

## 金城医学 (603882)

增持 (维持)

### 2022 年年报及 2023 年一季报点评： 主业快速增长，高效运营提升盈利能力

2023 年 05 月 08 日

#### 市场数据

日期	2023-05-05
收盘价(元)	78.74
总股本(百万股)	467.30
流通股本(百万股)	464.18
净资产(百万元)	8786.07
总资产(百万元)	13409.37
每股净资产(元)	18.80

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

#### 相关报告

《兴证医药:金城医学(603882) 2022 年三季报点评: 主业毛利率显著提升, 应收账款增速放缓》2022-11-02

《兴证医药:金城医学(603882) 2021 年年报及 2022 年一季报点评: 特检高速增长, 22Q1 业绩超预期》2022-04-28

《兴证医药:金城医学(603882) 点评: 短期特检驱动高增长, 长期顺政策趋势》2022-01-10

《兴证医药:金城医学(603882) 2021 年三季报点评: 业绩超预期, 主业增长加速》2021-11-05

#### 分析师:

孙媛媛

sunyuanyuan@xyzq.com.cn  
S0190515090001

王佳慧

wangjihui20@xyzq.com.cn  
S0190522080007

#### 投资要点

- **公司发布 2022 年年报。**2022 年实现营业收入 154.76 亿元(同比+29.58%), 其中医院检测服务收入占比 93.88%; 实现归母净利润 27.53 亿元(同比+24.02%); 实现扣非归母净利润 27.05 亿元(同比+23.58%)。2022 年实现经营性现金流 19.48 亿元, 计提坏账准备 2.56 亿元。单季度看, 22Q4 实现营业收入 32.68 亿元(同比-1.74%); 归母净利润 3.04 亿元(同比-44.39%); 实现扣非归母净利润 2.91 亿元(同比-46.11%), 主要是 2022 年 12 月疫情导致公司业务量受较大影响所致。
- **公司发布 2023 年一季报。**23Q1 实现营业收入 21.18 亿元(同比-50.19%, 常规医学诊断服务收入 19.91 亿元, 同比+19.52%); 归母净利润 1.50 亿元(同比-82.40%); 扣非归母净利润 1.41 亿元(同比-83.20%); 经营性现金流 2.20 亿元(同比+143.47%); 23Q1 计提信用减值 1.48 亿元。
- **23Q1 主业快速增长, 应收账款环比下降。**随着院内诊疗的快速修复, 公司作为 ICL 龙头显著受益, 在 23M1 业务量受影响情况下, 23Q1 常规诊断业务依然增长 19.52%, 显示出强劲的增长趋势; 截至 23Q1 应收账款 65.89 亿, 环比下降 4.37 亿元。
- **盈利预测与评级:** 公司作为第三方检验龙头, 不断夯实业务竞争力和渠道壁垒, 规模效应凸显, 运营效率高, 利润率有望不断爬坡。基于客观环境变化, 我们调整盈利预测, 预计 2023-2025 年公司 EPS 分别为 2.55、3.32、4.24 元, 2023 年 5 月 5 日收盘价对应的 2023-2025 年市盈率分别为 30.9、23.7、18.6 倍。维持“增持”评级。
- **风险提示:** 市场竞争加剧风险, 政策变动风险, 信用减值风险。

#### 主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	15476	10003	12313	14858
同比增长	29.6%	-35.4%	23.1%	20.7%
归母净利润(百万元)	2753	1189	1550	1981
同比增长	24.0%	-56.8%	30.3%	27.8%
毛利率	43.1%	44.1%	43.9%	43.9%
ROE	31.9%	13.3%	15.2%	16.9%
每股收益(元)	5.89	2.55	3.32	4.24
市盈率	13.4	30.9	23.7	18.6

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

## 报告正文

### 事件

- **公司发布 2022 年年报。**2022 年实现营业收入 154.76 亿元(同比+29.58%), 其中医院检测服务收入占比 93.88%; 实现归母净利润 27.53 亿元(同比+24.02%); 实现扣非归母净利润 27.05 亿元(同比+23.58%)。2022 年实现经营性现金流 19.48 亿元, 计提坏账准备 2.56 亿元。单季度看, 22Q4 实现营业收入 32.68 亿元(同比-1.74%); 归母净利润 3.04 亿元(同比-44.39%); 实现扣非归母净利润 2.91 亿元(同比-46.11%), 主要是 2022 年 12 月疫情导致公司业务量受较大影响所致。
- **公司发布 2023 年一季报。**23Q1 实现营业收入 21.18 亿元(同比-50.19%, 常规医学诊断服务收入 19.91 亿元, 同比+19.52%); 归母净利润 1.50 亿元(同比-82.40%); 扣非归母净利润 1.41 亿元(同比-83.20%); 经营性现金流 2.20 亿元(同比+143.47%); 23Q1 计提信用减值 1.48 亿元。

### 点评

- **2022 年主业增长彰显韧性, 23Q1 快速反弹。**22Q1-22Q4 公司收入增速分别为 58.70%、46.26%、23.20%、-1.74%; 归母净利润增速分别为 58.00%、52.13%、31.38%、-44.39%。考虑到 22 年 12 月疫情导致 22Q4 公司检验业务量受较大影响, 各季度增长彰显主业韧性。23Q1 实现营业收入 21.18 亿元(同比-50.18%, 常规医学诊断服务收入 19.91 亿元, 同比+19.52%); 归母净利润 1.50 亿元(同比-82.35%); 扣非 1.40 亿元(同比-83.20%); 经营性现金流 2.20 亿元(同比+143.47%)。
- **财务表现相对稳健, 应收账款环比下降, 账龄结构相对健康。**截至 23Q1 应收账款 65.89 亿, 环比下降 4.37 亿元。公司会计政策稳健, 基于账龄结构, 2022 年计提坏账准备 2.56 亿元, 23Q1 计提信用减值 1.48 亿元。截至 2022 年末, 公司半年以内应收账款 47.29 亿元, 0.5-1 年应收账款 19.21 亿元。1 年以上应收账款占比 10.42%。

**表 1、截至 2022 年末公司应收账款账龄结构**

账龄	应收账款金额(百万元)	占总应收款比例(%)
半年以内	4729.17	63.7
0.5-1 年	1921.24	25.88
1-2 年	697.20	9.39
2-3 年	60.15	0.81
3 年以上	16.11	0.22

资料来源: 公司年报, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **2023 新起点，盈利能力有望持续提升。**1) **核酸检测业务出清，高毛业务占比提升。**2022 年公司毛利率 43.13%，同比下降 4.16pp，主要是核酸检测业务大幅降价所致。高毛业务占比提升，2022 年高端平台业务(特检)占比 52.07%，其中感染性疾病诊断业务(常规)营收 9.84 亿元，血液疾病诊断业务营收 7.25 亿元，实体肿瘤诊断业务营收 4.75 亿元，神经&临床免疫诊断业务营收 3.81 亿元。2) **实验室大幅减亏。**2022 年公司通过强增长、快转型、促改革，积极推动各项业务的协同运营、提质增效，不断提高资源使用效率，提升子公司盈利能力，48 家医学实验室中的 40 家实现盈利，亏损实验室亏损额大幅减少。3) **高效运营，规模效应凸显。**2022 年费用管控见成效，销售费用率 9.76%，同比下降 2.26pp；管理费用率 10.52%，同比下降 1.25pp；研发费用率 4.09%，同比下降 0.25pp；财务费用率-0.08%，同比下降 0.17pp。2022 年净利率 18.37%，同比下降 1.42pp，净利率下滑主要是核酸检测业务大幅降价导致毛利率下降所致，期间费用率随着收入体量增长全面摊薄。
- **渠道能力不断夯实。**2022 年三级医院(常规)客户收入占比进一步提升至 38.40%，同比增长 2.54pp。共建实验室业务新签近百个，共计运营近 740 家共建实验室，101 家与国家“千县工程”医院，16 家地市级独立法人实验室，作为公共检测服务平台，累计加入国家级联盟和平台 24 个，新增检测中心 20 余个。
- **数字化转型。**以“医检 4.0”为牵引，在业务数字化建设方面，以血液病、感染等重点疾病线以及相关技术平台为抓手开展数字化项目研发；在数字化业务建设方面，病理领域数字技术与生物技术的融合创新加速推进，自然语言处理、机器视觉和数据挖掘等核心技术在淋巴瘤、遗传代谢病等疾病的专病模型、病理报告结构化，以及呼吸道病原体、淋巴瘤等医学术语等多个应用场景取得实效，并已启动智能送检助手、智慧报告解读等项目。
- **23Q1 净利率受疫情影响大，后续净利率有望呈逐季度爬坡趋势。**净利率 6.64%，同比下降 14.75pp。净利率下降的原因主要有：1) 23Q1 毛利率 37.92%，同比下降 8.39pp，毛利率下降主要是受核酸检测出清影响；2) 期间费用率略有增长，23Q1 销售费用率 11.03%，同比增长 1.07pp；管理费用率 12.76%，同比增长 2.87pp；研发费用率 4.03%，同比减少 0.24pp。期间费用率增长主要系 1 月院内诊疗未恢复、业务量不饱和和刚性成本费用摊销影响；3) 计提信用减值 1.48 亿影响。随着业务量爬坡和回款持续进展，后续净利率有望呈逐季度爬坡趋势。
- **盈利预测与评级：**公司作为第三方检验龙头，不断夯实业务竞争力和渠道壁垒，规模效应凸显，运营效率高，利润率有望不断爬坡。基于客观环境变化，我们调整盈利预测，预计 2023-2025 年公司 EPS 分别为 2.55、3.32、4.24 元，2023 年 5 月 5 日收盘价对应的 2023-2025 年市盈率分别为 30.9、23.7、18.6 倍。维持“增持”评级。
- **风险提示：**市场竞争加剧风险，政策变动风险，信用减值风险。

表 2、公司分季度业绩对比

报告期	22-1Q	22-2Q	22-3Q	22-4Q	23-1Q	QOQ	2021-12	2022-12	YOY
营业收入	4251	4061	3895	3268	2118	-50.2%	11943	15476	29.6%
营业成本	2283	2316	2138	2065	1315	-42.4%	6295	8802	39.8%
毛利	1968	1745	1758	1203	803	-59.2%	5648	6674	18.2%
销售费用	423	345	362	380	233	-44.8%	1435	1510	5.2%
管理费用	278	239	239	239	139	-50.2%	888	996	12.1%
财务费用	4	-4	-1	-12	-0	-111.7%	10	-13	-224.6%
研发费用	142	162	153	175	132	-7.4%	518	633	22.1%
资产减值	-0	0	-0	1	0	-	-1	0	-
公允价值	0	0	0	0	0	-	0	0	-
投资收益	-0	-2	-4	-4	-5	-	-7	-11	-
营业利润	1075	978	946	348	164	-84.7%	2777	3347	20.5%
利润总额	1076	977	924	344	157	-85.4%	2748	3321	20.9%
归母净利润	850	793	805	304	150	-82.4%	2220	2753	24.0%
EPS	1.819	1.697	1.723	0.651	0.320	-82.4%	4.750	5.891	24.0%
销售费用率	10.0%	8.5%	9.3%	11.6%	11.0%	1.1%	12.0%	9.8%	-2.3%
管理费用率	6.5%	5.9%	6.1%	7.3%	6.5%	0.0%	7.4%	6.4%	-1.0%
财务费用率	0.1%	-0.1%	0.0%	-0.4%	0.0%	-0.1%	0.1%	-0.1%	-0.2%
研发费用率	3.3%	4.0%	3.9%	5.4%	6.2%	2.9%	4.3%	4.1%	-0.2%
所得税率	15.5%	15.7%	13.3%	10.4%	10.6%	-4.9%	14.0%	14.4%	0.4%
毛利率	46.3%	43.0%	45.1%	36.8%	37.9%	-8.4%	47.3%	43.1%	-4.2%
净利率	20.0%	19.5%	20.7%	9.3%	7.1%	-12.9%	18.6%	17.8%	-0.8%

资料来源: Wind, 天软投资系统, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 附表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	10660	10488	12457	14803
货币资金	2929	5615	7710	9086
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	7025	4334	4101	4953
预付款项	11	7	9	11
存货	405	282	343	411
其他	289	250	294	342
<b>非流动资产</b>	3231	2733	2515	2277
长期股权投资	205	200	204	202
固定资产	1724	1458	1124	756
在建工程	206	103	51	26
无形资产	152	184	234	277
商誉	33	23	25	25
长期待摊费用	255	295	338	382
其他	657	471	540	608
<b>资产总计</b>	13891	13221	14972	17080
<b>流动负债</b>	4580	3499	3969	4455
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2988	1,971	2,417	2,911
其他	1592	1529	1552	1545
<b>非流动负债</b>	435	450	462	474
长期借款	143	143	143	143
其他	292	307	319	331
<b>负债合计</b>	5016	3949	4431	4930
股本	467	467	467	467
资本公积	1517	1517	1517	1517
未分配利润	6396	6731	7916	9411
少数股东权益	243	295	359	442
<b>股东权益合计</b>	8875	9272	10541	12150
<b>负债及权益合计</b>	13891	13221	14972	17080

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	2753	1189	1550	1981
折旧和摊销	503	369	385	393
资产减值准备	-0	-191	1	38
资产处置损失	-4	1	1	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	15	-14	-38	-55
投资损失	11	10	10	10
少数股东损益	90	52	63	83
营运资金的变动	-1869	1946	577	-534
<b>经营活动产生现金流量</b>	1948	3421	2501	1864
<b>投资活动产生现金流量</b>	-848	103	-102	-87
<b>融资活动产生现金流量</b>	-869	-837	-304	-401
现金净变动	270	2686	2095	1376
现金的期初余额	2638	2929	5615	7710
现金的期末余额	2908	5615	7710	9086

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	15476	10003	12313	14858
营业成本	8802	5593	6911	8342
税金及附加	15	10	12	14
销售费用	1510	1200	1539	1857
管理费用	996	650	862	1040
研发费用	633	759	934	1128
财务费用	-13	-14	-38	-55
其他收益	76	76	76	76
投资收益	-11	-10	-10	-10
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-256	-385	-200	-100
资产减值损失	0	-0	-0	-0
资产处置收益	4	-1	-1	-0
<b>营业利润</b>	3347	1485	1958	2498
营业外收入	2	2	2	2
营业外支出	29	26	28	27
<b>利润总额</b>	3321	1460	1932	2473
所得税	478	219	319	408
净利润	2843	1241	1613	2065
少数股东损益	90	52	63	83
<b>归属母公司净利润</b>	2753	1189	1550	1981
<b>EPS(元)</b>	5.89	2.55	3.32	4.24

## 主要财务比率

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	29.6%	-35.4%	23.1%	20.7%
营业利润增长率	20.5%	-55.6%	31.9%	27.6%
归母净利润增长率	24.0%	-56.8%	30.3%	27.8%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	43.1%	44.1%	43.9%	43.9%
归母净利率	17.8%	11.9%	12.6%	13.3%
ROE	31.9%	13.3%	15.2%	16.9%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	36.1%	29.9%	29.6%	28.9%
流动比率	2.33	3.00	3.14	3.32
速动比率	2.24	2.92	3.05	3.23
<b>营运能力</b>				
资产周转率	126%	74%	87%	93%
应收帐款周转率	253%	167%	278%	312%
存货周转率	2346%	1629%	2213%	2212%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	5.89	2.55	3.32	4.24
每股经营现金	4.17	7.32	5.35	3.99
每股净资产	18.47	19.21	21.79	25.06
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	13.4	30.9	23.7	18.6
PB	4.3	4.1	3.6	3.1

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦 15层 邮编：200135 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦 32层01-08单元 邮编：100020 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2 座52楼 邮编：518035 邮箱：research@xyzq.com.cn