



## 行业步入良性竞争拐点，龙头企业持续受益

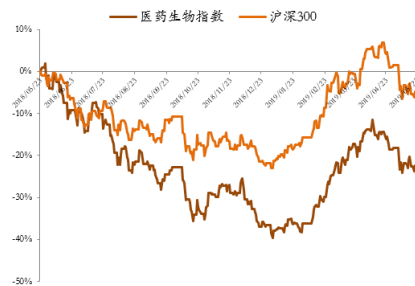
2019.05.23

强烈推荐

医药生物行业

唐爱金(分析师) 谭紫媚(研究助理)  
电话: 020-88836115 020-88836115  
邮箱: tangaij@gzgzhs.com.cn tan.zimei@gzgzhs.com.cn  
执业编号: A1310516100001

### 行业指数走势



### 股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
绝对表现	-9.34	13.32	6.17
相对表现	1.36	6.07	-5.84

### 行业估值走势



### 行业估值

当期估值	32.84
平均估值	39.82
历史最高	74.37
历史最低	24.15

### 相关报告

广证恒生-金域医学(603882)-深度报告-ICL龙头乘医改春风,跑马圈地后增长提速可期-20181022

### ● 国内 ICL 行业过度竞争接近尾声，2019 年行业有望步入良性竞争拐点，龙头企业持续受益

近年受竞争加剧和模式改变的影响，医检业务收入增速下滑、毛利率走低，我们分析认为主要受到两方面因素影响：1) 行业竞争加剧，由原有的几家检测服务企业，发展到 IVD 厂家&渠道商往下游延伸、竞争者激增，行业过度竞争，折扣率降低，检验中心单产降低，影响收入增速和毛利率；2) 模式的改变，由原有的纯粹的送样模式，发展到与医院共建以价换量，毛利率降低。

自 2018 年下半年以来，一些小型实验室由于持续不能盈利开始转变原有的低价竞争策略，我们认为 2019 年行业进入良性竞争拐点。对不同给的商业模式进行比较：1) 集采业务本质为降低检验科的采购成本、相比第三方检验服务的规模化采购以及规模化检测，成本降幅能力以及服务能力相对弱，从长期来看优势并不突出。2) 专科检验实验室在细分领域备一定的技术优势，但整运营&采购&获客成本高于大型综合实验室，长期有望被大型综合实验室并购整合。3) 目前检验服务的多种模式（集采、特检、共建等系列模式）在一段时间内并存发展，从长期趋势看，独立第三方实验室和区域共建第三方实验室有望最终胜出。

### ● 借鉴美国 ICL 巨头 Quest 和 Labcorp 的成长路径，以“业务结构+运营效率+网点布局”三维度分析国内典型的第三方检测服务企业

通过剖析美国独立医学实验室 (ICL) 巨头 Quest 和 Labcorp 的成长路径，我们总结出其成功的三个关键要素：1) 优化业务结构，持续开拓高端检测项目；2) 提升运营效率，打造全方位经营管理能力；3) 网点布局合理，分级设立实验室提升检验效率。

1) 在业务结构上，目前金域、迪安可提供超过 2500 种检验项目，丰富的检验项目有利于公司充分发挥规模优势，快速响应下游客户多种检验需求，形成短期内难以复制的竞争优势。金域医学近年主要发展基因、质谱、病理等高端项目，营收占比提升至 45%；迪安诊断重点打造质谱+NGS 高端技术平台，构筑“技术力”驱动未来发展。2) 从运营效率来看，金域在应收、应付、存货周期上优势明显、营运能力较好；迪安控费意识较强、同时营收中有部分毛利率低的代理业务，因此销售费用率、管理费用率都比金域医学低 10ppt。盈利能力看，金域特检服务收入占比高且扣率高于迪安，因此毛利率也高于迪安；但迪安自产部分 IVD 产品、且费用控制得当，从而净利率反而比金域高。3) 从网点布局来看，金域和迪安都实行分级管理，提升运营效率，同时以共建模式与医院深度合作。

### ● 精选综合实力强劲的优质龙头标的

金域医学 (603882)：专注第三方服务，跑马圈地后营收和利润增长有望提速。迪安诊断 (300244)：“检验外包+渠道代理+合作共建”产业链协同发展，高成长可期。

### ● 风险提示

分级诊疗执行力度低于预期的风险；检验项目价格持续下降拉低毛利率的风险；市场竞争加剧风险；检验样本质量控制风险；运营管理风险。



## 目录

目录	2
图表目录	3
<b>1. 美国 ICL 行业发展及两大巨头成功路经分析</b>	<b>4</b>
1.1 技术进步+医保控费+严格监管，三因素推动 ICL 市场份额提升	4
1.2 借鉴 Quest 和 Labcorp 成长路径，“业务结构+运营效率+网点布局”为发展关键	5
1.2.1 优化业务结构：持续开拓高端检测项目	5
1.2.2 提升运营效率：打造全方位的经营管理能力	6
1.2.3 网点布局合理：分级设立实验室提升检验效率	7
1.2.4 借鉴 Quest 和 Labcorp 成长路径，总结发展关键	8
<b>2. 受益于分级诊疗和医保控费政策，我国 ICL 行业发展趋势明朗</b>	<b>8</b>
2.1 我国 ICL 市场规模约百亿、渗透率仅 5%，增速近 30%	8
2.2 受益于分级诊疗和医保控费政策，ICL 行业发展趋势明朗	9
2.2.1 分级诊疗：基层市场逐步打开，ICL 助力医疗机构降本增效	9
2.2.2 医保控费：检查费下调，公立医院外包意愿逐步提高，刺激外包需求	10
2.2.3 受益于“分级诊疗+医保控费”政策红利，ICL 行业发展趋势明朗	11
<b>3. 国内 ICL 行业近年过度竞争接近尾声，2019 年行业有望步入良性竞争拐点，龙头企业持续受益</b>	<b>12</b>
3.1 近年受竞争加剧和模式改变的影响，医检业务收入增速下滑、毛利率走低	12
3.1.1 竞争加剧，参与者激增影响检验收费折扣率，第三方检验中心单产持续走低	13
3.1.2 模式改变：探索合作共建新模式，毛利率进一步压缩	14
3.2 检验服务多模式并存，真正解决临床需求的 ICL 有望最终胜出	15
3.3 2019 年行业进入良性竞争拐点，ICL 头部企业持续受益	15
<b>4. 综合“业务结构+运营效率+网点布局”，分析国内 ICL 企业</b>	<b>15</b>
4.1 业务结构：检验项目数量提升、发展高端检测	15
4.1.1 金域医学：发展基因、质谱、病理等高端项目，营收占比提升至 45%	16
4.1.2 迪安诊断：重点打造质谱+NGS 高端技术平台，构筑“技术力”驱动未来发展	17
4.2 运营效率：金域经营效率突出、迪安控费能力优异	17
4.2.1 营运能力：金域表现突出、经营效率较高	17
4.2.2 控费能力：迪安的期间费用控制较好	18
4.2.3 盈利能力：金域毛利率较高、迪安净利率较高	17
4.3 网点布局：实行分级管理，提升运营效率	19
4.3.1 金域医学：完善全国四级服务网络，以共建模式与医院深度合作	19
4.3.2 迪安诊断：建立分级实验室网络，提升检验速度	20
<b>5. 精选综合实力强劲的优质龙头标的</b>	<b>21</b>
5.1 金域医学：营收和利润增长明显提速，业绩拐点得到验证	21
5.2 迪安诊断：“检验外包+渠道代理+合作共建”协同发展	21
<b>6 风险提示</b>	<b>22</b>



## 图表目录

图表 1.	技术进步+医保控费+严格监管，美国 ICL 行业不断发展.....	4
图表 2.	图表 24. 美国 ICL 集中度维持高位，龙头的发展得益于市场规模扩大.....	4
图表 3.	Quest 各项业务营收占比.....	5
图表 4.	Quest 各项业务营收增速.....	5
图表 5.	2000-2014 年 LabCorp 各项业务营收占比.....	6
图表 6.	2015-2017 年 LabCorp 各项业务营收占比.....	6
图表 7.	LabCorp 和 Quest 注重效率，打造全方位的经营管理能力.....	6
图表 8.	ICL 企业的毛利率和净利率对比：Quest 和 LabCorp 毛利率与.....	7
图表 9.	LabCorp 分级设立实验室提升检验效率.....	7
图表 10.	我国 ICL 行业起步较晚，迎来政策性良机.....	8
图表 11.	我国 ICL 数量增长迅速，2017 年 689 家独立医学实验室.....	8
图表 12.	我国独立医学实验室市场规模增长迅猛.....	9
图表 13.	我国 ICL 市场规模约百亿，渗透率仅 5%.....	9
图表 17.	医保控费：检验费下调刺激大型医院外包需求.....	10
图表 19.	受竞争加剧影响，医检业务收入增速下滑.....	12
图表 20.	扣率下降+开展共建，医检业务毛利率下滑.....	12
图表 21.	ICL 受“竞争加剧+模式改变”影响，收入减少、毛利率降低.....	13
图表 22.	参与者激增，检测收入单产受影响.....	13
图表 23.	竞争加剧，参与者激增影响检验收费折扣率.....	13
图表 24.	探索合作共建新模式，毛利率进一步压缩（以一个年收入 2000 万的检验科为例）.....	16
图表 25.	检验科共建主要分为三种类型.....	16
图表 26.	我国大型独立医学实验室检验项目种类约达美、日一半.....	16
图表 27.	高端检测项目营收占比提升至 45%.....	16
图表 28.	高端检测项目毛利率高于整体毛利率.....	16
图表 29.	“技术力”驱动迪安诊断未来的发展.....	17
图表 30.	毛利率：金域收费高、毛利率较高.....	17
图表 31.	净利率：迪安稳定在 10%左右.....	17
图表 32.	营业成本率：金域收费高、成本相对较低.....	18
图表 33.	销售费用率：迪安稳定在 10%左右.....	18
图表 34.	管理费用率：迪安较低且有下降趋势.....	18
图表 35.	财务费用率：金域迪安都在较低水平.....	18
图表 36.	应付账款周转天数：金域高于迪安.....	19
图表 37.	存货周转天数：金域低于迪安.....	19
图表 38.	应收账款周转天数：金域周转天数在 3 个月左右.....	19
图表 39.	构建和完善总部级实验室、大区实验室、省级实验室、地区级实验室四级实验室网络.....	20
图表 40.	迪安诊断业务网络覆盖全国超过 17000 余家医疗机构.....	20
图表 41.	金域单季度营业收入同比增速逐年提升.....	21
图表 42.	金域归母净利润有明显提升趋势.....	21
图表 43.	迪安单季度营业收入同比增速逐年提升.....	21
图表 44.	迪安单季度归母净利润增速在 15%左右.....	21

# 1. 美国 ICL 行业发展及两大巨头成功路经分析

## 1.1 技术进步+医保控费+严格监管，三因素推动 ICL 市场份额提升

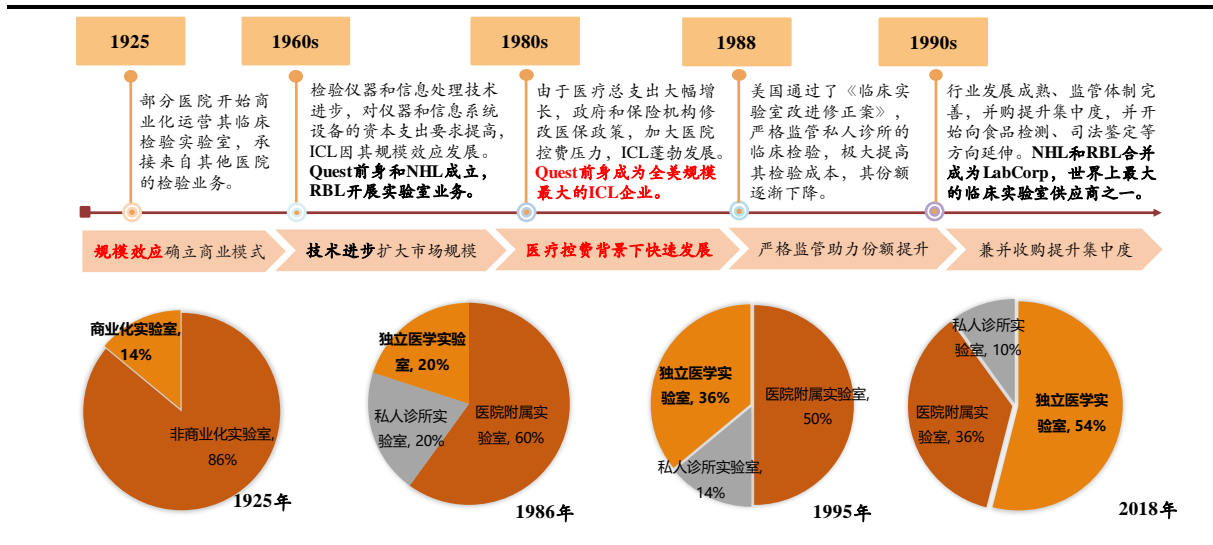
梳理美国第三方检测行业 ICL 的发展历程，其市场份额的提升主要得益于三大刺激因素：

(1) 技术进步：20 世纪 50-60 年代，检验操作的精准度、自动化程度明显提升，临床检验对仪器的依赖程度也大幅提高，凸显独立医学实验室的规模化运营优势，从而促进行业的发展和壮大。

(2) 医保控费：20 世纪 80 年代初，美国政府和商业医疗保险机构先后开始修改医疗保险政策，控制医疗支出，促使医院将更多的检验项目外包给运营成本更低的独立医学实验室。

(3) 严格监管：美国于 1988 年通过《临床实验室改进修正案》，将私人诊所的临床检验置于更严格的监管标准之下，提高了私人诊所实验室进行临床检验的成本，进一步提升 ICL 市场份额。

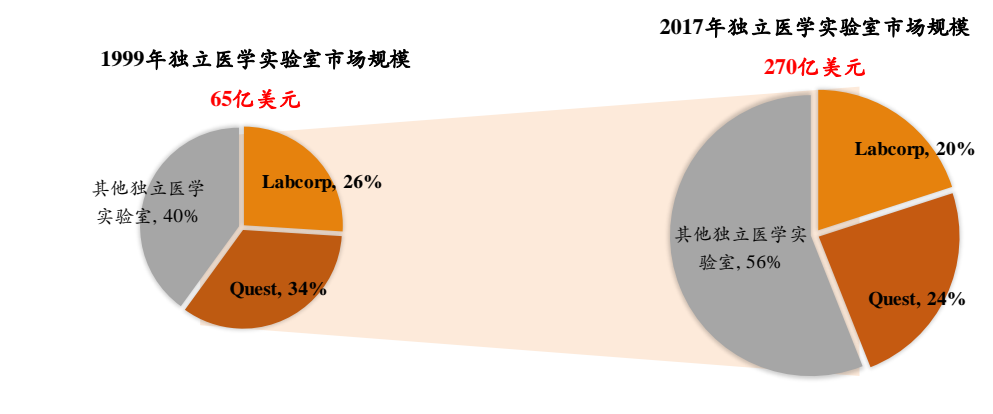
图表1. 技术进步+医保控费+严格监管，美国 ICL 行业不断发展



资料来源：公司公告、Wind、公开资料、广证恒生

从市场集中度来看，1999-2017 年期间 ICL 的市场集中度一直维持在较高水平，其中 Quest 和 LabCorp 的市占率在 50% 左右。两大巨头营收的持续成长，主要得益于第三方医学检验市场规模的持续扩大，以及相对医院附属实验室份额的提升，而非市占率的提升。

图表2. 图表 24. 美国 ICL 集中度维持高位，龙头的发展得益于市场规模扩大



资料来源：Quest 官网、公司年报、First Union Securities、广证恒生

## 1.2 借鉴Quest和Labcorp成长路径,“业务结构+运营效率+网点布局”为发展关键

### 1.2.1 优化业务结构：持续开拓高端检测项目

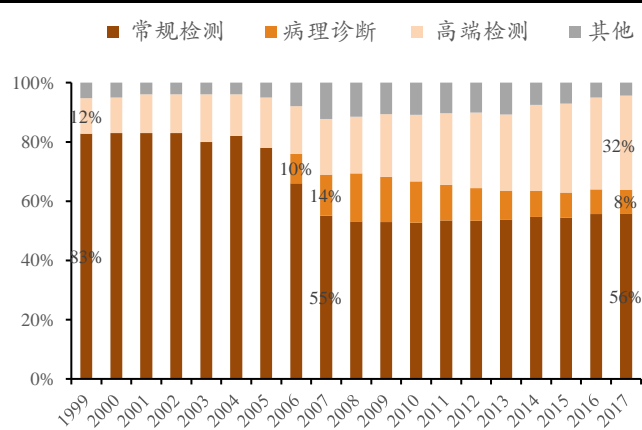
#### ■ Quest 的业务结构：

**常规检测侧重规模效应：**包括血常规、血液化学化验、尿检、过敏测试和妊娠测试等。常规项目的检测量大，规模效应明显但是利润率较低；增速稳定在较低水平，进入成熟期后近五年 GAGR 为 1.8%；营收占比稳定在 55%左右。

**高端检测业务占比持续提升：**包括癌症、内分泌、基因组学、血液学与凝固、神经内科、传染病和免疫学、毒理学等领域。高端检测的利润率较常规检测高；增速相对高，近五年 GAGR 为 5.4%；营收占比由 1999 年的 12%提升到 2017 年的 32%。

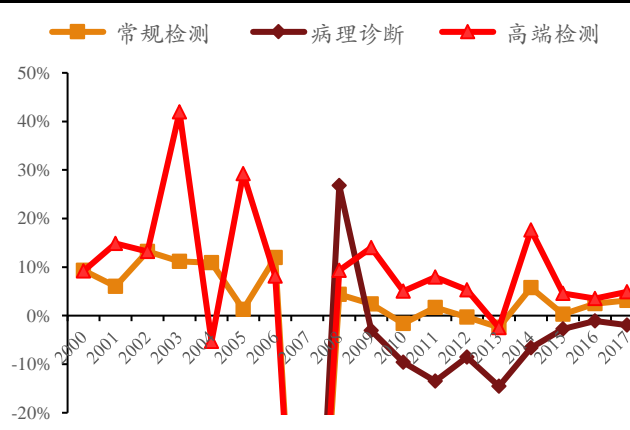
**病理诊断因医生自立门户和医保压力，业务占比降低：**是指通过检查从病人身上提取的组织 and 细胞样本来诊断癌症和其他疾病。Quest 于 2007 年收购 AmeriPath，病理诊断业务占比由原来的 10%迅速提升到 14%。近年由于内科医生(尤其是泌尿科、皮肤科和肠胃科医生)开始自立门户，加之 Medicare 的医保压力，该部分收入逐年下滑；近五年 GAGR 为 -5.5%；营收占比由 2007 年的 14%减少到 2017 年的 8%。

图表3. Quest 各项业务营收占比



资料来源：Quest、Bloomberg、广证恒生

图表4. Quest 各项业务营收增速



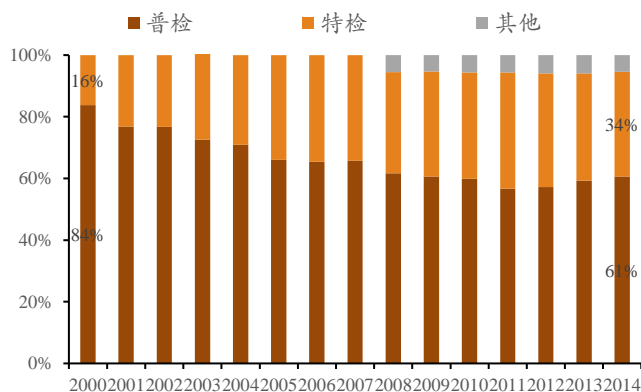
资料来源：Quest、Bloomberg、广证恒生

#### ■ LabCorp 的业务结构：

2014 年及以前，LabCorp 主要以诊断服务为主，其中包括普检和特检两大项目。普检项目包括血液化学化验、尿检、血常规、甲功、前列腺特异抗原(PSA)、宫颈涂片筛查、性病、丙肝、微生物检测等；特检项目包括解剖病理、基因诊断、肿瘤、心血管疾病、凝血、内分泌、传染病、女性健康、药物遗传学等。两类检测项目的 2000-2014 的 GAGR 分别为 6%和 14%。

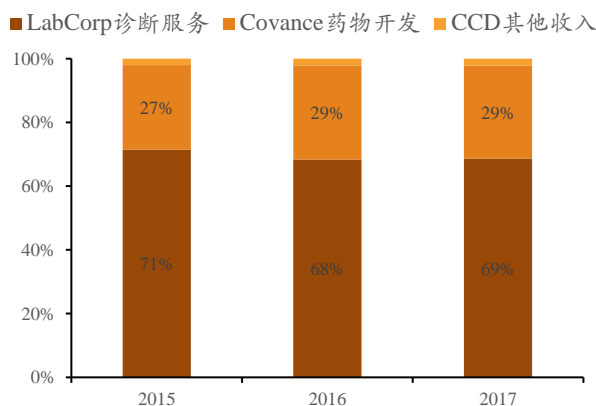
2015 年，LabCorp 以 61 亿美元收购药物研发服务提供商 Covance，此后主营业务主要分为 LabCorp 诊断服务 (LCD) 和 Covance 药物开发 (CDD) 两大板块。其中，诊断服务 LCD 的营收增速依然较为稳定，近五年 GAGR 在 5%。

图表5. 2000-2014年 LabCorp 各项业务营收占比



资料来源: LabCorp、Bloomberg、广证恒生

图表6. 2015-2017年 LabCorp 各项业务营收占比



资料来源: LabCorp、Bloomberg、广证恒生

## 1.2.2 提升运营效率: 打造全方位的经营管理能力

LabCorp 和 Quest 注重效率, 打造全方位的经营管理能力, 其中包括推动实验室自动化、流程管理标准化、引入 6Sigma 项目等, 从而提升运营效率。

