

核酸检测增厚业绩，股权激励调动核心团队积极性

投资要点

- **事件：**1) 公司公布 2020 半年报，上半年实现收入 34.7 亿元（+36.6%），归母净利润 5.6 亿元（+223.7%），扣非归母净利润 5.4 亿元（+231.4%），经营性现金流量净额 2.4 亿元（+53.4%）；2) 公司同时发布股权激励草案，拟对 157 名中层管理人员及核心技术人员授予 700 万份股票期权，约占总股本 1.53%，股票期权的行权价格为 91.23 元/股，行权条件为 2019-2023 年净利润复合增速 20%。
- **新冠核酸检测增厚业绩，常规业务逐渐恢复。**分季度看，Q1/Q2 单季度收入分别为 11.7/23 亿元，同比增速分别为+0.6%/+67.1%，Q1/Q2 单季度归母净利润分别为 0.5/5.1 亿元，同比分别为+13.1%/+292.6%。业绩大幅增长的主要原因是：1) 收入端，公司积极助力全国各省市开展新冠病毒检测，上半年累计检测量超过 1000 万例，核酸检测收入增长迅猛，同时随着国内疫情缓解，常规检测业务亦得到有效恢复，上半年医学诊断服务收入 33.5 亿（+38.8%）；2) 盈利端，公司上半年综合毛利率 44.8%（+5pp），主要因为规模效应显现，高端项目和优质客户收入占比不断提升，四费率 24.7%（-6.2pp），其中销售费用率 12.2%（-2.9pp），管理费用率 7%（-2.5pp），使得公司归母净利率达 16%（+9.2pp），为上市以来最高。
- **核心子公司业绩表现优异，盈利实验室数量进一步增加。**分子公司来看，上半年，广州金城收入 10 亿元（+32.5%），净利润 1.4 亿元（+64.1%），净利率 13.6%；南京金城收入 1.8 亿元，净利润 5145 万元，净利率 28.4%；天津金城收入 1.2 亿元，净利润 3427 万元，净利率 27.7%；四川金城收入 1.8 亿元（+18.8%），净利润 3376 万元（+23.3%），净利率 18.8%；郑州金城收入 2 亿元，净利润 3160 万元，净利率 15.7%。2020H1 核心子公司盈利情况较往年有所变化，预计主要因各地新冠核酸检测的需求不同导致。上半年盈利实验室数量 29 家，相比 2019 年盈利 27 家进一步增加。预计下半年的新冠检测的需求将持续，截止 8 月中旬，公司累计新冠核酸检测 1500 万例以上，日检产能超过 20 万例，同时常规业务有望进一步改善，子公司盈利能力有望持续提升。
- **龙头或因疫情加速发展，股权激励调动核心团队积极性。**2018 年国内 ICL 规模 186 亿元，增速接近 30%，相对于国内 3500 多亿的医院检查收入，渗透率仅 5%，参考美、欧、日还有很大的提升空间。疫情提升政府和医疗机构对第三方检测作用的认知，后续医保控费将持续利好“检测外流”。当前公司在全国拥有 37 家中心实验室，超过 2700 项检验项目，检测能力行业领先，上半年公司新冠检测量约占同期全国总体核酸检测量的 1/10，品牌影响力得到进一步提升，三级医院收入占比和单产明显提升，客户结构不断优化，疫情加强公司在 ICL 领域龙头地位。同时，股权激励将留住优秀人才，调动核心团队积极性，有利公司长期优质发展。
- **盈利预测与投资建议：**我们预计公司全年新冠核酸检测人次有望超过 2500 万例，同时明后年仍是控制新冠疫情的关键节点，检测筛查有望常态化。预计 2020-2022 年归母净利润 11、10.6、13.9 亿元，对应 EPS 2.40、2.31、3.03 元，考虑到公司新冠核酸检测量和中报业绩超预期，给予 2020 年 45 倍 PE 估值，对应每股股价 108 元，上调至“买入”评级。
- **风险提示：**政策风险、竞争加剧风险、新冠疫情影响不确定性。

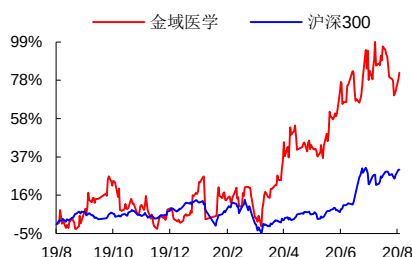
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	5269.27	8297.24	7995.36	9188.96
增长率	16.44%	57.46%	-3.64%	14.93%
归属母公司净利润（百万元）	402.33	1100.22	1055.70	1385.16
增长率	72.44%	173.46%	-4.05%	31.21%
每股收益 EPS（元）	0.88	2.40	2.31	3.03
净资产收益率 ROE	17.86%	33.61%	25.65%	26.15%
PE	100	37	38	29
PB	17.67	12.21	9.74	7.58

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：杜向阳
 执业证号：S1250520030002
 电话：021-68416017
 邮箱：duxu@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.58
流通 A 股(亿股)	2.80
52 周内股价区间(元)	47.89-97.6
总市值(亿元)	409.44
总资产(亿元)	55.33
每股净资产(元)	6.02

相关研究

1. 金城医学（603882）：业绩稳健增长，规模效应凸显（2020-04-29）

盈利预测

公司积极提供新冠检测服务为防疫工作贡献力量，同时下半年常规业务有望进一步恢复，我们做出以下假设：

假设 1：诊断服务中，常规诊断服务上半年受疫情影响收入下滑，其中特检业务（基因组学检测、理化质谱检测、综合检测部分）得益于三级医院拓展，表现好于普通检测，预计 2020~2022 年常规检测服务增速-9.6%、22.7%、20.3%，此外，预计 2020~2022 年新冠检测数量分别为 2500、1500、1500 万例，由于规模化和特检占比提升，总体医学诊断服务毛利率 46.1%、45.4%、45.6%。

假设 2：2020~2022 年销售诊断产品业务销量增速分别为 10%、50%、30%。

假设 3：其他业务 2020~2022 年增速分别为 0%、10%、10%。

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
医学诊断服务	收入	4965	7990	7611	8732
	增速	17.2%	60.9%	-4.7%	14.7%
	毛利率	39.1%	46.1%	45.4%	45.6%
销售诊断产品	收入	112	123	185	240
	增速	39.4%	10.0%	50.0%	30.0%
	毛利率	36.5%	37.0%	37.0%	37.0%
健康体检服务	收入	36	25	25	25
	增速	-52.6%	-30.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	60.5%	60.0%	60.0%	60.0%
冷链物流服务	收入	20	22	24	27
	增速	14.3%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	-0.8%	0.0%	0.0%	0.0%
其他	收入	136	136	150	165
	增速	17.2%	0.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	55.8%	55.0%	55.0%	55.0%
合计	收入	5269	8297	7995	9189
	增速	16.4%	57.5%	-3.6%	14.9%
	毛利率	39.5%	46.0%	45.3%	45.4%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	5269.27	8297.24	7995.36	9188.96	净利润	415.26	1135.59	1089.64	1429.68
营业成本	3189.15	4481.63	4376.88	5015.42	折旧与摊销	309.90	116.80	116.80	116.80
营业税金及附加	6.31	10.99	10.36	11.85	财务费用	29.07	37.94	35.17	31.57
销售费用	804.65	1161.61	1119.35	1194.57	资产减值损失	-1.76	0.00	0.00	0.00
管理费用	482.92	746.75	679.61	735.12	经营营运资本变动	-139.00	-410.93	43.60	-129.25
财务费用	29.07	37.94	35.17	31.57	其他	47.93	-2.00	0.00	-3.00
资产减值损失	-1.76	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	661.40	877.39	1285.21	1445.80
投资收益	41.78	2.00	2.00	2.00	资本支出	46.79	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-353.38	2.00	2.00	2.00
其他经营损益	0.00	30.00	40.00	50.00	投资活动现金流净额	-306.60	2.00	2.00	2.00
营业利润	484.03	1351.00	1296.29	1701.10	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	11.69	0.90	0.90	0.90	长期借款	-140.32	0.00	0.00	0.00
利润总额	495.72	1351.90	1297.19	1702.00	股权融资	15.82	0.00	0.00	0.00
所得税	80.46	216.30	207.55	272.32	支付股利	-49.45	-80.47	-220.04	-211.14
净利润	415.26	1135.59	1089.64	1429.68	其他	-68.52	-295.70	-35.17	-31.57
少数股东损益	12.93	35.37	33.94	44.53	筹资活动现金流净额	-242.47	-376.17	-255.22	-242.71
归属母公司股东净利润	402.33	1100.22	1055.70	1385.16	现金流量净额	113.08	503.22	1031.99	1205.08
资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	954.94	1458.17	2490.16	3695.24	成长能力				
应收和预付款项	1626.33	2536.38	2451.24	2817.43	销售收入增长率	16.44%	57.46%	-3.64%	14.93%
存货	171.51	241.01	233.38	268.72	营业利润增长率	55.16%	179.11%	-4.05%	31.23%
其他流动资产	42.51	66.94	64.50	74.13	净利润增长率	62.60%	173.46%	-4.05%	31.21%
长期股权投资	111.99	111.99	111.99	111.99	EBITDA 增长率	35.61%	82.96%	-3.82%	27.70%
投资性房地产	28.44	28.44	28.44	28.44	获利能力				
固定资产和在建工程	1091.37	1002.29	913.21	824.12	毛利率	39.48%	45.99%	45.26%	45.42%
无形资产和开发支出	93.20	80.54	67.88	55.23	三费率	24.99%	23.46%	22.94%	21.34%
其他非流动资产	275.18	260.12	245.07	230.01	净利率	7.88%	13.69%	13.63%	15.56%
资产总计	4395.47	5785.89	6605.87	8105.32	ROE	17.86%	33.61%	25.65%	26.15%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	9.45%	19.63%	16.50%	17.64%
应付和预收款项	1301.25	1857.19	1810.59	2073.16	ROIC	19.59%	45.69%	40.37%	52.82%
长期借款	358.70	358.70	358.70	358.70	EBITDA/销售收入	15.62%	18.15%	18.11%	20.13%
其他负债	409.82	190.96	187.95	206.29	营运能力				
负债合计	2069.76	2406.85	2357.24	2638.15	总资产周转率	1.26	1.63	1.29	1.25
股本	457.88	457.88	457.88	457.88	固定资产周转率	4.73	8.01	8.44	10.71
资本公积	856.93	856.93	856.93	856.93	应收账款周转率	3.64	4.14	3.33	3.62
留存收益	958.17	1977.93	2813.59	3987.60	存货周转率	21.33	21.73	18.38	19.86
归属母公司股东权益	2274.78	3292.74	4128.40	5302.42	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	95.81%	—	—	—
少数股东权益	50.93	86.29	120.23	164.76	资本结构				
股东权益合计	2325.70	3379.03	4248.63	5467.17	资产负债率	47.09%	41.60%	35.68%	32.55%
负债和股东权益合计	4395.47	5785.89	6605.87	8105.32	带息债务/总负债	17.33%	14.90%	15.22%	13.60%
					流动比率	1.70	2.17	2.71	3.09
					速动比率	1.59	2.05	2.59	2.97
					股利支付率	12.29%	7.31%	20.84%	15.24%
					每股指标				
					每股收益	0.88	2.40	2.31	3.03
					每股净资产	4.97	7.19	9.02	11.58
					每股经营现金	1.44	1.92	2.81	3.16
					每股股利	0.11	0.18	0.48	0.46
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	823.01	1505.73	1448.26	1849.47					
PE	99.90	36.53	38.07	29.02					
PB	17.67	12.21	9.74	7.58					
PS	7.63	4.84	5.03	4.37					
EV/EBITDA	48.17	25.82	26.14	19.81					
股息率	0.12%	0.20%	0.55%	0.53%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn