

金域医学 (603882)

证券研究报告

2018年09月17日

规模+技术, ICL 领军者迈入新篇章

我国 ICL 行业方兴未艾, 龙头有望强者恒强

2017年第三方医学检验市场总收入约为110亿元, 渗透率为4%, 远低于发达国家50%左右的渗透率, 我国ICL行业具有广阔的发展前景。预计随着医院收支压力加大和分级诊疗政策的推行, 我国ICL行业2020年规模有望达到206亿元, 2015-2020年CAGR超过24%。竞争格局方面, 目前国内ICL企业有500多家, 但CR4达70%, 集中度相对较高。我们认为率先进行地域性扩张的企业有利于卡位当地市场, 行业龙头有望强者恒强。

通过对医院需求变化分析, 我们判断一项新技术的推广至成熟, ICL具有两次机会, 第一次是在新技术刚出现之时, 另一次是在检验项目进入增量平台期后。回归到现有市场, 我们认为ICL行业具备中长期逻辑(分级诊疗带来低等级医院需求, 新技术新仪器更替带来行业存量市场部分机会)及短期预期差(高端新项目推进速度快于预期, 耗占比带来的样本过载)。

全国布局完成, 公司规模优势凸显

公司现有2027个物流网点, 覆盖国内31个省市, 可确保80%以上样本在24小时内发单。专业、高效的冷链物流网络助力公司医学检验服务质量和效率的提升。成本方面, 公司不通过中间代理商直接向IVD采购, 采购价相较于医院通常低50%以上。随着金域规模优势的不断凸显, 公司的单位成本及各项费用率均持续降低, 且具有进一步压缩的空间。加之新建实验室逐步扭亏为盈, 我们认为公司未来利润增长可期。

检验技术强大, 铸就公司强大护城河

公司检验平台全面, 可提供约2500种检验项目, 为行业领先。2017H1公司高端检验项目基因、质谱、病理检验收入合计占公司总收入的42%, 其中基因检验项目收入占比为24%, 跃居成为公司第一大项目。高端检验项目的快速发展主要得益于公司持续的高研发投入, 公司2014-2017年研发费用达1.61、2.21、2.38、2.56亿元, 占营收比8.8、9.3、7.4、6.8%。2017年金域新增基因检测项目44项, 并先后与全球基因测序巨头Illumina、“NIPT(无创产前检测)之父”卢煜明教授开展深度合作。随着公司技术的不断成熟和高端个性化检测项目需求的提升, 特检类收入占比有望进一步提升。

盈利预测及估值

结合2018年中报业绩情况, 我们预计公司2018-2020年净利润分别为2.28亿、2.83亿、3.59亿, EPS调整为0.50、0.62、0.78元(原0.55、0.70、0.85元)。2018年我们给予金域医学43倍PE, 目标价21.50元, 调高评级, 给予“买入”评级(原“增持”评级)。(详细分析见第五章)

风险提示: 市场竞争风险、医学检测执业风险、检验样本控制风险等

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3,221.58	3,791.72	4,742.58	6,150.87	7,969.42
增长率(%)	34.83	17.70	25.08	29.69	29.57
EBITDA(百万元)	344.43	428.43	356.40	428.48	535.34
净利润(百万元)	170.04	188.51	227.77	283.16	359.06
增长率(%)	29.37	10.86	20.83	24.32	26.80
EPS(元/股)	0.37	0.41	0.50	0.62	0.78
市盈率(P/E)	48.55	43.80	36.25	29.16	22.99
市净率(P/B)	7.50	4.85	4.31	3.80	3.32
市销率(P/S)	2.56	2.18	1.74	1.34	1.04
EV/EBITDA	0.00	33.31	21.40	17.54	13.35

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/医疗服务
6个月评级	买入(调高评级)
当前价格	18.03元
目标价格	21.50元

基本数据

A股总股本(百万股)	457.88
流通A股股本(百万股)	279.64
A股总市值(百万元)	8,310.61
流通A股市值(百万元)	5,075.45
每股净资产(元)	3.85
资产负债率(%)	51.41
一年内最高/最低(元)	47.81/12.08

作者

郑薇	分析师
SAC执业证书编号: S1110517110003 zhengwei@tfzq.com	
杨烨辉	分析师
SAC执业证书编号: S1110516080003 yangyehui@tfzq.com	
李扬	联系人
lyang@tfzq.com	

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《金域医学-半年报点评:上半年业绩稳健增长, 资源整合持续推进》2018-08-10
- 《金域医学-季报点评:前三季度业绩高速增长, 业务布局优势明显》2017-10-29

内容目录

1. 国内第三方医学实验室行业领军者.....	4
2. 行业发展空间巨大，龙头企业强者恒强.....	6
3. 供需分析，剖析行业核心驱动力.....	9
3.1. 政策开闸，ICL 解决现有痛点.....	10
3.2. 医院需求的变化，行业发展迎来双重良机.....	12
3.3. 新型合作共建模式的出现，进一步利好 ICL 龙头企业.....	14
4. 从“跑马圈地”到“精耕细作”，公司竞争优势不断扩大.....	15
4.1. 规模：全国布局完成，公司规模优势凸显.....	15
4.1.1. 冷链物流网络庞大、高效，网点超过 2000 个.....	15
4.1.2. 规模经济效应显著，单位成本逐年降低.....	16
4.1.3. 省级网点布局完成，进入盈利提升通道.....	16
4.2. 技术：检验技术强大，铸就公司强大护城河.....	17
4.2.1. 检验平台全面，国际合作密切.....	17
4.2.2. 研发投入充足，打开特检蓝海市场.....	18
4.3. 检验+：打造医疗大数据平台，精准医疗之基石.....	19
4.4. 质量管理严格，客户黏性较高.....	20
5. 盈利预测及关键假设.....	21
6. 风险因素.....	23
6.1. 市场竞争风险.....	23
6.2. 医学检验及病理诊断服务执业风险.....	23
6.3. 检验样本控制风险.....	23

图表目录

图 1：公司发行后的股权结构.....	4
图 2：公司产业布局.....	5
图 3：2017 年公司各业务收入构成.....	5
图 4：2017H1 公司医学检验业务收入构成.....	5
图 5：公司营业收入、净利润及同比增速（营业收入、净利润单位：百万元）.....	5
图 6：2014-2017 年公司各地区主营业务收入（百万元）.....	6
图 7：公司毛利率、净利率及期间费用率.....	6
图 8：公司各项费用及费用率.....	6
图 9：体外诊断产业链.....	7
图 10：我国 ICL 市场规模.....	8
图 11：2016 年各国 ICL 市场规模和渗透率.....	8
图 12：2016 年美国检验市场分布.....	8
图 13：2016 年中国检验市场分布.....	8

图 14: 我国独立医学实验室数量增长情况 (间)	9
图 15: 2016 年我国独立医学实验室市场竞争格局	9
图 16: 三个主要参与方的供需分析 (监管机构、医疗机构、ICL)	10
图 17: 2017 年不同级别医院的数量占比	10
图 18: 2017 年不同医院诊疗量占比	10
图 19: 2007-2015 年东部、中部、西部地区医疗机构支出对比 (单位: 亿元)	11
图 20: 各类医疗机构就诊人次 YOY 变化情况	12
图 21: 2017 年北京各机构门急诊人次变化情况	12
图 22: ICL 实验室与医院检验科的竞争情况	13
图 23: 多种与医院合作模式	14
图 24: 金域实验室全国布局	15
图 25: 金域冷链物流的服务优势	16
图 26: 金域单位成本的变动情况 (单位: 元/测试)	16
图 27: 金域各地实验室净利润 (万元)	17
图 28: 公司现有的检验诊断技术体系	17
图 29: 公司合作搭建的国际健康平台	18
图 30: 2017H1 公司各类项目收入增速和毛利率	18
图 31: 高端检验收入占比逐年增加	18
图 32: 金域、迪安研发投入情况对比 (左轴: 百万元)	19
图 33: 公司研发人员数量增长情况 (人)	19
图 34: 公司专利数量增长情况 (个)	19
图 35: 公司宫颈病变累计检验标本数据	20
图 36: 公司肾脏病理累计检验标本数据	20
图 37: 公司严格的质量管控体系	21
图 38: 部分重点客户营收增长情况 (万元)	21
表 1: 金域发展历程	4
表 2: 不同级别医院外包动力与需求	7
表 3: 我国主要独立医学检验机构	9
表 4: 基层医疗卫生机构设备配置不足	10
表 5: 近几年我国推进分级诊疗政策与第三方独立医检所相辅相成	11
表 6: 新型模式对传统 ICL 模式的影响	14
表 7: 公司参与多项国家级与省级健康监测项目	20
表 8: 公司各板块收入及毛利率情况	22
表 9: 同行业公司可比 PE	23

1. 国内第三方医学实验室行业领军者

金域医学是一家专业从事第三方医学检验及病理诊断业务的独立医学实验室，主营业务为向各类医疗机构提供医学检验及病理诊断外包服务。目前公司可提供的检验项目约 2500 余项，网点覆盖全国 90%以上人口所在区域，终端客户超过 2 万家医疗机构，占我国第三方医学实验室行业市场份额 30%以上，是行业的领军者。

金域医学成立于 2003 年，公司前身为广州医学院医学检验中心。公司创始人梁耀铭先生曾任职于广州医学院科研处，他坚持质量先行、标准化管理的理念。公司发展始于严格的检验质量把控，立足于行业领先的检验技术，是通过 ISO17025 认可的独立医学实验室。公司于 2005 年整体变更设立为股份有限公司，并提出“检验+”的发展战略，积极向上下游拓展业务。

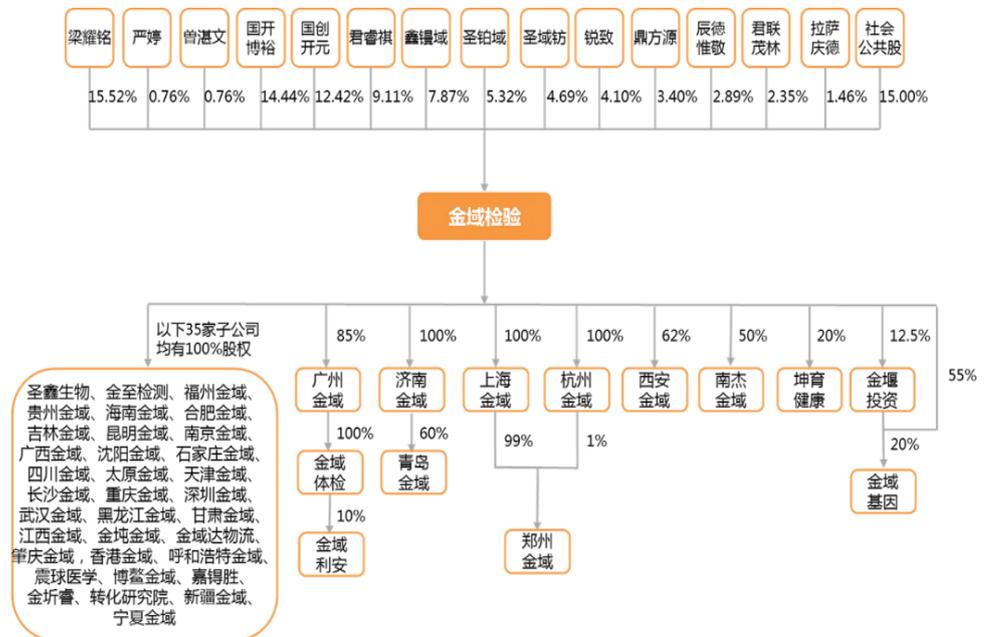
表 1: 金域发展历程

时间	事件
2003 年	正式成立广州金域医学检验
2007 年	开始高速连锁化发展，在济南设立第一家连锁医学实验室
2009 年	成为国内首家 CAP-LAP 和 ISO15189 双认可的医学实验室
2011 年	成立“KingMed-UPMC 国际远程数字化病理会诊中心”
2015 年	金域有限整体变更为股份有限公司
2016 年	获批入选我国第一批基因检验技术应用示范中心
2017 年	于上海证券交易所正式挂牌上市

资料来源：公司官网，天风证券研究所

目前公司总股本 4.58 亿股，其中流通股本 0.69 亿股，占 15%。董事长梁耀铭先生直接控制公司 15.52%的股权，并通过控制鑫锬域、圣铂域、圣域钷、锐致间接控制公司 21.88%的股权，合计控制公司 37.4%的股权，为金域的实际控制人，与严婷、曾湛文为一致行动人。

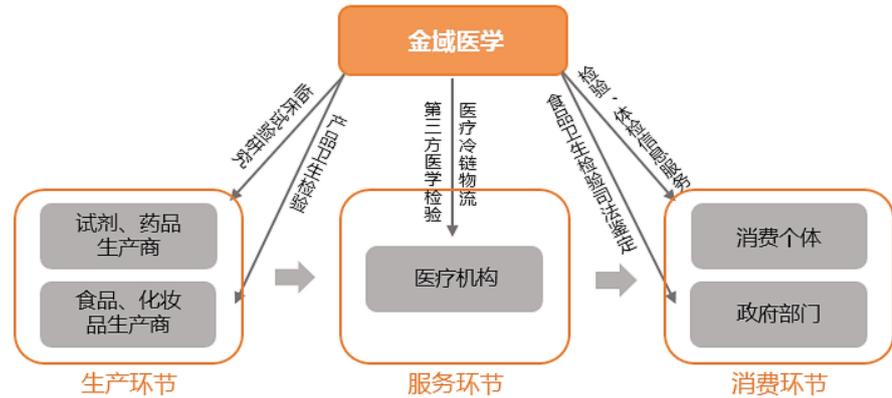
图 1: 公司发行后的股权结构



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

公司主营业务为医学检验和病理诊断，占公司总营业收入的 95%，主要向医疗机构提供包括生化发光检验、基因检验、病理诊断、免疫学检验、理化质谱检验和综合检验在内的六大类检验外包和技术研究服务。

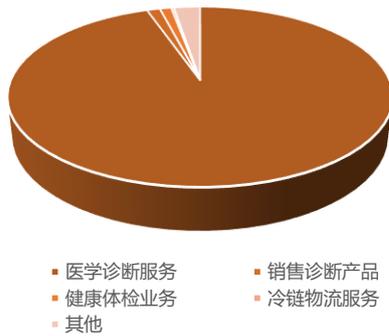
图 2：公司产业布局



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

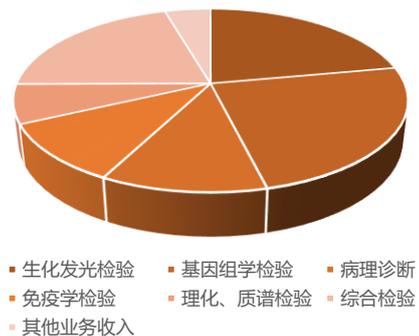
根据招股说明书，基因检验、生化发光检验和病理诊断业务分别占公司 2017H1 主营业务收入的 24%、22%、11%。同时，公司坚持拓展实验室多元化衍生业务，已成功拓展临床试验研究（CRO）、食品卫生检验、健康体检、司法鉴定、检验试剂销售等业务，并将致力于完成由独立医学实验室向综合医学服务提供商的转型，构建“检验+”生态圈。

图 3：2017 年公司各业务收入构成



资料来源：Wind，天风证券研究所

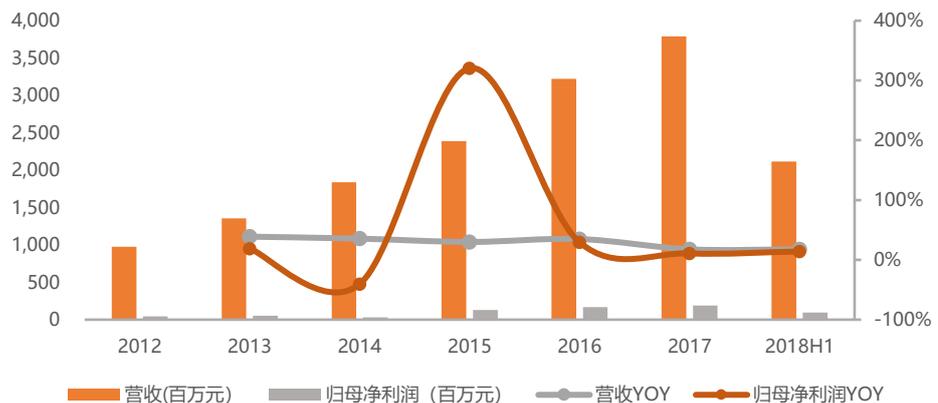
图 4：2017H1 公司医学检验业务收入构成



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2012-2017 年公司营业收入和归母净利润复合增长率分别为 31.2%、33.7%，保持高速增长的趋势。2017 年公司营业收入和归母净利润为 37.92 亿元、1.89 亿元，同比增长 17.70%、10.86%，增长速度较过去有所下降，主要是由行业竞争加剧引起的检验项目单价下跌所致，新建实验室的投入使用所带来的折旧、摊销费用增加也有一定影响。

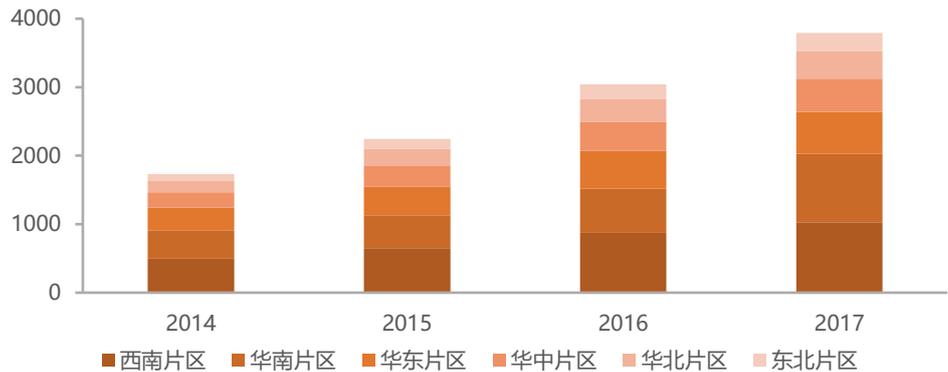
图 5：公司营业收入、净利润及同比增速（营业收入、净利润单位：百万元）



来源：Wind，天风证券研究所

公司已完成全国范围内的网点覆盖，各地区收入均快速增长。公司由设立在广州的总部向全国辐射扩张，因而业务主要分布在西南、华南和华东片区，2017年这三个片区合计收入占比为70%。自2014年以来，西南、华南两个片区的收入占比稳定保持在50%以上，而华东地区的收入增速有小幅下滑。这是由于迪安、艾迪康将实验室重点布局在华东地区，导致该地区竞争十分激烈。但相较于迪安、艾迪康集中的实验室布局，金域网点覆盖主要省市，并计划于2018年完成西藏、北京等省市中心自治区实验室建设，公司全国范围内的实验室布局和庞大的冷链物流网络将更有利于规模效应的体现，各片区协同发力互相带动收入增长。

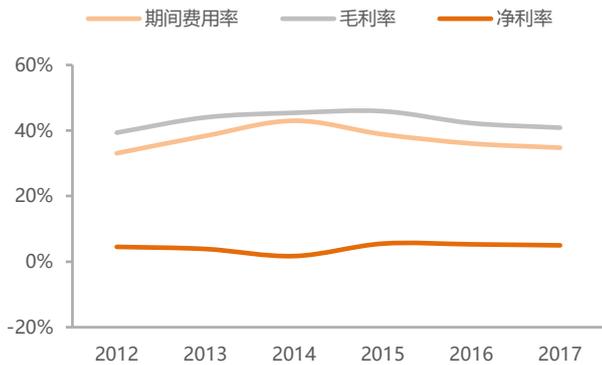
图 6：2014-2017 年公司各地区主营业务收入（百万元）



来源：Wind，天风证券研究所

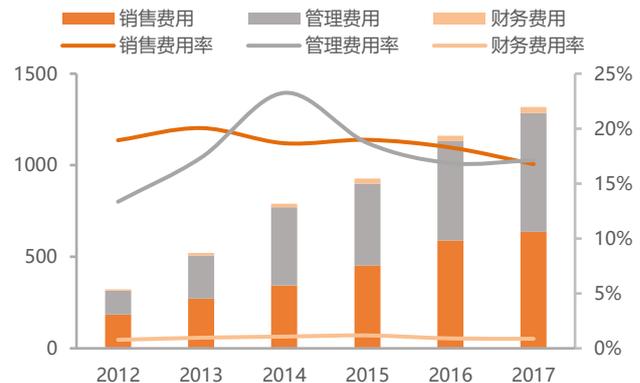
尽管因为竞争加剧、检验单价持续走低，2017年公司毛利率下降1.40%，但净利率仅下降0.31%，这主要是由于公司费用率的降低。公司的期间费用率由2014年的42.99%逐年降低至2017年的34.76%，其中2017年公司销售、管理、财务费用率分别为16.77%、17.12%和0.88%，三项费用率均为近5年新低。未来随着公司对于费用的控制更加严格及规模效应的逐步体现，公司期间费用率仍有较大下降空间。

图 7：公司毛利率、净利率及期间费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：公司各项费用及费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

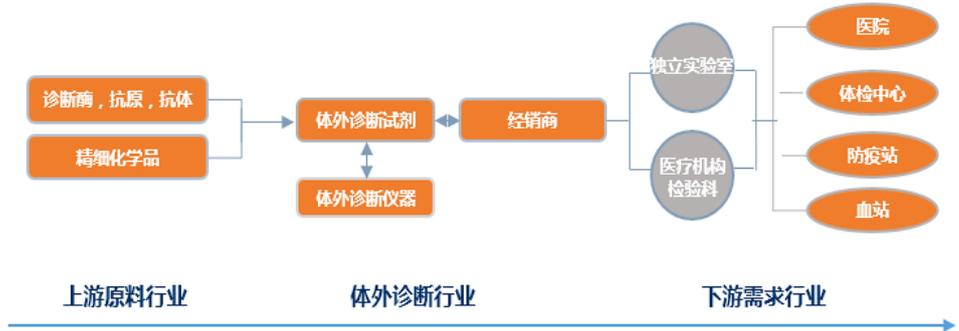
公司处于第三方独立医学检验室行业中，行业景气度高，顺应政策方向，以下我们将从行业空间、核心驱动力及金域的优势三个方面拓展开，深入剖析行业及公司投资机会。

2. 行业发展空间巨大，龙头企业强者恒强

独立医学实验室（ICL, Independent Clinical Laboratory）是独立于医疗机构之外、从事医学检验或病理诊断服务，能独立承担相应医疗责任的医疗机构。ICL 主要通过集中为各类医疗机构提供医学检验外包服务，并且采购设备和试剂的集中化有效降低了成本，具有显著的规模效应。同时，集中化的检验也使得 ICL 可以实现专业化分工，开展医院检验科由于样本量少、成本高等原因无法进行的高端复杂性检验。通过专业化分工和规模化经营，

ICL 在检验项目种类、检验效率和水平方面远远领先各类医疗机构检验科。

图 9：体外诊断产业链



资料来源：天风证券研究所

基层医院由于设备的缺乏、可检验项目数量少、检验成本高等原因，具有很强的外包动力。而三级医院则因具备完善的检验科、较大的检验样本量，普检外包动力小，外包需求主要以高成本、高风险、高技术壁垒的高端检验项目为主。尽管分级诊疗的推广初有成效，但是基层医院的就诊量占比还未出现明显提升。因此我们认为分级诊疗的真正落地期尚未到来，随着分级诊疗政策的推进，ICL 行业的渗透率将大幅提升，尤其是二级以下的基层医院的外包需求将被显著释放。

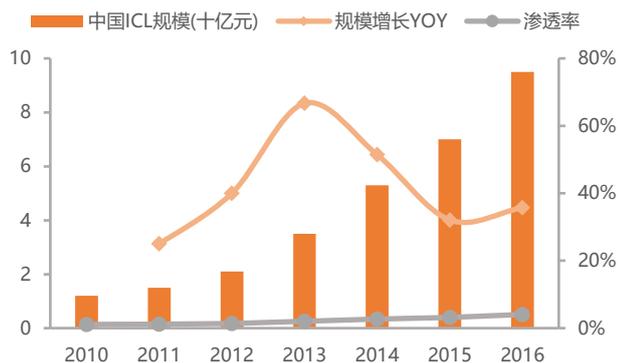
表 2：不同级别医院外包动力与需求

	基层医院	二级医院	三级医院
机构数量（2018 年 4 月，家）	983438	8529	2427
设备配置	国产为主	部分进口，高级国产	进口为主
资金情况	急缺	缺乏	充足
检验样本量	小，复杂检验送往二、三级医院	较大	大
检验科能力	弱	中等	强
检验项目	即时诊断（POCT）为主	生化免疫为主（血糖、血脂、丙肝、乙肝等）	分子检验等新型检验；生化免疫检验
外包动力	强	较强	弱
外包需求	普检为主	普检，少量特检	高端特检为主

资料来源：国家卫健委，天风证券研究所

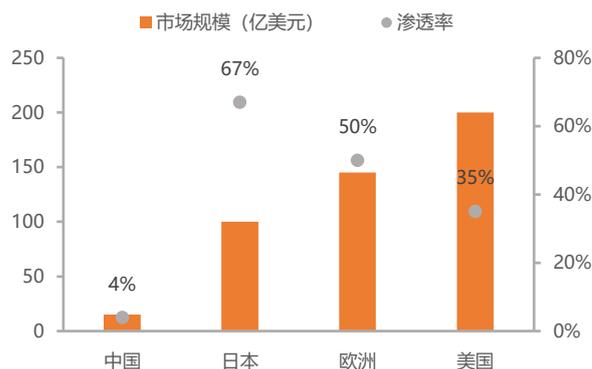
我国第三方医学检验行业正处于发展初期，院内检验仍占据垄断地位。2016 年第三方医学检验市场总收入约为 95 亿元（预计 2017 年将超过 100 亿元），而 2016 年全国公立医院的检收入则高达 2519 亿元，渗透率低于 5%。对比发达国家美国、欧洲、日本 ICL 收入占整个医学检验行业收入的 35%、50%、67%，两者之间差距很大，我国独立医学实验室可开展检验项目数量上也远远小于发达国家。美国、日本大型 ICL 可检验项目超过 4000 余项，而国内大型 ICL 在 2000 种左右，三甲医院可检验项目数量仅为 300-500 种。无论在收入、渗透率还是可检验项目数量上，我国独立实验室都与发达国家有较大的差距，发展空间广阔。

图 10：我国 ICL 市场规模



资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

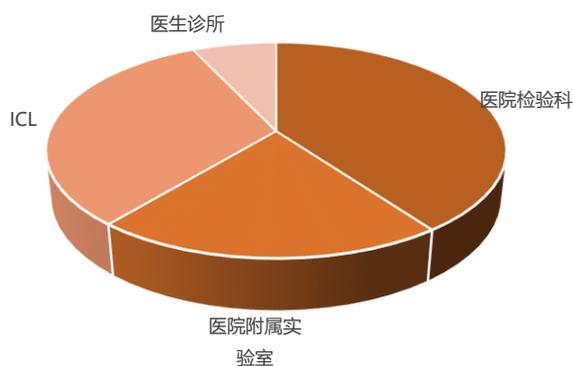
图 11：2016 年各国 ICL 市场规模和渗透率



资料来源：前瞻研究院，天风证券研究所

尽管美国 ICL 行业的发展与中国类似，都经历过医保控费推动行业高速发展的阶段，但由于两国医疗机构结构截然不同，两国 ICL 的渗透率也相差巨大。美国医院以私立为主，追求高效率、低成本是民间资本的天然属性，此外还有相当一部分不具备检验能力的私人诊所，检验外包给 ICL 的需求十分旺盛。因此美国的 ICL 功能上可以替代检验科，在医学诊断市场占比高达 32%。而我国医疗机构结构主要以公立医院为主，大型医院外包动力不足，医院检验科收入占检验市场规模的 96%。但随着分级诊疗政策的落地，医保控费压力增大，我国 ICL 渗透率仍有较大提升空间。

图 12：2016 年美国检验市场分布



资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

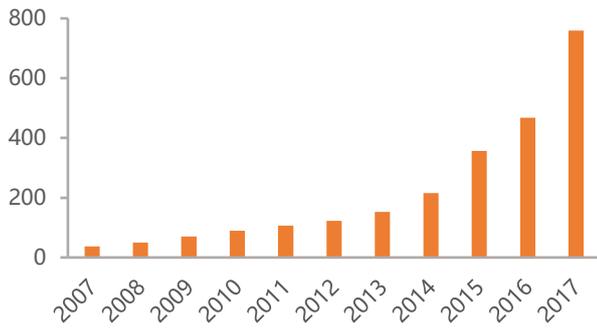
图 13：2016 年中国检验市场分布



资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

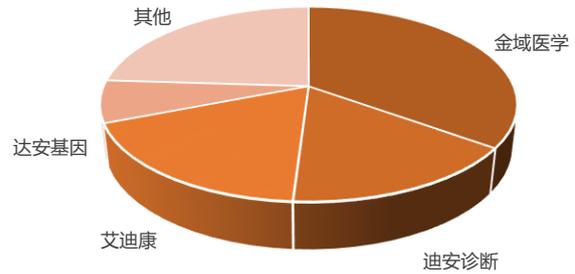
截止至 2017 年底，国内 ICL 企业有 759 家，行业集中度相对较高。对比美国 ICL 市场，Quest 与 LabCorp 两大巨头 2014 年市场占有率合计达 68%，我国 ICL 行业集中度仍有一定提升空间。同时，率先进行地域性扩张的企业有利于卡位当地市场，将先发优势化为规模优势，稳固领先地位。尽管短期内的行业快速扩张导致竞争加剧及扣率走低，但我们认为中小企业在价格战中发展不可持续，将逐步退出市场，行业集中度进一步提升，龙头企业强者恒强。

图 14：我国独立医学实验室数量增长情况（间）



资料来源：艾瑞咨询，国家卫计委，天风证券研究所

图 15：2016 年我国独立医学实验室市场竞争格局



资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

4 个主要参与企业金城医学、迪安诊断、艾迪康和达安基因合计市场占有率达 70%以上，其中领军企业为金城医学，市场占有率超过 30%，2017 年的营业收入高达 37.92 亿元。

表 3：我国主要独立医学检验机构

	广州金城	迪安诊断	艾迪康	达安基因	康圣环球
成立时间	1994 年	2001 年	2004 年	2007 年	2003 年
总部地址	广州	杭州	杭州	广州	武汉
实验室数目 (个)	37	38	17	8	7
覆盖医院数目 (家)	>16000	>3000	>3000	>1000	>3000
检验项目数 (项)	约 2500	>2000	>1400	>1000	>3000
商业模式	服务	服务+产品	服务	服务+产品	服务
质量控制	2 家 CAP, 10 余家 ISO15189	CAP, ISO15189	CAP, ISO15189	CAP, ISO15189	ISO15189
扩张	快	快	一般	一般	一般

资料来源：公司官网，天风证券研究所

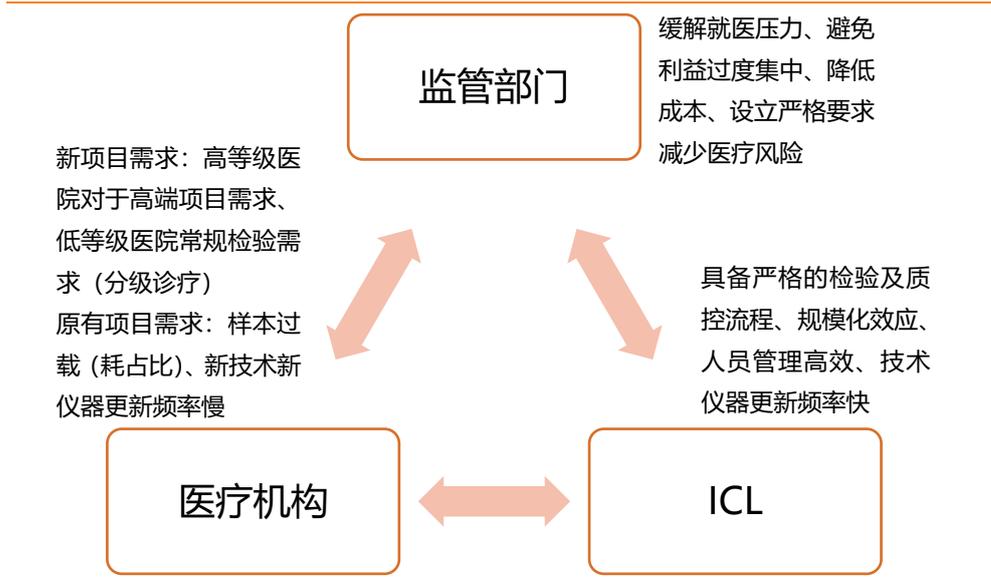
我国的第三方医学实验室行业起步较晚，渗透率低，行业发展潜力巨大，我们认为行业具备三大核心驱动力，推动行业快速发展。

