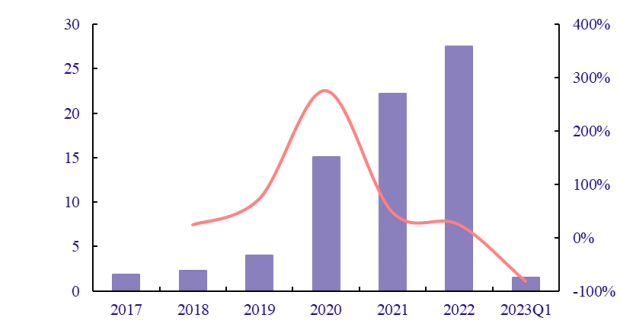
公司 2023 年一季度实现营业收入 21.18 亿元，同比下降 50.19%，归母净利润 11.50 亿，同比下降 82.40%，扣非净利润 1.41 亿，同比下降 83.20%，经营性现金流 2.20 亿元，同比增长 143.47%。

图 1：金城医学近年营业收入及增速（亿元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 2：金城医学近年净利润及增速（亿元）

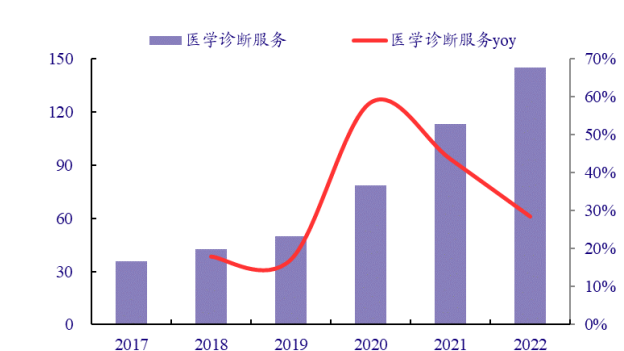


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

2022 年公司医学检验服务实现收入 145.2 亿元，同比增长 28.54%，占比 93.88%，较 2021 年下降 0.76 个百分点，毛利率为 42.94%，较 2021 年下降 4.26 个百分点，我们估计新冠相关占全年收入比例约不到一半，毛利率的下滑主要是新冠检测降价及设备折旧、人员消化所致。

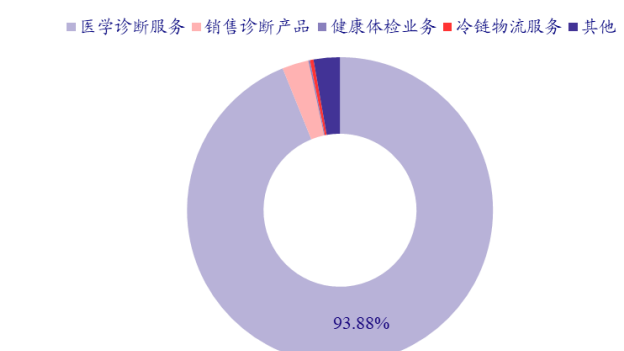
2023 年 Q1 扣除新冠业务后常规医学检验服务收入 19.91 亿元，同比增长 19.52%，增长符合预期。公司持续整合多种技术平台及检测方法，为临床诊疗提供综合诊断信息服务，截至 2022 年，公司拥有医学实验室 48 家，合作共建实验室 740 家，检测技术 79 项，可提供检验项目 3,600 项，累计服务医疗机构 2.3w+，三级医院常规收入占比提升至 38.40%，感染、神免、血液疾病线市场份额全国领先。

图 3：金城医学近年医学检验业务营收及增速（亿元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 4：金城医学 2022 年各业务营收占比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 5: 公司临床检测项目分类

 病理检查	 内分泌检查	 遗传代谢病检查	 心血管检查	 感染性疾病检查	 妇产科检查	 遗传与染色体分子病理检查	 血液学检查	 自身免疫性检测	 生化检查
 肿瘤检查	 亲子鉴定	 药物基因组检测	 肿瘤易感基因检查	 药物浓度检查	 病理免疫组化/荧光染色	 过敏原检测	 血液肿瘤分子病理检查	 实体肿瘤分子病理检查	 血液细胞遗传检查

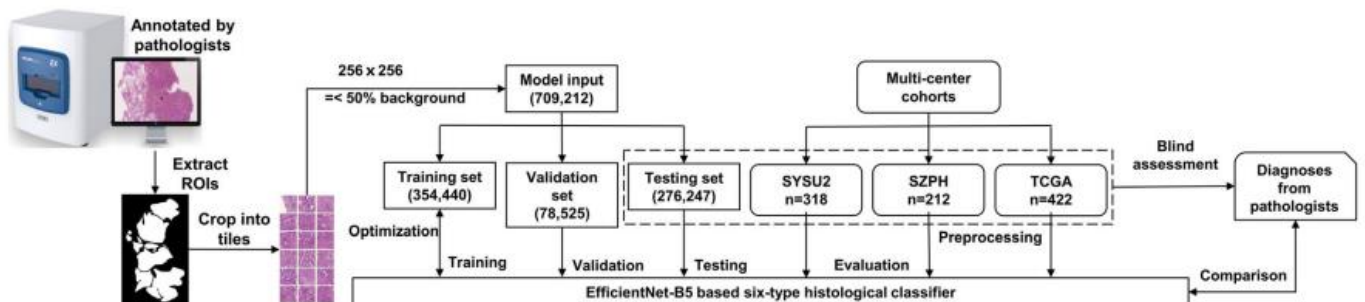
资料来源: 公司官网, 中国银河证券研究院

二、数字化转型提升运营效率, 整体经营质量持续改善

公司深入推进数字化战略转型, 其中: 1) 业务数字化建设方面, 公司立足血液病、感染等重点疾病线及相关技术平台, 不断加大数字化项目研发投入; 2) 数字业务化方面, 公司加速推进病理数字化融合, 淋巴瘤、遗传代谢病等疾病专病模型及病理报告结构化取得实效, 并启动智能送检助手、智慧报告解读等项目; 3) 技术与数据基础方面, 公司不断完善 IT 基础环境, 推动 PaaS 中台建设, 保障安全合规运营。

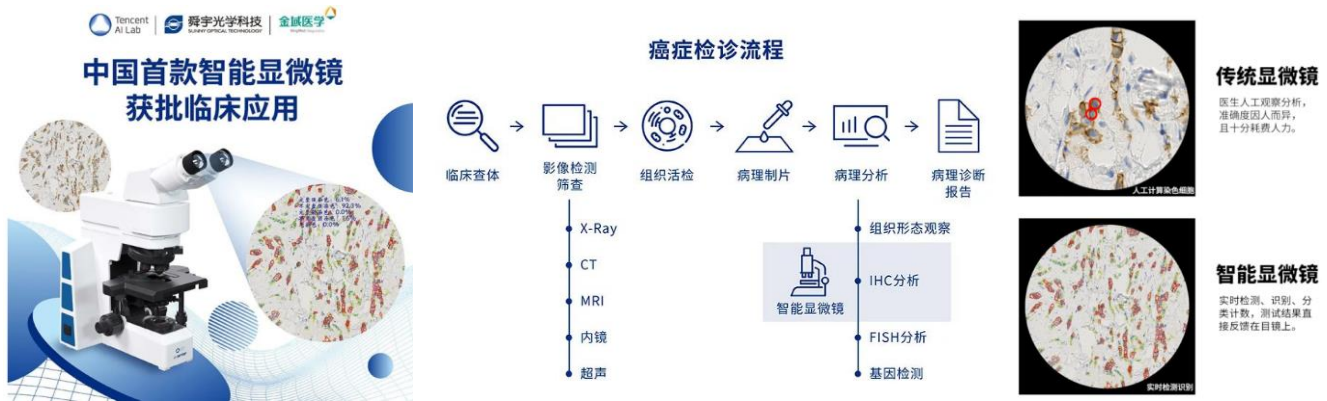
2020 年 12 月, 公司发布数字化转型战略, 以疾病诊断和健康服务为中心, 通过数据和技术驱动实现医检服务全程智能化, 生物医学与新一代信息技术融合创新, 打造开放式创新生态平台; 2022 年 8 月, 公司与华南理工大学合作建设智能医疗大数据联合实验室, 为第三方医检领域首家人工智能联合实验室, 旨在攻克医检 AI 领域的“卡脖子”问题, 实现基础共建, 协作创新和产业引领; 2019 年公司与华为合作推出 AI 辅助病理诊断模型, 基于病理形态学+深度学习技术, 精准、高效实现宫颈癌 AI 辅助筛查。该模型排阴率 60%、阴性片判读正确率>99%, 阳性病变检出率 99.9%, 判读速度是人工的 10 倍 (36 秒 vs 6 分钟); 2023 年 2 月 23 日, 公司与腾讯达成战略合作, 共同探索医学检验及病理诊断数字化升级, 促进医检服务智能化及 AI 临床应用。此外, 金域在 AI 辅助肺部组织病理诊断、虚拟现实 (AR) 智能显微镜等平台亦有成果, 大幅提升诊断及时性、覆盖范畴、效率与精准度, 赋能临床诊断。

图 6: AI 辅助诊断技术原理



资料来源: BMC Medicine, 19(1), 中国银河证券研究院

图 7：金城医学智能显微镜产品示意图

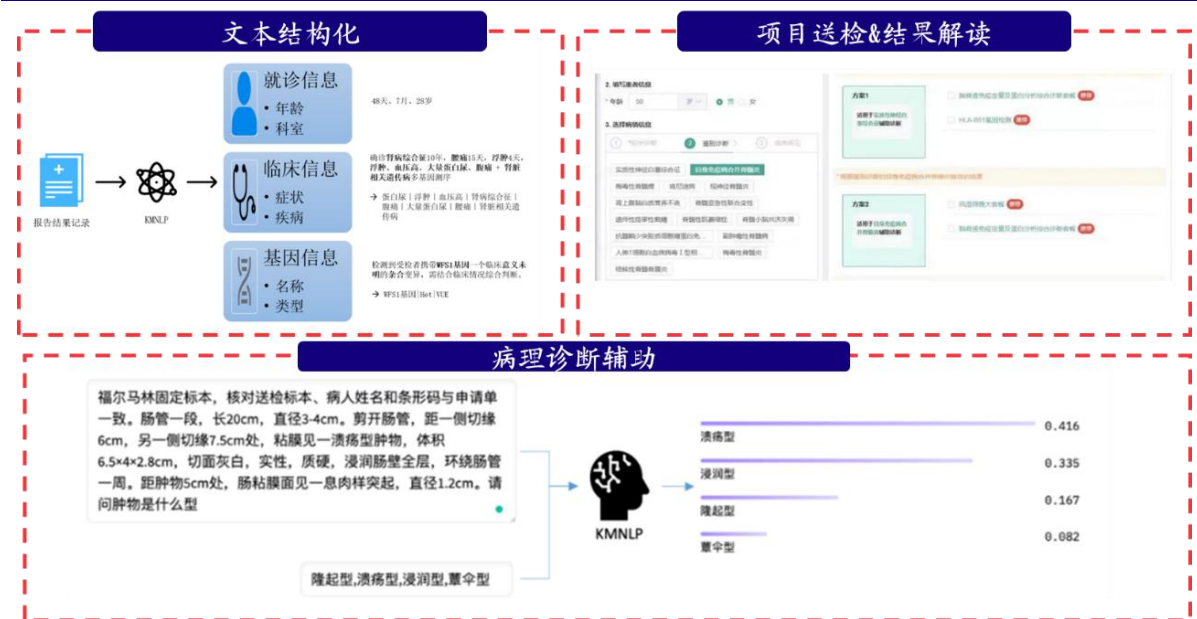


资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

未来有望将 ChatGPT 与公司医检业务融合：ChatGPT 作为生成式大语言模型，需要海量文本的预训练及指令精调，金城医学具备海量病例及医学文本数据，融合大语言模型可加速医检 AI 落地。ChatGPT 或可从三个方向助力公司检验业务：

- ① **文本结构化：**将无逻辑的文本分类归档，避免医生、学者进行简单重复性工作，大大提高工作效率；
- ② **项目送检&结果解读：**通过设计规则及内容编排，形成知识沉淀，使得医生只要在页面勾选患者临床症状、疑似疾病，即可快速了解相关检测项目，减少人为错误，同时还可出具相关文献参考；
- ③ **病例诊断辅助：**可以在零标注的数据场景下，自动抽取和诊断有关的关键信息，结合报告单模版，预填写报告单内容，优化病理医生工作流程。

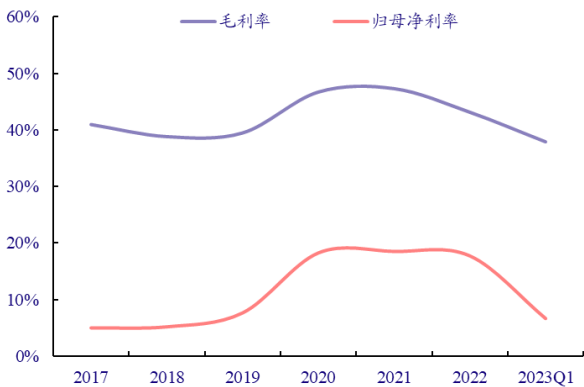
图 8：ChatGPT 助力医检业务示意图



资料来源：中国银河证券研究院

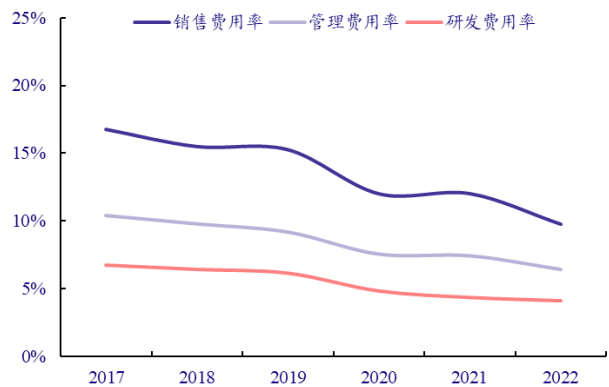
2022 年公司期间费用率 20.20%，同比降低 3.68 个百分点，其中销售费用率 9.76%，同比降低 2.26 个百分点，管理费用率 6.43%，同比降低 1.00 个百分点，研发费用率 4.09%，同比降低 0.25 个百分点；2023 年一季度期间费用率为 23.76%，环比降低 0.21 个百分点，其中销售费用率 11.03%，环比降低 0.51 个百分点，管理费用率 6.54%，环比降低 0.79 个百分点，研发费用率 6.22%，环比提升 0.85 个百分点。我们认为，除了新冠业务的影响（收入基数影响、设备折旧和人员消化的滞后影响等），数字化转型驱动经营质量改善的效果正逐步体现，我们看好不利因素出清后公司的真实盈利能力。

图 9：金城医学近年毛利率与净利率情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

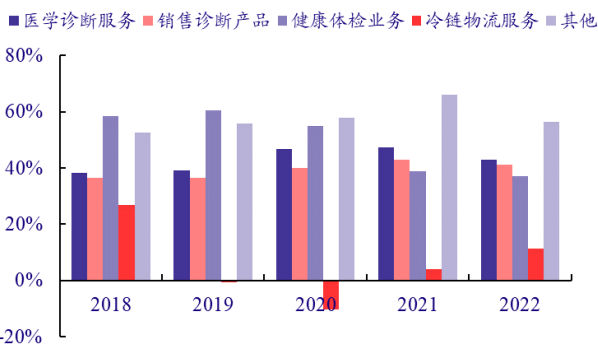
图 10：金城医学近年三项费用率情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

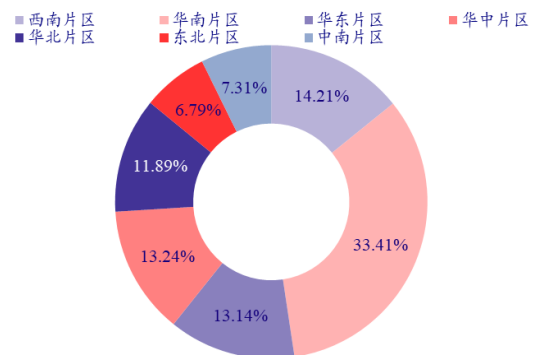
2022 年公司医学检验业务毛利率为 42.94%，较 2021 年下降 4.26 个百分点，主要是新冠检验业务带来的波动式影响所致。此外，2022 年公司华南片区收入进一步提升至 37.81% (+4.40pct)，我们认为或与疫情封控期间承接当地核酸检验业务较多有关。

图 11：金城医学近年各业务毛利率情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 12：金城医学 2022 年各地区营收占比

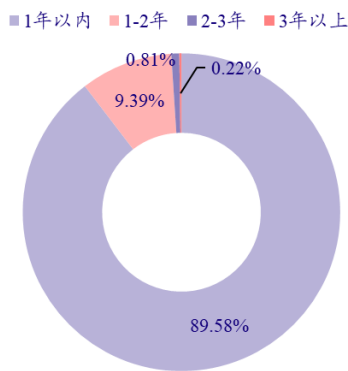


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

三、应收账款回款进展顺利，计提短暂影响表观业绩

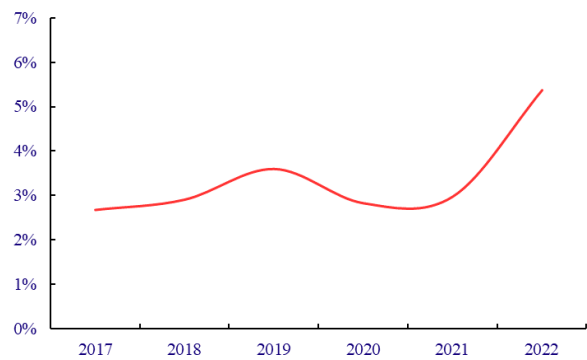
截至 2022 末，公司应收账款余额 74.24 亿元，坏账准备计提 3.99 亿元（计提比例 5.37%），根据账龄来看，一年以内账龄余额占比达 89.58%，表明公司过往回款进展顺利。2023 年 Q1 应收账款账面价值 65.89 亿元（环比-6.2pct），信用减值损失计提 1.48 亿元，系影响一季度表观利润水平的主要原因，我们看好公司 2023Q2 起盈利水平修复，尽管预计仍会有一定减值，但回款亦会冲回利润，故对利润的影响会明显减小。

图 13: 金城医学应收账款账龄结构（截至 2022 年末）



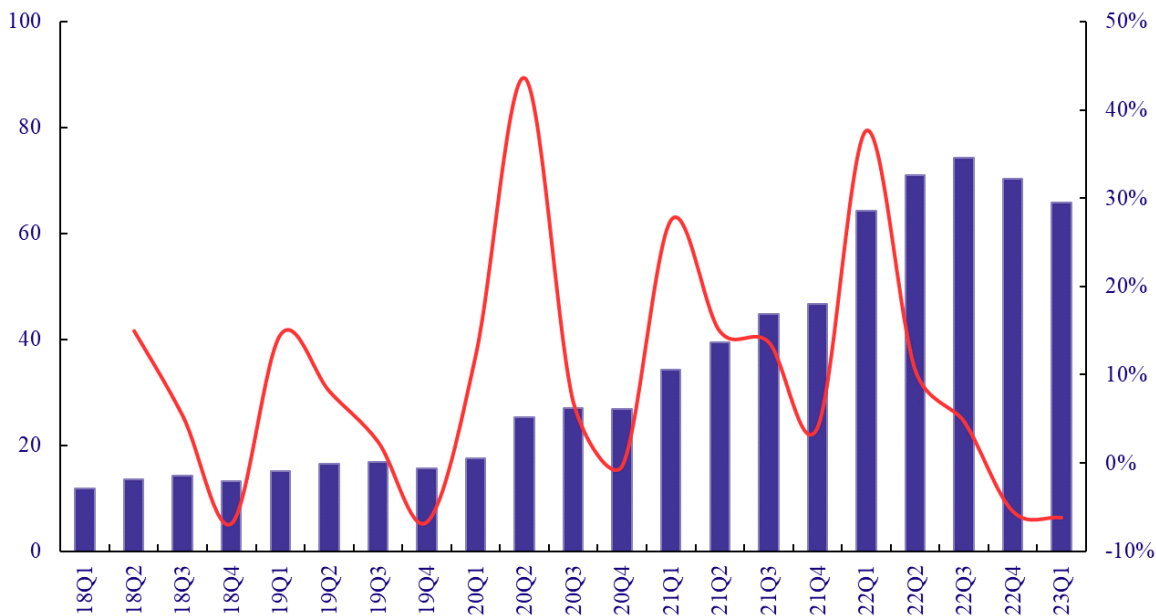
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 14: 金城医学近年应收账款计提比例



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 15: 金城医学近年应收账款账面余额及环比增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)				利润表 (百万元)					
2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E		
流动资产	10659.63	11356.22	14364.82	16868.82	营业收入	15476.07	10050.43	12121.94	14504.86
现金	2928.69	4071.48	3901.76	6881.92	营业成本	8801.58	5279.36	6271.40	7398.24
应收账款	7025.16	6633.76	9602.27	9137.54	营业税金及附加	14.75	9.85	11.88	14.22
其它应收款	91.65	92.61	122.89	126.91	营业费用	1510.35	1320.84	1590.77	1899.21
预付账款	11.45	10.56	12.42	14.50	管理费用	995.53	975.03	1175.11	1395.96
存货	405.25	357.32	513.71	472.72	财务费用	-12.57	-42.99	-68.10	-65.70
其他	197.43	190.48	211.77	235.23	资产减值损失	0.23	0.00	0.00	0.00
非流动资产	3231.07	3510.65	3502.23	3307.91	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	204.54	204.54	204.54	204.54	投资净收益	-10.80	0.00	0.00	0.00
固定资产	1724.13	2020.71	2032.50	1828.65	营业利润	3347.23	1657.25	2170.91	2765.14
无形资产	152.00	172.00	192.00	212.00	营业外收入	2.10	4.42	3.23	3.42
其他	1150.39	1113.39	1073.18	1062.71	营业外支出	28.61	19.21	25.00	22.32
资产总计	13890.71	14866.87	17867.05	20176.73	利润总额	3320.73	1642.46	2149.14	2746.24
流动负债	4580.42	4197.64	5380.31	5361.95	所得税	477.75	213.52	311.63	398.21
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	2842.98	1428.94	1837.52	2348.04
应付账款	2988.24	2731.07	3714.54	3478.20	少数股东损益	90.20	45.30	58.25	74.43
其他	1592.18	1466.57	1665.77	1883.76	归属母公司净利润	2752.79	1383.64	1779.27	2273.60
非流动负债	435.46	365.46	345.46	325.46	EBITDA	3960.34	2919.71	3497.29	4131.00
长期借款	143.00	73.00	53.00	33.00	EPS (元)	5.89	2.96	3.81	4.87
其他	292.46	292.46	292.46	292.46					
负债合计	5015.88	4563.10	5725.76	5687.41	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	243.37	288.67	346.92	421.35	营业收入	29.58%	-35.06%	20.61%	19.66%
归属母公司股东权益	8631.45	10015.10	11794.37	14067.97	营业利润	20.54%	-50.49%	30.99%	27.37%
负债和股东权益	13890.71	14866.87	17867.05	20176.73	归属母公司净利润	24.02%	-49.74%	28.59%	27.78%
					毛利率	43.13%	47.47%	48.26%	48.99%
					净利率	17.79%	13.77%	14.68%	15.67%
					ROE	31.89%	13.82%	15.09%	16.16%
					ROIC	30.29%	17.87%	18.35%	18.91%
					资产负债率	36.11%	30.69%	32.05%	28.19%
					净负债比率	56.52%	44.29%	47.16%	39.25%
					流动比率	2.33	2.71	2.67	3.15
					速动比率	2.19	2.57	2.53	3.01
					总资产周转率	1.11	0.68	0.68	0.72
					应收帐款周转率	2.20	1.52	1.26	1.59
					应付帐款周转率	5.18	3.68	3.26	4.17
					每股收益	5.89	2.96	3.81	4.87
					每股经营现金	4.17	4.77	1.44	7.85
					每股净资产	18.47	21.43	25.24	30.10
					P/E	13.78	27.42	21.32	16.69
					P/B	4.40	3.79	3.22	2.70
					EV/EBITDA	8.63	11.77	9.87	7.63
					PS	2.45	3.77	3.13	2.61

数据来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

分析师简介及承诺

程培，银河证券医药首席分析师，上海交通大学生物化学与分子生物学硕士，7年医学检验行业+6年医药行业研究经验，公司研究深入细致，对医药行业政策和市场营销实务非常熟悉。此前作为团队核心成员，获得新财富最佳分析师医药行业2022年第4名、2021年第5名、2020年入围，2021年上海证券报最佳分析师第2名，2019年Wind“金牌分析师”医药行业第1名，2018年第一财经最佳分析师医药行业第1名等荣誉。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系方式

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：李洋洋 021-20252612 liyanyang_yj@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐媛玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn