

2017年09月06日

证券研究报告·新股分析报告

金城医学 (603882) 医药生物

合理价格区间

21.35-27.45 元



## 受益分级诊疗的国内 ICL 龙头企业

### 投资要点

- **公司为国内第三方医学检验市场领导企业:** 公司主要向各类医疗机构提供医学检验及病理诊断等外包服务, 可开展检验项目有 2300 多项, 全国共 34 家实验室。终端客户超过 2.1 万多家医疗机构, 是国内规模最大的第三方医检公司; 2016 年公司营业收入达 32.2 亿, 较上年同期增长 34.8%, 归母净利润 1.7 亿, 较上年同期增长 29.4%。
- **国内独立医学实验室行业将迎来黄金发展期:** 与国外独立实验室行业相比, 不论是检验外包率还是可检测数量方面, 国内都还有很大差距, 发展空间巨大。随着政府提倡“合理利用资源, 减少医疗开支”的新医改政策, 如分级诊疗政策的推广, 基层医疗诊疗率的增加, 将进一步提高市场对第三方医检的需求。我们认为 2020 年市场外包率可达 10%, 市场空间可达 250 亿。人口老龄化的加重和二胎政策的开放将分别促进肿瘤和无创产前诊断两细分领域需求放量。
- **公司系行业内特色与实力并存之龙头, 强者恒强:** 1) 公司产品多样结构完善, 同时重点打造病理诊断领域特色, 组建病理医生集团, 构建网络化病理会诊系统, 均为全国首创; 2) 公司加强发展信息化冷链物流系统, 全国物流网点已超过 2000 个, 客户终端遍布全国并深入乡村基层医院; 3) 各类业务收入稳中有升, 市场占比 35%, 遥遥领先行业其他大型公司; 4) 公司重视人才梯队建设, 采用“产学研”一体化模式保证检验技术发展和更新, 奠定长期发展基础。
- **募投项目分析:** 本次公开发行 6868 万股, 公开发行股数占公司发行后总股本的比例不低于 10%。募集约 4.1 亿元资金, 主要用于实验室产能扩充建设、营销物流网络扩建及信息化升级、研发中心建设以及补充流动资金, 以进一步提高生产能力, 扩大市场占有率。
- **盈利预测。** 预计公司 2017-2019 年归母净利润分别为 2.2 亿元、2.8 亿元和 3.5 亿元, 我们选取了具备第三方医学诊断业务的达安基因、迪安诊断, 以及从事体检业务的美年健康作为可比公司, 根据 wind 一致预期, 可比公司 2017-2019 年估值均值为 78.6 倍、59.8 倍和 46.6 倍。若扣除估值异常的达安基因, 估值均值分别为 57.5 倍、40.2 倍和 29.0 倍。考虑到公司的龙头地位和成长性, 我们给予公司 2018 年 35-45 倍估值, 对应合理股价区间为 21.35-27.45 元, 对应市值为 98-125 亿元。
- **风险提示:** 分级诊疗政策执行力度或低于预期的风险、公司外延全国四级网络实验室扩张进度或低于预期的风险、公司毛利率或大幅下行的风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	3221.58	4242.44	5443.10	6921.78
增长率	34.83%	31.69%	28.30%	27.17%
归属母公司净利润 (百万元)	170.04	219.22	279.55	354.56
增长率	29.37%	28.93%	27.52%	26.83%
每股收益 EPS (元)	0.37	0.48	0.61	0.77
净资产收益率 ROE	16.44%	13.73%	15.23%	16.57%

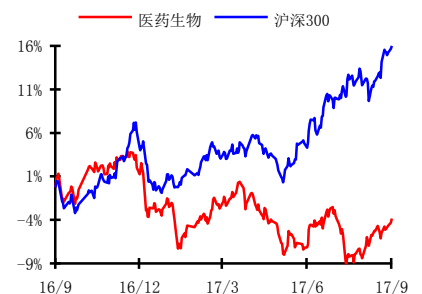
数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广  
 执业证号: S1250513070001  
 电话: 021-68413530  
 邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 陈铁林  
 执业证号: S1250516100001  
 电话: 023-67909731  
 邮箱: ctl@swsc.com.cn

### 所属行业市场表现



数据来源: 聚源数据

### 本次发行情况

发行前总股本(万股)	38920
本次发行(万股)	6,868
发行后总股本(万股)	45788
2016 年每股收益(摊薄后)(元)	0.37
2016 年扣除非经常性损益后的每股收益(摊薄后)(元)	0.37

### 主要指标 (2016)

每股净资产	2.83
毛利率	42.35
流动比	1.46
速动比率	1.38
应收账款周转率	4.61
资产负债率	57.51
净资产收益率	16.75

### 相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 目 录

<b>1 公司为国内第三方医学检验龙头</b> .....	<b>1</b>
<b>2 受益分级诊疗，国内 ICL 行业正快速发展</b> .....	<b>2</b>
2.1 国内独立实验室行业明显落后于发达国家，但发展空间巨大 .....	2
2.2 分级诊疗政策助力 ICL 发展，未来趋势良好 .....	3
2.3 肿瘤分子诊断及病理诊断领域市场空间有望超 60 亿 .....	4
2.4 二胎政策促进无创产前诊断（NIPT）需求放量 .....	5
<b>3 公司系行业内特色与实力并存之龙头，强者恒强</b> .....	<b>6</b>
3.1 公司检测项目多样，结构完善，病理诊断彰显特色 .....	7
3.2 专业冷链物流完善便捷，终端客户分布广泛 .....	8
3.3 各类业务收入稳中有升，市场占比遥遥领先 .....	9
3.4 人才与研发软实力雄厚，奠定长期发展基石 .....	10
<b>4 募投项目分析</b> .....	<b>11</b>
<b>5 盈利预测与估值</b> .....	<b>12</b>
<b>6 风险提示</b> .....	<b>14</b>

## 图 目 录

图 1: 公司公开发行前股权结构 .....	1
图 2: 公司 2016 年营业收入结构情况 .....	1
图 3: 公司 2016 年毛利润结构情况 .....	1
图 4: 2012-2016 公司营收及增速情况 .....	2
图 5: 2012-2016 公司归母净利润及增速情况 .....	2
图 6: 近十年美国大型独立实验室营业收入统计 (亿美元) .....	3
图 7: 国内第三方检验行业市场规模及渗透率情况 .....	4
图 8: 2016 年各级医院诊疗人次及出院人数增长情况 .....	4
图 9: 恶性肿瘤主要诊断方法 .....	4
图 10: 中国城市地区各年龄段癌症发病率情况 (1/10 万) .....	4
图 11: 2000-2014 年中国 65 岁及以上老年人口数量及占总人口比重情况 .....	5
图 12: 2006-2016 年新生儿出生率 .....	6
图 13: 公司经营模式及业务范围 .....	7
图 14: 公司主要技术平台及应用领域 .....	8
图 15: 信息化冷链物流系统模式图 .....	8
图 16: 公司网点分布示意图 .....	8
图 17: 2016 年各地域营收占比 .....	9
图 18: 2012-2016 年各地区营收增长情况 .....	9
图 19: 2012-2016 年公司主营业务构成及收入变动分析 .....	10
图 20: 2016 年国内独立实验室行业竞争格局 .....	10
图 21: 公司人才学历构成情况 .....	11
图 22: 公司目前重点在研项目 .....	11

## 表 目 录

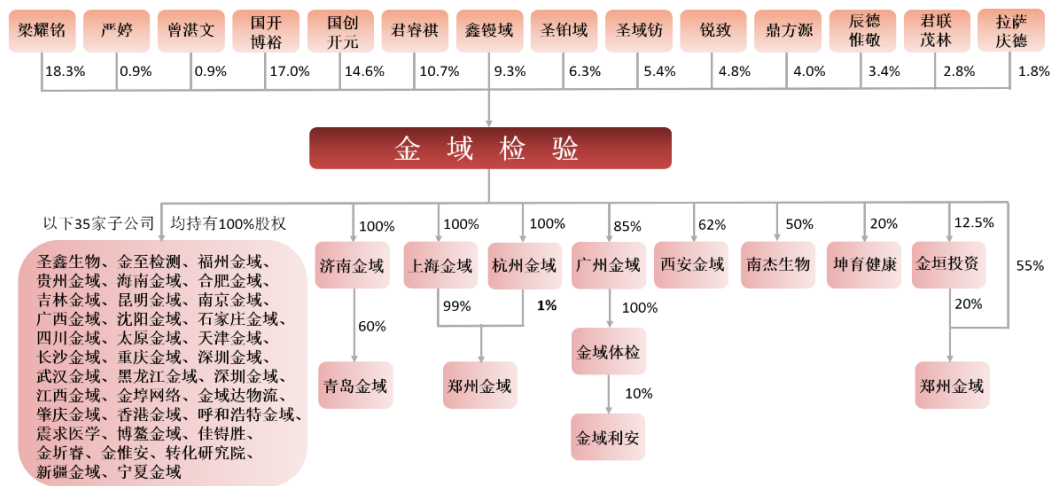
表 1: 国内外大型独立医学实验室规模比较 .....	3
表 2: 无创产前诊断与传统检测项目比较 .....	5
表 3: 国内大型第三方医检公司概况对比 .....	6
表 4: 公司募投项目情况 (万元) .....	11
表 5: 公司分业务收入及毛利率预测 .....	12
表 6: 可比公司估值情况 .....	14
附表: 财务预测与估值 .....	15

# 1 公司为国内第三方医学检验龙头

公司成立于1994年,主营业务为向各类医疗机构(包括医院、妇幼保健院、卫生院等)提供医学检验及病理诊断等外包服务。公司目前可开展检验项目有2300多项,已在中国大陆及香港地区设立了34家独立医学检验实验室,终端客户超过2.1万多家医疗机构,已成为国内第三方医学检验行业营业规模最大、检验实验室数量最多、覆盖市场网络最广、检验项目及技术平台齐全的市场领导企业。

公司控股股东、实际控制人为梁耀铭先生,直接持股占公司本次发行前总股本的18.3%,另根据合伙协议(鑫馒头、圣铂域、圣域纺和锐致)间接持有25.7%的股权,故合计控制公司44.0%的股权。本次拟向社会公众发行不超过6868万股,募资约11.4亿元的资金,公开发行股数占公司发行后总股数的比例不低10%。

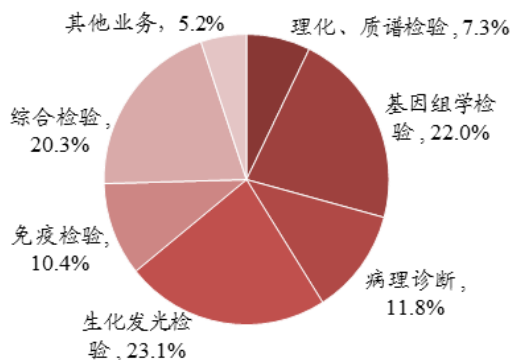
图1: 公司公开发行前股权结构



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

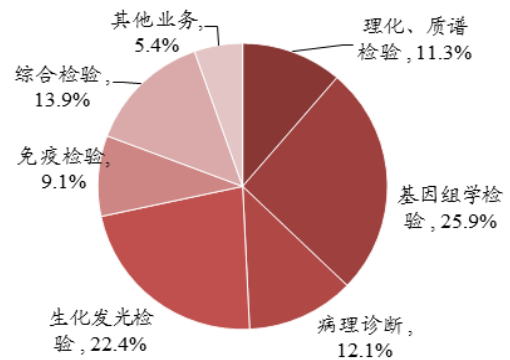
**公司主营业务结构:** 2016年公司营业收入中约95%来源于第三方医学检验及病理诊断业务,另有极少量试剂生产及销售业务。2016年生化发光检验、基因组学检验及综合检验占比最高,分别占营收的23.1%、22.0%和20.3%。毛利占比分别为22.4%、25.9%和13.9%。

图2: 公司2016年营业收入结构情况



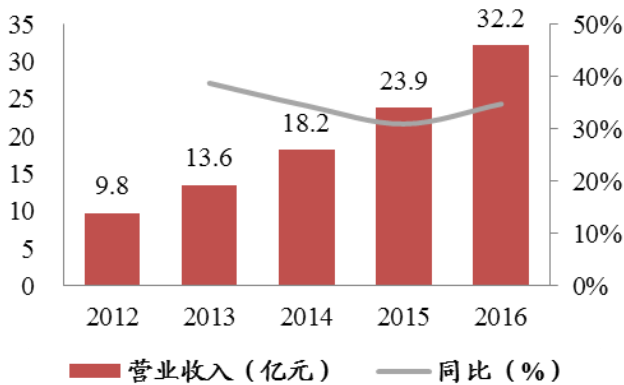
数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

图3: 公司2016年毛利润结构情况

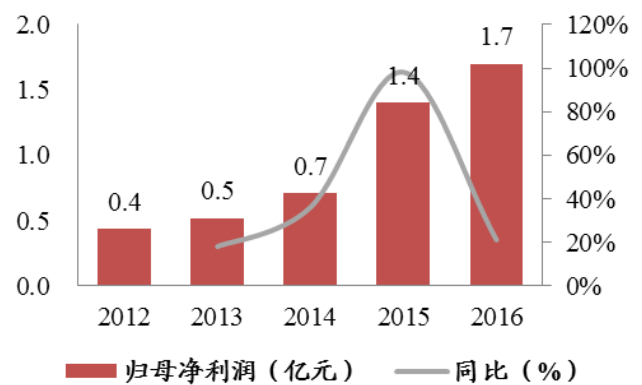


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

**公司业绩状况：**2012-2016 年公司呈高速增长态势，营业收入复合增长率为 34.7%，归母净利润复合增长率为 40.0%。2016 年公司营业收入达 32.2 亿，较上年同期增长 34.8%，归母净利润 1.7 亿，较上年同期增长 29.4%。公司主营业务收入保持快速增长主要得益于我国第三方医学检验市场的快速发展以及公司长期积累的技术优势和广泛覆盖的市场网络。其中 2015 年归母净利润增速出现较大波动，主要系 2014 年股份支付等管理费用增加所致，若剔除股份支付的原因，2015 年同比增速在 20% 左右。另外，2016 年公司归母净利润增速明显下降，主要系由于市场竞争造成公司检验项目的单价处于下降态势，以及各地子公司新办公楼的装修投入使用引起折旧费用增加所致。

**图 4：2012-2016 公司营收及增速情况**


数据来源：招股说明书，西南证券整理

**图 5：2012-2016 公司归母净利润及增速情况**


数据来源：招股说明书，西南证券整理

## 2 受益分级诊疗，国内 ICL 行业正快速发展

独立医学实验室 (Independent Clinical Laboratory, ICL)，又称第三方医学检验服务，是指在卫生部许可情况下，独立于医疗机构之外、从事医学检验或病理诊断服务，能独立承担相应医疗责任的经济实体。其主要通过利用其成本控制、专业化等优势为各类医疗机构提供医学检验及病理诊断服务，减少医疗费用支出。独立医学实验室具有显著的规模效应，将原本属于医院检验科、病理科的检验业务外包集中，通过规模化经营、专业化分工，可显著提高检验效率及检验水平，尤其针对基层一二级医院。

### 2.1 国内独立实验室行业明显落后于发达国家，但发展空间巨大

纵向观察发达国家独立实验室医学检验行业发展，自 20 世纪 80 年代开始，目前已进入成熟期，显著提高了医疗资源的利用效率。Quest 和 Labcorp 作为美国第三方医学检验行业的两大巨头企业，近十年其营业收入持续增长至过百亿美元，且二者合计市场份额已超过 35%。

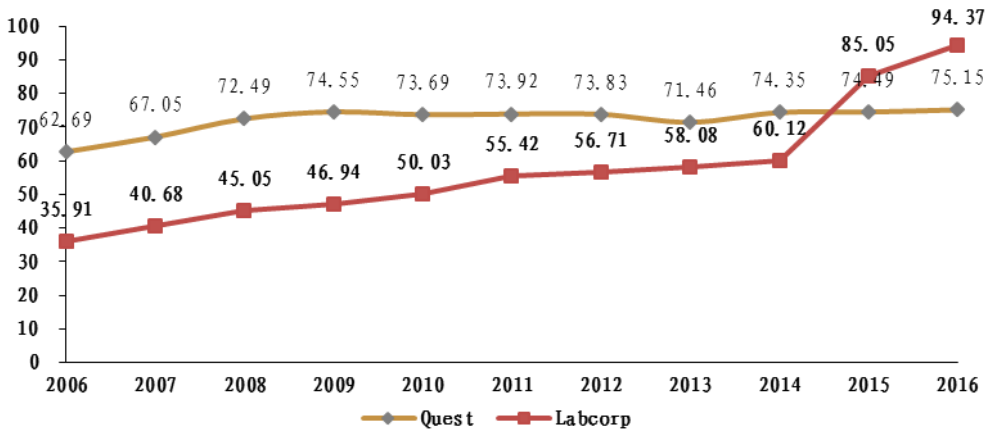
横向观察 2016 年美国、欧洲和日本独立实验室营业收入占整个医学检验行业收入渗透率分别约为 44%，53% 和 67%，相比之下中国仍不超过 5%。

- **可检数量方面：**发达国家大型独立医学实验室均可开展临床检测项目均在 4000 种以上，而国内大型独立医学实验室可检测项目平均水平 2000 种左右。

- **收入水平方面：**Quest 和 Labcorp 公司 2016 年营业收入分别为 75 和 94 亿美元，日本大型独立医学实验室平均营业收入也超过 50 亿人民币，远远超出国内水平。

由此综合来看，目前我国仍处于第三方医学检验初级阶段，与这类发达国家检验市场仍有很大差距，上升空间巨大。

**图 6：近十年美国大型独立实验室营业收入统计（亿美元）**



数据来源：Quest/Labcorp 官网，西南证券整理

**表 1：国内外大型独立医学实验室规模比较**

国家	公司	可检测项目	2016 年营业收入
美国	Quest	>3500	75.1 亿美元
	LabCorp	>4700	94.3 亿美元
日本	SRL	4000	65 亿人民币
	BML	4000	65 亿人民币
中国	金城检测	>2300	32.2 亿人民币
	迪安诊断	>2000	38.24 亿人民币（过半为代理业务）

数据来源：公司官网，公司年报，西南证券整理

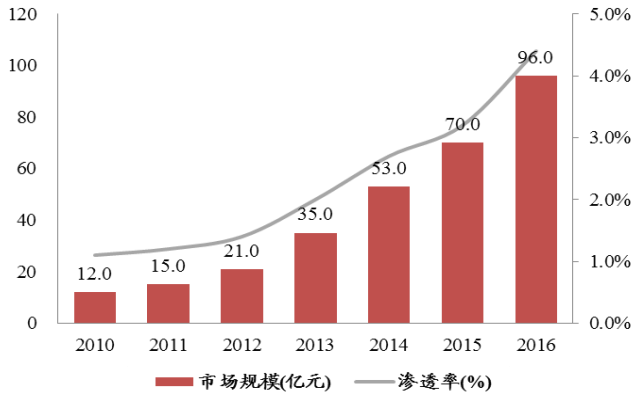
## 2.2 分级诊疗政策助力 ICL 发展，未来趋势良好

造成我国第三方医学检验市场与发达国家差距较大的主要原因系医院的结构差异。美国和日本医疗机构中大型医院占比较少，多为社区医院和私人诊所，而国内医疗机构以配备附属检验科的大型医院为主，基层医疗体系不健全导致检验外包率降低。但自 2010 年至 2016 年，随着医改政策的进一步推广和技术的进步，国内独立实验室市场规模从 12 亿元增长至 96 亿元，年复合增长率 38.3%，同时独立医学实验室占总体医学检验市场渗透率也呈现稳步增长趋势。

政府提倡“合理利用资源，减少医疗开支”的新医改政策，尤其是自 2015 年起逐步推进实施的分级诊疗，有望显著增加基层医院的诊疗率，平衡医疗资源的合理分配。卫计委统计数据显示，2016 年一级医院的诊疗人次增加 15.6%，出院人数增加 19%，均显著高于二级和三级医院的增长率，已显现出分级诊疗试点运行的初步成效。随着分级诊疗的进一步推广，

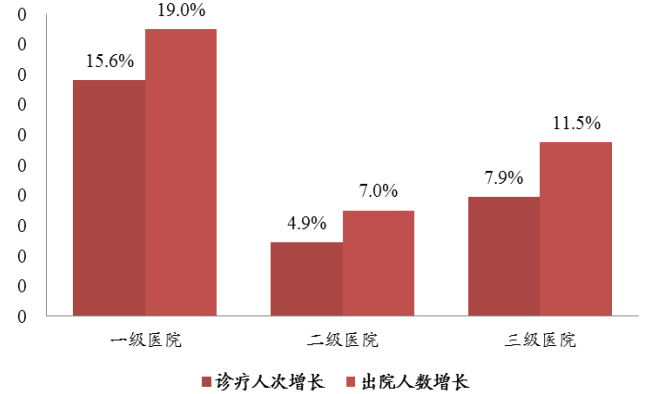
将更显著地提高对第三方医学检验服务的需求。结合发达国家行业发展趋势以及我国医改动向，我们简单假设 2020 年独立实验室外包渗透率约 10%，则 ICL 市场有望达 250 亿元。

图 7：国内第三方检验行业市场规模及渗透率情况



数据来源：前瞻网，西南证券

图 8：2016 年各级医院诊疗人次及出院人数增长情况

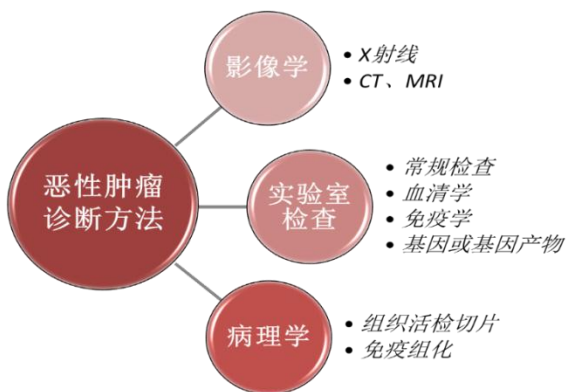


数据来源：卫计委，西南证券

## 2.3 肿瘤分子诊断及病理诊断领域市场空间有望超 60 亿

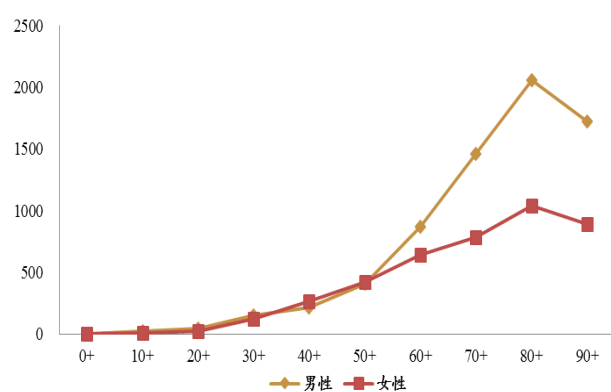
早发现早治疗是肿瘤防治的重要原则之一，是患者能否得到根治的关键性因素。当前恶性肿瘤的诊断主要依靠三大主要手段，分别是影像学检查，实验室检查和病理学检查，后两者均作为第三方医学检验的重要组成部分。影像学检查的一大不足之处即敏感性低，通常病灶被发现时已处于晚期阶段，死亡率极高，严重影响了肿瘤患者的治疗和预后。肿瘤的实验检查主要包括各类血清标志物的血清学检查以及癌基因检测，这类肿瘤标志物的改变或癌基因的异常往往先于肿瘤发生，为肿瘤的早期诊断提供了可能。

图 9：恶性肿瘤主要诊断方法



数据来源：西南证券整理

图 10：中国城市地区各年龄段癌症发病率情况 (1/10 万)

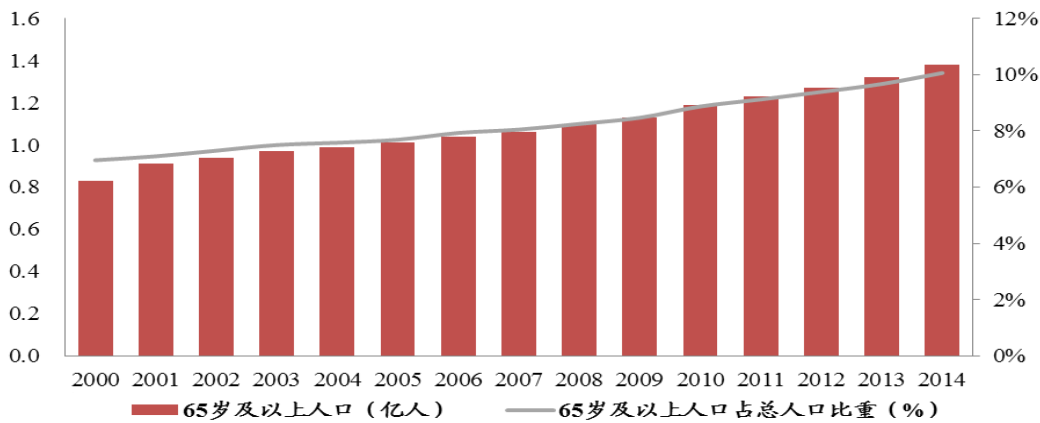


数据来源：中国肿瘤登记年报，西南证券整理

国家癌症中心统计数据显示，近年来我国肿瘤发病率逐年增加，年复合增长率约 6%，但年龄标准化的发病率并无明显升高。而另有研究表明，随着年龄的增长肿瘤发生率明显增加，40 岁后发病率开始快速提升，80 岁达到顶峰，尤其在男性可达 2000/10 万人。上述现象提示，中国近年肿瘤发病率持续上升的主要原因与人口老龄化密不可分。根据国家统计局的数据，2000 年至 2014 年，我国 65 岁以上老年人口数量及总人口占比一直持续增长，人

口老龄化现象不断加剧,已成为世界老龄人口第一大国,这将造成我国肿瘤发病率短期内必然居高不下。

**图 11: 2000-2014 年中国 65 岁及以上老年人口数量及占总人口比重情况**



数据来源: 国家统计局, 西南证券整理

肿瘤发病率增高、人们防癌体检意识的增强以及精准医疗的推广,必然导致肿瘤的实验室筛查及病理诊断等第三方检验市场空间的持续扩增。肿瘤病理检查目前尚以大型医院病理科为主,一二级医院的病理外包服务发展势头快,但目前尚无具体行业数据。单就肿瘤分子诊断领域来看,假设 2020 年第三方医检市场可达 250 亿元,一般肿瘤领域占比约 1/4,其市场空间可超 60 亿元。

## 2.4 二胎政策促进无创产前诊断 (NIPT) 需求放量

无创产前诊断 (NIPT) 是通过检测母体血液中的胎儿游离 DNA,检测胎儿染色体异常情况。NIPT 相比传统检测项目具有无创取样、流产率低、准确率高等优点,其灵敏度和特异性均可超过 99%。目前 NIPT 主要应用于 13、18、21 染色体异常的筛查,随着技术的不断成熟,检测范围的扩大将进一步促进其需求增长。2016 年 10 月卫计委发布新规重新放开了 NIPT 市场,规定有资质的医疗机构和第三方临检中心都可以申请 NIPT 检测服务。

**表 2: 无创产前诊断与传统检测项目比较**

检测项目	检出率	准确性	检查类别	风险性
无创产前诊断 (NIPT)	99%	99%	所有染色体,非整倍体	无流产风险
脐静脉穿刺	99%	99%	所有染色体,非整倍体	0.5-1%流产率
血清学检查 (唐氏筛查)	60-80%	50%	21 三体	5%假阳性, 20-40%漏诊率
颈部透明带检测	60-80%	60%	18 三体	5%假阳性, 20-40%漏诊率
绒毛膜穿刺	99%	99%	所有染色体,非整倍体	1-3%流产率
羊水穿刺	99%	99%	所有染色体,非整倍体	0.5-1%流产率

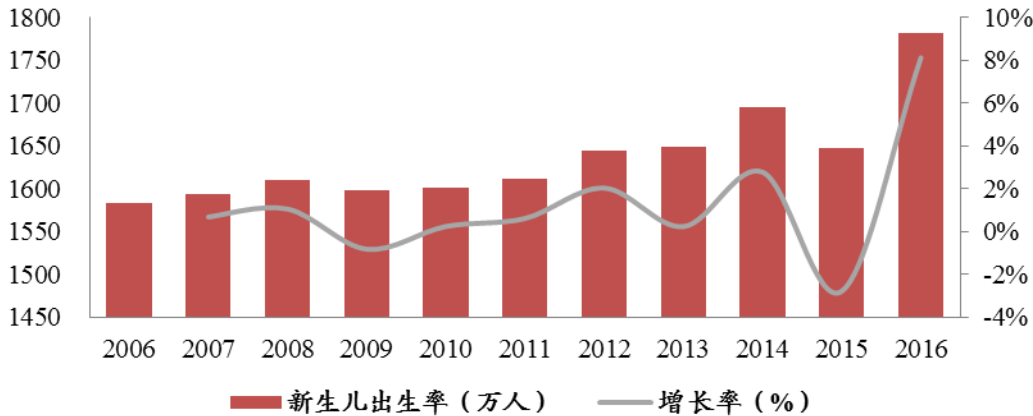
数据来源: 公司官网, 西南证券整理

公司近年 NIPT 业务不断拓展,检验样本数量上升。2017 年 5 月 13 日“第三届广东院士高峰年会”在广州举行,期间金城检验与曾溢滔院士及其科研团队签订了《广东省金城遗传病基因检测及治疗院士工作站合作协议》,体现金城检验在遗传优生领域的检验实力和发展



潜力。随着二胎政策的开放, 2016 年新生儿出生率接近 1800 万, 同比增长 8.1%, 而中国又是世界新生儿遗传缺陷高发国家之一, 发病率约 5.6%, 提示产前诊断推广的必要性。目前 NIPT 市场价值约 2000 元, 若渗透率达到 30%, 覆盖 600 万人, 则市场总量将过百亿元。

**图 12: 2006-2016 年新生儿出生率**



数据来源: 国家卫计委, 西南证券

### 3 公司系行业内特色与实力并存之龙头, 强者恒强

目前公司无论在实验室网点数量、服务客户数量、营业收入等各个方面均处于行业市场第一, 占第三方医学实验室行业市场份额 30% 以上, 是名副其实的行业龙头企业。纵观美国独立实验室发展历程, 最终仅 Quest 和 Labcorp 两家公司合计市场份额超 35%, 呈现寡头垄断的局面。这是独立实验室行业特色, 公司规模越大, 成本优势越发明显, 强者越强。金城检验目前已是国内独立实验室行业领军企业, 未来有望凭借其高精尖的专业实力和规模优势, 进一步扩大市场份额, 潜力巨大。

**表 3: 国内大型第三方医检公司概况对比**

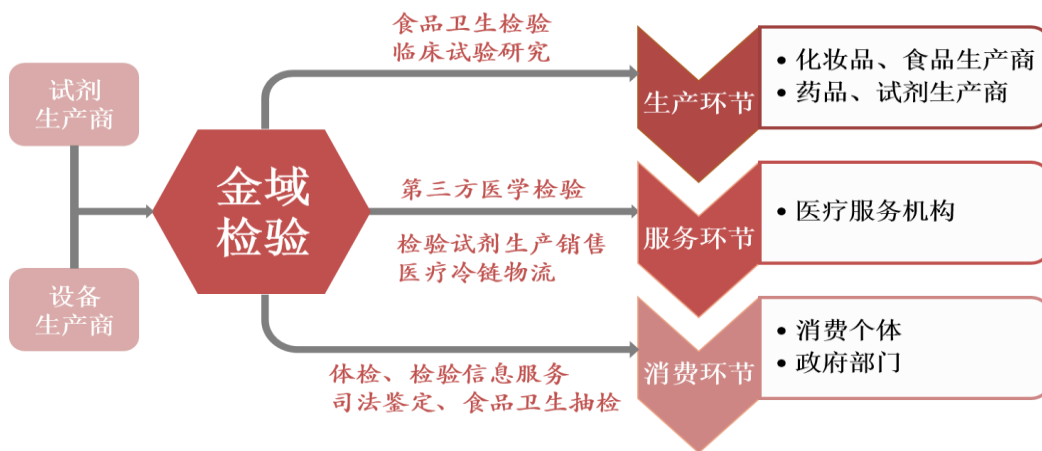
公司名称	金城检验	迪安诊断	艾迪康	达安基因
初设时间	1994 年	2001 年	2004 年	2007 年
总部所在地	广州	杭州	杭州	广州
实验室网点数	34	31	20	8
检测项目种类	2300 余项	2000 余项	2000 余项	1000 余项
覆盖医院数目	21000 余家	12000 余家	15000 余家	3000 余家
2016 年市场份额	35%	16%	18%	7%
业务领域	检验服务	检验服务+产品代理	检验服务	全产业链
上市情况	A 股主板	创业板	未上市	中小板

数据来源: 公司公告, 公司官网, 招股说明书

### 3.1 公司检测项目多样，结构完善，病理诊断彰显特色

近年来，公司除了大力发展其第三方医学检验服务商的检测业务外，也依托其已较为完善检验检测技术体系，通过资源互补、跨界合作，构建了包括健康管理、卫生检验、临床试验、司法鉴定和冷链物流等多元服务，业务对象扩展至政府部门以及制药、食品、化妆品、体外诊断等生产企业，拓展检验检测技术的应用范围，已逐步发展成为整个医疗健康产业链上不可或缺的关键支点。同时丰富的检验项目使得公司能够满足各级客户的检验需求，充分发挥规模优势，且短期内难以复制。

图 13：公司经营模式及业务范围

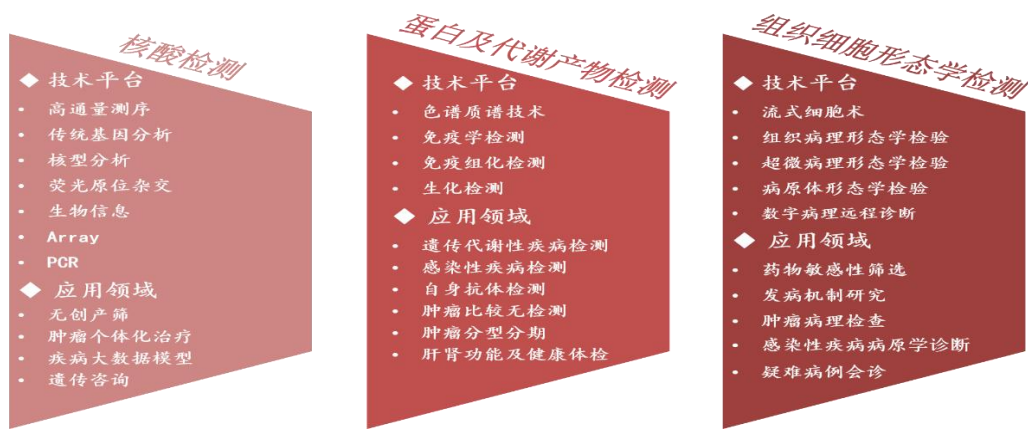


数据来源：招股说明书，西南证券整理

经过数十年的发展，公司已经建立了完善的检验技术体系，具体检查项目共计超过 2300 项，分为核酸检测、蛋白及代谢产物检测及组织、细胞和亚细胞的病理形态学检测三大板块，可覆盖的疾病包括肿瘤、遗传性疾病、感染性疾病等，基本可满足临床的全部检验及诊断需求。其中，被誉为肿瘤诊断“金标准”的病理检查是公司长期发展的重点和特色，已建成国内大型病理诊断中心，年病理标本量近 700 万例。国内目前的病理医生资源十分紧缺，尤其是二级及以下的基层医院，严重影响病情诊断进程。公司在病理诊断领域的建设主要涵盖以下三方面：

- **病理医生团队方面：**截至 2017 年 3 月份，公司已通过引进和培养了 600 多名诊断经验丰富的病理专家、医生并组建形成现阶段全国最大的病理医生联盟，通过远程病理诊断，缓解基层病理医生短缺的现象。
- **病理诊断技术方面：**公司借鉴前沿病理技术的发展和多年病理诊断业务的经验，在传统组织病理的基础上，逐步发展了分子病理、细胞病理、及各器官病理等特色亚专科，不断完善公司病理诊断及服务体系。
- **信息化系统方面：**公司建立的三重网络化病理会诊系统，为全国首创，即将当地病理标本制片、数字扫描、电子成像，可通过互联网传送至公司病理专家处，便于实现疑难会诊、远程诊断或教学培训。除此之外，公司与美国克利夫兰医疗中心（CCF）、美国匹兹堡大学医疗中心（UPMC）分别合作建立了“国际远程数字化病理会诊中心”，为国内医生及患者提供更高水平的国际病理专家诊疗服务。

图 14: 公司主要技术平台及应用领域



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

### 3.2 专业冷链物流完善便捷, 终端客户分布广泛

为保证医学检验样本运输过程中的快捷高效和质量安全, 公司建立了专业的医疗冷链物流服务, 并不断开拓创新, 形成覆盖范围广、质量控制严的冷链物流系统。

- **拓展服务范围方面:** 截至 2016 年 12 月 31 日全国物流网点已超过 2000 个, 外勤服务员工 2000 名, 年揽收样本超过 4000 万份, 促进服务深入至乡镇和社区一级医院。
- **提升物流效率方面:** 发展信息化冷链物流体系, 通过引进温控标本运输箱、途中运输温控与监测系统、途中运输 GPS 定位系统、手持终端扫描与录入系统等, 有效保障了样本运输过程中的安全性和及时性。

图 15: 信息化冷链物流系统模式图



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

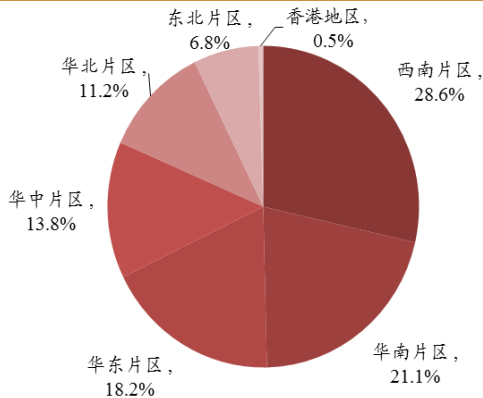
图 16: 公司网点分布示意图



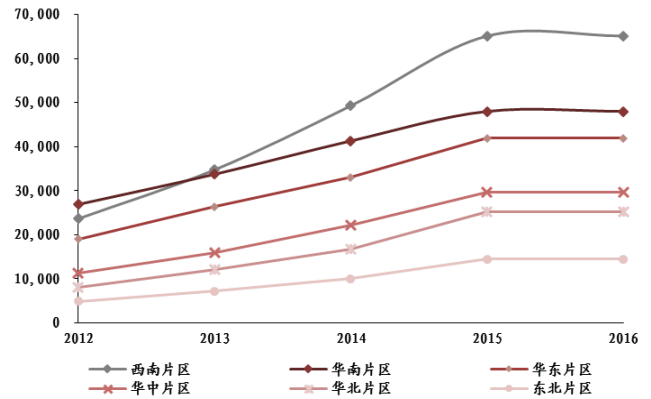
数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

目前公司的终端实验室数量共 34 家, 遍布中国大陆 32 个省和直辖市以及香港地区, 覆盖全国 90% 以上人口。公司已形成遍布全国的销售网络, 主营业务收入以西南片区、华南片区、华东片区、华中片区和华北片区为主, 且各地域营业收入自 2012 年至 2016 年均持续

快速增长。公司网点全国范围内覆盖，收入占比均匀，而其他竞争对手的客户地域分布则较局限，如迪安诊断主要侧重华东、华北地区，艾迪康和达安基因分别重点分布于华东和华南。庞大的实验室和销售网络为公司提供了更大的规模效应以及更高的检验效率，保证了公司行业龙头的竞争地位。

**图 17：2016 年各地域营收占比**


数据来源：招股说明书，西南证券整理

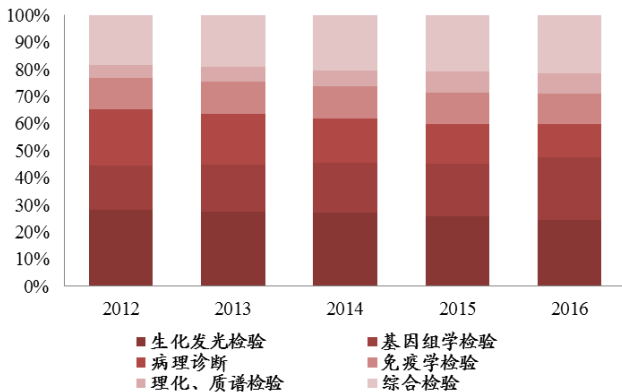
**图 18：2012-2016 年各地区营收增长情况**


数据来源：招股说明书，西南证券整理

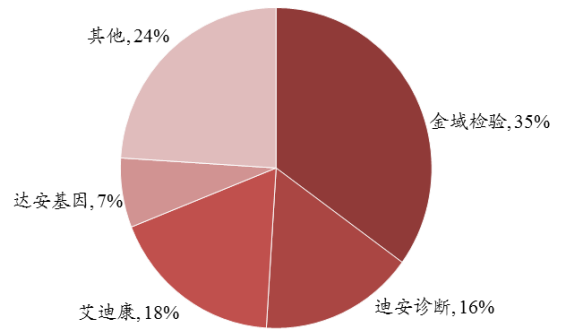
### 3.3 各类业务收入稳中有升，市场占比遥遥领先

2012-2016 年，随着国家医改政策的推进和公司竞争力的不断增强，公司各类检测业务收入持续增长，主营业务收入增长率稳定在 30% 以上。

- **基因组学检验业务：**占主营收入比重逐年增加，自 2012 年至 2016 年营业收入从 1.5 亿元增长至 7.1 亿元，年复合增长率 36.1%，占主营业务比重自 16.1% 增长至 23.2%。基因组学检验属于新型检测业务，其营业占比的大幅增加主要源自 2016 年无创产前基因检测项目业务量大幅增加，该部分收入较 2015 年增加 472.2%。且随着公司研发深入和业务推广，基因组学检测业务收入的增长态势有望继续发展。
- **生化发光检验业务：**所有检测项目中占比最高，2012 年至 2016 年占主营收入比例略下降，分别为 28.3% 和 24.4%，但营业收入仍保持递增，自 2.7 亿元增长至 7.4 亿元。作为传统检测项目，虽然收入占比呈下降趋势，但得益于其检测项目基础和客户需求广泛的特点，该部分业务的营业收入仍将不断增加。
- **病理诊断业务：**历年营收占比下降，主要原因系公司仍倾力将其打造为特色项目的推广阶段，开展了多种公益性项目。例如承接政府筛查性疾病项目（液基细胞学 TCT 项目），以及基层医疗机构的宫颈癌筛查项目，此类定价均低于市场平均水平。随着业务范围的扩大和渗透率的提高，其营收占比将有望回转。

**图 19: 2012-2016 公司主营业务构成及收入变动分析**


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

**图 20: 2016 年国内独立实验室行业竞争格局**


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

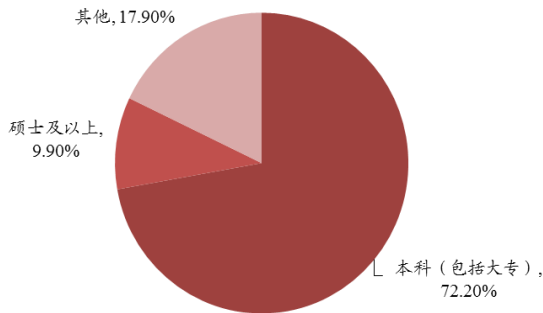
按照目前国内主要第三方医检公司的市场份额来看, 占比 35% 的金域遥遥领先于艾迪康和迪安, 后两者分别占 18% 和 16%, 行业竞争格局已初步形成。同时, 金域的业务专注于第三方检验服务, 而其他竞争商家兼顾检验试剂的经销和代理, 因此金域将作为更加专业的检验实验室, 借助现有的资源优势, 进一步提高其市场品牌知名度和认可度。因此不论是市场份额方面还是专业技术方面, 金域都将以绝对的优势作为独立实验室行业龙头, 进一步抢占市场占有率, 引领行业发展新动向。

### 3.4 人才与研发软实力雄厚, 奠定长期发展基石

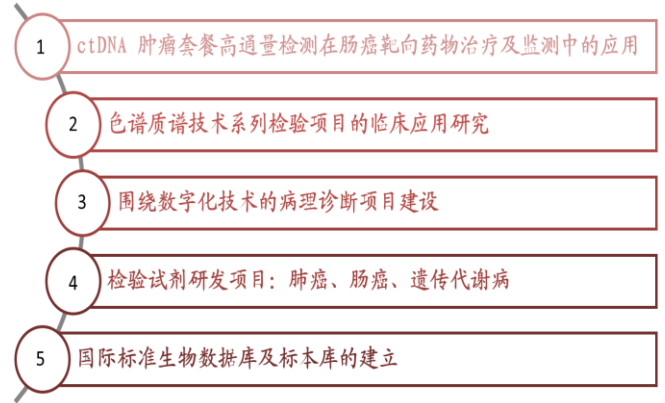
身处专业壁垒高、技术更新快的医学检验行业, 扎实的技术优势、专业的检验人才和对新技术的快速响应能力是公司脱颖而出成为行业引领者的关键性因素。而面对市场的快速变化, 日益增长的业务需求, 公司在规范化管理、资源协调和品牌建设及推广方面的运营服务体系构建对于增强公司竞争力同样不可或缺。

- **专业人才优势:** 截至 2016 年底, 公司技术与服务人才 4450 名, 本科 (包括大专) 以上学历员工占比已达 82.1%, 硕士及以上学历员工 442 名, 占比 10%, 高级职称 47 名, 享受国务院特殊津贴专家 5 名, 博士生导师 3 名。另有来自美国西雅图儿童医院等知名海外机构的专家学者担任专业顾问及学科带头人, 由此共同建建成一支高水平高学历的专业人才梯队。公司拥有国家级博士后科研工作站, 联合高校培养高端技术人才, 同时作为优秀人才储备。此外, 公司尤为重视病理医生团队的建设, 通过定期与知名病理专家现场交流或远程会诊的方式提高专业诊断水平, 并自主开发了一套完善的内部培训、考核和晋升体系。
- **研发合作优势:** 除传统检验项目如生化发光及综合检验项目等已进入成熟阶段, 其他免疫检验及基因组学检验的发展及基础向临床的转化日益更新, 尤其各类新型肿瘤标志物不断涌现。公司目前拥有专利 249 项, 获批国家、省部、市各级科研课题二十多项, 在研经费 3000 多万元。公司采用“产学研”一体化模式, 通过参与多项研发与合作, 发展先进的检验技术或全新的检验项目是其在行业内维持核心竞争力的关键。具体合作单位包括中山大学、中南大学、天津医科大学、哈尔滨医科大学等国内一流医学科研院所; 美国匹兹堡大学医学中心 (UPMC)、克利夫兰医学

中心 (CCF) 等全美顶尖医学中心以及罗氏诊断、生物梅里埃、凯杰等国际优秀体外诊断试剂企业, 共同致力于检验技术的改进和发展。

**图 21: 公司人才学历构成情况**


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

**图 22: 公司目前重点在研项目**


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

- **管理团队优势:** 公司创始团队人员均具备早期医学检验或病理诊断的专业技术背景, 对行业特点和发展了解充分, 从业经验均在 10 年以上; 核心管理团队也均具备优秀的医学或 EMBA 学历背景, 实践经验丰富, 通过规范化管理、标准化建设、质量控制、信息化建设、成本控制管理、流程优化、激励机制设计、人才引进与培养、资源协调与整合、供应链管理、品牌建设与传播等多种方式打造完善的综合运营服务体系, 形成行业领先的运营管理优势。

## 4 募投项目分析

本次募投项目的实际资金需要量为 11.4 亿元, 共计发行普通股 6868 万股。若募集资金暂不能满足需求, 公司将通过自筹方式解决, 以保证项目的顺利实施; 在本次募集资金到位前, 公司可根据项目实际情况使用自筹资金先行投入, 在募集资金到位后再对先前投入的自筹资金进行置换。本次公开发行募集资金投资项目紧密围绕公司的主营业务, 具体投资项目如下表所示:

**表 4: 公司募投项目情况 (万元)**

项目名称	项目总投资	拟投入募集资金	项目内容
实验室产能扩充建设项目	60836.4	58572.48	2 家现有子公司迁建购置房产、购买设备, 5 家现有子公司购买设备, 5 家新建子公司购置设备完善现有实验室设备
营销物流网络扩建及信息化升级项目	12995.6	12995.6	"新增办事处 150 个, 新增营销人员 190 人; 冷藏车、标本箱+制冷、GPS+温控、试管架+玻片盒、手持
研发中心建设项目	12289.4	12289.4	终端、冷库建设等; 软件系统开发及配套硬件采购
补充流动资金	30000	30000	已有研发场地改建; 研发软件硬件购置; 重点技术平台建设及检验项目与试剂研发, 高端人才团队建设
合计	116121.4		

数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

本次招募完成后, 预计达产后首年可实现营业收入 18.2 亿元, 净利润 1.8 亿元, 进一步提高生产能力, 扩大市场占有率。其对公司财务状况和经营成果的影响表现在如下方面:

- **净资产和每股净资产:** 将得到明显提升, 经营规模和实力将得到大幅提升, 同时增强公司抗风险能力。
- **资产负债率:** 各项偿债指标将得到大幅改善, 提升公司融资能力。
- **净资产收益率:** 短期下降, 但长期整体盈利能力将明显增强。因募投项目存在一定建设期, 短期内较难取得较高效益; 但随着募投项目的逐步成熟和正式投入使用, 公司的盈利能力将会上升, 净资产收益率也将回升至正常水平。

## 5 盈利预测与估值

根据上文分析, 我们对公司各项业务做出如下假设:

- 1) **基因组学业务:** 行业快速增长, 我们预计公司订单量 2017-2019 年同比增速分别为 50%、40%和 35%, 毛利率分别为 49%、48%和 47%;
- 2) **化学发光业务:** 我们预计公司订单量 2017-2019 年同比增速分别为 28%、26%和 25%, 毛利率维持 40%;
- 3) **综合检验业务:** 我们预计公司订单量 2017-2019 年同比增速分别为 30%、25%和 25%, 毛利率维持 28%;
- 4) **病理诊断业务:** 我们预计公司订单量 2017-2019 年同比增速维持 15%, 毛利率维持 43%;
- 5) **免疫学检验业务:** 我们预计公司订单量 2017-2019 年同比增速分别为 28%、25%和 25%, 毛利率分别为 36%、35%和 34%;
- 6) **理化、质谱检验业务:** 我们预计公司订单量 2017-2019 年同比增速维持 30%, 毛利率维持 65%;
- 7) **其他业务:** 我们预计公司订单量 2017-2019 年同比增速维持 25%, 毛利率维持 43%。

**表 5: 公司分业务收入及毛利率预测**

单位: 百万元	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
合计: 营业收入	1837.9	2389.4	3221.6	4242.4	5443.1	6921.8
yoy	35.5%	30.0%	34.8%	31.7%	28.3%	27.2%
合计: 营业成本	1002.9	1292.1	1857.3	2473.7	3179.5	4056.6
毛利率	45.4%	45.9%	42.3%	41.7%	41.6%	41.4%
<b>基因组学检验</b>						
收入	320.97	443.35	707.24	1060.9	1485.2	2005.0
yoy	42.1%	38.1%	59.5%	50.0%	40.0%	35.0%
成本	148.81	208.79	353.88	541.0	772.3	1062.7
毛利率	53.64%	52.91%	49.96%	49.0%	48.0%	47.0%

单位: 百万元	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>生化发光检验</b>						
收入	478.13	581.45	744.85	953.4	1201.3	1501.6
yoy	33.6%	21.6%	28.1%	28.0%	26.0%	25.0%
成本	262.61	322.61	439.32	572.0	720.8	901.0
毛利率	45.08%	44.52%	41.02%	40.0%	40.0%	40.0%
<b>综合检验</b>						
收入	349.82	467.59	653.04	849.0	1061.2	1326.5
yoy	41.0%	33.7%	39.7%	30.0%	25.0%	25.0%
成本	227.03	306.55	463.82	611.2	764.1	955.1
毛利率	35.10%	34.44%	28.98%	28.0%	28.0%	28.0%
<b>病理诊断</b>						
收入	288.48	331.42	380.84	438.0	503.7	579.2
yoy	19.5%	14.9%	14.9%	15.0%	15.0%	15.0%
成本	150.87	176.38	216.44	249.6	287.1	330.1
毛利率	47.70%	46.78%	43.17%	43.0%	43.0%	43.0%
<b>免疫学检验</b>						
收入	203.42	257.72	335.19	429.0	536.3	670.4
yoy	31.6%	26.7%	30.1%	28.0%	25.0%	25.0%
成本	119.03	154.22	210.9	274.6	348.6	442.5
毛利率	41.49%	40.16%	37.08%	36.0%	35.0%	34.0%
<b>理化、质谱检验</b>						
收入	104.16	178.95	233.68	303.8	394.9	513.4
yoy	43.5%	71.8%	30.6%	30.0%	30.0%	30.0%
成本	34.19	57.74	79.78	106.3	138.2	179.7
毛利率	67.18%	67.73%	65.86%	65.0%	65.0%	65.0%
<b>其他业务</b>						
收入	92.88	128.9	166.74	208.4	260.5	325.7
yoy		38.8%	29.4%	25.0%	25.0%	25.0%
成本	60.37	65.78	93.16	118.8	148.5	185.6
毛利率	35.00%	48.97%	44.13%	43.0%	43.0%	43.0%

数据来源: 公司公告, 西南证券

**预测与估值:** 根据以上说明和假设, 我们预计公司 2017-2019 年的营业收入分别为 42.4 亿元、54.4 亿元和 69.2 亿元, 归属母公司所有者的净利润分别为 2.2 亿元、2.8 亿元和 3.5 亿元。每股收益 0.48 元、0.61 元和 0.77 元。

我们选取了具备第三方医学诊断业务的达安基因、迪安诊断, 以及从事体检业务的美年健康作为可比公司, 根据 wind 一致预期, 可比公司 2017-2019 年估值均值为 78.6 倍、59.8 倍和 46.6 倍。若扣除估值异常的达安基因, 估值均值分别为 57.5 倍、40.2 倍和 29.0 倍。考虑到公司的龙头地位和成长性, 给予公司 2018 年 35-45 倍估值, 对应合理股价区间为 21.35-27.45 元, 对应市值为 98-125 亿元。



**表 6: 可比公司估值情况**

代码	简称	最新市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E
002030.SZ	达安基因	146	1.1	1.2	1.5	1.8	137.1	120.8	98.8	81.7
002044.SZ	美年健康	401	3.4	5.4	8.0	11.4	118.4	73.8	50.1	35.2
300244.SZ	迪安诊断	150	2.6	3.6	4.9	6.6	57.2	41.2	30.4	22.8
均值							104.2	78.6	59.8	46.6

数据来源: Wind 一致预期, 西南证券整理

## 6 风险提示

- **市场竞争风险:** 若公司新产品研发不力或客户服务提升有限, 将对未来业绩产生不利影响
- **政策变动风险:** 医疗卫生行业政策或面临巨大变化, 导致公司不能满足客户需求, 将严重影响公司经营。
- **医学检验或病理诊断医疗事故风险:** 若检验结果出现错误, 公司需承担相关医疗和损失赔偿责任, 并会对其市场声誉和经营业绩产生重大影响。
- **原材料采购价格大幅上涨及检验项目价格下降的风险。**

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	3221.58	4242.44	5443.10	6921.78	净利润	186.32	240.22	306.33	388.52
营业成本	1857.30	2473.68	3179.55	4056.62	折旧与摊销	148.27	65.33	65.33	65.33
营业税金及附加	4.75	6.26	8.03	10.21	财务费用	29.10	23.66	15.89	11.86
销售费用	589.03	763.64	979.76	1232.08	资产减值损失	8.37	8.00	9.00	10.00
管理费用	543.13	712.73	914.44	1162.86	经营营运资本变动	-105.72	-2.61	-49.88	-64.18
财务费用	29.10	23.66	15.89	11.86	其他	25.80	-8.00	-7.00	-11.00
资产减值损失	8.37	8.00	9.00	10.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>292.14</b>	<b>326.60</b>	<b>339.67</b>	<b>400.54</b>
投资收益	-0.92	0.00	0.00	0.00	资本支出	-160.14	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-267.97	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-428.11</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>188.98</b>	<b>254.47</b>	<b>336.44</b>	<b>438.16</b>	短期借款	60.45	-234.55	0.00	0.00
其他非经营损益	41.85	43.13	43.06	43.17	长期借款	239.03	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>230.83</b>	<b>297.60</b>	<b>379.50</b>	<b>481.32</b>	股权融资	0.00	410.00	0.00	0.00
所得税	44.51	57.38	73.17	92.80	支付股利	0.00	-34.01	-43.84	-55.91
净利润	186.32	240.22	306.33	388.52	其他	-36.65	-24.25	-15.89	-11.86
少数股东损益	16.29	21.00	26.78	33.96	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>262.83</b>	<b>117.20</b>	<b>-59.73</b>	<b>-67.77</b>
归属母公司股东净利润	170.04	219.22	279.55	354.56	<b>现金流量净额</b>	<b>127.26</b>	<b>443.80</b>	<b>279.94</b>	<b>332.77</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	529.76	973.56	1253.50	1586.27	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	848.80	1109.05	1432.02	1817.83	销售收入增长率	34.83%	31.69%	28.30%	27.17%
存货	81.06	107.96	136.77	176.05	营业利润增长率	16.10%	34.66%	32.21%	30.23%
其他流动资产	19.82	26.10	33.49	42.59	净利润增长率	29.67%	28.93%	27.52%	26.83%
长期股权投资	2.26	2.26	2.26	2.26	EBITDA 增长率	34.37%	-6.25%	21.60%	23.39%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	949.09	897.86	846.64	795.41	毛利率	42.35%	41.69%	41.59%	41.39%
无形资产和开发支出	71.40	65.55	59.70	53.85	三费率	36.05%	35.36%	35.09%	34.77%
其他非流动资产	165.34	157.09	148.83	140.58	净利率	5.78%	5.66%	5.63%	5.61%
<b>资产总计</b>	<b>2667.55</b>	<b>3339.45</b>	<b>3913.22</b>	<b>4614.83</b>	ROE	16.44%	13.73%	15.23%	16.57%
短期借款	234.55	0.00	0.00	0.00	ROA	6.98%	7.19%	7.83%	8.42%
应付和预收款项	724.18	996.13	1285.81	1627.96	ROIC	12.96%	14.29%	17.23%	20.36%
长期借款	471.88	471.88	471.88	471.88	EBITDA/销售收入	11.37%	8.10%	7.67%	7.45%
其他负债	103.38	122.25	143.86	170.71	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1533.99</b>	<b>1590.26</b>	<b>1901.54</b>	<b>2270.54</b>	总资产周转率	1.38	1.41	1.50	1.62
股本	389.20	457.88	457.88	457.88	固定资产周转率	4.53	5.55	7.63	10.46
资本公积	489.12	830.44	830.44	830.44	应收账款周转率	4.61	4.60	4.56	4.53
留存收益	221.47	406.68	642.39	941.04	存货周转率	25.05	26.17	25.77	25.69
归属母公司股东权益	1100.38	1695.01	1930.72	2229.37	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	93.57%	—	—	—
少数股东权益	33.18	54.18	80.96	114.93	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1133.56</b>	<b>1749.19</b>	<b>2011.68</b>	<b>2344.29</b>	资产负债率	57.51%	47.62%	48.59%	49.20%
负债和股东权益合计	2667.55	3339.45	3913.22	4614.83	带息债务/总负债	46.05%	29.67%	24.82%	20.78%
					流动比率	1.46	2.07	2.06	2.07
					速动比率	1.38	1.97	1.97	1.97
					股利支付率	0.00%	15.51%	15.68%	15.77%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.37	0.48	0.61	0.77
					每股净资产	2.48	3.82	4.39	5.12
					每股经营现金	0.64	0.71	0.74	0.87
					每股股利	0.00	0.07	0.10	0.12
业绩和估值指标									
EBITDA	366.35	343.46	417.66	515.35					
PE	0.00	0.00	0.00	0.00					
PB	0.00	0.00	0.00	0.00					
PS	0.00	0.00	0.00	0.00					
EV/EBITDA	0.26	-1.70	-2.07	-2.32					
股息率	-	-	-	-					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn