

金域医学 (603882)

进入第一轮良性迭代阶段的 ICL 标杆企业

—金域医学动态报告

动态研究报告/医药行业

2019 年 09 月 27 日

报告摘要:

● 本报告试图解决: 从哪些角度评估金域医学的发展空间?

我们认为作为我国第三方医检领域的标杆企业, 金域医学在目前政策多变的环境面临有机遇、也有挑战。这也是当下公司业绩高增长之时, 投资者对其短中期增长确定性和长期空间的疑惑。本篇报告从以下角度去评估, 希望对投资者理解检验外包行业及龙头公司金域医学的发展空间有些许助益:

- 1) 医疗检验外包行业机遇与挑战并存, 金域医学能否持续拓展全国网络布局, 以达到真正提升上下游的议价能力?
- 2) 公司的业绩拐点是否已经来临, 净利率是否还有提升空间? 这是个大趋势的起点, 还是短期的昙花一现?
- 3) 公司的长期发展空间有多大, 要通过何种路径抵达?

● 行业逻辑: 检验外包行业的量价分析揭示行业的真实现状

我们认为, 技术迭代 (平均价格) * 外包率 (量) = 连锁化检验外包市场蛋糕的大小。从需求和供给两方面分析, 显示技术迭代对检验市场起着更主要的作用, 而外包率的提升奠定了行业持续扩容的量的基础。

1) 需求端, 检验项目迭代升级奠定市场增长基础。

检验服务收入 = 人均单价 * 诊疗人次, 2012-2018 年的数据分析显示, 检验服务收入、诊疗人次、人均单价的复合增速分别为 13.6%、5.9%、7.3%, 由此我们认为过去 7 年医院端检验服务的收入增速中人均单价增加的权重贡献更大。我们假设过度检验的情况有望得到缓解、医疗保障水平的持续提升导致就诊率有望保持 3% 以上的稳定增长、高端检验占比有望持续提升, 由此估计未来 3 年, 检验服务市场有望保持 12% 以上的复合增速。

2) 供给端: 渗透率提升奠定连锁化 ICL 高于检验市场增速基础。我国检验外包行业渗透率持续提升奠定了当前增速在 20% 左右、远高于检验市场增速, 同时考虑渗透率提升空间较大, 美国 ICL 渗透率约 35%, 领军企业 Quest、LabCorp 分别达到 8.3%、7.6%; 而我国渗透率不到 8% (但是平均每年以略小于 1.0pct 的速度提升), 领军企业金域医学、迪安诊断在检查收入中的渗透率仅为 2.7%、1.5% 左右。随着医保控费、DRGs 等政策的推进, 外包率的进一步提升确定性增加, 奠定了检验外包市场增长量的基础。

3) 规模性和技术迭代能力奠定连锁化 ICL 龙头的竞争优势地位。第三方医检的行业壁垒主要体现在成本控制、技术水平、布局时机。一旦集中度提升到某个水平 (例如 CR3 超过 50%)、行业竞争格局就基本形成。金域医学、迪安诊断、艾迪康市占率合计约为 70%, 具备较强的成本优势和先发优势; 在检验需求市场受 DRGs 等政策影响下、过度检验得到抑制, 我们认为特检项目对于连锁化 ICL 的竞争力评估中可能占据更高的权重。

● 公司逻辑: 全国实验室网络初步形成, 进入第一轮良性迭代阶段

1) 短期: 实验室扭亏为盈带来净利率提升。业绩拐点的驱动因素主要是成熟实验室持续贡献业绩增量, 其中体量最大的广州金域净利润增速均在 30% 以上; 以及新建实验室逐渐步入正轨, 特别是 2014-2016 年自建的 11 家实验室有望在 2019-2021 年集中实现盈利、释放业绩, 净利率显著提升。同时, 由于大额资本支出节奏放缓、新旧实验室扭亏或减亏, 2018 年企业自由现金流开始转正。

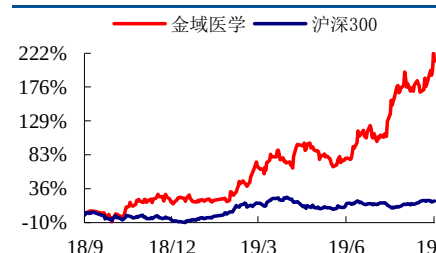
谨慎推荐 维持评级

当前价格: 54.8 元

交易数据 2019-9-26

近 12 个月最高/最低 (元)	57.56/16.23
总股本 (百万股)	458
流通股本 (百万股)	280
流通股比例 (%)	61.07
总市值 (亿元)	251
流通市值 (亿元)	153

该股与沪深 300 走势比较



资料来源: Wind, 民生证券研究院

分析师: 孙建

执业证号: S0100519020002
电话: 021-60876703
邮箱: sunjian@mszq.com

研究助理: 谭紫媚

执业证号: S0100119060028
电话: 021-60876703
邮箱: tanzimei@mszq.com

相关研究

1. 金域医学 (603882): 利润增速快于收入, 重视高质量发展, 看好特检

通过与金域医学单体子实验室 12% 以上的净利率水平、Quest、LabCorp、迪安诊断等同行企业 10% 左右的净利率水平相比，我们认为金域医学的净利率有 4 个百分点以上的提升空间；同时结合对公司营业成本和期间费用结构的分析，我们认为其净利率提升的可能性较大。

2) 中长期：检验项目的持续迭代能力奠定业绩持续增长的基础。当前公司的渗透率和净利率双低，净利润至少还有 4 倍的提升空间；净利润除了存量空间的提升外，还有望享受每年 10% 以上的检验市场增速。

关于存量和增量空间的探索，公司坚定“顶天立地”的发展路径：在等级医院主要以特检项目为入口，以人才和技术为重、持续进行项目创新；在基层医疗机构以普检为主，探索合作共建模式，导流优质基层检验样本。

● 盈利预测与投资建议

基于公司核心业务板块的分析，我们预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.77、1.03、1.34 元，按 2019 年 9 月 26 日收盘价对应 2020 年 53 倍 PE，参考可比公司估值、公司行业龙头地位以及处于业务拓展拐点期，我们给予其 2020 年 60 倍 PE，维持“谨慎推荐”评级。

● 风险提示

政策变动的风险、市场竞争日趋激烈的风险、技术创新压力逐步加大的风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	4,525	5,492	6,725	8,267
增长率（%）	19.3%	21.4%	22.4%	22.9%
归属母公司股东净利润（百万元）	233	354	473	620
增长率（%）	23.8%	51.5%	33.9%	30.9%
每股收益（元）	0.51	0.77	1.03	1.34
PE（现价）	109.0	71.2	53.4	40.9
PB	13.4	10.9	8.9	7.3

资料来源：公司公告、民生证券研究院

目录

一、从哪些角度评估金城医学的发展空间？	4
二、检验外包行业的量价分析揭示行业的真实现状	4
(一) 需求端：检验项目迭代升级奠定市场增长基础	4
(二) 供给端：渗透率提升奠定连锁化 ICL 高于检验市场增速基础	6
(三) 规模性和技术迭代能力奠定连锁化 ICL 龙头的竞争优势地位	7
三、金城医学：全国实验室网络初步形成，进入第一轮良性迭代阶段	8
(一) 短期：实验室扭亏为盈带来净利率提升	8
(二) 中长期：检验项目的持续迭代能力奠定业绩持续增长基础	11
1. 普检：探索合作共建模式，导流优质基层检验样本	11
2. 特检：项目升级是永恒主题，人才和技术为核心造血源	12
四、盈利预测及投资建议	14
五、风险提示	14
插图目录	17
表格目录	17

一、从哪些角度评估金域医学的发展空间？

我们认为作为我国第三方独立医学实验室（ICL）的标杆企业，金域医学在目前政策多变的环境面临有机遇、也有挑战。这也是当下公司业绩高增长之时，投资者对其短中期增长确定性和长期空间的疑惑。本篇报告从以下角度去评估，希望对投资者理解检验外包行业及龙头公司金域医学的发展空间有些许助益：

1) 医疗检验外包行业机遇与挑战并存，金域医学能否持续拓展全国网络布局，以达到真正提升上下游的议价能力？

2) 公司的业绩拐点是否已经来临，净利率是否还有提升空间？这是个大趋势的起点，还是短期的昙花一现？

3) 公司的长期发展空间有多大，要通过何种路径抵达？

二、检验外包行业的量价分析揭示行业的真实现状

（一）需求端：检验项目迭代升级奠定市场增长基础

连锁化独立医学实验室的核心优势在于规模效应，解决单体检验科的成本控制弱势。连锁化 ICL 相对单体医院检验科的优势主要表现在通过集中采购降低试剂/仪器成本、批量检验降低固定成本，通过集中配备专业的诊断人员和先进的技术平台、提供远多于医院检验科的检测项目；从而解决终端医院客户人员/技术/设备有限、检测成本过高、样本较少的问题，降低其自身运营成本。

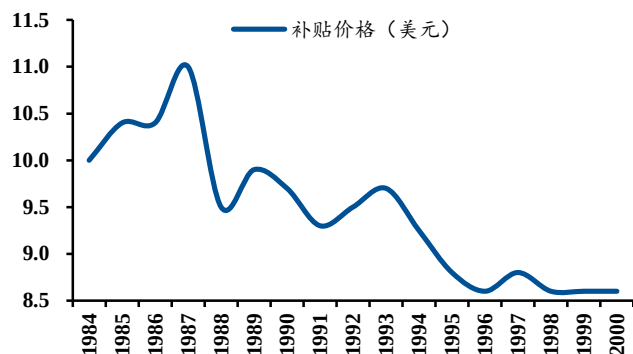
表 1：美国 ICL 企业 Quest 的检测项目价格大幅低于医院的价格水平

检测项目	Quest	Mass General Hospital	Newton Wellesley	医院加成
脂类	\$19	\$68	\$48	2.5x
肾功	\$12	\$44	\$77	4.2x
维生素 D-3 水平	\$41	\$117	\$80	2.0x
心肌酶水平	\$7	\$28	\$21	2.8x
血糖控制	\$14	\$43	\$30	2.2x
低密度脂蛋白胆固醇水平	\$11	\$27	\$19	1.8x
平均	\$17	\$55	\$46	2.4x

资料来源：Quest, MassCompareCare, 民生证券研究院

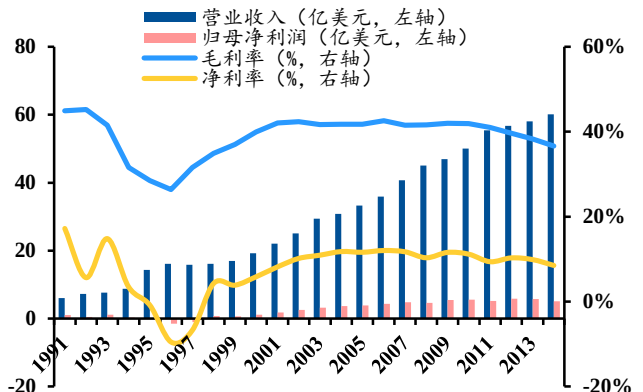
从检验市场需求看，技术迭代（平均价格）*外包率=连锁化检验外包市场蛋糕的大小。1960-1980 年美国医疗总支出大幅增长，20 世纪 80 年代开始，政府和商业医保开始修订医保政策控制费用，检验服务价格下降。在降价过程中，ICL 企业的盈利能力不断削弱，但是随着其通过内生外延的方式不断对外扩张，渗透率由 80 年代初期不到 20%逐步提升到 90 年代末 30%以上，上下游议价能力提升；降价趋缓后通过规模效应逐渐提高盈利水平，步入高速发展的黄金十年。

图 1：价格为 10 美元的检测项目的补贴变动情况



资料来源：Washington G-2 Reports, 民生证券研究院

图 2：降价扰动过后，美国 ICL 企业 LabCorp 稳步增长

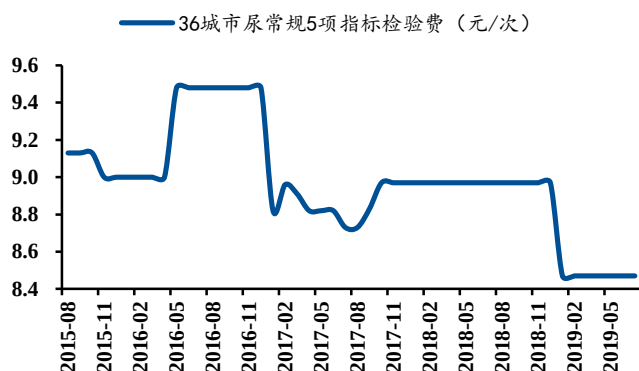


资料来源：LabCorp, Bloomberg, 民生证券研究院

检验服务市场的量价分析显示，检验项目升级是市场增长的关键可控变量。为了分析讨论检验需求市场的驱动因素，我们将医院端检验服务的收入做如下拆分：检验服务收入=人均单价*诊疗人次，2012-2018 年的数据分析显示，检验服务收入、诊疗人次、人均单价的复合增速分别为 13.6%、5.9%、7.3%，由此，我们认为过去 7 年医院端检验服务的收入增速是人均单价和诊疗人次的同向增加导致的，其中人均单价增加的权重贡献更大一些，我们估计可能来自两方面的因素：过去 5 年药品控费环境下过度检验（人均检测项目的增加）的存在、高端检验结构占比的提升。考虑 DRGs 等政策的推进，我们假设过度检验的情况有望得到缓解、医疗保障水平的持续提升导致就诊率保持 3% 以上的稳定增长、高端检验占比有望持续提升，估计未来 3 年检验服务市场有望保持 12% 以上的复合增速。同时，我们提示，因为过度检验的比例难以界定，检验服务市场的规模可能存在高端检验占比提升无法对冲过度检验压缩后的量减的风险，因此建议投资者对于市场评估可以做更为保守的估计。

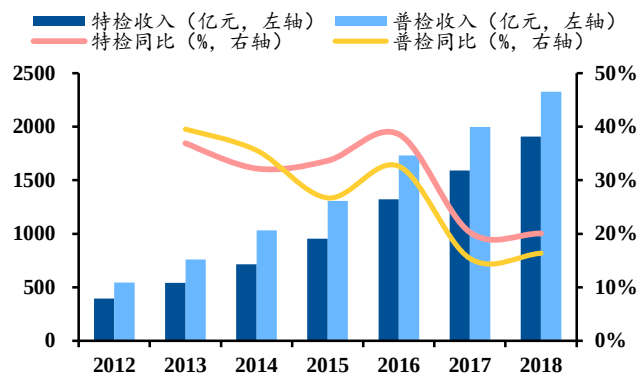
价格分析：技术迭代奠定检验服务价格的稳定。随着经济发展和居民健康意识增强，对高端、个性化、精准的健康需求日益增长，在检验服务收费下降的背景下，2012-2018 年人均诊疗价格从 57.76 元提高到 88.24 元，我们估计可能由人均检测项目的增加（过度检验）以及高端检测项目的占比提升（技术升级、精准医疗普及带动更为个性化的高端检测的需求提升，从第三方医学实验室龙头企业金城医学的收入结构也可以看出，高端检测需求增加、特检收入增速明显高于普检）两方面因素导致，我们更看好高端检测项目提升带来的人均收费的可持续性。

图 3：以尿常规为例，检验费水平持续下行



资料来源：国家发改委，Wind，民生证券研究院

图 4：金域医学特检收入增速高于普检



资料来源：金域医学公司公告，Wind，民生证券研究院

量的分析：未来 3 年诊疗总人次复合增速保持低水平增长；我们用公立医院的就诊人次来替代检验人次分析发现，2012-2018 年诊疗人次的复合增速为 5.9%，同时过去三年呈现逐步放缓的趋势，我们估计可能是在医保全面覆盖完成背景下，就医难的问题逐步解决，就诊人次的边际增加效应逐步减弱所导致。基于此分析，我们估计在 DRGs 及分级诊疗推进的背景下，更多的结构性的调整、诊疗人次释放的增量逐步减弱，因此，我们估计诊疗人次未来 3 年有望保持 3% 以上的复合增速。

表 2：2018 年公立医院检查收入增速提升，主要是人均检查费用提升幅度较大

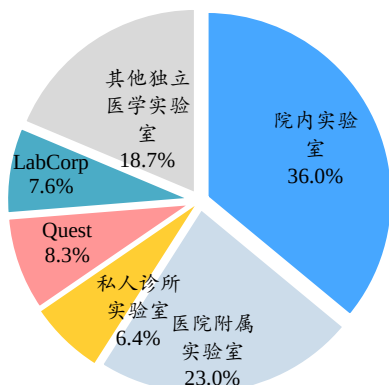
检测项目	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
检查收入 (亿元)	1,467.92	1,683.64	2,023.54	2,232.38	2,518.59	2,806.42	3,156.59	3,547.30	3,982.82	4,467.82
同比增长		23.70%	14.69%	20.19%	10.32%	12.82%	11.43%	12.48%	12.38%	12.28%
诊疗人次 (亿次)	25.42	27.42	29.72	30.84	32.70	34.40	35.77	37.13	38.47	39.78
同比增长		12.52%	7.88%	8.40%	3.75%	6.03%	5.21%	3.99%	3.80%	3.60%
人均费用 (元/次)	57.76	61.41	68.09	72.39	77.03	81.58	88.24	95.56	103.64	112.55
同比增长		9.94%	6.32%	10.88%	6.33%	6.41%	5.91%	8.16%	8.30%	8.45%

资料来源：国家卫计委，Wind，民生证券研究院（注：人均检查费用=公立医院检查收入/诊疗人次）

（二）供给端：渗透率提升奠定连锁化 ICL 高于检验市场增速基础

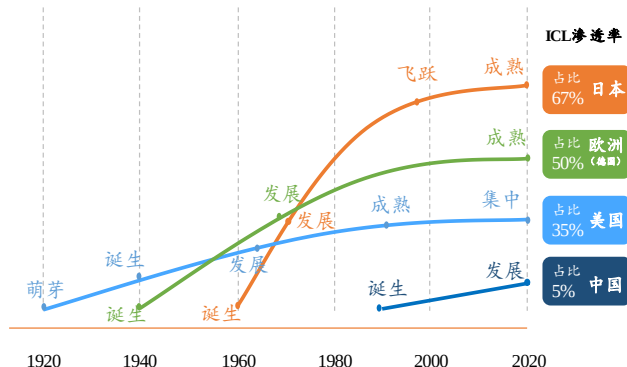
从供给看，我国独立医学实验室渗透率提升空间较大。日本、欧洲、美国等发达国家的 ICL 产业发展成熟，渗透率最低的美国也在 35% 左右，其 ICL 领军企业 Quest、LabCorp 在 2018 年的渗透率分别为 8.3%、7.6%，而我国 ICL 领先企业金域医学、迪安诊断在公立医院检查收入中的渗透率仅为 2.7%、1.5% 左右。

图 5: 美国医学实验室市场约 820 亿美元, ICL 渗透率 35%



资料来源: Quest, 民生证券研究院

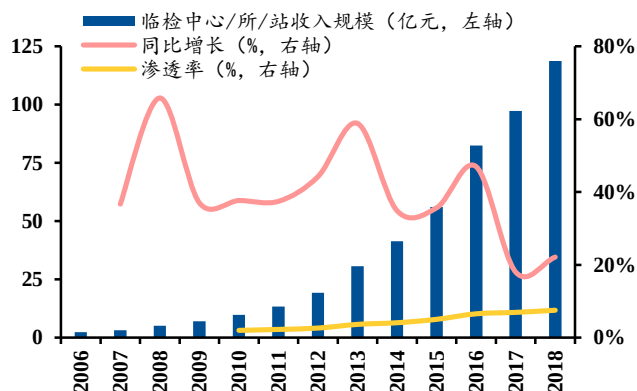
图 6: 我国 ICL 规模小、渗透率提升空间大



资料来源: Quest, 金城医学, 民生证券研究院

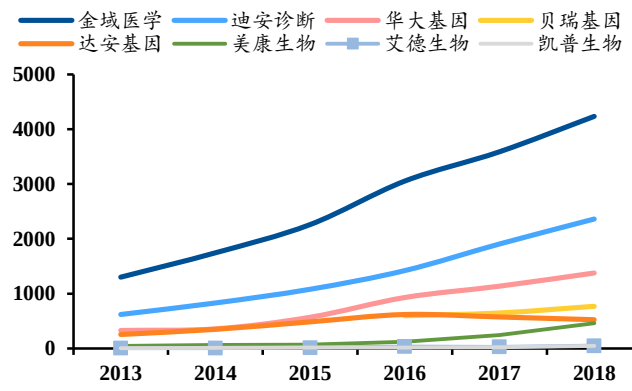
渗透率提升奠定连锁化 ICL 行业高景气的重要基础。我国检验外包行业处于发展初期、规模较小，但是受政策鼓励和需求扩大的影响，发展速度很快，过去 8 年行业复合增长率超过 30%，渗透率也在逐步提升，从而导致行业增速在 20% 左右，远高于检验市场的增速。参考临检中心/所/站的收入情况，其渗透率从 2010 年的 2.2% 提升到 2018 年的 7.5%，平均每年提升 0.69pct。

图 7: 检验外包的渗透率持续提升，增速在 20% 以上



资料来源: 国家卫计委, Wind, 民生证券研究院 (假设服务商: 医院按照 50:50 的比例分成)

图 8: 上市公司医检服务收入快速增长 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告, Wind, 民生证券研究院

(三) 规模性和技术迭代能力奠定连锁化 ICL 龙头的竞争优势地位

第三方医检行业的壁垒主要体现在：**1) 成本控制**：由于大批量检测，在试剂/仪器的集中采购上具备较强的议价能力、在固定成本的分摊上也具备成本优势；**2) 技术水平**，体现在诊断医师（例如病理医师团队）、先进设备（例如单价较高的质谱仪）及实验室技术平台（例如临床实验室自建项目）所带来的专业化优势；**3) 布局时机**，市场进入时间影响实验室盈利周期，学术推广、冷链物流等综合运营支持也需要时间积累，因此率先布局的企业享有明显的先发优势。由于行业壁垒的存在，一旦集中度提升到某个水平，小的实验室企业很难颠覆，行业竞争格局就基本形成。例如美国以 Quest 和 LabCorp 为主的竞争格局，贯穿了两者高速发展的黄金十年。

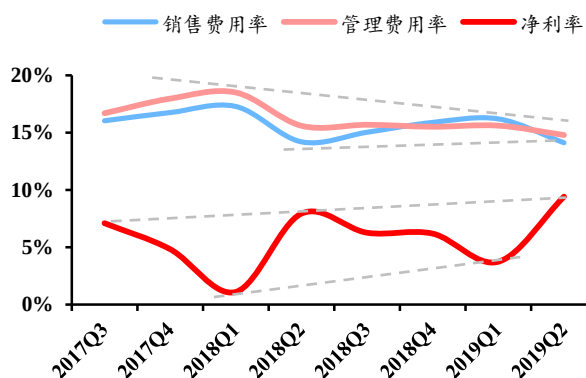
就竞争格局而言，金域医学、迪安诊断、艾迪康三家综合医检服务提供商大约占行业市场份额的 70%（其中金域医学市占率在 35%左右），华大基因、贝瑞基因和达安基因等特检企业位居第二梯队，艾德生物和凯普生物以销售产品为主、服务规模快速扩张。综合分析，金域医学、迪安诊断、艾迪康在成本、时机上占据优势；再结合专业化能力来看，目前金域医学的特检能力遥遥领先，有望持续保持行业龙头的地位。

三、金域医学：全国实验室网络初步形成，进入第一轮良性迭代阶段

（一）短期：实验室扭亏为盈带来净利率提升

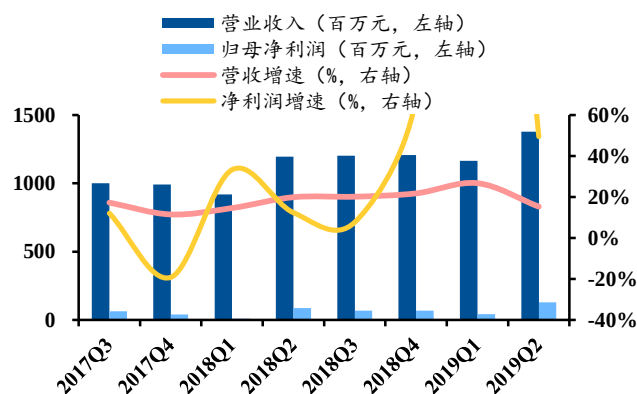
净利率提升，业绩拐点持续验证，初步进入良性迭代阶段。公司已在全国（包括香港地区）建立了 37 家中心实验室，全国实验室网络初步形成。当前业绩进入拐点，主要体现在规模效应显现、净利率提升。虽然在医疗服务价格及扣率持续降低的情况下，整体毛利率逐年下滑；但是因为规模效应显现，销售费用率和管理费用率趋于下滑，从而净利率提升明显、并带动业绩高速增长。

图 9：金域医学费用率趋于下降、净利率在上升通道



资料来源：金域医学公司公告，Wind，民生证券研究院

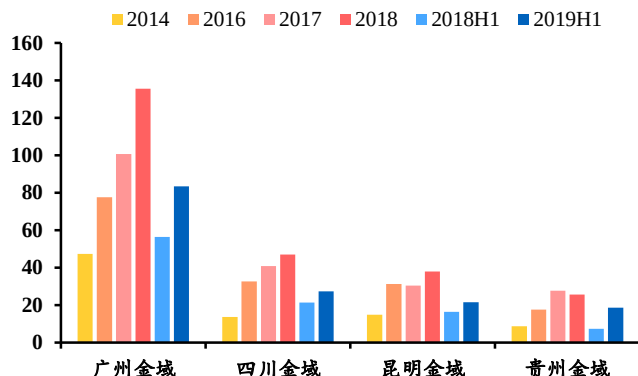
图 10：金域医学营收稳步增长，利润增速显著提高



资料来源：金域医学公司公告，Wind，民生证券研究院

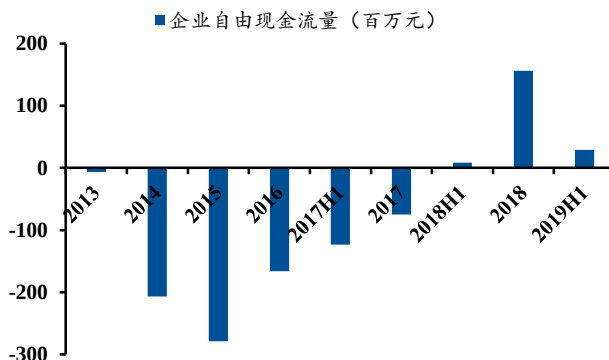
业绩拐点的驱动因素可以从新旧实验室两方面来分析：1) 成熟实验室持续贡献业绩增量。从广州、四川、昆明、贵州四家实验室来看，净利润维持稳定增长，其中体量最大的广州金域净利润增速均在 30% 以上。2) 新建实验室逐渐步入正轨。公司自建实验室经过 3 年的培育期可以实现盈利，考虑到后期布局地区缺失先发优势、竞争环境加剧，盈亏平衡期拉长至 3-5 年，即 2014-2016 年自建的 11 家实验室有望在 2019-2021 年集中实现盈利、释放业绩。由于大额资本支出节奏放缓、新旧实验室扭亏或减亏，2018 年企业自由现金流开始转正。

图 11: 成熟实验室净利润稳定增长 (单位: 百万元)



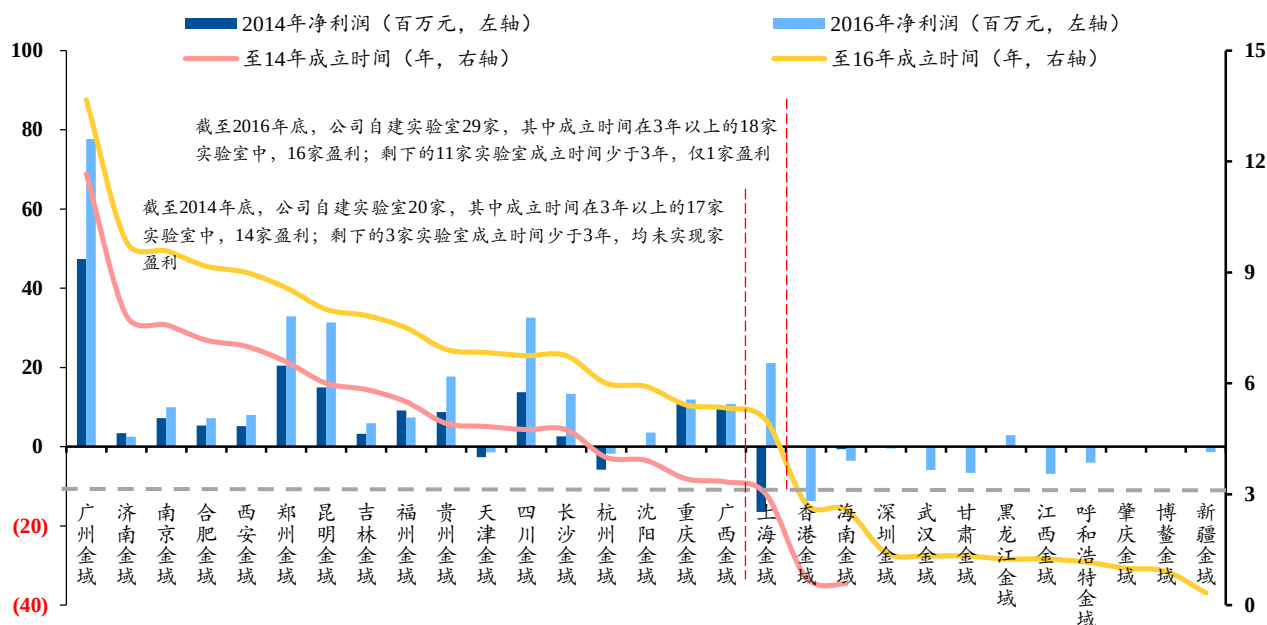
资料来源: 金域医学公司公告, Wind, 民生证券研究院

图 12: 自建实验室逐渐贡献业绩, 企业自由现金流转正



资料来源: 金域医学公司公告, Wind, 民生证券研究院

图 13: 金域医学自建实验室盈亏平衡期约为 3 年

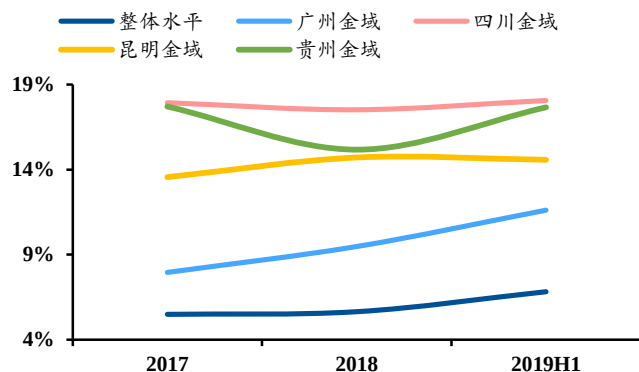


资料来源: 金域医学公司公告, Wind, 民生证券研究院

在第一轮盈利改善期, 盈利能力是否还有持续提升空间? 2019年上半年, 公司整体净利率同比提升 1.85pct 至 6.82%, 未来是否还有继续提升的空间? 我们的答案是肯定的。

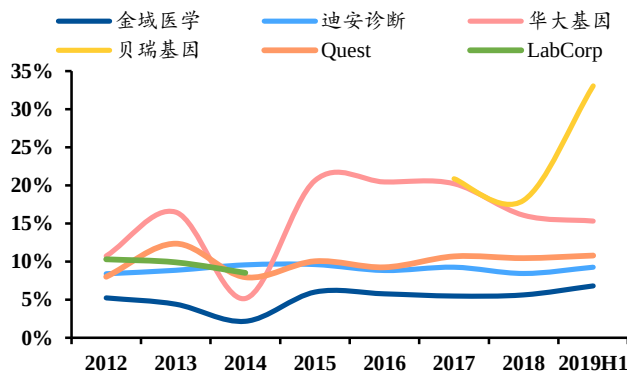
1) 净利率之间的横向对比: 从成熟实验室的净利率来看, 四川金域、昆明金域、贵州金域的净利率均在 14% 以上, 广州金域作为总部实验室所承担的职能相对较多、净利率低于其他实验室, 但 2019H1 也达到 11.62%, 远高于 6.82% 的整体净利率水平; 从相对可比的上市公司来看, 金域医学低于 Quest、LabCorp、迪安诊断在 10% 左右的净利率水平, 更大幅低于华大基因、贝瑞基因等分子诊断领域的特检企业。随着新设实验室逐渐扭亏或减亏, 净利率的差距有望不断缩小, 还有 4 个点以上的提升空间。

图 14: 对比成熟实验室净利率水平, 整体净利率较低



资料来源: 金域医学公司公告, Wind, 民生证券研究院

图 15: 对比相关上市公司净利率, 金域医学处于低位



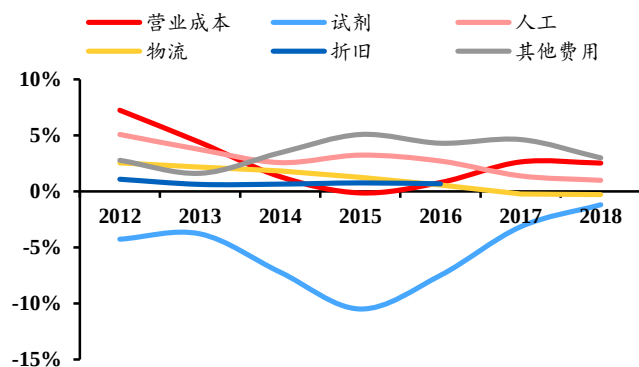
资料来源: 公司公告, Wind, 民生证券研究院

2) 净利率影响因素 (成本&费用) 纵向对比: 我们比较金域医学的诊断服务和迪安诊断的服务业务 (剔除诊断产品流通业务的影响) 的成本和费用结构, 并以前者的各项成本/费用占营业收入的比重减去后者的各项成本/费用占营业收入的比重, 制图比较。我们发现:

① 从成本端看, 金域医学采购量大、上游议价能力较强, 因此试剂成本占比明显低于迪安诊断; 但是由于其人工、物流、折旧成本仍相对较高, 因此整体诊断业务营业成本高于迪安诊断。随着新设实验室检验量不断增加, 分摊到单个检测中的实验室直接人工工资、折旧和配送等相对固定成本减少, 从而营业成本占营业收入的比重减少 (有 3 个百分点左右的降低空间), 毛利率在检测服务价格不断下降的情况下还能保持稳定、甚至略有提升。

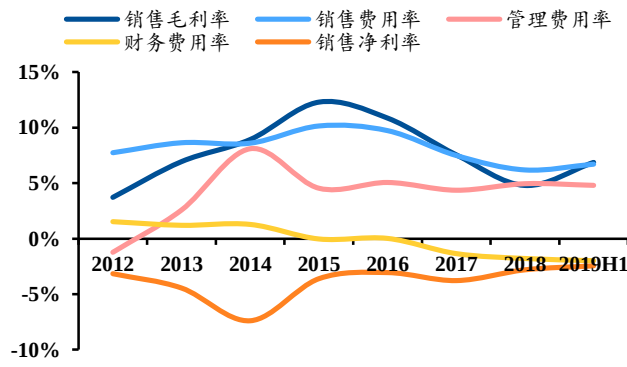
② 从费用端看, 由于全国营销网络不断完善、高端项目推广需要教育市场, 因此市场调研、推广开发、学术活动等方面支出较大, 销售费用率较高; 由于研发投入较高、因此管理费用率也明显高于迪安诊断。期间费用方面压缩空间较大, 未来有望随着业务规模扩大、规模效应显现从而费用率下降。

图 16: 金域医学与的迪安诊断的成本占比差值情况



资料来源: 金域医学&迪安诊断公司公告, Wind, 民生证券研究院

图 17: 金域医学与的迪安诊断的费用率差值情况



资料来源: 金域医学&迪安诊断公司公告, Wind, 民生证券研究院

注: 其他费用包含唐氏综合征相关筛查、新生儿筛查等部分不具备检验资质、或因时效要求/成本过高而临时性外包的外包费用、办公差旅等零散费用

(二) 中长期：检验项目的持续迭代能力奠定业绩持续增长基础

渗透率和净利率双低，净利润至少还有 4 倍的提升空间。2018 年国内公立医院检验市场总量约为 3157 亿元，若按照 50:50（服务商：医院）的分成比例，则金域医学在检验市场中的渗透率约 2.7%。参考成熟市场，2018 年美国检验外包市场龙头企业 Quest 的渗透率为 8.3%，若金域医学能达到同样的渗透率，则营收规模为 131 亿元，是当前收入的 3.1 倍；若参考 Quest 的净利率 10.5%，则净利润达 14 亿，是当前净利润的 5.4 倍，即还有 4.4 倍的提升空间。公司的净利润除了存量空间的提升外，还有望享受每年 10% 以上的检验市场增速。

表 3：金域医学的渗透率逐步提升（单位：亿元、%）

检测项目	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
公立医院检查收入	2,518.59	2,806.42	3,156.59	3,547.30	3,982.82	4,467.82
同比增长	12.82%	11.43%	12.48%	12.38%	12.28%	12.18%
金域医学诊断服务收入	30.55	35.89	42.35	50.98	62.10	76.25
同比增长	35.14%	17.50%	18.00%	20.37%	21.81%	22.78%
渗透率	2.43%	2.56%	2.68%	2.87%	3.12%	3.41%

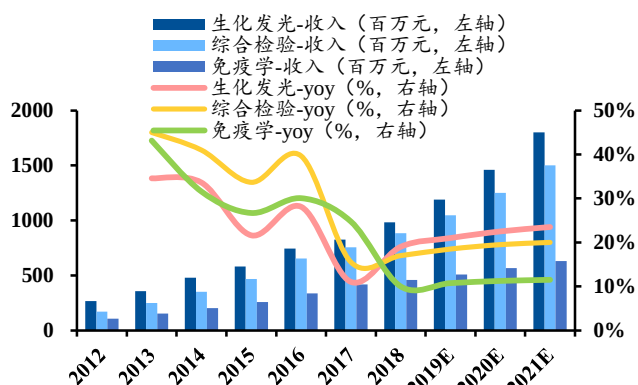
资料来源：国家卫计委，金域医学公司公告，Wind，民生证券研究院（注：假设金域医学和公立医院按照 50:50 的比例分成）

机遇和挑战并存，未来发展何去何从？当前检验外包的渗透率提升空间较大，同时迎来分级诊疗、DRGS 推行的政策利好，金域医学迎来难得机遇。另一方面，普检领域有安图生物/迈克生物/美康生物等上游生产商、润达医疗/塞力斯/瑞康医药等中间流通商以集采打包、医联体/医共体等形式介入检验科，特检领域有艾德生物/凯普生物等产品生产商、华大基因/贝瑞基因/世和基因等特检服务商参与竞争，为金域医学的发展带来一定的挑战。

1. 普检：探索合作共建模式，导流优质基层检验样本

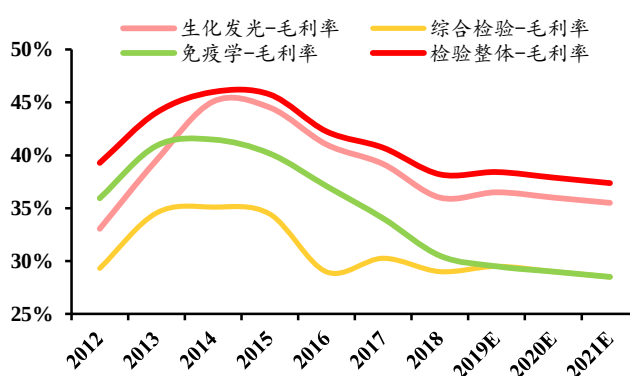
医疗资源地域分布失衡，“强基层”仍是深化医改的重要方向，而基层检验以普检项目为主。金域医学的普检项目主要包括：1）生化发光检验，例如蛋白检测、酶类检测、激素类检查等；2）免疫学检验，例如乙肝两对半、过敏原检测、抗苗勒氏管激素等；3）综合检验，例如唐氏综合征、外周血染色体核型分析等。

图 18：随着合作共建开展，生化发光有望保持较快增长



资料来源：金域医学公司公告，Wind，民生证券研究院

图 19：普检的毛利率低于整体检验的毛利率水平



资料来源：金域医学公司公告，Wind，民生证券研究院

2015 年，金域医学启动与医疗机构合作共建检验科的模式，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。相对传统送样模式而言，合作共建模式下虽然扣率、毛利率下滑（生化发光等较为基础项目的毛利率显著下滑），但是客户粘性深化、单点收入放大，同时在占点卡位上具有重要的战略意义。

表 4：送样模式与共建模式的比较：以收入为 2000 万/年的检验科合作为例

模式	合同	初始投入	服务商业额	服务商收入	毛利率	账期	医院收益
传统送样	2-3 年期，非排他	较小	单个服务商承接 10%-20%，即 200-400 万	假设承接 15%，按照 50% 的扣率，则服务商收入为 150 万	毛利率水平为 40%~45%，则毛利约为 60 万元	普遍为 3 个月以内	二级医院检验科正常情况下可以做到 40% 的净利润率
合作共建	8-10 年期，排他	约 1000 万（2 年内投完、5 年折旧摊销）	共建后可承接该检验科全部业务	按照 45% 的扣率，则服务商收入为 900 万	检测成本不低于送样模式，摊销折旧占收入 22%，单样本收入相比送样模式低 10%，因此毛利率低	理想情况为 6 个月	医院检验科利润率设计达到 50%，实际达到 45%

资料来源：公司调研，行业访谈，民生证券研究院

除了与单个医院共建检验科外，金域医学也在积极探索三级医院精准医学中心共建模式、县域医共体合作模式、大型民营医疗集团全实验室共建模式等。

表 5：检验科共建的三种类型

共建模式	合作方式	服务商和医院的分成比例
单医院科室共建	共建医院检验科，承接院内样本	45:55 至 50:50
区域中心共建	以单个医院的共建检验科为中心，向周边辐射范围内的更小规模医院收集样本（该模式往往需要政府牵头参与）	院内样本按照 45:55 至 50:50 分成，院外样本按照 60:40 分成
特检共建	与医院检验科或临床科室合作共建特检实验室，例如 PCR/FISH/NGS/质谱/流式等	收入分成比例可达 70:30 以上

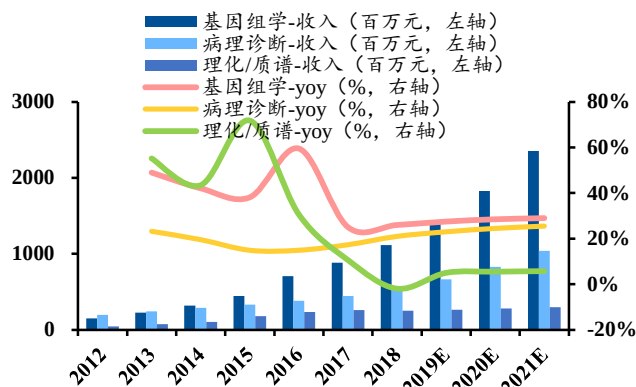
资料来源：公司调研，行业访谈，民生证券研究院

2. 特检：项目升级是永恒主题，人才和技术为核心造血源

高端化、个性化、精准化的健康需求日益增长，高端检验如基因组学、蛋白组学以及微生物组学领域的检测需求持续增加。部分医院检验能力不足，需要依托第三方实验室满足其检验需求。

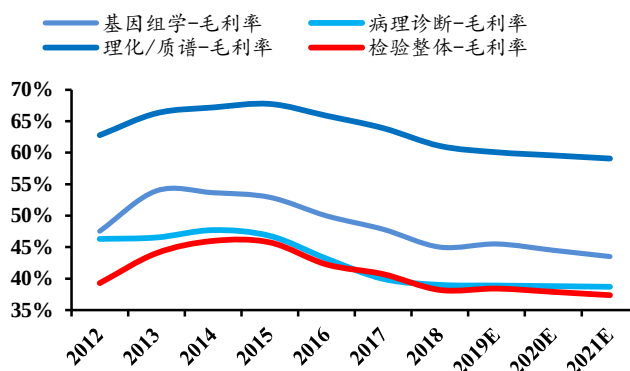
金域医学的特检项目包括：1) 基因组学检验，目前具有临床基因检测技术资质的实验室 29 家，2016 年由 NIPT、HPV 筛查等项目带动收入实现 60% 的增长。2) 病理诊断，成立了全国最大的病理医生集团，拥有近 600 名国内外病理医生；年病理标本总量超 1000 万例，其中组织活检近 200 万例，承接全国“两癌”普查项目标本总计超 2500 万例。3) 理化/质谱检验，2015 年由其中新生儿遗传代谢病等爆品带动收入实现 70% 以上高速增长。

图 20：特检项目爆品带动收入大幅增长



资料来源：金域医学公司公告，Wind，民生证券研究院

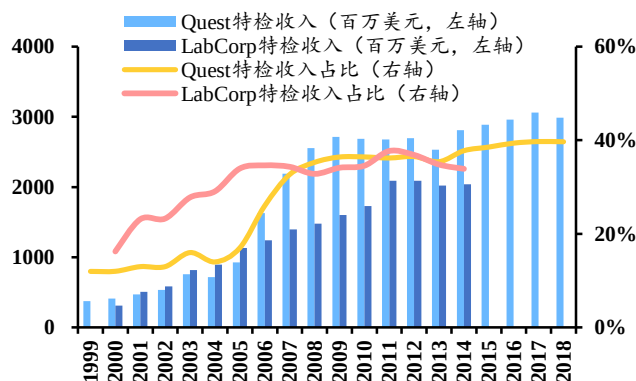
图 21：特检项目毛利率显著高于整体检验的毛利率水平



资料来源：金域医学公司公告，Wind，民生证券研究院

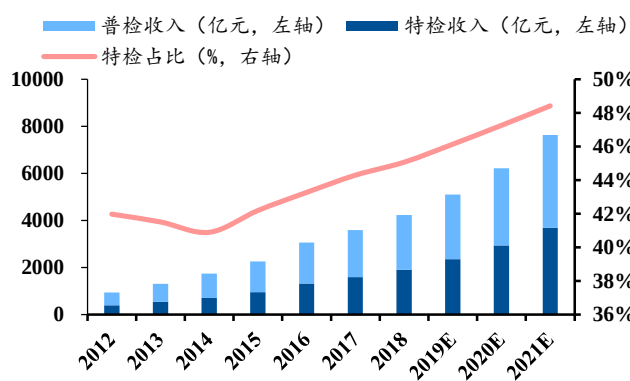
从海外 ICL 企业发展路径可以验证，**特检是第三方实验室的核心竞争力**。LabCorp 和 Quest 的特检收入达到 20-30 亿美元，占总营收比重接近 40%。2018 年金域医学的特检收入为 20 亿元人民币，占总营收比重达 45%。随着居民健康意识提高、新技术带来检测精确度/安全性提升以及宣传普及程度加强，我国特检收入仍有较大的提升空间。

图 22：美国 ICL 企业特检收入占比在 40%左右



资料来源：公司官网，公司公告，Bloomberg，民生证券研究院

图 23：2018 年金域医学特检占比提升至 45%左右



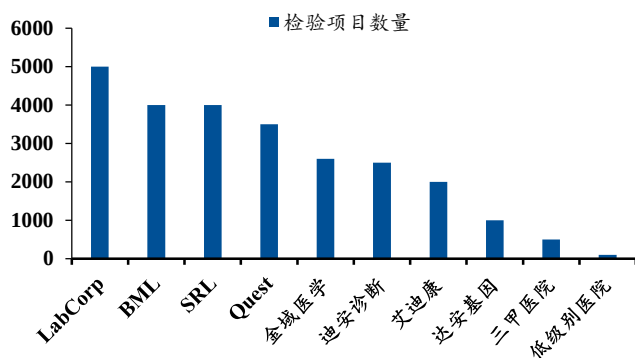
资料来源：金域医学定期报告，Wind，民生证券研究院

对于第三方实验室的特检业务而言，人才资源和技术平台是确保核心竞争力最重要的资源。

1) 人才层面：内培外学构建创新源泉。引进基因组学、蛋白组学、病理诊断、病理 AI、大数据、IVD 等相关领域的技术人才；与钟南山、卢煜明等知名院士，华为公司、美国匹兹堡大学医学中心等国外内院校和研究机构开展深度合作；同时加入和启动国家级疾病联盟，进入一流的临床合作“朋友圈”。

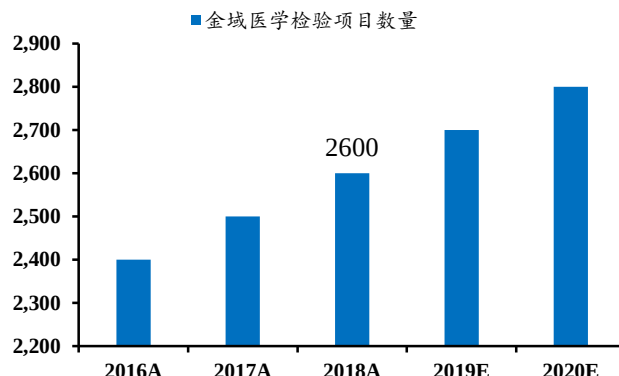
2) 技术层面：多平台推动技术革新。为应对技术、项目快速升级迭代，金域医学建设高通量测序、基因芯片、流式细胞分析、质谱分析、免疫组化、细胞遗传、荧光原位杂交、分子诊断等实验室检验技术平台，覆盖从常规到高端的主流技术领域，平均每年新开发检验项目 100 项，快速响应下游客户多样化检验需求，形成短期内难以复制的竞争优势。

图 24: ICL 企业所提供的检验项目远超医院检验科



资料来源: 各公司官网/公告, Wind, 民生证券研究院

图 25: 金城医学可提供 6 大类 2600 余项检验项目



资料来源: 金城医学公司公告, Wind, 民生证券研究院

四、盈利预测及投资建议

基于公司核心业务板块的分析,我们预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.77、1.03、1.34 元,按 2019 年 9 月 26 日收盘价对应 2020 年 53 倍 PE,参考可比公司估值、公司行业龙头地位以及处于业务拓展拐点期,我们给予其 2020 年 60 倍 PE,维持“谨慎推荐”评级。

表 6: 金城医学与可比公司估值比较

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
300015.SZ	爱尔眼科	35.35	0.42	0.44	0.58	62.62	80.56	60.95
600763.SH	通策医疗	102.00	1.04	1.47	1.92	45.64	69.41	53.13
002044.SZ	美年健康	11.85	0.26	0.28	0.37	57.50	44.74	33.85
603259.SH	药明康德	86.00	0.63	1.38	1.00	118.83	62.14	86.00
平均						71.15	64.21	58.48

资料来源: Wind, 民生证券研究院 (注: 每股收益取 Wind 一致预期, 截止时间为 20190926)

五、风险提示

1) **政策变动的风险。**近年来,国家出台一系列政策推进社会办医规范和健康发展,但在局布地区、部分业务领域理解不一、执行不一,为公司发展造成一定程度的制约。

2) **市场竞争日趋激烈的风险。**近年第三方医检行业竞争加剧,在原有的检测服务企业之外,部分 IVD 厂家和渠道商向医检服务业务延伸,行业竞争者激增,客户需求多元化趋势不断演进,也对公司项目结构的调整与优化造成持续挑战。

3) **技术创新压力逐步加大的风险。**随着新技术的临床转化加快,成熟技术也向小型化、低成本转变,成熟技术、资金壁垒降低,尤其是在人工智能辅助诊断、大数据研究与应用等学科前沿领域,如不能提早布局并取得技术优势,将不利于公司抢占行业发展制高点。

4) **业务开展的合规风险。**由于公司业务规模较大,不能完全排除下游客户或个别员工在业务活动中存在过度宣传等不正当商业行为,这可能会影响到公司的品牌形象,严重时甚至可能导致公司被医疗卫生管理部门列入不良记录名单,将对公司的经营业绩产生严重不利

影响。

5) 检验样本控制风险。尽管公司已经制订了科学严谨的质量控制流程，并在业务开展过程中得到了有效执行，但仍无法完全消除外部因素对于检验样本状态的不利影响，进而影响检验结果，对公司的检验业务造成不利影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	4,525	5,492	6,725	8,267
营业成本	2,768	3,348	4,129	5,113
营业税金及附加	6	8	9	12
销售费用	701	840	1,019	1,240
管理费用	442	481	535	609
研发费用	291	337	392	457
EBIT	317	478	640	837
财务费用	30	18	22	21
资产减值损失	15	10	7	9
投资收益	(2)	0	0	0
营业利润	312	472	632	829
营业外收支	9	0	0	0
利润总额	321	481	641	838
所得税	65	98	131	171
净利润	255	383	510	667
归属于母公司净利润	233	354	473	620
EBITDA	581	812	1,070	1,372

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	842	786	1142	1737
应收账款及票据	1328	1714	2160	2793
预付款项	10	12	16	21
存货	128	141	190	220
其他流动资产	31	35	38	42
流动资产合计	2385	2699	3520	4729
长期股权投资	82	117	152	152
固定资产	1148	1557	2006	2501
无形资产	96	105	111	113
非流动资产合计	1572	1773	1923	1983
资产合计	3957	4472	5443	6712
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	958	1194	1487	1899
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	1461	1495	1853	2347
长期借款	499	549	604	664
其他长期负债	42	42	42	42
非流动负债合计	541	591	646	707
负债合计	2002	2086	2499	3053
股本	458	460	461	463
少数股东权益	50	79	116	164
股东权益合计	1956	2386	2944	3659
负债和股东权益合计	3957	4472	5443	6712

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	19.3%	21.4%	22.4%	22.9%
EBIT 增长率	20.9%	50.9%	33.7%	30.9%
净利润增长率	23.8%	51.5%	33.9%	30.9%
盈利能力				
毛利率	38.8%	39.0%	38.6%	38.2%
净利率	5.2%	6.4%	7.0%	7.5%
总资产收益率 ROA	5.9%	7.9%	8.7%	9.2%
净资产收益率 ROE	12.2%	15.3%	16.7%	17.7%
偿债能力				
流动比率	1.6	1.8	1.9	2.0
速动比率	1.5	1.7	1.8	1.9
现金比率	0.6	0.5	0.6	0.7
资产负债率	0.5	0.5	0.5	0.5
经营效率				
应收账款周转天数	95.9	99.7	103.7	107.8
存货周转天数	14.4	14.4	14.4	14.4
总资产周转率	1.2	1.3	1.4	1.4
每股指标 (元)				
每股收益	0.5	0.8	1.0	1.3
每股净资产	4.2	5.0	6.1	7.6
每股经营现金流	1.2	1.3	1.8	2.3
每股股利	0.1	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	107.5	71.2	53.4	40.9
PB	13.2	10.9	8.9	7.3
EV/EBITDA	28.7	21.6	16.8	13.1
股息收益率	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	255	383	510	667
折旧和摊销	279	344	437	544
营运资金变动	(51)	(138)	(157)	(197)
经营活动现金流	530	611	816	1,043
资本开支	346	444	485	530
投资	(89)	(40)	(40)	(5)
投资活动现金流	(443)	(487)	(528)	(539)
股权募资	11	48	48	48
债务募资	169	(196)	55	80
筹资活动现金流	103	(180)	68	90
现金净流量	190	(56)	356	594

资料来源：公司公告、民生证券研究院

插图目录

图 1: 价格为 10 美元的检测项目的补贴变动情况	5
图 2: 降价扰动过后, 美国 ICL 企业 LabCorp 稳步增长	5
图 3: 以尿常规为例, 检验费水平持续下行	6
图 4: 金城医学特检收入增速高于普检	6
图 5: 美国医学实验室市场约 820 亿美元, ICL 渗透率 35%	7
图 6: 我国 ICL 规模小、渗透率提升空间大	7
图 7: 检验外包的渗透率持续提升, 增速在 20% 以上	7
图 8: 上市公司医检服务收入快速增长 (单位: 百万元)	7
图 9: 金城医学费用率趋于下降、净利率在上升通道	8
图 10: 金城医学营收稳步增长, 利润增速显著提高	8
图 11: 成熟实验室净利润稳定增长 (单位: 百万元)	9
图 12: 自建实验室逐渐贡献业绩, 企业自由现金流转正	9
图 13: 金城医学自建实验室盈亏平衡期约为 3 年	9
图 14: 对比成熟实验室净利率水平, 整体净利率较低	10
图 15: 对比相关上市公司净利率, 金城医学处于低位	10
图 16: 金城医学与迪安诊断的成本占比差值情况	10
图 17: 金城医学与迪安诊断的费用率差值情况	10
图 18: 随着合作共建开展, 生化发光有望保持较快增长	11
图 19: 普检的毛利率低于整体检验的毛利率水平	11
图 20: 特检项目爆品带动收入大幅增长	13
图 21: 特检项目毛利率显著高于整体检验的毛利率水平	13
图 22: 美国 ICL 企业特检收入占比在 40% 左右	13
图 23: 2018 年金城医学特检占比提升至 45% 左右	13
图 24: ICL 企业所提供的检验项目远超医院检验科	14
图 25: 金城医学可提供 6 大类 2600 余项检验项目	14

表格目录

表 1: 美国 ICL 企业 Quest 的检测项目价格大幅低于医院的价格水平	4
表 2: 2018 年公立医院检查收入增速提升, 主要是人均检查费用提升幅度较大	6
表 3: 金城医学的渗透率逐步提升 (单位: 亿元、%)	11
表 4: 送样模式与共建模式的比较: 以收入为 2000 万/年的检验科合作为例	12
表 5: 检验科共建的三种类型	12
表 6: 金城医学与可比公司估值比较	14

分析师与研究助理简介

孙建，博士，医药行业首席分析师，毕业于北京大学医学部生药学，6年医药行研从业经验，2019年1月加入民生证券。

谭紫媚，研究助理，中南大学金融学士，布里斯托大学会计金融硕士，1年医药行研从业经验，2019年5月加入民生证券。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。