

## 新冠检测需求持续旺盛，常规业务恢复增长

### 投资要点

- **事件:** 公司公布 2020 三季报，前三季度实现收入 58.3 亿元 (+48.7%)，归母净利润 10.5 亿元 (+230.7%)，扣非归母净利润 10.2 亿元 (+293.2%)。业绩略超预期。
- **Q3 业绩高增长，盈利能力稳步提升。** 分季度看，Q1/Q2/Q3 单季度收入分别为 11.7/23/23.5 亿元，同比增速分别为+0.6%/+67.1%/+70.8%，Q1/Q2/Q3 单季度归母净利润分别为 0.5/5.1/5 亿元，同比分别为+13.1%/+292.6%/+238.7%。从盈利能力看，前三季度毛利率 45.7% (+5.9pp)，主要因规模效应显现以及高端项目和优质客户收入占比不断提升，四费率 23.7% (-6.9pp)，控费效果明显，其中销售费用率 11.9% (-3.1pp)，管理费用率 6.6% (-2.5pp)，研发费用率 4.9% (-1pp)，毛利率提升和四费率下降形成的剪刀差带动公司净利润大幅增长。
- **新冠检测业务贡献业绩增量，常规业务恢复增长。** 公司新冠核酸检测具有规模大、网络广、资源调度能力强等优点，先后为湖北、广东、吉林、北京、香港、新疆、青岛等全国各省市疫情防疫做出突出贡献，截止 9 月底，累计检测量超过 2200 万人份，核酸检测收入增长迅猛，贡献了较大的业绩增量。同时随着国内疫情缓解，公司常规业务也得到有效恢复和增长，Q1/Q2/Q3 常规业务增速分别为-25.9%/+1.9%/+21.9%，单季度已经恢复较快增长。进入 10 月份以来，新冠检测需求仍较为旺盛，截至 10 月下旬，新冠核酸检测超过 2500 万人份，同时常规业绩进一步改善，全年业绩增长可期。
- **聚焦医学检测业务，疫情有望加速龙头发展步伐。** 2018 年国内 ICL 规模 186 亿元，相对于国内 3500 多亿的医院检查收入，渗透率较低，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（盈利 31 家），超过 2700 项检验项目，检测能力行业领先，疫情期间公司品牌影响力得到进一步提升，1~9 月三级医院收入（不含新冠）占比 30.5%，提升 2pp，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量有望超过 3200 万人份，预计 2020-2022 年归母净利润 13.7、10.7、12.8 亿元，对应 EPS 2.99、2.34、2.79 元，维持“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 | 8073.43 | 8186.97 | 9740.41 |
| 增长率            | 16.44%  | 53.22%  | 1.41%   | 18.97%  |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 402.33  | 1372.93 | 1073.16 | 1283.72 |
| 增长率            | 72.44%  | 241.24% | -21.83% | 19.62%  |
| 每股收益 EPS (元)   | 0.88    | 2.99    | 2.34    | 2.79    |
| 净资产收益率 ROE     | 17.86%  | 39.43%  | 24.58%  | 23.58%  |
| PE             | 129     | 38      | 48      | 40      |
| PB             | 22.73   | 14.50   | 11.85   | 9.52    |

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: duxy@swsc.com.cn  
 联系人: 周章庆  
 电话: 021-68416017  
 邮箱: zzzq@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)      | 4.59         |
| 流通 A 股(亿股)   | 4.59         |
| 52 周内股价区间(元) | 47.89-116.99 |
| 总市值(亿元)      | 517.11       |
| 总资产(亿元)      | 63.15        |
| 每股净资产(元)     | 7.21         |

### 相关研究

1. 金城医学(603882): 核酸检测增厚业绩, 股权激励调动核心团队积极性 (2020-08-18)
2. 金城医学(603882): 业绩稳健增长, 规模效应凸显 (2020-04-29)

**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        | 8073.43        | 8186.97        | 9740.41        | 净利润               | 415.26         | 1460.56        | 1117.87        | 1337.20        |
| 营业成本          | 3189.15        | 4440.57        | 4597.95        | 5494.76        | 折旧与摊销             | 309.90         | 116.80         | 116.80         | 116.80         |
| 营业税金及附加       | 6.31           | 10.70          | 10.61          | 12.56          | 财务费用              | 29.07          | 37.22          | 34.00          | 30.79          |
| 销售费用          | 804.65         | 1005.81        | 1156.68        | 1388.01        | 资产减值损失            | -1.76          | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 管理费用          | 482.92         | 531.21         | 637.45         | 733.07         | 经营营运资本变动          | -139.00        | -359.17        | 13.93          | -144.18        |
| 财务费用          | 29.07          | 37.22          | 34.00          | 30.79          | 其他                | 47.93          | 20.00          | 2.00           | -1.00          |
| 资产减值损失        | -1.76          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>661.40</b>  | <b>1275.41</b> | <b>1284.60</b> | <b>1339.61</b> |
| 投资收益          | 41.78          | -20.00         | 0.00           | 0.00           | 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        | -20.00         | 0.00           | 0.00           |
| 其他经营损益        | 0.00           | 55.00          | 50.00          | 50.00          | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>-306.60</b> | <b>-20.00</b>  | <b>0.00</b>    | <b>0.00</b>    |
| <b>营业利润</b>   | <b>484.03</b>  | <b>1677.91</b> | <b>1314.24</b> | <b>1572.28</b> | 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           |
| <b>利润总额</b>   | <b>495.72</b>  | <b>1678.81</b> | <b>1315.14</b> | <b>1573.18</b> | 股权融资              | 15.82          | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 所得税           | 80.46          | 218.25         | 197.27         | 235.98         | 支付股利              | -49.45         | -80.47         | -274.59        | -214.63        |
| 净利润           | 415.26         | 1460.56        | 1117.87        | 1337.20        | 其他                | -68.52         | -294.98        | -34.00         | -30.79         |
| 少数股东损益        | 12.93          | 87.63          | 44.71          | 53.49          | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>-242.47</b> | <b>-375.45</b> | <b>-308.59</b> | <b>-245.42</b> |
| 归属母公司股东净利润    | 402.33         | 1372.93        | 1073.16        | 1283.72        | <b>现金流量净额</b>     | <b>113.08</b>  | <b>879.96</b>  | <b>976.01</b>  | <b>1094.18</b> |
|               |                |                |                |                |                   |                |                |                |                |
| 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         | 1834.90        | 2810.90        | 3905.09        | <b>成长能力</b>       |                |                |                |                |
| 应收和预付款项       | 1626.33        | 2468.23        | 2510.36        | 2987.09        | 销售收入增长率           | 16.44%         | 53.22%         | 1.41%          | 18.97%         |
| 存货            | 171.51         | 238.81         | 245.27         | 294.50         | 营业利润增长率           | 55.16%         | 246.65%        | -21.67%        | 19.63%         |
| 其他流动资产        | 42.51          | 65.13          | 66.05          | 78.58          | 净利润增长率            | 62.60%         | 251.72%        | -23.46%        | 19.62%         |
| 长期股权投资        | 111.99         | 111.99         | 111.99         | 111.99         | EBITDA 增长率        | 35.61%         | 122.59%        | -20.03%        | 17.39%         |
| 投资性房地产        | 28.44          | 28.44          | 28.44          | 28.44          | <b>获利能力</b>       |                |                |                |                |
| 固定资产和在建工程     | 1091.37        | 1002.29        | 913.21         | 824.12         | 毛利率               | 39.48%         | 45.00%         | 43.84%         | 43.59%         |
| 无形资产和开发支出     | 93.20          | 80.54          | 67.88          | 55.23          | 三费率               | 24.99%         | 19.50%         | 22.33%         | 22.09%         |
| 其他非流动资产       | 275.18         | 260.12         | 245.07         | 230.01         | 净利率               | 7.88%          | 18.09%         | 13.65%         | 13.73%         |
| <b>资产总计</b>   | <b>4395.47</b> | <b>6090.45</b> | <b>6999.17</b> | <b>8515.05</b> | ROE               | 17.86%         | 39.43%         | 24.58%         | 23.58%         |
| 短期借款          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | ROA               | 9.45%          | 23.98%         | 15.97%         | 15.70%         |
| 应付和预收款项       | 1301.25        | 1837.96        | 1898.88        | 2266.43        | ROIC              | 19.59%         | 59.30%         | 41.95%         | 49.05%         |
| 长期借款          | 358.70         | 358.70         | 358.70         | 358.70         | EBITDA/销售收入       | 15.62%         | 22.69%         | 17.89%         | 17.66%         |
| 其他负债          | 409.82         | 189.78         | 194.30         | 220.05         | <b>营运能力</b>       |                |                |                |                |
| <b>负债合计</b>   | <b>2069.76</b> | <b>2386.44</b> | <b>2451.88</b> | <b>2845.19</b> | 总资产周转率            | 1.26           | 1.54           | 1.25           | 1.26           |
| 股本            | 457.88         | 459.48         | 459.48         | 459.48         | 固定资产周转率           | 4.73           | 7.79           | 8.64           | 11.35          |
| 资本公积          | 856.93         | 855.33         | 855.33         | 855.33         | 应收账款周转率           | 3.64           | 4.09           | 3.42           | 3.68           |
| 留存收益          | 958.17         | 2250.63        | 3049.20        | 4118.29        | 存货周转率             | 21.33          | 21.64          | 18.92          | 20.25          |
| 归属母公司股东权益     | 2274.78        | 3565.45        | 4364.02        | 5433.10        | 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          | 138.56         | 183.27         | 236.76         | <b>资本结构</b>       |                |                |                |                |
| <b>股东权益合计</b> | <b>2325.70</b> | <b>3704.00</b> | <b>4547.29</b> | <b>5669.86</b> | 资产负债率             | 47.09%         | 39.18%         | 35.03%         | 33.41%         |
| 负债和股东权益合计     | 4395.47        | 6090.45        | 6999.17        | 8515.05        | 带息债务/总负债          | 17.33%         | 15.03%         | 14.63%         | 12.61%         |
|               |                |                |                |                | 流动比率              | 1.70           | 2.34           | 2.77           | 3.00           |
|               |                |                |                |                | 速动比率              | 1.59           | 2.22           | 2.65           | 2.88           |
|               |                |                |                |                | 股利支付率             | 12.29%         | 5.86%          | 25.59%         | 16.72%         |
|               |                |                |                |                | <b>每股指标</b>       |                |                |                |                |
|               |                |                |                |                | 每股收益              | 0.88           | 2.99           | 2.34           | 2.79           |
|               |                |                |                |                | 每股净资产             | 4.95           | 7.76           | 9.50           | 11.82          |
|               |                |                |                |                | 每股经营现金            | 1.44           | 2.78           | 2.80           | 2.92           |
|               |                |                |                |                | 每股股利              | 0.11           | 0.18           | 0.60           | 0.47           |
|               |                |                |                |                |                   |                |                |                |                |
| 业绩和估值指标       | 2019A          | 2020E          | 2021E          | 2022E          |                   |                |                |                |                |
| EBITDA        | 823.01         | 1831.92        | 1465.04        | 1719.87        |                   |                |                |                |                |
| PE            | 128.53         | 37.66          | 48.19          | 40.28          |                   |                |                |                |                |
| PB            | 22.73          | 14.50          | 11.85          | 9.52           |                   |                |                |                |                |
| PS            | 9.81           | 6.41           | 6.32           | 5.31           |                   |                |                |                |                |
| EV/EBITDA     | 61.94          | 27.31          | 33.48          | 27.88          |                   |                |                |                |                |
| 股息率           | 0.10%          | 0.16%          | 0.53%          | 0.42%          |                   |                |                |                |                |

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    |
|    | 崔露文 | 销售经理    | 15642960315   | 15642960315 | clw@swsc.com.cn      |
| 北京 | 陈慧琳 | 销售经理    | 18523487775   | 18523487775 | chhl@swsc.com.cn     |
|    | 张岚  | 高级销售经理  | 18601241803   | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
|    | 彭博  | 销售经理    | 13391699339   | 13391699339 | pbyf@swsc.com.cn     |
| 广深 | 高妍琳 | 销售经理    | 15810809511   | 15810809511 | gyl@swsc.com.cn      |
|    | 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 | tl@swsc.com.cn       |
|    | 郑龔  | 销售经理    | 18825189744   | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |