

业绩重回正常增长，期待工业板块表现

核心观点

- Q3 业绩重回正常增长，但仍受疫情影响。** 公司前三季度实现营业收入 76.34 亿元，同比增长 14.98%，实现归母净利润 3.06 亿元，同比下降 4.88%；单三季度实现营业收入 28.73 亿元，同比增长 19.88%，实现归母净利润 1.46 亿元，同比增长 23.94%，三季度营收与利润增长均至拐点，我们认为一方面由于去年三季度北方疫情导致的低基数效应，另一方面由于公司在今年上半年疫情趋缓后业务快速恢复所致。利润率方面，单三季度公司毛利率 27.76%，净利率 8.09%，同比与环比均有较大改善，盈利能力有所增强。此外，22Q3 公司应收票据及账款 52.51 亿元，较 Q2 上升 4.96 亿元，应收账款上涨幅度温和，风险较小。
- IVD 集采后医院更注重检验科成本与效率，公司有望受益。** 此前，由于 IVD 开展地方集采导致市场预期较为悲观，随着集采的落地公司股价已得到较为充分的反映，更为重要的是医院将对实验室价格敏感度进一步提高，对实验室运营效率，降本增效的诉求进一步加大，此趋势有利于行业的集中度提升与落后供给出清。公司目前完成了质谱色谱、细胞成像、药敏测试等多个检验技术平台的搭建，范围覆盖了从常规到高端的主流检验项目超过 2000 项，集成打包的服务方式更加符合当下医院对检验科的定位与需求，有望进一步实现国内市场份额的提升。
- 研发力度不减，工业板块值得期待。** 22 年前三季度公司投入研发费用 1.01 亿元，同比增长 22.44%，目前公司工业板块包含自主品牌的质控、糖化、质谱仪、POCT、生化；与奥森多联合研发生产的化学发光免疫产品；数字化检验信息系统业务，综合来看公司的工业板块均围绕医院检验科展开，从耗材、设备到信息化系统均有布局，进一步夯实企业在 IVD 院内服务领域的地位，期待未来公司工业板块的成长。

盈利预测与投资建议

- 由于 22 年疫情仍旧反复，公司业务受到较大冲击，我们下调了公司工业与商业板块营收规模与毛利率，我们预测公司 22-24 年每股收益分别为 0.72、0.91、1.13 元（原 22-23 年预测为 0.89、1.08 元），根据可比公司，给予公司 2023 年 12 倍估值，对应目标价 10.92 元，维持给予买入评级。

风险提示

- 新医院拓展不及预期、检验科项目降价风险、IVD 行业集采风险**

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	7,069	8,860	10,119	12,148	14,225
同比增长(%)	0.2%	25.3%	14.2%	20.1%	17.1%
营业利润(百万元)	644	778	867	1,125	1,394
同比增长(%)	-4.9%	20.8%	11.5%	29.8%	23.9%
归属母公司净利润(百万元)	330	380	416	528	653
同比增长(%)	6.6%	15.2%	9.5%	26.9%	23.7%
每股收益(元)	0.57	0.66	0.72	0.91	1.13
毛利率(%)	27.0%	27.0%	26.7%	26.5%	26.9%
净利率(%)	4.7%	4.3%	4.1%	4.3%	4.6%
净资产收益率(%)	11.1%	11.4%	11.5%	13.3%	14.6%
市盈率	18.9	16.4	15.0	11.8	9.6
市净率	2.0	1.8	1.7	1.5	1.3

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2022年10月28日）	10.67 元
目标价格	10.92 元
52 周最高价/最低价	16.61/8.69 元
总股本/流通 A 股（万股）	57,954/57,954
A 股市值（百万元）	6,184
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2022 年 10 月 29 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-4.22	3.69	4.4	3.69
相对表现	1.17	11.2	20.59	30.89
沪深 300	-5.39	-7.51	-16.19	-27.2



证券分析师

刘恩阳	010-66218100*828 liuenyang@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860519040001 香港证监会牌照：BSW684
田世豪	021-63325888*6111 tianshihao@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521080001

相关报告

业绩符合预期，自产产品值得期待	2021-10-31
业绩实现稳定增长，自产产品与综合服务业务进一步放量	2021-08-03

图 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元)每股收益(元)					市盈率			
		2022/10/28	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
迈克生物	300463	19.23	1.56	1.53	1.47	1.71	12.31	12.61	13.08	11.25
金城医学	603882	74.70	4.75	6.04	5.60	5.83	15.72	12.37	13.33	12.80
国药股份	600511	25.90	2.32	2.56	2.86	2.86	11.14	10.12	9.06	9.06
九强生物	300406	18.24	0.69	0.86	1.08	1.38	26.48	21.17	16.84	13.19
迪安诊断	300244	28.49	1.86	4.20	3.50	3.37	15.29	6.78	8.14	8.45
万孚生物	300482	29.55	1.43	3.38	2.40	2.51	20.70	8.73	12.29	11.79
	最大值						26.48	21.17	16.84	13.19
	最小值						11.14	6.78	8.14	8.45
	平均数						16.94	11.96	12.12	11.09
	调整后平均						16.01	10.96	11.94	11.22

数据来源：朝阳永续，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	835	1,024	2,024	2,430	2,845	营业收入	7,069	8,860	10,119	12,148	14,225
应收票据及应收账款	3,455	4,282	4,232	5,110	6,066	营业成本	5,157	6,468	7,420	8,923	10,399
预付账款	392	355	202	243	284	营业税金及附加	31	34	46	49	64
存货	1,154	1,502	1,855	2,231	2,600	营业费用	642	845	916	1,099	1,287
其他	392	280	254	279	303	管理费用及研发费用	452	521	572	686	804
流动资产合计	6,227	7,442	8,567	10,293	12,098	财务费用	242	292	289	262	280
长期股权投资	885	1,109	500	500	500	资产减值损失	63	78	124	124	124
固定资产	911	976	900	823	743	公允价值变动收益	(4)	0	(15)	(15)	(15)
在建工程	21	19	21	21	22	投资净收益	140	138	129	135	141
无形资产	61	68	61	54	46	其他	24	18	1	1	1
其他	2,072	2,403	2,180	2,196	2,212	营业利润	644	778	867	1,125	1,394
非流动资产合计	3,949	4,574	3,661	3,593	3,523	营业外收入	11	15	14	13	13
资产总计	10,177	12,017	12,229	13,886	15,621	营业外支出	19	12	2	9	11
短期借款	3,758	4,203	3,619	4,055	4,329	利润总额	636	780	879	1,129	1,396
应付票据及应付账款	938	1,163	1,389	1,678	1,916	所得税	132	182	184	248	307
其他	848	815	1,398	1,535	1,694	净利润	504	598	694	881	1,089
流动负债合计	5,544	6,182	6,407	7,267	7,939	少数股东损益	174	218	278	352	436
长期借款	40	448	448	448	448	归属于母公司净利润	330	380	416	528	653
应付债券	441	772	0	0	0	每股收益(元)	0.57	0.66	0.72	0.91	1.13
其他	73	222	402	402	481						
非流动负债合计	553	1,442	851	850	929	主要财务比率					
负债合计	6,096	7,625	7,257	8,117	8,868		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	877	929	1,207	1,559	1,995	成长能力					
股本	580	580	580	580	580	营业收入	0.2%	25.3%	14.2%	20.1%	17.1%
资本公积	974	916	916	916	916	营业利润	-4.9%	20.8%	11.5%	29.8%	23.9%
留存收益	1,538	1,852	2,269	2,714	3,262	归属于母公司净利润	6.6%	15.2%	9.5%	26.9%	23.7%
其他	113	115	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	4,080	4,392	4,972	5,769	6,752	毛利率	27.0%	27.0%	26.7%	26.5%	26.9%
负债和股东权益总计	10,177	12,017	12,229	13,886	15,621	净利率	4.7%	4.3%	4.1%	4.3%	4.6%
						ROE	11.1%	11.4%	11.5%	13.3%	14.6%
						ROIC	9.3%	8.8%	9.5%	10.8%	11.6%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	59.9%	63.5%	59.3%	58.5%	56.8%
净利润	504	598	694	881	1,089	净负债率	89.6%	103.6%	47.5%	41.5%	33.4%
折旧摊销	350	361	121	124	126	流动比率	1.12	1.20	1.34	1.42	1.52
财务费用	242	292	289	262	280	速动比率	0.91	0.96	1.05	1.11	1.20
投资损失	(140)	(138)	(129)	(135)	(141)	营运能力					
营运资金变动	(1,078)	(891)	193	(891)	(992)	应收账款周转率	2.4	2.6	2.6	2.6	2.6
其它	446	149	5	(13)	(14)	存货周转率	4.4	4.9	4.4	4.4	4.3
经营活动现金流	323	371	1,174	228	348	总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.9	1.0
资本支出	(376)	(396)	(26)	(26)	(26)	每股指标(元)					
长期投资	(379)	(224)	599	0	0	每股收益	0.57	0.66	0.72	0.91	1.13
其他	(258)	205	532	117	125	每股经营现金流	0.56	0.64	2.03	0.39	0.60
投资活动现金流	(1,013)	(415)	1,105	91	99	每股净资产	5.53	5.97	6.50	7.26	8.21
债权融资	(200)	674	(406)	(3)	79	估值比率					
股权融资	2	(57)	0	0	0	市盈率	18.9	16.4	15.0	11.8	9.6
其他	1,004	(522)	(873)	90	(110)	市净率	2.0	1.8	1.7	1.5	1.3
筹资活动现金流	806	95	(1,279)	87	(32)	EV/EBITDA	8.7	7.5	8.4	7.1	6.0
汇率变动影响	(1)	(1)	-0	-0	-0	EV/EBIT	12.2	10.1	9.3	7.8	6.4
现金净增加额	115	50	1,000	406	415						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。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的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及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，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn