

# 金城医学 (603882)

## 从专注于检验服务到布局全产业链，未来业绩可期

### 17年医学诊断业务平稳增长，拟派发现金红利0.38亿元

公司发布2017年年度报告，营业收入为37.92亿元，同比增长17.70%；归母净利润为1.89亿元，同比增长10.86%；扣非后归母净利润为1.42亿元，同比增长2.46%。其中主营业务医学诊断服务收入35.89亿元，同比增长17.50%；增长最快的是已建立完善的专业医疗冷链物流服务，其收入约为0.1亿元，同比增长483.57%，检验服务业绩创新中稳步上升。

公司同时发布2017年利润分配预案，拟以公司股份总股本457,884,577.00股为基数，向全体股东每10股派发现金红利人民币0.83元（含税），共计派发现金红利人民币38,004,419.89元，占2017年归属于上市公司股东可分配利润的20.16%。

### 产品齐全质量认可，服务辐射范围广，夯实业务基础

公司目前已在全国（包括香港地区）建立了37家中心实验室，有超过20000家医疗客户，服务网络覆盖全国90%以上人口所在区域。并且已获27张国内外认证认可证书，检测结果为全球50多个国家和地区认可。再者公司2017年新增检测项目40多项，可提供近2500项检验项目外包及科研技术服务。全年公司病理标本总量超800万例，其中组织活检160多万例，承接全国“两癌”普查项目标本总计超2000万例。从产品类型到检测质量再到服务范围，公司实现产品、技术与销售三重结合，未来发展可期。

### 战略部署：进军上游试剂，聚焦远程病理会诊

2017年成立全资子公司金圻睿生物，完成了分子试剂、免疫试剂和仪器的生产车间建设，初步搭建起研发、质量、注册、生产平台和人才队伍等支撑软件。公司进军上游试剂产品，有利于试剂不受厂商控制，未来原材料成本的下降，进而完善第三方检验服务的产业链，从试剂到检测服务到终端客户的融合。

公司跟随着“互联网+医疗”的概念，首创全国三级网络病理会诊系统，将病理标本可以用数字扫描、电子成像，利用内部信息化系统和现代互联网工具传送到公司病理专家处诊断和会诊，实现远程病理会诊。目前正在搭建综合数字病理管理体系，为人工智能病理辅助诊断产业和产品开发提供通用平台。未来着力运用人工智能辅助病理诊断，全力推动精准病理诊断和检测领域向智能化方向发展。

根据公司年报，2017年营收增速趋缓，医学诊断服务毛利率略有下降，我们预计18-19年公司营收由51.6、64.6亿元调整为49.7、62.4亿元，净利润由2.7、3.3亿元调整为2.5、3.2亿元，维持“增持”评级。

**风险提示：**检测例数不达预期；范围扩大不达预期；研发不达预期；成本上升等

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3,221.58	3,791.72	4,970.94	6,243.50	7,704.48
增长率(%)	34.83	17.70	31.10	25.60	23.40
EBITDA(百万元)	344.43	428.43	392.23	479.55	577.86
净利润(百万元)	170.04	188.51	254.09	320.09	390.25
增长率(%)	29.37	10.86	34.79	25.98	21.92
EPS(元/股)	0.37	0.41	0.55	0.70	0.85
市盈率(P/E)	80.52	72.63	53.88	42.77	35.08
市净率(P/B)	12.44	8.04	7.00	6.01	5.13
市销率(P/S)	4.25	3.61	2.75	2.19	1.78
EV/EBITDA	0.00	33.31	33.36	26.73	21.78

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	医药生物/医疗服务
6个月评级	增持（维持评级）
当前价格	29.90元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	457.88
流通A股股本(百万股)	68.68
A股总市值(百万元)	13,690.75
流通A股市值(百万元)	2,053.53
每股净资产(元)	3.72
资产负债率(%)	47.48
一年内最高/最低(元)	47.81/9.98

### 作者

<b>郑薇</b>	分析师
SAC执业证书编号：S1110517110003	zhengwei@tfzq.com
<b>杨烨辉</b>	分析师
SAC执业证书编号：S1110516080003	yangyehui@tfzq.com
<b>李扬</b>	联系人
lyang@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

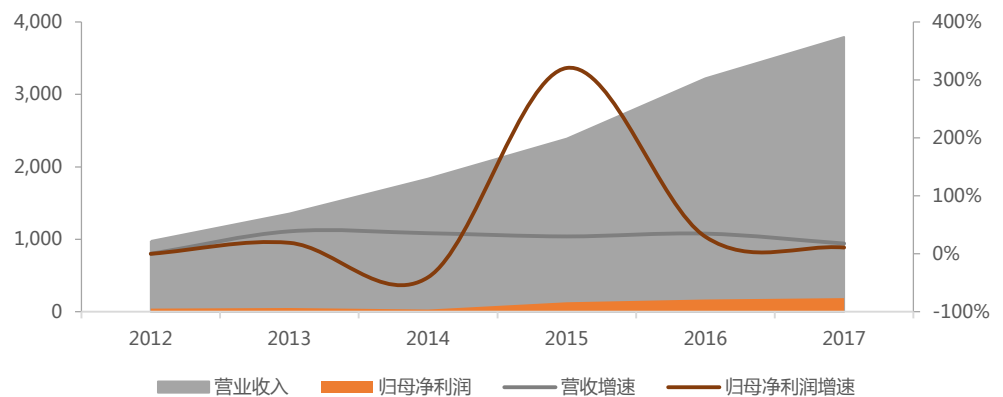
- 《金城医学-季报点评:前三季度业绩高速增长，业务布局优势明显》 2017-10-29



根据 2017 年年度报告，公司营业收入为 37.92 亿元，同比增长 17.70%；归母净利润为 1.89 亿元，同比增长 10.86%；扣非后归母净利润为 1.42 亿元，同比增长 2.46%。2017 年全年检测病理标本总量超 800 万例，其中组织活检 160 多万例，承接全国“两癌”普查项目标本总计超 2000 万例。从 2012 年至 2017 年公司营业收入增速稳定，归母净利润除了在 2015 年有高速增长，基本也是维持在稳步增长水平。

同时发布 2017 年利润分配预案，拟以公司股份总股本 457,884,577.00 股为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利人民币 0.83 元(含税)，共计派发现金红利人民币 38,004,419.89 元，占 2017 年归属于上市公司股东可分配利润的 20.16%。

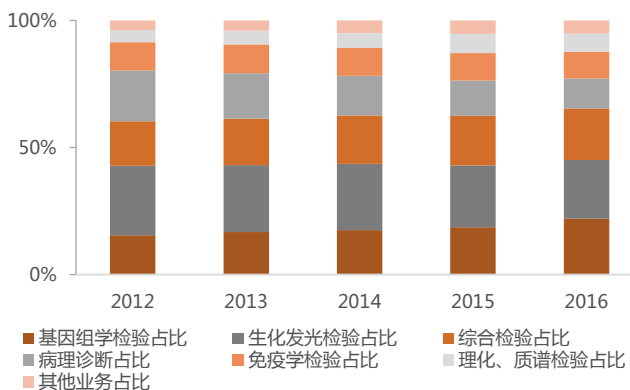
图 1：2012-2017 年公司营业收入（百万）、归母净利润（百万）及各自增速（%）



资料来源：wind、天风证券研究所

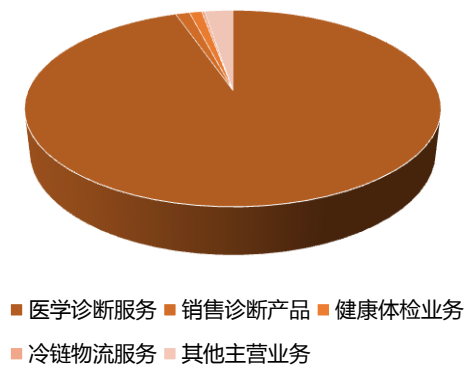
根据公司年报，2017 年与 2012-2016 年收入拆分不同，2012-2016 年期间生化发光检验、基因组学检验、综合检验和病理诊断占公司大部分收入，在 70% 以上。而 2017 年医学诊断服务的营业收入为 35.89 亿元，同比增长 17.50%；健康体检业务的营业收入为 0.43 亿元，同比增长 53.54%；冷链物流服务增速最高，营业收入约为 0.10 亿元，同比增长 483.57%，主要是由于公司在 2017 年建立了完善便捷、服务范围广泛的专业医疗冷链物流服务网络，并且金域达物流取得 ISO9001 质量管理体系认证，成为“药品冷链物流运作规范”国家标准试点企业。目前物流网点有 2000 余个，深入到县乡区域。2017 年揽收标本 5000 万份，实现 80% 的报告 24 小时送达。未来随着冷链物流服务继续渗透，有利于公司检测服务优化。

