

金域医学(603882)/医疗服务

全国连锁独立医学实验室龙头,收获期盈利能力有望持续提升

评级: 买入(首次)

市场价格: 50.80

分析师: 江琦

执业证书编号: S0740517010002

电话: 021-20315150

Email: jiangqi@r.qizq.com.cn

分析师: 谢木青

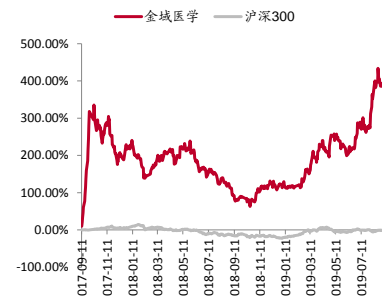
执业证书编号: S0740518010004

电话: 021-20315895

Email: xiemq@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	457.88
流通股本(百万股)	279.64
市价(元)	50.80
市值(百万元)	23,260.54
流通市值(百万元)	14,205.68

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3791.72	4525.25	5471.18	6589.59	7911.22
增长率 yoy%	17.70%	19.35%	20.90%	20.44%	20.06%
净利润	188.51	233.32	341.73	457.02	608.59
增长率 yoy%	10.86%	23.77%	46.47%	33.74%	33.16%
每股收益(元)	0.41	0.51	0.75	1.00	1.33
每股现金流量	0.62	1.16	1.14	1.31	1.56
净资产收益率	11.07%	12.25%	15.55%	17.67%	19.61%
P/E	123.39	99.69	68.07	50.90	38.22
PEG	11.36	4.19	1.46	1.51	1.15
P/B	13.66	12.21	10.59	9.00	7.50

投资要点

- **我们的核心观点:** 1) 2018年起分级诊疗及医保控费等政策推进,金域医学作为行业龙头,有望直接受益于政策落地带来的行业发展机遇; 2) 公司实验室全国布局完成,多数实验室陆续进入盈利周期,随着盈利能力持续提升,我们预计未来三年公司有望实现30%以上的业绩增长; 3) 公司通过自主研发和外延合作,不断提高在质谱、基因检验、病理诊断等高端特检项目上领先行业的竞争优势。
- 分级诊疗顺利推进加上医院控费进一步趋严,推动检验外包率的快速提高。根据国家卫健委卫生发展研究中心研究报告显示,2017年我国检验外包渗透率约5%左右,远低于美国的35%。2018年是分级诊疗落地实施的第二年,同时控费压力下医疗机构外包需求有望进一步增强,假设2021年外包渗透率达10%,则独立医学实验室市场规模有望达到370亿元。金域目前共有37家实验室,提供超2600项检验项目,终端客户超2.2万家医疗机构,作为行业龙头,有望直接受益于行业规模扩容。
- 省级实验室布局完成,通过合作共建形式持续加强客户粘性。一方面,截止2018年底公司37家省级实验室中预计21家已实现盈利,随着越来越多的实验室扭亏为盈,公司净利率有望从6%提高至8%-10%左右;另一方面,高质推进合作共建模式,截止2018年已与近400家医疗机构合作共建区域检验和病理诊断中心,由于合作共建与终端客户粘性更强,有助于公司竞争力的提升。
- 高毛利、高壁垒的基因组学、质谱、病理诊断等高端检验是未来公司核心竞争力。公司持续加码高端项目的布局,与国内外著名医院病理科专家分别合作建立了“远程数字化病理会诊中心”、与“NIPT之父”卢煜明团队开展深度合作、与全球基因测序巨头Illumina合作开发第三代NGS系统,我们认为随着高端项目比重增加,未来公司核心竞争力有望持续提高。
- **盈利预测与估值:** 我们预计2019-21年公司收入54.71、65.90、79.11亿元,同比增长20.90%、20.44%、20.06%,归属母公司净利润3.42、4.57、6.09亿元,同比增长46.47%、33.74%、33.16%,对应EPS为0.75、1.00、1.33。目前公司股价对应2020年51倍PE,考虑到第三方检测行业景气度高,高壁垒下小企业陆续出清,公司作为行业龙头有望直接受益行业快速发展,同时实验室进入收获期有望带来净利率的提升,我们认为2020年公司合理估值区间为55-60倍,合理价格区间为55-60元,首次覆盖,给予“买入”评级。
- **风险提示:** 实验室盈利时间不达预期风险,质量控制风险,应收账款管理风险。

内容目录

行业东风吹，第三方医学检验龙头厚积薄发.....	- 4 -
金城医学：专注且专业的第三方医学检验龙头.....	- 4 -
主营聚焦医学检验服务，逐步向综合医学服务拓宽.....	- 4 -
分级诊疗+医院控费，ICL 行业处于爆发前夕.....	- 5 -
金城深耕 ICL 多年，规模效应下净利率有望持续提升.....	- 8 -
省级实验室布局完成，多数实验室进入收获期.....	- 8 -
积极推进合作共建，加强客户粘性.....	- 10 -
深度布局特检项目，技术领先构筑差异化优势.....	- 12 -
高壁垒、高毛利，特检项目成为 ICL 核心竞争力的体现.....	- 12 -
自研+合作，持续加码高端检验项目.....	- 13 -
盈利预测与估值.....	- 15 -
盈利预测.....	- 15 -
投资建议.....	- 18 -
风险提示.....	- 18 -

图表目录

图表 1: 公司业务发展历程.....	- 4 -
图表 2: 金城医学股权结构（截止 2019H1）.....	- 4 -
图表 3: 金城医学近年营业收入.....	- 5 -
图表 4: 金城医学近年归母净利润.....	- 5 -
图表 5: 金城医学向综合医学服务提供商转变.....	- 5 -
图表 6: 部分省市分级诊疗政策推行情况.....	- 6 -
图表 7: 北京医疗机构诊疗人次变化（万人次）.....	- 6 -
图表 8: 医疗机构诊疗人次同比变化（%）.....	- 6 -
图表 9: 2016 年基层医疗卫生机构万元以上设备分布情况（万台）.....	- 7 -
图表 10: 基层医疗机构与等级医院卫生人员数量对比.....	- 7 -
图表 11: 美国独立医学实验室发展历程.....	- 7 -
图表 12: 国内临床检验市场规模.....	- 8 -
图表 13: 独立医学实验室市场空间测算.....	- 8 -
图表 14: 国内两大 ICL 龙头企业规模对比.....	- 8 -
图表 15: 金城医学实验室结构图.....	- 9 -
图表 16: 2016 年金城医学实验室净利润情况（万元）.....	- 10 -
图表 17: 金城医学净利率水平持续提升.....	- 10 -
图表 18: 合作共建模式分类.....	- 11 -

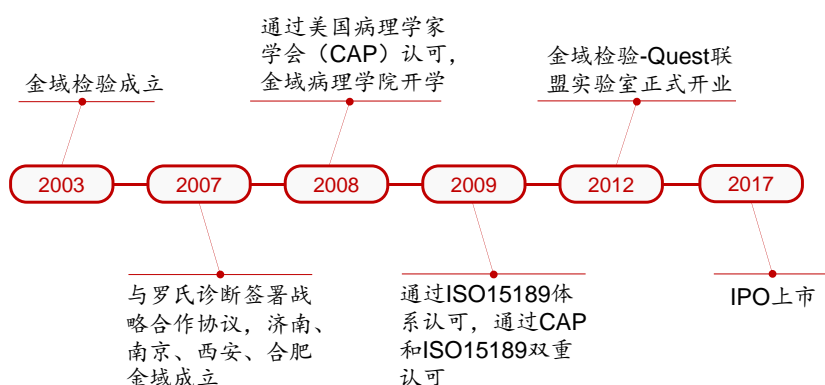
图表 19: 合作共建的区域检验中心运作模式.....	- 11 -
图表 20: 医学检验项目分级图	- 12 -
图表 21: 不同检验项目单价及毛利率对比.....	- 12 -
图表 22: 2016 年金域医学业务占比图.....	- 13 -
图表 23: 2014-2016 年公司各检验项目收入变化 (万)	- 13 -
图表 24: 2018 年金域医学员工结构	- 13 -
图表 25: 金域医学在研项目	- 13 -
图表 26: 广州医科大学金域检验学院招生数量.....	- 14 -
图表 27: 金域质谱领域检测逐步规范化.....	- 14 -
图表 28: 金域基因检验业务布局情况.....	- 15 -
图表 29: 金域拥有丰富的病理医生资源.....	- 15 -
图表 30: 金域特色亚专科.....	- 15 -
图表 31: 金域医学产品分拆预测 (单位: 百万元)	- 17 -
图表 32: 金域医学期间费用率和所得税率假设 (百万元)	- 18 -
图表 33: 可比公司估值	- 18 -
图表 34: 金域医学财务报表预测.....	- 20 -

行业东风吹，第三方医学检验龙头厚积薄发

金域医学：专注且专业的第三方医学检验龙头

- **公司是第三方医学检验的先驱。**金域医学的核心管理团队自 90 年代即积极探索医学检验外包服务在中国的运营模式，基于对于行业的深刻理解和积淀于 2003 年正式成立了广州金域医学检验，开创了国内第三方医学检验行业的先河，现已发展成为国内第三方医学检验行业规模最大、实验室数量行业领先、检验项目及技术平台最齐全的龙头企业。

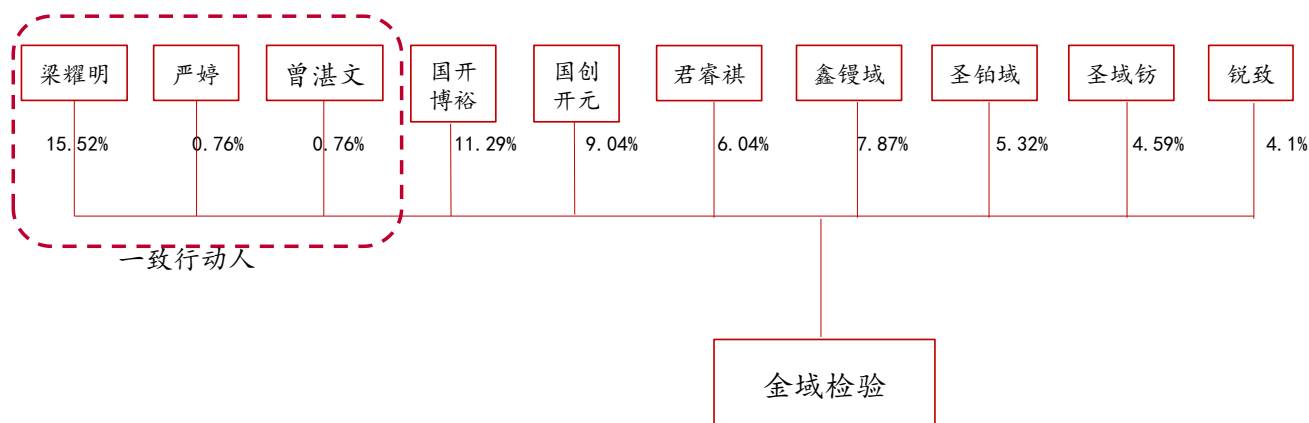
图表 1：公司业务发展历程



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **专业的管理团队奠定了公司专业化基因。**公司创始人、实控人梁耀铭先生直接持有公司 15.52%的股权，通过鑫镛域、圣铂域、圣域钊和锐致间接控制上市公司 21.88%股权。公司核心创始团队均为国内早期从事第三方医学检验及病理诊断业务的人员，核心管理团队在公司平均从业 10 年以上，具有海内外医学专业背景和丰富的实践管理经验，奠定了公司专业化基因。

图表 2：金域医学股权结构（截止 2019H1）



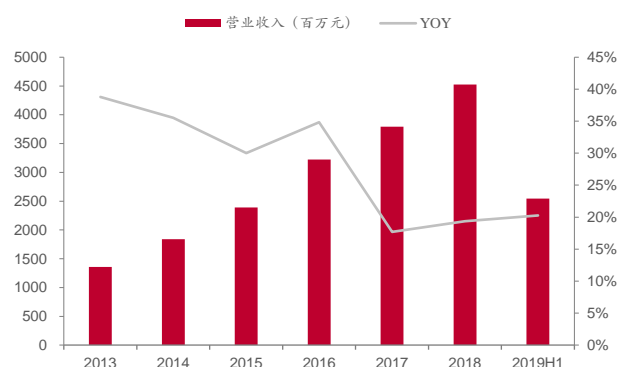
来源：公司公告，中泰证券研究所

主营聚焦医学检验服务，逐步向综合医学服务拓宽

- **主营业务集中，业绩增速稳定。**公司主要从事第三方医学检验服务业务，医学诊断服务贡献了公司 95%左右的营收。2019H1 实现营业收入 25.43

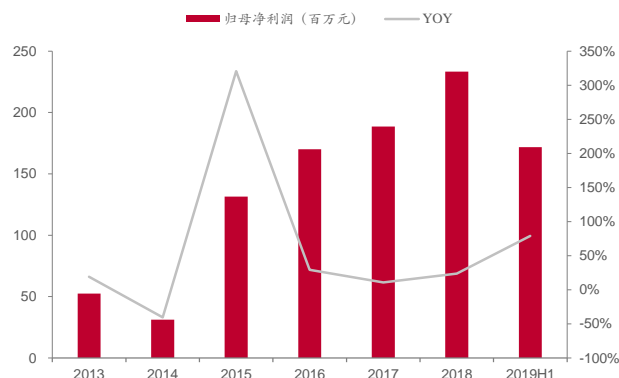
亿元,同比增长 20.26%;实现归母净利润 1.72 亿元,同比增长 78.92%。2017 年收入和利润增速较过去有所放缓主要是受到部分省市检验项目降价的影响,同时近半数实验室处于亏损期,2018 年下半年开始,随着公司实验室陆续减亏/开始盈利,公司业绩增速逐步回升,2019H1 净利率已提升至 6.8%。

图表 3: 金城医学近年营业收入



来源: Wind, 中泰证券研究所

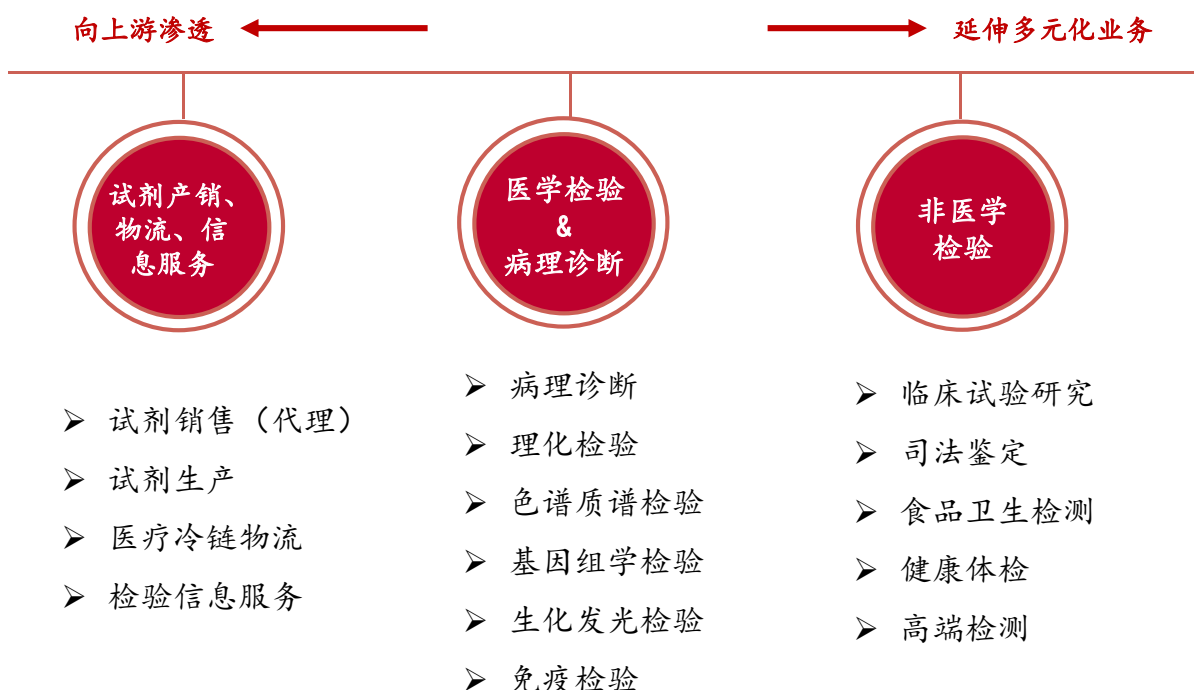
图表 4: 金城医学近年归母净利润



来源: Wind, 中泰证券研究所

- 公司正在由独立医学实验室向综合医学服务提供商转变。近年来公司相继开展检验试剂生产制造、医疗冷链物流、检验信息服务等业务,向产业上游渗透,与现有检验业务形成联动。与此同时,实验室多元化业务也在稳步发展,非医学检验项目开发达 800 余项,健康体检、司法鉴定等新业务业绩均取得大幅增长。

图表 5: 金城医学向综合医学服务提供商转变



来源: 公司招股说明书, 中泰证券研究所

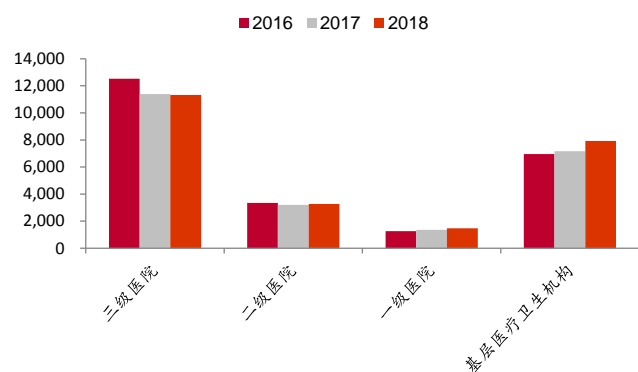
分级诊疗+医院控费, ICL 行业处于爆发前夕

- 2018 年是分级诊疗确定性进一步加强的一年，未来有望看到更多实质性进展。**各省响应国家政策，积极出台推动分级诊疗落地实施的政策，上海、浙江、新疆、青海等多个省市更是明确提出要将基层医疗机构诊疗量占比提高至 65%，分级诊疗成果初现，截止 2018 年底，94.7% 的地级以上城市开展分级诊疗试点。以北京为例，2018 年北京三级医院门急诊诊疗人次较 2017 年减少 0.59%，二级医院同比增长 1.98%，一级医院及基层医疗卫生机构分别同比增长 7.68% 和 10.71%，分级诊疗政策实施成果显著，对全国其它省市起到了带头示范作用。

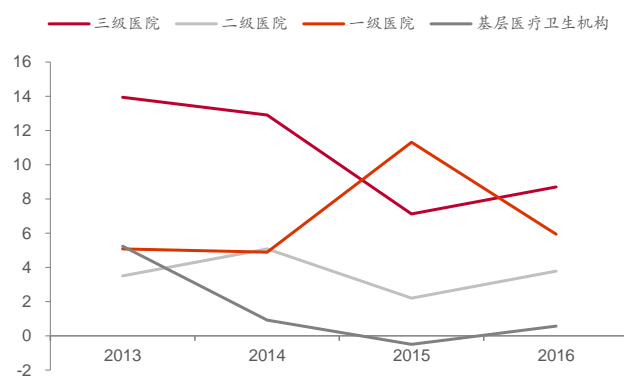
图表 6：部分省市分级诊疗政策推行情况

省份	政策	发布时间
江西	《人民政府办公厅关于推进分级诊疗制度建设的实施意见》	2016.1.1
陕西	《关于进一步推进分级诊疗工作的通知》	2016.10.20
贵州	《贵州省加快推进分级诊疗制度建设实施方案》	2016.12.30
福建	《福建省人民政府办公厅关于推进分级诊疗制度建设的实施意见》	2016.2.18
云南	《云南省人民政府办公厅关于建立完善分级诊疗制度的实施意见》	2016.2.5
湖北	《市人民政府办公厅关于印发武汉市分级诊疗工作实施方案的通知》	2016.2.7
河南	《关于推进分级诊疗制度建设的实施意见》	2016.4.27
广东	《广东省加快推进分级诊疗制度建设实施方案》	2016.5.16
青海	《青海省优化完善分级诊疗制度工作安排》	2016.5.30
浙江	《浙江省人民政府办公厅关于推进分级诊疗制度建设的实施意见》	2016.6.24
湖南	《关于推进分级诊疗制度建设的实施意见》	2016.7.19
吉林	《吉林省推进分级诊疗制度建设实施方案》	2016.7.26
内蒙古	《推进分级诊疗试点工作分工方案》	2016.7.7
四川	《关于巩固完善分级诊疗制度建设的实施意见》	2016.7.8
河北	《河北省中医药管理局关于推进分级诊疗试点工作的通知》	2016.9.23
上海	《关于本市推进分级诊疗制度建设的实施意见》	2017.1.19
黑龙江	《关于全面开展分级诊疗试点工作的通知》	2017.12.7
西藏	《自治区分级诊疗工作实施方案》	2017.3.22
甘肃	《关于进一步完善分级诊疗制度建设的补充意见》	2017.5.8
广西	《广西分级诊疗双向转诊规范(试行)》	2018.1.3
北京	《北京市分级诊疗制度建设2018-2020年度重点任务》	2018.2.28

来源：各省市卫计委，中泰证券研究所

图表 7：北京医疗机构诊疗人次变化（万人次）


来源：Wind，中泰证券研究所

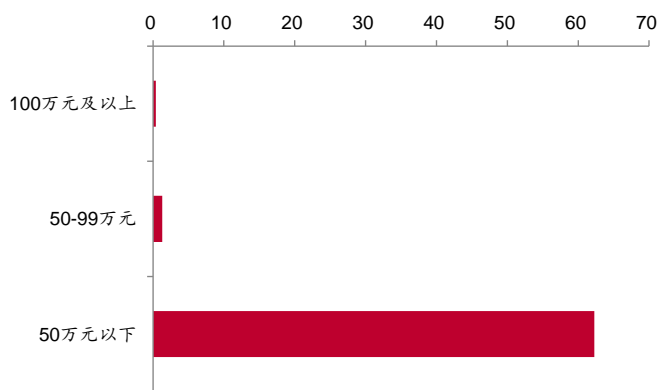
图表 8：医疗机构诊疗人次同比变化（%）


来源：Wind，中泰证券研究所

- 基层医疗机构人才匮乏、基础设施薄弱，检验样本大量外包是必然。**分

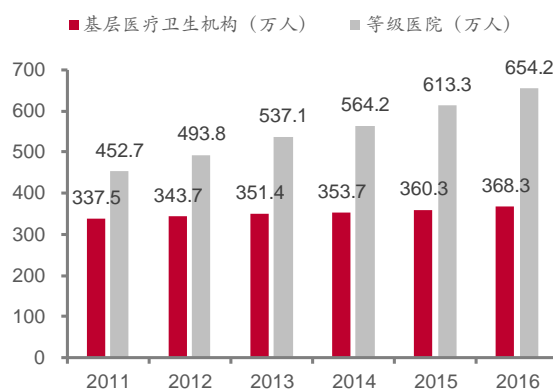
级诊疗旨在通过支付引导将患者向基层转移，然而基层医疗机构基础设施薄弱，2016年全国基层医疗机构百万元以上设备仅4000台左右，近五年基层医疗机构卫生人员数量几乎未有增长，医生人才的匮乏也导致了基层检验能力低下。面对人才与设备的缺位，基层医疗机构选择检验样本外包是必然，独立医学实验室作为基层医疗机构检验项目最好的承接者，将会迎来加速发展。

图表 9: 2016 年基层医疗卫生机构万元以上设备分布情况 (万台)



来源：卫计委统计年鉴，中泰证券研究所

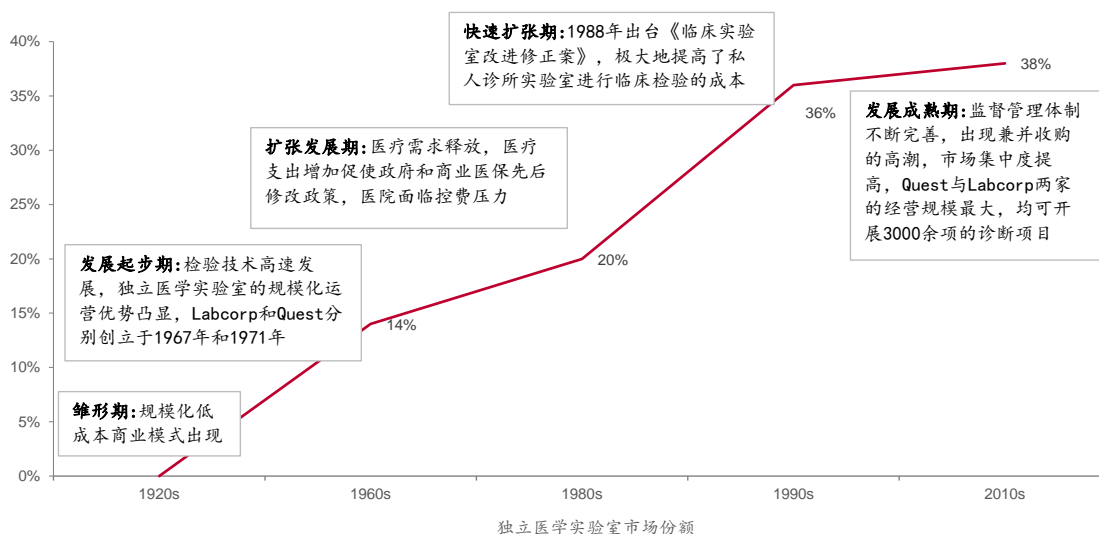
图表 10: 基层医疗卫生机构与等级医院卫生人员数量对比



来源：卫计委统计年鉴，中泰证券研究所

- **医保控费是推动检验外包率提升的关键因素。**纵观美国 ICL 发展历程，我们可以发现美国检验外包渗透率的两次快速提升均是医疗控费收紧的情况下实现的。第一次政府控费+商业医保使得外包渗透率从 14%提高至 20%；第二次更严格的检验实验室建设标准出台后使医疗机构检验成本持续上升，进一步的控费使得检验外包渗透率跃升至 36%，并在此后一直稳定在 35%-40%，可见医疗控费对检验外包率提升影响较大。我国医改背景下，继“药品零加成”之后“耗材零加成”也逐步推行，医院收入端一再承压，急需寻求成本更低、效率更高的运营方式。第三方实验室上游议价能力强、样本量大，能有效降低单次检验的成本，对于医院而言检验外包是成本最低的选择。

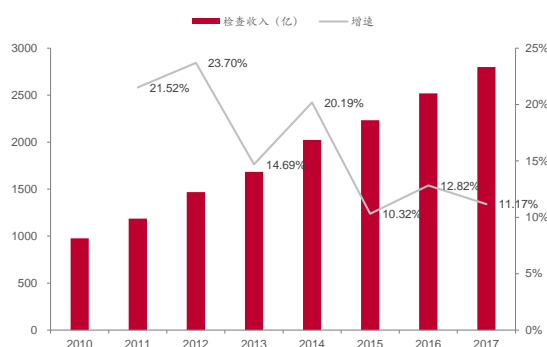
图表 11: 美国独立医学实验室发展历程



来源：迪安诊断招股说明书，中泰证券研究所

- 分级诊疗的推进叠加医院控费压力的双重作用下，检验外包渗透率有望显著提高。根据国家卫健委卫生发展研究中心研究报告，2017年全国公立医院检验市场规模达2800亿元，国内第三方医学实验室的市场规模在140亿元左右，相当于整体市场的约5%，占比仍较低，与发达国家35%以上外包渗透率有着较大差距。我们认为现阶段类似于美国的实验室发展起步阶段，假设2021年检验外包率达10%（鉴于美国在政府控费和商业保险共同发展下外包率达20%，在此仅考虑政府控费情况），由此测算出2021年我国独立医学实验室市场有望达370亿元左右。金城作为国内独立医学实验室两大龙头企业之一，将充分受益于独立医学实验室的行业爆发红利。

图表 12: 国内临床检验市场规模



来源: 卫健委, 中泰证券研究所

图表 13: 独立医学实验室市场空间测算

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
医院检验市场 (亿元)	2800	2996	3206	3430	3670
检验市场规模增速		7%	7%	7%	7%
外包率假设	5%	6.5%	8.0%	9.5%	10.0%
ICL市场规模 (亿元)	140	195	256	326	367

来源: 卫健委, 公司公告, 中泰证券研究所 (假设医院检验市场年增长率为7%)

金城深耕 ICL 多年，规模效应下净利率有望持续提升

省级实验室布局完成，多数实验室进入收获期

- 金城是国内第三方医学检验行业营业规模最大、覆盖市场网络最广、检验项目及技术平台齐全的 ICL 领导企业之一。公司目前已在全国（包括香港地区）建立了 37 家中心实验室，医疗客户超过 22000 家，服务网络覆盖全国 90% 上人口所在区域。遍布全国的连锁实验室网络使得公司更具规模效应以及检验效率，在成本、效率、服务水平等方面处于较为明显的领先地位，形成了有效的竞争壁垒，保证了公司的竞争地位。

图表 14: 国内两大 ICL 龙头企业规模对比

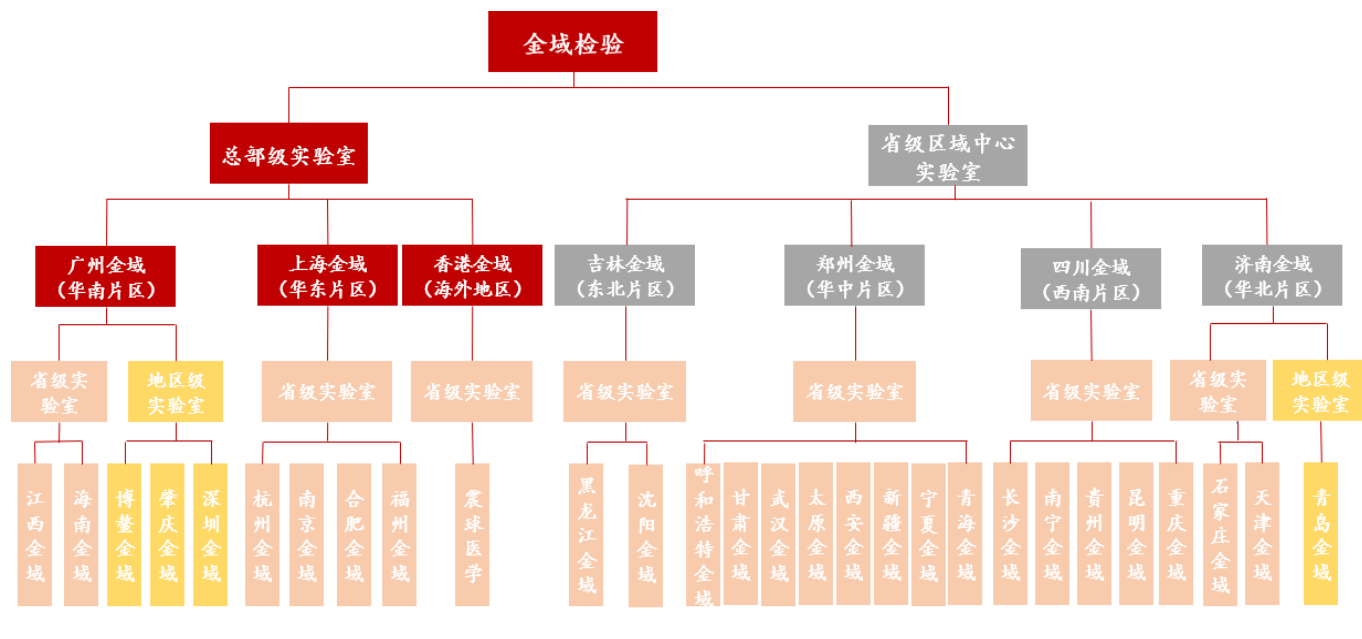
	金城检验	迪安诊断
设立时间	1994年	2001年 (2004年开始检验外包服务业务)
总部	广州	杭州
客户数	22000+	16000+
实验室数	37家 (含香港)	38家
业务领域	常规生化免疫检验、病理检验、基因组学检验等	诊断产品销售、医学检验 (病理诊断、临床检验、分子诊断)、司法鉴定、体检以及科研研发
检查项目数	2600+	2500+
战略合作	与罗氏、梅里埃、西门子-德普、雅培、QIAGEN、VIRION、赛迪等国际知名公司进行战略合作，并成为罗氏及梅里埃在中国地区新技术与新产品的合作与示范基地，牵手美国临床病理学会 (ASCP)，共建ASCP病理和医学检验教育及认证培训中心 (大中华区)	与罗氏深度绑定，同时与美国约翰·霍普金斯大学、美国司法鉴定机构NMS、美国马里兰州司法局、韩国SCL健康管理集团等多家国际知名机构达成战略合作；并与全球质谱龙头SCIEX、Agena共同设立合资公司
商业模式	服务	代理+服务
扩张速度	快速	快速