3. 供需分析，剖析行业核心驱动力

在第三方独检行业中，主要参与者有三方，分别为监管部门、医疗机构和 ICL。监管机构制定政策，同时对医疗机构及 ICL 产生影响，一方面为了缓解就医压力、避免利益过度集中、降低成本等出发点，从政策上鼓励民间资本进入医学检验领域，设立 ICL 实验室，同时设立相关标准严格监管 ICL，包括准入门槛、场地要求、人员要求、质控标准等，从上层结构搭建 ICL 行业框架。

ICL 相对于传统医疗机构具有诸多优势，可以为医疗机构提供各类型检验策略，尽管在我国医院仍控制着检验流量的主要入口，但是随着分级诊疗、成本控制、高端检验需求等趋势，ICL 将进入蓬勃发展期。

图 16：三个主要参与方的供需分析（监管机构、医疗机构、ICL）



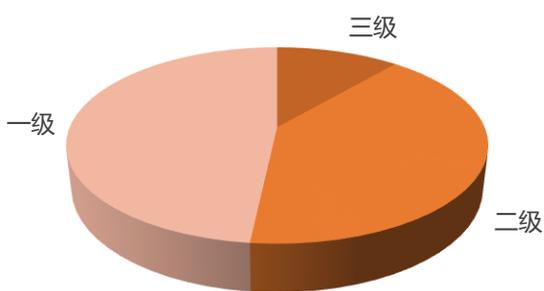
资料来源：天风证券研究所

我们认为第三方独检行业三大核心驱动力为政策开闸、医院需求紧张、新模式竞争，这三个方面为 ICL 行业带来长期增长逻辑和短期投资机会，以下将从这三个方面分别独立展开分析。

3.1. 政策开闸，ICL 解决现有痛点

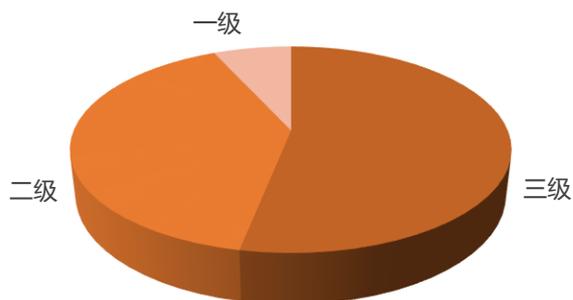
我国医疗资源分配不均情况严重，基层医疗资源的相对短缺和服务能力的相对低下导致患者无论病情轻重缓急都集中在大医院。2017 年占比 11% 的三级医院承担了 53% 的就诊人次，年平均病床使用率分别高达 97.9%，过载运行情况严重。为缓解我国医疗资源分布与需求之间日益激化的矛盾，分级诊疗是此次医改的重中之重。通过实现基层首诊、双向转诊、急慢分诊、上下联动的诊疗模式，将优质医疗资源有效下沉，二级以下基层医院的就诊率和检验需求将得到显著释放。

图 17：2017 年不同级别医院的数量占比



资料来源：国家卫健委、天风证券研究所

图 18：2017 年不同医院诊疗量占比



资料来源：国家卫健委、天风证券研究所

东部地区经济较为发达，医疗机构投入费用更多，具备资金实力购买高端设备、大力投入科研、开展学术交流培训等活动，医院平均万元以上设备数量达到 158 台，基层医疗卫生机构平均不及 1 台，医疗设备严重不足。

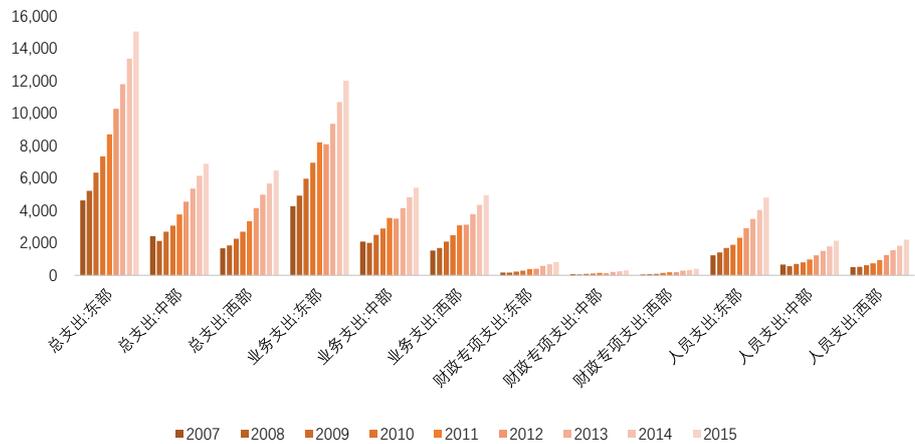
表 4：基层医疗卫生机构设备配置不足

	机构数（间）	万元以上设备台数（台）	平均万元以上设备数量（台）
医院	29140	4601414	157.91
基层医疗卫生机构	926518	640344	0.69

资料来源：国家卫健委，天风证券研究所

根据医学界智库编制的 2017 中国最佳医学院校综合排行榜，东部地区拥有大部分排名前列的医学院校，其中排名前 20 的优秀医学院校约有一半坐落于北上广一线城市，医学院校每年为本地城市和邻近地区输送大量优秀的医学人才，夯实该区域专业化医疗服务基础，而中部、西部等地域的基层医院在医疗机构投入、专业化医师团队建立上缺乏优势，难以提供高质量的医疗服务。

图 19：2007-2015 年东部、中部、西部地区医疗机构支出对比（单位：亿元）



资料来源：国家卫计委，天风证券研究所

基于以上行业痛点问题，国家提出分级诊疗政策，根据 2017 年两会意见，在 2017 年底之前要达到覆盖率 85%，目前仍处于分级诊疗初级阶段，医师水平、配置成本、人员培训等都还未完全跟上，需要一定建设周期，通过与 ICL 合作，则可以快速开展前沿检验项目，加快分级诊疗建设。

自国务院办公厅正式发布《关于推进分级诊疗制度建设的指导意见》后，国家积极推动分级诊疗制度的落地和实施，共有 4 个直辖市和 266 个地级市参与分级诊疗制度的推广。2015 年以来，三级医院就诊人次增长率逐步降低，一、二级医院就诊人次增长率开始呈上升趋势，而社区医院就诊人次增长率显著提升。

表 5：近几年我国推进分级诊疗政策与第三方独立检验所相辅相成

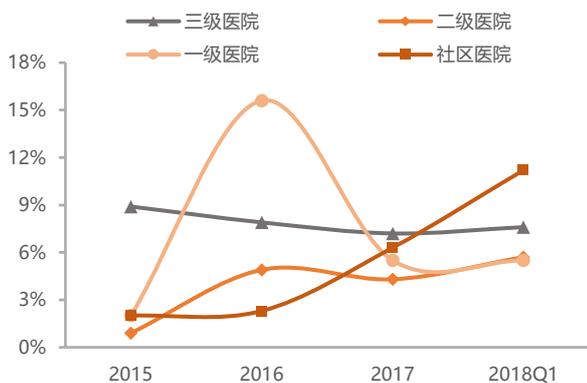
时间	部门	文件	内容
2009	卫生部	《医学检验所基本标准（试行）》	首次提出在医疗机构类别中增设医学检验所，并制定了医学检验实验室的基本标准。
2012	国务院	《县级公立医院综合改革试点意见》	鼓励资源集约化，探索成立检验中心，推行检查检验结果医疗机构互认以及后勤服务外包等
2013	国务院	《促进健康服务业发展的若干意见》	提出大力发展第三方服务，引导发展专业的医学检验中心和医学影像中心，鼓励药学研究、临床试验等生物医药研发服务外包。
2014.1	卫计委	《2014 年卫生计生工作要点》	积极稳妥推进公立医院改革，建立完善分级诊疗模式，推进全科医生与居民契约服务，选择部分城市开展基层首诊试点
2014.7	国家卫计委办公厅	《关于做好新型农村合作医疗几项重点工作的通知》	积极推动建立分级诊疗制度发挥新农合的杠杆和利益导向作用，引导形成基层首诊、双向转诊、急慢分治的分级诊疗格局
2015	国务院	《关于促进社会办医加快发展的若干政策措施》	提到探索以公建民营或民办公助等多种方式，建立区域性检验检查中心，面向所有医疗机构开放。
2015.9	国务院办公厅	《关于推进分级诊疗制度建设的指导意见》	明确各层级医疗机构的定位，构建医疗机构分工协作机制；设置独立的区域医学检验机构、病理诊断机构、医学影像检查机构、消毒供应机构和血液净化机构，实现区域资源共享
2016.4	国务院办公厅	《关于印发深化医药卫生体制改革 2016 年重点工作任务的通知》	加快推进分级诊疗，在 70% 左右的地市开展试点。试点地区高血压、糖尿病患者规范化诊疗和管理率达到 30% 以上

2016.8	卫计委	《关于推进分级诊疗试点工作的通知》	确定了北京等 4 个直辖市，河北省石家庄市等 266 个地级市作为试点城市开展分级诊疗试点。提出探索设置医学影像诊断中心、医学检验实验室等独立医疗机构，实现区域资源共享。
2016.11	国务院	《关于进一步推广深化医药卫生体制改革经验的若干意见》	鼓励社会力量按有关规定建立独立的医学检验、医学影像诊断、消毒供应和血液净化机构。
2016.12	卫计委	《医学检验实验室基本标准和管理规范（试行）》	制定了医学检验实验室的相关标准和规范，较 2009 年版更加严格；明确了医学检验实验室属于单独设置的医疗机构，为独立法人单位，独立承担相应法律责任。
2017.6	国家发改委	《“十三五”生物产业发展规划》	指出要打造标准化基因检验、液体活检等专业化独立第三方服务机构
2017.7	国务院办公厅	《关于推进医疗联合体建设和发展的指导意见》	逐步形成多种形式的医联体组织模式、完善医联体内部分工协作机制、促进医联体内部优质医疗资源上下贯通
2017.8	国家卫计委	《关于加快推进分级诊疗试点工作通知》	全面推行医联体建设，偏远地区开展远程医疗；推进家庭医生签约服务，专科医生转全科；加强基层和上级医院的用药衔接
2018.1	国务院办公厅	《关于改革完善全科医生培养与使用激励机制的意见》	建立适应行业特点的全科医生培养制度；落实国家关于促进社会办医加快发展的政策措施，鼓励社会力量举办全科诊所
2018.6	国家卫健委	《关于进一步改革完善医疗机构、医师审批工作的通知》	进一步改革完善医疗机构、医师审批工作，并再次强调医疗机构可以委托独立设置的医学检验实验室、病理诊断中心提供医学检验、病理诊断等服务。

资料来源：各部委网站，天风证券研究所

2015-2018Q1 社区医院就诊人次增长率分别为 2%、2%、6%、11%，分级诊疗在全国范围内的推行初露端倪。同时，北京、上海等试点城市分级诊疗取得明显成效。2017 年北京一级及社区医院门急诊量增长 15%，而三级医院下降了 12%，扭转了近 20 年来基层医疗机构就诊量占比持续下降的局面。

图 20：各类医疗机构就诊人次 YOY 变化情况



资料来源：中国卫生统计年鉴，天风证券研究所

图 21：2017 年北京各机构门急诊人次变化情况



资料来源：北京市卫计委，天风证券研究所

同时，通过鼓励建设 ICL，将极大节省医疗支出成本，包括前期仪器配置、人员投入、后期维护等。2018 年 9 月 5 日，国家卫计委卫生发展研究中心发布了我国首份第三方医学实验室效果评估及经验总结项目报告，以 2016 年为基数推算，2016-2020 年间第三方医学检验机构可节省的检验花费依次为 104 亿元、137 亿元、176 亿元、221 亿元、274 亿元，降本增效的效果明显。

3.2. 医院需求的变化，行业发展迎来双重良机

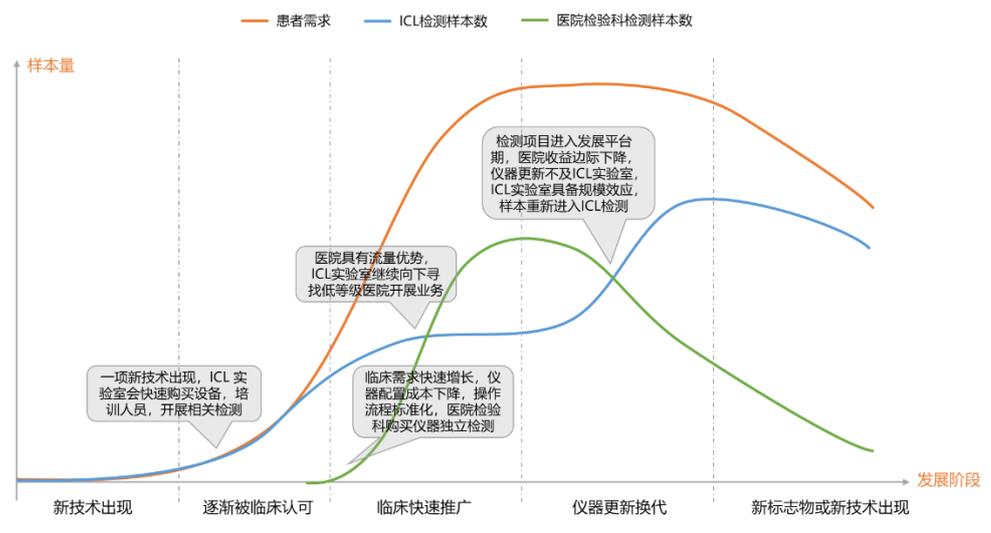
一项新检验技术的出现都将为降低一项疾病发生率或前期干预提供重要的指导作用，从技术出现到逐渐受到临床认可，技术成熟或纳入指南后，将在临床快速推广，后面随着新标记物或者新技术的出现，该项技术逐渐退出检验科。随着不同的发展阶段，样本量的情况

如下图橙色曲线所示。

大致而言，医院检验科和 ICL 在样本检验上存在竞争关系，简单考虑市场上主要是这两类模式的竞争，新技术出现的初期，样本检验主要集中于 ICL，随着该技术逐步被临床认可，临床处于快速推广阶段，医院检验科会开始购买设备自行检验，而到后期，检验项目样本增量边际减弱，工业端仪器不断更新换代，医院检验科在仪器自动化程度、检验准确性、人工成本等方面不及 ICL 时，将会逐步把样本送至 ICL 进行检验。

从发展阶段上来看，ICL 有两次快速发展机会，第一次是在新技术刚出现之时，另一次是在检验项目进入增量平台期后。

图 22：ICL 实验室与医院检验科的竞争情况



资料来源：天风证券研究所

在我国，医院依然是检验样本的主要流量口，医院对于样本具有决定权，在样本检验上，医院更像一个要求高收益的风险厌恶型投资者，在样本增量边际快速提升时，医院会考虑购买设备、配置人员自行检验，获取更大的利润空间，而在样本增量边际下降时，则会逐步退出检验，采取样本外送检验模式。因此我们从医院需求出发，分为新项目需求和原有项目需求，剖析 ICL 发展逻辑。

新项目需求：第一次机会

- **高等级医院对于高端新项目的需求（受限于技术、人员、成本）**：当一个新项目出现时，受限于技术、人员、成本等方面的劣势，医院很少会考虑自行检验，在这个阶段，通过学术推广、协会推荐、专家研讨会等方式，将加速推动临床医生使用该项检验，比如现在处于早期的基因测序、质谱检验等，ICL 将获得主要的市场份额。
- **低等级医院对于常规项目检验需求（分级诊疗带来的）**：在分级诊疗的推动下，低等级医院逐步需要开展相关的检验项目，对于他们而言，常规项目就是新项目，同样是 ICL 新增量市场。

原有项目需求：第二次机会

- **样本过载（耗占比）**：医疗资源分配不平衡，高等级医院普遍存在样本过载的现象，即院内检验科无法满足样本检验需求，需要通过外送至 ICL 完成检验，近年来各省提出的严控耗占比政策，我们认为从通过行政手段挤压院内检验科利益，将加速样本外流，为 ICL 带来大量的样本。
- **新技术准确性更高**：随着技术的发展，同一标志物的检验准确性上存在差异，比如酶免和化学发光，ICL 对新技术敏感度更高，配置更为灵活，新技术的出现可以快速退出产品，效率上高于院内检验科，具有更强的争夺样本能力。
- **新仪器自动化程度高**：工业不断发展，自动化程度逐步提高，从原来手工到半自动到

全自动，仪器的发展推动效率的提升，院内检验科仪器更换周期慢，不及 ICL 实验室，在规模效应优势下，样本将逐步外流至 ICL，减少院内检验科人员负担。

根据上面对于医院需求的分析，我们认为 ICL 行业具备中长期逻辑（分级诊疗带来低等级医院需求，新技术新仪器更替带来行业存量市场部分机会）及短期预期差（高端新项目推进速度快于预期，耗占比带来的样本过载）。

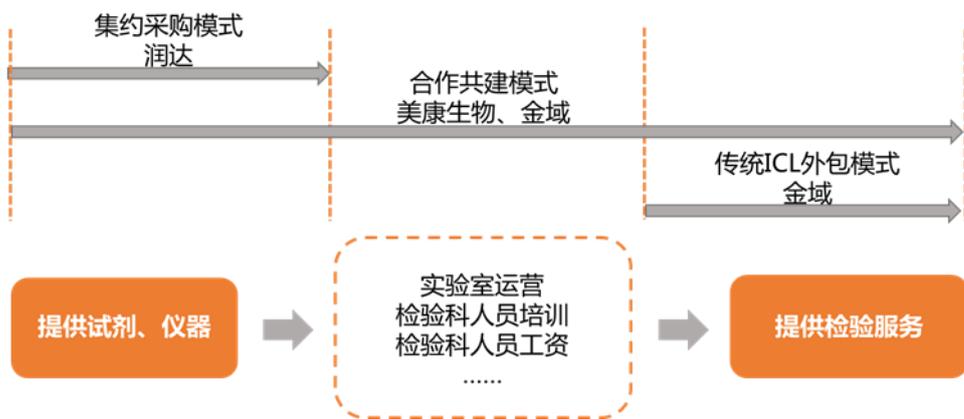
短期来看，第一：高端新项目（基因测序、质谱等）学术推广速度加快、临床医生接受程度高、指南纳入新技术等方式，将为 ICL 带来新市场；第二：各省耗占比的推进及实施将为 ICL 带来原有项目的增量市场，实施的程度直接决定增量市场的规模。

3.3. 新型合作共建模式的出现，进一步利好 ICL 龙头企业

近年来国家政策放开，鼓励社会力量参与公立医院改革，为第三方医学实验室与医院检验科的紧密合作提供了机会。合作共建在不影响产权的条件下实现了医院所有权和经营权的分离，引入民营资本有效提升了医院检验科的检验能力，并降低了政府的投入，这种新型运营模式受到了市场的广泛关注。合作共建主要分为两种模式：一种是医院提供场地，第三方医学实验室提供其他物力、人力、财力等全托管模式；另外一种是第三方医学实验室仅提供物力、人力、财力中的一种或两种。合作共建的出现一方面加深了医院和第三方医学实验室之间的合作深度，另一方面对传统外包业务也带来了一定的冲击。

由于政策风险和检验科原有人事关系变动带来的阻力，我们认为全托管模式的合作共建推广难度较大，合作共建主要以第二种模式向医院检验科提供检验试剂、仪器居多。

图 23：多种与医院合作模式



资料来源：各公司年报，天风证券研究所

若合作共建模式成为行业趋势：将主要由二级及以下医院参与，以普检业务为主。由于合作共建合同期一般为 5-8 年，具有排他性，龙头 ICL 企业凭借其成本和品牌优势将锁定市场份额，进一步拉开与其他 ICL 企业之间的差距，行业集中度大幅快速提升。在该模式下，以润达为代表企业的集约化代理模式会与 ICL 企业存在一定竞争，但相比于集约化代理模式仅提供检验试剂、仪器来降低成本外，龙头 ICL 企业具有丰富而成熟的实验室管理经验，对提升医院检验科运营效率有优势。

表 6：新型模式对传统 ICL 模式的影响

	传统 ICL 模式	合作共建模式	集约采购模式
合作深度	中等	较深	较浅
优点	能提升医疗机构检验能力，有效降低检验科成本	能提升医疗机构检验能力，有效降低检验科成本	有效降低检验科成本
缺点	渗透率具有一定天花板。部分时效性较高、检验量较大的项目，外包的必要性较小	合作深度的极端表现就是检验科托管，政策风险较大	除了降低成本外，对于医院检验能力提升的帮助有限

推广阻力	阻力较小，医疗机构外包需求广泛，但渗透率提升较慢	阻力较大，尤其是三级医院参与动力不足。推行一方面需要公司具有较强的供应链整合能力、实验室管理能力，还需要一定政府公关能力	阻力中等，推行一方面需要公司具有较强的供应链整合能力，还需要一定政府公关能力
影响	ICL 行业渗透率及集中度缓慢提升，龙头强者恒强	对传统 ICL 业务有一定冲击；但 ICL 龙头参与合作共建具有先天优势	利好集约化销售代理商，如润达、塞斯；对 ICL 市场可能有间接冲击

资料来源：天风证券研究所

我们认为新模式的出现对于 ICL 来说不是一个冲击，更多是在比较中突出 ICL 的优势，优秀的企业逐步会扩大布局，加深与医院的粘性，获取更大的市场份额。

4. 从“跑马圈地”到“精耕细作”，公司竞争优势不断扩大

4.1. 规模：全国布局完成，公司规模优势凸显

金域医学成立于 2003 年，目前已在全国 29 个省市建立实验室 37 家，包括 3 家总部级实验室，4 家省级区域中心实验室，30 家省级和地区级实验室，将上门服务网络延伸至乡镇和社区一级，覆盖全国 90% 以上人口所在区域。在可检验项目、客户数量、年检验样本量等方面为细分市场领先，占据 ICL 行业 30% 以上市场份额。此外，公司在冷链物流、成本、检验质量方面都具备优势，构建核心壁垒，金域将继续保持行业龙头地位，强者恒强。

图 24：金域实验室全国布局



资料来源：公司官网，天风证券研究所

4.1.1. 冷链物流网络庞大、高效，网点超过 2000 个

鉴于 ICL 行业特殊的服务半径特点，金域庞大的连锁实验室布局和高效的物流网络将为当地各类医疗机构提供更为便捷完善的服务。公司现有的物流网络覆盖国内 31 个省市，拥有 2027 个物流网点，服务网络延伸至乡镇和社区一级，在职物流专员超过 2500 人，每年承担收货量超 4000 万份。2017 年冷链物流服务营业收入 0.10 亿元，同比增长 483.57%。医疗物流关系到检验标本的安全和检验结果的时效及准确性，公司全面的运输网络可保证“省内 12 小时，省际 24 小时”的高效运输产品。金域专业、高效、安全的冷链物流将成为公司第三方医学检验服务的强大护城河。

图 25：金域冷链物流的服务优势



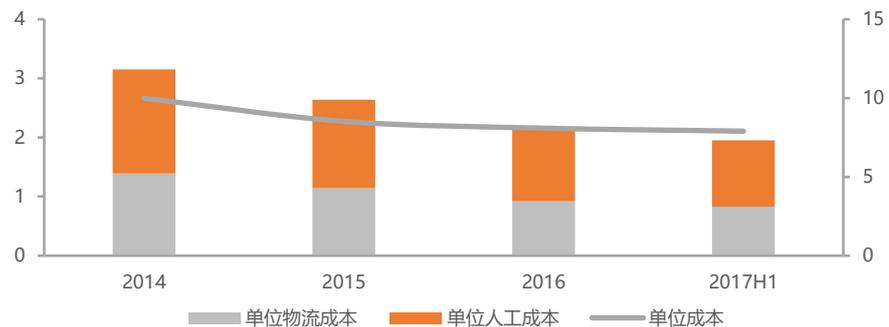
资料来源：公司官网，天风证券研究所

4.1.2. 规模经济效应显著，单位成本逐年降低

金域行业领先的规模优势已经成功转化为成本优势，由于金域年样本量超过 5000 万例，为行业领先，因此公司的采购价格与同行相比也具有优势。

2014-2017H1 公司的单位成本呈下降趋势，其中单位物流、人工成本受规模效应降低明显。2017H1 公司单位物流、人工成本的下降分别导致毛利率提升 0.66、0.99%。随着公司规模的扩大，检验样本量的增加，公司单位检验成本还有压缩的空间。

图 26：金域单位成本的变动情况（单位：元/测试）

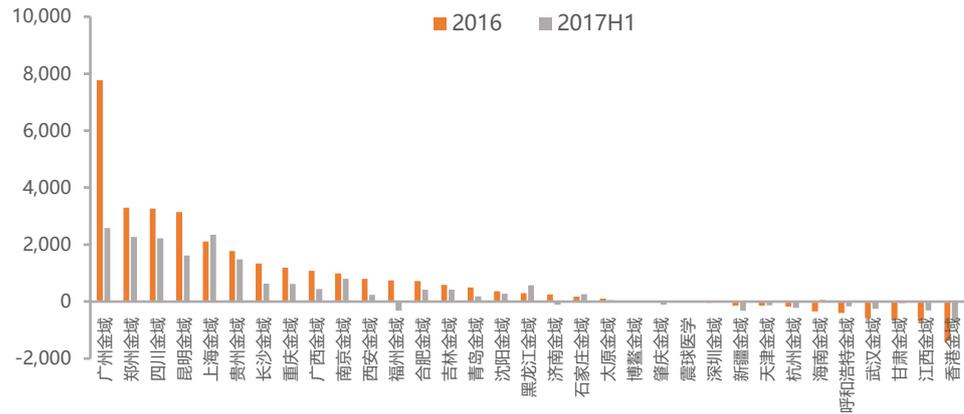


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

4.1.3. 省级网点布局完成，进入盈利提升通道

近几年 ICL 行业竞争加剧，几大龙头公司快速跑马圈地。金域已完成全国范围内的实验室布局，但大量新建实验室的亏损使得公司利润在短期内无法释放。在公司已建成的 37 家实验室中，盈利实验室仅为 50-60%，余下新建实验室还处于亏损状态。广州实验室作为金域的总部同时也是规模最大的单个实验室，公司立足广州向周围辐射，西南片区实验室净利润规模普遍在 1000-3000 万，而西北部实验室盈利情况较不理想。一家独立医学实验室从建立到产生盈利大约需要 3-5 年孕育时间，过去两年公司新建了大量实验室，目前仍处于亏损阶段。未来几年随着新建实验室的扭亏为盈，公司的净利率将逐年提升。

图 27：金域各地实验室净利润（万元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

4.2. 技术：检验技术强大，铸就公司强大护城河

4.2.1. 检验平台全面，国际合作密切

金域医学创新性地以平台建设为中心，持续引进国际先进技术与设备，拥有全面而先进的检验诊断技术体系。公司以临床基因组中心、临床质谱检验中心、临床血液病诊断中心、病理筛查与诊断中心四大高新技术中心为基础，建立了包括高通量测序技术平台、基因芯片技术平台等在内的检验技术平台，范围覆盖所有主流的检验领域。2017年3月，金域成立全国最大的病理医生集团，拥有600多名国内外病理医生，与全国各级医院深入合作，形成了国内最大的远程病理协作网。

图 28：公司现有的检验诊断技术体系



资料来源：公司官网，天风证券研究所

此外，金域医学和国际顶尖医疗资源合作密切，是最早在国内引进远程病理会诊模式的第三方医学检验机构。公司已与罗氏诊断、CCF、梅里埃、UPMC、赛默飞世尔科技等国际一流生物科技、医药企业合作搭建国际健康平台，建立起“区域性-全国性-国际性”三级病理会诊网络，汇聚海内外一流病理专家，实现顶级专家资源共享。

图 29：公司合作搭建的国际健康平台

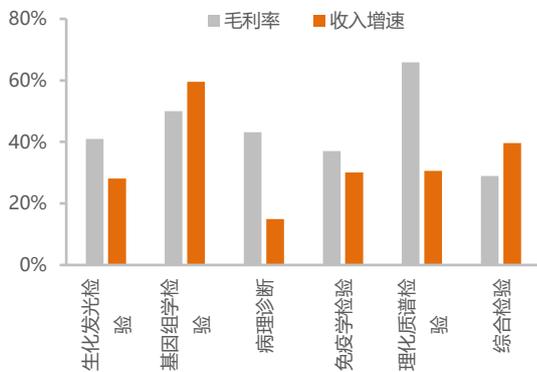
- KingMed-UPMC 国际远程数字化病理会诊中心
- 克利夫兰医学中心战略合作伙伴
- Quest- 金域大中华区战略联盟合作伙伴
- KingMed-Baylor College of Medicine 临床基因组学研究院
- 罗氏诊断技术合作与示范基地（中国）
- 赛默飞世尔科技合作与示范基地
- 梅里埃技术合作与示范基地（中国）
- 凯杰分子病理示范实验室
- 雅培分子战略合作伙伴
- KingMed & Affymetrix 临床检测标准化芯片示范实验室

资料来源：公司官网，天风证券研究所

4.2.2. 研发投入充足，打开特检蓝海市场

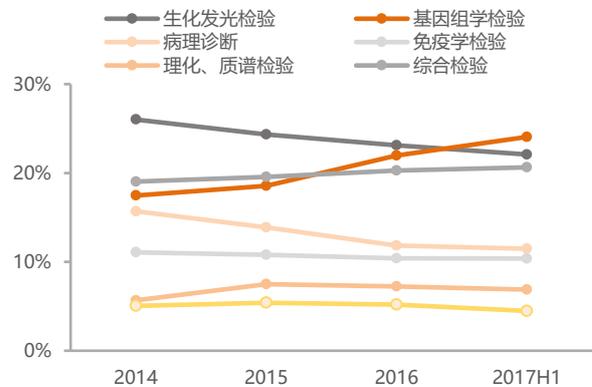
公司可开展检验项目约 2500 余项，是我国提供检验项目较全的医疗机构之一。可检验项目涵盖了病理诊断、生化发光检验、理化质谱检验、基因组学检验、免疫学检验、其他综合检验 6 大类，能够充分满足各级医疗机构的临床检验需求。生化发光检验是公司的传统支柱型检验项目，其 2017 年 H1 收入占公司收入的 22%，收入增速为 28%。同时，公司高端检验项目基因组学检验、理化质谱检验收入快速增长，表现亮眼，合计占公司收入的 40% 以上。其中基因组学 2017 年 H1 收入占比为 24%，跃居公司第一大项目。随着个性化精准治疗时代的到来，医学检验市场对分子诊断等高端特检项目的需求将大幅提高。

图 30：2017H1 公司各类项目收入增速和毛利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

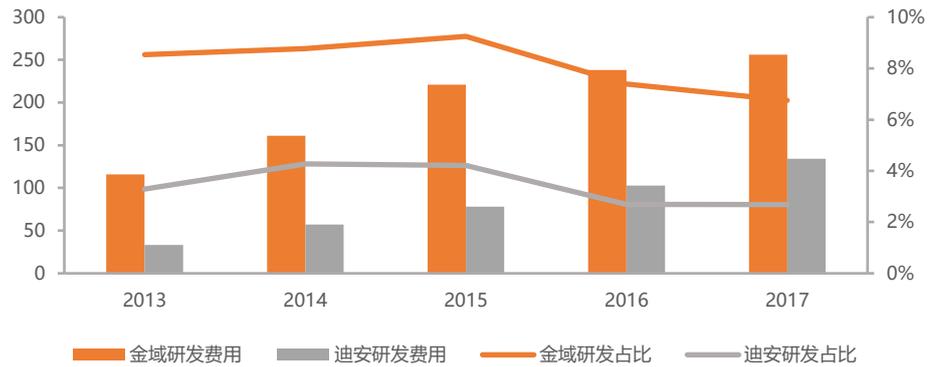
图 31：高端检验收入占比逐年增加



资料来源：Wind，天风证券研究所

特检项目具有高成本、高风险、高技术壁垒的特点，是三级医院外包的主要需求，也是 ICL 行业未来的发展趋势。金域医学抢得特检蓝海市场先机得益于公司持续的高研发投入，公司研发费用及研发占比均高于迪安诊断。2014-2017 年公司研发费用高达 1.61、2.21、2.38、2.56 亿元，占营业收入 8.8、9.3、7.4、6.8%。

图 32：金域、迪安研发投入情况对比（左轴：百万元）

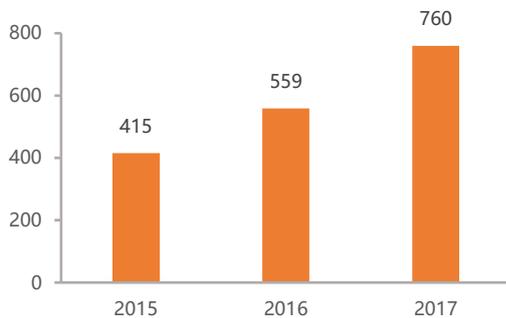


资料来源：Wind，天风证券研究所

凭借不断的研发投入和齐全的技术平台，金域在科技创新方面取得了令人瞩目的成绩，目前累计拥有发明专利等知识产权 394 项，在国际、国内发表研究论文 392 篇。公司研发人员数量也由 2015 年的 415 人增加到 2017 年的 760 人。

