



医疗保健 医疗保健设备与服务

2019-10-25

公司深度报告

买入/维持

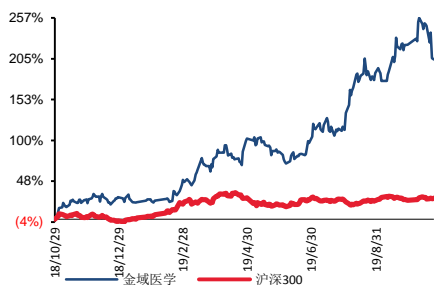
金域医学(603882)

目标价：70

昨收盘：52.70

盈利能力快速提升期，竞争优势不断扩大

■ 走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	458/280
总市值/流通(百万元)	24,131/14,737
12个月最高/最低(元)	61.91/17.41

相关研究报告：

金域医学(603882)《业绩持续超预期，盈利水平稳定提升》
--2019/10/22

金域医学(603882)《Q2 延续提速趋势，盈利能力快速提升》
--2019/08/02

证券分析师：杜佐远

电话：010-88695263

E-MAIL: duzy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517110001

证券分析师：蔡明子

电话：010-88695263

E-MAIL: caimz@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518050001

报告摘要

我们在19年4月发布的行业深度《独立医学实验室专题报告：成长空间巨大，行业&龙头拐点显现》中，提示行业拐点来临：招标回归良性竞争，龙头集中度提升，相关企业有望从19年开始陆续进入净利润增速>收入增速的新阶段。金域医学的靓丽业绩超市市场预期，正不断验证行业拐点来临，19年开始龙头公司处在净利率提升过程中。

金域处于收获期实验室占比不断提升，规模效应显现，特检项目占比提升，客户结构优化带来盈利能力提升的逻辑逐步得以验证，未来业绩还有加速及超预期可能：

1)公司完成37家省级检验中心的布局+目前与约400家医疗机构合作共建区域检验和病理诊断中心，资本开支减少，实验室逐步进入盈利期，目前已有27家盈利。2)公司研发基因深厚，持续研发投入带来检验项目扩容、特检项目占比提升及产业链拓展，提升盈利水平、打造核心竞争力。3)规模效应显现，议价能力提升，期间费用率稳中有降，决定了公司的业绩拐点不是短期的，而是长期显现。4)给予员工充分激励，IPO时四个员工持股平台持有公司20%以上股份，19年进一步实施股权激励，带动员工积极性。

详细十年空间测算：2022-2029年，假设实验室收入增速逐步放缓，广州金域收入体量在2029年预计达到31亿(含合作共建)，其余实验室规模平均在6-7亿体量，公司总收入预计达到275亿，10年CAGR17%。净利率参考美国QUEST和LABCORP当前成熟期净利率在10-12%，以及广州金域当前11%的净利率水平，小于其他披露实验室(见19半年报)15%以上的净利率，我们判断公司未来净利率将逐步提升至12%以上，因此预测2029年公司归母有望达到34亿。公司在ICL行业占比将从当前的47%提升至63.5%，并保持稳定。注：不同行业规模口径测算出的市占率有差异。

竞争优势不断扩大：公司历年研发投入大，厚积薄发，在质量、技术、口碑、网络等全方面与竞争对手拉开差距，且优势将不断扩大。

盈利预测：预计公司19-21年归母净利润分别为4.2/5.5/7.2亿，对应PE分别为58/44/34倍，维持“买入”评级。

风险提示：实验室盈利及合作共建项目进展不及预期；检验价格降价

超预期。

[Table 10-10-1]

■ 盈利预测和财务指标：

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4525	5543	6792	8362
(+/-%)	19.35%	22.48%	22.54%	23.12%
净利润(百万元)	233	419	553	720
(+/-%)	23.77%	79.54%	32.08%	30.17%
摊薄每股收益(元)	0.51	0.91	1.21	1.57
市盈率(PE)	44	58	44	34

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算



目录

目录	3
图表目录	4
一、公司概况：深耕 ICL 市场，业务结构逐步优化	5
(一) 公司具备深厚科研及员工激励基因	5
(二) 业务结构优化，特检占比提升	10
(三) 议价能力提升，费用率稳中有降	14
(四) 上市后融资渠道拓宽，为未来业务拓展奠定基础	15
二、19 年起业绩进入快车道，拐点持续：高端项目占比提升，业务结构优化，规模效应保障盈利能力提升	18
(一) 超半数 ICL 进入盈利期，利润加速释放	18
(二) 规模效应显现，保障长期盈利能力提升	22
三、研发持续加码+产业链延伸加深护城河	24
(一) 金域核心竞争力分析：质量、平台、研发、人才	24
(二) 多元化业务外延，打造医学健康产业链生态圈	29
四、收入利润模型与盈利预测	31
五、风险提示：	36
投资评级说明	38
1、行业评级	38
2、公司评级	38
销售团队	38

图表目录

图表 1：金城医学主要发展历程	6
图表 2：ICL 企业概况	7
图表 3：金城医学股权结构（截止到 19 年 9 月）	8
图表 4：金城医学员工持股平台情况	9
图表 5：金城医学股权激励情况	9
图表 6：股东减持情况	9
图表 7：金城特检业务收入占比提升快	10
图表 8：金城医学特检毛利占比提升快	11
图表 9：金城特检业务毛利率更高	11
图表 10：金城医学营业收入稳步增长	12
图表 11：金城医学归母净利润稳定增长	13
图表 12：公司毛利率和净利率稳中有升	14
图表 13：金城医学三费控制情况	14
图表 14：金城医学应收与应付周转天数差值不断缩小	15
图表 15：经营、投资活动产生的现金流量净额	16
图表 16：现金余额与资产负债率	17
图表 17：IPO 项目募投资金使用情况	17
图表 18：四级实验室网络布局	18
图表 19：2016 年 35 家实验室已超过半数达到盈利	19
图表 20：金城医学实验室成立时间及经营情况（单位：万元）	20
图表 21：2018 年营业收入地区占比	22
图表 22：2014-2018 年各地区收入情况	22
图表 23：公司配送费用、人工成本占比逐年下降	23
图表 24：2014-2019H1 年可比公司 ROE 水平	23
图表 25：2014-2019H1 金城 ROIC&WACC 水平	24
图表 26：金城医学质量文化	24
图表 27：金城合作搭建健康平台	25
图表 28：金城八大疾病中心	26
图表 29：金城医学各年研发费用（亿）及占收入比	27
图表 30：不断整合优质创新资源	27

图表 31：华为云一站式 EI 开放平台.....	28
图表 32：金域病理医生远程协作网.....	29
图表 33：病理医生培养周期较长	29
图表 34：上下游拓展，打造产业链生态圈.....	30
图表 35：收入模型（万元）	31
图表 36：利润模型（万元）	33
图表 37：盈利预测	34

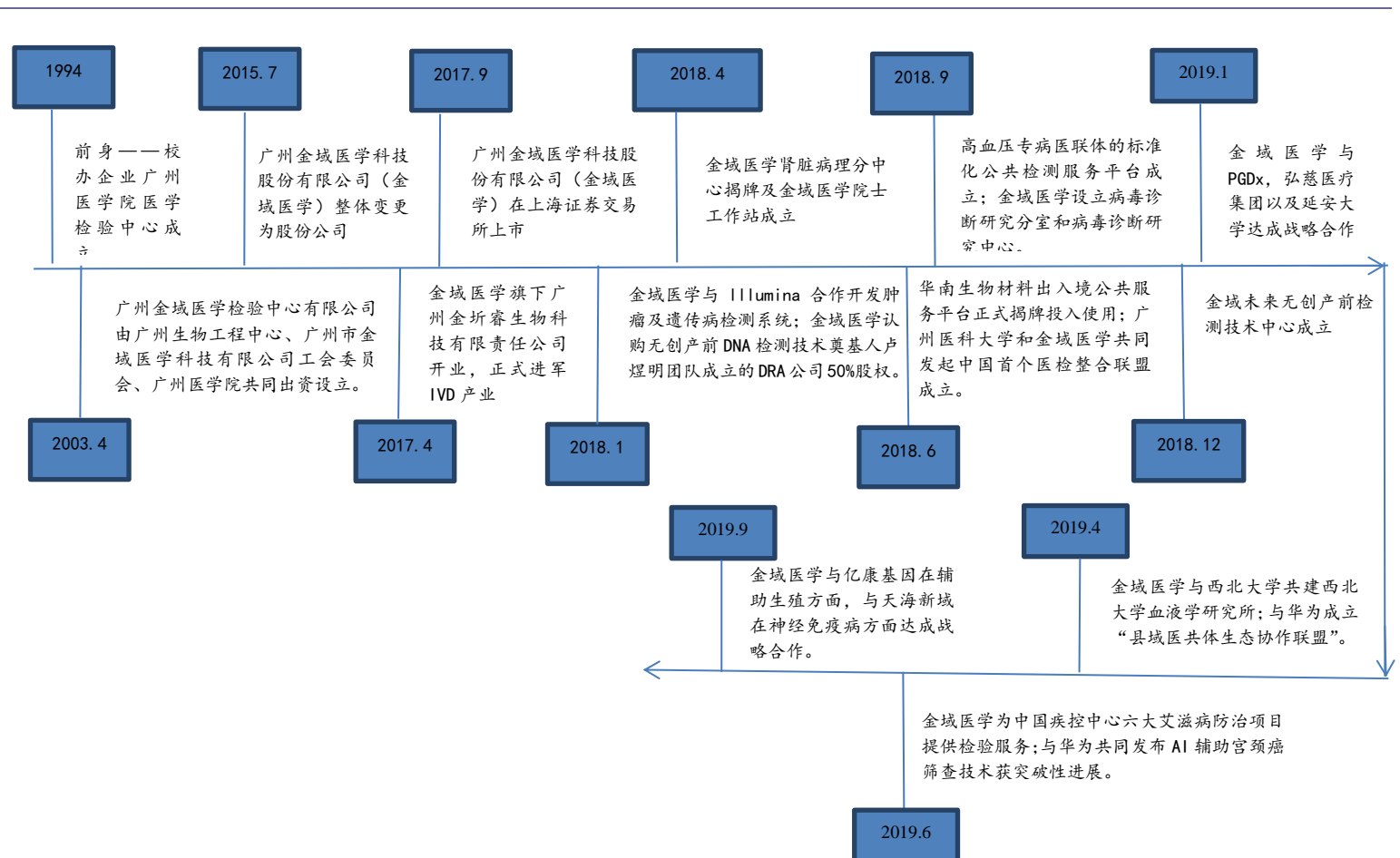
一、公司概况：深耕 ICL 市场，业务结构逐步优化

（一）公司具备深厚科研及员工激励基因

金城医

学是目前国内第三方医学检验行业（ICL）规模最大、检验项目及技术平台最齐全的龙头企业，其前身可追溯到1994年成立的校办企业广州医学院医学检验中心，经过在ICL行业多年的精耕细作，已实现向超过22000多家医疗机构等提供包括理化质谱检验、基因组检验、病理诊断、生化发光检验、免疫学检验、其他综合检验等6大类超过2600余项检验项目外包及科研技术服务，拥有37家中心实验室（包括中国香港地区），物流网点2000余个，与近400家医疗机构合作共建区域检验和病理诊断中心。公司已实现资源下沉，服务网络覆盖全国90%以上人口所在区域，已获36张国内外认证认可证书，检验结果为全球50多个国家和地区认可。

图表 1：金城医学主要发展历程



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

公司于2017年9月8日在上海证券交易所上市，截止2019年10月18日，总市值达到278

亿元，较上市

初上涨 6 倍。2018 年，公司以 47% 的市场份额位列国内独立医学实验室第一。

图

表 2：ICL 企业概况

独立医学检验机构	金域医学	迪安诊断	达安基因	艾迪康
成立时间	2003	2001	2001	2004
上市时间	2017	2011	2004	未上市
医学检验实验室数量	37 家	38 家(含一家 CRO 实验室)	8 家	20 家
合作的医疗机构数量	>24000 家	>16000 家	>3000 家	>15000 家
覆盖省级行政区数量	30	30	-	-
检验项目数量	>2500 项	>2000 项	>1000 项	>1400 项
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；与美国匹兹堡大学医学中心、克利夫兰医学中心建立战略合作关系	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 DAKO 战略合作，与 Life 合作	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
2018 年收入(亿)	42.35	23.62	5.23	15(估)
同比增速%	23.05%	22.5%	3.93%	-
总部	广州	杭州	广州	杭州

资料来源：各企业官网，公司年报，前瞻产业研究院，太平洋证券研究院

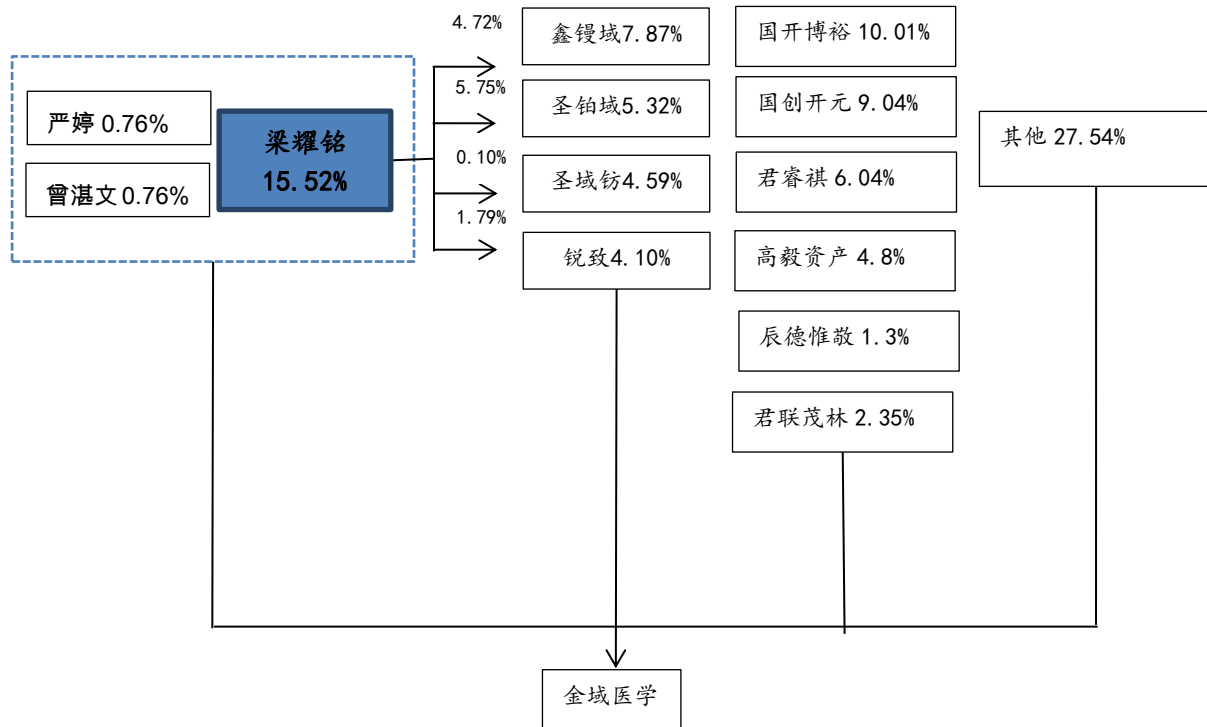
梁耀铭先生是金域医学的第一大股东及实际控制人，作为公司掌舵者，梁总既有专业医学背景，又有丰富管理经验：1988 年梁耀铭先生毕业于广州医学院（现广州医科大学）临床医疗系，

2001 年获新

加坡国立大学工商企业管理硕士学位，2002 年赴中国人民大学和英国牛津大学参加“高级公务员公共行政管理学习班（MPA 核心课程）”学习。2003 年，任广州金域董事长、总经理，期间受美国第三方医学检验室 QUEST 的启发，决定转型公司服务（由出售检验试剂为主转为提供医院检验服务），同年引入广州市科技局的下属投资公司为金域检验进行改制，改制后的金域广州医学院和公司员工各持股 40%，投资公司持股 20%，获得充裕资金发展业务的同时提高了经营的灵活性。2006 年至今，梁总任公司董事长、总经理。

图

表 3：金域医学股权结构（截止到 19 年 9 月）



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

君睿祺	3.97%	2.99%	0.99% (二级)	9.03%	5.06%	6.04%	0.98%	190809
			2% (大宗)					
君联茂林	1.03%	0		2.35%	1.32%	2.35%	1.03%	190809
鼎方源	0.31%	0.31%	二级	0.31%	0.00%	0.00%		190702
拉萨庆德	0.035%	0.035%	二级	0.035%	0.00%	0.00%		190601
辰德惟敬	2.89%	1.59%	1.59% (二级)	2.89%	0.00%	1.30%	1.3%	190704
国开博裕	6.00%	4.43%	1.99% (二级)	14.44%	8.44%	10.01%	1.57%	190905
			2.44% (大宗)					
国创开元	6.00%	3.38%	3.38% (大宗)	12.42%	6.42%	9.04%	2.62%	190731

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

2018年9月10日，公司IPO时锁定的46.07%股份解禁，解禁股东减持计划如上表。以上股东拟合计减持20.24%，截止19年9月5日已减持12.74%，其中通过大宗减持7.82%，通过二级市场减持4.92%，对股价影响较小。后续剩余待减持股份7.5%。

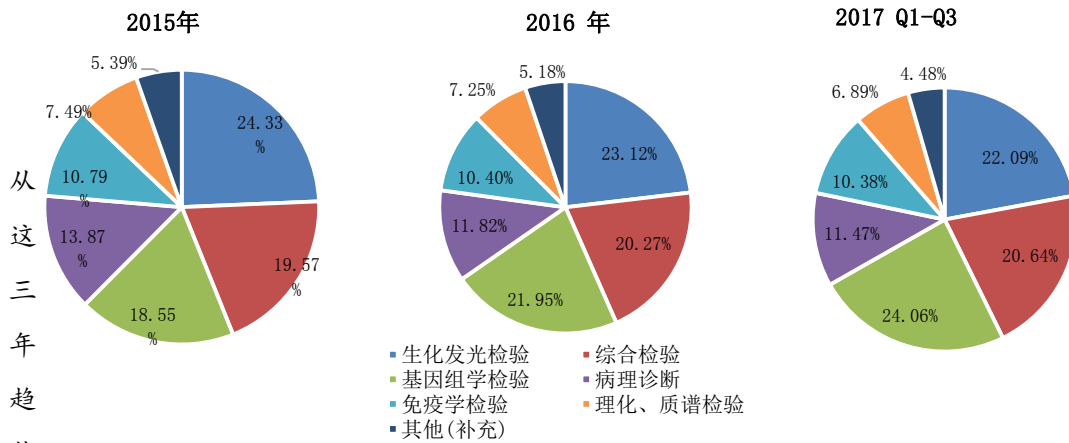
(二) 业务结构优化，特检占比提升

拆分公司第三方医学诊断业务，主要由生化发光检验、综合检验、基因组学检验、病理诊断、免疫学检验以及理化和质谱检验构成。基因组学检验、生化发光检验和综合检验2015-2017年收入复合增速分别为48.44%、24.81%和36.63%。2018年特检项目占比为45%，营收增长为20%，而常规项目占比为55%，营收增长为16.4%，略低于特检项目营收增长率，预计未来特检项目的占比有超过常规项目的可能。

基因组学检验和理化、质谱检验实现快速增长的原因：一是消费升级下，高收入群体已不满足于常规医学检验，对高端检验的需求持续增加；二是公立医院因其非营利性的所有制属性无法大规模提供高端个性化检验项目；三是绝大多数ICL实验室亦因规模及能力的制约，竞争力有限。

从收入构成看，生化发光检验、综合检验以及基因组学检验三大检验项目合计贡献了公司60%以上的收入；病理诊断和免疫学检验对收入的贡献率均超过10%。理化、质谱检验17年约7%左右。

图表 7：金域特检业务收入占比提升快

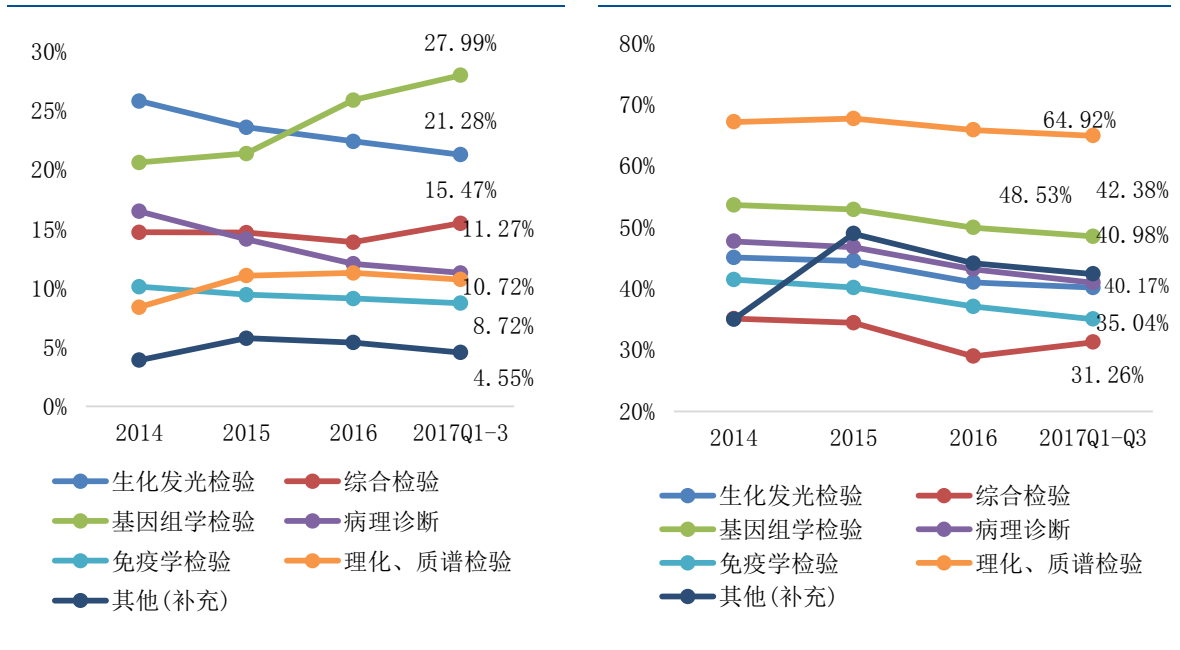


可以看出，公司高端检验项目占比逐步提升：化学发光占比呈下降趋势，新型检验基因组学占比快速提升，2017年已经成为公司第一大检验项目。随着公司对特检平台的不断开和市场对高端检验项目需求的提升，基因组学、病理、理化、质谱类检验收入占比有望进一步提升。

从毛利率水平看，理化、质谱检验毛利率最高，基本维持在 65%-70%水平，毛利占比稳中有升，2017 年前三季度毛利占比接近 11%。其次是基因组学检验，毛利率在 50%左右，伴随着业务量的增加，其毛利贡献也呈逐年上升趋势，至 2016 年已经超过生化发光，成为公司毛利增长的第一动力。传统的生化发光毛利率在 40%左右，受竞争激烈及降价影响，毛利率和毛利占比逐年走低。而收入占比第三的综合检验由于毛利率水平较低，毛利贡献率仅在 10%左右。

图表 8：金域医学特检毛利占比提升快

图表 9：金域特检业务毛利率更高

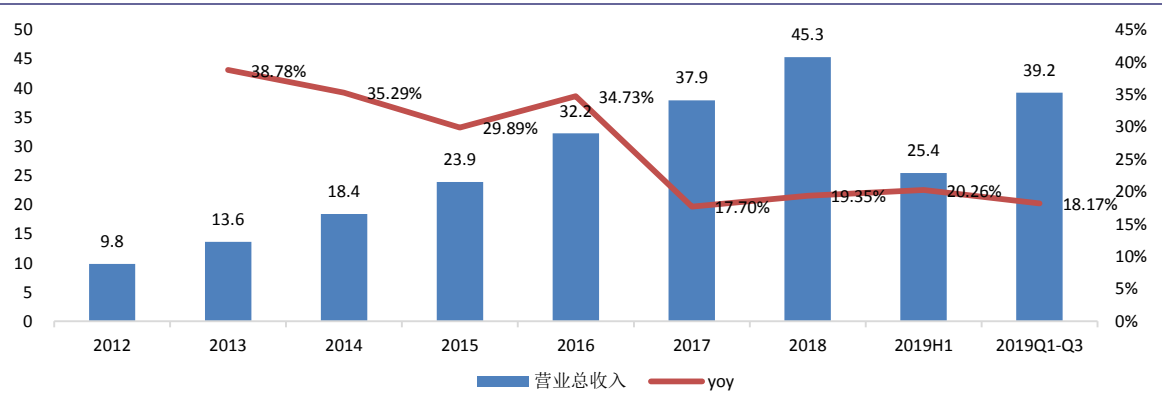


资料来源：招股书，太平洋证券研究院

资料来源：招股书，太平洋证券研究院

收入变化来看，拥有 37 家医学实验室带来的规模效应推动公司收入快速增长，公司营业收入从 2012 年的 9.8 亿元增长到 2018 年的 45.3 亿元，年复合增长为 29.07%，2019 年前三季度营业收入为 39.2 亿元，同比增长 18.17%。收入保持稳定增长的主要原因是业务量的增长所致，检验样本量上升、特检项目占比提升，其中检验样本量上升既受益于分级诊疗等政策加速 ICL 市场渗透，也受益于公司规模效应和渠道优势。

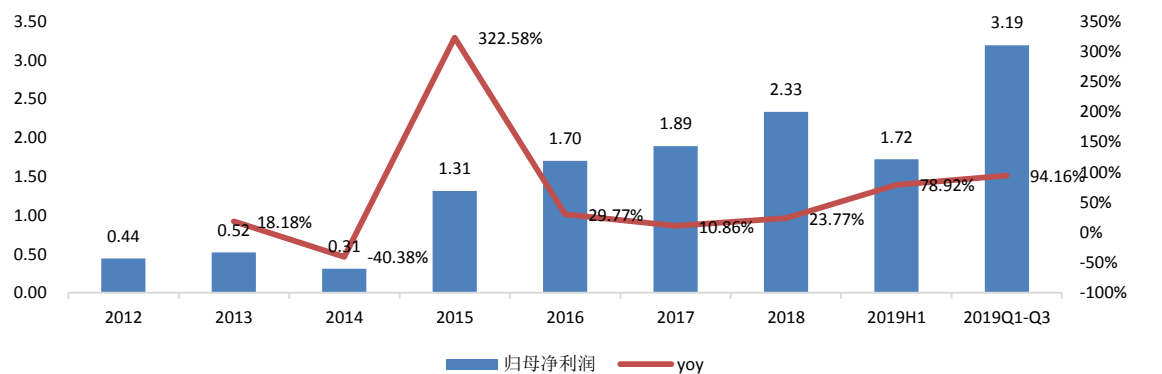
图表 10：金域医学营业收入稳步增长



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

同样受益于规模效应，以及特检项目占比提升、客户结构优化等因素，公司归母净利润由 2012 年的 0.44 亿元增长到 2018 年的 2.33 亿元，年复合增长率达到 32.02%。进入 2019 年，公司归母净利润显著提速，2019Q1-Q3 的归母净利润分别为 0.42 亿元、1.29 亿元、3.19 亿元，分别同比增长 349.22%、49.48%、94.16%。

图表 11：金域医学归母净利润稳定增长



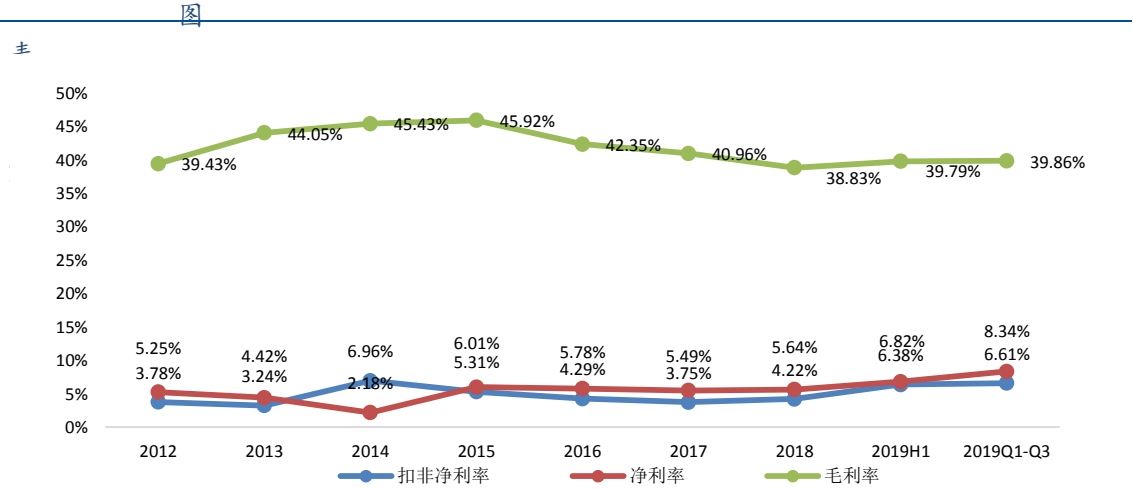
资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

公司历年毛利率、净利率变化基本平稳，小幅波动：2015 年至 2018 年毛利率小幅下降，主要是公立医院控费及政府指导价下降带来的检验价格下降，以及全国实验室数量增加，竞争激烈化所致，是行业因素；进入 19 年后，公司优化客户结构，以及提升高端特检业务占比，毛利率与净利率双双提升。

公司前三季度毛利率 39.86%，比去年同期提升 0.82 个点，其中 Q1-Q3 毛利率分别为 37.82%、41.45%、40%，同比提升 0.25/1.31/0.94 个点；前三季度扣非净利率高达 6.6%，同比提升 2.44 个点，Q1-Q3 扣非净利率分别为 3.26%、8.99%、7.04%，同比提升 3.37/2.56/1.85 个点，净利率

水平稳定提

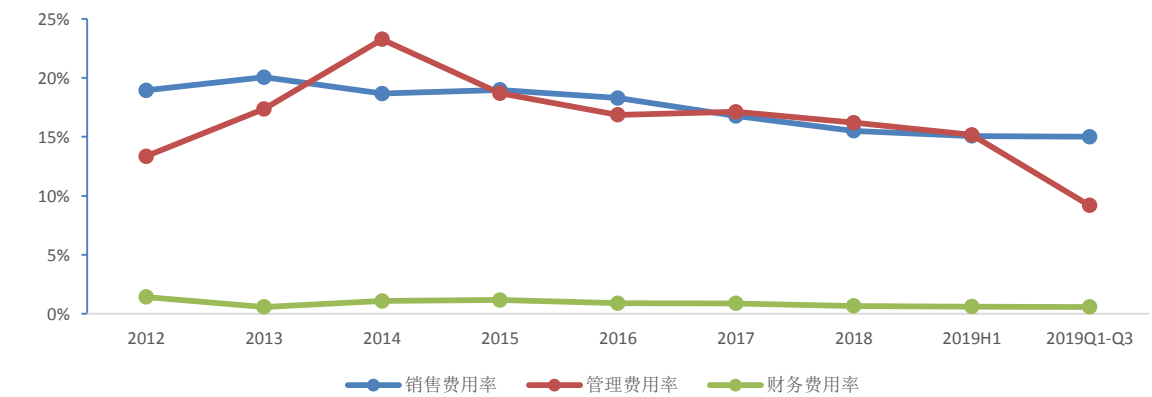
升；ROE 分别为 2.2%、6.49%、6.97%，同比提升 1.65/1.5/3.16 个点。



利
率
稳

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

中有升



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

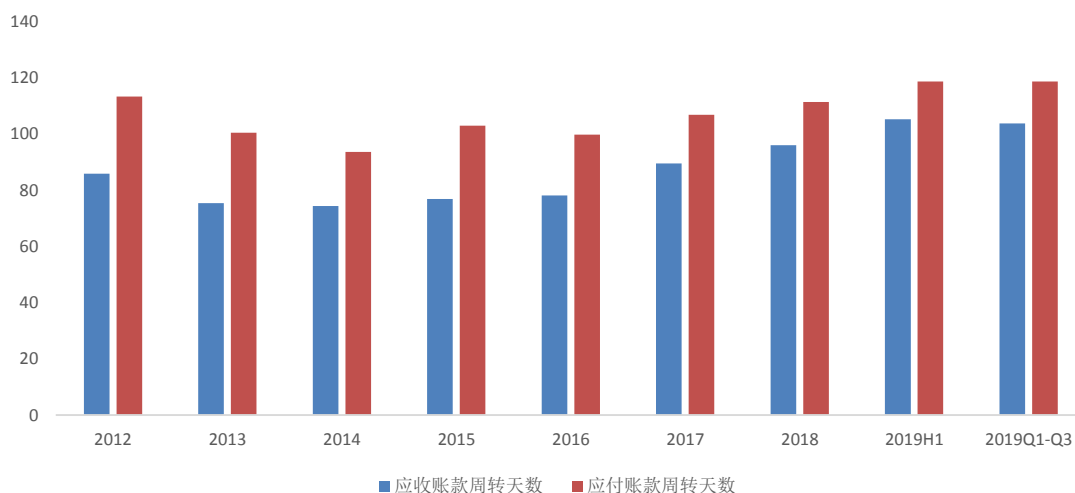
(三) 议价能力提升，费用率稳中有降

图表 12：金域医学三费控制情况

随着国

内竞争的激烈以及公司规模的逐步扩大，费用控制能力就显得尤为重要。得益于业务的规模效应和配送业务优化，2014年起公司的销售费用率和管理费用率逐步下降。其中，销售费用率从2014年的18.67%下降到2019Q1-3的15%；管理费用率从2014年的23.26%下降到2019Q1-3的15.08%。财务费用率不到1%。费用率的稳中有降使得公司净利率稳定在6%以上。

图表 13：金城医学应收与应付周转天数差值不断缩小



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

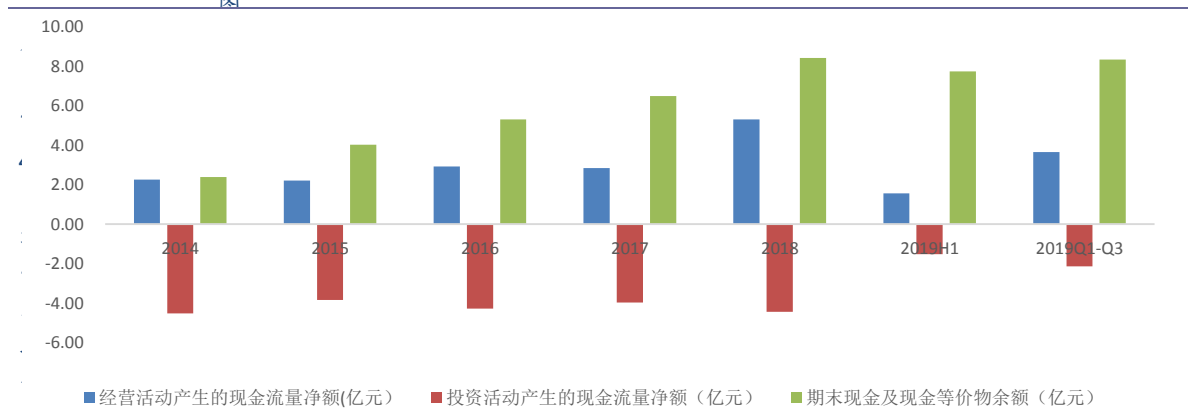
从应收账款与应付账款周转天数以及天数差值来看，金城医学流动资金的使用效率较高，在产业链上的控制能力较强；应收账款与应付账款周转天数的差值为负数，表明公司在规模扩大的同时对资金占用较少；公司收入的快速增长并没有带来较明显的资金压力，财务状况良好。

(四) 上市后融资渠道拓宽，为未来业务拓展奠定基础

公司规模的扩张和产业链的延伸也伴随着投资现金流的快速增长，从近年来公司经营和投资或送净现金流情况来看，近3年来公司的投资活动产生的现金流保持稳定；经营活动产生的现金流量净额及期末现金、现金等价物余额也逐年提升，19年上半年经营现金流净额大幅提升。销售商品、提供劳务收到的现金与营业收入的比值分别为93.87%、93.51%、93.54%、92.72%、95.31%和84.36%，反映出公司主营业务获取现金能力较强；2018年经营净现金流为5.30亿元，远高于归母净利润2.33亿元，主要是前几年处于跑马圈地阶段，固定资产折旧、无形资产摊销、长期待摊费用摊销等非现金费用支出较大，目前全国实验室网络基本布局完成，资本开支减少，未来净

利润有望逐步与经营现金流匹配。

图



动
产

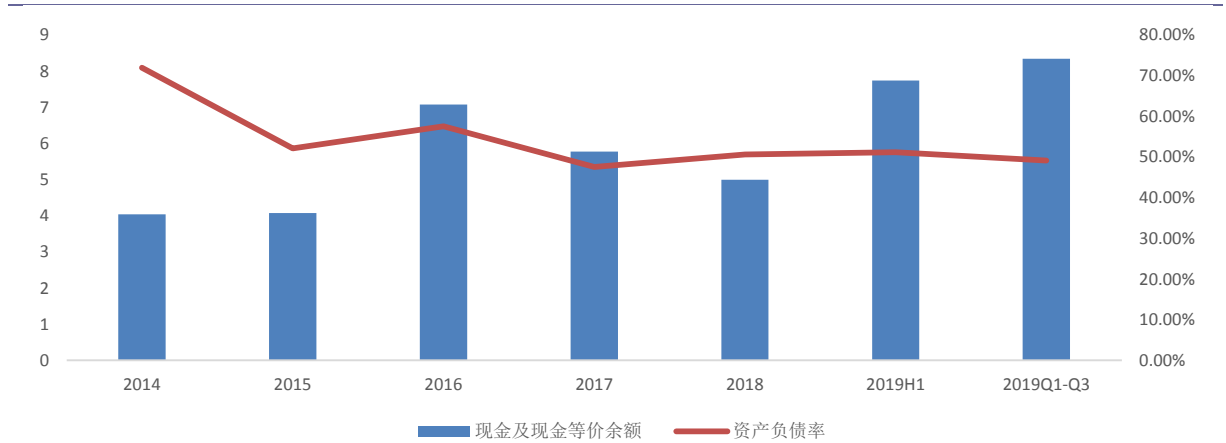
资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

生的现金流量净额

上市前，在自有资金较为有限的情况下，金域医学主要通过银行贷款融资；上市后融资渠道拓宽，资产负债率稳中有降，有利于公司进一步发展地区级实验室和快速反应实验室布局，覆盖

更多的基层
医疗机构。

图表 15：现金余额与资产负债率



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

IPO 所募资金主要用于实验室产能扩充建设项目、营销物流网络扩建及信息化升级项目和研发中心建设项目，这些都将强化公司市场地位，提升公司的盈利能力。

图表 16：IPO 项目募投资金使用情况

	募投资金（万元）
置自有房产、购买 ；5家新建实验室 备。	21,200
置冷藏车、手持终 式管架+玻片盒，建	4,700
平台、完善医学检 中心的研发软件、	4,400
	11,096.75
	41396.75

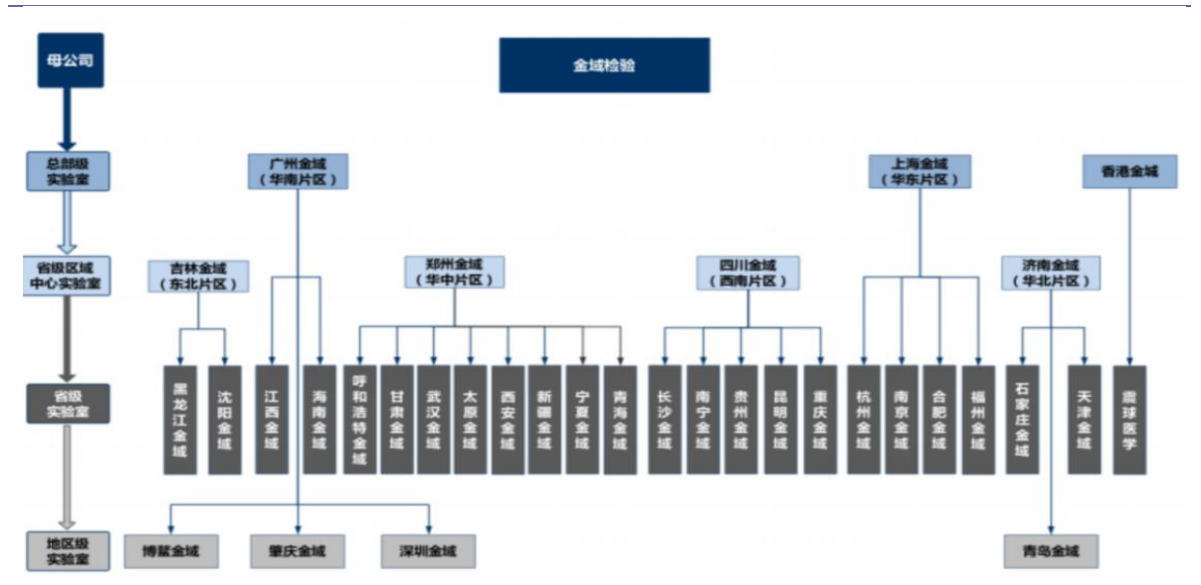
资料来源：公司招股书，太平洋证券研究院

二、19年起业绩进入快车道，拐点持续：高端项目占比提升，业务结构优化，规模效应保障盈利能力提升

（一）超半数 IGL 进入盈利期，利润加速释放

目前，金域医学已成为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。庞大的连锁实验室网络为公司提供了更大的规模效应及检验效率，形成了有效的竞争壁垒，保证了公司的竞争地位。同时遍布全国的实验室网络使公司的业务半径覆盖至全国绝大部分地区，更便捷的为当地医疗机构提供优质的检验及诊断服务。高效的实验室与物流网络使公司在成本、效率、服务水平等方面处于较为明显的领先优势，竞争者很难在短时间内完成大规模扩张并实现规模优势。

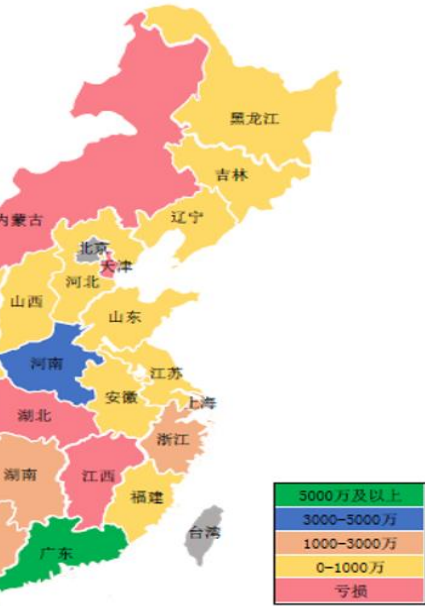
图表 17：四级实验室网络布局



资料来源：金域检验招股书，太平洋证券研究院

一般而言，投资建设一家检验服务完善、检验项目在 1500 项左右的独立医学实验室，固定投入大约需要 2000 万元，再考虑到检验技术人员培训、市场开拓等因素，通常需要 3-5 年的市场培育期，才能进入盈利期。

图表 18：2016 年 35 家实验室已超过半数达到盈利



资料来源：金域检验招股书，太平洋证券研究院

早在 2016 年，公司拥有的 37 家实验室就已超过半数达到盈利。截止 19Q3，盈利的省级实验室增加至 27 家，按照实验室建成时间，及实验室需要 3-5 年盈亏平衡测算，预计今年将有 30 家左右达到盈利状态，之后每年预计约 2-3 家新进入盈利期，至 2023 年左右全部盈利。

已盈利实验室整体经营状况稳定，广州金域 19H1 净利润增速 47.8%，净利率 11%；四川金域 19H1 净利润增速 27%，净利率 18%；昆明金域 19H1 净利润增速 32%，净利率 14.6%；长沙金域 19H1 净利润增速 65%，净利率 9.9%；贵州金域 19H1 净利率 17.6%。广州金域净利率略低的原因在于承担了部分总部费用。未来随着更多实验室进入盈利期，以及议价能力的提升，公司净利率有望从目前的 8% 提升至 15%，业绩还将有加速及超预期可能。

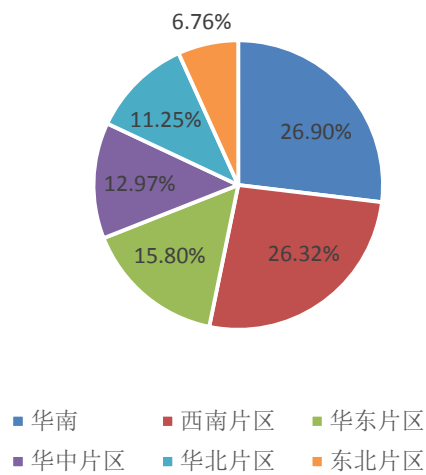
图表 19：金域医学实验室成立时间及经营情况（单位：万元）

实验室名称	成立时间	2016 净利润	2017 收入	2017 净利润	2017 净利率	2018 收入	2018 净利润	2019H1 收入	2019H1 净利润
广州金城医学检验中心有限公司	2003/4/28	7,767	125,682	9,998	8%	142,123	13,470	75,732	8,344
杭州金城医学检验所有限公司	2005/7/12	-175	-	-434	-				
济南金城医学检验中心有限公司	2007/2/9	250	-	-221	-				
南京金城医学检验所有限公司	2007/5/16	994	-	1,608	-				
合肥金城医学检验所有限公司	2007/10/1	719	-	841	-				
西安金城医学检验所有限公司	2007/12/1	800	9,081	631	-	9,662	254		
郑州金城临床检验中心(普通合伙)	2008/5/28	3,295	-	4,540	-				
太原金城临床检验有限公司	2008/5/30	103	-	85	-				
石家庄金城医学检验所有限公司	2008/8/13	170	-	515	-				
昆明金城医学检验所有限公司	2008/12/1	3,139	22,477	3,048	14%			14,817	2,160
吉林金城医学检验所有限公司	2009/2/24	591	-	830	-				
福州金城医学检验所有限公司	2009/6/4	741	-	-646	-				
贵州金城医学检验中心有限公司	2010/1/18	1,770	15,692	2,779	18%			10,531	1,860
天津金城医学检验所有限公司	2010/2/8	-146	-	-264	-				
四川金城医学检验中心有限公司	2010/3/3	3,263	22,836	4,096	18%			15,144	2,736
长沙金城医学检验所有限公司	2010/3/17	1,338	-	1,272	-			16,226	1,599
青岛金城医学检验所有限公司	2010/12/1	501	6,678	591	-	7,609	948		
沈阳金城医学检验所有限公司	2011/1/4	359	-	536	-				
重庆金城医学检验所有限公司	2011/7/20	1,195	-	1,239	-				
广西金城医学检验所有限公司	2011/8/24	1,076	-	884	-				
上海金城医学检验所有限公司	2011/12/8	2,110	33,638	2,143	6%				
金城检验(香港)有限公司	2014/3/4	-1,371	-	-1,357	-				
海南金城医学检验中心有限公司	2014/5/7	-349	-	124	-				
深圳金城医学检验所有限公司	2015/7/23	-43	-	-2	-				
甘肃金城医学检验所有限公司	2015/8/11	-659	-	-98	-				
武汉金城医学检验所有限公司	2015/8/20	-586	-	-502	-				
黑龙江金城医学检验所有限公司	2015/9/7	290	-	1,151	-				
江西金城医学检验所有限公司	2015/9/11	-686	-	-631	-				
呼和浩特金城医学检验所有限公司	2015/10/2	-399	-	-331	-				
肇庆金城医学检验中心有限公司	2015/12/1	-1.7	-	-217	-				
海南博鳌金城国际医学检验中心有限公司	2016/1/22	-0.03	-	-0.52	-				
新疆金城医学检验所有限公司	2016/8/18	-137	-	-644	-				
西藏金城医学检验中心	2016/11/2	-	-	-	-				
宁夏金城医学检验所(有限公司)	2017/4/7	-	-	-	-				
青海金城医学检验中心有限公司	2017/7/6	-	-	-	-				
常州金城医学检验实验室有限公司	2017/7/24	-	-	-	-				
北京金城医学检验实验室有限公司	2019/3/1	-	-	-	-				

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

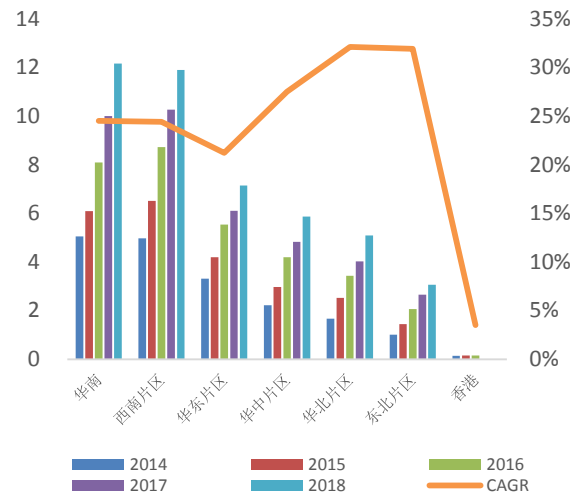
从区域看，目前公司收入贡献集中在西南和华南片区，2018 年合计收入占比均超过 50%，占据半壁江山。东北、华北、华中片区业务增速较快，2014-2018 年复合增速分别为 31.93%、32.13% 和 27.52%。2015-2017 年，华中片区新建 6 大省级实验室（呼和浩特、武汉、甘肃、新疆、宁夏、青海），目前仍处于培育状态，预期培育成熟后将会带来该片区收入快速增长。

图表 20：2018 年营业收入地区占比



资料来源：金城检验招股书，太平洋证券研究院

图表 21：2014-2018 年各地区收入情况



资料来源：金城检验招股书，太平洋证券研究院

(注：中国香港地区的 CAGR 是根据 2014-2016 年数据所得)

(二) 模效应显现，保障长期盈利能力提升

2014-2018 年，公司配送费用、人工成本占当期主营业务收入、主营业务成本的比重均逐年下降，公司规模效应得以显现，主要原因为：第一，公司业务量逐年增加，规模效应凸显，使得单位运输成本下降，单位人工产出增加；第二，连锁化扩张、全国化的网络布局使得配送成本降低；第三，公司优化配送结构，建立高效的专业物流服务体系，使用混合策略，合理安排配送线路和配送任务，有降低了单位运输成本。

图表 22：

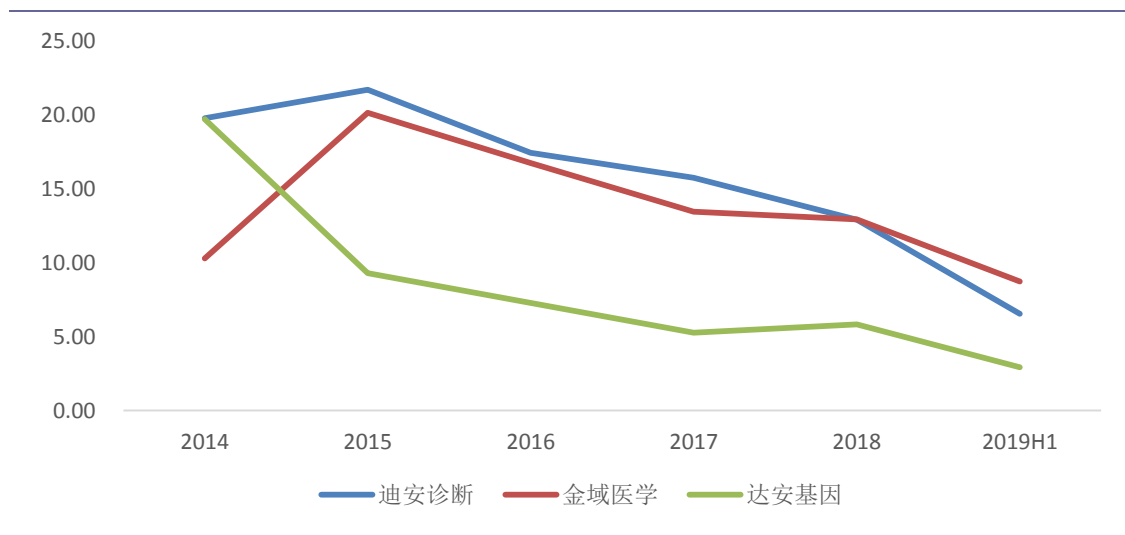
公司配送费用、人工成本占比逐年下降

	2014	2015	2016	2017	2018单位(万元)
营业收入	183,785.77	238,939.22	322,157.97	379,171.77	452,525.28
营业成本	94,254.17	122,628.89	176,414.62	212,683.06	261,766.28
试剂成本	45,071.86	58,568.21	89,511.91	114,971.51	148,549.99
yoy		29.94%	52.83%	28.44%	29.21%
营收占比	24.52%	24.51%	27.79%	30.32%	32.83%
营业成本占比	47.82%	47.76%	50.74%	54.06%	56.75%
人工	16,601.81	21,588.16	27,420.40	29,353.98	34,414.53
yoy		30.03%	27.02%	7.05%	17.24%
营收占比	9.03%	9.04%	8.51%	7.74%	7.60%
营业成本占比	17.61%	17.60%	15.54%	13.80%	13.15%
配送费用	13,099.01	16,362.16	20,148.93	23,182.28	26,454.37
yoy		24.91%	23.14%	15.05%	14.11%

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

规模效应的显现使得公司在上市后快速扩张业务的同时，ROE 和净利润仍保持稳定：

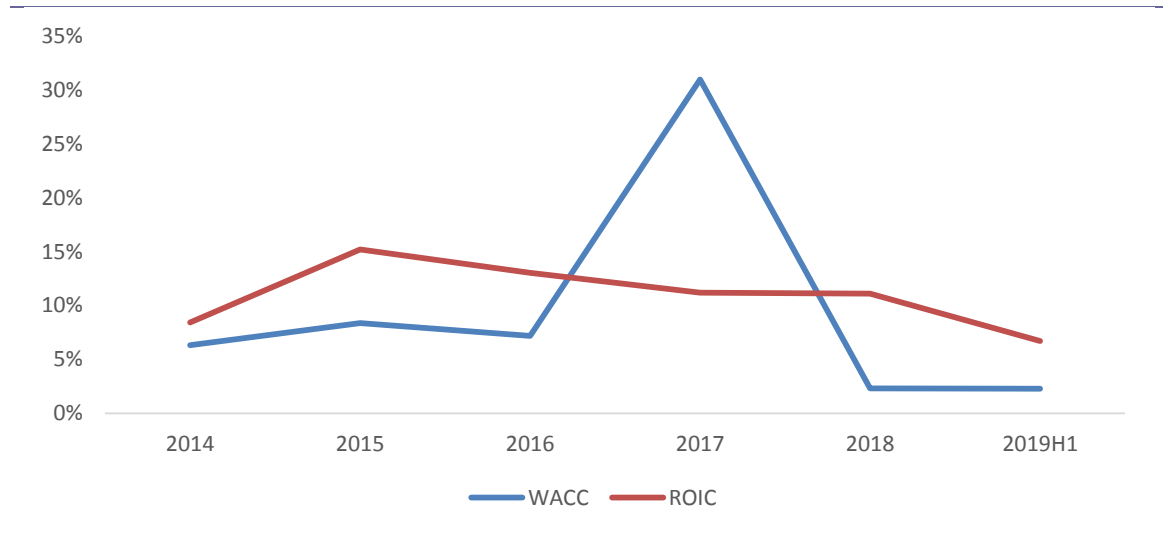
图表 23：2014-2019H1 年可比公司 ROE 水平



资料来源：公司公告，金城检验招股书，太平洋证券研究院



图表 24：2014-2019H1 金域 ROIC&WACC 水平



资料来源：公司公告，金域检验招股书，太平洋证券研究院

三、 研发持续加码+产业链延伸加深护城河

(一) 金域核心竞争力分析：质量、平台、研发、人才

(1) 高质量保证检验权威性：

公司实施“横向到端、纵向到底”的全流程标准化管理，保障检验结果的稳定性和可靠性。截止到 2019 年 7 月，全国获得 ISO15189 认证的实验室 342 家，金域旗下 18 家；目前全国 53 家 CAP 认证，金域旗下 2 家（广州金域、上海金域），其余主要为大型三甲医院；截至 2019 年上半年，共获得包括美国 CAP、ISO15189 在内的国内外认证认可证书 36 张。

图表 25：金域医学质量文化

可持续发展模式深化

2013

两家 CMA 认证

2013

两家 CAP 认可

2012-.....

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

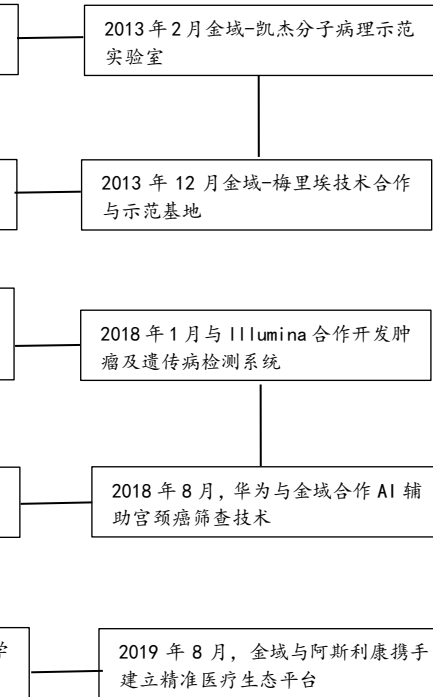
(2) 精准医疗平台不断完善，提升检验实力：

金域的技术护城河在于平台大且业务全，技术平台覆盖免疫组化、流式细胞分析、染色体微阵列、超微病理、荧光原位杂交、质谱/色谱检测等，同时涵盖高通量测序平台，依托大样本库，深入挖掘健康医疗大数据，对测序结果进行信息分析，最后进行疾病确诊。

公司注重创新投入，不断加强高新技术引进和转化，提升检验效率与准确度；针对临床需求，与众多的国际知名的生物医药、科技企业合作，搭建优质检验检测技术平台，打造核心竞争力。

图表 26：金域合作搭建健康平台

金域医学：盈利能力快速提升期，竞争优势不断扩大



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图表 27：金域八大疾病中心

八大疾病系列

 <p>血液疾病中心 Hematopathy Diagnostic Center 做好血液科医生的医生</p>	 <p>围产&儿童医学中心 Prenatal & Postnatal Care Diagnostic Center 母婴生命最初1000天</p>
 <p>妇科疾病中心 Gynecology Diagnostic Center 女性健康守护者</p>	 <p>心血管内分泌疾病中心 Cardiovascular & Endocrinology Diagnostic Center 拒绝慢病，从内心开始</p>
 <p>实体肿瘤疾病中心 Solid Tumor Diagnostic Center 肿瘤精准医学时代的全程管理先行者</p>	 <p>自身免疫性疾病中心 Autoimmune Disease Diagnostic Center 自身抗体综合检测，疑难疾病简单诊断</p>
 <p>感染性疾病中心 Infectious Disease Diagnostic Center 无微不至，助力临床</p>	 <p>肾脏肝脏疾病中心 Renal & Hepatic Disease Diagnostic Center 依病为治，以理相通</p>

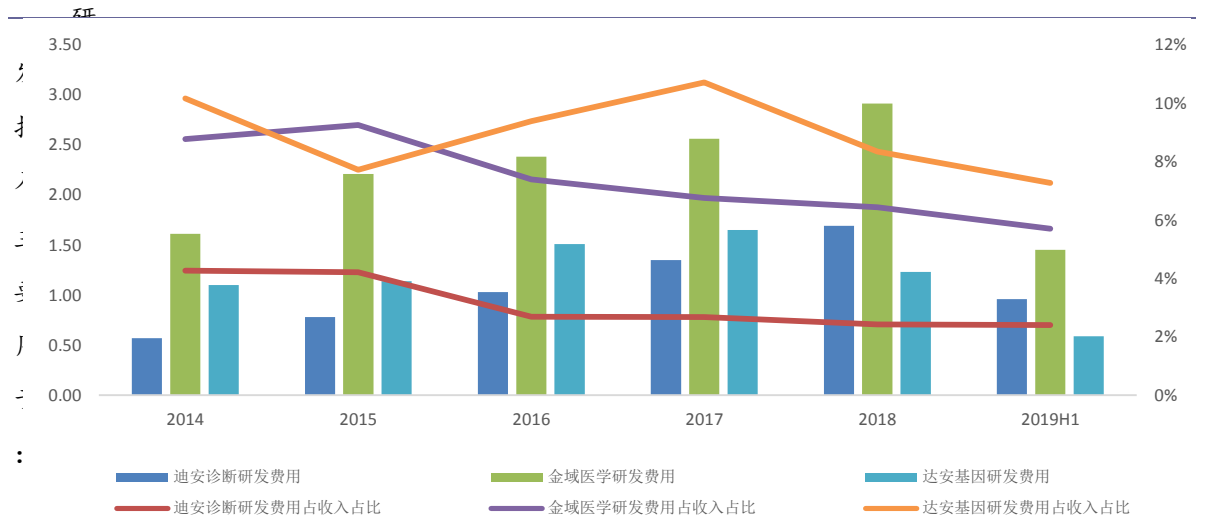
资料来源：金域医学，太平洋证券研究院

(3) 持续研发投入，夯实竞争力

金域医学：盈利能力快速提升期，竞争优势不断扩大

金域注重创新和自主研发的能力，大量投入研发来提升检验技术和开发检验项目，2019年上半年期间，共牵头开展完成近 250 项的新项目开发工作。研发费用自 2014 年的 1.61 亿元逐年提升到 2018 年的 2.91 亿元，占营业收入的 6.43%，在同行中处于较高水平。

图表 28：金域医学各年研发费用（亿）及占收入比



发

资料来源：公司年报，太平洋证券研究院

团

队费用支出：例如，目前金域有三个院士工作站：上海交通大学基因遗传学专家曾溢滔院士的工作站、南方医科大学肾脏病理学专家侯凡凡院士的工作站、钟南山院士牵头的国家呼吸疾病临床医学中心，专家团队实力强，与质量形成强互补。

图表 29：不断整合优质创新资源

金域医学：盈利能力快速提升期，竞争优势不断扩大



资料来源：金域医药，太平洋证券研究院

创
新

研究院和转化研究院，立项并推进罕见病研究、与呼研所合作 LAM 疾病检测、与哈医大合作乳腺癌 ctDNA 检测等重点项目，在病理人工智能辅助诊断、精准医疗、高端检验与个性化检验、学科能力建设、临床诊断服务等方面发力。19 年与华为技术公司共同研发 AI 辅助宫颈癌筛查技术取得突破性成果。

图表 30：华为云一站式 EI 开放平台



资料来源：金域医学&华为云宫颈癌细胞学 AI 辅助筛查宣传片，腾讯视频，太平洋证券研究院

8

年公司拥有研发人员 910 名，占总人数 9.92%，包括了海内外 200 多位专家（其中享受国务院津贴的专家 8 名）、各个领域海归学科带头人超 30 人；进一步强化后备人才梯队培养，从国内 985、211 高校招聘的“管理培训生”和“技术培训生”的高潜人才培养模式等得到进一步优化；从外部引进硕士、博士等中高级管理人才和核心技术人才 133 名，涵盖基因组学、蛋白组学、病理诊

断、病理 AI、
大数据、IVD 等相关领域。

为解决病理医生的需求刚醒以及其稀缺性问题，金域于 17 年成立了病理医生远程协作网，通过高科技手段，让资源下沉：目前，全国病理医生总数不足 2 万人，且病理医生培养过程漫长（独立签发报告的病理医生培养时间 10 年以上）；金域拥有全国最大病理医生团队，近 600 名国内外病理医生，通过远程协作网络，向全国 13000 多家医疗机构提供医学检验和病理诊断服务。基层技术人员做切片，通过仪器扫片后传回金域总部进行远程分析并出具报告，很大程度解决了基层病理医生不足的问题，助力公司基层医疗业务扩张。同时，庞大的病理医生团队也形成了公司的“核武器”。

图

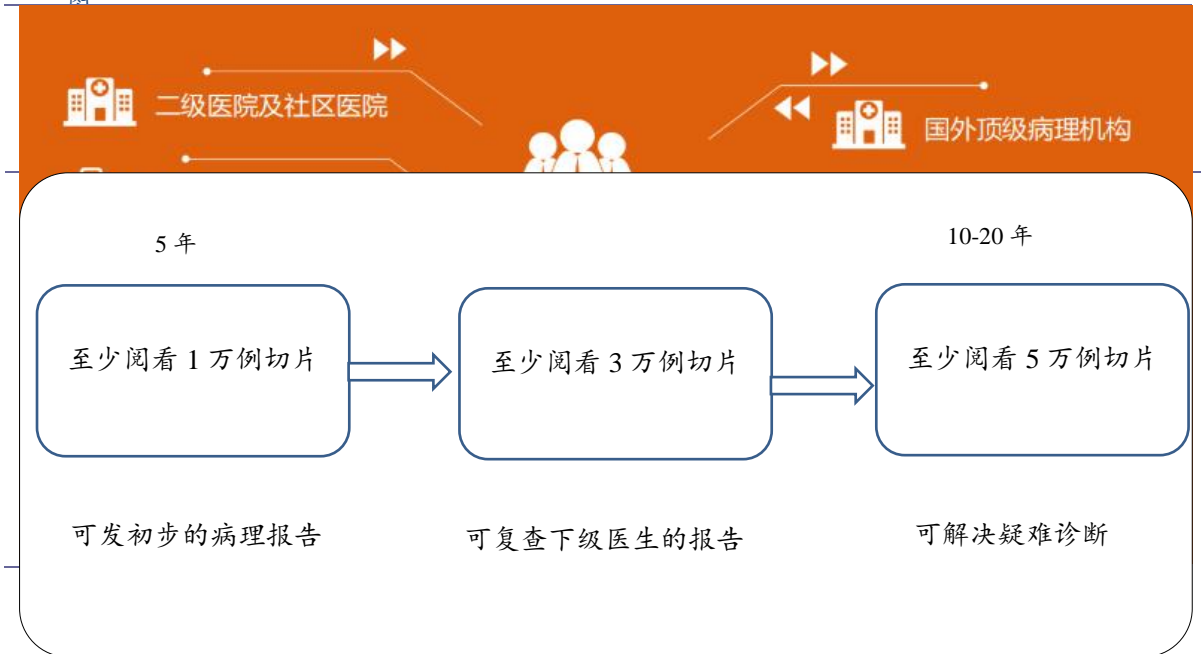


表 32：病理医生培养周期较长

资料来源：医脉通，科学网，新华网，太平洋证券研究院

长

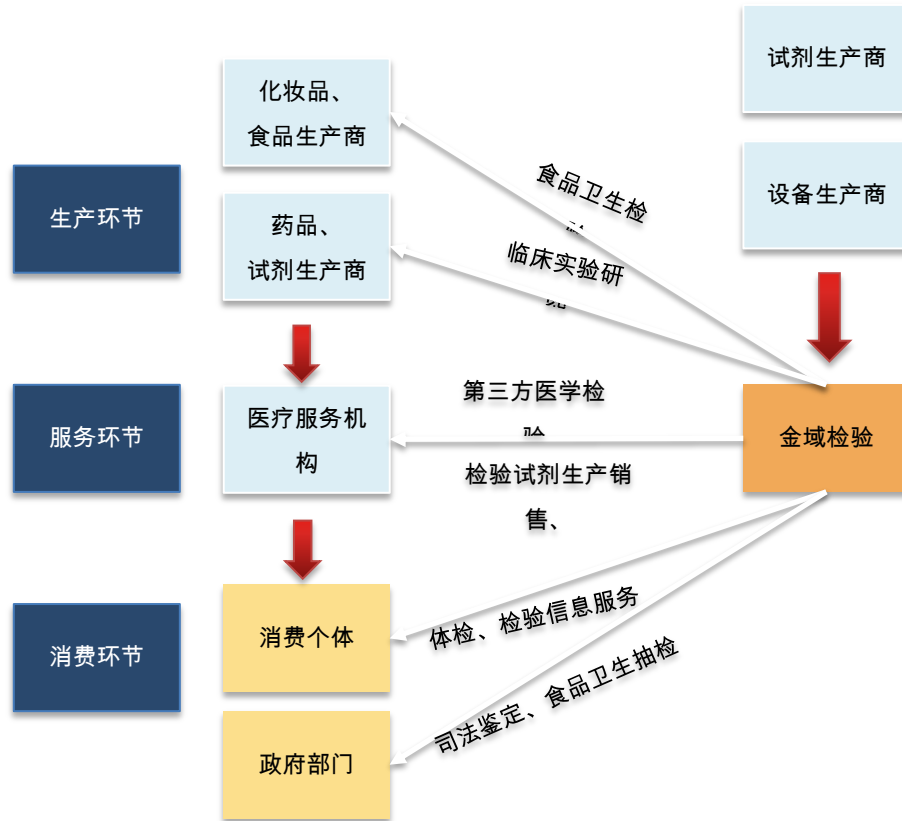
（二）多元化业务外延，打造医学健康产业链生态圈

近年来，公司以现有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，积极研究医学检验整体服务解决方案等业务的实现途径、市场空间以及移动互联网新业务模式下的医学实验室业务实现方式，持续进行实验室多元化业务外延。公司已成功开展了包括食品卫生检测、临床试验研究、司法鉴定、健康体检、检验试剂销售业务等非医学检验及病理诊断业务，于医疗服务产业链上不断进行业务拓展。

2014-20

18年，公司其他业务收入分别为0.93亿元、1.29亿元、1.67亿元、2.02亿元和2.90亿元，占营业收入的比重分别为5.05%、5.39%、5.18%、5.34%和6.41%，占比小幅提升。

图表 33：上下游拓展，打造产业链生态圈



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

通过横向和纵向的多元化业务外延，公司不仅成为了医疗健康产业链上的重要支点，而且也为自己发展打造了健康的“检验+”生态圈。

以物流冷链为例，为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，覆盖全国32个省份的服务网络，物流网点2000余个，深入到县乡区域。2018年揽收标本超6000万份，95%以上的标本实现省内12小时达、跨省36小时达的快速物流时效，并实现80%的报告24小时送达，样本的安全性、及时性得以保障，确保了行业冷链物流的领先优势。

四、收入利润模型、盈利预测、十年空间测算

（一）收入利润模型及盈利预测

收入模型：按照年报披露业务口径，分为服务（含合作共建）、诊断产品、体检、物流、其他等板块，其中服务拆成广州金域、西安金域、青岛金域与另外 34 家实验室分别估算，考虑前三家实验室均在 2010 年前运营，已进入成熟期，收入增速预期在 15% 以内。模型结果：预计 19-21 年公司收入分别为 55.43、67.92、83.62 亿，增速分别为 22.48%、22.53%、23.12%，增速平稳。

图表 34：收入模型（万元）

	2018	2019H1	2019E	2020E	2021E
服务（实验室，含合作共建）业务					
广州金域	142,123	75,142	163,353	187,856	216,035
	13%	14%	15%	15%	15%
西安金域	9,662	4489	10,949	12,482	14,229
	6%	11%	13%	14%	14%
青岛金域	7,609	3,766	8,188	8,843	9,639
	14%	6%	8%	8%	9%
三家合计	159,393	83,398	182,490	209,181	239,902
Yoy	13%		14%	15%	15%
剩余 34 家合计	264,136		332,812	419,343	528,372
Yoy	21%		26%	26%	26%
实验室（服务）合计	423,530		515,302	628,524	768,274
Yoy	18%		22%	22%	22%
三家占总服务比重	38%		35%	33%	31%
销售诊断产品业务（圣鑫生物等）					
	8,037		8,841	9,725	10,698
Yoy	63%		10%	10%	10%
健康体检业务（广州体检门诊等）					
	7,563		9,831	12,781	16,615
Yoy	75%		30%	30%	30%
冷链物流业务（金域达物流、金境生物物流）					
	1,754		3,157	5,683	10,230
Yoy	76%		80%	80%	80%
其他					
	11,642		13,970	16,764	20,117
Yoy	17%		20%	20%	20%
总收入	452,525		554,259	679,160	836,163
Yoy	19%		22.48%	22.53%	23.12%

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

利润模型：按照服务、产品、体检、物流、其他等板块来拆分，测算各业务成本占营业成本

比例，算出毛

利润与净利润；其中按照上文服务板块人工+配送费成本占比将逐步下降，试剂+外包+折旧等占成本比稳定/小幅上升的结论，对服务成本进行了详细拆分。模型结果：预计 19-21 年公司归母净利润分别为 4.19、5.53、7.20 亿，增速分别为 80%、32%、30%。

图表 35：利润模型（万元）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
医学诊断服务营业成本	94,254	122,629	176,415	212,683	261,766	319,253	395,950	492,249
占营收比	51%	51%	55%	56%	58%	58%	58%	59%
试剂成本	45,072	58,568	89,512	114,972	148,550			
yoy		30%	53%	28%	29%			
营收占比	25%	25%	28%	30%	33%			
营业成本占比	48%	48%	51%	54%	57%			
人工	16,602	21,588	27,420	29,354	34,415			
yoy		30%	27%	7%	17%			
营收占比	9%	9%	9%	8%	7%			
营业成本占比	18%	18%	16%	14%	13%			
配送费用	13,099	16,362	20,149	23,182	26,454			
yoy		25%	23%	15%	14%			
营收占比	7%	7%	6%	6%	6%			
营业成本占比	14%	13%	11%	11%	10%			
外包成本	9,652	13,750	20,740					
yoy		42%	51%					
营收占比	5%	6%	6%					
营业成本占比	10%	11%	12%					
折旧	3,628	5,070	8,130					
yoy		40%	60%					
营收占比	2%	2%	3%					
营业成本占比	4%	4%	5%					
其他	6,202	7,290	10,463	45,175	52,347			
yoy		18%	44%	332%	16%			
营收占比	3%	3%	3%	12%	12%			
营业成本占比	7%	6%	6%	21%	20%			
试剂+外包+折旧+其他	64,553	84,679	128,845	160,147	200,897	247,199	312,413	392,997
yoy		31%	52%	24%	25%	23%	26%	26%
营收占比	35%	35%	40%	42%	44%	45%	46%	47%
营业成本占比	68%	69%	73%	75%	77%	77%	79%	80%
人工+配送费用	29,701	37,950	47,569	52,536	60,869	72,054	83,537	99,253
yoy		28%	25%	10%	16%	18%	16%	19%
营收占比	16%	16%	15%	14%	13%	13%	12%	12%
营业成本占比	32%	31%	27%	25%	23%	23%	21%	20%

销售诊断产品营业成本	3,165	5,107	5,543	6,112	7,525
yoy	-11%	61%	9%	10%	23%
营收占比	0.8%	1%	1%	0.9%	0.9%
健康体检营业成本	2,012	3,139	4,434	5,433	6,689
yoy	29%	56%	41%	23%	23%
营收占比	0.5%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%
冷链物流服务营业成本	800	1,280	1,663	2,037	2,508
yoy	601%	60%	30%	23%	23%
营收占比	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
其他营业成本	5,218	5,505	6,651	8,150	10,034
yoy	27%	6%	21%	23%	23%
营收占比	1%	1%	1%	1%	1%

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	452,525	554,259	679,160	836,163
总成本	276,798	337,543	417,683	519,006
毛利率	39%	39%	39%	38%
净利率	6%	8%	9%	9%
毛利率-净利率	33%	31%	30%	29%
净利润	25,522	44,382	58,118	75,149
少数股东损益	2,207	2,494	2,818	3,185
yoy	13%	13%	13%	13%
归母净利润	23,332	41,888	55,300	71,965
yoy	23.8%	80%	32%	30%

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图表 36：盈利预测总表

总表	2017	2018	2019H1	2019E	2020E	2021E
收入（百万元）	3,802	4,543	2,543	5,543	6,792	8,362
yoy	17.94%	19.49%	20.26%	22.01%	22.53%	23.12%
归母净利润（百万元）	189	233	172	419	553	720
yoy	10.86%	23.77%	78.92%	79.53%	32.02%	30.13%
总市值（亿元）		243		243	243	243
PE	-	104		58	44	34
摊薄每股收益		0.51		0.91	1.21	1.57

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

（二）十年空间测算

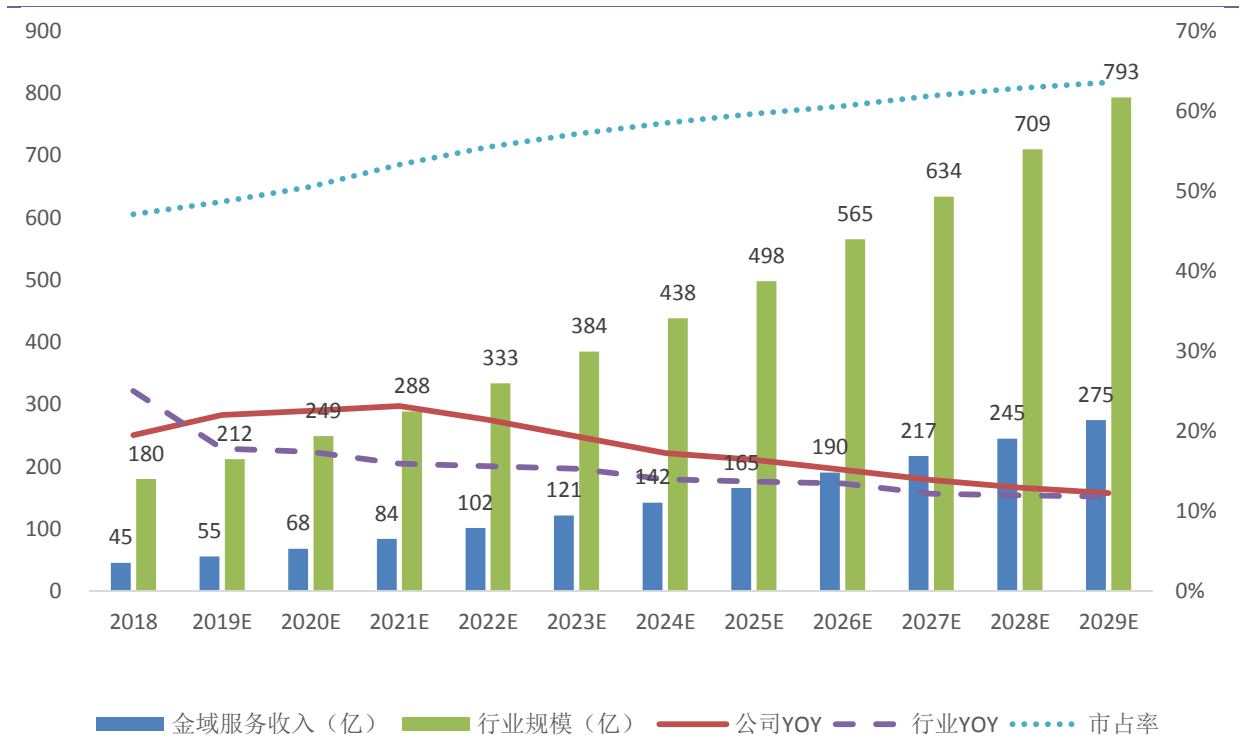
公司十

年空间测算：2022-2029年，假设实验室收入增速逐步放缓，广州金域收入体量在2029年预计达到31亿（含合作共建），其余实验室规模平均在6-7亿体量，公司总收入预计达到275亿，10年CAGR17%。净利率参考美国QUEST和LABCORP当前成熟期净利率在10-12%，以及广州金域当前11%的净利率水平，小于其他披露实验室（见19年半年报）15%以上的净利率，我们判断公司未来净利率将逐步提升至12%以上，因此预测2029年公司归母有望达到34亿。

行业十年空间测算：长期看，假设医院检验市场每年保持5-10%的增速，在2035年有望突破万亿规模，而随着ICL渗透率的缓慢、稳定提升（每年提升约0.5pct），从目前的10%提升至2038年的22%，ICL市场规模在2028年有望突破700亿规模，2038年有望突破1700亿——十年约5倍空间，二十年10倍以上空间。（详见之前发布的ICL行业深度报告）

公司市占率：公司服务业务在ICL行业占比将从当前的47%提升至64%，并保持稳定。注：不同行业规模口径测算出的市占率有差异。

图表 38：金域十年空间测算



资料来源：太平洋证券研究院整理 注：金域收入为

五、风

险提示：

实验室盈利及合作共建项目进展不及预期；检验价格降价超预期。



金城医学：盈利能力快速提升期，竞争优势不断扩大

利润表(百万)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	649	842	1485	2207	3113	营业收入	3792	4525	5543	6792	8362
应收和预付款项	1091	1338	1486	1821	2243	营业成本	2239	2768	3322	4086	5066
存货	94	128	133	163	203	营业税金及附加	6	6	8	10	8
其他流动资产	67	78	92	106	123	销售费用	636	701	864	1026	1180
流动资产合计	1901	2385	3196	4297	5681	管理费用	649	442	812	958	1177
长期股权投资	5	82	82	82	82	财务费用	33	30	-8	-15	-22
投资性房地产	0	24	24	24	24	资产减值损失	14	15	0	0	0
固定资产	1017	1148	975	793	601	投资收益	6	-2	5	5	5
在建工程	114	14	14	14	14	公允价值变动	0	0.00	0	0	0
无形资产开发支出	88	96	90	85	81	营业利润	263	312	551	733	958
长期待摊费用	0	0	0	0	0	其他非经营损益	9	9	15	15	15
其他非流动资产	1420	1572	1394	1206	1010	利润总额	272	321	566	748	973
资产总计	3321	3957	4590	5504	6691	所得税	64	65	113	150	195
短期借款	40	0	0	0	0	净利润	208	255	453	598	779
应付和预收款项	770	990	1131	1391	1724	少数股东损益	20	22	34	45	58
长期借款	537	499	499	499	499	归母股东净利润	189	233	419	553	720
其他负债	230	513	552	607	683						
负债合计	1577	2002	2182	2497	2906						
股本	458	458	458	458	458						
资本公积	834	841	841	841	841						
留存收益	410	605	1024	1578	2298						
归母公司股东权益	1702	1905	2324	2878	3598						
少数股东权益	42	50	84	129	187						
股东权益合计	1744	1956	2408	3007	3785						
负债和股东权益	3321	3957	4590	5504	6691						

预测指标

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
毛利率	40.96%	38.83%	40.07%	39.85%	39.42%
销售净利率	4.97%	11.58%	7.56%	8.15%	8.61%
销售收入增长率	17.70%	19.35%	22.48%	22.54%	23.12%
EBIT 增长率	17.34%	110.52%	-13.15%	31.41%	29.79%
净利润增长率	10.86%	23.77%	79.54%	32.08%	30.17%
ROE	11.07%	27.51%	18.02%	19.23%	20.02%
ROA	5.68%	13.25%	9.13%	10.05%	10.76%
ROIC	14.28%	33.32%	29.14%	41.66%	59.45%
EPS (X)	0.46	0.51	0.91	1.21	1.57
PE (X)	68.76	43.69	57.60	43.61	33.50
PB (X)	8.51	5.35	10.38	8.39	6.71
PS (X)	3.82	2.25	4.35	3.55	2.89
EV/EBITDA (X)	28.27	11.15	29.37	23.13	18.03

现金流量表(百万)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营性现金流	284	530	708	762	946
投资性现金流	-397	-443	-40	-40	-40
融资性现金流	234	103	-25	0	0
现金增加额	-1	1	0	0	0

资料来源：WIND，太平洋证券

投资 评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafli@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com

金域医学：盈利能力快速提升期，竞争优势不断扩大

华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610) 88321761

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。