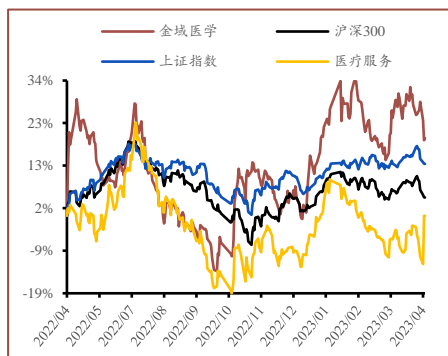


## 投资评级:增持(维持)

基本数据	2023-04-26
收盘价(元)	81.18
流通股本(亿股)	4.64
每股净资产(元)	18.80
总股本(亿股)	4.67

### 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. 《产品及客户结构不断优化,营收提质增量》 2022-08-20

## 核心观点

- ❖ **事件:** 于 2023 年 4 月 24 日,公司公告 22 年年报及 23 年一季报,2022 年公司实现营收 154.76 亿元 (+29.58%), 归母净利润 27.53 亿元 (+24.02%), 扣非归母净利润 27.05 亿元 (+23.58%); 23Q1 实现营收 21.18 亿元 (-50.19%), 归母净利润 1.50 亿元 (-82.40%), 扣非归母净利润 1.41 亿元 (-83.20%)。
- ❖ **整体诊断收入保持快速增长,一季度表现良好:** 23Q1 公司实现常规检验收入 19.91 亿元 (+19.52%), 表现良好; 22 年整体诊断收入依然快速增长, 22 年实现收入 145.29 亿元 (+28.53%), 我们认为尽管新冠检测收入会对整体诊断收入业绩产生一定影响,但从一季度表现来看,公司常规业务依然保持较高增长态势,考虑到 1-2 月份仍有疫情及春节假期等影响,3 月份收入增速或高于一季度整体增速,全年常规业务有望保持快速增长。
- ❖ **高端平台占比不断提升,产品结构持续优化:** 公司一直坚持高质量发展,高端平台占比持续提升,22 年高端平台业务占比达 52.07% (+1.62pct); 产品结构持续优化,近三年新开发项目 22 年收入达 3.7 亿元;同时公司不断储备新项目技术,持续加大研发投入,22 年公司研发费用为 6.33 亿元 (+22.14%), 研发人员数量为 1559 人 (+260 人);此外,22 年公司新开发项目超过 600 项,对外提供服务项目数量总数超过 3600 项,持续推动产品迭代升级及项目覆盖面拓展。
- ❖ **三级医院客户占比提高,数字化转型助力运营效率提升:** 客户结构来看,22 年三级医院客户占比进一步提升至 38.4% (常规业务),同比增长 2.54pct, 高端客户占比提高,结构进一步优化;公司积极布局数字化转型,运营效率提升明显,22 年公司销售/管理费用率同比下降 2.26/1.00pct,未来有望进一步改善。
- ❖ **应收回款情况良好,现金流改善明显,利润端短期承压。** 应收账款回款情况较佳,22 年至 23Q1 应收账款由 70.25 亿元下降至 65.89 亿元,回款情况良好,现金流改善明显,23Q1 实现经营性现金流 2.2 亿元 (+143.47%); 利润端由于信用减值影响,短期承压,22 年及 23Q1 分别计提信用减值 2.56/1.48 亿元,我们认为较高信用减值虽然对短期利润端影响较大,但长期风险降低且如果应收顺利回款,有望增厚利润。随着公司诊断业务持续发展,利润端有望保持稳中有增。
- ❖ **投资建议:** 我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入 107.16/127.36/149.37 亿元,归母净利润 11.79/14.96/18.69 亿元。对应 PE 分别为 32.03/25.25/20.21 倍,维持公司“增持”评级。

❖ **风险提示：**应收回款不及预期风险；行业政策变化不确定；诊疗人次恢复不及预期风险；行业竞争加剧风险等。

**盈利预测：**

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	11943	15476	10716	12736	14937
收入增长率(%)	44.88	29.58	-30.76	18.84	17.29
归母净利润(百万元)	2220	2753	1179	1496	1869
净利润增长率(%)	47.03	24.02	-57.17	26.88	24.93
EPS(元/股)	4.80	5.90	2.52	3.20	4.00
PE	23.20	13.25	32.03	25.25	20.21
ROE(%)	35.21	31.89	12.01	13.22	14.17
PB	8.23	4.23	3.85	3.34	2.86

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)						财务指标					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>11943.22</b>	<b>15476.07</b>	<b>10716.33</b>	<b>12735.70</b>	<b>14937.35</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	6295.02	8801.58	6371.93	7571.07	8838.00	营业收入增长率	44.9%	29.6%	-30.8%	18.8%	17.3%
营业税费	11.71	14.75	10.72	15.28	17.92	营业利润增长率	52.8%	20.5%	-56.8%	28.2%	24.8%
销售费用	1435.42	1510.35	1232.38	1464.61	1717.80	净利润增长率	47.0%	24.0%	-57.2%	26.9%	24.9%
管理费用	887.95	995.53	814.44	967.91	1135.24	EBITDA 增长率	51.7%	18.6%	-44.1%	12.4%	13.7%
研发费用	517.93	632.62	664.41	789.61	926.12	EBIT 增长率	51.5%	19.2%	-45.5%	13.4%	15.0%
财务费用	10.09	-12.57	-41.00	-84.57	-99.61	NOPLAT 增长率	49.9%	18.6%	-45.2%	12.8%	15.0%
资产减值损失	-0.52	0.23	-0.30	-0.20	0.20	投资资本增长率	64.7%	32.2%	13.1%	14.8%	16.1%
<b>加:公允价值变动收益</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	净资产增长率	68.3%	36.1%	14.0%	15.6%	16.9%
投资和汇兑收益	-7.29	-10.80	-8.38	-9.84	-11.08	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	<b>2776.77</b>	<b>3347.23</b>	<b>1446.20</b>	<b>1854.11</b>	<b>2313.01</b>	毛利率	47.3%	43.1%	40.5%	40.6%	40.8%
加:营业外净收支	-29.21	-26.50	-12.42	-12.50	-12.32	营业利润率	23.2%	21.6%	13.5%	14.6%	15.5%
<b>利润总额</b>	<b>2747.56</b>	<b>3320.73</b>	<b>1433.78</b>	<b>1841.61</b>	<b>2300.69</b>	净利率	19.8%	18.4%	11.5%	12.4%	13.2%
减:所得税	384.05	477.75	200.73	267.03	333.60	EBITDA/营业收入	27.9%	25.6%	20.6%	19.5%	18.9%
<b>净利润</b>	<b>2219.64</b>	<b>2752.79</b>	<b>1178.98</b>	<b>1495.84</b>	<b>1868.74</b>	EBIT/营业收入	23.5%	21.6%	17.0%	16.2%	15.9%
资产负债表(百万元)						运营效率					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E						
货币资金	2653.45	2928.69	6040.52	7115.15	8933.40	固定资产周转天数	48	41	59	46	36
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>流动营业资本周转天数</b>	<b>47</b>	<b>74</b>	<b>43</b>	<b>54</b>	<b>54</b>
应收账款	4665.45	7025.16	2300.46	6557.55	4015.54	流动资产周转天数	242	251	305	423	337
应收票据	0.00	0.00	178.61	-37.10	203.07	应收帐款周转天数	111	136	160	130	130
预付帐款	8.62	11.45	267.62	317.98	371.20	存货周转天数	17	15	14	16	15
存货	345.14	405.25	87.41	585.59	167.91	总资产周转天数	262	287	438	425	418
其他流动资产	53.11	86.98	86.98	86.98	86.98	投资资本周转天数	218	223	364	351	348
可供出售金融资产						<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资						ROE	35.2%	31.9%	12.0%	13.2%	14.2%
长期股权投资	214.25	204.54	204.54	204.54	204.54	ROA	20.6%	19.8%	9.7%	8.4%	11.2%
投资性房地产	30.61	23.87	23.87	23.87	23.87	ROIC	33.8%	30.3%	14.7%	14.4%	14.3%
固定资产	1576.20	1724.13	1734.61	1614.58	1464.55	费用率					
在建工程	143.15	205.53	205.53	205.53	205.53	销售费用率	12.0%	9.8%	11.5%	11.5%	11.5%
无形资产	68.41	152.00	152.00	152.00	152.00	管理费用率	7.4%	6.4%	7.6%	7.6%	7.6%
其他非流动资产	148.50	114.08	114.08	114.08	114.08	财务费用率	0.1%	-0.1%	-0.4%	-0.7%	-0.7%
<b>资产总额</b>	<b>10750.89</b>	<b>13890.71</b>	<b>12184.08</b>	<b>17896.13</b>	<b>16753.39</b>	三费/营业收入	19.5%	16.1%	18.7%	18.4%	18.4%
短期债务	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	2282.76	2988.24	388.79	4229.11	1063.70	资产负债率	39.3%	36.1%	17.0%	34.7%	18.4%
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	负债权益比	64.8%	56.5%	20.5%	53.0%	22.6%
其他流动负债	0.51	0.93	0.93	0.93	0.93	流动比率	2.13	2.33	5.47	2.56	5.20
长期借款	248.74	143.00	143.00	143.00	143.00	速动比率	1.98	2.19	5.20	2.39	4.96
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	101.78	141.27	—	—	—
<b>负债总额</b>	<b>4228.30</b>	<b>5015.88</b>	<b>2070.25</b>	<b>6202.39</b>	<b>3087.20</b>	<b>分红指标</b>					
<b>少数股东权益</b>	<b>218.78</b>	<b>243.37</b>	<b>297.44</b>	<b>376.17</b>	<b>474.53</b>	DPS(元)	1.28	1.78	0.00	0.00	0.00
股本	465.59	467.14	467.14	467.14	467.14	分红比率					
留存收益	4473.04	6629.61	7814.54	9315.73	11189.82	股息收益率	1.1%	2.3%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>股东权益</b>	<b>6522.59</b>	<b>8874.83</b>	<b>10113.83</b>	<b>11693.74</b>	<b>13666.18</b>	<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>						2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
净利润	2219.64	2752.79	1178.98	1495.84	1868.74	EPS(元)	4.80	5.90	2.52	3.20	4.00
加:折旧和摊销	533.96	618.87	389.53	420.03	450.03	BVPS(元)	13.54	18.48	21.01	24.22	28.23
资产减值准备	71.02	255.90	200.30	140.20	74.80	PE(X)	23.2	13.3	32.0	25.2	20.2
公允价值变动损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	PB(X)	8.2	4.2	3.8	3.3	2.9
财务费用	29.00	14.51	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
投资收益	7.29	10.80	8.38	9.84	11.08	P/S	4.3	2.4	3.5	3.0	2.5
少数股东损益	143.87	90.20	54.07	78.73	98.35	EV/EBITDA	14.9	8.6	14.6	12.6	10.4
营运资金的变动	-928.70	-1767.26	1683.01	-765.52	-379.01	CAGR(%)					
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>2087.97</b>	<b>1947.84</b>	<b>3535.25</b>	<b>1399.26</b>	<b>2139.30</b>	PEG	0.5	0.6	—	0.9	0.8
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-1009.62</b>	<b>-848.37</b>	<b>-429.37</b>	<b>-329.98</b>	<b>-326.39</b>	ROIC/WACC					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-53.03</b>	<b>-868.57</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	REP					

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。