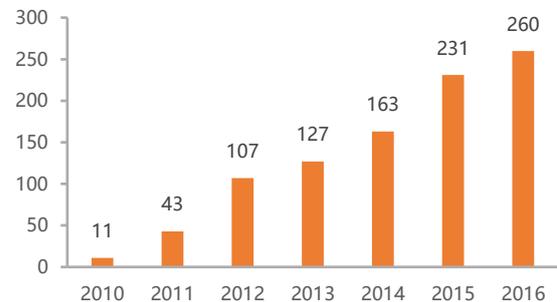
公司研发费用主要投入在基因组学、质谱检验等特检项目上，2017 年基因组学新增检验项目 44 项，可提供 1000 多项检验项目。公司先后与全球基因测序巨头 Illumina、“NIPT（无创产前检测）之父”卢煜明教授开展深度合作。2017 年 5 月，金域医学与中国工程院院士、医学遗传学家曾溢滔及其团队一同合作组建了“广东省金域遗传病基因检验及治疗院士工作站”，建立中国人群遗传病数据库并用于诊断。

图 33：公司研发人员数量增长情况（人）



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 34：公司专利数量增长情况（个）

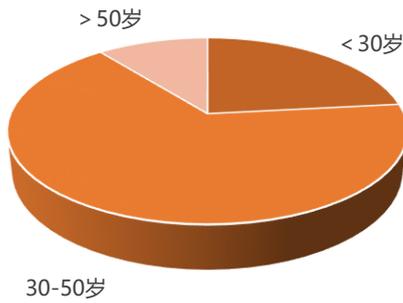


资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

4.3. 检验+：打造医疗大数据平台，精准医疗之基石

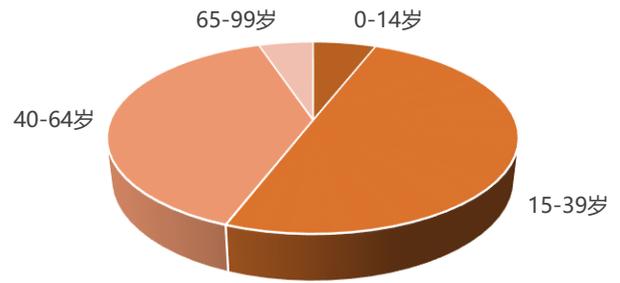
金域年检验标本量超 5000 万例，且多为阳性标本，公司积累了海量的医学检验数据。2016 年，公司先后发布了宫颈病变检验中心十余年积累的 1611.5 万例标本数据，6 万多例肾脏病理大样本数据和 140 万例维生素 D 检验数据。2017 年，金域医学又发布了 38 万例农村妇女宫颈癌筛查数据以及 110 万例遗传代谢病质谱检验大数据等。公司深入挖掘海量检验数据背后的医学价值，瞄准精准医疗，在大数据平台的建立、慢病监测方面均有所建树。同时，公司全面的检验平台及海量阳性样本数据在未来有望助力创新药物的研发，在药物靶点，肿瘤标志物的发现上具有巨大潜力。

图 35：公司宫颈病变累检验标本数据



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 36：公司肾脏病理累检验标本数据



资料来源：公司官网，天风证券研究所

- 2016 年我国开始大力推动精准医疗计划,并将在 2030 年前,在精准医疗领域投入 600 亿元,而人工智能正成为精准医疗领域的创新风口。金域医学依托公司的海量检验样本数据,积极创建“精准医疗”检验大数据研究院,为人工智能技术在精准诊断方面的应用提供保障。
- 2014 年,全球大型的独立医学实验室 LabCorp 宣布收购国际著 CRO 企业 Covance。2015 年,Quest 和 Quintiles 宣布成立合资子公司 Q2 Solutions,合并双方中心实验室业务。结合独立医学实验室的海量检验大数据和 CRO 的药物筛选和临床试验能力,双方强强联手共同完善药物研发过程中受试者筛选与分组的技术路径。而金域作为国内营业规模最大的独立医学实验室,与 CRO 企业合作是一个可选的发展方向。
- 随着以治病为中心向以健康为中心转变,国家更加注重以疾病预防为主、关口前移,加强健康管理。金域通过参与多项国家级健康监测项目,深挖医学检验大数据价值,助力政府在居民优生优育、慢病监测等方面的疾病防治与检验,为国民健康管理做出积极贡献。

表 7：公司参与多项国家级与省级健康监测项目

项目类别	项目描述
国民营养监测	曾参与中国疾病预防控制中心营养与健康所“中国居民营养健康状况监测项目”,覆盖全国 30 个省(自治区、直辖市)的 55 个监测点。
慢病监测	参与中国疾病预防控制中心慢性非传染性疾病预防控制中心“中国慢性病及危险因素监测检验服务项目”,在全国 31 个省市和新疆生产建设兵团共 323 个县(区),为 20 万人提供血脂四项和糖化血红蛋白检验。
妇女“两癌”筛查	自 2009 年开始参与国家农村妇女“两癌”(宫颈癌和乳腺癌)筛查项目,截至 2017 年 12 月已完成覆盖超过 19 个省、400 多万人次的宫颈癌筛查标本检验。
儿童与乳母营养监测	参与中国疾病预防控制中心“中国儿童与乳母营养健康监测项目”,覆盖全国 24 个省(自治区、直辖市)的 118 个监测点,约 4.5 万人采样,冷链安全运输样本 20 余万例。
传染性疾病预防	参与中国中医科学院“艾滋病课题细胞免疫功能检验测试化验加工项目”,在全国多个省市收集数万标本。

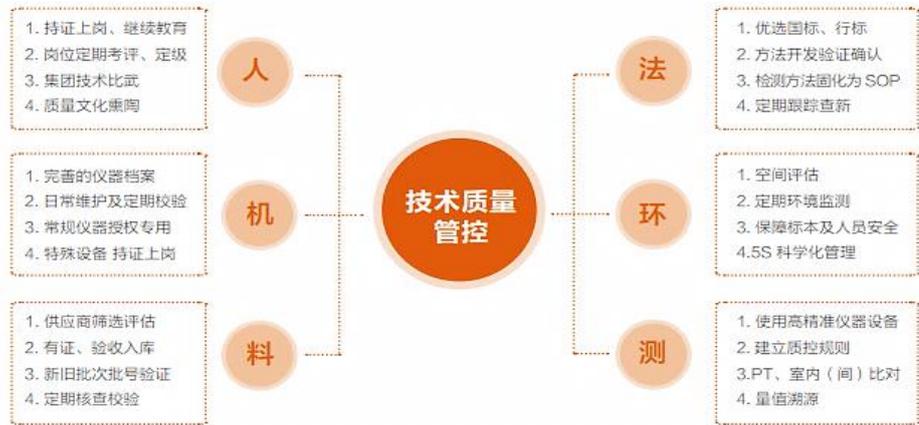
资料来源：公司官网，天风证券研究所

4.4. 质量管理严格，客户黏性较高

稳定优异的检验质量是独立医学实验室的核心竞争力之一，也是医疗机构外包选择的首要标准。金域医学质量管理体系严格且完善，检验口碑在业内领先，终端客户超过 2 万家医疗机构。金域秉承以结果公正、准确、快速为出发点及归属点，对影响检验结果的人、机、料、法、环、测的六大关键要素实施严格监控，确保结果可靠且 80%以上标本 24 小时内发单。公司通过远程实时监控模式，将所有下属实验室的室内质量控制情况纳入国际比对数

据库，室内质量控制质量严格保证。截至 2017 年底，金域医学共获得 27 张国内外认证认可证书，其中，体现医学实验室质量和能力的 ISO15189 认可证书 19 张，是国内拥有实验室认可数量最多的第三方医学检验公司。

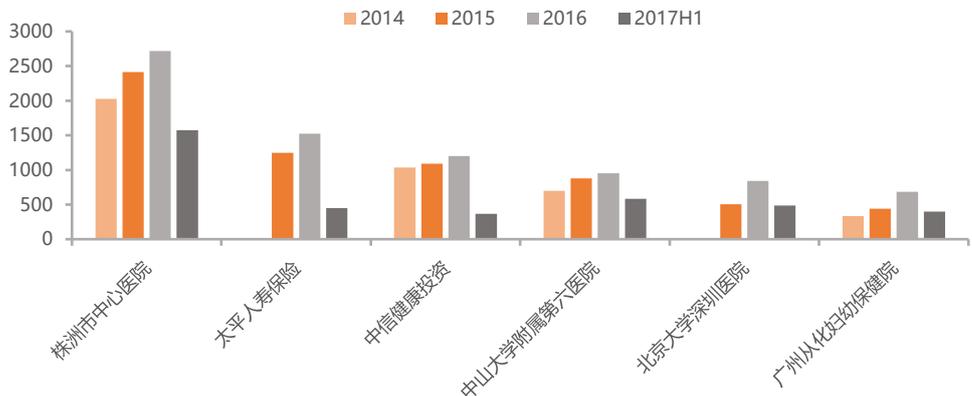
图 37：公司严格的质量管控体系



资料来源：公司官网，天风证券研究所

金域凭借全面而先进的检验平台、严格的质量管理系统和专业的冷链物流系统，为超 2 万家医疗机构提供准确及时的医学检验服务，且与主要客户保持了长期、稳定的合作关系，客户黏性十分高。2014-2017H1 年公司披露的前 20 大客户均不是当年新增用户，单个用户收入都在持续增长。部分用户收入增长亮眼，除去用户自身业务增长的原因，这主要是由于公司积极向上下游拓展新业务，包括试剂仪器销售等在内的新业务也给了公司新的创收来源。同时随着分子诊断在临床应用中的快速发展，单价较高的高端检验项目如基因测序检验的收入占比不断提升，这也是导致单个用户收入明显增长的原因。

图 38：部分重点客户营收增长情况（万元）



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

公司 2017 年净利率为 4.98%，显著低于竞争对手（8%左右）。结合公司盈利实验室的净利率约为 11-12%，我们认为随着 1、公司规模效应的不断体现，公司成本及费用率将进一步降低；2、公司亏损实验室逐步成熟，即将转亏为盈；3、公司率先打开特检蓝海市场，高利润的特检项目收入占比持续提升，公司有望实现净利润超预期。

5. 盈利预测及关键假设

分业务假设：

1. 医学检验服务：参考行业历史增速（>30%），预计 18-20 年将分别实现 25%、30%、30% 的收入增速；考虑到行业竞争加剧，毛利率将有所下降，18-20 年毛利率分别为 39.5%、

38.0%、37.5%。

2. 销售诊断产品业务：参考往年收入增速，预计 18-20 年收入增速分别为 10%、5%、5%，毛利率保持在 35.8%。
3. 健康体检业务：目前仍处于发展初期，参考往年增速，预计 18-20 年将分别实现 50.00%、40.00%、35.00% 的收入增速，加剧的竞争将导致毛利率小幅下滑，18-20 年毛利率分别为 52.00%、50.00%、48.00%。
4. 冷链物流业务：参考往年增速，预计 18-20 年收入维持 20% 的增速，毛利率保持在 25%。
5. 其他业务：预计 18-20 年收入增速稳定在 25%，毛利率分别为 47.0%、46.5%、46.0%。

根据前文数据，2017 年我国第三方独立医检所达到 759 家，同比增长 62%，供给侧持续放大，今年行业竞争加剧，导致金域业绩增速减缓，结合 2018 年公司半年报业绩情况，我们小幅下调公司盈利预测，我们预计公司 2018-2020 年营收分别为 47.43 亿、61.51 亿、79.69 亿，净利润分别为 2.28 亿、2.83 亿、3.59 亿，EPS 调整为 0.50、0.62、0.78 元（原 0.55、0.70、0.85 元）。

表 8：公司各板块收入及毛利率情况

业务板块(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
医学诊断服务					
营业收入	3054.77	3589.35	4486.69	5832.69	7582.50
毛利率	42.3%	40.8%	39.5%	38.0%	37.5%
增速		17.50%	25.00%	30.00%	30.00%
销售诊断产品					
营业收入	55.03	49.27	54.20	56.91	59.75
毛利率	35.5%	35.8%	35.8%	35.8%	35.8%
增速		-10.47%	10.00%	5.00%	5.00%
健康体检业务					
营业收入	28.20	43.3	64.95	90.93	122.76
毛利率	44.8%	53.5%	52.0%	50.0%	48.0%
增速		53.54%	50.00%	40.00%	35.00%
冷链物流服务					
营业收入	1.71	9.96	11.95	14.34	17.21
毛利率	33.1%	19.6%	25.0%	25.0%	25.0%
增速		483.57%	20.00%	20.00%	20.00%
其他					
营业收入	81.79	99.83	124.79	155.98	187.18
毛利率	49.9%	47.7%	47.0%	46.5%	46.0%
增速		22.06%	25.00%	25.00%	20.00%
汇总					
营业收入	3221	3792	4743	6151	7969
YoY	34.7%	17.7%	25.1%	29.7%	29.6%
毛利率	42.3%	40.9%	39.8%	38.3%	37.8%
净利润	170	189	228	283	359
净利率	5.3%	5.0%	4.8%	4.6%	4.5%
YoY	29.4%	10.9%	20.8%	24.3%	26.7%

资料来源：Wind，天风证券研究所

备注：蓝色字体为推算值

我们认为目前行业处于快速成长期，未来随着资本投入热情减缓，小型实验室无法在规模优势、质量层次、服务水平上与龙头竞争，将逐步退出市场，金域有望进一步抢夺这部分

市场份额，在 ICL 领域我们认为未来还将是强者恒强，金域积极与上游工业端深度合作，开发新产品(例如与 Illumina 合作开发新一代测序系统)，在原有业务上逐步构建“检验+”布局，我们认为可以给予金域一定的估值溢价。选取以下可比公司，迪安诊断 2017 年约有 3/5 为诊断产品收入，2/5 为医学服务收入，迪安原以代理起家，随后逐步进入 ICL 行业，目前仍以产品收入为主；泰格医药、博济医药、药明康德均与金域医学同为医疗服务公司，商业模式相似。参考可比公司情况，2018 年我们给予金域医学 43 倍 PE，目标价 21.50 元，调高评级，给予“买入”评级（原“增持”评级）。

表 9：同行业公司可比 PE

代码	公司简称	最新收盘价 (元)	预测 PE (2018)	预测 PE (2019)	预测 EPS (2018)	预测 EPS (2019)
300244.SZ	迪安诊断	18.58	23.59	18.23	0.79	1.02
300347.SZ	泰格医药	47.50	51.71	38.10	0.92	1.25
300404.SZ	博济医药	13.52	40.24	21.55	0.34	0.63
603259.SH	药明康德	82.82	48.75	40.25	1.70	2.06

资料来源：Wind，天风证券研究所 注：收盘价为 2018 年 9 月 14 日，EPS 均为 wind 一致预期

6. 风险因素

6.1. 市场竞争风险

目前我国第三方医学检验市场集中程度已较高，主要市场参与者之间的竞争已从单一的价格、资源导向转为包括技术应用、网络布局、运营效率在内的综合实力的竞争。考虑到第三方医学检验对于检验质量和运营效率的要求，未来我国第三方医学检验市场可能继续呈现寡头垄断格局。如果公司不能在检验项目、检验质量、客户服务与服务网络等方面持续提升，将可能导致公司丧失现有的市场领导地位，对公司未来业绩产生不利影响。

6.2. 医学检验及病理诊断服务执业风险

公司专业从事第三方医学检验及病理诊断业务，向各类医疗机构等提供医学检验及病理诊断外包服务。作为医疗卫生执业机构，如果公司医学检验结果出现错误，将对患者后续的治疗产生不利影响，公司需对此承担相关医疗责任和损害赔偿责任，同时，会对公司的市场声誉和经营业绩产生重大不利影响。

6.3. 检验样本控制风险

医学检验基于检验样本完成，检验样本在提取和物流过程中受到的外部影响因素众多，包括患者本身的采样状态、医护人员采样规范程度与质量、样本物流保管状态等。尽管公司已经制订了科学严谨的质量控制流程，并在业务开展过程中得到了有效执行，但是，仍无法完全消除外部因素对于检验样本状态的不利影响，进而影响检验结果，对公司的检验业务造成不利影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	529.76	649.36	537.11	705.03	1,147.91
应收账款	845.78	1,122.38	1,140.06	1,503.57	1,921.66
预付账款	3.03	8.37	5.31	11.51	12.13
存货	81.06	94.24	143.55	161.66	248.21
其他	19.82	27.13	20.58	22.49	23.42
流动资产合计	1,479.45	1,901.47	1,846.60	2,404.27	3,353.32
长期股权投资	2.26	4.71	4.71	4.71	4.71
固定资产	790.02	1,017.12	1,043.61	1,070.63	1,084.97
在建工程	159.08	113.67	104.20	110.52	96.31
无形资产	56.40	87.58	70.81	54.04	37.27
其他	180.35	196.58	168.03	139.88	99.81
非流动资产合计	1,188.10	1,419.65	1,391.37	1,379.78	1,323.07
资产总计	2,667.55	3,321.13	3,237.97	3,784.05	4,676.40
短期借款	234.55	40.15	0.00	0.00	0.00
应付账款	613.39	797.05	1,064.81	1,302.76	1,845.96
其他	167.65	164.48	159.71	177.87	177.73
流动负债合计	1,015.59	1,001.68	1,224.51	1,480.64	2,023.69
长期借款	471.88	536.62	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	46.52	38.73	35.76	40.34	38.27
非流动负债合计	518.40	575.35	35.76	40.34	38.27
负债合计	1,533.99	1,577.03	1,260.27	1,520.97	2,061.97
少数股东权益	33.18	41.83	62.96	90.56	125.75
股本	389.20	457.88	457.88	457.88	457.88
资本公积	489.12	834.41	834.41	834.41	834.41
留存收益	710.59	1,244.38	1,456.85	1,714.63	2,030.79
其他	(488.54)	(834.41)	(834.41)	(834.41)	(834.41)
股东权益合计	1,133.56	1,744.09	1,977.69	2,263.08	2,614.43
负债和股东权益总计	2,667.55	3,321.13	3,237.97	3,784.05	4,676.40

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	186.32	208.10	227.77	283.16	359.06
折旧摊销	148.27	204.77	59.75	63.43	66.64
财务费用	29.15	35.86	12.75	(3.25)	(4.85)
投资损失	0.92	(6.32)	(1.53)	(1.53)	(1.53)
营运资金变动	(78.51)	(167.13)	231.11	(102.31)	75.85
其它	6.00	8.26	22.25	28.07	35.99
经营活动现金流	292.14	283.53	552.10	267.56	531.16
资本支出	314.78	397.58	62.97	75.42	52.06
长期投资	(0.92)	2.44	0.00	0.00	0.00
其他	(741.98)	(797.14)	(121.44)	(153.90)	(100.53)
投资活动现金流	(428.11)	(397.11)	(58.47)	(78.47)	(48.47)
债权融资	706.43	576.77	0.00	0.00	0.00
股权融资	(11.20)	393.43	0.57	17.98	18.61
其他	(432.40)	(736.45)	(606.43)	(39.15)	(58.42)
筹资活动现金流	262.83	233.76	(605.86)	(21.17)	(39.81)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	126.86	120.18	(112.24)	167.92	442.87

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	3,221.58	3,791.72	4,742.58	6,150.87	7,969.42
营业成本	1,857.30	2,238.79	2,855.52	3,792.49	4,955.25
营业税金及附加	4.75	5.85	5.51	8.57	10.89
营业费用	589.03	635.82	761.66	990.29	1,275.11
管理费用	543.13	649.11	815.72	985.37	1,249.60
财务费用	29.10	33.19	12.75	(3.25)	(4.85)
资产减值损失	8.37	14.49	9.04	10.63	11.39
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(0.92)	6.32	1.53	1.53	1.53
其他	1.84	(54.40)	(3.05)	(3.05)	(3.05)
营业利润	188.98	262.55	283.90	368.30	473.56
营业外收入	43.30	10.05	27.62	26.99	21.55
营业外支出	1.45	0.77	1.78	1.33	1.30
利润总额	230.83	271.82	309.74	393.96	493.81
所得税	44.51	63.72	59.72	82.73	98.76
净利润	186.32	208.10	250.02	311.23	395.05
少数股东损益	16.29	19.60	22.25	28.07	35.99
归属于母公司净利润	170.04	188.51	227.77	283.16	359.06
每股收益(元)	0.37	0.41	0.50	0.62	0.78

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	34.83%	17.70%	25.08%	29.69%	29.57%
营业利润	16.10%	38.93%	8.14%	29.73%	28.58%
归属于母公司净利润	29.37%	10.86%	20.83%	24.32%	26.80%
获利能力					
毛利率	42.35%	40.96%	39.79%	38.34%	37.82%
净利率	5.28%	4.97%	4.80%	4.60%	4.51%
ROE	15.45%	11.07%	11.90%	13.03%	14.43%
ROIC	19.67%	19.78%	16.07%	22.40%	26.16%
偿债能力					
资产负债率	57.51%	47.48%	38.92%	40.19%	44.09%
净负债率	20.57%	17.07%	17.74%	31.95%	31.21%
流动比率	1.46	1.90	1.51	1.62	1.66
速动比率	1.38	1.80	1.39	1.51	1.53
营运能力					
应收账款周转率	4.35	3.85	4.19	4.65	4.65
存货周转率	43.44	43.26	39.89	40.31	38.89
总资产周转率	1.38	1.27	1.45	1.75	1.88
每股指标(元)					
每股收益	0.37	0.41	0.50	0.62	0.78
每股经营现金流	0.64	0.62	1.21	0.58	1.16
每股净资产	2.40	3.72	4.18	4.74	5.44
估值比率					
市盈率	48.55	43.80	36.25	29.16	22.99
市净率	7.50	4.85	4.31	3.80	3.32
EV/EBITDA	0.00	33.31	21.40	17.54	13.35
EV/EBIT	0.00	56.19	25.72	20.59	15.25

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com