来源: 公司招股说明书, 公司公告, 中泰证券研究所

- 从组织架构上看，公司实验室级别由高到低分为总部级实验室、省级区

域中心、省级实验室和地区级实验室四类。从股权结构来看，公司旗下的实验室基本呈现扁平化结构，由公司直接持有股权，且大多数为全资控股，合资的也是处于绝对控股地位。**垂直扁平化的结构有利于公司的直接管理。**

图表 15: 金域医学实验室结构图



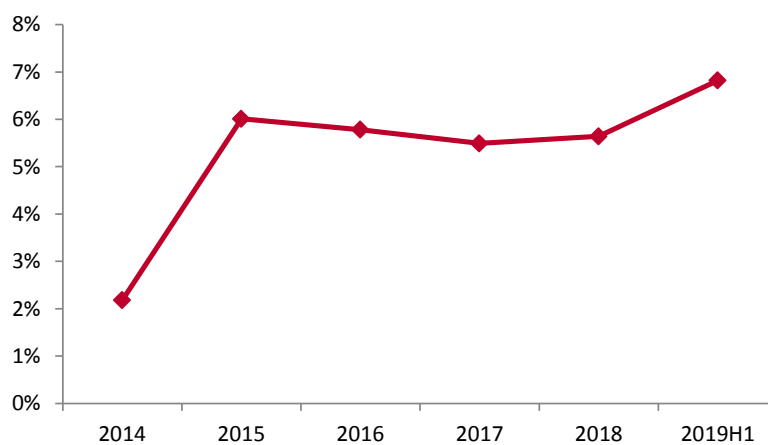
来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

- 公司已建成 37 家实验室，截止 2018 年底预计 21 家实验室实现盈利。由于各地实验室成立时间不同，当地医疗环境和条件差异很大，金域医学的盈利实验室比例在国内 ICL 行业中已经处于领先地位。
- 广州金域成立于 2003 年，是公司最大的单体实验室，贡献了公司医学检验收入近 30%，2019H1 实现营收 7.57 亿，净利润 8344 万元，净利润率为 11.02%。而四川金域和昆明金域的净利润率则分别高达 18% 和 15%。我们预计随着越来越多的亏损实验室逐步度过盈亏平衡期，公司的整体净利率水平有望从当前的 6.8% 逐渐提升至 10-15% 左右。

图表 16: 2016 年金域医学实验室净利润情况 (万元)

2016年各实验室净利润 (万元)		数量
>3000万	广州金域 (2003)、郑州金域 (2008)、四川金域 (2010)、昆明金域 (2008)	4
2000~3000万	上海金域 (2011)	1
1000~2000万	贵州金域 (2010)、长沙金域 (2010)、重庆金域 (2011)、广西金域 (2011)	4
0~1000万	南京金域 (2007)、西安金域 (2007)、福州金域 (2009)、合肥金域 (2007)、吉林金域 (2009)、青岛金域-2010 (2014收购)、沈阳金域 (2011)、黑龙江金域 (2015)、济南金域 (2007)、石家庄金域-2008 (2013收购)、太原金域-2008 (2013收购)	11
未盈利	博鳌金域 (2016)、肇庆金域 (2015)、震球医学-1988 (2016收购)、深圳金域 (2015)、新疆金域 (2016)、天津金域 (2010)、杭州金域-2005 (2010收购)、金至检测 (2014)、海南金域 (2014)、呼和浩特金域 (2015)、武汉金域 (2015)、甘肃金域 (2015)、江西金域 (2015)、香港金域 (2014)	14

来源: 公司招股说明书, 中泰证券研究所 (括号内为成立时间)

图表 17: 金域医学净利率水平持续提升


来源: wind, 中泰证券研究所

积极推进合作共建, 加强客户粘性

- 合作共建实现医院与第三方实验室的双赢。**合作共建是指在医院实验室人、财、物所有权不变的前提下, 公司和医院达成合作协议, 对医院实验室的人员、设备、试剂、项目等提供全方位管理建议并协助实施, 包括提供检验外包服务、管理咨询服务、试剂及设备销售或集中采购等各类服务。对于医院方, 合作共建能有效提升医院实验室诊断技术水平、质量管理水平、降低运营成本; 对于公司而言, 合作共建是对原有检验科外包业务的内向延伸, 实现了对下游医院的深度绑定。

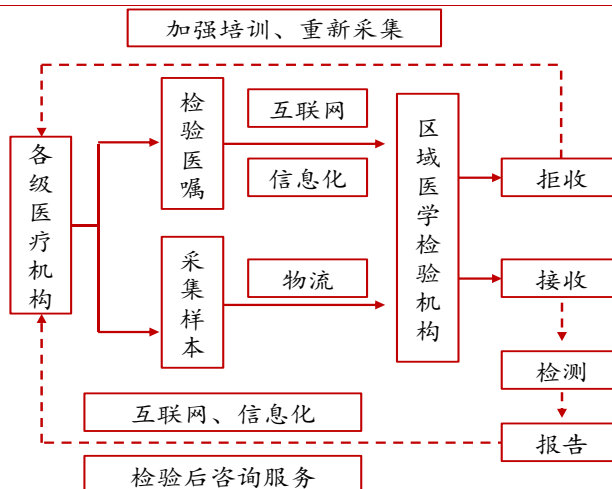
图表 18: 合作共建模式分类

公立/民营	模式	思路
基于事业单位	总院-分院模式	分院把样本拿给总院做
	以县级医院为中心的模式	蓬莱市第二人民医院的区域检验模式: 该院联合下辖的3个卫生院和17个卫生室, 检验标本收集后统一送至蓬莱二院检验科进行检验。
	公立医学检验所	常熟市医学检验所, 属于专业服务类全民事业单位, 是常熟市卫生局直属医疗机构。目前共有5家市级医疗单位、33个乡镇卫生院、7家民营医疗单位、计生委和公安局等进行合作。
基于第三方实验室	第三方实验室模式	将医院不能做的或不愿做的检验项目外送至第三方实验室进行检验, 大部分以非常规项目为主。如郑州市巩义县, 与金域合作共建区域检验中心, 承接以县人民医院为龙头, 包括21个乡镇卫生院、近300家村卫生室在内的医联体的检验样本
	分包模式	承接数个医院的一部分检验项目

来源: 中国知网, 公司官网, 中泰证券研究所

- 2018年6月, 国家卫健委医政医管局发布《关于进一步改革完善医疗机构、医师审批工作的通知》, 鼓励社会资本参与公立医院改革、发展第三方服务, 检验科委托承包得到认可。合作共建在不影响产权这一敏感问题的条件下, 实现了医院所有权和经营权的有效分离, 已成为第三方医学实验室与医院检验科较理想的结合方式。在西班牙、澳洲、美国等第三方医学实验室发展较为先进的国家, 合作共建模式已经取得可观的成果, 其中西班牙企业 Labco 合作共建模式带来的收入已经占其独立医学实验室整体收入的40%。
- 合作共建强化客户粘性。金域的合作共建业务始于2015年, 首个合作项目是在广州市从化区, 以南方医科大学第五附属医院和市中医医院为上级医院, 分别与从化12个基层医疗机构组建了2个医联体, 确立了以从化金域医学检验中心为医联体的区域性医学检验中心, 所有医疗机构成员分别与检验中心签约, 以实现区域医学检验资源共享。截止到2018年底, 公司合作共建收入规模预计超过5亿元, 且逐渐向三级以上医院渗透, 考虑到合作共建合同期限通常在5年以上, 且和终端深度绑定, 有助于公司客户粘性的提高, 从而进一步提升公司竞争力。

图表 19: 合作共建的区域检验中心运作模式



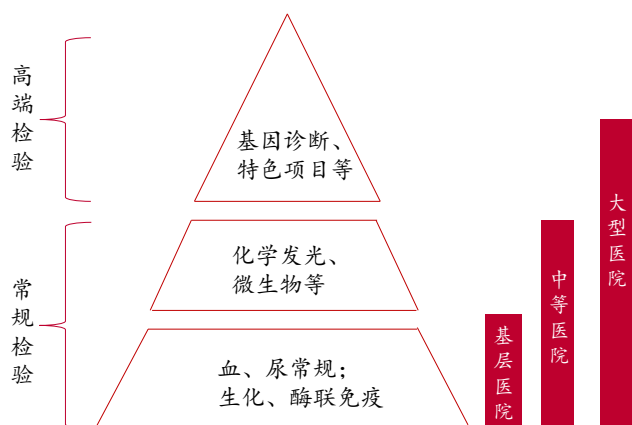
来源: 中华临床实验室管理电子杂志, 中泰证券研究所

深度布局特检项目，技术领先构筑差异化优势

高壁垒、高毛利，特检项目成为 ICL 核心竞争力的体现

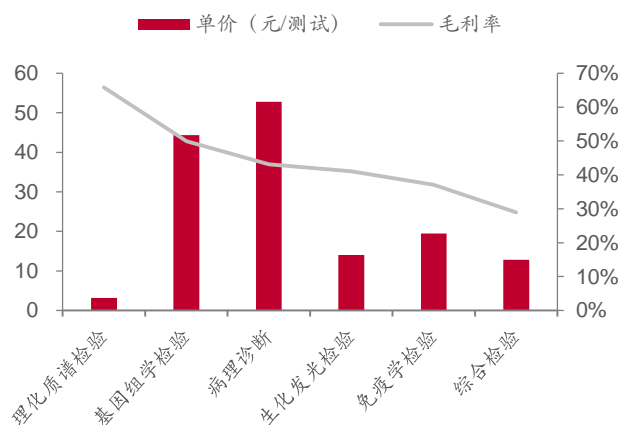
- 医学检验按临床应用频率及应用范围划分，可分为常规检验和高端检验两类。常规如生化检验、免疫学检验等无论在大型三甲医院还是基层医疗机构均已应用广泛；而高端检验需结合多种检验技术手段，对检验设备、试剂和检验人员的经验、操作技术水平都提出了较高的要求。由于技术发展成熟、应用广泛，常规检验成本持续降低，医院更倾向于在院内进行，未来流出院外的样本可能更集中在高端检验项目。
- 从毛利率角度看，高端检验将带来更高的盈利空间。对比各检验项目毛利率，质谱检验和基因检测类的毛利率最高，分别达到 66%和 50%，病理诊断和生化发光检验的毛利率均在 40%以上，技术要求相对较低的免疫学检验和综合检验的毛利率也相对较低。
- 我们认为 ICL 企业持续加码高端项目的布局，一方面能在常规检验的存量市场之外提升竞争力，抢夺高端检验的增量市场；另一方面可以保持较高的盈利能力，缓解检验项目降价带来的冲击。

图表 20：医学检验项目分级图



来源：中泰证券研究所

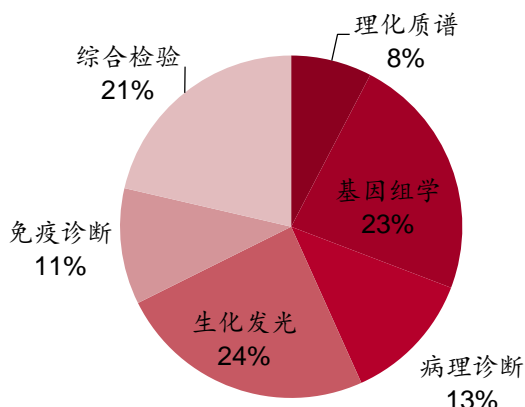
图表 21：不同检验项目单价及毛利率对比



来源：公司招股说明书, 中泰证券研究所

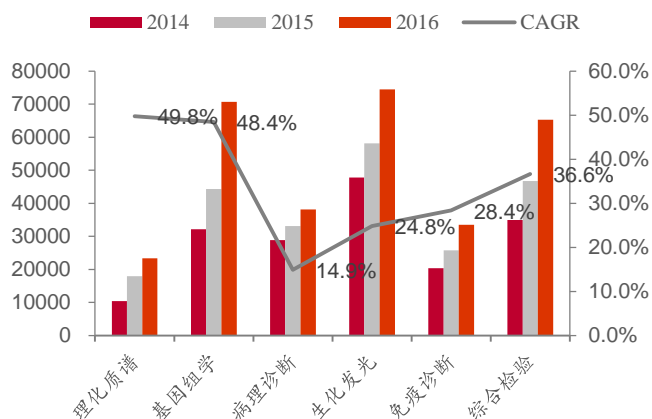
- 公司检验项目布局全面，特检进入高增长通道。据公司招股说明书披露，2016 年高端检验如基因组学、理化质谱检验（理化检验与质谱检验合并统计）、病理诊断的收入占比分别为 23%、8%和 13%，其中理化质谱与基因组学发展迅速，2014 至 2016 收入年均复合增速接近 50%。随着公司持续深入布局高端检验技术平台和人才配置，预计质谱和基因组学将继续保持高速增长，成为公司未来几年的发展驱动力。

图表 22: 2016 年金域医学业务占比图



来源: 公司招股说明书, 中泰证券研究所

图表 23: 2014-2016 年公司各检验项目收入变化(万)

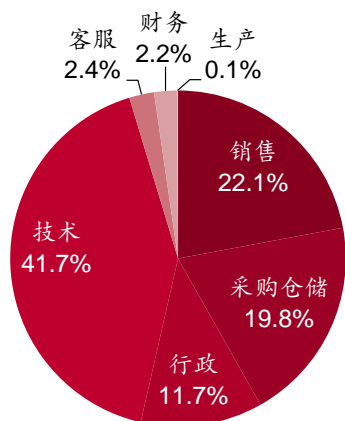


来源: 公司招股说明书, 中泰证券研究所

自研+合作, 持续加码高端检验项目

- 作为行业领跑者, 金域坚持走科技创新之路。公司通过自研与合作并进的方式, 持续布局高端检验, 夯实现有技术优势, 发展先进的检验技术和全新的检验项目是公司在行业内维持核心竞争力的关键。
- 高精尖人才梯队彰显公司软实力。身处专业壁垒高、技术更新快的医学检验行业, 专业检验人才的储备体现了公司的软实力, 目前技术人员数量约占公司总员工数的 42%。公司建立了博士后科研工作站, 联合高校培养高端技术人才, 引进了多名权威机构的海外学者、专业担任学科带头人。现有研发人员 910 人, 其中受高等教育的员工占比达 83%。

图表 24: 2018 年金域医学员工结构



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 25: 金域医学在研项目

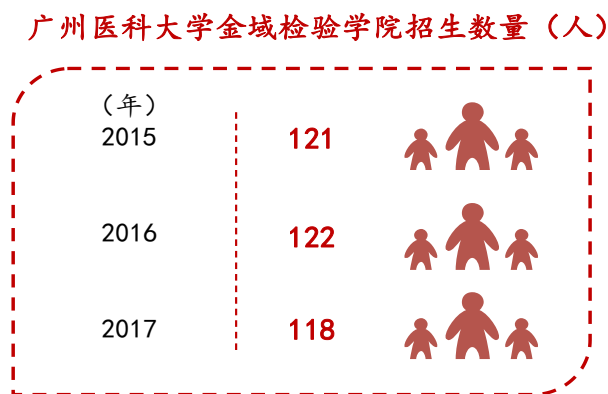
- A ctDNA 肿瘤套餐高通量检测在肠癌靶向药物治疗及监测中的应用
- B 色谱质谱技术系列检验项目的临床应用研究
- C 围绕数字化技术的病理诊断项目建设
- D 检验试剂研发项目: 肺癌、肠癌、遗传代谢病
- E 国际标准生物数据库及标本库的建立

来源: 公司招股说明书, 中泰证券研究所

- 产学研一体化, 质谱检验高速发展。公司早在 2005 年就率先建设了临床质谱检测中心, 2013 年公司与广州医科大学创新协作成立金域检验学院, 开设国内首门“临床色谱质谱检验技术”课程, 为公司输送专业人才, 实现产学研一体化。目前公司具有质谱检验能力的实验室有 20 家, 可提供 70 余项检测项目, 覆盖新生儿筛查、营养物质检测、药物浓度监测等领域, 年检测量超过 300 万例, 并与国际巨头 QUEST 及 Thermo

Fisher 公司密切合作，引进高分辨质谱检测平台，拓展蛋白组学临床转化与应用研究，进一步提升服务能力与范围。持续不断的质量追求回馈的是高增长的业绩，2014-2016 年公司理化、质谱合计收入 CAGR 高达 50%。随着公司技术积淀逐渐兑现，预计未来几年质谱检验收入仍将保持高增长。

图表 26: 广州医科大学金城检验学院招生数量



来源: 公司官网, 中泰证券研究所

图表 27: 金城质谱领域检测逐步规范化



来源: 公司官网, 中泰证券研究所

- 除了丰富的内部自研项目和健全的人才培养机制为公司输送新鲜血液, 公司也不断加强与细分领域专业团队的深度合作, 提升公司竞争力, 尤其是**基因检验与病理诊断**两大业务板块, 未来强强联手的放大效应已初步显现:

➢ **基因组学: 瞄准优生优育和肿瘤基因测序两大高潜力细分领域, 成长空间广阔, 成为公司的业绩新引擎。**基因组学是公司第二大检验服务板块, 2017 年收入同比增速 47% 以上, 毛利率接近 50%, 是仅次于理化质谱的毛利率第二高业务。目前公司获临床基因检验技术资格的实验室 29 家, 已形成集分子遗传、分子病理、生物信息、分子细胞遗传、细胞遗传和宏基因组为一体的综合性临床服务中心, 提供贯穿疾病全过程及生命全周期的检测服务; 外部协作方面, 公司与“NIPT 之父”卢煜明教授及其团队达成协议, 三期共计投入 1.5 亿元收购其成立的 DRA 公司 50% 股权, 提升公司在高端无创产前检测领域的影响力; 同时, 公司与全球基因测序巨头 Illumina 达成合作, 将在 Illumina 基因测序平台的基础上合作开发一款整合的 NGS 系统用于分子肿瘤及遗传性肿瘤检测; 2019 年 1 月, 公司与美国癌症基因组学领域领导者 PGDx 结成战略伙伴, 开发一套有注册牌照的、用于组织和液体活检的产品, 可以为肿瘤医生和患者在作出关键的治疗决策时提供信息为公司切入千亿级肿瘤临床市场奠定基础。

图表 28: 金城基因检验业务布局情况



来源：公司官网，中泰证券研究所

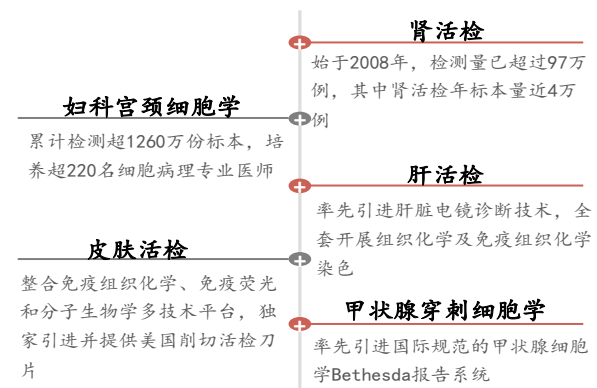
- **病理诊断：核心医生资源丰富，围绕特色亚专科打造和远程数字化，积极引进先进技术和专家力量。**病理诊断作为临床诊断“金标准”，需要有经验丰富的病理医生根据标本切片进行主观判断，并提供病理诊断结果，因而对医生资质要求较高。公司储备了大量优质医生资源，拥有近600名国内外病理医生，约占全国病理医生总数的4%，领先于行业其他竞争对手。此外，公司逐步发展了分子病理、细胞病理、肾脏病理、肝脏病理、皮肤病理、法医病理等组织解剖病理特色亚专科，致力于提供亚专科化诊断。2018年公司年病理标本总量超过1000万例，其中组织活检200多万例，承接全国“两癌”普查项目标本总计2500万例；外部协作方面，与美国克利夫兰医疗中心（CCF）、美国匹兹堡大学医疗中心（UPMC）以及国内外著名医院病理科专家分别合作建立了“远程数字化病理会诊中心”，为临床医生和患者提供国内领先、国际一流的病理诊断服务。

图表 29: 金城拥有丰富的病理医生资源



来源：公司官网，中泰证券研究所

图表 30: 金城特色亚专科



来源：公司官网，中泰证券研究所

盈利预测与估值

盈利预测

- 我们预计 2019-21 年公司收入 54.71、65.90、79.11 亿元，同比增长 20.90%、20.44%、20.06%，归属母公司净利润 3.42、4.57、6.09 亿元，同比增长 46.47%、33.74%、33.16%，对应 EPS 为 0.75、1.00、1.33。
- 假设一：公司营业税金及附加占营业收入百分比不变；
- 假设二：公司各项业务毛利率变化趋势大致相同，医学诊断服务考虑实验室逐步进入盈亏平衡期，规模效应带来成本下降，毛利率有望逐步提升；销售诊断产品由于业务规模尚小，竞争较为激烈，毛利率小幅下滑；健康体检业务和冷链物流业务逐渐规模化运营，毛利率有所上升；整体毛利率受占比最大的医学诊断服务毛利率上升呈现微幅向上的趋势。
- 对期间费用和所得税的假设：
 - 销售费用率方面，随着各地实验室陆续开始运营并盈利，公司收入大幅上升的同时，销售费用率有望缓慢下降。
 - 管理费用率方面，公司独立医学实验室在全国省级布局基本完成，后续主要针对区域/县级市场，对运营和管理的要求增加，同时公司在上游端布局多种高壁垒项目，未来研发费用仍将持续上升，因此管理费用逐年上升，但是由于收入增加加快，整体管理费用率有望微幅下降。
 - 财务费用率：在不考虑公司未来可能的投资情况下，由于公司经营性现金持续增加，利息收入增加的同时财务费用有望逐渐下降。
 - 所得税：我们假定未来三年将保持在 20.38%。

图表 31: 金城医学产品分拆预测 (单位: 百万元)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
医学诊断服务										
收入	939.35	1300.46	1744.98	2260.48	3054.84	3589.35	4235.30	5012.44	5917.42	6968.97
YOY		38.44%	34.18%	29.54%	35.14%	17.50%	18.00%	18.35%	18.05%	17.77%
%总收入	96.13%	95.90%	94.95%	94.61%	94.82%	94.66%	93.59%	91.62%	89.80%	88.09%
毛利	368.99	572.69	802.44	1034.19	1290.7	1462.52	1617.46	1924.78	2290.04	2717.90
%总毛利	95.76%	95.87%	96.11%	94.25%	94.61%	94.18%	92.05%	89.93%	87.98%	86.24%
毛利率(%)	39.28%	44.04%	45.99%	45.75%	42.25%	40.75%	38.19%	38.40%	38.70%	39.00%
销售诊断产品										
收入						49.27	80.37	132.62	198.92	288.44
YOY						-10.47%	63.13%	65.00%	50.00%	45.00%
毛利						17.62	29.30	47.74	70.62	100.95
毛利率(%)						35.76%	36.45%	36.00%	35.50%	35.00%
健康体检业务										
收入						43.30	75.63	136.13	217.81	315.83
YOY						53.54%	74.67%	80.00%	60.00%	45.00%
毛利						23.18	44.24	80.32	129.60	189.50
毛利率(%)						53.53%	58.49%	59.00%	59.50%	60.00%
冷链物流业务										
收入						9.96	17.54	52.62	94.72	151.55
YOY						483.57%	76.10%	200.00%	80.00%	60.00%
毛利						1.95	4.74	14.73	26.52	42.43
毛利率(%)						19.58%	27.00%	28.00%	28.00%	28.00%
其他业务										
收入	37.84	55.6	92.88	128.9	166.74	99.83	116.42	137.37	160.72	186.44
YOY		46.93%	67.05%	38.78%	29.36%	20.00%	16.61%	18.00%	17.00%	16.00%
%总收入	3.87%	4.10%	5.05%	5.39%	5.18%	2.63%	2.57%	2.51%	2.44%	2.36%
毛利	16.35	24.64	32.5	63.12	73.58	47.66	61.36	72.81	85.99	100.68
%总毛利	4.24%	4.13%	3.89%	5.75%	5.39%	3.07%	3.49%	3.40%	3.30%	3.19%
毛利率(%)	43.21%	44.32%	34.99%	48.97%	44.13%	47.74%	52.71%	53.00%	53.50%	54.00%
总收入										
收入	977.2	1,356.1	1,837.9	2,389.4	3,221.6	3,791.7	4,525.26	5,471.2	6,589.6	7,911.2
YOY		38.77%	35.53%	30.01%	29.74%	17.70%	19.35%	20.90%	20.44%	20.06%
总毛利	385.34	597.33	834.94	1,097.31	1,364.28	1,552.93	1,757.09	2,140.38	2,602.76	3,151.46
毛利率(%)	39.43%	44.05%	45.43%	45.92%	42.35%	40.96%	38.83%	39.12%	39.50%	39.84%

来源: wind, 中泰证券研究所

图表 32: 金城医学期间费用率和所得税率假设 (百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售费用	589.03	635.82	701.33	820.68	975.26	1147.13
销售费用率%	18.28%	16.77%	15.50%	15.00%	14.80%	14.50%
管理费用	543.13	393.13	441.74	519.76	612.83	712.01
管理费用率%	16.86%	10.37%	9.76%	9.50%	9.30%	9.00%
财务费用	29.10	33.19	30.47	21.99	16.55	8.92
财务费用率%	0.90%	0.88%	0.67%	0.40%	0.25%	0.11%
所得税	44.51	63.72	65.38	95.76	128.07	170.54
所得税率%	1.38%	1.68%	1.44%	1.75%	1.94%	2.16%

来源: 公司招股说明书, 公司年报, 中泰证券研究所

投资建议

- 我们选取 A 股医疗服务型企业作为可比公司, 平均估值 5.8X2019PE, 44X2020PE, 其中迪安诊断业务和公司最相似, 但迪安业务中有 60% 的产品代理, 因此综合估值低一些, 其余医疗服务型企业爱尔眼科、通策医疗由于运营壁垒较高, 可以给予更高的估值溢价。目前公司股价对应 2020 年 51 倍 PE, 考虑到第三方检测行业景气度高, 高壁垒下小企业陆续出清, 公司作为行业龙头有望直接受益行业快速发展, 同时实验室进入收获期有望带来净利率的提升, 我们认为 2020 年公司合理估值区间为 55-60 倍, 合理价格区间为 55-60 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表 33: 可比公司估值

股票代码	公司名称	营收 (2018)	近3年营收 CAGR(%)	净利润 (2018)	近3年净利润 CAGR(%)	净利率	PE(2019)	PE(2020)	PE(2021)	总市值
300244	迪安诊断	6,966.86	55.35	588.46	30.52	8.4%	27.6	22.1	17.9	137.2
300015	爱尔眼科	8,008.57	36.26	1,065.85	33.08	13.3%	78.2	59.3	45.2	1,058.5
600763	通策医疗	1,546.04	26.58	359.20	19.94	23.2%	67.7	51.8	40.2	319.5
平均值							57.9	44.4	34.4	
603882	金城医学	4,525.25	23.72	255.39	21.08	5.6%	68.1	50.9	38.2	232.6

来源: wind (截止至 2019 年 9 月 2 日, 营收利润单位为百万元, 市值单位为亿元), 中泰证券研究所

风险提示

- 实验室盈利时间不达预期风险。**从历史数据来看, 公司实验室实现盈利的时间在 1-4 年不等, 虽然公司运营能力逐渐提高, 但是不同区域医院及检验外包意愿不同, 导致部分区域检验所实现盈利时间延长。
- 质量控制风险。**独立医学实验室作为第三方诊断服务机构, 高质量的诊断服务是客户选择合作伙伴与公司获取持续业务增长的重要因素。一旦出现诊断服务质量问题, 既关系到检验结果能否真实客观地反映患者病情, 使公司的公信力受到较大损害, 也将对公司的正常经营造成不利影响, 从而直接影响公司的品牌形象与市场竞争力。
- 应收账款管理风险。**公司业务处在快速增长阶段, 随竞争加剧公司的新

业务模式推陈出新，均有可能导致客户结算周期延长，应收账款数量增加有可能存在坏账的风险。

图表 34: 金城医学财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2385	3169	4052	5097	营业收入	4525	5471	6590	7911
现金	842	1303	1777	2337	营业成本	2768	3331	3987	4760
应收账款	1328	1619	1981	2417	营业税金及附加	6	8	9	11
其他应收款	46	57	68	82	营业费用	701	821	975	1147
预付账款	10	12	14	17	管理费用	442	520	613	712
存货	128	147	180	212	财务费用	30	22	17	9
其他流动资产	31	31	31	31	资产减值损失	15	15	15	15
非流动资产	1572	1367	1161	954	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	82	82	82	82	投资净收益	-2	-2	-2	-2
固定资产	1148	971	791	609	营业利润	312	461	620	828
无形资产	96	89	82	75	营业外收入	12	12	12	12
其他非流动资产	246	224	205	187	营业外支出	3	3	3	3
资产总计	3957	4536	5213	6051	利润总额	321	470	628	837
流动负债	1461	1701	1937	2206	所得税	65	96	128	171
短期借款	0	50	50	50	净利润	255	374	500	666
应付账款	958	1137	1370	1630	少数股东损益	22	32	43	58
其他流动负债	502	514	517	526	归属母公司净利润	233	342	457	609
非流动负债	541	556	564	559	EBITDA	607	721	874	1075
长期借款	499	509	519	514	EPS (元)	0.51	0.75	1.00	1.33
其他非流动负债	42	47	45	45					
负债合计	2002	2257	2501	2765	主要财务比率				
少数股东权益	50	83	126	183	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
股本	458	458	458	458	成长能力				
资本公积	841	841	841	841	营业收入	19.3%	20.9%	20.4%	20.1%
留存收益	605	898	1286	1803	营业利润	18.8%	47.8%	34.4%	33.6%
归属母公司股东权益	1905	2197	2586	3103	归属于母公司净利润	23.8%	46.5%	33.7%	33.2%
负债和股东权益	3957	4536	5213	6051	获利能力				
					毛利率(%)	38.8%	39.1%	39.5%	39.8%
					净利率(%)	5.2%	6.2%	6.9%	7.7%
					ROE(%)	12.2%	15.6%	17.7%	19.6%
					ROIC(%)	14.4%	21.4%	29.0%	38.2%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	50.6%	49.7%	48.0%	45.7%
					净负债比率(%)	37.26%	35.71%	32.61%	29.33%
					流动比率	1.63	1.86	2.09	2.31
					速动比率	1.55	1.78	2.00	2.21
					营运能力				
					总资产周转率	1.24	1.29	1.35	1.40
					应收账款周转率	4	4	4	3
					应付账款周转率	3.24	3.18	3.18	3.17
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.51	0.75	1.00	1.33
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.16	1.14	1.31	1.56
					每股净资产(最新摊薄)	4.16	4.80	5.65	6.78
					估值比率				
					P/E	99.69	68.07	50.90	38.22
					P/B	12.21	10.59	9.00	7.50
					EVEBITDA	38	32	26	21

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	530	524	599	716
净利润	255	374	500	666
折旧摊销	264	238	238	239
财务费用	30	22	17	9
投资损失	2	2	2	2
营运资金变动	-50	-128	-168	-214
其他经营现金流	27	16	10	14
投资活动现金流	-443	-51	-51	-51
资本支出	346	0	0	0
长期投资	89	0	0	0
其他投资现金流	-8	-51	-51	-51
筹资活动现金流	103	-12	-75	-105
短期借款	-40	50	0	0
长期借款	-38	10	10	-5
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	7	0	0	0
其他筹资现金流	174	-72	-85	-100
现金净增加额	191	461	474	560

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 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“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。