

新实验室逐步盈利，新冠检测彰显实力

——金域医学 2019 年报&2020Q1 季报点评

增持|维持

事件：

- 公司 2019 年年报，报告期内实现营业收入 52.69 亿元，同比增长 16.44%，归母净利润 4.02 亿元，同比增长 72.44%，扣非归母净利润为 3.19 亿元，同比增长 67.26%。
- 公司 2020Q1 季报，报告期内实现营业收入 11.71 亿元，同比增长 0.57%，归母净利润 0.48 亿元，同比增长 13.14%，扣非归母净利润为 0.42 亿元，同比增长 11.96%。

● 公司积极开展新冠疫情检测，有效控制收入端影响

公司 2019 年 Q1-Q4 分别实现收入 11.64 亿元 (+26.74%)，13.79 亿元 (+15.29%)，13.77 亿元 (+14.49%)，13.49 亿元 (+11.69%)，2020Q1 实现收入 11.71 亿元 (+0.57%)，从收入规模来看一季度相对为淡季，叠加正常医学检测受疫情影响等因素，Q1 收入增速放缓。2 月疫情爆发后公司积极开展新冠核酸检测项目，对冲了其他业务的负面影响。随着疫情防控的常态化，新冠检测项目有望成为公司的主要收入来源之一，目前公司已投入相关人员近 1800 人，在湖北、广东、陕西、湖南、上海等全国 28 个省市陆续开展筛查、发热门诊、复工检测和入境检测工作，截止 4/24，累计检测量超 300 万例。

● 新建立实验室将陆续进入盈利周期，毛利率提升

公司核心实验室收入：广州金域 15.80 亿元 (+9.53%)，四川金域 3.19 亿元 (+18.95%)，昆明金域 3.09 亿元 (+19.47%)，贵州金域 2.29 亿元 (+35.55%)，长沙金域 3.42 亿元 (+21.87%)，TOP5 子公司收入占比 52.73%，较去年同期下降 0.71pct；

公司核心实验室净利润：广州金域 1.64 亿元 (+20.71%)，四川金域 0.55 亿元 (+16.50%)，昆明金域 0.42 亿元 (+11.10%)，贵州金域 0.40 亿元 (+55.01%)，长沙金域 0.42 亿元 (+32.16%)，TOP5 子公司净利润占比 82.58%，而去年同期其余子公司对净利润影响为负，说明经历 3-5 年爬坡期，新建实验室开始陆续进入盈利阶段，对公司利润影响贡献较大。

受固定资产投入和人员增长放缓，固定资产使用效率和人员效率提升，2019 年公司主营业务毛利率提升至 39.11% (+0.92pct)。

● 费用率进一步优化，现金流有望改善

公司 2019 年销售费用率 15.27% (-0.23pct)，管理费用率 9.16% (-0.6pct)，2020Q1 销售费用率 14.74%，管理费用率 9.27%，总体费用水平保持小幅优化趋势。2019 年经营活动现金流量净额 6.61 亿元，同比增长 24.88%，与收入节奏较为符合，2020Q1 现金流量净额 -1.18 亿元，同比下降 921.18%，我们预计主要原因为疫情影响下医院端正常业务受影响，以及新冠检测项目由国家医保基金支付，回款周期较长。

● 投资建议与盈利预测

新冠疫情下，ICL 行业价值突显，公司作为行业龙头优势显著。考虑到新冠疫情的常态化以及新冠检测的增量，预计公司 20-22 年营业收入分别为 61.69/73.54/87.19 亿元，归母净利润 5.28/6.51/8.09 亿元，EPS 分别为 1.15/1.42/1.77 元/股，对应 PE 为 64/52/42 倍，维持“增持”评级。

● 风险提示

ICL 行业竞争激烈，面临价格下降风险；疫情对公司常规医学检测影响；子公司盈利不及预期；检验项目质量风险；

当前价：74.05 元

基本数据

52 周最高/最低价 (元)：75.0 / 29.77

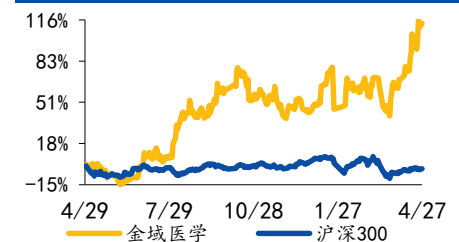
A 股流通股 (百万股)：279.64

A 股总股本 (百万股)：457.88

流通市值 (百万元)：20707.30

总市值 (百万元)：33906.35

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-金域医学 (603882) 首次覆盖报告：深耕医学检验，跑马圈地后进入收获期》2020.03.05

报告作者

分析师 常启辉

执业证书编号 S0020517090001

电话 021-51097188-1936

邮箱 changqihui@gyzq.com.cn

联系人 刘慧敏

电话 021-51097188

邮箱 liuhuimin@gyzq.com.cn

联系人 汤芬芬

电话 021-51097188

邮箱 tangfenfen@gyzq.com.cn

附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4525.25	5269.27	6169.26	7354.26	8719.12
收入同比 (%)	19.35	16.44	17.08	19.21	18.56
归母净利润(百万元)	233.32	402.33	527.94	650.94	808.50
归母净利润同比(%)	23.77	72.44	31.22	23.30	24.21
ROE (%)	12.25	17.69	19.27	19.51	19.77
每股收益 (元)	0.51	0.88	1.15	1.42	1.77
市盈率(P/E)	145.32	84.27	64.22	52.09	41.94

资料来源：Wind,国元证券研究中心

进一步完善项目优势，深化科研合作：全年新开发项目 260 余项，可检测项目总数已超 2700 项，健全实验室检验技术平台，包括高通量测序技术平台、基因芯片技术平台、流式细胞分析技术平台、色谱质谱分析技术平台等，范围覆盖了从常规到高端的主流技术领域；建立了全国最大的病理医生团队，拥有近 600 名国内外病理医生，年病理标本总量超 1000 万例。并逐步发展分子病理、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。

- 与钟南山院士团队联合建立的“金域病毒诊断与转化中心”成立一年，临床送检样本量已超 10 万例；
- 与国家卫健委临检中心、国家高血压专病医联体共同发起“高血压相关实验室检测标准化项目”，共同促进高血压筛查规范化及检测标准化，并参与国家《内分泌性高血压实验室规范化检测共识》撰写工作；
- 与侯凡凡院士及其团队合作，设立了“广东省肾脏病研究所—金域医学院士工作站”；
- 与国家慢性肾病临床医学研究中心合作，设立了“国家慢性肾病临床医学研究中心—肾脏病理分中心”，年标本量超 4 万例，居全球前列；
- 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”。

科技赋能：与华为、广州呼研院、哈医大等企业或机构合作，不断在核心疾病领域实现诊断技术突破与诊断项目创新开发。公司在 AI 辅助宫颈癌筛查技术、LAM 疾病检测、乳腺癌 ctDNA 检测技术和项目上取得突破式创新。另外启动了肺癌、消化道、免疫组化定量、肾脏等 AI 智能化项目。

覆盖面进一步拓宽：拥有深达县乡基层的专业医疗冷链物流网络，物流网点 2300 余个（去年年报披露 2000 个）。揽收标本超 7000 万份，95% 以上的标本实现省内 12 小时、跨省 36 小时送达的快速物流时效，并实现 80% 的报告 24 小时送达。

图 1：公司营业收入情况（单位：亿元）

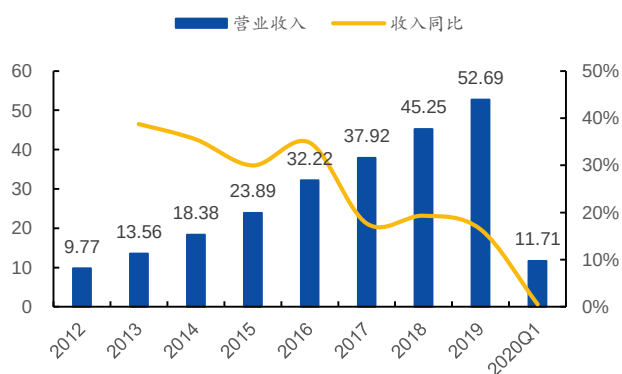
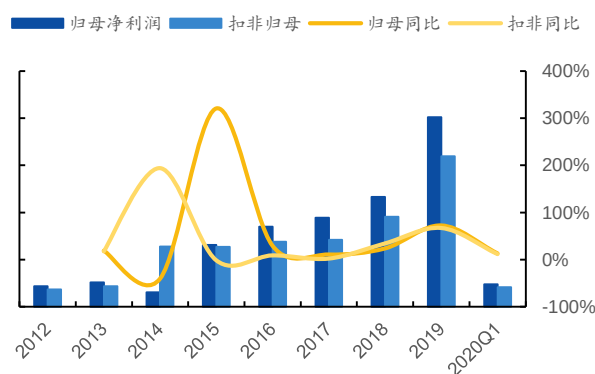


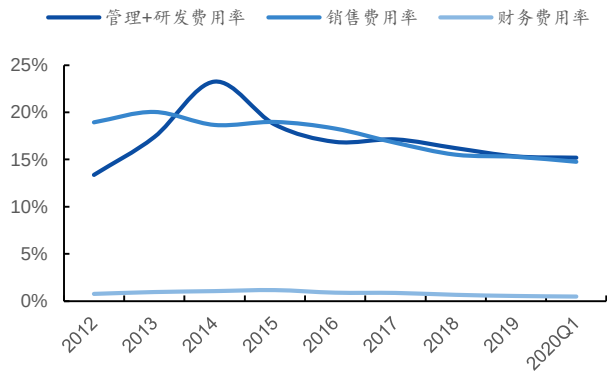
图 2：公司归母净利润及扣非归母情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，国元证券研究中心

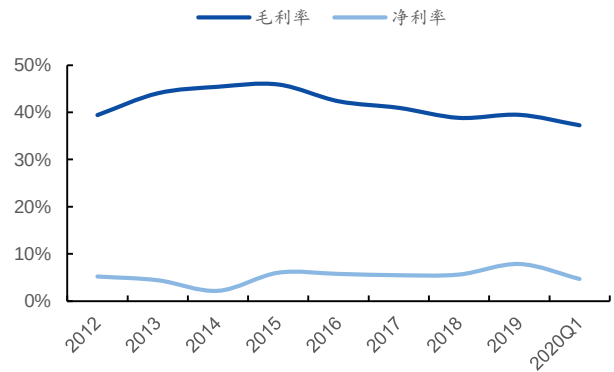
资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 3：公司各项费用率情况



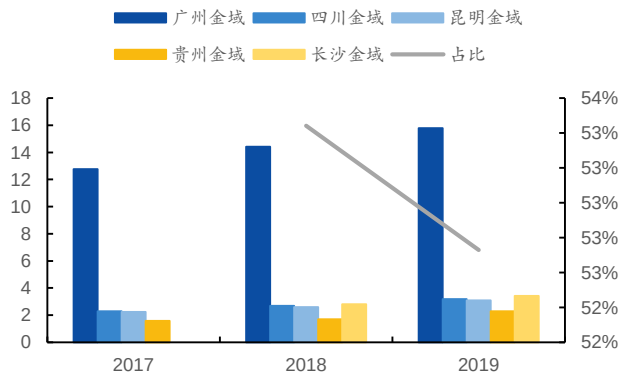
资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 4：公司毛利率和净利率情况



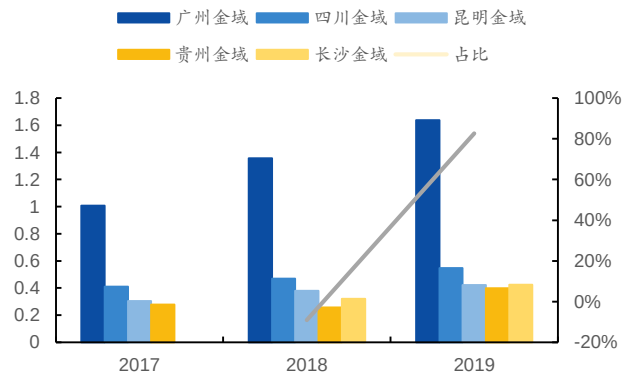
资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 5：主要子公司收入情况及占比（单位：亿元）



资料来源：公司财报，国元证券研究中心

图 6：主要子公司净利润情况及占比（单位：亿元）



资料来源：公司财报，国元证券研究中心

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2384.89	2795.28	3263.08	4449.72	5718.10
现金	841.96	954.94	1059.16	1826.10	2618.61
应收账款	1327.68	1569.65	1912.47	2276.15	2700.75
其他应收款	46.40	46.79	60.24	68.56	83.21
预付账款	9.83	9.89	11.92	13.80	16.68
存货	127.58	171.51	171.29	218.10	251.52
其他流动资产	31.44	42.51	48.00	47.00	47.33
非流动资产	1572.45	1600.18	1621.01	1610.42	1567.05
长期投资	82.20	111.99	115.00	115.00	115.00
固定资产	1148.16	1080.76	1086.93	1061.42	1006.85
无形资产	96.00	79.85	74.85	74.85	74.85
其他非流动资产	246.08	327.58	344.23	359.15	370.35
资产总计	3957.34	4395.47	4884.09	6060.14	7285.16
流动负债	1460.82	1648.79	1755.02	2084.22	2479.98
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	958.45	1088.39	1231.92	1470.91	1750.86
其他流动负债	502.37	560.40	523.09	613.31	729.12
非流动负债	540.98	420.97	258.68	410.74	364.70
长期借款	499.02	358.70	208.70	358.70	308.70
其他非流动负债	41.95	62.27	49.98	52.04	56.00
负债合计	2001.80	2069.76	2013.70	2494.96	2844.68
少数股东权益	50.22	50.93	130.80	229.28	350.95
股本	457.88	457.88	457.88	457.88	457.88
资本公积	841.11	856.93	856.93	856.93	856.93
留存收益	605.29	958.17	1423.83	2019.82	2773.38
归属母公司股东权益	1905.32	2274.78	2739.59	3335.90	4089.53
负债和股东权益	3957.34	4395.47	4884.09	6060.14	7285.16

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	529.62	661.40	639.66	869.01	1091.58
净利润	255.39	415.26	607.81	749.42	930.17
折旧摊销	264.44	309.90	182.63	211.78	240.71
财务费用	30.47	29.07	14.18	13.30	13.25
投资损失	2.25	-41.78	5.00	-5.00	-5.00
营运资金变动	-49.50	-97.02	-91.21	-95.05	-81.50
其他经营现金流	26.57	45.95	-78.75	-5.44	-6.05
投资活动现金流	-442.60	-306.60	-208.56	-180.00	-181.33
资本支出	346.27	274.92	191.00	186.00	186.00
长期投资	88.64	62.36	14.56	0.00	0.00
其他投资现金流	-7.69	30.69	-3.00	6.00	4.67
筹资活动现金流	103.18	-242.47	-326.87	77.93	-117.74
短期借款	-40.15	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	-37.60	-140.32	-150.00	150.00	-50.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	6.69	15.82	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	174.24	-117.97	-176.87	-72.07	-67.74
现金净增加额	191.25	113.08	104.22	766.94	792.51

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	4525.25	5269.27	6169.26	7354.26	8719.12
营业成本	2767.98	3189.15	3583.56	4294.32	5102.34
营业税金及附加	6.37	6.31	6.79	8.33	10.46
营业费用	701.33	804.65	913.05	1088.43	1281.71
管理费用	441.74	482.92	564.49	672.92	797.80
研发费用	290.85	324.02	356.42	384.94	404.19
财务费用	30.47	29.07	14.18	13.30	13.25
资产减值损失	-14.63	-1.76	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-2.25	41.78	-5.00	5.00	5.00
营业利润	311.96	484.04	745.78	917.03	1134.38
营业外收入	11.57	16.24	5.00	5.00	5.00
营业外支出	2.75	4.55	5.00	2.50	3.33
利润总额	320.78	495.72	745.78	919.53	1136.04
所得税	65.38	80.46	137.97	170.11	205.87
净利润	255.39	415.26	607.81	749.42	930.17
少数股东损益	22.07	12.93	79.87	98.48	121.67
归属母公司净利润	233.32	402.33	527.94	650.94	808.50
EBITDA	606.88	823.01	942.59	1142.11	1388.33
EPS (元)	0.51	0.88	1.15	1.42	1.77

主要财务比率

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入 (%)	19.35	16.44	17.08	19.21	18.56
营业利润 (%)	18.82	55.16	54.08	22.96	23.70
归属母公司净利润 (%)	23.77	72.44	31.22	23.30	24.21
获利能力					
毛利率 (%)	38.83	39.48	41.91	41.61	41.48
净利率 (%)	5.16	7.64	8.56	8.85	9.27
ROE (%)	12.25	17.69	19.27	19.51	19.77
ROIC (%)	14.45	22.06	29.55	34.89	42.68
偿债能力					
资产负债率 (%)	50.58	47.09	41.23	41.17	39.05
净负债比率 (%)	37.26	29.70	17.81	20.39	16.12
流动比率	1.63	1.70	1.86	2.13	2.31
速动比率	1.55	1.59	1.76	2.03	2.20
营运能力					
总资产周转率	1.24	1.26	1.33	1.34	1.31
应收账款周转率	3.65	3.52	3.48	3.51	3.50
应付账款周转率	3.24	3.12	3.09	3.18	3.17
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.51	0.88	1.15	1.42	1.77
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.16	1.44	1.40	1.90	2.38
每股净资产 (最新摊薄)	4.16	4.97	5.98	7.29	8.93
估值比率					
P/E	145.32	84.27	64.22	52.09	41.94
P/B	17.80	14.91	12.38	10.16	8.29
EV/EBITDA	55.09	40.62	35.47	29.27	24.08

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188