

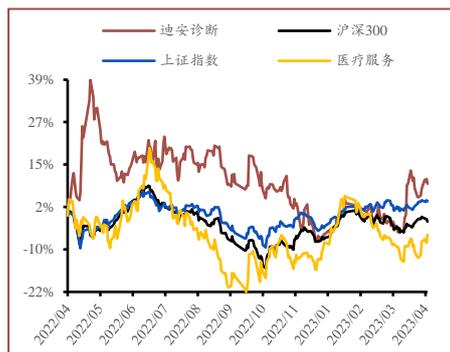
## 挥别疫情影响，“服务+产品”协同快速发展

 证券研究报告

 投资评级:增持(维持)

基本数据	2023-04-13
收盘价(元)	29.00
流通股本(亿股)	5.03
每股净资产(元)	11.88
总股本(亿股)	6.27

最近 12 月市场表现


**分析师** 张文录

 SAC 证书编号: S0160517100001  
 zhangwenlu@ctsec.com

### 相关报告

1. 《ICL 提速+自产产品放量，驱动业绩高速增长》 2022-10-28

### 核心观点

- ❖ **事件：**2022 年公司实现营业收入 202.82 亿元 (+55.03%)，归母净利润 14.34 亿元 (+23.33%)，经营性现金流 16.39 亿元 (+24.39%)；Q4 单季度来看，实现营收 46.53 亿元 (+24.26%)，归母净利润-9.94 亿元 (-1322.50%)，业绩符合预告预期。
- ❖ **剔除新冠影响，23 年轻装上阵：**22 年公司业绩表现较为亮眼，主因 1) 双主业协同快速发展 2) 新冠核酸检测收入增厚公司业绩，22 年实现新冠核酸检测收入为 80.39 亿元。22Q4 营收延续高增长，归母净利润减少较多，主要系公司计提资产减值准备 9.29 亿元影响，其中应收款项计提坏账准备约 3.08 亿元，商誉减值准备 5.90 亿元，存货跌价准备 0.32 亿元。本次计提后，23 年公司轻装上阵。专注于“服务+产品”双主业协同发展，不考虑新冠影响，主营业绩有望更上一层楼。
- ❖ **传统诊断服务快速发展，特检占比进一步提高：**22 年公司传统诊断服务实现收入 126.74 亿元 (+91.46%)，剔除新冠检测收入后，实现收入 46.35 亿元 (+15.47%)，保持快速发展；高毛利特检业务占比进一步提高，22 年特检业务收入 18.45 亿元 (+26.35%)，占传统诊断服务收入 39.80% (+3.43pct)。展望未来，公司目前已形成“1 家总部实验室+4 家大区中心实验室+35 家省/自治区/直辖市实验室+43 家精准中心实验室+650 家合作共建实验室”的伞状全国布局；随着业务不断在华东以外区域取得突破，叠加检测项目迭代升级，预计 23 年传统诊断服务有望延续高增长，特检占比提高将驱动公司服务板块收入提质增量。
- ❖ **自产产品高速增长，渠道业务增长稳健：**22 年公司实现产品业务收入 93.98 亿元 (+28.37%)，其中自产产品收入 15.33 亿元 (+132.78%)，渠道业务收入 78.65 亿元 (+18.05%)，自产产品增速较快，渠道业务保持稳健增长。公司自产产品主要来自控股子公司“凯莱普”、参股子公司“迪普诊断”及控股子公司“迪安生物”，22 年凯莱普的液相色谱串联质谱系统 CalQuant-S 作为国产首款成功获批上市，目前已在多个医学中心完成装机运行，未来随着销售推广，产品销售规模有望加速扩容，其次多个二类试剂盒注册进展迅速，试剂耗材采购频率较高，范围较广，有望贡献较大收入弹性。另外，子公司迪普诊断及迪安生物均取得较多进展，因此 23 年自产产品有望保持高速增长。渠道业务有望保持稳健增长，一方面继续深挖三级医院资源，丰富产品代理品类，同时继续赋能公司自产产品+服务；另一方面，IVD 集采落地后，相关影响企稳。
- ❖ **现金流持续改善，盈利能力有望边际向上：**22 年公司传统诊断服务及渠道产品毛利率分别为 41.09/22.46%(-7.55/1.48pct)，我们判断主要系新冠检测价格波动影响；22 年公司净利润率为 9.18% (-6.82pct)，主要系计提资产减值准备等影响；我们预计随着疫情影响消逝，特检业务占传统诊断服务比例不断提升，以及自产产品快速放量，公司盈利能力有望边际向上；此外，公司现金

流状况良好，22 年实现经营性现金流 16.39 亿元 (+24.39%)，尽管此前市场对新冠应收账款有所担忧，但从应收账款龄来看，1 年以内应收账款占比 88%，2 年以内应收账款（含 1 年以内）占比约 97%，因此我们认为应收账款风险相对可控。

- ❖ **投资建议：**公司为 ICL 服务商龙头之一，看好“服务+产品”一体化长期发展，我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入 139.34/161.97/188.76 亿元，归母净利润 11.30/14.02/17.59 亿元。对应 PE 分别为 16.28/13.12/10.46 倍，维持公司“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**医疗质量控制风险；DRG/DIP 政策推进过程对业务短期影响风险；核心技术人员流失风险；应收账款收回不及预期风险等。

#### 盈利预测：

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	13083	20282	13934	16197	18876
收入增长率(%)	22.85	55.03	-31.30	16.24	16.54
归母净利润(百万元)	1163	1434	1130	1402	1759
净利润增长率(%)	44.83	23.33	-21.20	24.07	25.47
EPS(元/股)	1.87	2.30	1.80	2.24	2.81
PE	17.91	10.92	16.28	13.12	10.46
ROE(%)	19.91	19.26	13.25	14.12	15.05
PB	3.57	2.12	2.16	1.85	1.57

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

**公司财务报表及指标预测**

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>13082.61</b>	<b>20282.47</b>	<b>13933.98</b>	<b>16197.37</b>	<b>18876.15</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	8076.95	12745.81	9072.00	10431.75	11971.71	营业收入增长率	22.9%	55.0%	-31.3%	16.2%	16.5%
营业税费	46.48	56.17	41.80	56.69	66.07	营业利润增长率	39.2%	53.6%	-36.9%	22.3%	25.0%
销售费用	1210.43	1597.09	1323.73	1538.75	1793.23	净利润增长率	44.8%	23.3%	-21.2%	24.1%	25.5%
管理费用	1108.32	1268.05	1226.19	1425.37	1661.10	EBITDA 增长率	20.4%	67.9%	-53.3%	20.1%	22.6%
研发费用	424.75	638.47	487.69	566.91	660.67	EBIT 增长率	13.6%	71.0%	-52.2%	22.2%	25.0%
财务费用	217.48	298.24	0.00	0.00	0.00	NOPLAT 增长率	15.9%	51.1%	-47.8%	22.2%	25.0%
资产减值损失	-272.19	-624.02	-0.20	0.00	0.00	投资资本增长率	21.1%	31.0%	8.7%	10.1%	11.6%
<b>加:公允价值变动收益</b>	<b>83.35</b>	<b>-56.24</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	净资产增长率	24.0%	27.1%	14.1%	15.8%	17.1%
投资和汇兑收益	55.34	48.79	0.00	0.00	0.00	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	<b>1837.93</b>	<b>2822.61</b>	<b>1780.98</b>	<b>2177.90</b>	<b>2723.38</b>	毛利率	38.3%	37.2%	34.9%	35.6%	36.6%
加:营业外净收支	-46.94	-279.05	-40.62	-38.82	-38.69	营业利润率	14.0%	13.9%	12.8%	13.4%	14.4%
<b>利润总额</b>	<b>1791.00</b>	<b>2543.56</b>	<b>1740.36</b>	<b>2139.08</b>	<b>2684.69</b>	净利润率	11.3%	9.2%	10.0%	10.6%	11.4%
减:所得税	307.40	681.09	348.07	427.82	536.94	EBITDA/营业收入	21.0%	22.8%	15.5%	16.0%	16.8%
<b>净利润</b>	<b>1162.88</b>	<b>1434.19</b>	<b>1130.13</b>	<b>1402.15</b>	<b>1759.25</b>	EBIT/营业收入	16.7%	18.4%	12.8%	13.4%	14.4%
<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	2188.71	4200.04	10560.48	8447.64	13539.98	固定资产周转天数	36	22	31	24	17
交易性金融资产	427.22	450.09	450.09	450.09	450.09	<b>流动营业资本周转天数</b>	<b>126</b>	<b>122</b>	<b>48</b>	<b>130</b>	<b>58</b>
应收帐款	6288.24	9955.60	2430.16	9267.94	4364.84	流动资产周转天数	303	302	403	458	393
应收票据	101.76	108.76	123.47	56.50	153.24	应收帐款周转天数	149	144	160	130	130
预付帐款	339.12	352.16	381.02	438.13	502.81	存货周转天数	55	39	54	47	39
存货	1331.56	1434.28	1275.72	1440.77	1157.09	总资产周转天数	385	325	525	489	464
其他流动资产	47.60	90.14	90.14	90.14	90.14	投资资本周转天数	330	279	442	419	401
可供出售金融资产						<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资						ROE	19.9%	19.3%	13.3%	14.1%	15.1%
长期股权投资	1010.63	1084.06	1084.06	1084.06	1084.06	ROA	7.5%	6.8%	5.8%	5.7%	7.3%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	15.3%	17.6%	8.5%	9.4%	10.5%
固定资产	1296.67	1237.85	1164.47	1052.08	900.70	费用率					
在建工程	12.92	89.38	89.38	89.38	89.38	销售费用率	9.3%	7.9%	9.5%	9.5%	9.5%
无形资产	48.60	56.64	56.64	56.64	56.64	管理费用率	8.5%	6.3%	8.8%	8.8%	8.8%
其他非流动资产	36.02	0.15	0.15	0.15	0.15	财务费用率	1.7%	1.5%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>资产总额</b>	<b>15594.04</b>	<b>21055.97</b>	<b>19563.92</b>	<b>24420.16</b>	<b>24251.75</b>	三费/营业收入	19.4%	15.6%	18.3%	18.3%	18.3%
短期债务	2509.60	1941.20	1941.20	1941.20	1941.20	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	1855.63	2866.46	442.09	3503.61	931.69	资产负债率	52.1%	54.9%	44.6%	48.6%	39.4%
应付票据	317.85	259.93	380.02	233.47	309.22	负债权益比	108.6%	121.6%	80.4%	94.5%	65.0%
其他流动负债	15.21	14.49	14.49	14.49	14.49	流动比率	1.63	2.17	3.13	2.52	3.54
长期借款	887.50	2968.29	2968.29	2968.29	2968.29	速动比率	1.37	1.91	2.77	2.28	3.23
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	9.48	13.58	—	—	—
<b>负债总额</b>	<b>8118.15</b>	<b>11553.97</b>	<b>8718.98</b>	<b>11865.88</b>	<b>9551.54</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	1633.91	2053.90	2316.06	2625.17	3013.67	DPS(元)	0.14	0.20	0.00	0.00	0.00
股本	620.46	626.90	625.08	625.08	625.08	分红比率					
留存收益	3566.74	4917.17	6045.42	7445.64	9203.07	股息收益率	0.4%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>股东权益</b>	<b>7475.89</b>	<b>9502.00</b>	<b>10844.94</b>	<b>12554.27</b>	<b>14700.20</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	EPS(元)	1.87	2.30	1.80	2.24	2.81
净利润	1162.88	1434.19	1130.13	1402.15	1759.25	BVPS(元)	9.42	11.88	13.60	15.84	18.64
加:折旧和摊销	569.90	888.64	373.39	412.39	451.39	PE(X)	17.9	10.9	16.3	13.1	10.5
资产减值准备	370.43	929.26	0.20	0.00	0.00	PB(X)	3.6	2.1	2.2	1.9	1.6
公允价值变动损失	-83.35	56.24	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	217.23	274.61	0.00	0.00	0.00	P/S	1.6	0.8	1.3	1.1	1.0
投资收益	-55.34	-48.79	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	8.4	3.8	6.4	6.2	3.4
少数股东损益	320.72	428.28	262.16	309.11	388.50	CAGR(%)					
营运资金的变动	-1106.75	-2660.80	4943.91	-3934.56	2795.03	PEG	0.4	0.5	—	0.5	0.4
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>1317.92</b>	<b>1639.36</b>	<b>6751.80</b>	<b>-1772.09</b>	<b>5432.85</b>	ROIC/WACC					
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-536.22</b>	<b>-1072.43</b>	<b>-342.01</b>	<b>-338.82</b>	<b>-338.69</b>	REP					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-309.99</b>	<b>1428.18</b>	<b>-47.46</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

## 信息披露

### ● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

### ● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### ● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%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

看好：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；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

### ● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均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。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。