

金城医学 (603882)

公司研究/点评报告

净利率持续提升，长期看好特检竞争力

—金城医学 2019 年第三季度报告点评

点评报告/医药

2019 年 10 月 23 日

一、事件概述

2019 年 10 月 22 日，公司发布 2019 年第三季度报告：营业收入、归母净利润、扣非后归母净利润分别为 39.20 亿、3.19 亿、2.59 亿元，同比增长 18.17%、94.16%、88.25%；其中，第三季度实现营业收入、归母净利润、扣非后归母净利润分别为 13.77 亿、1.47 亿、0.97 亿元，同比增长 14.49%、115.54%、55.86%。

前三季度经营性现金流净额 3.65 亿元，同比增长 40.58%。

二、分析与判断

➤ 优化客户和产品结构坚持高质量发展，精细化管理叠加规模效应提升净利率

1) 优化客户结构，医检业务高质量发展：公司主动优化客户结构、战略性放弃低质项目，前三季度实现医学诊断服务收入 37.12 亿元，同比提升 19.47%。公司持续提升客户质量，客户单产同比增长 18.82%。

2) 重点发展高端项目，毛利率逆势提升：在医疗项目服务价格逐年下降的背景下，公司调整产品结构，重点发展基因组学、病理诊断等高毛利的特检项目，推动毛利率提升 0.83pct 至 39.86%。

3) 精细化改革叠加规模效应，费用率持续降低：公司坚持精细化改革，同时规模效应显现，推动前三季度期间费用率同比下降 1.78pct 至 30.65%，销售费用率、管理费用率、研发费用率分别下降 0.36pct、0.66pct、0.70pct 至 14.99%、9.18%、5.90%。

4) 聚焦医检主航道，剥离产品子公司：公司坚持医学检验服务主业，第三季度剥离 IVD 产品子公司金圻睿净资产 1246 万元，并收到股权转让款 2900 万元，从而贡献约 4146 万元的投资收益。若扣除金圻睿投资收益，归母净利润同比增长 68.92%。

我们认为，公司在业务、产品、客户方面“有所为、有所不为”，持续优化结构，为公司持续的高质量发展奠定基础；同时，精细化改革叠加规模效应显现，使盈利能力持续提升，前三季度净利率同比提升 2.89pct 至 8.34%（扣非后净利率同比提升 2.17pct 至 6.81%）。我们强调现阶段客户结构调整策略和产业竞争力的匹配度可能还有待进一步验证跟踪，我们也将持续关注该变化对公司实际内生增长质量提高带来的影响。

➤ 短期：业绩拐点得到初步验证，表观看新旧实验室集中释放业绩

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，其中广州金城、四川金城、昆明金城、长沙金城上半年分别实现净利润 8,344 万元、2,736 万元、2,160 万元、1,599 万元，同比增长 47.80%、27.31%、31.94%、65.13%；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。当前公司的渗透率和净利率双低，净利润还有较大的提升空间。

➤ 中长期：我们认为特检项目才是第三方实验室的核心竞争力

公司坚定“顶天立地”的发展路径：**1) 增量：**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；**2) 存量：**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。

在渠道代理、集约化采购、区域检验中心等多模式介入检验市场的背景下，我们认为具备规模优势和专业化优势的第三方医学检验室终能占据一席之地，参考海

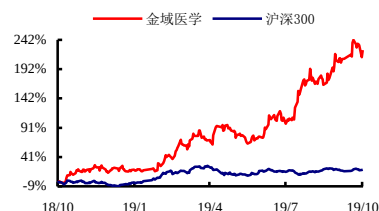
谨慎推荐 维持评级

当前价格： 58.7 元

交易数据 2019-10-22

近 12 个月最高/最低(元)	61.91/17.41
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)	164

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.金城医学 (603882)：进入第一轮良性迭代阶段的 ICL 标杆企业
- 2.金城医学 (603882)：利润增速快于收入，重视高质量发展，看好特检

三、投资建议

公司短期迎来业绩拐点，长期构筑特检核心竞争力。由于公司控费效果明显超过原有预期，同时第三季度出售金圻睿所带来的投资收益对业绩产生较大影响，故上调业绩预期：预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.88、1.12、1.50 元，按 2019 年 10 月 22 日收盘价对应 PE 为 67、53、39 倍。参考可比公司估值及公司行业领先地位，维持“谨慎推荐”评级。

四、风险提示：

监管政策变动风险；市场竞争风险；检验项目价格下降风险。

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	5,318	6,257	7,441
增长率（%）	19.3%	17.5%	17.7%	18.9%
归属母公司股东净利润（百万元）	233	403	515	696
增长率（%）	23.8%	72.6%	27.8%	35.3%
每股收益（元）	0.51	0.88	1.12	1.50
PE（现价）	115.1	67.0	52.6	39.0
PB	14.1	11.5	9.3	7.4

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	4,525	5,318	6,257	7,441
营业成本	2,768	3,239	3,831	4,575
营业税金及附加	6	7	9	10
销售费用	701	787	888	1,007
管理费用	442	477	523	592
研发费用	291	305	315	322
EBIT	317	503	692	933
财务费用	30	18	20	14
资产减值损失	15	9	6	7
投资收益	(2)	41	0	0
营业利润	312	538	688	933
营业外收支	9	0	0	0
利润总额	321	547	697	942
所得税	65	112	142	192
净利润	255	436	555	750
归属于母公司净利润	233	403	515	696
EBITDA	581	823	1,072	1,362

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	842	948	1545	2473
应收账款及票据	1328	1618	1987	2471
预付款项	10	12	15	19
存货	128	132	175	192
其他流动资产	31	35	38	42
流动资产合计	2385	2753	3730	5105
长期股权投资	82	159	194	194
固定资产	1148	1421	1639	1813
无形资产	96	105	111	113
非流动资产合计	1572	1692	1660	1507
资产合计	3957	4445	5390	6612
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	958	1124	1363	1667
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	1461	1415	1703	2067
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	2006	2349	2773
股本	458	460	461	463
少数股东权益	50	83	123	177
股东权益合计	1956	2439	3041	3839
负债和股东权益合计	3957	4445	5390	6612

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	19.3%	17.5%	17.7%	18.9%
EBIT 增长率	20.9%	58.5%	37.7%	34.8%
净利润增长率	23.8%	72.6%	27.8%	35.3%
盈利能力				
毛利率	38.8%	39.1%	38.8%	38.5%
净利率	5.2%	7.6%	8.2%	9.4%
总资产收益率 ROA	5.9%	9.1%	9.5%	10.5%
净资产收益率 ROE	12.2%	17.1%	17.6%	19.0%
偿债能力				
流动比率	1.6	1.9	2.2	2.5
速动比率	1.5	1.9	2.1	2.4
现金比率	0.6	0.7	0.9	1.2
资产负债率	0.5	0.5	0.4	0.4
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	1.3	1.2
每股指标 (元)				
每股收益	0.5	0.9	1.1	1.5
每股净资产	4.2	5.1	6.3	7.9
每股经营现金流	1.2	1.4	1.8	2.3
每股股利	0.1	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	115.1	67.0	52.6	39.0
PB	14.1	11.5	9.3	7.4
EV/EBITDA	30.7	23.5	18.7	14.9
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	436	555	750
折旧和摊销	279	329	386	436
营运资金变动	(51)	(109)	(140)	(158)
经营活动现金流	530	636	826	1,056
资本开支	346	307	253	210
投资	(89)	(40)	(40)	(5)
投资活动现金流	(443)	(350)	(297)	(219)
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	106	598	928

资料来源：公司公告、民生证券研究院

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。