

## 常规业务持续恢复，股权激励进一步提升员工积极性

### 投资要点

- **事件：1) 公司发布 2020 年报**，全年实现收入 82.4 亿元 (+56.4%)，归母净利润 15.1 亿元 (+275.2%)，扣非归母净利润 14.6 亿元 (+357.2%)。**2) 公司发布 2021 年一季报**，Q1 收入 26.8 亿元 (+128.8%)，归母净利润 5.4 亿元 (+1023.1%)，扣非归母净利润 5.3 亿元 (+1153.5%)。**3) 公司发布 2021 年股票期权激励计划 (草案)。**
- **业绩逐季加速，盈利能力大幅提升。**分季度看，2020Q1~Q4 及 2021Q1 单季度收入 11.7/23/23.5/24.2/26.8 亿元，同比增速分别为 +0.6%/+67.1%/+70.8%/+79.1%/+128.8%，单季度归母净利润分别为 0.5/5.1/5/4.6/5.4 亿元，同比分别为 +13.1%/+292.6%/+238.7%/+446%/+1023.1%，因新冠核酸检测贡献及常规业务持续恢复，公司业绩逐季加速。**盈利能力看**，2020 年毛利率 46.7% (+7.2pp)，主要因规模效应和项目结构优化所致，销售费用率 12% (-3.3pp)，管理费用率 7.6% (-1.6pp)，研发费用率 4.8% (-1.3pp)，毛利率提升叠加费用率下降，盈利能力大幅提升。
- **常规业务持续恢复，2021Q1 新冠检测仍贡献较大增量。**分业务看，2020 年医学诊断服务业务收入 78.7 亿元 (+58.5%)，毛利率 46.8% (+7.6pp)，**1) 其中常规业务收入 52.03 亿元 (+4.8%)**，随着国内疫情控制，公司常规业务也快速恢复高增长，2020Q1/Q2/Q3/Q4 增速分别为 -25.9%/+1.9%/+21.9%/+20.9%，常规业务中特检占比 48.8%，高端平台营收稳步增长，三级医院 (不含新冠) 业务占比 33.6% (+5.3pp)，客户结构继续优化，销售团队建设和特色产品持续完善，其中血液疾病系列收入超 4.7 亿元，同比增长 29.39%，实体肿瘤系列同比增长 22.30%，神经免疫及自身免疫疾病系列同比增长 12.45%；**2) 2020 年预计新冠核酸检测收入 26.7 亿元**，公司精准施策助力各地常态化防控，先后在湖北、广东、吉林、北京等 30 个省市区和香港、澳门特别行政区开展新冠核酸检测，2020 年累计检测量超过 3200 万人份，约占同期全国总体核酸检测量 1/10。此外 2020 年销售诊断产品、健康体检服务、冷链物流服务、其他收入分别为 1.56 (+39%)、0.34 (-4.6%)、0.27 (+33.3%)、1.57 (+15.2%) 亿元。**2021Q1 常规业务和新冠业务均实现大幅增长**，预计常规业务同比 2020Q1 增长约 75% 以上，同比 2019Q1 增长 30% 以上，2021Q1 新冠检测约 3000 万人份，预计贡献较大收入增量。
- **深耕医学检验，股权激励进一步提升员工积极性。**2019 年国内 ICL 市场规模约 370 亿左右，占医学检验市场约 8%，对标美国、欧洲、日本等成熟市场 35%、50%、67% 的渗透率，未来还有很大的提升空间，同时 LDT 规范化管理、不合理医疗检查专项行动、DRG 等各种政策将持续利好“检测外流”，公司作为 ICL 龙头有望受益。**2021 年 4 月 19 日，公司发布 2021 年股票期权激励计划草案**，拟对 233 名核心员工授予 700 万份股票期权，占公司总股本 1.51%，激励目标为 2021~2024 年净利润同比 2019 年分别增长 69%、120%、186%、272%，随着新冠检测逐渐回归常态，预计常规业务将取得较高的内生增长，行权价为 134.06 元/股，相应激励摊销费用较少，2021~2024 年分别为 4424、4711、3049、

### 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  
 联系人：周章庆  
 电话：021-68416017  
 邮箱：zzq@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)	4.63
流通 A 股(亿股)	4.59
52 周内股价区间(元)	66.82-171.5
总市值(亿元)	632.90
总资产(亿元)	79.22
每股净资产(元)	9.71

### 相关研究

1. 金城医学 (603882)：新冠检测需求持续旺盛，常规业务恢复增长 (2020-10-28)
2. 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)
3. 金城医学 (603882)：业绩稳健增长，规模效应凸显 (2020-04-29)

1689、206 万元，股票期权激励一方面彰显公司对未来发展的信心，另一方面将提升核心员工积极性，以创造更好的业绩表现。

● **盈利预测与投资建议：**预计 2021-2023 年归母净利润 16.5、15、16.5 亿元，对应 EPS 3.57、3.25、3.57 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	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	8243.76	9612.50	9837.70	10946.21
增长率	56.45%	16.60%	2.34%	11.27%
归属母公司净利润（百万元）	1509.70	1653.09	1504.14	1651.68
增长率	275.24%	9.50%	-9.01%	9.81%
每股收益 EPS（元）	3.26	3.57	3.25	3.57
净资产收益率 ROE	40.59%	32.05%	23.73%	21.46%
PE	42	38	42	38
PB	16.71	12.31	10.02	8.26

数据来源：Wind，西南证券

## 盈利预测

假设 1：医学诊断服务中，常规业务 2020 年受疫情影响有所承压，但已逐季改善，表现好于市场平均水平，预计 2021~2023 年常规业务增速分别为 30%、20%、20%，此外，2021Q1 公司新冠检测数量约为 3000 万人份，预计 2021~2023 年新冠检测数量分别为 6000、3000、1500 万例，总体医学诊断服务毛利率 46.3%、45.6%、45.3%。

假设 2：2021~2023 年销售诊断产品业务销量增速分别为 30%、20%、20%。

假设 3：其他业务 2021~2023 年增速分别为 10%、10%、10%。

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
医学诊断服务	收入	7870	9164	9317	10340
	增速	58.5%	16.4%	1.7%	11.0%
	毛利率	46.7%	46.3%	45.6%	45.3%
销售诊断产品	收入	156	203	243	292
	增速	39.0%	30.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	40.2%	37.0%	37.0%	37.0%
健康体检服务	收入	34	41	49	59
	增速	-4.6%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	55.0%	60.0%	60.0%	60.0%
冷链物流服务	收入	20	27	32	38
	增速	14.3%	33.3%	20.0%	20.0%
	毛利率	-10.2%	0.0%	0.0%	0.0%
其他	收入	157	173	190	209
	增速	15.2%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	55.8%	57.8%	55.0%	55.0%
合计	收入	8244	9613	9838	10946
	增速	56.4%	16.6%	2.3%	11.3%
	毛利率	46.7%	46.2%	45.5%	45.1%

数据来源：Wind，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	8243.76	9612.50	9837.70	10946.21	净利润	1573.43	1686.83	1534.84	1685.39
营业成本	4395.14	5174.04	5361.07	6004.72	折旧与摊销	348.64	85.18	85.18	85.18
营业税金及附加	6.93	10.13	9.91	10.89	财务费用	17.55	22.76	17.76	13.38
销售费用	989.92	1138.41	1252.25	1377.47	资产减值损失	-0.88	50.00	50.00	50.00
管理费用	622.66	787.20	865.92	952.51	经营营运资本变动	-476.03	-163.08	-0.90	-100.45
财务费用	17.55	22.76	17.76	13.38	其他	60.39	-50.00	-48.00	-51.00
资产减值损失	-0.88	50.00	50.00	50.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1523.11</b>	<b>1631.68</b>	<b>1638.88</b>	<b>1682.50</b>
投资收益	-18.66	0.00	0.00	0.00	资本支出	-136.46	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-497.89	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	60.00	80.00	100.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-634.35</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>1816.87</b>	<b>1993.50</b>	<b>1814.70</b>	<b>1981.91</b>	短期借款	37.17	-37.17	0.00	0.00
其他非经营损益	-6.39	-9.00	-9.00	0.90	长期借款	20.49	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1810.47</b>	<b>1984.50</b>	<b>1805.70</b>	<b>1982.81</b>	股权融资	68.56	0.00	0.00	0.00
所得税	237.04	297.68	270.85	297.42	支付股利	0.00	-301.94	-330.62	-300.83
净利润	1573.43	1686.83	1534.84	1685.39	其他	-340.60	-66.14	-17.76	-13.38
少数股东损益	63.73	33.74	30.70	33.71	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-214.38</b>	<b>-405.25</b>	<b>-348.38</b>	<b>-314.21</b>
归属母公司股东净利润	1509.70	1653.09	1504.14	1651.68	<b>现金流量净额</b>	<b>670.62</b>	<b>1226.43</b>	<b>1290.50</b>	<b>1368.29</b>
资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1635.30	2861.72	4152.23	5520.52	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	2761.98	3087.59	3184.46	3555.17	销售收入增长率	56.45%	16.60%	2.34%	11.27%
存货	238.13	280.33	288.46	324.33	营业利润增长率	275.36%	9.72%	-8.97%	9.21%
其他流动资产	126.26	57.64	58.99	65.64	净利润增长率	278.90%	7.21%	-9.01%	9.81%
长期股权投资	155.10	155.10	155.10	155.10	EBITDA 增长率	165.25%	-3.74%	-8.75%	8.49%
投资性房地产	31.75	31.75	31.75	31.75	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1224.92	1170.59	1116.27	1061.95	毛利率	46.69%	46.17%	45.50%	45.14%
无形资产和开发支出	151.98	138.81	125.64	112.47	三费率	19.77%	20.27%	21.71%	21.41%
其他非流动资产	313.91	296.22	278.53	260.84	净利率	19.09%	17.55%	15.60%	15.40%
<b>资产总计</b>	<b>6639.31</b>	<b>8079.75</b>	<b>9391.43</b>	<b>11087.77</b>	ROE	40.59%	32.05%	23.73%	21.46%
短期借款	37.17	0.00	0.00	0.00	ROA	23.70%	20.88%	16.34%	15.20%
应付和预收款项	1986.22	2188.82	2289.91	2579.74	ROIC	58.50%	51.63%	45.64%	48.99%
长期借款	379.19	379.19	379.19	379.19	EBITDA/销售收入	26.48%	21.86%	19.49%	19.01%
其他负债	360.15	248.51	254.88	276.83	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>2762.73</b>	<b>2816.52</b>	<b>2923.98</b>	<b>3235.76</b>	总资产周转率	1.49	1.31	1.13	1.07
股本	459.49	461.09	461.09	461.09	固定资产周转率	7.21	8.15	8.74	10.22
资本公积	923.89	922.29	922.29	922.29	应收账款周转率	3.87	3.38	3.23	3.34
留存收益	2405.60	3756.75	4930.27	6281.12	存货周转率	21.46	19.96	18.78	19.50
归属母公司股东权益	3787.21	5140.12	6313.65	7664.50	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	85.64%	—	—	—
少数股东权益	89.37	123.11	153.80	187.51	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>3876.58</b>	<b>5263.23</b>	<b>6467.45</b>	<b>7852.01</b>	资产负债率	41.61%	34.86%	31.13%	29.18%
负债和股东权益合计	6639.31	8079.75	9391.43	11087.77	带息债务/总负债	15.07%	13.46%	12.97%	11.72%
					流动比率	2.06	2.66	3.11	3.40
					速动比率	1.96	2.54	2.99	3.28
					股利支付率	0.00%	18.27%	21.98%	18.21%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	3.26	3.57	3.25	3.57
					每股净资产	8.19	11.11	13.65	16.57
					每股经营现金	3.29	3.53	3.54	3.64
					每股股利	0.00	0.65	0.71	0.65
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	2183.06	2101.44	1917.63	2080.47					
PE	41.92	38.29	42.08	38.32					
PB	16.71	12.31	10.02	8.26					
PS	7.68	6.58	6.43	5.78					
EV/EBITDA	28.15	28.73	30.81	27.74					
股息率	0.00%	0.48%	0.52%	0.48%					

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
	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
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@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	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
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn