



ICL 龙头乘医改春风，跑马圈地后增长提速可期

2018.10.22

唐爱金(分析师) 谭紫媚(研究助理)
电话: 020-88836115 020-88836115
邮箱: tangaij@gzgzhs.com.cn tan.zimei@gzgzhs.com.cn
执业编号: A1310516100001

● 我国 ICL 市场渗透率低，分级诊疗和医保控费驱动行业迎发展良机
我国独立医学实验室 (ICL) 市场规模较小，2015 年约为 100 亿元，渗透率仅为 5%；而同期美、欧、日的 ICL 市场规模已分别达 200 亿美元、145 亿美元和 100 亿美元，渗透率分别为 35%、50% 和 67%。受益于分级诊疗打开基层市场、医保控费下调检查费用两大政策，ICL 在基层和医院市场都有望迎来发展良机。根据我们测算，2020 年 ICL 市场空间约为 314 亿元，即市场规模有望实现至少一倍的增长。

● “检验项目+经营管理+连锁网络”打造美国龙头 Quest 和 Labcorp，我国 ICL 龙头金域医学“项目+管理+网络”具备类似成长潜力

通过剖析美国 ICL 巨头 Quest 和 Labcorp 的成长路径，我们归纳出其成功的三个关键要素：1) 优化业务结构，持续开拓高端检测项目；2) 提升运营效率，打造全方位经营管理能力；3) 网点布局合理，分级设立实验室提升检验效率。

金域医学为我国 ICL 行业龙头，市占率约为 32%，“项目+管理+网络”构筑强大竞争优势：1) 检验项目超过 2500 种，2020 年有望提升至 2800 项，继续保持领先优势。2) 人才与研发软实力雄厚，质量管理严苛：涵盖 ISO15189、CAP-LAP 等多套系统，检测结果为 50 多个国家和地区认可。3) 已布局 37 家实验室的分级网络，遍布中国 32 个省市；建立了覆盖范围广、质量控制严的冷链物流系统，物流网点超过 2000 个。

● 精细化管理降低费用率+实验室步入收获期，金域医学的净利率有望逐步提升、业绩增长有望提速

公司净利率在 2%-6% 之间，与国内外同行企业相比明显偏低，主要是由于公司持续布局营销网络导致期间费用偏高，后续有望逐步降低费用率、持续提升净利率水平：1) 毛利率较高的基因组学检验快速发展，营收占比由 2012 年 16.17% 提升至 2017 年 H1 的 25.20%，有望持续扩大。2) 精细化营销改革效果显著，其中销售费用率由 2013 年 20.06% 降低至 2018 年 H1 的 15.54%，未来有望进一步下降、助力净利率提升。3) 2016 年及以前设立/并购的 33 家实验室已有 20 家盈利，其中自建实验室的培育周期约为 3 年。随着实验室不断成熟、发展，公司整体营收和利润情况将大幅改善。

● 盈利预测与估值：

根据公司现有业务情况，我们测算公司 18-20 年 EPS 分别为 0.49、0.62、0.78 元，对应 34、27、22 倍 PE。维持“强烈推荐”评级。

● 风险提示：行业监管政策变动风险；运营管理的风险；质量控制风险；市场竞争风险；检验项目价格下降风险。

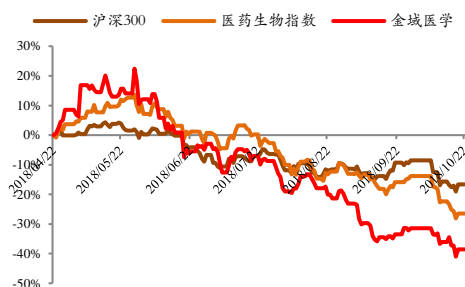
主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	3791.72	4568.41	5642.48	7069.88
同比(%)	17.70%	20.48%	23.51%	25.30%
归属母公司净利润	188.51	226.64	284.40	358.05
同比(%)	10.86%	20.23%	25.48%	25.90%
每股收益(元)	0.41	0.49	0.62	0.78
P/E	41.05	34.14	27.21	21.61
P/B	4.55	4.09	3.62	3.15
EV/EBITDA	7.87	14.00	11.50	9.46

强烈推荐 (维持)

现价: 16.90
目标价: 22
股价空间: 30%

医药生物行业

行业指数走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
金域医学	-7.70	-31.77	-38.57
医药生物	-12.60	-23.63	-26.44
沪深 300	-8.08	-11.08	-16.64

基本资料

总市值(亿元)	77.38
总股本(亿股)	4.58
流通股比例	61.07%
资产负债率	51.41%
大股东	梁耀铭
大股东持股比例	15.52%

相关报告

广证恒生-金域医学 (603882) - 中报点评-中报业绩符合预期，“营收改革+规模效应”销售效率提升-2018.8.9



目录

目录	2
图表目录	3
1. 公司概况：国内独立医学实验室龙头企业	5
1.1 提供医学检验及病理诊断外包服务，开创国内独立医学实验室先河	5
1.2 公司实际控制人梁耀铭合计控制公司股份 37.40%	6
1.3 近六年营收复合增速 31.16%，归母净利润复合增长 33.84%	6
2. 行业背景：我国 ICL 处于发展初期，医改红利驱动行业前行	8
2.1 独立医学实验室专注医学检验服务，成本优势和专业化优势显著	8
2.2 我国 ICL 市场规模约百亿、渗透率仅 5%，增速近 30%	9
2.3 受益于分级诊疗和医保控费政策，ICL 行业发展趋势明朗	10
2.3.1 分级诊疗：基层市场逐步打开，ICL 助力医疗机构降本增效	10
2.3.2 医保控费：检查费下调，公立医院外包意愿逐步提高	11
2.3.3 受益于“分级诊疗+医保控费”政策红利，ICL 行业发展趋势明朗	11
2.4 我国 ICL 市场寡头垄断，金城医学地位稳固、强者恒强	12
3. 他山之石：浅析美国 ICL 巨头 Quest 和 Labcorp	13
3.1 技术进步+医保控费+严格监管，三因素推动 ICL 市场份额提升	13
3.2 浅析美国 ICL 巨头 Quest 和 Labcorp 的成长路径	15
3.2.1 Quest Diagnostics（奎斯特诊疗）	15
3.2.2 Labcorp（美国控股实验室）	16
3.2.3 美国 ICL 企业高速发展十年的五大驱动因素	17
3.3 鉴 Quest 和 Labcorp 之石，攻金城医学发展之玉	17
3.3.1 优化业务结构：持续开拓高端检测项目	17
3.3.2 提升运营效率：打造全方位的经营管理能力	18
3.3.3 网点布局合理：分级设立实验室提升检验效率	19
3.3.4 借鉴 Quest 和 Labcorp 成长路径，把握金城医学发展关键	20
4. 综合实力：“项目+管理+网络”打造金城医学行业龙头优势	20
4.1 技术平台覆盖范围广，检验项目已超 2500 种	20
4.2 “质控+人才+研发”，全方位提升经营管理能力	21
4.2.1 质量管理严苛，已获全球 50 多个国家和地区认可	21
4.2.2 人才储备及研发软实力兼具，助力公司可持续长期发展	22
4.3 逐步完善全国四级服务网络，冷链服务安全快捷	23
5. 未来看点：精细化管理降低费用率+实验室步入收获期，净利率有望逐步提升	24
5.1 高毛利检验项目比重逐年上升，营收占比由 16.17%提升至 25.20%	25
5.2 精细化营销改革，销售费用率由 2013 年 20.66%降低到 2018H1 的 15.54%	26
5.3 多年跑马圈地搭建 37 家中心实验室，逐步进入收获期	26
6. 盈利预测与投资建议	28
7. 风险提示	30



图表目录

图表 1.	经过 15 年的发展, 公司成长为国内 ICL 龙头企业	5
图表 2.	金城医学以现有实验室检验检测业务为中心, 创新发展“检验+”战略	5
图表 3.	金城医学实际控制人梁耀铭合计控制公司股份 37.40%	6
图表 4.	18H1 营收 21.15 亿元, 同比增长 17.55%	6
图表 5.	18H1 净利润 0.96 亿元, 同比增长 14.14%	6
图表 6.	基因组学、生化发光检验是两大核心业务	7
图表 7.	2017 年医学诊断服务占比 94.66%	7
图表 8.	理化质谱检验、基因组学、病理诊断毛利率高于整体毛利率水平	7
图表 9.	金城医学各项期间费用率保持稳定	8
图表 10.	独立医学实验室产生于医疗服务的专业化分工	8
图表 11.	ICL 具备成本优势和专业化优势	9
图表 12.	我国 ICL 行业起步较晚, 迎来政策性良机	9
图表 13.	我国 ICL 数量增长迅速, 2017 年 689 家独立医学实验室	9
图表 14.	我国独立医学实验室市场规模增长迅猛	10
图表 15.	我国 ICL 市场规模约百亿, 渗透率仅 5%	10
图表 16.	分级诊疗的推进, 提高基层诊疗水平	10
图表 17.	ICL 在基层起到降本增效的作用	10
图表 18.	严控医院检查费用, 避免过度医疗	11
图表 19.	ICL 有望全面受益分级诊疗和医保控费的政策利好	12
图表 20.	预计 2020 年国内 ICL 市场容量超 300 亿元	12
图表 21.	金城医学市场份额第一, 遥遥领先国内同行 (2016 年数据)	13
图表 22.	金城医学为行业绝对龙头, 先入优势推动强者恒强	13
图表 23.	技术进步+医保控费+严格监管, 美国 ICL 行业不断发展	14
图表 24.	美国 ICL 集中度维持高位, 龙头的发展得益于市场规模扩大	14
图表 25.	Quest Diagnostics 的发展历程	15
图表 26.	Quest Diagnostics 在 2000-2009 年期间营收及净利润高速增长	15
图表 27.	LabCorp 的发展历程	16
图表 28.	LabCorp 在 1999-2008 年期间营收及净利润高速增长	16
图表 29.	Quest 各项业务营收占比	17
图表 30.	Quest 各项业务营收增速	17
图表 31.	2000-2014 年 LabCorp 各项业务营收占比	18
图表 32.	2015-2017 年 LabCorp 各项业务营收占比	18
图表 33.	LabCorp 和 Quest 注重效率, 打造全方位的经营管理能力	18
图表 34.	ICL 企业的毛利率和净利率对比	19
图表 35.	LabCorp 分级设立实验室提升检验效率	19
图表 36.	公司搭建了齐全的检验及诊断技术平台	20
图表 37.	我国大型独立医学实验室检验项目种类约达美、日一半	21
图表 38.	质量管理体系涵盖 ISO/IEC17025、ISO9001、ISO15189、CMA、CAP-LAP	21
图表 39.	我国平均每百张床病理医师数量仅 0.16 名	22
图表 40.	公司积极发展先进检验技术、检验项目	22
图表 41.	金城医学中心实验室遍布 32 个省、自治区、直辖市	23
图表 42.	构建和完善总部级实验室、大区实验室、省级实验室、地区级实验室四级实验室网络	24
图表 43.	公司的信息化冷链物流系统模式安全快捷	24
图表 44.	对比国内外企业, 金城医学毛利率较高	25



图表 45.	金城医学净利率水平偏低，在 2%-6%之间.....	25
图表 46.	高端检测项目营收占比提升（单位：百万元）.....	25
图表 47.	高端检测项目毛利率高于整体毛利率.....	25
图表 48.	基因组学检验项目毛利率较高，营收占比逐年提升.....	26
图表 49.	公司近五年销售费用率明显下降.....	26
图表 50.	截至 2016 年，公司在全国布局的 33 家实验室中已有 20 家实验室实现盈利.....	27
图表 51.	截至 2016 年，2003-2011 年期间自建的中心实验室共 18 家，其中 16 家实现盈利.....	27
图表 52.	外购实验室培育周期约为 2-4 年，快速打开新市场.....	28
图表 53.	金城医学营业收入假设与测算（亿元）.....	29

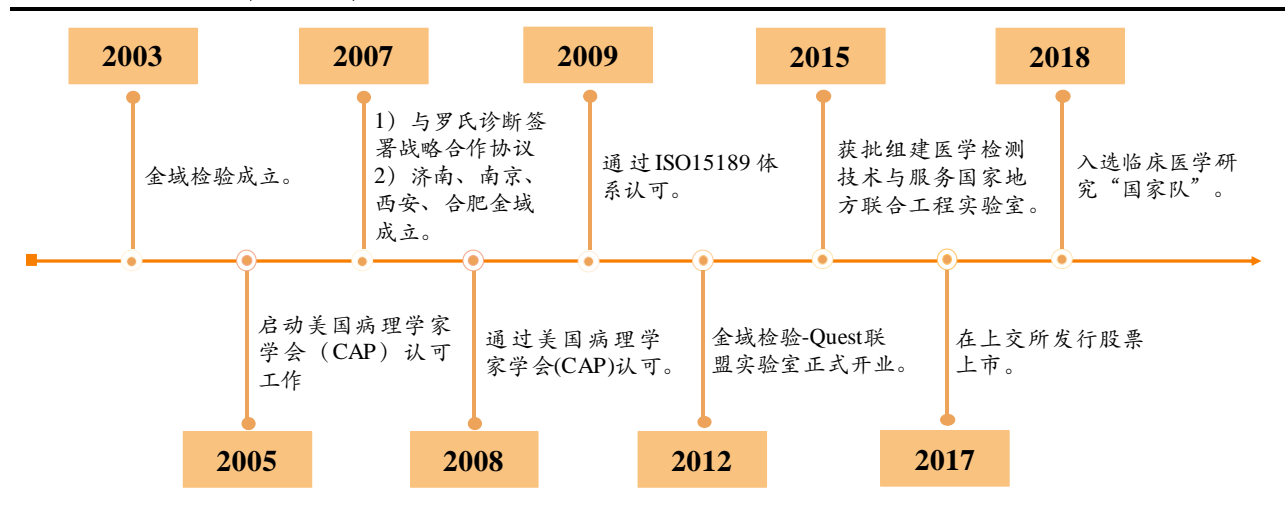
1. 公司概况：国内独立医学实验室龙头企业

1.1 提供医学检验及病理诊断外包服务，开创国内独立医学实验室先河

金城医学成立于2003年，是专业从事第三方医学检验及病理诊断业务的独立医学实验室（Independent Clinical Laboratory, ICL）。经过15年的发展，公司已经成为国内ICL行业中营收规模最大、市场网络最广、检验项目及技术平台最为齐全的市场领导企业。

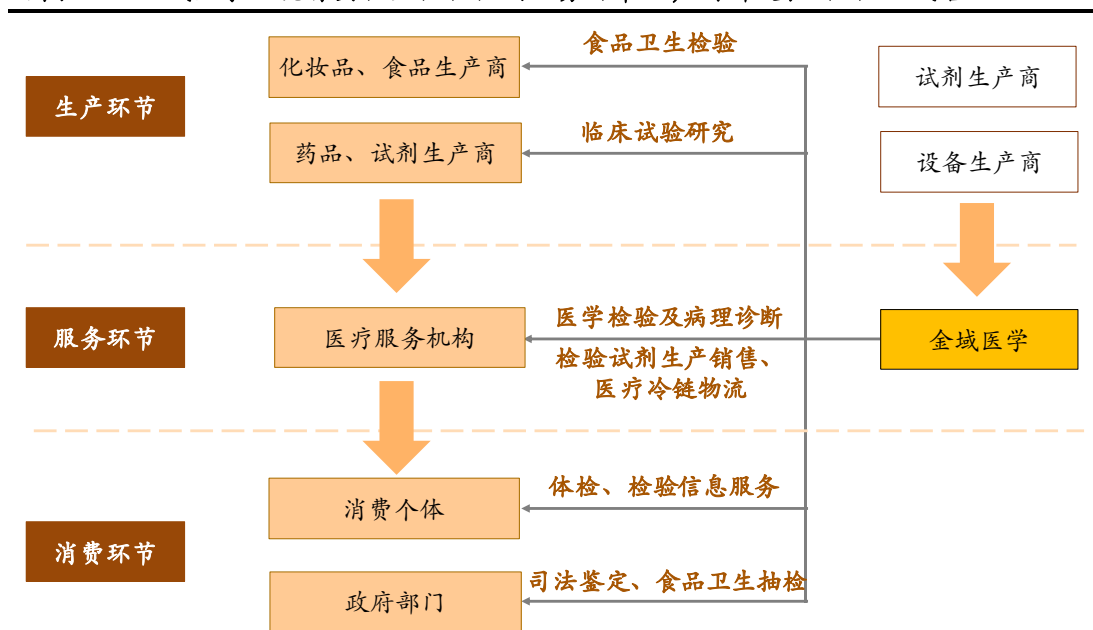
公司以现有的实验室检验检测业务为中心，基于已建立的检验检测技术体系，持续拓展实验室多元化外延业务，现已成功开展包括食品卫生检测、临床试验研究（CRO）、司法鉴定、健康体检、检验试剂销售等业务，并将于医疗服务产业链上不断进行持续拓展，构建“检验+”生态圈。

图1. 经过15年的发展，公司成长为国内ICL龙头企业



资料来源：公司官网、公司公告、WIND、广证恒生

图2. 金城医学以现有实验室检验检测业务为中心，创新发展“检验+”战略

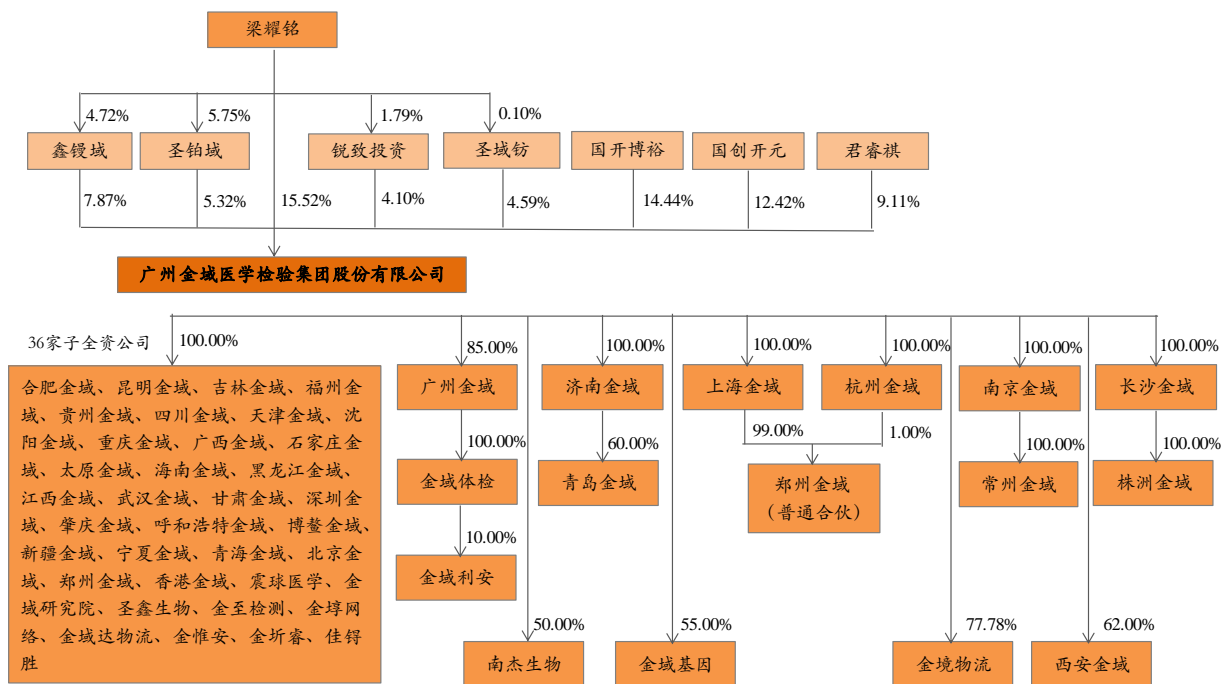


资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

1.2 公司实际控制人梁耀铭合计控制公司股份 37.40%

公司创始人梁耀铭先生，直接持有公司 15.52% 的股份，同时为鑫锼域、圣铂域、圣域纺以及锐致投资的执行事务合伙人（实际控制），合计控制公司股份 37.40%，为公司的实际控制人。股权结构清晰，公司旗下控股 37 家中心实验室，覆盖全国 90% 以上人口所在的区域。

图表3. 金城医学实际控制人梁耀铭合计控制公司股份 37.40%

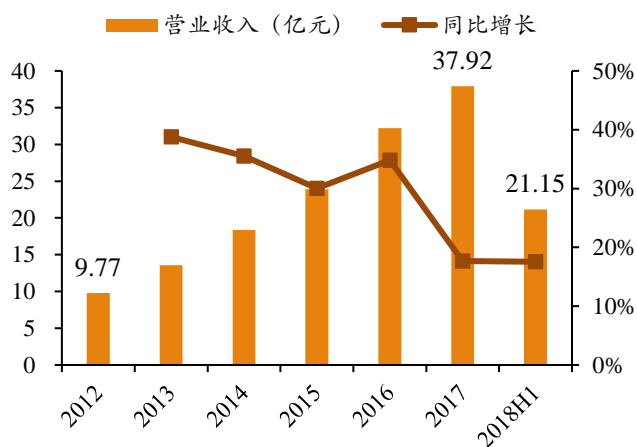


资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

1.3 近六年营收复合增速 31.16%，归母净利润复合增长 33.84%

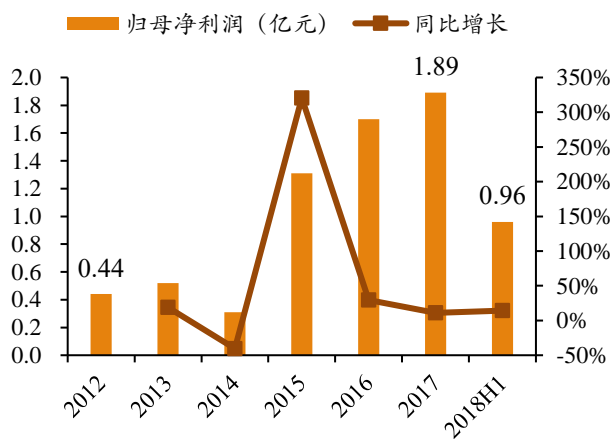
公司业绩分析：营业收入从 2012 年的 9.77 亿元增长到 2017 年的 37.92 亿元，年复合增长为 31.16%，其中 2018 年上半年实现营业收入 21.15 亿元，同比增长 17.55%；净利润从 2012 年的 0.44 亿元增长到 2017 年的 1.89 亿元，年复合增长为 33.84%，其中 2018 年上半年实现净利润 0.96 亿元，同比增长 14.14%。

图表4. 18H1 营收 21.15 亿元，同比增长 17.55%



资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

图表5. 18H1 净利润 0.96 亿元，同比增长 14.14%

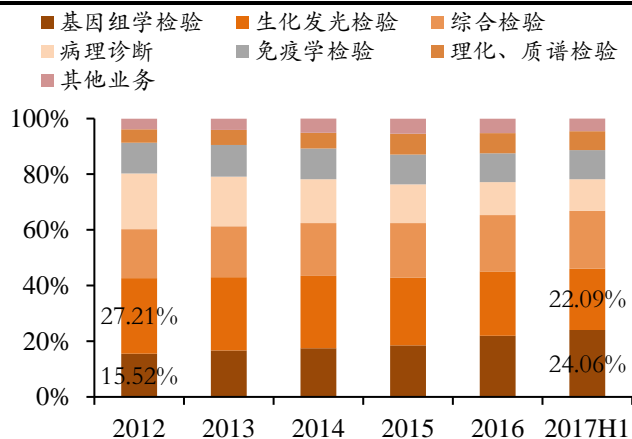


资料来源：公司公告、WIND、广证恒生



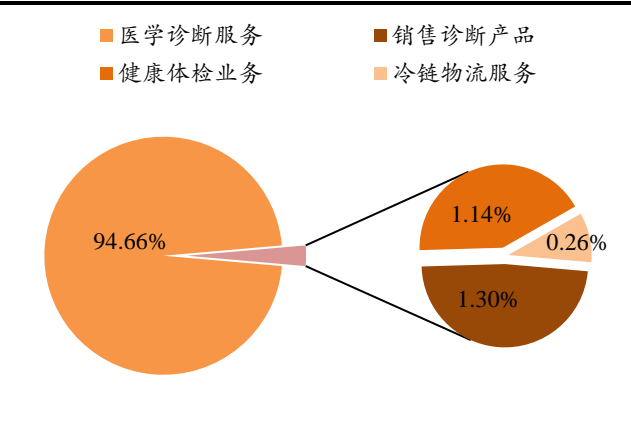
收入构成分析:2016年以前,公司的检验项目中占比最高的是生化发光检验,营收占比一度接近30%;但是近年来基因组学检验项目营收逐步提升,2017年上半年营收占比24.06%,超过生化发光成为公司第一大检验项目。2017年公司收入拆分口径发生变化,医学诊断服务、健康体检业务、销售诊断产品和冷链物流服务的营收占比分别为94.66%、1.14%、1.30%和0.26%。

图6. 基因组学、生化发光检验是两大核心业务



资料来源:公司公告、WIND、广证恒生

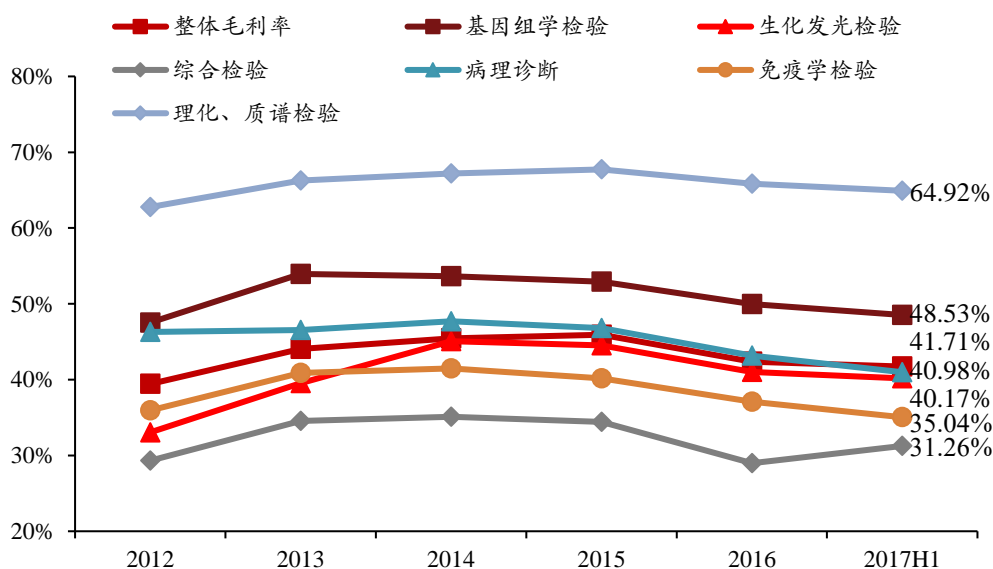
图7. 2017年医学诊断服务占比94.66%



资料来源:公司公告、WIND、广证恒生

盈利能力分析:2012到2016年整体毛利率分别为39.43%、44.05%、45.43%、45.92%、42.35%,2017年H1毛利率为41.71%,基本保持稳定。理化质谱检验、基因组学、病理诊断毛利率作为公司特色检测项目,2017年H1年毛利率分别为64.92%、48.53%和40.98%,而生化发光的毛利率为40.17%。虽然受到行业竞争加剧和医保控费的影响,近几年检验项目单价呈现下降趋势,所以公司整体毛利率略微下滑。但是随着基因组学检验项目不断发展、营收占比逐渐提升,未来公司毛利率依然保持稳定。

图8. 理化质谱检验、基因组学、病理诊断毛利率高于整体毛利率水平



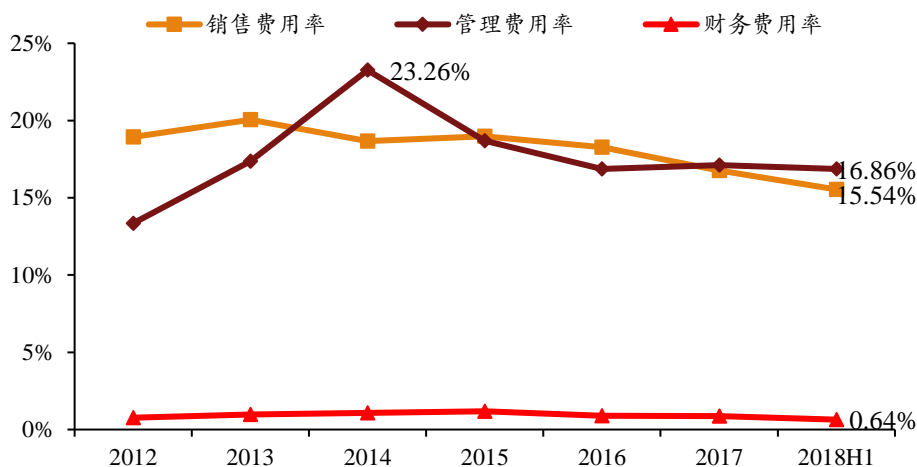
资料来源:公司公告、WIND、广证恒生

期间费用分析:近几年公司的销售费用率、管理费用率、财务费用率都保持稳定,其中2014年管理费用率偏高,主要系公司2014年增加股份支付1.07亿元,2015年股份支付金额为1364万元。若剔除股份支付影响,2014年和2015年的管理费用率分别为17.46%和18.12%。2018年上半年销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为15.54%、16.86%、0.64%。

公司销售费用率和管理费用率较高,主要系公司加快第三方检测的网点布局,并加大研发投入和人才

引进力度。但是目前公司已基本完成了中心实验室的全国连锁布局，规模效应将逐渐凸显，销售费用率和管理费用率有望下降。

图表9. 金城医学各项期间费用率保持稳定



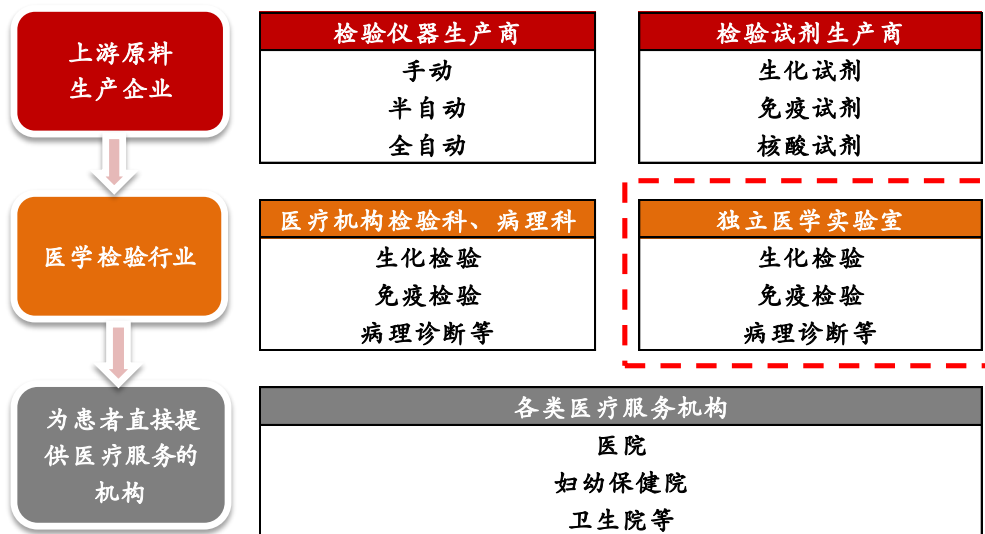
资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

2. 行业背景：我国 ICL 处于发展初期，医改红利驱动行业前行

2.1 独立医学实验室专注医学检验服务，成本优势和专业化优势显著

独立医学实验室是指在卫生行政部门许可下，具有独立法人资格，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医疗机构。

图表10. 独立医学实验室产生于医疗服务的专业化分工



资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

与医疗机构检验科相比，独立医学实验室具有成本和专业化两大优势：

- (1) **成本优势**：主要通过集约化经营控制成本，一是诊断仪器和试剂的集中采购能有效降低采购成本，二是大量样本集中检验能减少单次检验的固定成本，其项目价格通常只有标准收费的70%-80%；
- (2) **专业化优势**：独立实验室配备专业的诊断医生、先进设备及实验室技术平台，保证诊断结果准确性的同时，可检测项目远高于三甲医院检验科。

图表11. ICL 具备成本优势和专业化优势

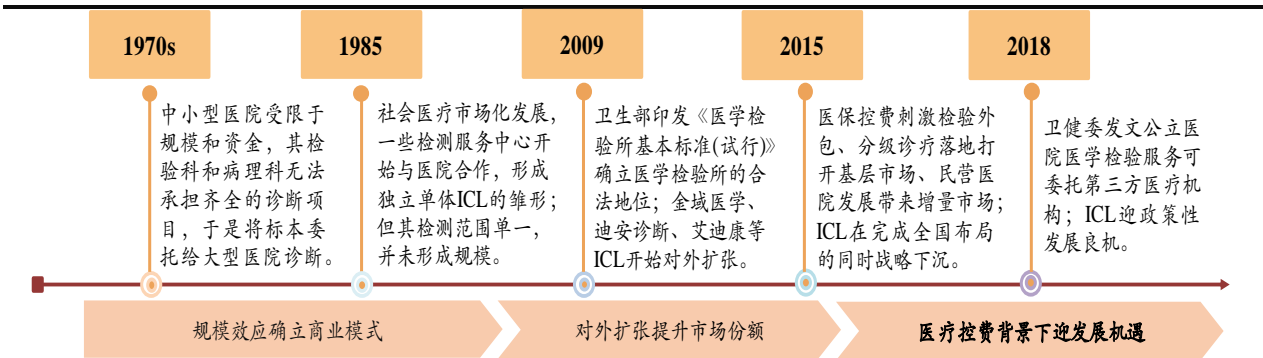


资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

2.2 我国 ICL 市场规模约百亿、渗透率仅 5%，增速近 30%

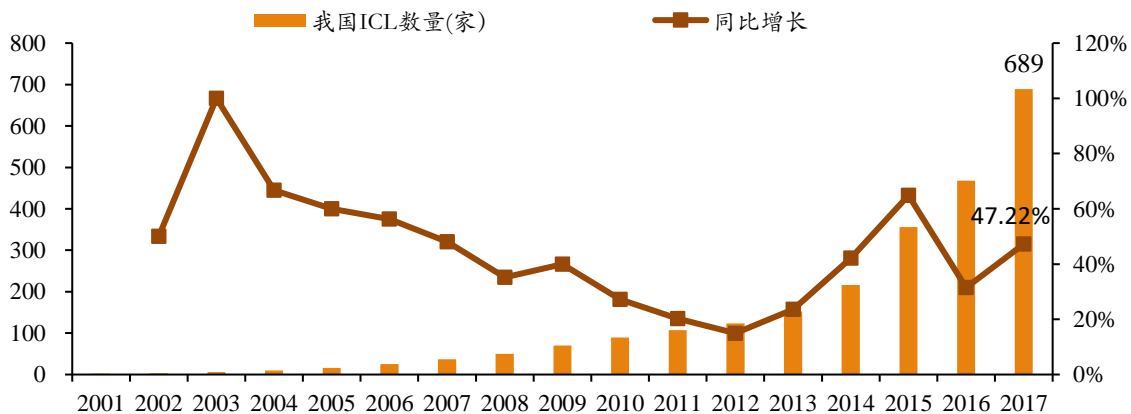
我国 ICL 行业起步较晚，1985 年形成单体 ICL 雏形，2009 年开始对外扩张。目前受益于多项政策红利，ICL 数量增长迅速。截止 2017 年 8 月，我国开展 ICL 业务的企业数量已经达到 689 家。

图表12. 我国 ICL 行业起步较晚，迎来政策性良机



资料来源：公开资料、广证恒生

图表13. 我国 ICL 数量增长迅速，2017 年 689 家独立医学实验室

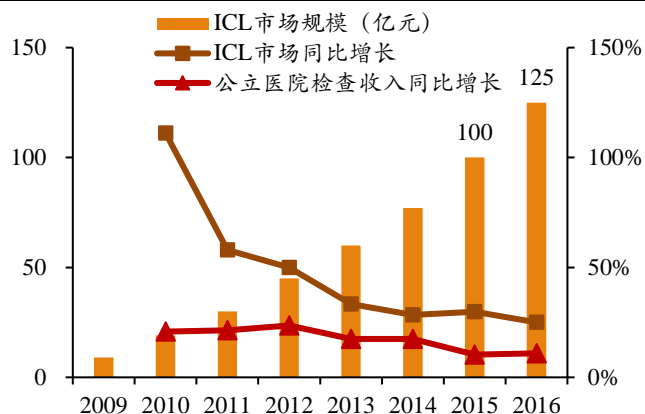


资料来源：卫计委、前瞻产业研究院、广证恒生

根据卫计委数据，2016年全国公立医院的检查收入达2480亿元，2009年到2016年年复合增长率为17%；而2016年国内ICL营收规模约为125亿元，近几年同比增速保持在30%左右，远超检查收入增速。

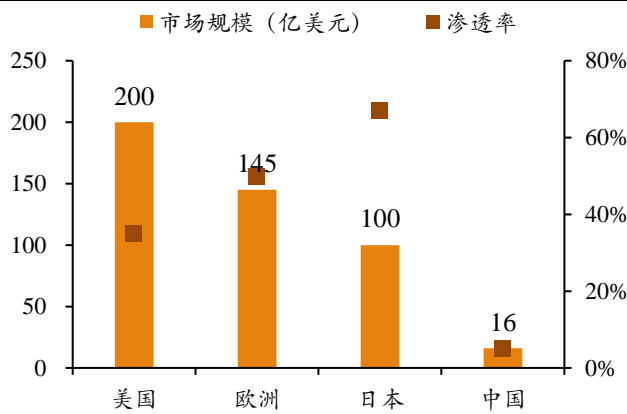
美国、欧洲、日本等发达国家的医疗资源较为分散，社区医院和私人诊所占比较高，从而带动检验外包比例提升，ICL已是成熟产业：2015年美国、欧洲、日本ICL的市场规模已分别达到200亿美元、145亿美元和100亿美元，渗透率分别为35%、50%和67%。相比之下，我国大部分优质的医疗资源和检验样本集中在大型医院、缺乏外包动力，ICL市场规模较小，2015年约为100亿元（约16亿美元），渗透率也仅为5%左右，提升空间较大。

图表14. 我国独立医学实验室市场规模增长迅猛



资料来源：卫计委、WIND、广证恒生

图表15. 我国ICL市场规模约百亿，渗透率仅5%



资料来源：公司公告、WIND、公开资料、广证恒生

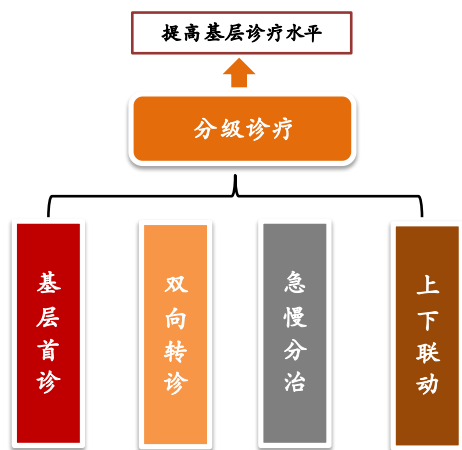
2.3 受益于分级诊疗和医保控费政策，ICL行业发展趋势明朗

2.3.1 分级诊疗：基层市场逐步打开，ICL助力医疗机构降本增效

分级诊疗是指按照疾病的轻重缓急及治疗的难易程度进行分级，不同级别的医疗机构承担不同疾病的治疗，实现基层首诊、双向转诊、急慢分治、上下联动的诊疗模式，关键是提高基层诊疗水平，让老百姓放心到基层看病。

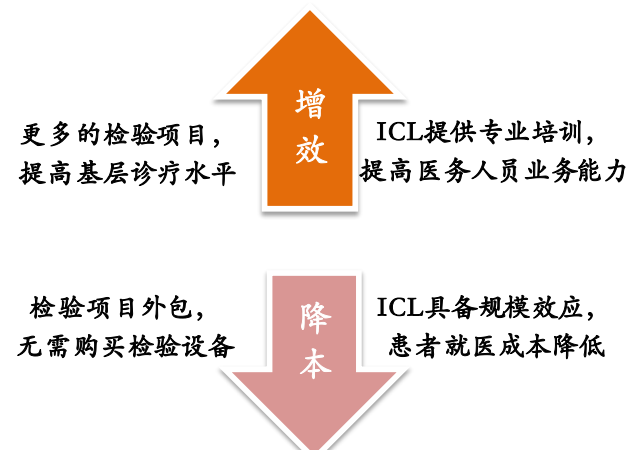
诊疗量下沉，基层医疗机构检验样本增加，但是由于财务预算有限和人员配备不足，基层医疗机构接诊能力受限。而ICL能有效解决基层成本控制问题和诊疗专业化的问题，起到降本增效的作用，有助于推进分级诊疗建设，同时也将长期受益于分级诊疗政策的改革红利。

图表16. 分级诊疗的推进，提高基层诊疗水平



资料来源：广证恒生

图表17. ICL在基层起到降本增效的作用



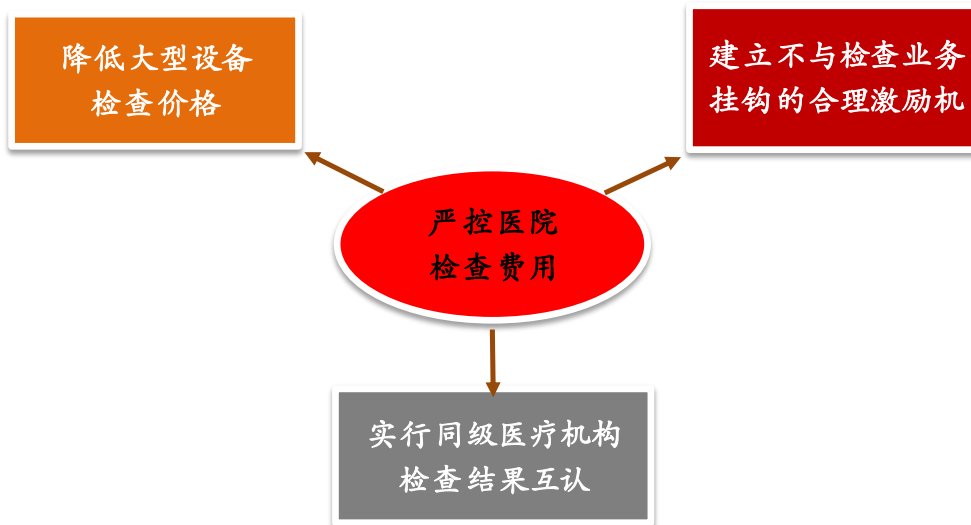
资料来源：广证恒生

2.3.2 医保控费：检查费下调，公立医院外包意愿逐步提高

为了控制医疗费用的不合理增长，相关部门多次出台政策下调医院检查费用，避免“大检查”等过度医疗，防治从“以药养医”变成“以检查补医”，其中主要涉及三方面措施：

- 降低大型设备检查价格，提高体现医务人员技术劳务价值的诊查费、护理费、手术费、诊疗费等医疗服务价格；
- 建立合理激励机制，医务人员的薪酬不得与医院药品、耗材、大型医学检查等业务收入挂钩；
- 在统一质量标准前提下，实行同级医疗机构医学检查、检验结果互认，避免重复检查，切实减轻患者医疗负担。

图表18. 严控医院检查费用，避免过度医疗



资料来源：广证恒生

医学检验的仪器设备、人员成本以及质量控制等成本较高。检验项目价格下调后，检验科利润减少，因此医院有动力将检验项目外包给具有成本优势的独立医学实验室执行，达到双赢的目的。

2.3.3 受益于“分级诊疗+医保控费”政策红利，ICL 行业发展趋势明朗

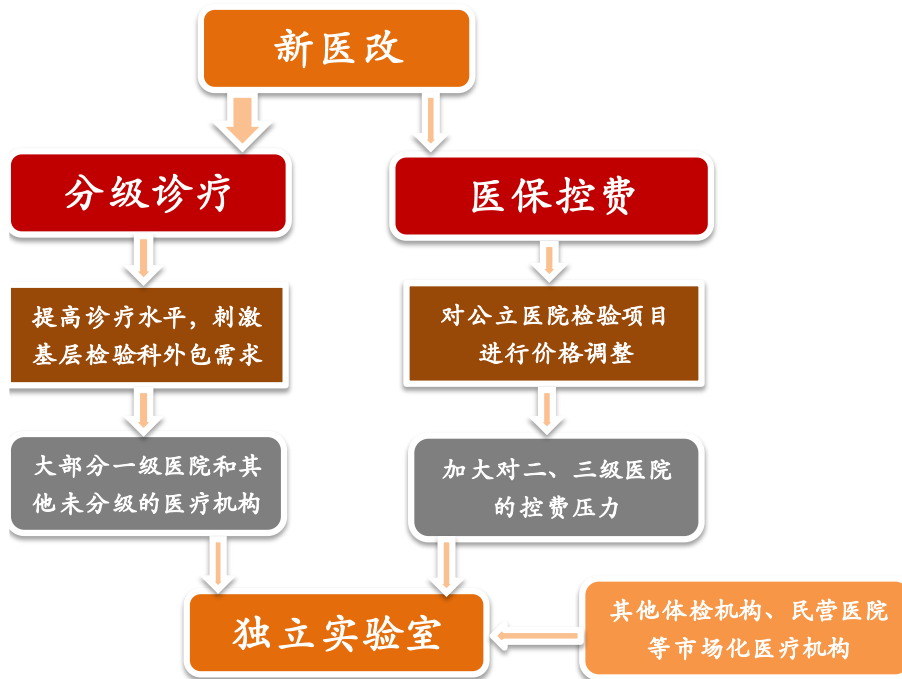
作为新医改的两大核心政策，分级诊疗是重中之重，医保控费是主旋律。随着政策的推动与落实，各级医疗机构将逐步提高检验科的外包比例，ICL 有望全面受益，迎来发展新机遇：

(1) 分级诊疗主要刺激**基层医疗机构**检验科的外包需求，其中主要包括大部分一级医院以及其他未分级的医疗机构，如社区卫生服务中心和站点、乡镇卫生院等。

(2) 医保控费对**公立医院**检验项目的价格调整，使得医院的检验收费逐步从收入项变为成本项，尤其加大了对检验项目多的二、三级医院的控费压力，这些医院的检验科外包比例也将逐渐提高。

(3) **民营医院、体检机构**等市场化医疗机构，也倾向于选择与具有成本优势的独立实验室合作。

图表19. ICL 有望全面受益分级诊疗和医保控费的政策利好



资料来源：广证恒生

根据卫计委的国内公立医院检查收入数据进行计算，2015 年国内检验市场总量至少为 2210 亿元。假设分级诊疗和医保控费逐步落地，ICL 在三级、二级和一级医院的渗透率分别提升至 8%、12%、12%；同时由于第三方医学检验机构具有规模化优势、成本更低，因此假设 ICL 检验价格对应医院收费的八折；按照 2013-2015 年综合医院收入的复合增长率 13.67% 计算，预计 2020 年 ICL 市场空间为 314 亿元。目前 ICL 市场容量仅 100 多亿元，即分级诊疗和医保控费政策的推行可助 ICL 市场份额实现至少一倍的增长。

图表20. 预计 2020 年国内 ICL 市场容量超 300 亿元

医院分类	数量(家)	平均每所医院检查收入(万元)	整体规模(亿元)	预计 ICL 渗透率	预计 ICL 规模(亿元)
公立三级医院	1,950	7,488.9	1,460.34	8%	177.38
公立二级医院	6,052	1,192.7	721.82	12%	131.51
公立一级医院	3,078	93.1	28.66	12%	5.22
合计	11,080	1,995	2,210.81	11%	314.11

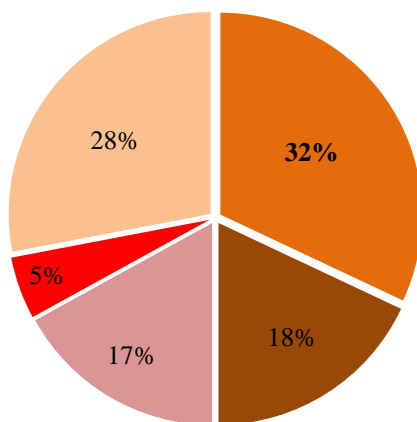
资料来源：卫计委、广证恒生

2.4 我国 ICL 市场寡头垄断，金城医学地位稳固、强者恒强

由于 ICL 行业壁垒较高、规模优势明显，我国 ICL 市场呈现寡头垄断的格局：金城医学、艾迪康、迪安诊断和达安基因合计占据 72% 的市场份额。其中，金城医学市场占有率在 32% 左右，遥遥领先国内同行。

图表21. 金城医学市场份额第一，遥遥领先国内同行 (2016 年数据)

■ 金城医学 ■ 迪安诊断 ■ 艾迪康 ■ 达安基因 ■ 其他



资料来源：公司公告、公开资料、广证恒生

作为行业龙头，金城医学在市场份额、检测项目数量、合作的医疗机构等各个方面都具备绝对的优势。由于独立实验室和医院之间往往采用排他合作，所以市场先入者占先机，从而强者恒强，引领行业发展新动向。

图表22. 金城医学为行业绝对龙头，先入优势推动强者恒强

项目	金城医学	迪安诊断	艾迪康	达安基因
成立时间	2003 年	2001 年	2004 年	2001 年
总部	广州	杭州	杭州	广州
检测项目	2,500 余项	2,000 余项	2,000 余项	1,000 余项
独立实验室数量	37 家	38 家	20 家	8 家
合作的医疗机构	22,000 余家	12,000 余家	10,000 余家	3,000 余家
合作共建	400 余家	300 余家	-	-
年检测标本量	5,000 万 (2017)	每日接收样本量超 10 万个、检测量 30 万项次	每天可为 10 万人以上就近提供检验报告	-
与供应商的战略合作	与罗氏、梅里埃、西门子、凯杰、雅培等公司战略合作，并成为罗氏及梅里埃建立中国大陆实验室示范基地	与罗氏、梅里埃、凯杰、欧蒙、韩国 SCL、约翰霍普金斯医学院、日本滨松战略合作，成为罗氏中国示范实验室	与罗氏、西门子、日本 SRL、梅里埃等战略合作，成为罗氏和西门子中国区示范实验室	与 DAKO 战略合作，与 Life 合作
2017 年医学检验收入及增速	35.89 亿元 (+17.50%)	19.06 亿元 (+34.23%)	-	5.73 亿元 (-7.32%)

数据来源：公司公告、公司官网、广证恒生

3. 他山之石：浅析美国 ICL 巨头 Quest 和 Labcorp

3.1 技术进步+医保控费+严格监管，三因素推动 ICL 市场份额提升

梳理美国 ICL 的发展历程，其市场份额的提升主要得益于三大刺激因素：

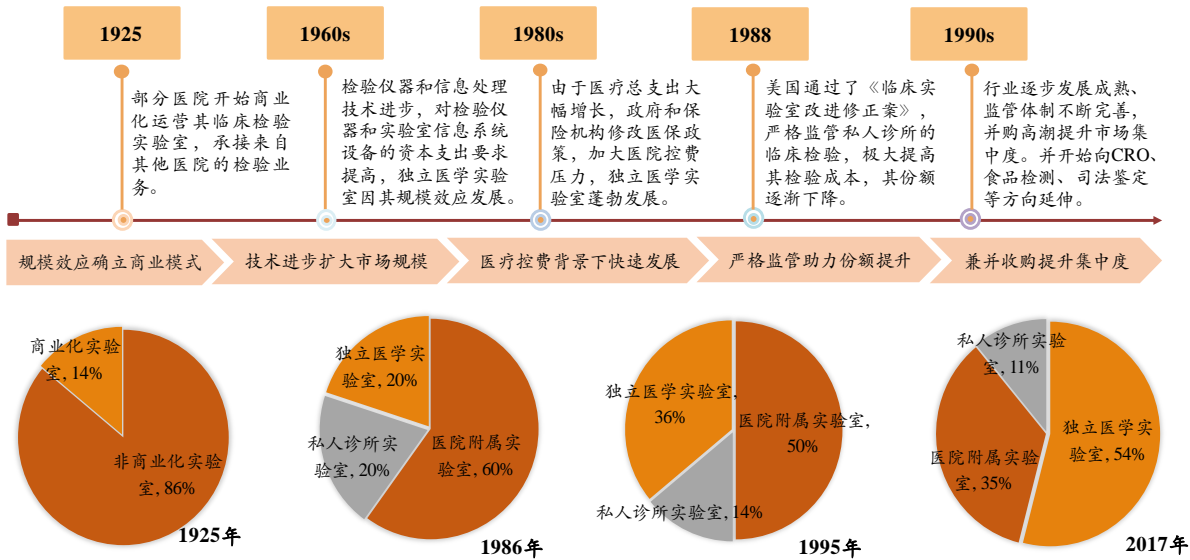
(1) **技术进步**：20 世纪 50-60 年代，检验操作的精准度、自动化程度明显提升，临床检验对仪器的依赖程度也大幅提高，凸显独立医学实验室的规模化运营优势，从而促进行业的发展和壮大。

(2) **医保控费**：20 世纪 80 年代初，美国政府和商业医疗保险机构先后开始修改医疗保险政策，控制医疗支出，促使医院将更多的检验项目外包给运营成本更低的独立医学实验室。

(3) **严格监管**：美国于 1988 年通过《临床实验室改进修正案》，将私人诊所的临床检验置于更严格的监管标准之下，提高了私人诊所实验室进行临床检验的成本，进一步提升 ICL 市场份额。

目前我国 ICL 行业的发展阶段相当于美国 20 世纪 80 年代初期，随着政府加大医保控费和行业监管力度，ICL 有望加速发展，市场规模迅速扩大。

图表23. 技术进步+医保控费+严格监管，美国 ICL 行业不断发展

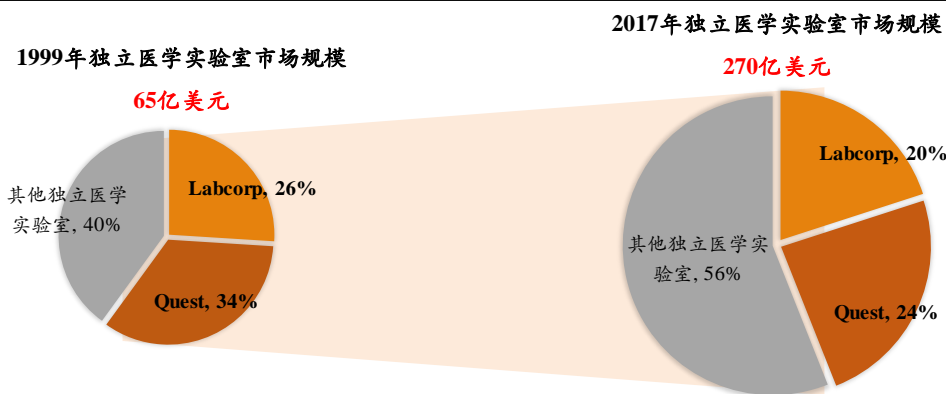


资料来源：公开资料、广证恒生

从市场集中度来看，1999-2017 年期间 ICL 的市场集中度一直维持在较高水平，其中 Quest 和 LabCorp 的市占率在 50% 左右。两大巨头营收的持续成长，主要得益于第三方医学检验市场规模的持续扩大，以及相对医院附属实验室份额的提升，而非市占率的提升。

对标国内 ICL 市场，金城医学、艾迪康、迪安诊断和达安基因合计占据 72% 的市场份额。我们认为，未来 ICL 龙头企业规模的发展，主要依赖于第三方独立诊断市场渗透率的持续提升，而非市场集中度的提升。

图表24. 美国 ICL 集中度维持高位，龙头的发展得益于市场规模扩大



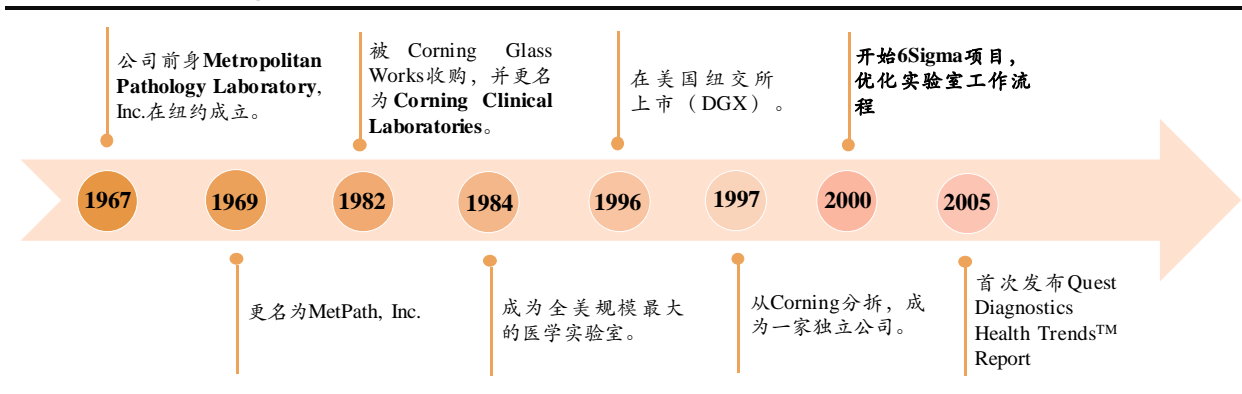
资料来源：Quest 官网、公司年报、First Union Securities、广证恒生

3.2 浅析美国 ICL 巨头 Quest 和 Labcorp 的成长路径

3.2.1 Quest Diagnostics（奎斯特诊疗）

Quest Diagnostics 是美国排名第一的独立医学实验室，也是著名的生化医疗器材测试商。公司主要提供临床检测服务、治疗资讯的临床实验服务，对于疾病和健康状况作诊断、监视和治疗，业务范围涵盖大部分的美国地区以及印度、英国、巴西和墨西哥。

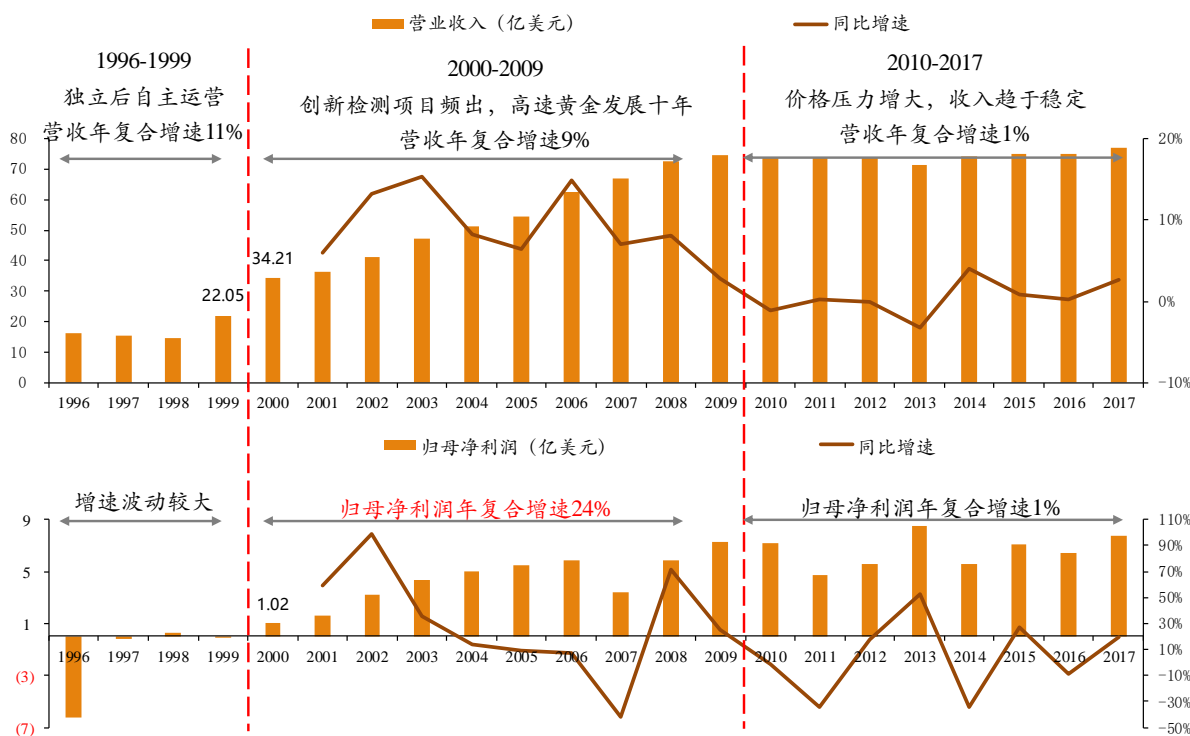
图表25. Quest Diagnostics 的发展历程



资料来源：Quest、广证恒生

自 1967 年成立之初至今，Quest Diagnostics 经历多次并购重组，并于 1996 年在美国纽交所上市。在 2000-2009 年期间，公司迎来了高速发展的黄金期，十年营收复合增速 9%，归母净利润复合增速高达 24%。2010 年之后，价格压力增大，收入趋于稳定，公司发展进入成熟期。

图表26. Quest Diagnostics 在 2000-2009 年期间营收及净利润高速增长

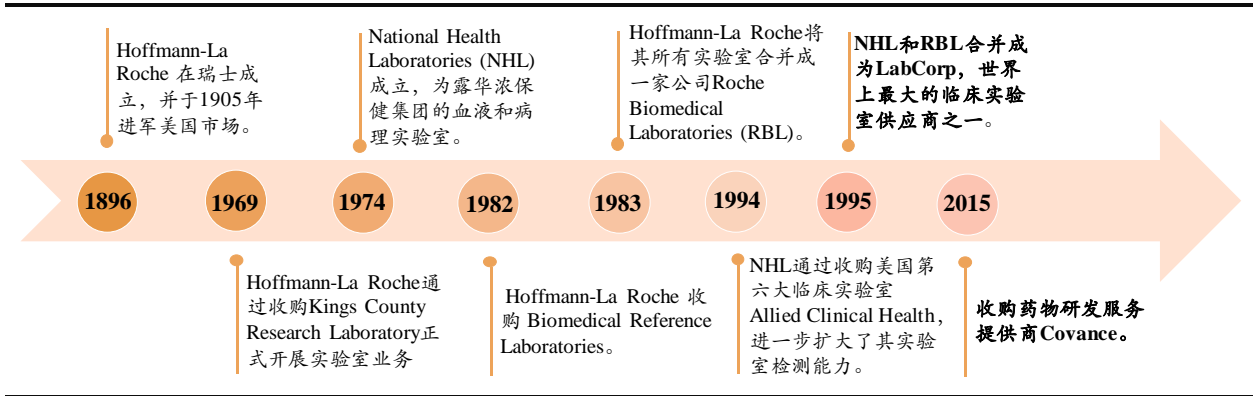


资料来源：Quest、Bloomberg、广证恒生

3.2.2 Labcorp (美国控股实验室)

LabCorp 是美国第二大的独立临床实验室公司，于 1995 年由罗氏公司临床实验室(RBL) 和国家健康实验室(NHL) 合并成立。除了常规检测，公司还提供专业检测服务，如肿瘤检测、人类免疫缺陷病毒(HIV) 基因分型、诊断遗传学和临床试验等。公司目前拥有约 1900 个病人服务中心，病人数据库覆盖 50%左右的美国人口，每年样本量超过 1.15 亿份。

图表27. LabCorp 的发展历程

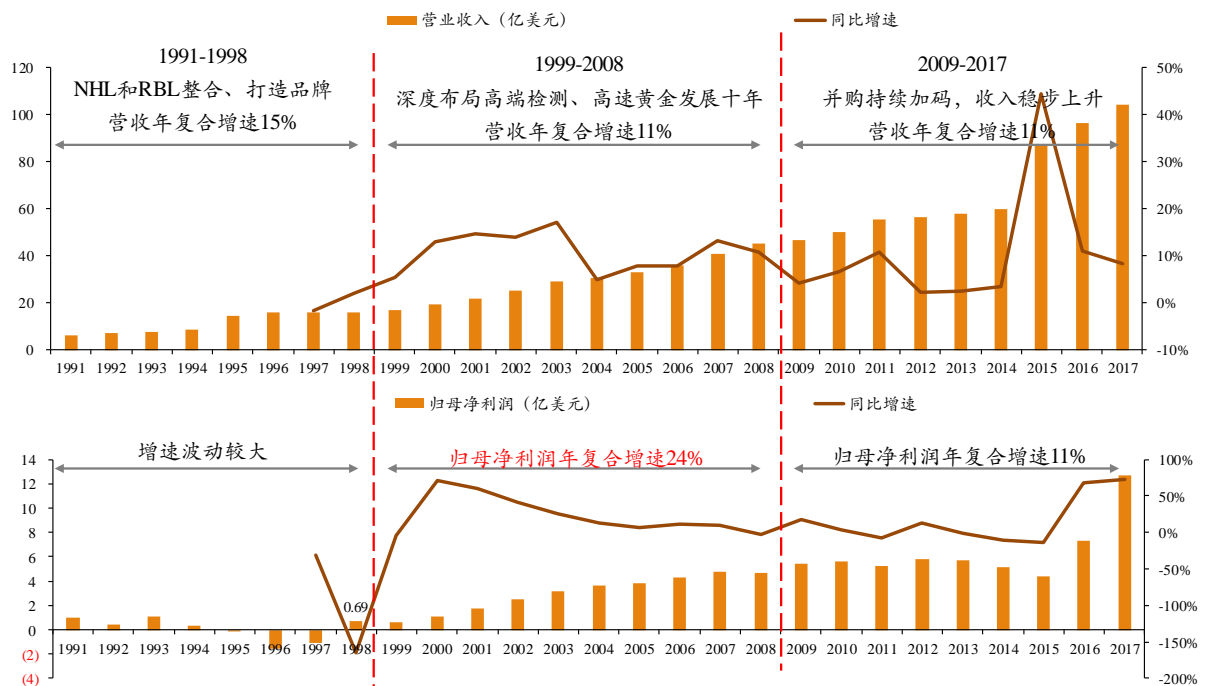


资料来源：LabCorp、广证恒生

1999-2008 年期间，LabCorp 深度布局高端检测、迎来十年黄金发展期：营业收入年复合增速为 11%，归母净利润年复合增速高达 24%。

2009-2014 年期间营收水平则较为平稳。2015 年 LabCorp 收购 CRO 企业 Covance，营收规模由 2014 年的 60 亿美元提升到 2015 年的 87 亿美元，公司发展进入了一个新阶段。

图表28. LabCorp 在 1999-2008 年期间营收及净利润高速增长



资料来源：LabCorp、Bloomberg、广证恒生

3.2.3 美国 ICL 企业高速发展十年的五大驱动因素

综合对比 Quest 和 LabCorp 的营业收入和归母净利润可以发现，两家企业高速发展时期均在 1999-2010 年期间，我们认为主要是由于以下原因：

(1) **政策环境改善**：1999 年颁布的平衡预算概算法案 (The Balanced Budget Refinement Act)，开始向优质的病理诊断服务提供少量资金补助；2000 年颁布的福利改进法案 (Benefits Improvement Act)，将宫颈涂片检查的支付频率由三年一次改为两年一次。

(2) **检测技术发展**：基因组学和分子生物学的技术快速发展，DNA 探针、PCR 技术被应用于开发一系列检测项目，提高诊断的精确度。基因检测等高端检测增速较快，每年增速在 10%-20%。

(3) **价格压力趋缓**：国家医疗保险上调宫颈涂片、前列腺癌的筛查等部分检测项目价格；人口老龄化推动检测量上升，独立医学实验室开始放弃一些不太盈利的合同项目，促使医保机构上调检测价格；加之毛利率较高的高端检测项目占比提升，整体价格水平上升：以 LabCorp 为例，其每年单价增速在 3% 左右。

(4) **并购加速进行**：独立医学实验室之间的并购整合加速，例如 Quest 收购 SBCL，对上下游的议价能力增强、提升毛利率。

(5) **运营效率提升**：实验室开始注重运营效率管理：开展 6Sigma 项目优化实验室工作流程，推进实验室自动化和流程管理标准化，从而降低运营成本、提升净利率。

3.3 鉴 Quest 和 Labcorp 之石，攻金城医学发展之玉

3.3.1 优化业务结构：持续开拓高端检测项目

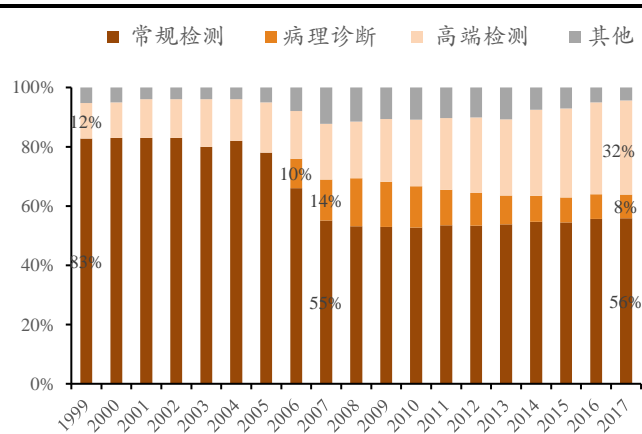
■ Quest 的业务结构：

常规检测侧重规模效应：包括血常规、血液化学化验、尿检、过敏测试和妊娠测试等。常规项目的检测量大，规模效应明显但是利润率较低；增速稳定在较低水平，进入成熟期后近五年 GAGR 为 1.8%；营收占比稳定在 55% 左右。

高端检测业务占比持续提升：包括癌症、内分泌、基因组学、血液学与凝固、神经内科、传染病和免疫学、毒理学等领域。高端检测的利润率较常规检测高；增速快，近五年 GAGR 为 5.4%；营收占比由 1999 年的 12% 提升到 2017 年的 32%。

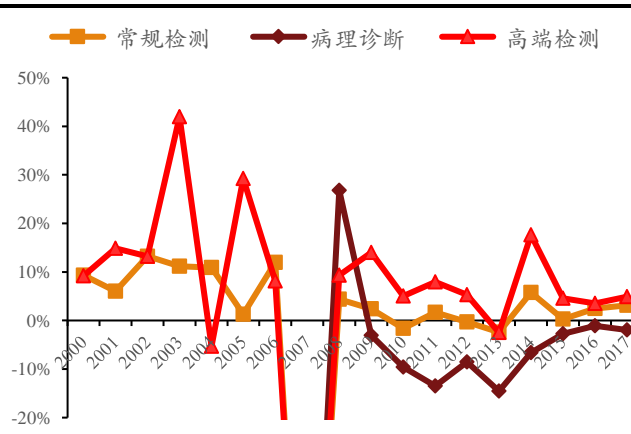
病理诊断因医生自立门户和医保压力，业务占比降低：是指通过检查从病人身上提取的组织 and 细胞样本来诊断癌症和其他疾病。Quest 于 2007 年收购 AmeriPath，病理诊断业务占比由原来的 10% 迅速提升到 14%。近年由于内科医生(尤其是泌尿科、皮肤科和肠胃科医生)开始自立门户，加之 Medicare 的医保压力，该部分收入逐年下滑；近五年 GAGR 为 -5.5%；营收占比由 2007 年的 14% 减少到 2017 年的 8%。

图表29. Quest 各项业务营收占比



资料来源：Quest、Bloomberg、广证恒生

图表30. Quest 各项业务营收增速



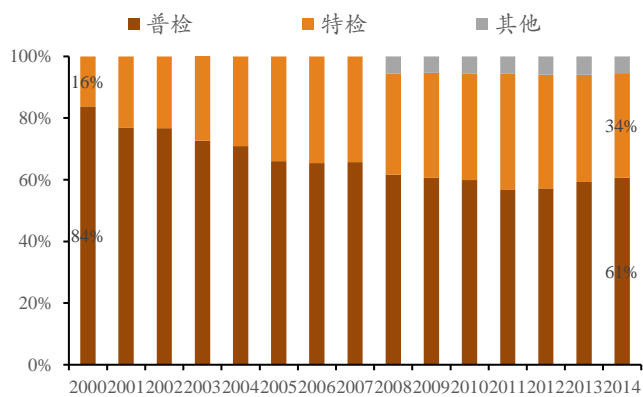
资料来源：Quest、Bloomberg、广证恒生

■ **LabCorp 的业务结构:**

2014 年及以前, LabCorp 主要以诊断服务为主, 其中包括普检和特检两大项目。普检项目包括血液化学化验、尿检、血常规、甲功、前列腺特异抗原(PSA)、宫颈涂片筛查、性病、丙肝、微生物检测等; 特检项目包括解剖病理、基因诊断、肿瘤、心血管疾病、凝血、内分泌、传染病、女性健康、药物遗传学等。两类检测项目的 2000-2014 的 GAGR 分别为 6%和 14%。

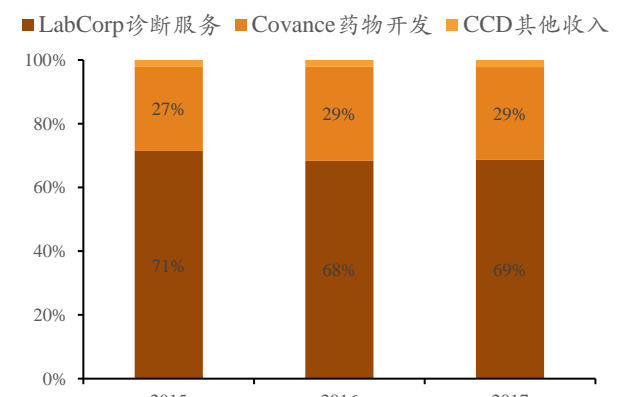
2015 年, LabCorp 以 61 亿美元收购药物研发服务提供商 Covance, 此后主营业务主要分为 LabCorp 诊断服务 (LCD) 和 Covance 药物开发 (CDD) 两大板块。其中, LCD 的营收增速依然较为稳定, 近五年 GAGR 在 5%。

图表31. 2000-2014 年 LabCorp 各项业务营收占比



资料来源: LabCorp、Bloomberg、广证恒生

图表32. 2015-2017 年 LabCorp 各项业务营收占比



资料来源: LabCorp、Bloomberg、广证恒生

3.3.2 提升运营效率: 打造全方位的经营管理能力

LabCorp 和 Quest 注重效率, 打造全方位的经营管理能力, 其中包括推动实验室自动化、流程管理标准化、引入 6Sigma 项目等, 从而提升运营效率。

图表33. LabCorp 和 Quest 注重效率, 打造全方位的经营管理能力

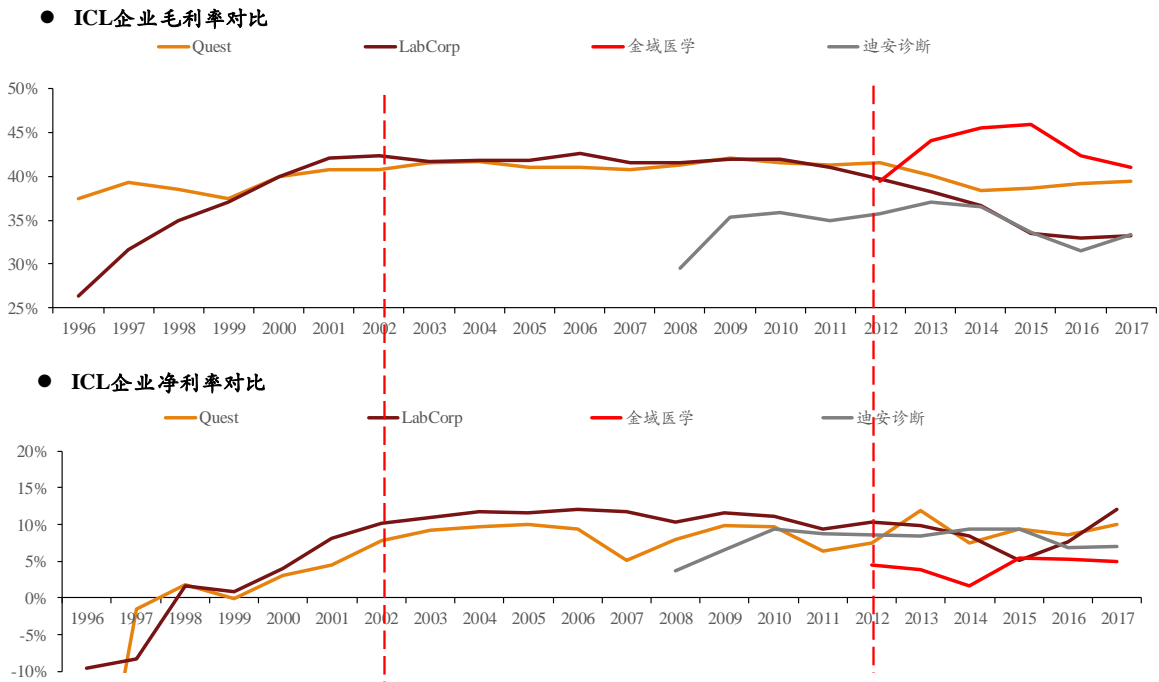


资料来源: LabCorp、Quest、广证恒生

2000-2012 年期间, Quest 和 LabCorp 的毛利率和净利率差距不大, 稳定维持在 40%左右的水平; 2015 年 LabCorp 的毛利率显著下滑, 主要是当年收购 CRO 公司 Covance 所致。

与国内企业相比较, 虽然 2013-2017 年 Quest 和 LabCorp 的毛利率均低于金城医学, 但是两者的净利率明显高于金城医学, 反映了 Quest 和 LabCorp 精细化管理、费用率低, 金城医学在运营效率上存在较大的提升空间。

图表34. ICL企业的毛利率和净利率对比



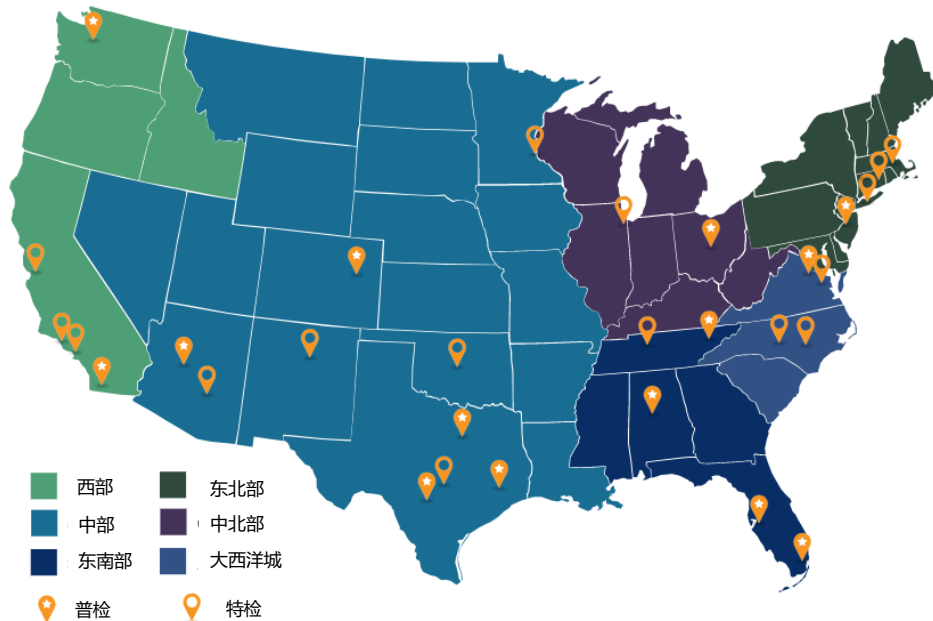
资料来源: LabCorp、Quest、Bloomberg、广证恒生

3.3.3 网点布局合理：分级设立实验室提升检验效率

美国疆域广袤、医院和诊所地理位置相对分散,而每天检测数量多(LabCorp 每天检测量约 31.5 万份)、样本的存储和运输有时间和温度的严格限制,由此决定实验室的服务半径相对较小。

LabCorp 根据不同地区人口和经济水平设立不同级别的实验室及病人服务中心,以快速保证检测服务的效率和质量,其中普检项目基本都能在 24 小时内出结果;同时合理的网点布局,可以使之发挥更大经济效益。公司拥有约 1900 个病人服务中心,病人数据库覆盖 50%左右的美国人口。

图表35. LabCorp 分级设立实验室提升检验效率



资料来源: LabCorp、广证恒生

3.3.4 借鉴 Quest 和 Labcorp 成长路径，把握金城医学发展关键

美国 ICL 两大巨头 Quest 和 Labcorp 在 1999-2009 年处于黄金发展期，营收和利润稳步提升，分析其成功经验如下：

(1) **优化业务结构**：持续开拓高端检测项目，提升毛利率较高的高端检测业务占比。

(2) **提升运营效率**：Quest 自 2000 年开始 6Sigma 项目，优化实验室工作流程；LabCorp 积极推动实验室自动化、流程管理标准化，并借力 IT 技术提升运营效率。

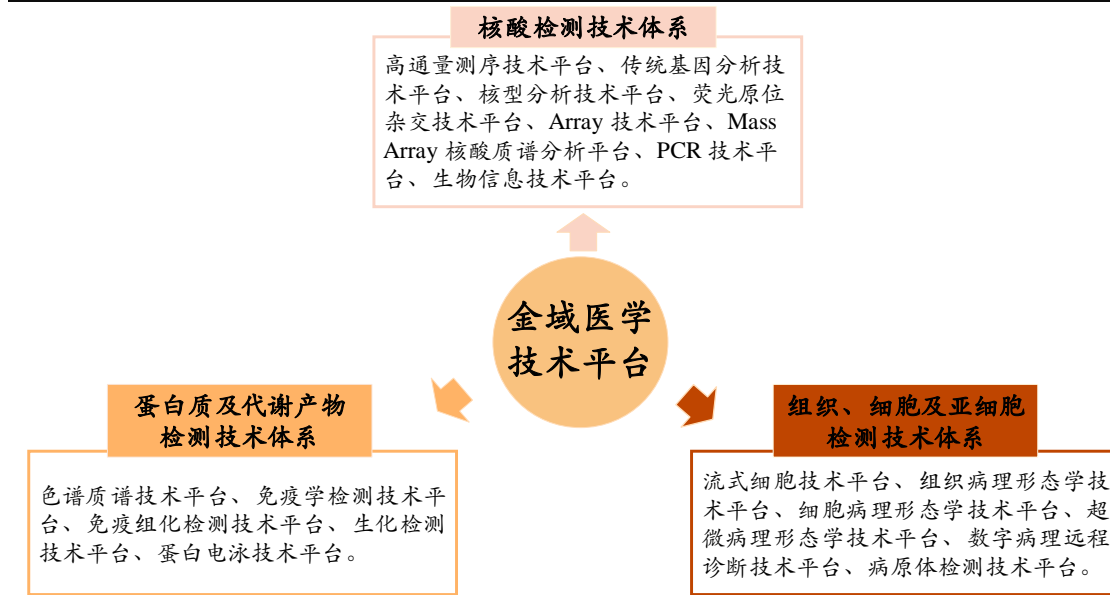
(3) **网点合理布局**：样本的存储和运输有时间和温度的严格限制，由此决定实验室的服务半径相对较小，分级设立实验室提升检验效率。

4. 综合实力：“项目+管理+网络”打造金城医学行业龙头优势

4.1 技术平台覆盖范围广，检验项目已超 2500 种

技术平台覆盖范围广。经过数十年的发展，公司已建立完善的检验技术体系，具体分为核酸检测、蛋白及代谢产物检测以及组织、细胞及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，基本上可满足临床的全部检验及诊断需求。

图表36. 公司搭建了齐全的检验及诊断技术平台

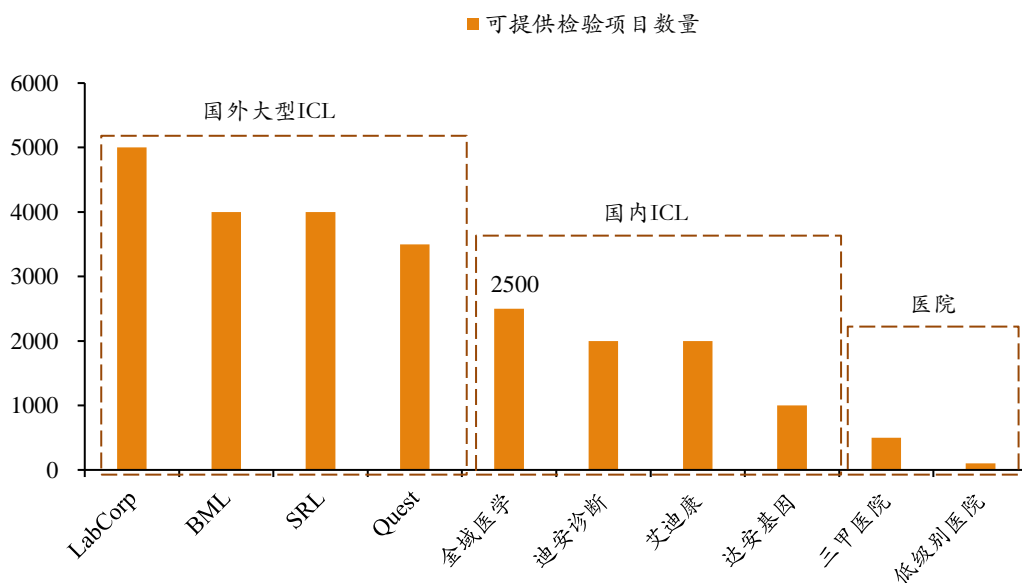


资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

检验项目种类不断拓展。LabCorp 检验服务收入的稳步提升源于公司对新领域的不断开拓：平均每年推出 100 项新的检验项目，目前检测项目接近 5000 项；其他国外大型的 ICL 企业能提供近 4000 个检验项目。

金城医学持续开发具有显著临床诊断价值和市场需求的检验项目，目前可提供超过 2500 种检验项目，是我国提供最多检验项目的第三方独立医学实验室。丰富的检验项目使得公司能够充分发挥规模优势，快速响应下游客户多种检验需求，形成短期内难以复制的竞争优势。

图表37. 我国大型独立医学实验室检验项目种类约达美、日一半



资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

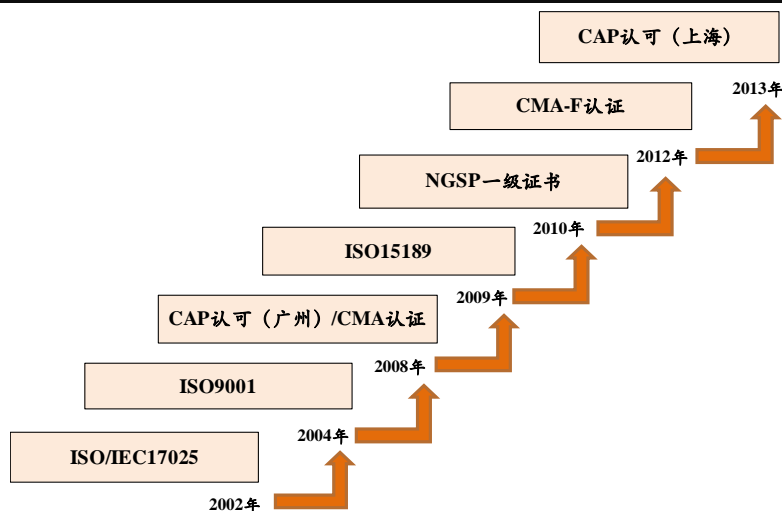
4.2 “质控+人才+研发”，全方位提升经营管理能力

4.2.1 质量管理严苛，已获全球 50 多个国家和地区认可

检验结果的可靠性直接关系到患者治疗效果，因此检验结果质量控制对于权威医院检验科实验室以及大型第三方医学检验实验室而言尤为重要。

金城医学质量管理严苛，公司下属 10 余家实验室先后通过了 ISO 15189 认可；广州金城和上海金城已通过美国 CAP 认可，标志着上述两家公司实验室质量已达到国际先进水平；加入包括 NGSP（美国国家糖化血红蛋白标准化计划）在内的多个溯源计划并获一级证书。目前公司的检测结果已被全球 50 多个国家和地区认可。

图表38. 质量管理体系涵盖 ISO/IEC17025、ISO9001、ISO15189、CMA、CAP-LAP



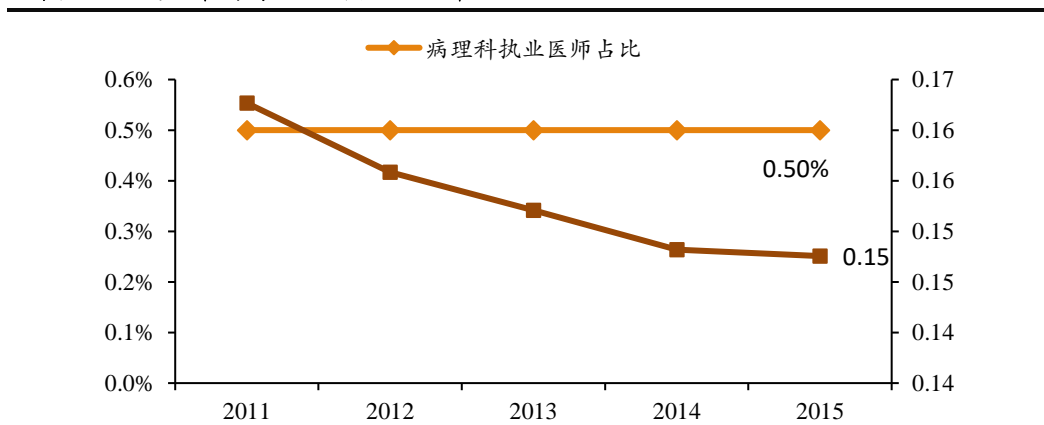
资料来源：公司官网、广证恒生

4.2.2 人才储备及研发软实力兼具，助力公司可持续长期发展

技术人才：具备丰富的业务知识和操作经验的检验人员是提高检验技术水平关键。为此，公司引进与自主培养并举，建设了一支以高精尖为方向、老中青合理搭配、实践经验丰富、技术水平与国际接轨的医生团队。

以病理诊断为例，其主要依靠病理医生人工阅片，但是病理医生十分匮乏：我国规定每百张床要配备一名病理医师，目前国内平均每百张床仅 0.16 名病理医师。公司组建了国内大型病理诊断中心，成立了全国最大的病理医生集团，拥有近 600 名国内外病理医生，与全国 13,000 多家医院合作形成了国内最大的病理远程协作网，减缓了“病理医师荒”的困境。目前公司年病理标本总量超 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。

图表39. 我国平均每百张床病理医师数量仅 0.16 名

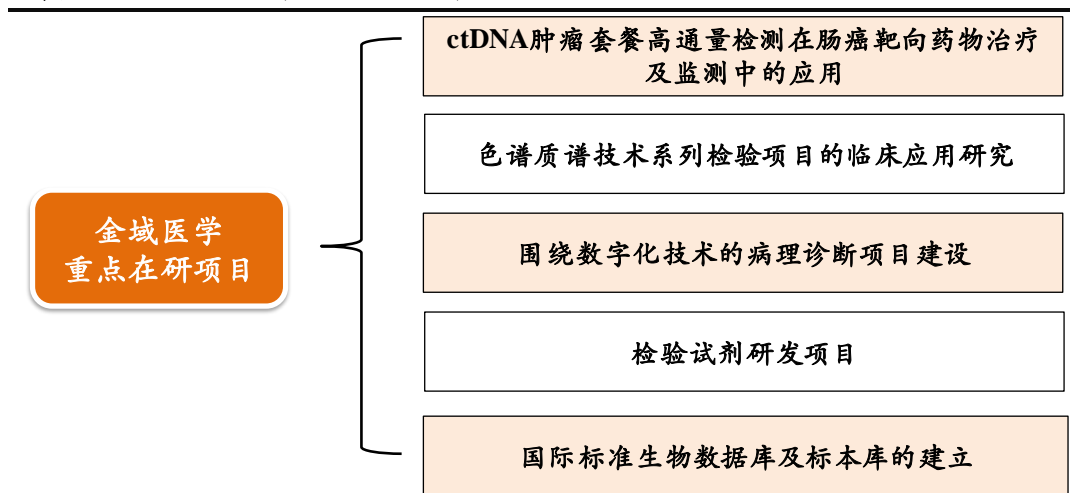


资料来源：WIND、卫计委、广证恒生

研发合作：公司构建了“产学研”一体化模式，与中山大学、中南大学、广州医科大学、南方医科大学等国内一流科研院所建立产学研合作关系；与美国克利夫兰医疗中心（CCF）、美国匹兹堡大学医疗中心（UPMC）分别合作建立了国内为数不多的“国际远程数字化病理会诊中心”；与罗氏诊断、生物梅里埃、凯杰等国际优秀体外诊断试剂企业联合建立了中国大陆实验室示范基地，致力于先进检验技术的研发以及新检验项目的转化。

2018 年 1 月 23 日，金城医学与“NIPT（无创产前检测）之父”香港中文大学卢煜明教授团队在高端无创产前检测（NIPT）领域进行深度合作，共同提升高端无创产前检测领域的科学技术水平。

图表40. 公司积极发展先进检验技术、检验项目



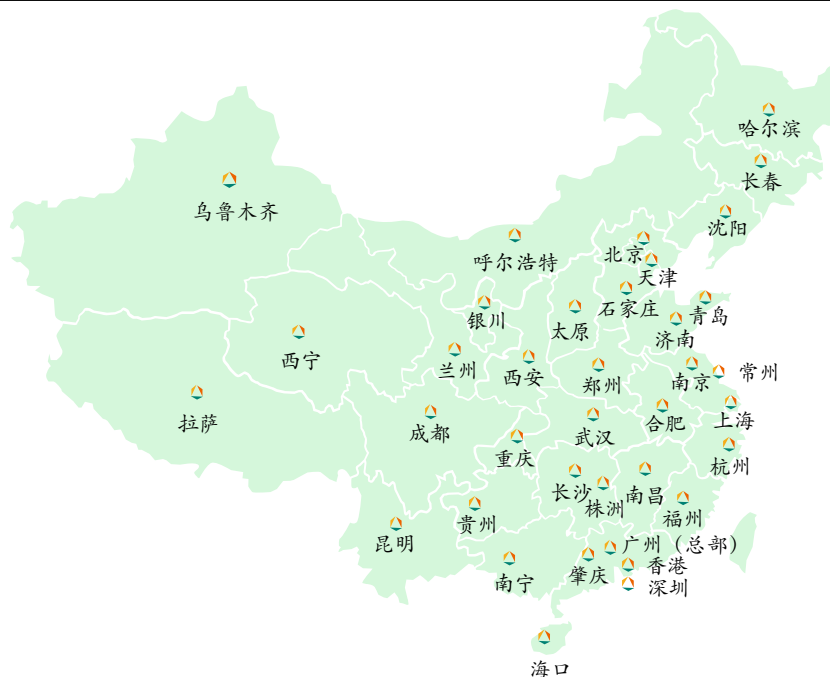
资料来源：公司公告、WIND、公司官网、广证恒生

4.3 逐步完善全国四级服务网络，冷链服务安全快捷

公司提供的医学检验及病理诊断服务主要由下属子公司实验室完成。由于部分待检验标本有特定的放置时限，第三方实验室具有一定的服务半径，因此完善的营销网络布局是第三方医学检验业务发展的关键。

公司下属共 37 家中心实验室，遍布中国 32 个省、自治区、直辖市，覆盖全国 90% 以上人口的区域，已为 22000 家医疗机构提供医学检验及病理诊断服务，是国内连锁实验室数量最多、覆盖区域最广、服务客户数量最多的独立医学实验室平台。

图表41. 金城医学中心实验室遍布 32 个省、自治区、直辖市

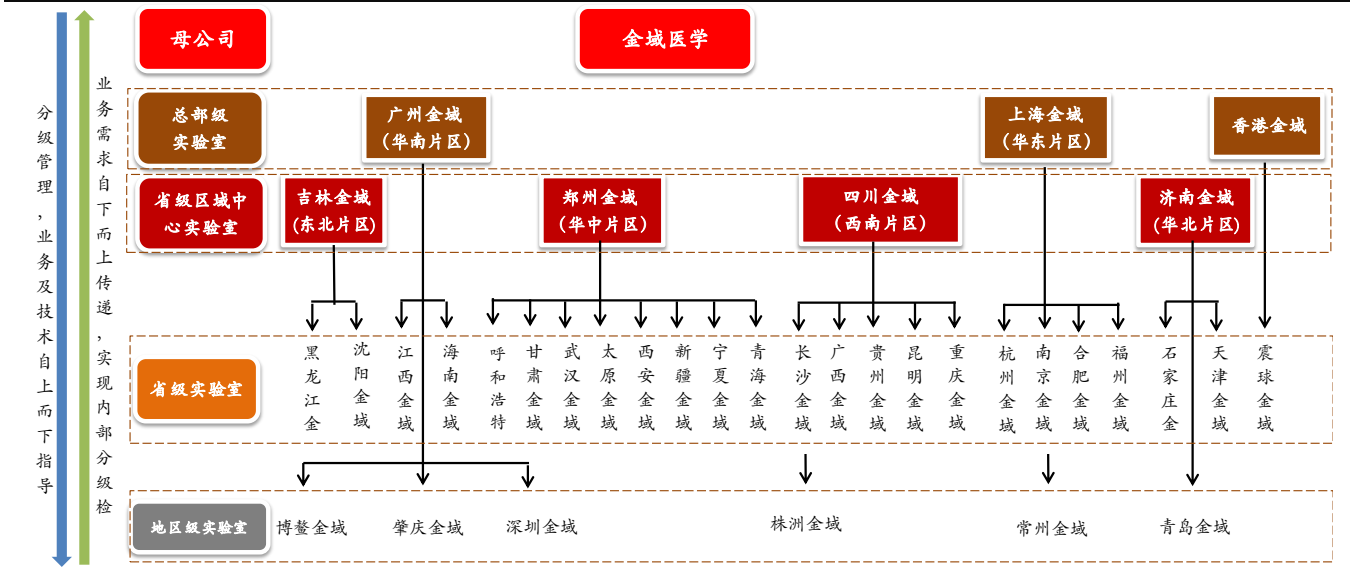


资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

公司的实验室实行分级管理模式，从规模和能力上分为 3 家总部级实验室（广州、上海、香港）、4 家省级区域中心实验室（吉林、郑州、四川、济南）和 30 家省级和地区级实验室，并将进一步发展地区级实验室和快速反应实验室，努力完善四级实验室网络。

公司通过技术和管理输出的方式，与区域内的大型医院展开深度合作，并以此为中心辐射周边区域，服务网络进一步延伸和覆盖至乡镇、社区一级。公司先后与近 400 家医疗机构合作共建区域检验和病理诊断中心，未来有望持续扩张，充分发挥公司人力效率高、采购议价能力强、管理体系标准化的优势，促进医疗资源下沉、提升基层检验病理服务能力。

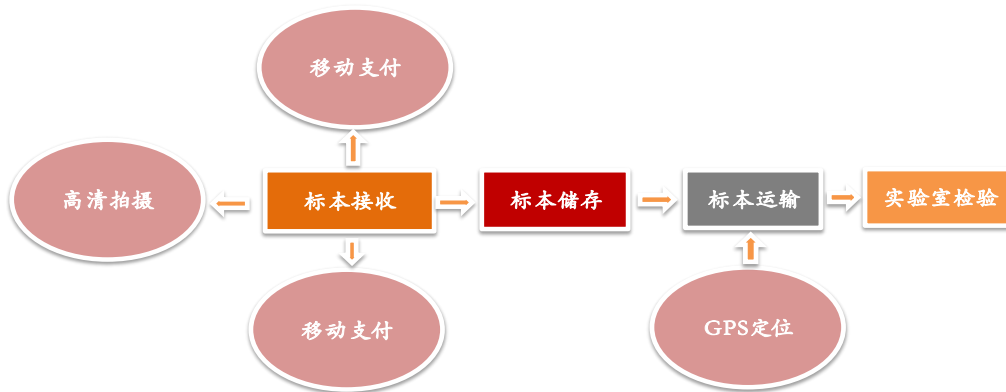
图表42. 构建和完善总部级实验室、大区实验室、省级实验室、地区级实验室四级实验室网络



资料来源: 公司公告、WIND、广证恒生

为了保证医学检验服务的时效性, 公司建立了完善便捷、服务范围广的专业医疗冷链物流服务网络, 物流网点 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 小时送达服务。同时不断开拓创新, 开发并引进了温控标本运输箱、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, 有效提高了样本运输途中的实时监控与安全性、及时性, 确保了行业冷链物流的领先优势。

图表43. 公司的信息化冷链物流系统模式安全快捷

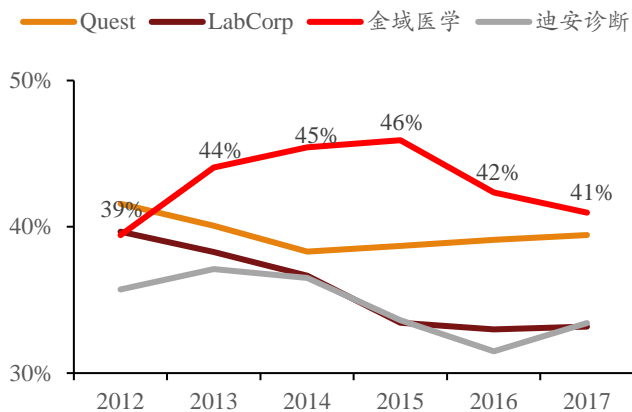


资料来源: 公司官网、广证恒生

5. 未来看点: 精细化管理降低费用率+实验室步入收获期, 净利率有望逐步提升

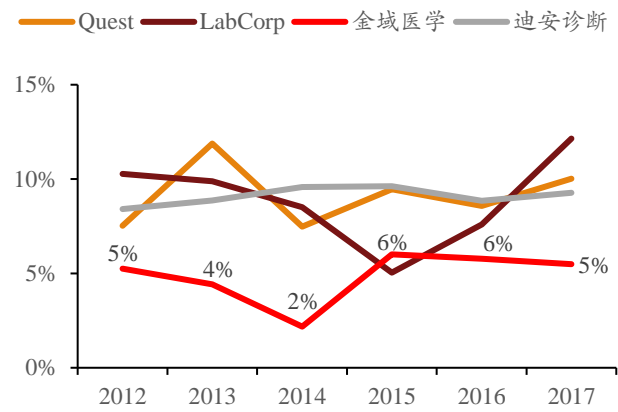
金城医学 2013-2017 年净利率约处于 2% 至 6% 之间。无论是与国外企业 Quest、Labcorp 还是国内企业 达安基因、迪安诊断相比较, 金城医学的净利率明显偏低, 主要是公司持续布局全国营销网络、加大研发投入和人才引进力度, 从而导致销售费用、管理费用高于行业平均水平。我们认为, 随着高毛利检验项目比重上升、规模效应降低期间费用率、旗下子公司逐步进入收获期, 公司的净利率将逐步提升。

图表44. 对比国内外企业, 金城医学毛利率较高



资料来源: 公司公告、WIND、广证恒生

图表45. 金城医学净利率水平偏低, 在 2%-6% 之间

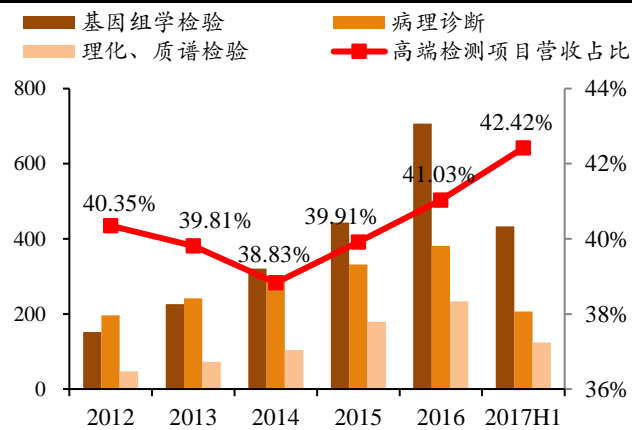


资料来源: 公司公告、WIND、广证恒生

5.1 高毛利检验项目比重逐年上升, 营收占比由 16.17% 提升至 25.20%

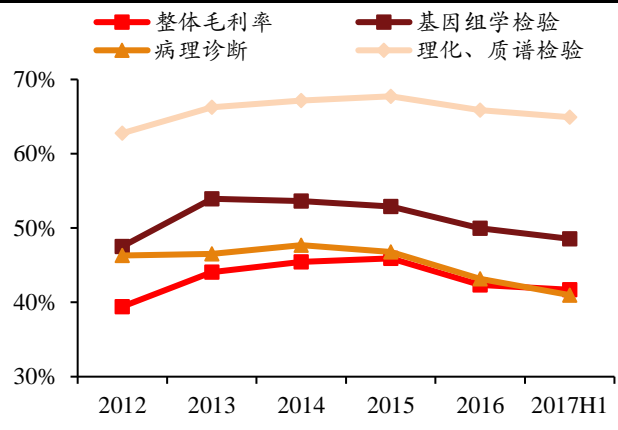
金城医学搭建了临床基因组中心、临床质谱检测中心、临床血液病诊断中心、病理筛查与诊断中心等四大高新技术中心, 具有质谱检测能力的实验室 15 家、获临床基因检测技术资格的实验室 26 家、远程数字病理系统已覆盖全国 37 家实验室。公司不断提升高端检验服务能力和个性化服务整合能力, 近几年理化质谱检验、基因组学、病理诊断等高端检测项目营收占比不断增加, 其中 2017 上半年高达 42.42%; 高端检测项目的毛利率都高于整体毛利率, 随着该部分业务收入占比进一步增加, 对公司整体毛利率产生积极的作用。

图表46. 高端检测项目营收占比提升(单位: 百万元)



资料来源: 公司公告、WIND、广证恒生

图表47. 高端检测项目毛利率高于整体毛利率

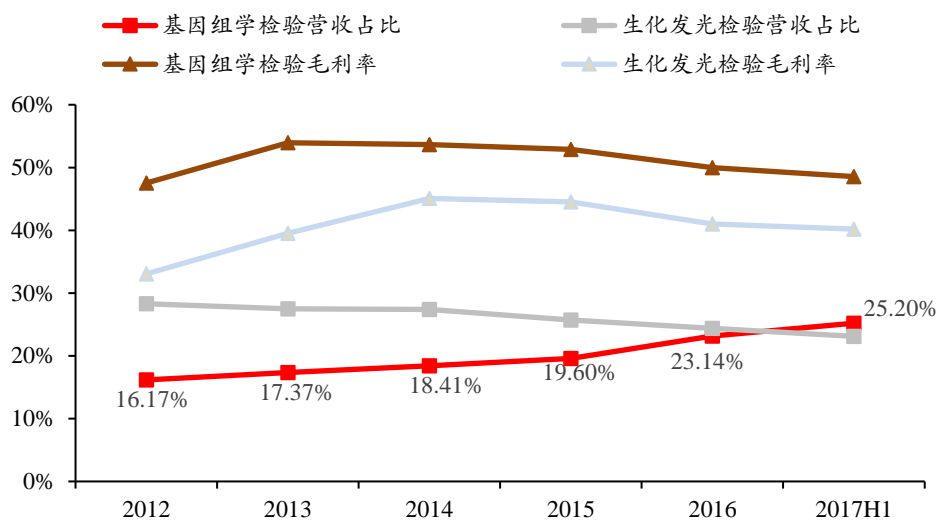


资料来源: 公司公告、WIND、广证恒生

在高端检验项目中, 基因组学检验发展最为迅猛, 2017 年上半年实现营收 4.33 亿元, 在主营业务收入中的占比由 2012 年的 16.17% 提升至 2017 年上半年的 25.20%, 成功超越生化发光检验项目收入, 成为公司第一大医学检验项目。

虽然受到医保控费、市场竞争加剧和联合共建实验室业务占比提升的影响, 近几年检验项目单价呈现下降趋势, 公司整体毛利率也略微下滑。但是相对毛利率较低的生化发光检验而言, 基因组学检验的毛利率较高, 稳定在 50% 左右。随着市场对高端个性化检验项目需求的提升和公司的持续耕耘, 基因组学检验营收占比的增加, 有望缓解整体检验单价下滑的不良影响, 公司整体毛利率维稳。

图表48. 基因组学检验项目毛利率较高, 营收占比逐年提升

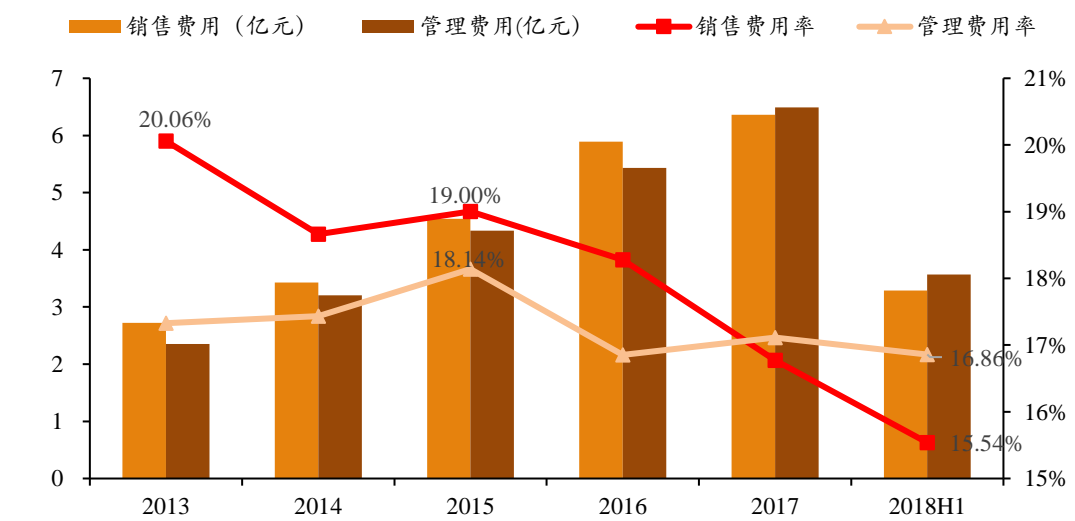


资料来源: 公司公告、WIND、广证恒生

5.2 精细化营销改革, 销售费用率由 2013 年 20.66% 降低到 2018H1 的 15.54%

公司积极推动营销组织架构变革, 强化精细化管理能力、提升销售效率, 销售费用率由 2013 年的 20.06% 降低到 2018 年 H1 的 15.54%; 随着业务规模扩大、规模效应显现, 管理费用率也由 2015 年的 18.14% 下降到 2018H1 的 16.86%。未来销售费用率和管理费用率有望持续下降, 从而拉动净利率持续上升。

图表49. 公司近五年销售费用率明显下降

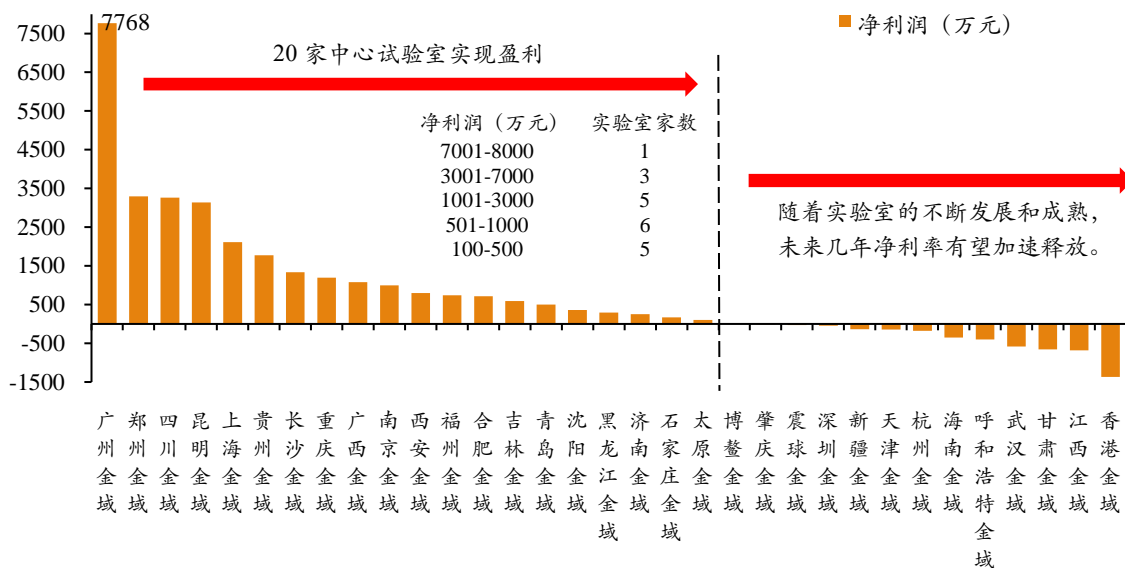


资料来源: 公司公告、WIND、广证恒生 (管理费用和管理费用率是删除股份支付后的数据)

5.3 多年跑马圈地搭建 37 家中心实验室, 逐步进入收获期

经过多年的持续投入和平台搭建, 公司目前已在全国 (包括香港地区) 建立了 37 家中心实验室, 其中在 2016 年及以前设立/并购的中心实验室共 33 家, 实现盈利的中心实验室有 20 家。营收规模最大的实验室是广州金城, 2016 年实现净利润 7768 万元。

图表50. 截至 2016 年, 公司在全国布局的 33 家实验室中已有 20 家实验室实现盈利



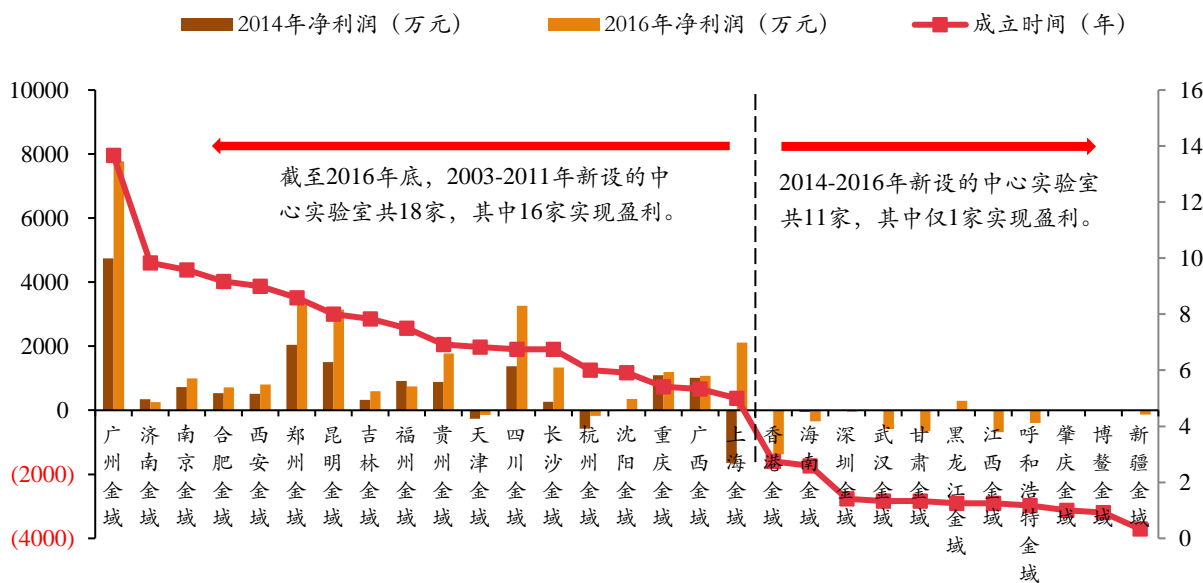
资料来源: 公司公告、WIND、广证恒生

■ 自建实验室的培育周期约为 3-5 年, 基础单元运营能力优秀。

公司的中心实验室以自建为主。截至 2016 年底, 公司自建的中心实验室共 29 家。2003-2011 年设立的中心实验室共 18 家, 其中 16 家实现盈利; 2014-2016 年新设中心实验室共 11 家, 其中仅 1 家实现盈利。初步推算, 公司自建实验室盈利周期在 3-5 之间。

由于 2012-2013 年新设实验室出现断层, 为了获得更确切的培育周期, 我们将观察时点前移到 2014 年底: 2003-2011 年新设的 18 家中心实验室中, 其中 15 家已经实现盈利; 其中 2011 年新设 4 家实验室中, 仅年底设立的金域尚未实现盈利, 由此我们可以推出: 公司自建实验室经过 3 年的培育期可以实现盈利。因此, 2014 年-2016 年期间新设的 11 家实验室也将从 2018 年开始逐步实现盈利、释放业绩。

图表51. 截至 2016 年, 2003-2011 年期间自建的中心实验室共 18 家, 其中 16 家实现盈利



资料来源: 公司公告、WIND、广证恒生

■ 外购实验室快速开拓新市场。

公司在推进全国实验室网络布局时, 针对不同区域的竞争环境和资源条件, 灵活采用新建、并购、共



建等方式进入。公司通过收购石家庄金城、太原金城、青岛金城，震球医学股权，迅速实现在河北省、山西省、山东省和香港的实验室网点布局，迅速打开新市场、提升市场占有率。

从并购效果来看，公司对外输出严苛的质量管理标准、先进的技术平台与检验项目、雄厚的人才与研发软实力，石家庄金城、太原金城、青岛金城经过 1-4 年的整合时间，已经实现扭亏为盈。而 2015 年并购的震球医学虽然 2016 年净利润为负值，但是 2017 年 1-6 月净利润为 12.94 万元，说明公司对震球医学的整合已经初显成效，自 2017 年开始已经开始实现盈利，培育周期约为 2 年。

图表 52. 外购实验室培育周期约为 2-4 年，快速打开新市场

子公司名称	持股比例	成立日期	收购日期	成立时间 (年)	收购前一年利润总额 (万元)	2014 年净利润 (万元)	2016 年净利润 (万元)
石家庄金城	100%	2008.08.13	2013.02.04	3.8	-85.13 (2012 年)	-10.61	170.06
太原金城	100%	2008.05.30	2013.03.20	3.8	-184.32 (2012 年)	-112.68	103.03
青岛金城	60%	2010.12.14	2014.12.04	2.1	-212.22 (2013 年)	1.86	500.66
震球医学	100%	1988.04.19	2015.05.14	1.2	122.46 (2014 年)	122.46	-30.07

资料来源：公司公告、WIND、广证恒生（收购前和近期无统一口径数据对比，故选用两个时间点的利润总额和净利润）

实验室平台的全国布局现已基本成型，随着成熟实验室持续精耕细作、提升市场份额，和新建实验室不断发展、逐渐开始盈利，2018-2020 年公司开始步入收获期，整体营收和利润情况有望全面改善。

综上所述，我们认为随着高毛利的基因组学检验项目营收占比提升、精细化管理降低期间费用率、旗下实验室逐渐实现盈利，未来几年净利率将明显增加，经营业绩加速释放。

6. 盈利预测与投资建议

根据对金城医学各项业务的分析，我们对公司盈利预测的核心假设如下：

(1) 医学诊断服务：

1) 基因组学检验：随着公司对该新型检验项目的不断深耕，未来有望保持快速增长，预计 2018-2020 年营收同比增速 30.00%、32.00%、33.00%；由于基因组学技术不断成熟，检验项目平均单价呈下降趋势，预计 2018-2020 年毛利率分别为 46.00%、45.50%、45.00%。

2) 生化发光检验：生化发光检验业务是公司的常规业务，预计 2018-2020 年营收同比增速为 14.00%、16.00%、17.00%；受政府指导价下降及市场竞争环境加剧双重影响，预计 2018-2020 年毛利率分别为 38.00%、37.00%、36.00%。

3) 病理诊断：预计 2018-2020 年营收同比增速为 15.00%、17.00%、18.00%，毛利率分别为 39.00%、38.50%、38.00%。

4) 免疫学检验：预计 2018-2020 年营收同比增速为 18.00%、20.00%、21.00%，毛利率分别为 33.00%、32.00%、31.00%。

5) 理化、质谱检验：预计 2018-2020 年营收同比增速为 13.00%、15.00%、16.00%，毛利率分别为 63.50%、63.00%、62.50%。

6) 综合检验：预计 2018-2020 年营收同比增速为 20.00%、22.00%、23.00%，毛利率分别为 29.00%、28.00%、27.00%。

(2) 非诊断业务：

1) 销售诊断产品：预计 2018-2020 年营收同比增速为 0.00%、15.00%、20.00%，毛利率分别为 35.50%、35.00%、34.50%。

2) 健康体检业务：预计 2018-2020 年营收同比增速为 55.00%、60.00%、65.00%，毛利率分别为 53.00%、52.50%、52.00%。

3) 冷链物流服务: 预计 2018-2020 年营收同比增速为 200.00%、150.00%、100.00%, 毛利率分别为 19.00%、18.50%、18.00%。

4) 其他主营业务: 预计 2018-2020 年营收同比增速为 22.00%、24.00%、25.00%, 毛利率分别为 47.00%、46.50%、46.00%。

图表53. 金城医学营业收入假设与测算 (亿元)

类别		2017A	2018E	2019E	2020E
基因组学检验	收入	9.04	11.75	15.51	20.63
	同比增长	27.83%	30.00%	32.00%	33.00%
	毛利率 (%)	47.83%	46.00%	45.50%	45.00%
生化发光检验	收入	8.30	9.46	10.98	12.84
	同比增长	11.43%	14.00%	16.00%	17.00%
	毛利率 (%)	39.17%	38.00%	37.00%	36.00%
病理诊断	收入	4.31	4.96	5.80	6.84
	同比增长	13.19%	15.00%	17.00%	18.00%
	毛利率 (%)	39.96%	39.00%	38.50%	38.00%
免疫学检验	收入	3.90	4.60	5.52	6.68
	同比增长	16.36%	18.00%	20.00%	21.00%
	毛利率 (%)	34.03%	33.00%	32.00%	31.00%
理化、质谱检验	收入	2.59	2.93	3.36	3.90
	同比增长	10.78%	13.00%	15.00%	16.00%
	毛利率 (%)	63.89%	63.50%	63.00%	62.50%
综合检验	收入	7.75	9.30	11.35	13.96
	同比增长	18.74%	20.00%	22.00%	23.00%
	毛利率 (%)	30.26%	29.00%	28.00%	27.00%
销售诊断产品	收入	0.49	0.49	0.57	0.68
	同比增长	-10.47%	0.00%	15.00%	20.00%
	毛利率 (%)	35.76%	35.50%	35.00%	34.50%
健康体检业务	收入	0.43	0.67	1.07	1.77
	同比增长	53.54%	55.00%	60.00%	65.00%
	毛利率 (%)	53.54%	53.00%	52.50%	52.00%
冷链物流服务	收入	0.10	0.30	0.75	1.49
	同比增长	483.57%	200.00%	150.00%	100.00%
	毛利率 (%)	19.61%	19.00%	18.50%	18.00%
其他主营业务	收入	1.00	1.22	1.51	1.89
	同比增长	22.06%	22.00%	24.00%	25.00%
	毛利率 (%)	47.74%	47.00%	46.50%	46.00%
合计	收入	37.92	45.68	56.42	70.70
	同比增长	17.70%	20.48%	23.51%	25.30%
	毛利率 (%)	40.96%	39.77%	39.03%	38.31%

资料来源: WIND、公司公告、广证恒生测算



7. 风险提示

- 行业监管政策变动风险；
- 运营管理的风险；
- 质量控制风险；
- 市场竞争风险；
- 检验项目价格下降风险。



附录：公司财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	1901.47	2205.72	2573.06	3133.50	营业收入	3791.72	4568.41	5642.48	7069.88
现金	649.36	659.89	653.61	710.02	营业成本	2238.79	2751.48	3440.48	4361.69
应收账款	1082.44	1317.20	1643.16	2079.42	营业税金及附加	5.85	7.05	8.70	10.91
其它应收款	39.94	55.39	63.92	82.90	营业费用	635.82	712.44	835.95	1005.52
预付账款	8.37	10.80	14.18	18.88	管理费用	649.11	758.61	927.60	1150.64
存货	94.24	129.88	159.12	195.40	财务费用	33.19	20.95	25.26	31.05
其他	27.13	32.55	39.06	46.87	资产减值损失	14.49	12.49	15.43	19.33
非流动资产	1419.65	1490.85	1657.83	1872.34	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	4.71	4.71	4.71	4.71	投资净收益	6.32	2.70	4.51	3.61
固定资产	1017.12	1090.79	1187.38	1310.49	营业利润	262.55	308.09	393.58	494.35
无形资产	87.58	96.98	121.62	164.00	营业外收入	10.05	10.05	10.05	10.05
其他	310.25	298.38	344.13	393.15	营业外支出	0.77	1.78	1.33	1.30
资产总计	3321.13	3696.57	4230.89	5005.83	利润总额	271.82	316.36	402.29	503.10
流动负债	1001.68	1244.74	1549.98	1979.21	所得税	63.72	67.58	90.12	110.09
短期借款	40.15	40.15	40.15	40.15	净利润	208.10	248.78	312.17	393.02
应付账款	752.62	943.47	1203.32	1556.03	少数股东损益	19.60	22.14	27.78	34.97
其他	208.91	261.12	306.50	383.03	归属母公司净利润	188.51	226.64	284.40	358.05
非流动负债	575.35	656.12	770.20	910.49	EBITDA	495.55	557.22	691.26	852.99
长期借款	536.62	620.80	730.22	872.47	EPS (摊薄)	0.41	0.49	0.62	0.78
其他	38.73	35.33	39.98	38.02					
负债合计	1577.03	1900.87	2320.18	2889.70					
少数股东权益	41.83	63.96	91.74	126.71	主要财务比率				
股本	457.88	457.88	457.88	457.88	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
资本公积	834.41	834.41	834.41	834.41	成长能力				
留存收益	409.97	598.61	845.00	1165.05	营业收入增长率	17.70%	20.48%	23.51%	25.30%
归属母公司股东权益	1702.27	1890.91	2137.30	2457.34	营业利润增长率	38.93%	17.35%	27.75%	25.60%
负债和股东权益	3321.13	3855.73	4549.22	5473.75	归属于母公司净利润增长	10.86%	20.23%	25.48%	25.90%
					获利能力				
					毛利率	40.96%	39.77%	39.03%	38.31%
					净利率	5.49%	5.45%	5.53%	5.56%
					ROE	13.10%	12.25%	13.59%	14.88%
					ROIC	9.77%	10.39%	11.41%	12.38%
					偿债能力				
					资产负债率	47.48%	51.42%	54.84%	57.73%
					净负债比率	36.57%	34.77%	33.20%	31.58%
					流动比率	1.90	1.77	1.66	1.58
					速动比率	1.80	1.67	1.56	1.48
					营运能力				
					总资产周转率	1.27	1.30	1.42	1.53
					应收账款周转率	4.03	3.81	3.81	3.80
					应付账款周转率	3.37	3.24	3.21	3.16
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.41	0.49	0.62	0.78
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.62	0.93	1.11	1.36
					每股净资产(最新摊薄)	3.72	4.13	4.67	5.37
					估值比率				
					P/E	42.29	35.17	28.03	22.26
					P/B	4.68	4.22	3.73	3.24
					EV/EBITDA	7.87	14.42	11.83	9.73

数据来源：港澳资讯，公司公告，广证恒生



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电 话：020-88836132，020-88836133

邮 编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中 性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回 避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经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，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。