图表7. LabCorp 和 Quest 注重效率, 打造全方位的经营管理能力

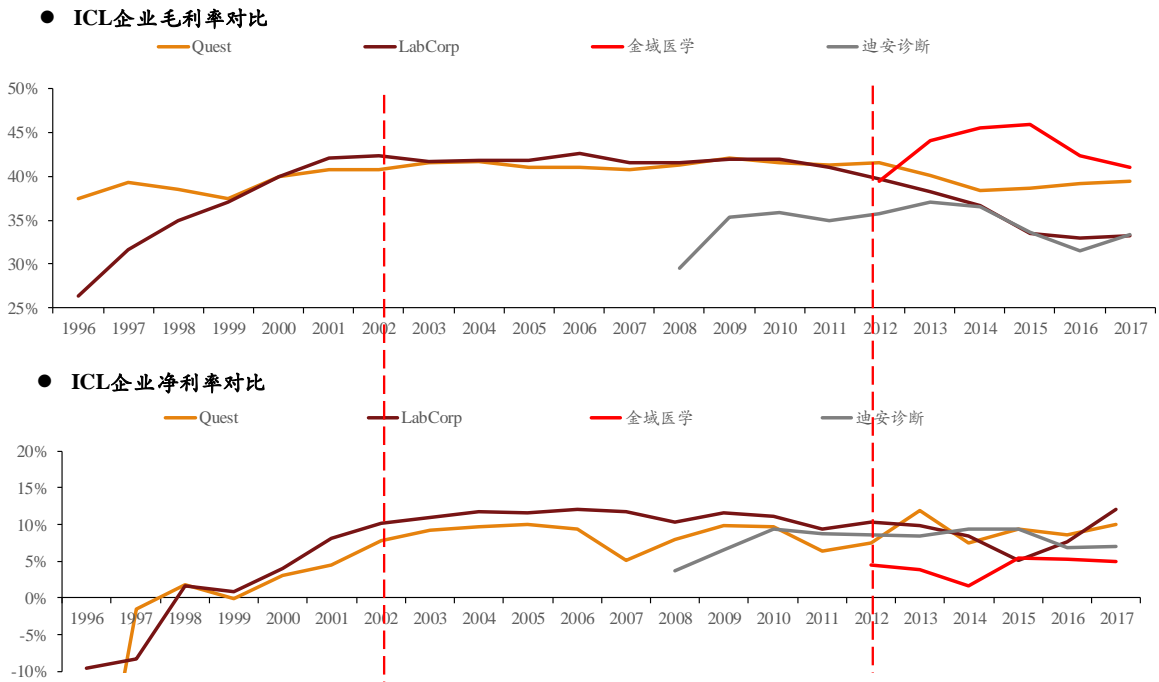


资料来源: LabCorp、Quest、广证恒生

2000-2012 年期间, Quest 和 LabCorp 的毛利率和净利率差距不大, 稳定维持在 40% 左右的水平; 2015 年 LabCorp 的毛利率显著下滑, 主要是当年收购 CRO 公司 Covance 所致。

与国内企业相比较, 虽然 2013-2017 年 Quest 和 LabCorp 的毛利率均低于金域医学, 高于迪安诊断 (因部分业务为代理业务, 拉低整体毛利率), 但是两者的净利率明显高于国内两家第三方检测的代表性企业, 反映了 Quest 和 LabCorp 精细化管理、费用率低, 国内第三方医学检测企业在运营效率上存在较大的提升空间。

图表8. ICL企业的毛利率和净利率对比：Quest 和 LabCorp 毛利率与



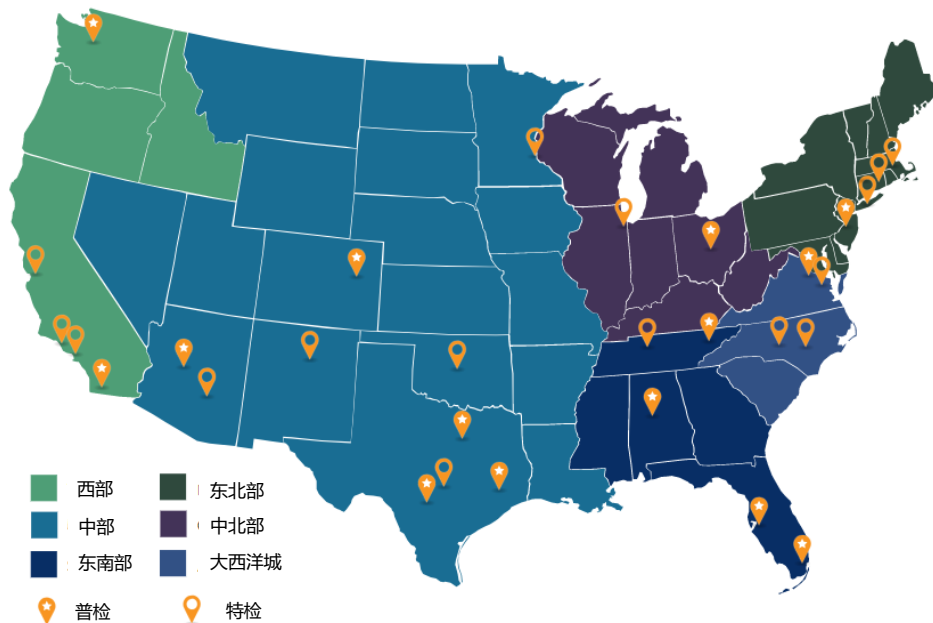
资料来源：LabCorp、Quest、Bloomberg、广证恒生

### 1.2.3 网点布局合理：分级设立实验室提升检验效率

美国疆域广袤、医院和诊所地理位置相对分散，而每天检测数量多(LabCorp 每天检测量约 31.5 万份)、样本的存储和运输有时间和温度的严格限制，由此决定实验室的服务半径相对较小。

LabCorp 根据不同地区人口和经济水平设立不同级别的实验室及病人服务中心，以快速保证检测服务的效率和质量，其中普检项目基本都能在 24 小时内出结果；同时合理的网点布局，可以使之发挥更大经济效益。公司拥有约 1900 个病人服务中心，病人数据库覆盖 50% 左右的美国人口。

图表9. LabCorp 分级设立实验室提升检验效率



资料来源：LabCorp、广证恒生

### 1.2.4 借鉴 Quest 和 Labcorp 成长路径，总结发展关键

美国第三方医学检测服务两大巨头 Quest 和 Labcorp 在 1999-2009 年处于黄金发展期，营收和利润稳步提升，分析其成功经验如下：

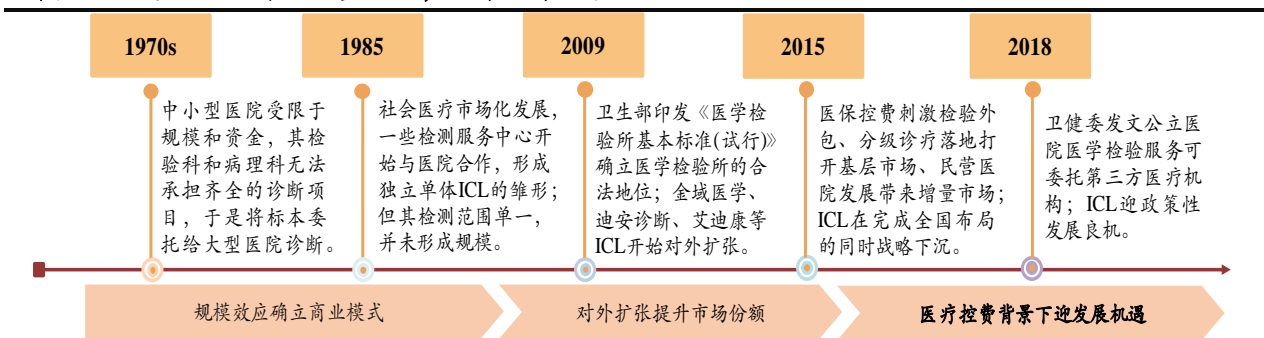
- (1) **优化业务结构：**持续开拓高端检测项目，提升毛利率较高的高端检测业务占比。
- (2) **提升运营效率：**Quest 自 2000 年开始 6Sigma 项目，优化实验室工作流程；LabCorp 积极推动实验室自动化、流程管理标准化，并借力 IT 技术提升运营效率。
- (3) **网点合理布局：**样本的存储和运输有时间和温度的严格限制，由此决定实验室的服务半径相对较小，分级设立实验室提升检验效率。

## 2. 受益于分级诊疗和医保控费政策，我国 ICL 行业发展趋势明朗

### 2.1 我国 ICL 市场规模约百亿、渗透率仅 5%，增速近 30%

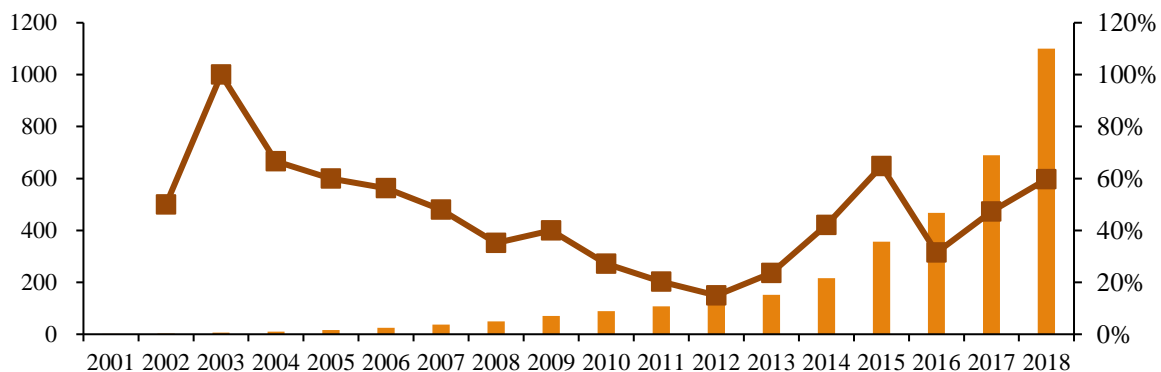
我国 ICL 行业起步较晚，1985 年形成单体 ICL 雏形，2009 年开始对外扩张。目前受益于医保控费、分级诊疗、医疗共同体等多项政策发展趋势，ICL 数量增长迅速。根据行业调研数据，2018 年我国开展 ICL 业务的独立实验室中心已经超过 1000 家。

图表10. 我国 ICL 行业起步较晚，迎来政策性良机



资料来源：公开资料、广证恒生

图表11. 我国 ICL 数量增长迅速，2018 年超过 1000 家独立医学实验室



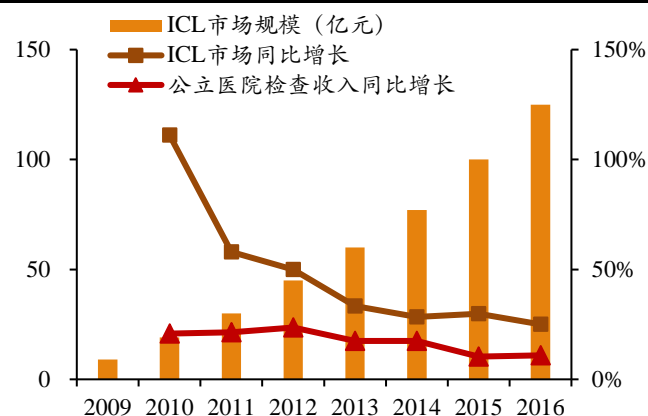
资料来源：卫计委、前瞻产业研究院、行业调研、广证恒生



根据卫计委数据，2016年全国公立医院的检查收入达2480亿元，2009年到2016年年复合增长率为17%；国内ICL营收规模约为125亿元，近几年同比增速保持在25%-30%左右，远超公立医疗机构整体的检查收入增速。

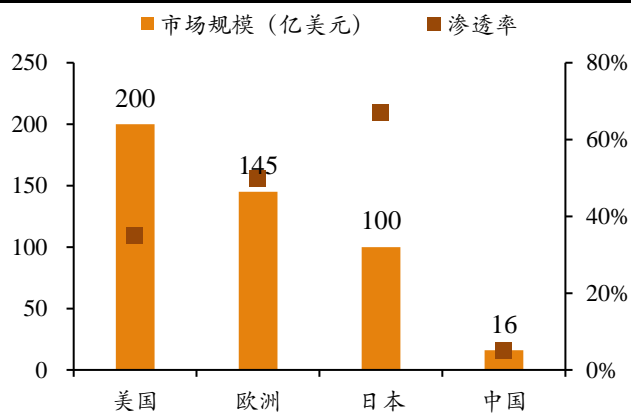
美国、欧洲、日本等发达国家的医疗资源较为分散，社区医院和私人诊所占比较高，检验外包比例持续提升，ICL已是成熟产业：2015年美国、欧洲、日本ICL的市场规模已分别达到200亿美元、145亿美元和100亿美元，渗透率分别为35%、50%和67%。相比之下，我国大部分优质的医疗资源和检验样本集中在大型医院、缺乏外包动力，ICL市场规模较小，2015年约为100亿元（约16亿美元），渗透率仅为5%左右，提升空间较大。

图表12. 我国独立医学实验室市场规模增长迅猛



资料来源：卫计委、WIND、广证恒生

图表13. 我国ICL市场规模约百亿，渗透率仅5%



资料来源：公司公告、WIND、公开资料、广证恒生

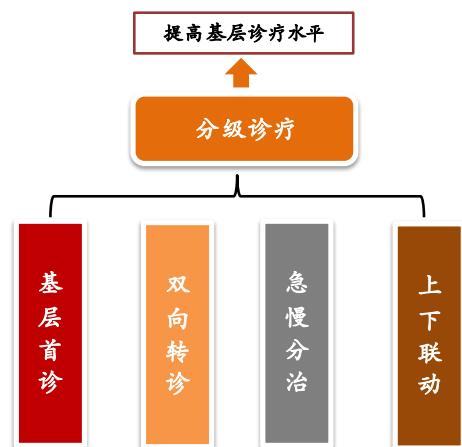
## 2.2 受益于分级诊疗和医保控费政策，ICL行业发展趋势明朗

### 2.2.1 分级诊疗：基层市场逐步打开，ICL助力医疗机构降本增效

分级诊疗是指按照疾病的轻重缓急及治疗的难易程度进行分级，不同级别的医疗机构承担不同疾病的治疗，实现基层首诊、双向转诊、急慢分治、上下联动的诊疗模式，关键是提高基层诊疗水平，让老百姓放心到基层看病。

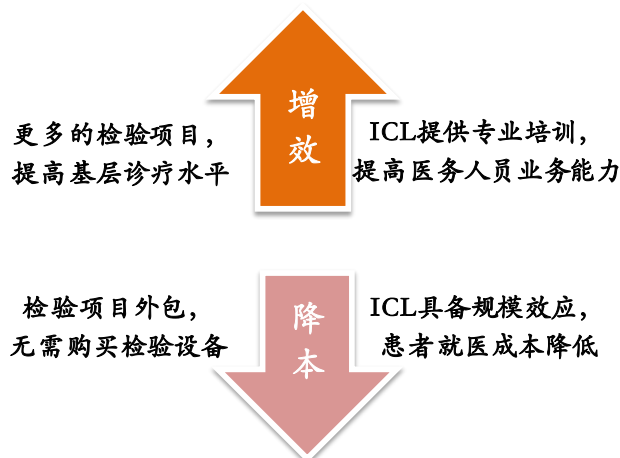
诊疗量下沉，基层医疗机构检验样本增加，但是由于财务预算有限和人员配备不足，基层医疗机构接诊能力受限。而ICL能有效解决基层成本控制问题和诊疗专业化的问题，起到降本增效的作用，有助于推进分级诊疗建设，同时也将长期受益于分级诊疗政策的改革红利。

图表14. 分级诊疗的推进，提高基层诊疗水平



资料来源：广证恒生

图表15. ICL在基层起到降本增效的作用



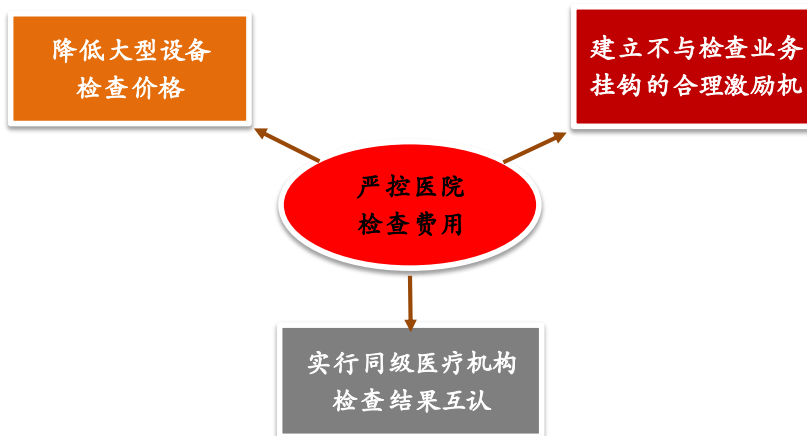
资料来源：广证恒生

## 2.2.2 医保控费：检查费下调，公立医院外包意愿逐步提高，刺激外包需求

为了控制医疗费用的不合理增长，相关部门多次出台政策下调医院检查费用，避免“大检查”等过度医疗，防治从“以药养医”变成“以检查补医”，其中主要涉及三方面措施：

- 降低大型设备检查价格，提高体现医务人员技术劳务价值的诊查费、护理费、手术费、诊疗费等医疗服务价格；
- 建立合理激励机制，医务人员的薪酬不得与医院药品、耗材、大型医学检查等业务收入挂钩；
- 在统一质量标准前提下，实行同级医疗机构医学检查、检验结果互认，避免重复检查，切实减轻患者医疗负担。

**图表16. 严控医院检查费用，避免过度医疗**



资料来源：广证恒生

近年医保控费由药品端蔓延至检查端，各地检验项目价格相继下调，医院检验科利润减少，由于医院的仪器、人力及质控等成本较高，规模优势不及第三方独立实验室 ICL。检验收费下降，二、三级大型医院有动力将检验项目外包给具有成本优势的 ICL 执行。

**图表17. 检验费下调刺激大型医院外包需求**

文件名称	发布时间	发布机构	实施范围	调价内容
温州市公立医院首轮医疗服务价格调整方案	2018.10	市发改委、市财政局、市人社局、市卫计委、温州医科大学	在温州市开展医疗服务的省、市属各公立医院	降低部分检查检验类价格，共150项（包括蛋白类检测、酶类检测、药物筛查、肿瘤标志物检查等）， <b>降低幅度10%</b> 。
关于宁波市公立医院实施首轮医疗服务价格调整等有关事项的通知	2018.05	市物价局、市卫计委、市人社局	宁波市级及各区县（市）级公立医院。	降低部分检验类服务项目价格，共79项（包括蛋白类检测、酶类检测、微量元素检测、细菌鉴定、药敏试验等）， <b>降低幅度10%</b> 。
改革淳安县部分医疗服务价格	2018.04	县物价局、县卫计委、县财政局、县人社局	县第一人民医院、县中医院、县妇幼保健院、县第二人民医院	血常规、血气分析、尿常规等344项临床检验费在现行标准基础上下调 <b>12%</b> 。
清远市城市公立医院医疗服务价格调整方案	2017.06	市发改局、市卫生和计划生育局、市人社局、市财政局	清远市城市公立医院	降低检验类中的临床检验（ <b>2%</b> ）、临床血液学检查（ <b>5%</b> ）、临床化学检查（ <b>7%</b> ）、临床免疫学检查（ <b>4%</b> ）、临床寄生虫学检查（ <b>3%</b> ）、遗传疾病的分子生物学诊断（ <b>3%</b> ）等（除微生物学外）检验费项目的价格。

佛山市公立医院取消药品和医用耗材加成调整基本医疗服务价格实施方案	2017.06	佛山市人民政府办公室	全市二级及以上公立医院	降低部分检验项目价格，价格按现行收费标准下调10%。
陕西省城市公立医院医疗服务价格改革方案	2016.12	省物价局、省卫计委、省人社厅、省财政厅	陕西省城市公立医院	检验类项目价格平均降低12%。

资料来源：公开资料、广证恒生

### 2.2.3 受益于“分级诊疗+医保控费”政策红利，ICL 行业发展趋势明朗

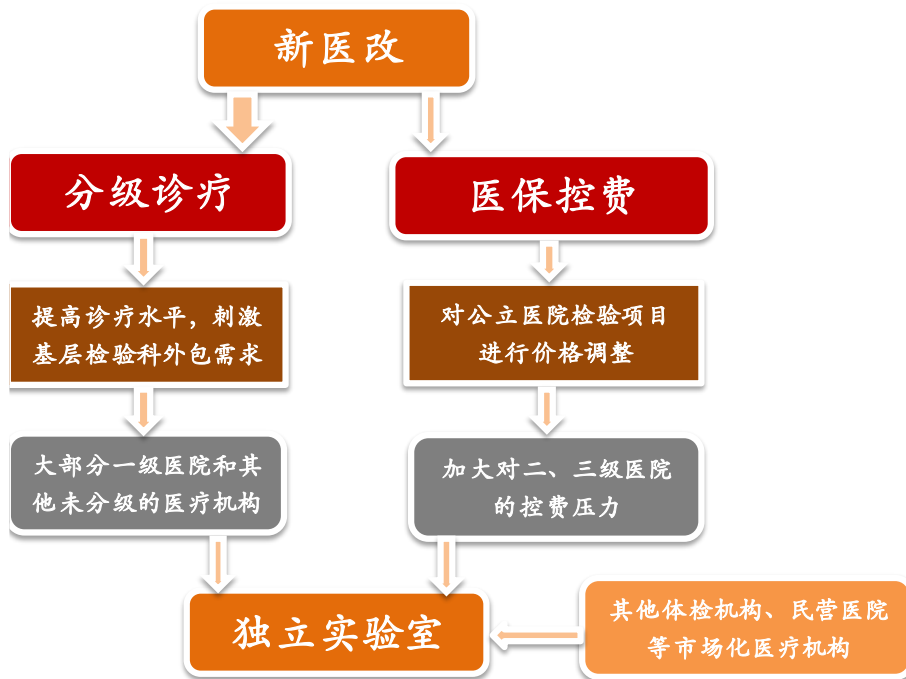
作为新医改的两大核心政策，分级诊疗是重中之重，医保控费是主旋律。随着政策的推动与落实，各级医疗机构将逐步提高检验科的外包比例，ICL 有望全面受益，较快提升市场渗透率：

(1) 分级诊疗主要刺激**基层医疗机构**检验科的外包需求，其中主要包括大部分一级医院以及其他未分级的医疗机构，如社区卫生服务中心和站点、乡镇卫生院等。

(2) 医保控费对**公立医院**检验项目的价格调整，使得医院的检验收费逐步从收入项变为成本项，尤其加大了对检验项目多的二、三级医院的控费压力，这些医院的检验科外包比例也将逐渐提高。

(3) **民营医院、体检机构**等市场化医疗机构，将倾向于选择与具有成本优势的独立实验室合作。

图18. ICL 有望全面受益分级诊疗和医保控费的政策利好



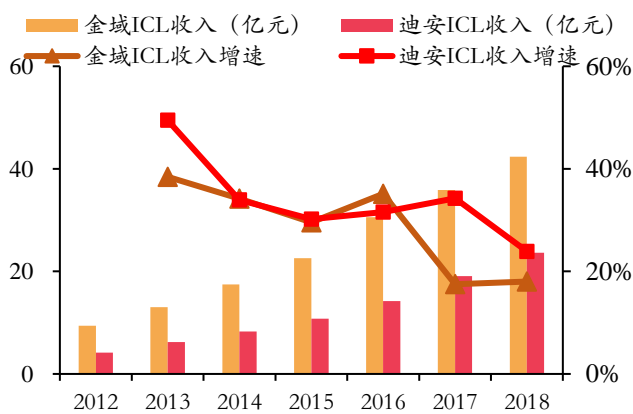
资料来源：广证恒生

## 3.国内 ICL 行业近年过度竞争接近尾声,2019 年行业有望步入良性竞争拐点,龙头企业持续受益

### 3.1 近年受竞争加剧和模式改变的影响,医检业务收入增速下滑、毛利率走低

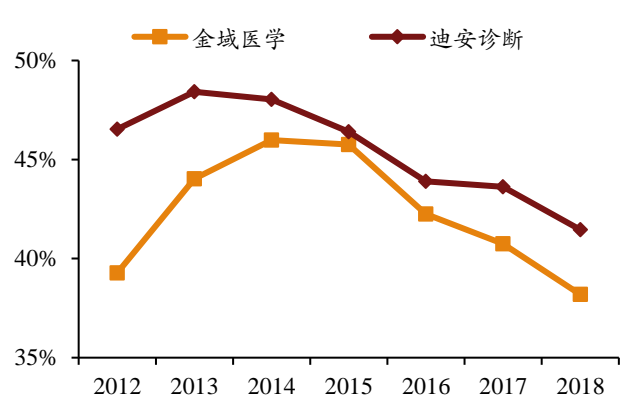
2016 年以前第三方医学诊断服务以外包业务为主,几家龙头企业营收增速普遍高于 30%,毛利率高于 45%。受市场竞争加剧和医保控费的影响,在收入方面,2017-2018 年金域、迪安的医学检验业务收入增速放缓。在盈利方面,2014-2018 年综合医检提供商金域和迪安的毛利率持续下滑,主要是因为:(1) 医疗控费及折扣率下滑;(2) 毛利率较低的合作共建收入增加。

图表19. 受竞争加剧影响,医检业务收入增速下滑



资料来源:公司公告、WIND、广证恒生

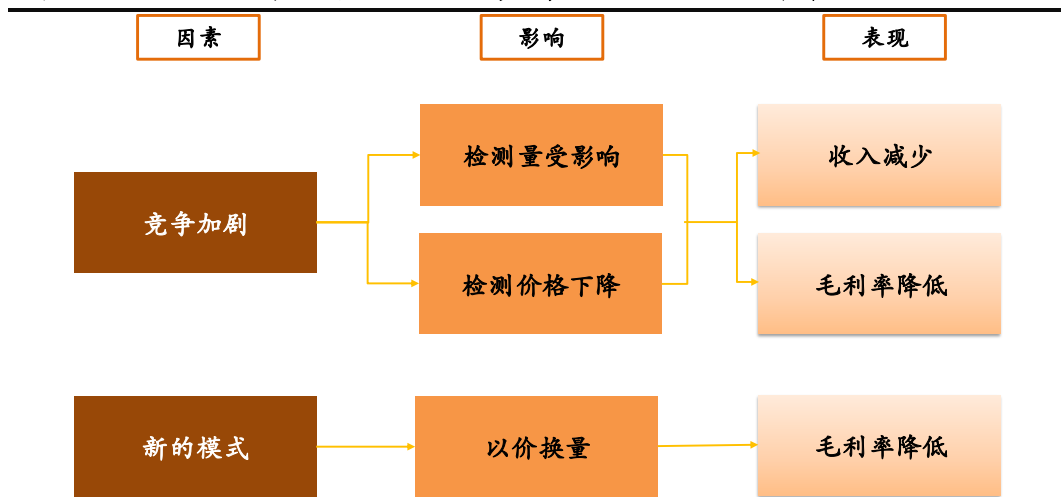
图表20. 扣率下降+开展共建,医检业务毛利率下滑



资料来源:公司公告、WIND、广证恒生

我们分析认为近三年第三方医学诊断服务营收增速放缓及毛利率走低,主要受到两方面因素影响:1) 行业竞争加剧:由原有的几家检测服务企业,发展到 IVD 厂家和渠道商往下游延伸、竞争者增多,行业过度竞争,折扣率降低,影响收入增速和毛利率;2) 模式的改变:由原有的纯粹的送样模式,发展到与医院共建实验室,以价换量,毛利率降低。

图表21. ICL 受“竞争加剧+模式改变”影响,收入减少、毛利率降低

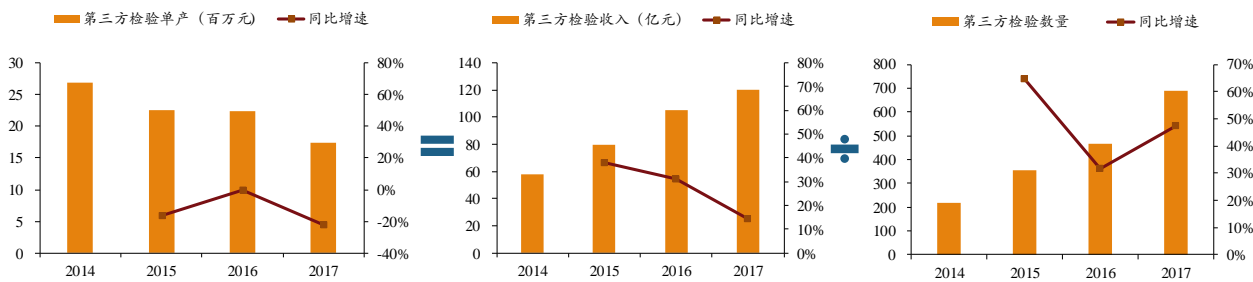


资料来源:广证恒生梳理

### 3.1.1 竞争加剧：参与者增多影响检验收费折扣率，第三方检验中心单产持续走低

近年 ICL 的数量激增，2014-2017 年，第三方诊断检验实验室数量有 200 多家，增长至 2017 年约 689 家，同比增加 47%；2014-2017 年第三方检验整体市场规模复合增速仅 27.42%，从而第三方检验中心的单产收入由 2014 年的 26.86 万元，降低至 2017 年的 17.42 万元。

**图表22. 参与者激增，检测收入单产受影响**



资料来源：Kalorama Information、产业调研、广证恒生

医学检验交易定价=当地政府物价部门指导医疗服务价格\*扣率。其中医疗服务价格下降是因为医保控费，扣率下降是由于参与者增加、多模式兴起导致行业竞争加剧。

除了以金域、迪安为代表的综合医检外，华大基因、和合检验等特检厂商也参与其中，还有 IVD 上下游产业链的延伸发展，例如迈克生物的大家检验、罗氏省代的兰卫检验等。此外，检验科共建、集约采购等新模式也介入检验市场，加剧原有市场的竞争。

**图表23. 竞争加剧，参与者激增影响检验收费折扣率**

分类	驱动因素	运行模式	优势	劣势	代表企业
综合检验服务连锁	规模效应	集中检测医院检验样本，通过连锁规模化的方式进行渠道拓展。	集中检验产生规模效应，专业化人员和先进平台提升检验质量，提升医疗体系检验效率。	医疗资源主要集中在医院，而医院检验科检验项目基本满足日常检验需求，检验外包意愿不强。	金域医学、迪安诊断、艾迪康
专科特检服务连锁	专业化分工	基于某细分领域的核心技术优势，承接医院无法检测的高端项目。	在高端检测领域服务能力较强，该部分技术壁垒较高、医院外包意愿强。	受制于检验样本的保存条件，服务半径较小，容易造成检验资源的限制和浪费。	华大基因、凯普生物、和合检验
特检共建	检验需求个性化	与医院检验科或临床科室共建特检实验室 (PCR/FISH/NGS/质谱/流式等)，收入分成比例可达 70:30(厂家: 医院)。	接收医院内现有实验诊断条件不具备的样本检测，与医院形成友好互补关系，易于推广。	合作范围仅限于临床分子检测部分和科研服务部分，对于常规检测项目并无竞争优势。	宝藤生物
区域共建	当地政府推动	以单个医院的共建检验科为中心，向周边辐射范围内的小医院收集样本。院内样本检测的收入按照 45:55 至 50:50(厂家: 医院)分成，院外样本按	有效整合区域内的检验医学资源，推动区域内检验报告的互联互通互认；依托中心医院原有检验科所建，投入小、盈利周期短。	该模式往往需要政府牵头参与，关系资源有地域性，异地扩张受限。	美康生物

		照 60:40。			
集约采购	降低采购成本	帮助医院集中采购检验试剂和设备,并提供配套的增值服务。同行竞争体现在业务体量和品类丰富度上。	与非合作医院无竞争关系,在控费背景下扩张潜力相对较大。	模式扩张受限于流通网络铺设范围;拓展初期仪器投放折旧额大而检验量少、资金占用高。	润达医疗、塞力斯、海尔施

资料来源:公开资料、广证恒生

### 3.1.2 模式改变:跑马圈地,探索合作共建新模式,毛利率进一步压缩

2015年开始,金城、迪安等第三方诊断的代表性企业,纷纷在原有的传统送样模式的基础上,发展到与医疗机构合作共建实验室的新模式,以价换量,毛利率进一步压缩。

相比传统的送样模式,共建模式折扣率比例低,但是能显著做大营收规模。假设以一家2000万检验规模的医院为例,我们画示如下意图对比,传统送样模式假设承接15%业务,按照55%的折扣率,则确认到第三方检验服务商的营收规模大概为165万,但是合作共建模式能承接检验科的全部业务,同样按照55%的折扣率,确认到服务商的收入能提升到900万。共建模式由于初始建设投资大,摊销折旧占比大幅提升,因此单样本收入相比传统送样模式毛利率低大概10%。

图表24. 探索合作共建新模式,毛利率进一步压缩(以一个年收入2000万的检验科为例)

	合同	初始投入	服务商承接业务额	服务商收入	毛利率	账期	医院收益
传统送样模式	2年—3年一签,非排他性	初始投入较小	单个ICL服务商承接检验科10%~20%已经是比较理想的情况,即 <b>200-400万</b>	假设承接15%,即300万业务,按照55%的扣率,则确认到服务商的收入为 <b>165万</b>	毛利率水平为 <b>40%~45%</b> ,则毛利润约为70万元	普遍为3个月以内	根据访谈,目前二级医院检验科正常情况下可以做到 <b>40%</b> 的净利润率
共建模式	8年—10年一签,排他性	初始建设投入约1000万(两年内投完),5年折旧摊销	共建后可承接检验科全部的业务。	按照45:55分成,即确认到服务商的收入为2000*45%= <b>900万</b>	检测成本不低于送样模式,摊销折旧占收入22%,单样本收入相比送样模式低10%,因此毛利率低	理想情况为6个月	根据访谈,与迪安共建后,医院检验科利润率 <b>设计达到50%,实际达到45%</b>

资料来源:产业调研、广证恒生

目前检验科共建模式主要分成三种类型:单医院科室共建、区域中心共建、特检共建。其中目前以单医院科室共建为主。

图表25. 检验科共建主要分为三种类型

<b>单医院科室共建</b>	共建医院检验科,承接院内样本,收入与医院分成,常规比例为45:55至50:50(厂家:医院)。
<b>区域中心共建</b>	以单个医院的共建检验科为中心,向周边辐射范围内的更小规模医院收集样本。产生的收入与医院分成,院内样本检测收入常规按照45:55至50:50(厂家:医院)分成,院外样本收入按照60:40(厂家:医院)分成。该模式往往需要政府牵头参与。
<b>特检共建</b>	与医院检验科或临床科室合作共建特检实验室(PCR/FISH/NGS/质谱/流式等),收入分成比例可达70:30(厂家:医院)以上。

资料来源:产业调研、广证恒生



## 3.2 集采或专科实验室等模式并存, ICL 因规模效应和运营优势为行业发展趋势

由集采模式导入共建的新进入者, 背景多元且均比较雄厚(器械代理商、厂商、大型流通商等), 使行业竞争加剧。由于集采业务本质为降低检验科的采购成本, 相比第三方检验服务的规模化采购(优势体现在: 业务体量+品类丰富度), 成本降幅能力相对弱, 因此从长期来看优势并不突出。

1) 集采的本质是流通业务, 由一家企业承包检验科全部试剂耗材采购项。常规情况下, 检验科采购成本约占检验收入的 35% 左右, 集采可以使采购成本下降到 30% 以内。

2) 集采商自身往往没有共建实验室的服务能力, 其开展共建业务的方式是通过与地方性的服务商合作, 将集采业务转型为共建业务。

**特检实验室**在专科检验方面具备一定的优势, 但在运营、物流、采购、获取订单等运营成本要高于成规模的大型综合第三方服务实验室, 长期来看, 相对专科特检实验室, 金城、迪安等综合实验室更具优势。

由于目前政策倾向并不十分明确, 介入检验科的多种模式会在一段时间内并存发展。但从长期来看, 第三方独立实验室和区域共建实验室为发展趋势, 有望最终胜出。

## 3.3 2019 年行业进入良性竞争拐点, ICL 头部企业有望持续受益

近年第三方医学诊断服务新进入的竞争者企业主要可以分成三类: 1) 第一类是 IVD 试剂耗材企业, 业务往下游延伸、建设检验中心; 2) 第二类是具备政府和医院方面资源优势的企业, 在地方性建立医学诊断服务实验室; 3) 第三类是由于国家鼓励医学中心的发展, 其他行业资本涌入、介入医学检验领域。新进入者加剧了行业竞争, 部分企业以低扣率策略重磅恶性竞争, 导致行业毛利率下降。

根据草稿调研, 由于部分小型第三方实验室持续不能盈利, 2018 年开始逐步转变原有的底价竞争策略或者主动谋求跟大型 ICL 企业合作或并购, 行业竞争得意趋缓。截至 2018 年底, 提供医学诊断服务的企业超 1000 家, 但是其中部分实验室企业只是挂名或者维护牌照, 并没有实际运营。这类企业的退出让行业进入良性竞争阶段。2018 年下半年开始, 例如参与招标时, 恶性竞争的低价招标的人员减少, 市场逐渐好转。

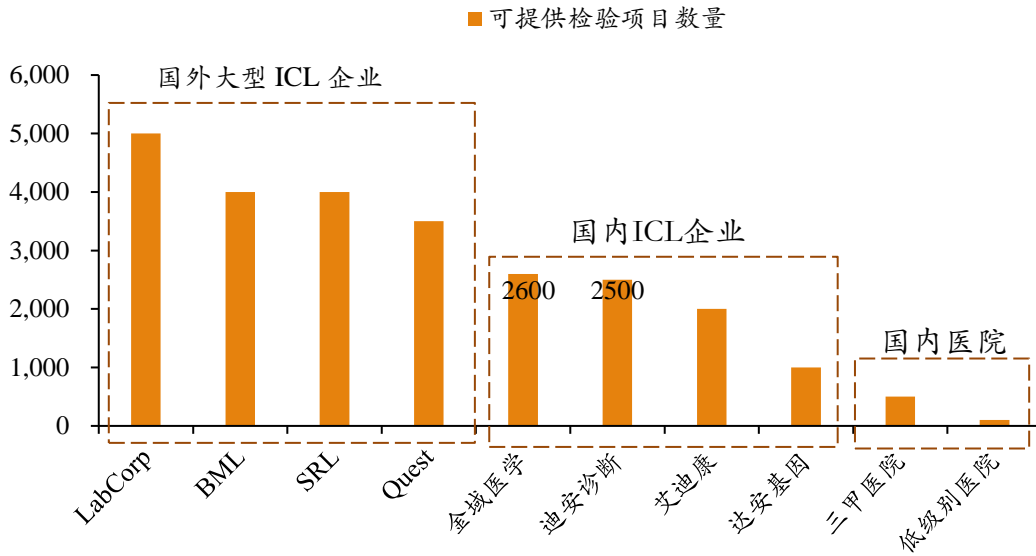
究其原因, 主要分析如下: 1) 第一类 IVD 耗材企业做独立实验室主要是为了拓展其试剂销售途径、提升产品收入。但是这类企业的优势是在产品端, 能提供的检测项目数量较少、规模优势不明显, 同时在检测服务能力方面专业性不及 ICL 企业, 实验室基本上处于亏损状态。2) 第二类企业做检测服务主要是因为扣率较高、利润空间大, 但是他们没有专业的人才团队, 经过激烈的竞争后逐步被淘汰。3) 第三类主要是其他行业竞争者加入, 不具备成本优势和专业化优势。

# 4. 综合“业务结构+运营效率+网点布局”, 分析国内 ICL 企业

## 4.1 业务结构: 检验项目数量提升、重点发展高端检测

LabCorp 检验服务收入的稳步提升源于公司对新领域的不断开拓: 平均每年推出 100 项新的检验项目, 目前检测项目接近 5000 项; 其他国外大型的 ICL 企业能提供近 4000 个检验项目。我国 ICL 企业持续开发具有显著临床诊断价值和市场需求的检验项目, 目前金城、迪安可提供超过 2500 种检验项目。丰富的检验项目有利于公司充分发挥规模优势, 快速响应下游客户多种检验需求, 形成短期内难以复制的竞争优势。

图表26. 我国大型独立医学实验室检验项目种类约达美、日一半



资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

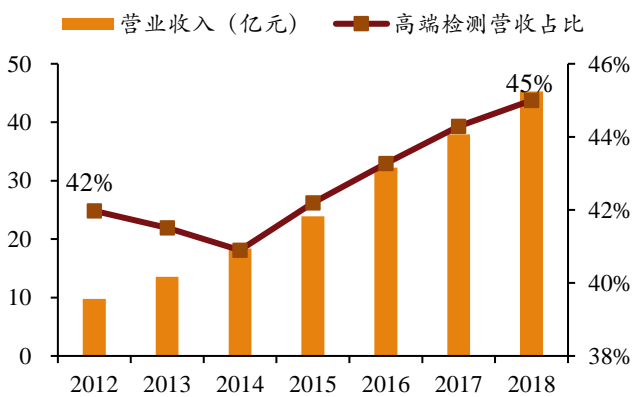
#### 4.1.1 金域医学：发展基因、质谱、病理等高端项目，营收占比提升至 45%

金域医学不断提升高端检验服务能力和个性化服务整合能力，搭建了临床基因组中心、临床质谱检测中心、临床血液病诊断中心、病理筛查与诊断中心等四大高新技术中心，具有质谱检测能力的实验室 15 家、获临床基因检测技术资格的实验室 29 家、远程数字病理系统已覆盖全国 37 家实验室。

近几年理化质谱检验、基因组学、病理诊断等高端检测项目营收占比不断增加，由 2012 年的 42% 提升至 2018 年的 45%；其中基因组学检验发展最为迅猛，营收占比由 2012 年的 16.17% 提升至 2017 年上半年的 25.20%，超越生化发光检验项目收入，成为公司第一大医学检验项目。

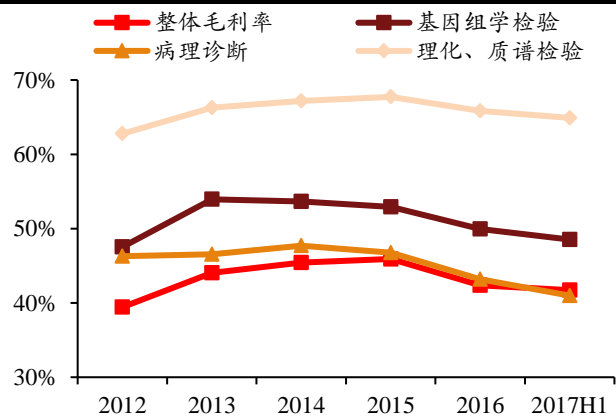
高端检测项目的毛利率高于整体毛利率，随着该部分业务收入占比进一步增加，对公司整体毛利率产生提升的作用。随着市场对高端个性化检验项目需求的提升和公司的持续耕耘，高端检验项目的营收占比有望不断增加，缓解整体检验单价下滑的不良影响，公司整体毛利率维稳。

图表27. 高端检测项目营收占比提升至 45%



资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

图表28. 高端检测项目毛利率高于整体毛利率



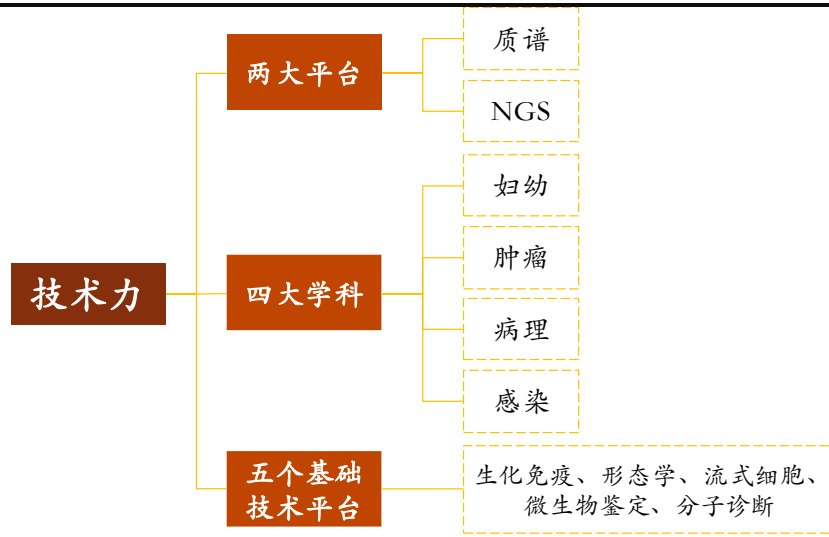
资料来源：公司公告、WIND、广证恒生



## 4.1.2 迪安诊断：重点打造质谱+NGS 高端技术平台，构筑“技术力”驱动发展

迪安诊断目前营收主要以普检为主，高端检测营收占比不高。但是公司加大在生物质谱技术、NGS 平台和精准诊断中心等高端平台的建设力度，不断向特检领域和产业链上下游延伸。重点打造质谱+NGS 两大高端技术平台，有效布局精准诊断+精准治疗的诊疗一体化产业链，以妇幼、肿瘤、病理、感染以四大学科为依托，构筑“技术力”驱动未来发展。

图表29. “技术力”驱动迪安诊断未来的发展



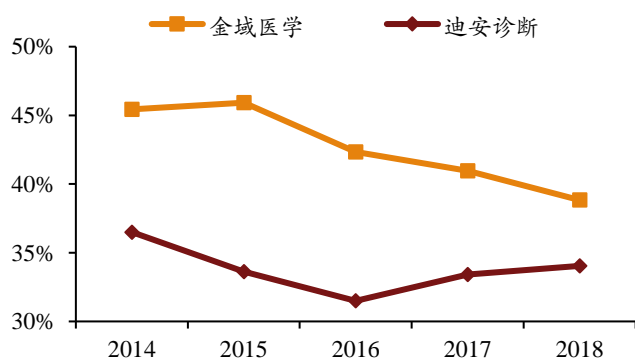
资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

## 4.2 运营效率：金域经营效率突出、迪安控费能力优异

### 4.2.1 盈利能力：金域毛利率较高、迪安净利率较高

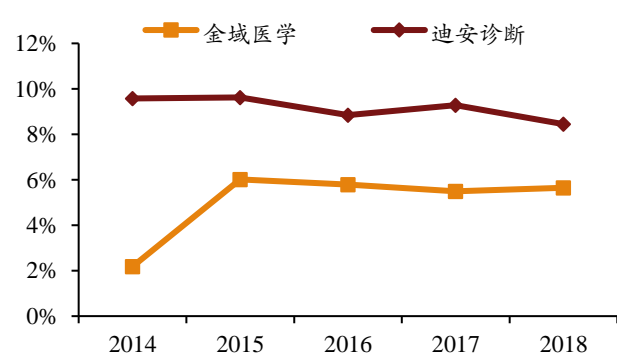
金域特检服务收入占比较高（2018 年特检项目营收占比 45%）且扣率高于迪安，因此毛利率也高于迪安。在净利率方面，迪安自产部分 IVD 产品、且费用控制得当，从而净利率比金域高，迪安诊断净利率约 10%，金域净利率约 6%。

图表30. 毛利率：金域收费高、毛利率较高



资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

图表31. 净利率：迪安稳定在 10% 左右

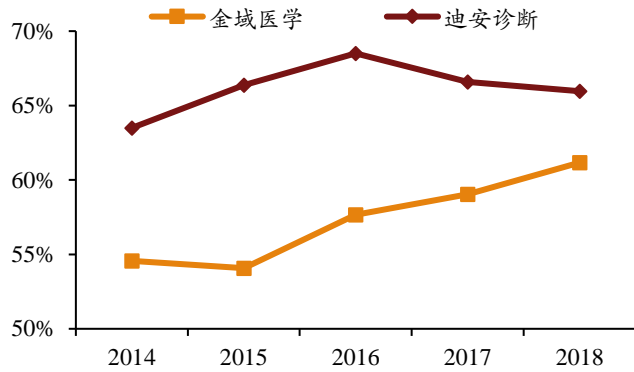


资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

### 4.2.2 控费能力：迪安的期间费用控制较好

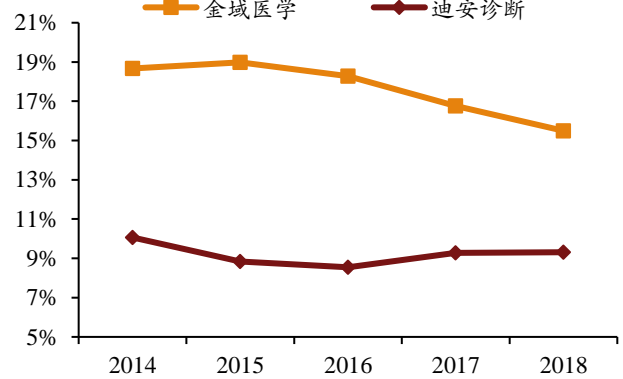
ICL 企业相对于医疗机构的成本优势，在其立足和发展过程中都扮演着重要角色。控制成本，首先是关注直接计入营业成本项目中的采购、配送、检验成本：金域的成本费用率最低，主要是因为特检项目与成本相比收费价格较高，而迪安诊断有部分低毛利率的代理产品业务，拉高了成本率。其次是期间费用，迪安控费意识较强、同时营收中有部分毛利率低的代理业务，因此销售费用率、管理费用率都比金域医学低 10ppt。

**图表32. 营业成本率：金域收费高、成本相对较低**



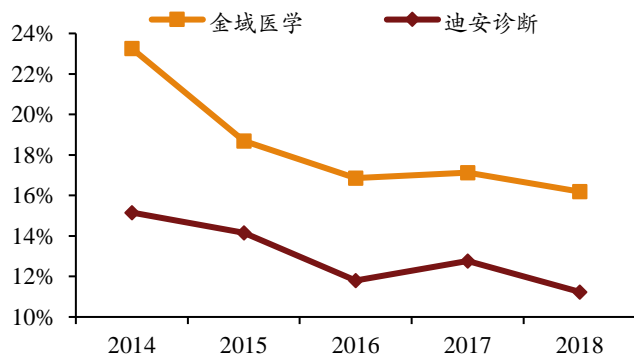
资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

**图表33. 销售费用率：迪安稳定在 10%左右**



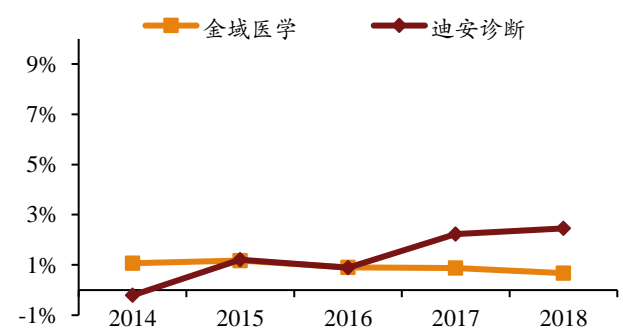
资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

**图表34. 管理费用率：迪安较低且有下降趋势**



资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

**图表35. 财务费用率：金域迪安都在较低水平**



资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

### 4.2.3 营运能力：金域表现突出、经营效率较高

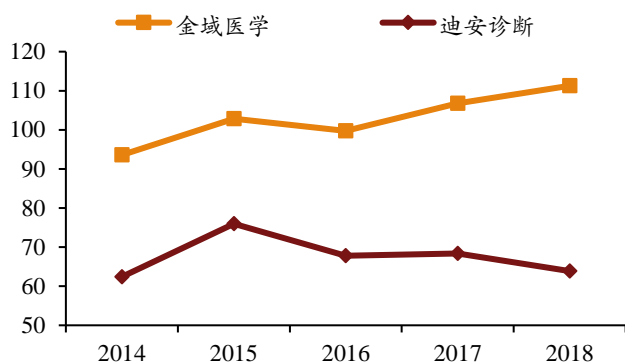
运营效率可以从以下三个方面分析：

(1) 对于上游生产商，ICL 企业对试剂和仪器的采购规模大、议价能力强，相比医院有更大的折扣率和较长的信用期。金域上游议价能力较高，对某些知名外资品牌能拿到省级代理商的价格；同时应付账款周转天数较长，充分显示其在上游厂商中的地位与信誉。迪安自行生产部分 IVD 产品，具有成本优势。

(2) 在中间环节，主要看企业的运营效率，例如存货的周转情况。金域运营效率较迪安诊断略高，存货周转天数较低。

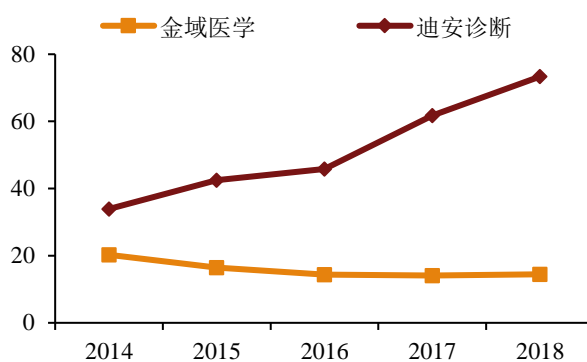
(3) 下游客户以医疗机构为主，反映在服务价格扣率和应收账款回款周期上。从应收账款周转天数来看，迪安长于金域，一方面是因为迪安有部分 IVD 流通业务拉长应收账款周期，另一方面也是由于议价能力较弱；金域的回款周期则相对较低，在三个月左右。

图表36. 应付账款周转天数：金城高于迪安



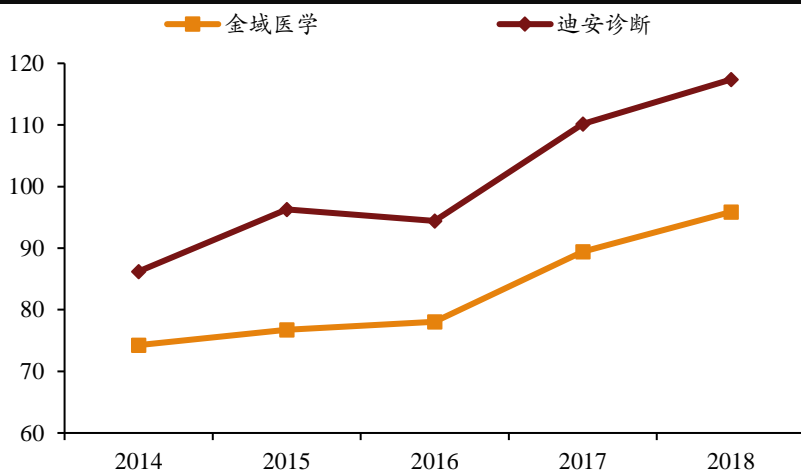
资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

图表37. 存货周转天数：金城低于迪安



资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

图表38. 应收账款周转天数：金城周转天数在3个月左右



资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

### 4.3 网点布局：实行分级管理，提升运营效率

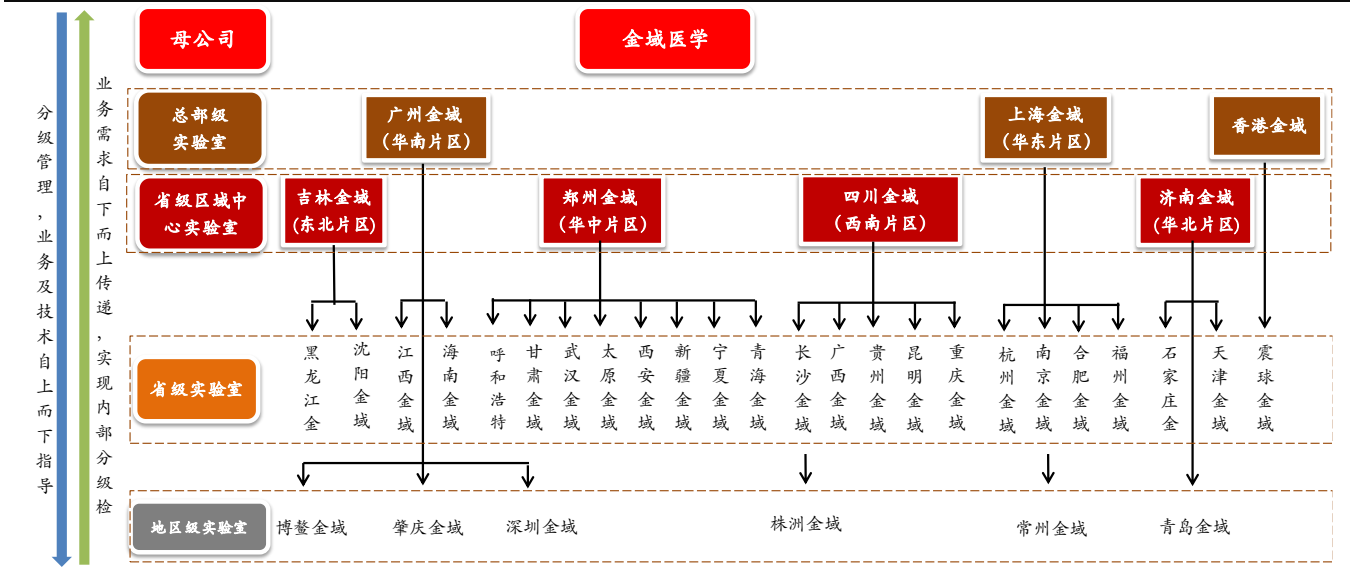
ICL 提供的医学检验及病理诊断服务主要由下属子公司实验室完成。由于部分待检验标本有特定的放置时限，第三方实验室具有一定的服务半径，因此完善的网络布局是第三方医学检验业务发展的关键。

#### 4.3.1 金城医学：完善全国四级服务网络，以共建模式与医院深度合作

金城下属共 37 家中心实验室，遍布中国 32 个省、自治区、直辖市，覆盖全国 90% 以上人口的区域，已为超过 22000 家医疗机构提供医学检验及病理诊断服务，年检测样本量超过 6000 万例。实验室实行分级管理模式，从规模和能力上分为 3 家总部级实验室（广州、上海、香港）、4 家省级区域中心实验室（吉林、郑州、四川、济南）和 30 家省级和地区级实验室，并将进一步发展地区级实验室和快速反应实验室，努力完善四级实验室网络。

公司通过技术和管理输出的方式，与区域内的大型医院展开深度合作，并以此为中心辐射周边区域，服务网络进一步延伸和覆盖至乡镇、社区一级。公司先后与 400 多家医疗机构合作共建区域检验和病理诊断中心。

图表39. 构建和完善总部级实验室、大区实验室、省级实验室、地区级实验室四级实验室网络



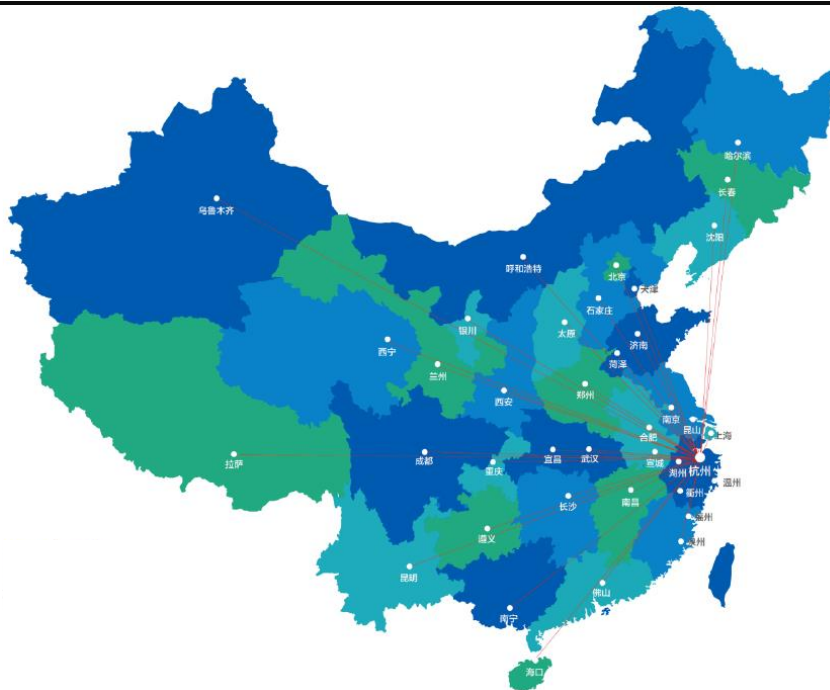
资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

### 4.3.2 迪安诊断：建立分级实验室网络，提升检验速度

迪安诊断通过全国连锁化、规模化复制独立医学实验室，搭建分级实验室网络：(1) **全国省级中心**：迪安通过自建或与当地合作伙伴联手，在中国大陆各省、自治区、直辖市的省会城市建立 38 家省级独立医学实验室；(2) **二级中心**：在多个省份建立二级中心，缩小服务半径，实现检验速度提升；(3) **快速反应实验室**：在社区、医疗综合体内，通过快速反应实验室的 2 小时服务，尝试“检验共享”模式。迪安为全国超过 17000 余家医疗机构、超过 2 亿人提供服务。2018 年公司检测样本量约 3800 万个，测试数约 1.35 亿例。

此外，公司通过合作共建模式，为医院提供技术与管理方面的咨询建议和管理输出，有效提升实验室诊断技术水平、质量管理水平，降低运营成本，提高运营效率。目前全国合作共建客户数量超过 400 家，业务覆盖达 30 多个省市自治区。

图表40. 迪安诊断业务网络覆盖全国超过 17000 余家医疗机构



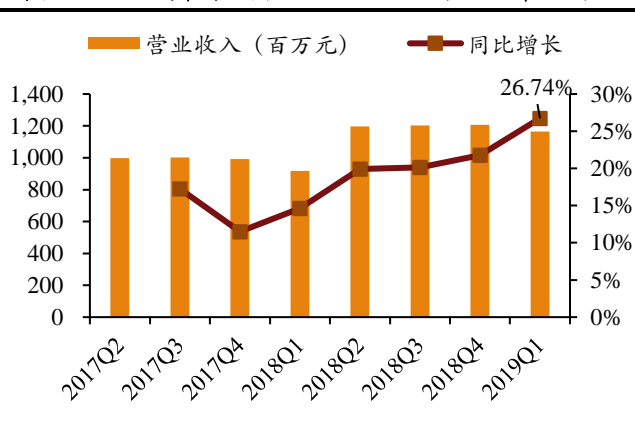
资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

## 5. 精选综合实力强劲的优质龙头标的

### 5.1 金域医学：专注第三方服务，跑马圈地后营收和利润增长有望提速

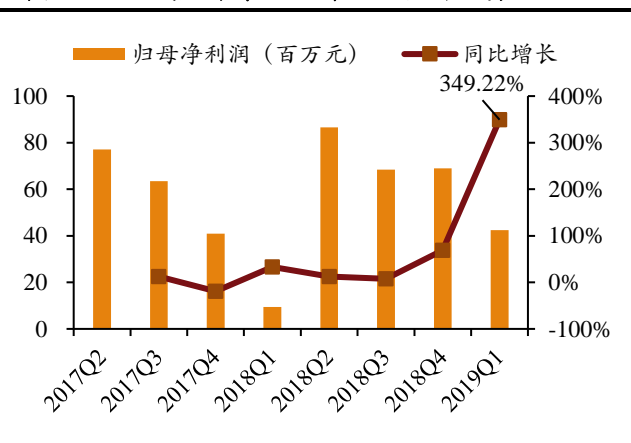
推荐逻辑：(1) 跑马圈地卡位竞争阶段进入尾声，金域医学 37 家省级实验室/子公司已于 2017 年布局完毕，2019 年进入第二批盈亏平衡时期。(2) 400 多个区域/共建实验室的分级网络基本完善，后续合作共建主要考虑一定规模的医疗机构，资本开支节奏有望减缓。(3) 检验项目超 2600 种、国内领先，对比国内三甲医院约 800 项、优势突出，有望助公司高毛利特检项目持续高增长。

图表41. 金域单季度营业收入同比增速逐年提升



资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

图表42. 金域归母净利润有明显提升趋势

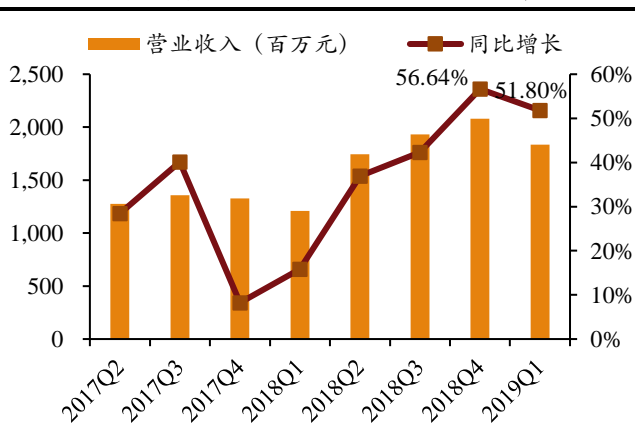


资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

### 5.2 迪安诊断：“检验外包+渠道代理+合作共建”协同发展

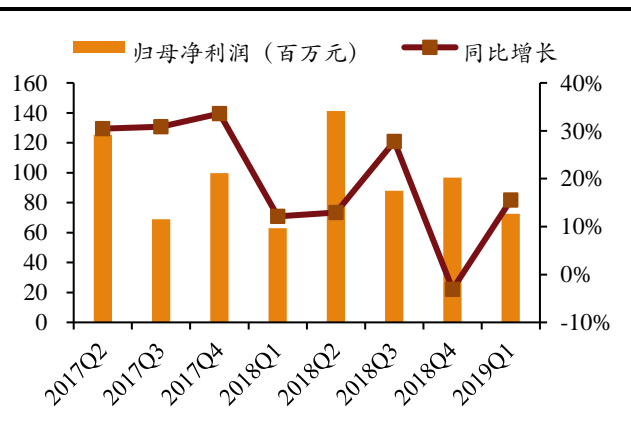
推荐逻辑：(1) 全国布局 38 家实验室步入盈利提升通道，合作共建客户数量超过 400 家，随着共建项目质量及综合服务能力的进一步提升，与原有传统业务模式互为补充，有望成为驱动业绩成长的有力支撑。(2) 近年重点拓展质谱、基因检测等高端检测项目，增加竞争实力；同时自产 IVD 试剂产品、增强公司的成本优势。(3) 战略投资多地的优质 IVD 产品代理商快速打通当地资源，并通过渠道优势带动当地检验服务业务协同加速发展，进一步巩固公司“服务+渠道+产品”一体化发展模式的独特优势。

图表43. 迪安单季度营业收入同比增速逐年提升



资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

图表44. 迪安单季度归母净利润增速在 15% 左右



资料来源：公司公告、WIND、广证恒生



## 6 风险提示

- 分级诊疗执行力度低于预期的风险；
- 检验项目价格持续下降拉低毛利率的风险；
- 市场竞争加剧风险；
- 检验样本质量控制风险；
- 运营管理风险。



**唐爱金：**医药行业首席分析师。浙江大学化学硕士，曾就职于东阳光药业研究院任研究员及药业市场部任市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验。

**冯俊曦：**美国 Syracuse University 金融硕士，拥有出色的海外研究能力和研究体系，专注于医药流通和医疗服务领域，2017 年加入广证恒生。

**谭紫媚：**英国 University of Bristol 会计与金融硕士、中南大学金融学学士，专注于医疗器械领域，2018 年加入广证恒生。

### 广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 4 楼

电 话：020-88836132，020-88836133

邮 编：510623

### 股票评级标准：

强烈推荐：6 个月内相对强于市场表现 15% 以上；

谨慎推荐：6 个月内相对强于市场表现 5%—15%；

中 性：6 个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回 避：6 个月内相对弱于市场表现 5% 以上。

### 分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

### 重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行



**廣證恒生**  
GUANGZHENG HANG SENG

有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。