

**投资评级 优于大市 维持**

## 应收账款绝对额持续减少，常规业务恢复向好

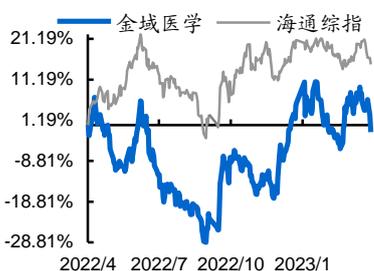
**股票数据**

04月26日收盘价(元)	81.18
52周股价波动(元)	57.51-93.53
总股本/流通A股(百万股)	467/464
总市值/流通市值(百万元)	37936/37682

**相关研究**

《重点疾病领域高速发展，我们预计Q3医院端检测量逐步恢复》2022.08.20

《公司加速高质量发展，特检及三级医院占比进一步提升》2022.05.05

**市场表现**


指标	1M	2M	3M
沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-4.1	-1.3	-6.3
相对涨幅(%)	-2.5	1.2	-1.0

资料来源：海通证券研究所

分析师:余文心

Tel:(0755)82780398

Email:ywx9461@haitong.com

证书:S0850513110005

分析师:孟陆

Tel:86 10 56760096

Email:ml13172@haitong.com

证书:S0850522070002

**投资要点:**

- 公司2022年营收154.67亿元(同比增长29.58%)，归母净利润27.53亿元(同比增长24.02%)。2022年，公司经营现金流19.48亿元。截至2022年底公司应收账款70.25亿元，信用减值损失2.56亿元。
- 公司2023年Q1营收21.18亿元(同比下降50.19%，其中常规业务同比增长19.52%)，归母净利润1.50亿元(同比下降82.40%)，我们认为主要原因为新冠相关核酸检测业务减少。截至3月31日公司应收账款65.89亿元，信用减值损失1.48亿元。
- 我们认为，公司应收账款绝对额持续减少，信用减值损失保守合理计提，我们预计新冠核酸检测业务高基数影响风险逐步降低。同时公司仍保持Q1整体常规业务19.52%同比增长，我们认为公司常规业务核心竞争力进一步提高。
- **产品创新力度空前。**公司拥有检验技术79类，2022年新开发项目超过600项，在推动产品持续升级迭代的同时，对外提供服务项目总数超过3600项。在实体肿瘤、血液病、神经系统疾病、感染性疾病等重点疾病领域，陆续推出了血液肿瘤CAR-T全流程监测、首个NMPA获批肺癌甲基化筛查项目等众多特色检测项目。率先推出罕见病原体检测、AD(阿尔兹海默症)血液早筛、RNA全转录组测序、全癌种实体瘤检测和溶酶体贮积症检测等产品。基于靶向高通量测序技术(tNGS)自主研发的病原学靶向检测套餐，迅速弥补了现有感染性疾病临床检测技术的部分局限性，为临床提供了快速、精准、高性价比的靶向测序服务，推动病原诊断市场发生深刻变化。
- **盈利预测与投资建议。**我们认为，金城医学是国内ICL龙头，公司常规业务维持高速增长，我们预计23-25年EPS分别为2.82、3.83、4.79元，归母净利润增速分别为-52.2%、36.0%、25.2%，参考可比公司估值，考虑公司为行业龙头，我们给予公司2023年28-35倍PE，对应合理价值区间78.85-98.56元，维持“优于大市”评级。
- **风险提示。**新冠疫情不确定性风险，Drgs等行业政策执行力度和节奏不确定性风险，特检项目竞争格局变化风险。

**主要财务数据及预测**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	11943	15476	10324	12935	15993
(+/-)YoY(%)	44.9%	29.6%	-33.3%	25.3%	23.6%
净利润(百万元)	2220	2753	1316	1790	2241
(+/-)YoY(%)	47.0%	24.0%	-52.2%	36.0%	25.2%
全面摊薄EPS(元)	4.75	5.89	2.82	3.83	4.79
毛利率(%)	47.3%	43.1%	43.9%	44.7%	45.6%
净资产收益率(%)	35.2%	31.9%	13.2%	15.2%	16.0%

资料来源：公司年报(2021-2022)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

表 1 金城医学收入拆分及预测

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
医学诊断服务	14529.3	8985.1	11065.4	13559.3
销售诊断产品	433.8	645.9	968.9	1308.0
健康体检业务	26.3	35.5	46.2	57.8
冷链物流服务	56.8	76.6	99.6	124.5
其他	429.9	580.4	754.5	943.1
合计	15476.1	10323.5	12934.6	15992.7
yoy (%)	29.58%	-33.29%	25.29%	23.64%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 2 可比公司估值表

股票代码	可比公司	收盘价 (元)	每股收益 (元)				市盈率 (倍)			
			2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
300244	迪安诊断	27.25	2.29	1.95	2.34	2.69	11	14	12	10
300639	凯普生物	13.99	3.93	0.91	1.17	1.47	4	15	12	10
688315	诺禾致源	36.25	0.44	0.67	0.89	1.16	60	54	41	31
	平均		2.22	1.18	1.46	1.77	25	28	21	17

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 收盘价为 2023 年 4 月 26 日价格, 可比公司 EPS 为 Wind 一致预期

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>15476</b>	<b>10324</b>	<b>12935</b>	<b>15993</b>
每股收益	5.89	2.82	3.83	4.79	营业成本	8802	5795	7147	8700
每股净资产	18.47	21.29	25.12	29.91	毛利率%	43.1%	43.9%	44.7%	45.6%
每股经营现金流	4.17	8.01	5.06	5.13	营业税金及附加	15	10	13	16
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	1510	1445	1811	2239
P/E	13.78	28.83	21.19	16.93	营业费用率%	9.8%	14.0%	14.0%	14.0%
P/B	4.40	3.81	3.23	2.71	管理费用	996	774	905	1119
P/S	2.45	3.67	2.93	2.37	管理费用率%	6.4%	7.5%	7.0%	7.0%
EV/EBITDA	8.63	18.54	13.21	9.99	EBIT	3341	1524	2063	2583
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	-13	-39	-67	-87
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	-0.1%	-0.4%	-0.5%	-0.5%
毛利率	43.1%	43.9%	44.7%	45.6%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	17.8%	12.7%	13.8%	14.0%	投资收益	-11	0	0	0
净资产收益率	31.9%	13.2%	15.2%	16.0%	<b>营业利润</b>	<b>3347</b>	<b>1667</b>	<b>2284</b>	<b>2885</b>
资产回报率	19.8%	9.5%	11.0%	11.5%	营业外收支	-27	-20	-20	-20
投资回报率	30.3%	12.0%	13.8%	14.5%	<b>利润总额</b>	<b>3321</b>	<b>1647</b>	<b>2264</b>	<b>2865</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	3960	1739	2287	2819
营业收入增长率	29.6%	-33.3%	25.3%	23.6%	所得税	478	247	340	430
EBIT 增长率	19.2%	-54.4%	35.4%	25.2%	有效所得税率%	14.4%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润增长率	24.0%	-52.2%	36.0%	25.2%	少数股东损益	90	84	135	195
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>2753</b>	<b>1316</b>	<b>1790</b>	<b>2241</b>
资产负债率	36.1%	25.6%	25.0%	24.7%					
流动比率	2.33	3.33	3.50	3.62	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
速动比率	2.21	3.21	3.37	3.49	货币资金	2929	6231	8259	10331
现金比率	0.64	1.99	2.27	2.35	应收账款及应收票据	7025	3677	3898	4820
<b>经营效率指标</b>					存货	405	267	329	401
应收账款周转天数	165.69	130.00	110.00	110.00	其它流动资产	301	235	278	329
存货周转天数	16.81	16.81	16.81	16.81	流动资产合计	10660	10410	12764	15879
总资产周转率	1.11	0.75	0.80	0.82	长期股权投资	205	255	305	355
固定资产周转率	8.98	5.94	7.43	9.24	固定资产	1724	1738	1740	1730
					在建工程	206	227	248	262
					无形资产	152	227	225	221
					非流动资产合计	3231	3406	3492	3557
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>资产总计</b>	<b>13891</b>	<b>13815</b>	<b>16255</b>	<b>19436</b>
净利润	2753	1316	1790	2241	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	90	84	135	195	应付票据及应付账款	2988	2143	2643	3218
非现金支出	875	215	224	235	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-3	27	26	26	其它流动负债	1592	986	1002	1173
营运资金变动	-1767	2102	189	-299	流动负债合计	4580	3130	3645	4391
<b>经营活动现金流</b>	<b>1948</b>	<b>3744</b>	<b>2363</b>	<b>2398</b>	长期借款	143	118	118	118
资产	-820	-340	-260	-250	其它长期负债	292	292	292	292
投资	-31	-50	-50	-50	非流动负债合计	435	410	410	410
其他	2	-20	-20	-20	<b>负债总计</b>	<b>5016</b>	<b>3540</b>	<b>4056</b>	<b>4801</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-848</b>	<b>-410</b>	<b>-330</b>	<b>-320</b>	实收资本	467	467	467	467
债权募资	-99	-25	0	0	归属于母公司所有者权益	8631	9948	11738	13978
股权募资	48	0	0	0	少数股东权益	243	327	462	657
其他	-818	-7	-6	-6	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>13891</b>	<b>13815</b>	<b>16255</b>	<b>19436</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-869</b>	<b>-31</b>	<b>-6</b>	<b>-6</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>270</b>	<b>3303</b>	<b>2027</b>	<b>2072</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 26 日; (2) 以上各表均为简表  
资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

# 信息披露

## 分析师声明

余文心 医药行业  
 孟陆 医药行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 天士力,华润三九,人福医药,凯莱英,纳微科技,药康生物,片仔癀,华兰生物,沃森生物,同仁堂,微芯生物,万泰生物,康泰生物,康龙化成,迈瑞医疗,贝达药业,百普赛斯,海泰新光,诺唯赞,惠泰医疗,诺禾致源,普瑞眼科,以岭药业,博腾股份,鱼跃医疗,科伦药业,泰格医药,东阿阿胶,博济医药,万孚生物

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准; 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。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

## 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (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。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。