图 2：2012-2016 年公司产品收入拆分



资料来源：wind、天风证券研究所

图 3：2017 年公司产品收入拆分

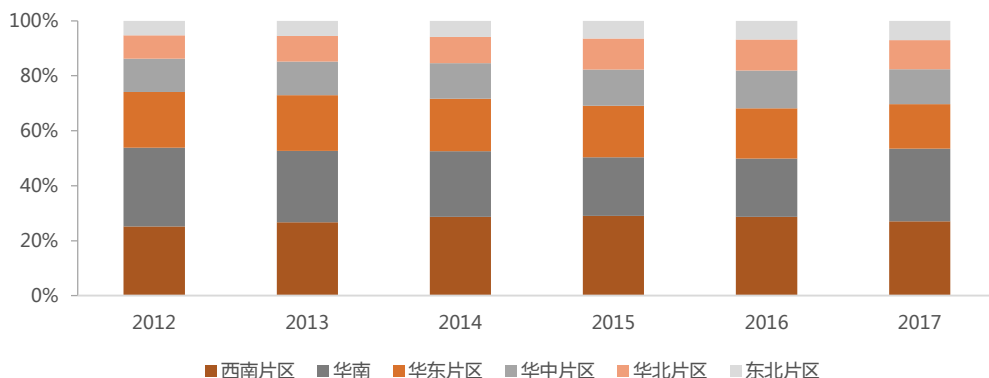


资料来源：wind、天风证券研究所

根据公司年报，公司主要业务区域在西南和华南地区，2017 年这两个区域占比为 53.5%，从 2012-2017 年，西南和华南地区占比基本保持稳定在 53% 以上的业务份额。东北和华北地区的份额小幅提高，东北地区从 2012 年的 5.2% 上升至 2017 年的 7.0%，华北地区从 2012 年的 8.6% 上升至 2017 年的 10.6%。公司计划 2018 年完成北京、西藏等省市自治区中心实

实验室建设，进一步辐射服务范围，提高其他地区的业务份额。

图 4：2012-2017 年公司收入地区拆分

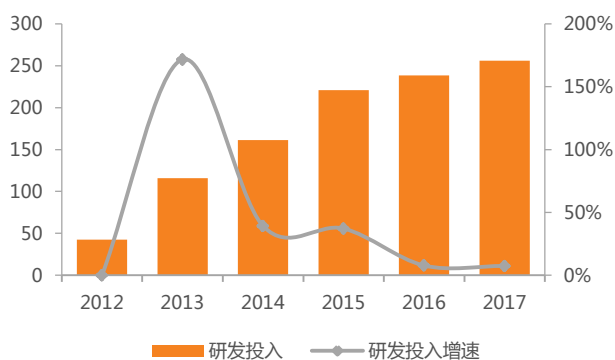


资料来源：wind、天风证券研究所

根据公司年报，2017 年公司研发投入 2.56 亿元，同比增长 7.5%，研发投入收入比为 6.8%。公司主要在基因组、质谱仪分析、血液流式细胞检测和呼吸道病毒诊断方面投入研发：在临床基因组方面，2017 年临床基因组业务增长 47% 以上，同时开发新项目 44 项，可提供 1000 多项检测服务；在质谱仪分析方面，新增质谱实验室 5 家，完成了中国人群百万例遗传代谢病和 25 羟基维生素 D 检测大数据发布；在血液流式细胞检测方面，公司重点研发高通量测序及高分辨流式细胞术平台，在血液病实验诊断产品上实现研发突破；在呼吸道病毒诊断方面，已开展核酸检测项目单项 21 项，可提供不同临床导向的定制化服务。公司从各个业务方面投入研发满足客人需求同时，提供更好的服务。

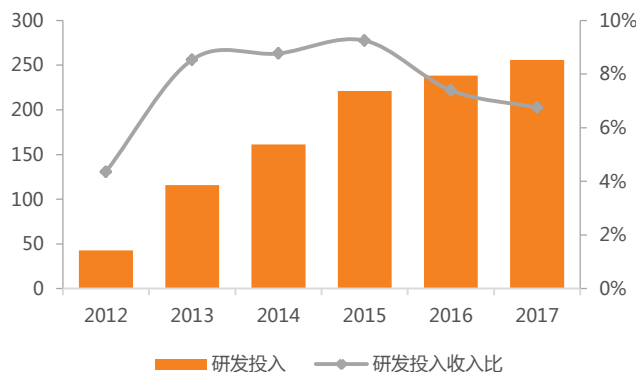
根据年报，公司研发人员有 760 人，受高等教育的员工占比已达 82.83%，拥有技术与专业人才 4528 名，博士、硕士及以上学历员工 499 名，高级职称 58 名，享受国务院特殊津贴专家 9 名，博士生导师 4 名，形成了以高精尖为方向、老中青合理搭配、产学研结合的复合型人才团队，夯实技术储备基础。

图 5：2012-2017 年研发投入 (百万) 及增速 (%)



资料来源：wind、天风证券研究所

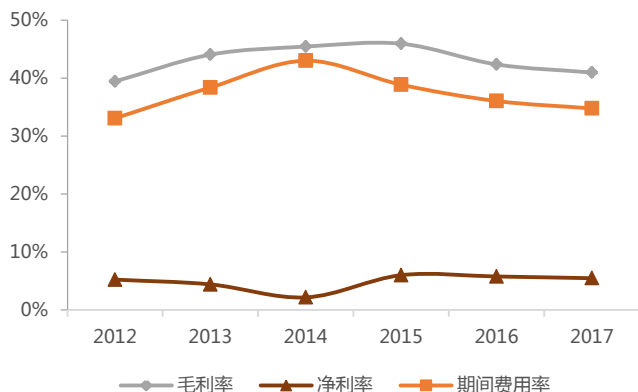
图 6：2012-2017 年研发投入 (百万) 和研发投入比 (%)



资料来源：wind、天风证券研究所

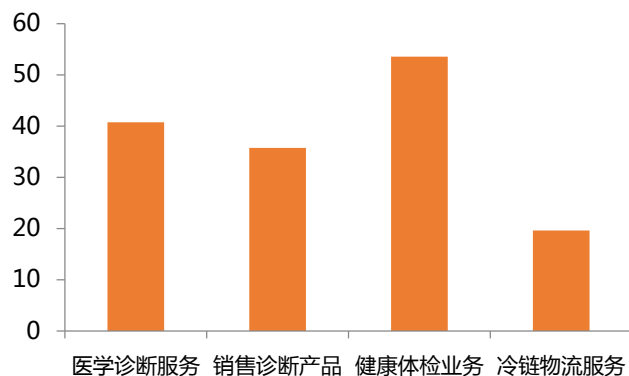
根据公司年报，2012-2017 年公司毛利率处于比较稳定的水平，在 40% 以上，从 2015 年开始有所下降，2017 年毛利率为 41%，主营业务医学诊断服务毛利率为 40.75%，细分产品毛利率最高为健康体检业务为 53.54%，毛利率最低为营业收入增速最快的冷链物流服务为 19.61%。

图 7：2012-2017 年公司的毛利率、净利率和期间费用率（%）



资料来源：wind、天风证券研究所

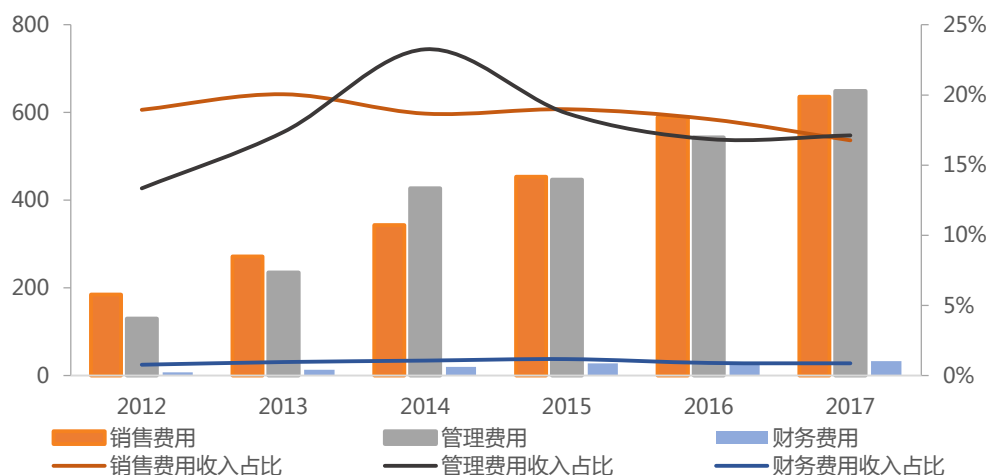
图 8：2017 年公司细分产品的毛利率（%）



资料来源：wind、天风证券研究所

根据公司年报，2017 年期间费用金额整体上升，费用率下降，期间费用率为 34.8%，其中销售费用为 6.36 亿元，同比增加 7.94%；管理费用为 6.49 亿元，同比增长 19.51%；财务费用为 0.33 亿元，同比增长 14.04%。

图 9：2012-2017 年期间费用分析（百万）



资料来源：wind、天风证券研究所

根据公司年报，从 2003 年成立到 2017 年上市，公司的质量管理体系：ISO/IEC17025、ISO9001、ISO15189、CMA、CAP-LAP 等以及自主研发了医学检测过程质量管理的室内质量控制系统、室间质量评价系统、智能结果质量预警系统等被认可；产品丰富，目前可提供近 2500 项检验项目外包及科研技术服务，夯实公司检测服务业务的基础。

根据公司年报，公司未来会加快从实验室外包业务向医学诊断信息整合服务提供商的转型。依靠移动互联网平台，公司将进一步提高服务质量，未来将积极强化区域中心实验室建设，服务网络进一步延伸和覆盖至乡镇、社区一级，并搭建了全国首个病理医生远程协作网，进一步深化了三级远程病理诊断网络建设，区域医学检验市场模式不断创新。同时依托于优质的检验能力、全国领先的市场网络和检验数据库，向上游重点发展体外诊断产业更好控制成本，向下游拓展服务客户的种类和协同业务，实现“以客户为中心，以临床和疾病为导向”的战略目标。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	529.76	649.36	518.97	844.70	1,154.54
应收账款	845.78	1,122.38	1,249.00	1,434.44	1,876.92
预付账款	3.03	8.37	5.69	10.40	10.96
存货	81.06	94.24	150.17	141.76	228.49
其他	19.82	27.13	20.58	22.49	23.41
<b>流动资产合计</b>	<b>1,479.45</b>	<b>1,901.47</b>	<b>1,944.40</b>	<b>2,453.80</b>	<b>3,294.33</b>
长期股权投资	2.26	4.71	4.71	4.71	4.71
固定资产	790.02	1,017.12	1,043.61	1,070.63	1,084.97
在建工程	159.08	113.67	104.20	110.52	96.31
无形资产	56.40	87.58	70.81	54.04	37.27
其他	180.35	196.58	168.03	139.88	99.81
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,188.10</b>	<b>1,419.65</b>	<b>1,391.37</b>	<b>1,379.78</b>	<b>1,323.07</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,667.55</b>	<b>3,321.13</b>	<b>3,335.77</b>	<b>3,833.59</b>	<b>4,617.40</b>
短期借款	234.55	40.15	0.00	0.00	0.00
应付账款	613.39	797.05	1,116.66	1,243.41	1,600.98
其他	167.65	164.48	161.59	176.79	176.59
<b>流动负债合计</b>	<b>1,015.59</b>	<b>1,001.68</b>	<b>1,278.25</b>	<b>1,420.20</b>	<b>1,777.57</b>
长期借款	471.88	536.62	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	46.52	38.73	35.76	40.34	38.27
<b>非流动负债合计</b>	<b>518.40</b>	<b>575.35</b>	<b>35.76</b>	<b>40.34</b>	<b>38.27</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,533.99</b>	<b>1,577.03</b>	<b>1,314.01</b>	<b>1,460.54</b>	<b>1,815.85</b>
少数股东权益	33.18	41.83	65.40	96.60	134.85
股本	389.20	457.88	457.88	457.88	457.88
资本公积	489.12	834.41	834.41	834.41	834.41
留存收益	710.59	1,244.38	1,498.47	1,818.56	2,208.81
其他	(488.54)	(834.41)	(834.41)	(834.41)	(834.41)
<b>股东权益合计</b>	<b>1,133.56</b>	<b>1,744.09</b>	<b>2,021.76</b>	<b>2,373.05</b>	<b>2,801.55</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>2,667.55</b>	<b>3,321.13</b>	<b>3,335.77</b>	<b>3,833.59</b>	<b>4,617.40</b>

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	186.32	208.10	254.09	320.09	390.25
折旧摊销	148.27	204.77	59.75	63.43	66.64
财务费用	29.15	35.86	12.79	(3.57)	(5.23)
投资损失	0.92	(6.32)	(1.53)	(1.53)	(1.53)
营运资金变动	(78.51)	(167.13)	168.90	(10.40)	(134.34)
其它	6.00	8.26	24.82	31.73	39.12
<b>经营活动现金流</b>	<b>292.14</b>	<b>283.53</b>	<b>518.82</b>	<b>399.75</b>	<b>354.91</b>
资本支出	314.78	397.58	62.97	75.42	52.06
长期投资	(0.92)	2.44	0.00	0.00	0.00
其他	(741.98)	(797.14)	(121.44)	(153.90)	(100.53)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(428.11)</b>	<b>(397.11)</b>	<b>(58.47)</b>	<b>(78.47)</b>	<b>(48.47)</b>
债权融资	706.43	576.77	0.00	0.00	0.00
股权融资	(11.20)	393.43	0.52	18.30	18.99
其他	(432.40)	(736.45)	(591.25)	(13.84)	(15.60)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>262.83</b>	<b>233.76</b>	<b>(590.73)</b>	<b>4.46</b>	<b>3.40</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>126.86</b>	<b>120.18</b>	<b>(130.39)</b>	<b>325.74</b>	<b>309.84</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>3,221.58</b>	<b>3,791.72</b>	<b>4,970.94</b>	<b>6,243.50</b>	<b>7,704.48</b>
营业成本	1,857.30	2,238.79	2,935.05	3,627.48	4,476.30
营业税金及附加	4.75	5.85	5.78	8.70	10.52
营业费用	589.03	635.82	830.15	1,180.02	1,463.85
管理费用	543.13	649.11	859.97	1,002.08	1,232.72
财务费用	29.10	33.19	12.79	(3.57)	(5.23)
资产减值损失	8.37	14.49	9.04	10.63	11.39
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(0.92)	6.32	1.53	1.53	1.53
其他	1.84	(54.40)	(3.05)	(3.05)	(3.05)
<b>营业利润</b>	<b>188.98</b>	<b>262.55</b>	<b>319.69</b>	<b>419.69</b>	<b>516.46</b>
营业外收入	43.30	10.05	27.62	26.99	21.55
营业外支出	1.45	0.77	1.78	1.33	1.30
<b>利润总额</b>	<b>230.83</b>	<b>271.82</b>	<b>345.52</b>	<b>445.34</b>	<b>536.71</b>
所得税	44.51	63.72	66.62	93.52	107.34
<b>净利润</b>	<b>186.32</b>	<b>208.10</b>	<b>278.90</b>	<b>351.82</b>	<b>429.37</b>
少数股东损益	16.29	19.60	24.82	31.73	39.12
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>170.04</b>	<b>188.51</b>	<b>254.09</b>	<b>320.09</b>	<b>390.25</b>
每股收益(元)	0.37	0.41	0.55	0.70	0.85

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	34.83%	17.70%	31.10%	25.60%	23.40%
营业利润	16.10%	38.93%	21.76%	31.28%	23.06%
归属于母公司净利润	29.37%	10.86%	34.79%	25.98%	21.92%
<b>获利能力</b>					
毛利率	42.35%	40.96%	40.96%	41.90%	41.90%
净利率	5.28%	4.97%	5.11%	5.13%	5.07%
ROE	15.45%	11.07%	12.99%	14.06%	14.63%
ROIC	19.67%	19.78%	18.01%	24.35%	29.14%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	57.51%	47.48%	39.39%	38.10%	39.33%
净负债率	20.57%	17.07%	17.36%	33.50%	21.98%
流动比率	1.46	1.90	1.52	1.73	1.85
速动比率	1.38	1.80	1.40	1.63	1.72
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	4.35	3.85	4.19	4.65	4.65
存货周转率	43.44	43.26	40.68	42.77	41.62
总资产周转率	1.38	1.27	1.49	1.74	1.82
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.37	0.41	0.55	0.70	0.85
每股经营现金流	0.64	0.62	1.13	0.87	0.78
每股净资产	2.40	3.72	4.27	4.97	5.82
<b>估值比率</b>					
市盈率	80.52	72.63	53.88	42.77	35.08
市净率	12.44	8.04	7.00	6.01	5.13
EV/EBITDA	0.00	33.31	33.36	26.73	21.78
EV/EBIT	0.00	56.19	39.35	30.80	24.62

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com