

ICL 龙头：稳筑规模与技术优势，政策驱动长期成长

核心观点：

- **第三方检验行业空间广阔，政策推动医学检验服务长期成长。**连锁第三方检验医学实验室是国内医疗体系重要组成部分，相对公立医院检验科，其核心竞争力在于两方面：1) 检验集约化带来检验成本的大幅降低；2) 自下而上的渗透使得高端检验技术可及性提高。2020年国内 ICL 行业总规模约为 198 亿元(不包含新冠检测)，全国检验外包率约为 8%，相较于欧美成熟市场，国内 ICL 行业仍有极大成长空间。当前，国内 DRGs 改革不断推进，医院端控费动力加强，检验科地位和角色发生重大变化，对医院来说，检验科将从利润中心向成本中心转变，标本外送比例将持续提升；此外，LDT（实验室自建方法）政策开始试点，有望推动金域等 ICL 头部企业的特检业务加速成长。
- **金域医学进入新一轮扩张期，规模化龙头优势持续体现。**金域医学是国内第三方医学检验行业营收规模最大、覆盖市场网络最广、检验项目及技术平台最齐全的引领者。近年随着营收规模扩大，公司人工及折旧摊销等固定费用占比显著下降，在营收增速平稳、毛利率基本稳定的前提下，业绩开始快速释放。2020 年起，公司作为主力参与新冠疫情抗击战，充分发挥其连锁化优势，在业绩大幅增进的同时行业市占率进一步提升。2021 年下半年起，公司重启实验室建设，截至 2022 年全国实验室达 44 座，超级产能中心及地级实验室建设的“顶天立地”战略推动公司新一轮扩张。
- **特检业务保持高速增长，推动常规业务盈利能力持续提升。**公司目前可开展检验项目 3,300 项，其中以基因测序诊断、病理诊断、质谱诊断等高端特检业务为主，特检收入占医学诊断服务总收入比重从 2019 年的 46.49% 提升至 22Q3 的 51.5%，由此在技术平台建设、病理技师培训等核心竞争力上建立起高壁垒，有利于公司检验医学服务逐步从基层医院向高等级三甲医院扩展，客户结构和产品结构不断优化。2021 年底公司提出“业务数字化、数字业务化”转型升级，盈利能力显著提升，22Q3 常规业务毛利率为 48.61%，相对 21Q3 的 43.96% 提高 4.65pp，相对 2019 年 39.48% 提高 9.13pp，我们预计净利率也将大幅提升。
- **ICL 龙头地位稳固，持续给予“推荐”评级。**ICL 行业符合医保控费提质的政策诉求，DRGs 政策推行对行业龙头长期利好，金域医学作为国内 ICL 头部企业，有望借助技术及规模优势充分受益。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 28.37/16.65/21.61 亿元，同比增长 27.82%、-41.31% 和 29.79%，当前股价对应 2022-2024 年分别为 13.4/22.8/17.6 倍 PE，维持“推荐”评级，我们按 2023 年 30-35 倍合理估值，6 个月目标价区间为 106.8-124.6 元。
- **风险提示：**1. 新冠疫情冲击对医院常规业务冲击过大的影响；2. 检验服务与医院结算价格下滑幅度超出预期的风险；3. 新冠检测业务应收账款坏账风险；4. 亏损实验室业绩表现不达预期的风险等。

金域医学(603882.SH)

推荐 (维持评级)

合理估值区间：106.8-124.6 元

分析师

程培

✉: 021-20257805

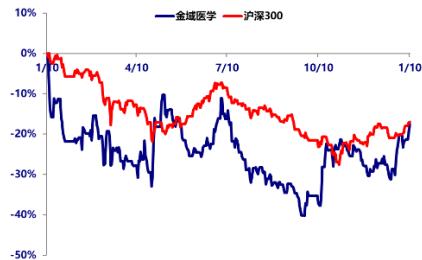
✉: chengpei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522100001

特此鸣谢：孟熙

单季度业绩	元/股
3Q/2022	1.72
2Q/2022	1.70
1Q/2022	1.82
4Q/2021	1.18
市盈率	12.67
总市值(亿元)	379.5

相对沪深 300 表现图



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

2022-10-28 金域医学三季报点评：常规业务增速恢复，盈利能力保持稳定

主要财务指标

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	11943.22	15954.78	11307.07	13433.57
增长率%	44.88	33.59	-29.13	18.81
归母净利润(百万元)	2219.64	2837.24	1665.11	2161.18
增长率%	47.03	27.82	-41.31	29.79
毛利率	47.29	44.75	46.56	47.48
摊薄EPS(元)	4.75	6.07	3.56	4.63
PE	17.10	13.38	22.79	17.56
PB	6.02	4.44	3.72	3.07
PS	3.17	2.37	3.35	2.82

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

目 录

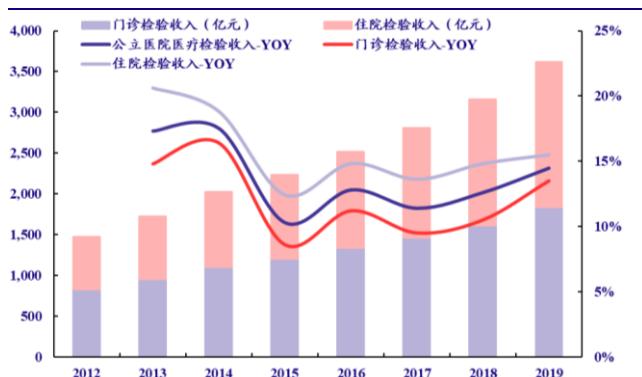
一、第三方医学检验：行业天花板高，长期增长空间巨大.....	3
(一) 医疗检验规模稳步扩容， ICL 行业迎来高速发展.....	3
(二) 规模化连锁打造核心竞争力， ICL 行业有望进一步整合	7
(三) 对比美国： ICL 对医疗支出控制起到重要推动作用	9
二、金域医学：全国布局完善的 ICL 行业引领者	11
(一) 金域医学是第三方医学检验及病理诊断行业头部企业	11
(二) 股权激励绑定管理团队利益，全方位打造丰富人才梯队.....	12
(三) 由规模增长向质量增长转型，推动业绩爆发性增长	15
(四) 抗击新冠疫情，贡献金域力量	18
三、外部政策持续推动，检验外包率有望进一步提升.....	19
(一) 国家出台一系列政策鼓励 ICL 行业发展.....	19
(二) 医保控费及 DRGs 推行有望驱动检验服务外包率不断上升.....	20
四、公司内生增长强劲，特检业务推动整体高质发展.....	24
(一) 检验技术体系完备，积极创新拓宽项目领域	24
(二) 特检业务发力渐强，驱动收入及盈利能力双增	24
(三) 主要特检项目市场空间测算	26
五、盈利预测与估值分析	30
(一) 新冠检测业务下降，看好公司常规业务恢复高增长	30
(二) 可比公司关键指标对比	31
六、投资建议	33
七、风险提示	34
八、财务预测	35

一、第三方医学检验：行业天花板高，长期增长空间巨大

(一) 医疗检验规模稳步扩容，ICL 行业迎来高速发展

近年来，我国医疗检验行业规模保持每年 10%以上稳健增长。根据卫生统计年鉴，2019 年，全国公立医院检查收入 3,615.8 亿元，同比增长 14.5%。其中门诊检查收入 1,834.7 亿元，同比增长 13.5%，住院检查收入 1781.1 亿元，同比增长 15.5%，住院检查收入近几年增速均高于门诊检查收入。量价拆分来看，检验人次的增加和人均检查费用的提高均对检验市场起到正向推动作用，其中人均检查费用对检验收入增长贡献更大，在控制药占比的政策指导下，检验费用不断提高。

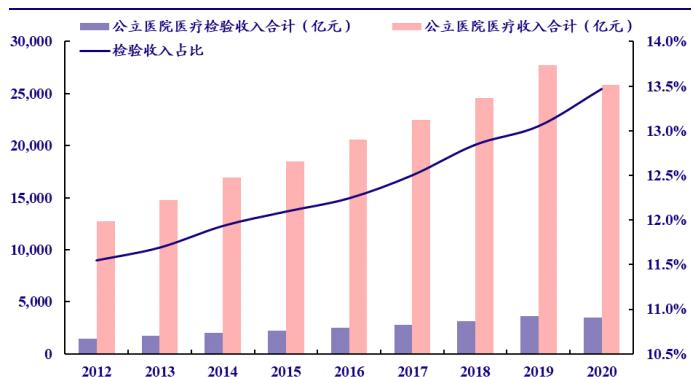
图 1：我国公立医院医疗检验收入情况



资料来源：卫健委统计年鉴，中国银河证券研究院

图 2：我国公立医院医疗检验及总收入

图 2：我国公立医院医疗检验及总收入



资料来源：卫健委统计年鉴，中国银河证券研究院

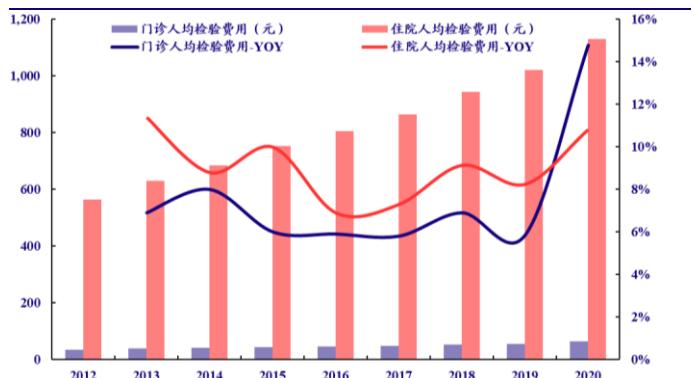
图 3：我国公立医院门诊检验人次

图 4：我国公立医院人均医疗检验费用



资料来源：卫健委统计年鉴，中国银河证券研究院

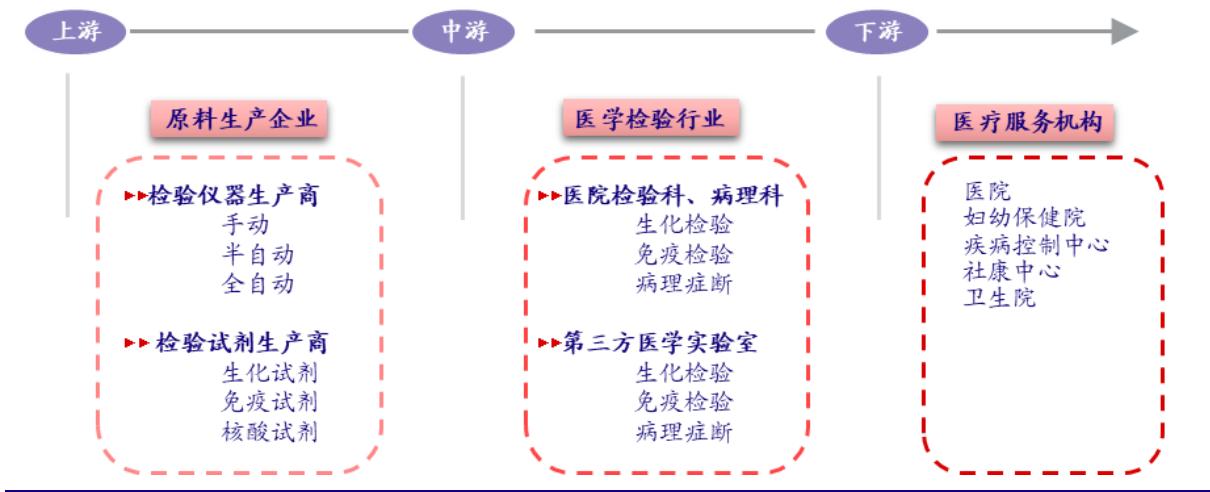
图 4：我国公立医院人均医疗检验费用



资料来源：卫健委统计年鉴，中国银河证券研究院

医疗检验的专业化分工诞生第三方医学检验行业。独立医学实验室 (Independent Clinical Laboratory, ICL) 属于第三方检测行业在医疗领域的分支，是指独立于医院之外从事临床检验或病理诊断和服务并能独立承担责任的医疗机构，对于整个医疗检验产业来说是必不可少的一环，其与医疗机构建立业务合作关系，集中收集并检测医疗机构采集的标本，并将检验结果送回以应用于临床或体检。从整个产业链看，医学检验实验室处于医疗检验产业链中游，上游为 IVD 设备和试剂生产厂商，下游直面各类医疗机构。

图 5：医疗检验产业链



资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究院

ICL 行业增速稳健，市场空间广阔。第三方医学检验在我国的发展可追溯至 20 世纪 80 年代中期，有些机构开始涉足检验业务的社会化服务。随后陆续有一些不同形式的检验业务服务中心、部分医院的对外开放实验室等，但均未成规模。至 21 世纪初，我国第三方医学检验行业才开始了高速发展，一大批 ICL 及连锁机构相继成立。近年来，受益于政策扶持、行业不断开放，我国第三方医学检验行业已逐渐发展壮大，现已成为医疗服务领域不可忽视的力量。

图 6：中国 ICL 产业发展历程



资料来源：弗若斯特沙利文，中国银河证券研究院

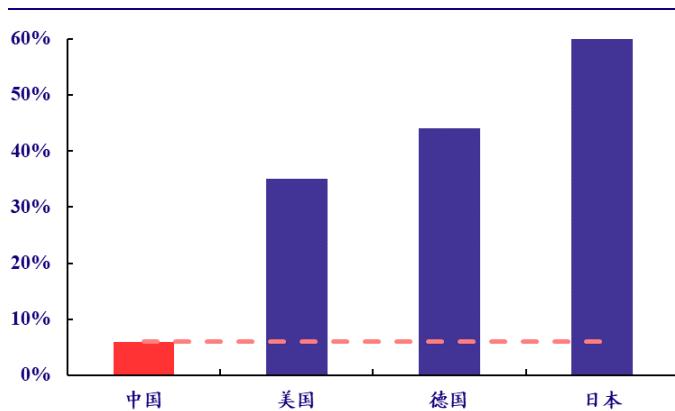
1) ICL 市场规模及外包率快速提升: 根据弗若斯特沙利文测算, 2020 年中国 ICL 市场规模已由 2016 年的 117 亿元增至 307 亿元, 2016-2020 年 CAGR 为 27.2%, 并预计于 2025 年增至 479 亿元, 2020-2025 年 CAGR 为 9.3%; 若排除新冠检测业务, 2020 年中国 ICL 市场规模为 198 亿元, 2016-2020 年 CAGR 为 14.0%, 预计 2025 年将增至 463 亿元, 2020-2025 年 CAGR 为 18.4%, 均高于行业整体增速。此外, 受医院成本控制压力等因素驱动, 医院外包需求不断攀升, 2020 年我国检验外包率约为 6%, 仍显著低于美国 (35%)、德国 (44%)、日本 (60%) 等较发达国家水平。

图 7: 我国临床检测及 ICL 市场规模



资料来源: 弗若斯特沙利文, 中国银河证券研究院

图 8: 主要国家 ICL 渗透率对比



资料来源: 弗若斯特沙利文, 中国银河证券研究院

2) 第三方医学诊断实验室数量大幅增长, 诊断技术不断发展: 实验室数量是衡量 ICL 企业及市场规模大小的重要指标。2003 年金域医学成立了我国首家 ICL 实验室, 随后发展较为平缓。2009 年卫生部印发《医学检验基本标准 (试行)》确立第三方医学检验所的合法地位后, ICL 实验室呈现爆发式增长, 在 2020 年独立医学实验室达到 1,570 家, 是 2012 年数量的约 12 倍。此外, 第三方医学诊断相关专利申请数量逐年增多, 2020 年申请的第三方医学诊断相关专利为 2,498 项, 2021 年受疫情等因素影响有所下降, 为 1,704 项。作为各类基础医学技术下游, 基础医学领域突破能在很大程度上推动 ICL 产业发展。

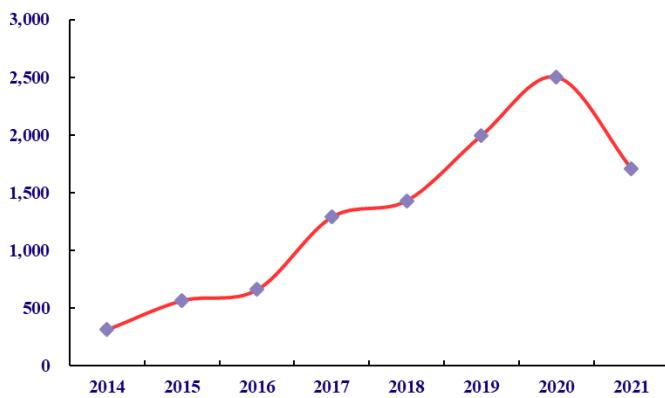
3) ICL 特检增速高于普检: 临床诊断检测按照服务类型可分为普检及特检, 其中普检包括常规检测项目, 旨在为大多数临床实验室所研究的疾病提供诊断、预防或治疗信息, 包括《医疗机构临床检验项目目录》中包含的 1,462 项检验项目, 包括生化、免疫、分子、微生物等检验项目。据弗若斯特沙利文测算, 2020 年中国 ICL 普检市场 (不包括新冠检测) 已由 2016 年的 68 亿元增至 106 亿元, 2016-2020 年 CAGR 为 11.7%, 并预计于 2025 年达到 201 亿元, 2020-2025 年 CAGR 为 13.6%; 特检一般指非常规检测, 往往需要专业技术或设备支持, 因其技术要求较高、需求较为分散, 故主要服务提供商集中在第三方医学检验, 检验项目主要包括传染病及肿瘤遗传学分子检测、药物基因组学检测、细胞遗传学检测等, 相较于 ICL 普检, ICL 特检市场规模增速更快, 2020 年已由 2016 年的 49 亿元增至 92 亿元, 2016-2020 年 CAGR 为 17.1%, 并预计 2025 年将达到 262 亿元, 2020-2025 年 CAGR 为 23.2%。

图 9：普检与特检对比

	普检	特检
检测项目	血液化学、体液生化、血型检查、免疫球蛋白检查、甲状腺相关激素及抗体检测。临床免疫学、微生物培养和生物体鉴定、血培养、抗菌药物敏感性测试；尿液分析及酶联免疫吸附试验（ELISA）	结核分枝杆菌、肝炎病毒、流感、HPV、HBV等传染病的分子检测、BRCA1/2等遗传功能和变异或肿瘤遗传学的分子检测、前列腺癌生物标志物检测、心血管疾病风险预测系列；CYP2C19等药物基因组学检测；细胞遗传学检测，包括荧光原位杂交（FISH）；新生儿筛查、治疗药物监测（TDM）中的液相色谱/质谱（LC-MS）
技术平台	常规临床化学、常规血液学、常规微生物学及常规免疫学等	分子诊断学、蛋白质化学、细胞免疫学及高级微生物学等
人员要求	成本效益好且高效的劳动力	高等学历及技术要求
特征	<ul style="list-style-type: none"> • 同质化及标准化 • 对实现经营规模效益的重要性 • 广阔的市场需求 	<ul style="list-style-type: none"> • 更高研发投入 • 数量较少且客户需求更窄 • 需要更高的销售及营销支出
主要服务提供商	医院、ICL、联合临床实验室	ICL

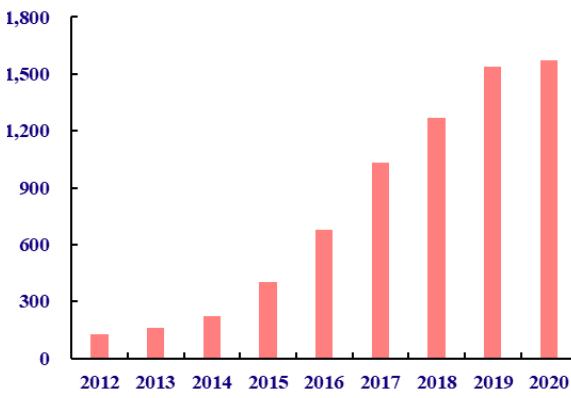
资料来源：弗若斯特沙利文，中国银河证券研究院

图 10：中国第三方医学检验相关专利申请量



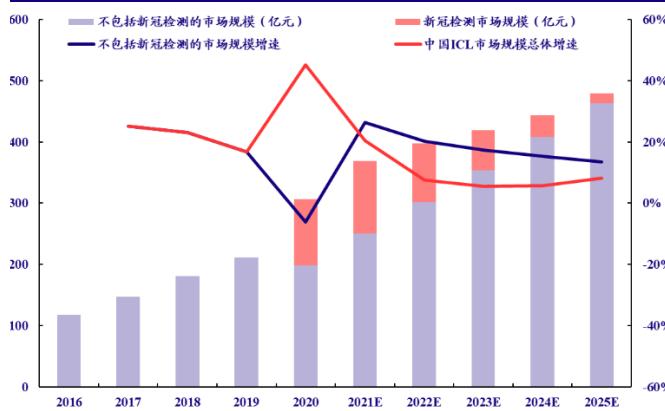
资料来源：弗若斯特沙利文，中国银河证券研究院

图 11：中国第三方医学检验实验室数量



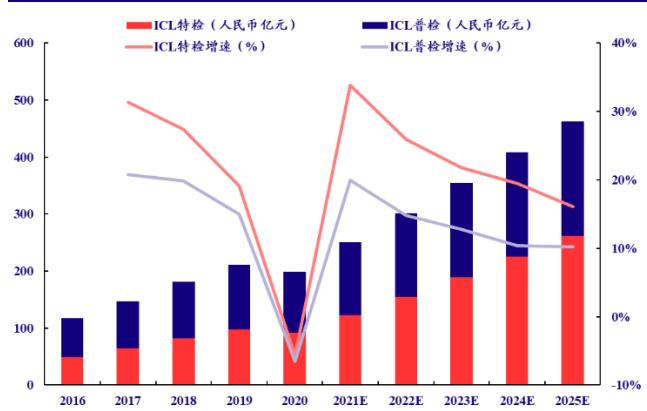
资料来源：华经产业研究院，中国银河证券研究院

图 12：中国 ICL 市场规模及增速



资料来源：弗若斯特沙利文，中国银河证券研究院

图 13：中国 ICL 普检及特检市场规模



资料来源：弗若斯特沙利文，中国银河证券研究院

(二) 规模化连锁打造核心竞争力，ICL 行业有望进一步整合

相对公立医院检验科，大型连锁 ICL 检测更加集约化，成本优势表现突出。ICL 连锁化规模效应所致成本优势主要体现在三个方面：1) 试剂采购成本低：大型 ICL 凭借整体采购规模大，通常向大厂采购，省去中间经销商环节；2) 仪器使用效率高：检测标本量大，使得仪器折旧摊销成本更低；3) 检验技师效率高、成本低：ICL 工作量更为饱和，单次检测人工成本更低，同时还可以根据标本类型变化及时调配人员，实现人力资源最优。对医院检验科而言，与大型 ICL 合作可以引入更多检验项目，提高诊疗水平，同时减少低利润项目的设备、人员占用。当前，医院端外包项目主要为基因测序、肿瘤早筛、微生物鉴定等技术含量高但检验频次低的高端项目。

表 1：ICL 与三甲医院和基层医院的运营比较

	大型连锁 ICL	大型三甲医院	基层医院
采购方式	直接向厂家采购	向大型经销商采购	向小经销商采购
试剂采购价格	通常不到医院采购价一半	平均为检验服务收费的三折	平均为检验服务收费的五折
仪器使用效率	极高	高	中
检验技师工作量	饱和	中等强度	低强度

资料来源：中国银河证券研究院

图 14：ICL 与三甲医院和基层医院经营检验服务优劣势对比



资料来源：弗若斯特沙利文，中国银河证券研究院

第三方医学检验实验室可提供检测项目更为丰富。目前，我国三甲医院一般能够提供 800-1,200 种检验项目，二级医院和一级医院一般可提供 300-800 种检验项目，基层医疗机构仅具备常规血检、尿检等项目。而大型第三方专业医学检验机构可检验项目超过 2,000 项，在包含较为全面的普检项目的同时，还提供更多个性化、高端化的特检服务。

大型连锁医学检验实验室可提高高端检验技术可及性。大型连锁医学检验实验室一方面可以持续跟踪全球检验新技术，并将其开发为临床检验技术，另一方面可以以最快的速度向各个医检所复制标准化的检验流程。对于大型三甲医院，检验新项目与 ICL 合作可以加快新技术落地速度，节约成本；对于低等级医院，则可以通过与连锁 ICL 的合作，开展最新最全的临床检验项目。此外从医保部门角度，大型 ICL 可以实现在降低检验服务费用支出的同时，保持较高的检验质量，同时满足绝大部分医院的高端检验技术的临床需求。

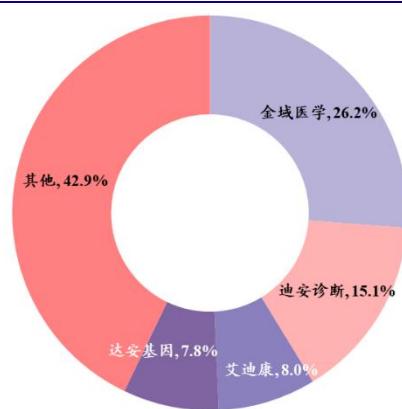
具备先发优势的头部 ICL 企业占据大部分市场份额。由于 ICL 发展起步较晚，国内 2000 年以后才开始慢慢建立起以连锁发展获得规模优势的 ICL 行业雏形。涉足和布局 ICL 最早的几家公司也因此逐渐发展为如今的行业领导者。目前我国 ICL 市场呈现寡头垄断的格局：截至 2020 年，金域医学、艾迪康、迪安诊断和达安基因合计占据近 60% 左右的市场份额，其中金域医学市场占有率为 26.2% 左右，遥遥领先国内同行。

表 2：国内 ICL 龙头企业比较（截至 2021 年）

公司名称	金域医学	迪安诊断	艾迪康	达安基因
成立时间	2006	2001	2004	2001
总部位置	广州	杭州	杭州	广州
上市时间	2017	2011	-	2004
实验室数量	44 家	40 家	30 家	7 家
合作医疗机构数量	>23,000 家	>20,000 家	>17,000 家	>20,000 家
检验项目数量	>3,200 项	>2,800 项	>3,100 项	>1,000 项
与供应商战略合作	与罗氏、梅里埃、西门子、凯杰、雅培等公司战略合作，并成为罗氏及梅里埃建立中国大陆实验室示范基地	与罗氏、梅里埃、凯杰、欧蒙、韩国 SCL、约翰霍普金斯医学院、日本滨松	与罗氏、西门子、日本 SRL、梅里埃等战略合作，成为罗氏和西门子中国区示范实验室	与 DAKO 战略合作，与 Life 合作
商业模式	服务	产品+服务	服务	产品+服务
诊断服务收入	113.04 亿元	66.20 亿元	31.45 亿元	未细分

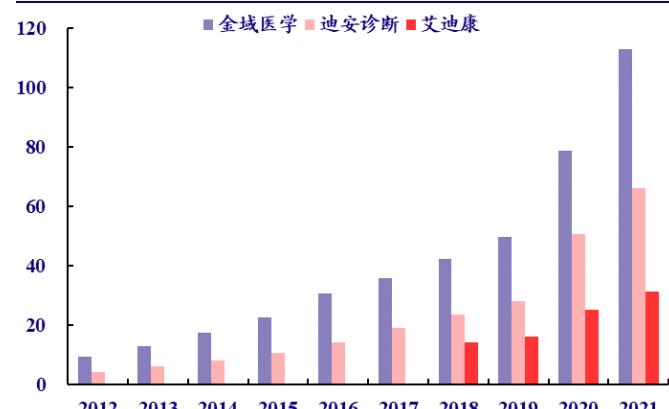
资料来源：各公司公告，弗若斯特沙利文，中国银河证券研究院

图 15：2020 年中国 ICL 市场竞争格局（不包括新冠检测）



资料来源：弗若斯特沙利文，中国银河证券研究院

图 16：部分 ICL 头部企业医学诊断服务收入



资料来源：各公司公告，中国银河证券研究院；注：艾迪康未披露 2017 年及以前医学诊断服务收入

(三) 对比美国：ICL 对医疗支出控制起到重要作用

美国 ICL 市场份额提升主要经历了由技术进步、医保控费、严格管控驱动发展的三个过程。20世纪 80 年代后，美国政府和商业医疗保险机构先后修改医疗保险政策，试图控制大幅增长的医疗支出，使得 ICL 的市场份额由 30 年代的 14% 增长至 90 年代的 36%，而医院附属实验室和私人诊所实验室的份额均有所下降。从此，ICL 长期占据了美国检测市场的很大一部分份额。

ICL 在美国检测行业内发挥着至关重要的作用，是应对公共卫生事件的中坚力量。例如此次新冠疫情，美国在疫情初期主要是公立医疗机构 CDC、PHL 以及部分大学医院开展核酸检测，随着疫情的发展，符合条件的独立医学实验室获得授权并开展后，美国核酸检测能力成倍增加，独立医学实验室逐渐成为主力军，承担了全美超过 50% 的检测量。

表 3:美国 ICL 发展过程

时间	ICL 发展阶段	主要事件	市场格局&外包率变化
20 世纪 20 年代初-20 世纪 50 至 60 年代	以规模化、低成本的优势确立商业模式	美国有接近一半的医院设立了专门的临床检验实验室。其中一些技术实力较强、设备较齐全的，商业化运营检验实验室开始承接其他医院的检验项目。	1930 年代，ICL 占整个临床检验市场的 14%
20 世纪 50 至 60 年代-20 世纪 80 年代	依靠检验技术和实验室信息系统的进步逐步扩大市场规模	检验仪器的技术得到极大发展，临床检验对设备的依赖程度也大幅提高，同时实验室计算机和信息处理技术也获得了极大的进步，使得实验室间的远程数据传递和处理更为便捷。对检验仪器和实验室信息系统设备的资本支出要求的提高，更加凸显了独立医学实验室的规模化运营优势，从而促进了行业的发展和壮大。	20 世纪 70 年代，ICL 占整个临检市场的比例提升至 20%，此外，医院附属实验室、私人诊所实验室分别占 60%、20% 左右的份额
20 世纪 80 年代以后	控制医疗支出的背景下 ICL 快速增长，监管标准提升进一步帮助 ICL 扩大市场份额	医疗总支出的大幅增长，使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，试图控制医疗支出，从而增大了医院控制成本压力，也促使医院将更多检验项目外包给运营成本更低的独立医学实验室。此外，更严格的监管标准出台帮助 ICL 进一步抢占私人诊所实验室市场份额。	20 世纪 90 年代，ICL 的市场份额提升至 36%，医院附属实验室的市场份额下降到 56%，私人诊所市场份额大幅缩小至 8%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

美国独立医学实验室呈寡头垄断竞争格局，Quest 和 LabCorp 是市场主要的竞争者。
 Quest 和 LabCorp 分别成立于 1967 年和 1971 年。2020 年，Quest 和 LabCorp 共占据美国独立医学实验室市场约 62% 份额，其余 ICL 企业占据 38% 份额。通过并购整合，两家巨头不断成长，行业集中度越来越高。

经过几十年的发展和壮大，两巨头均通过并购获得巨大发展，而且竞争非常激烈。但最近几年，同样是收购，两家公司的战略却还是有不小差异的。Quest 更倾向于收购实验室资产，通过在美国不同地区收购实验室，加强服务能力，从而提升市场占有率。最典型的案例是，Quest 最近收购 Hartford HealthCare 和 MemorialCare Health System 等后，把 20-30% 的测试转移到自己的中心实验室，从而降低成本。而 Labcorp 更注重收购拥有新项目的技术公司，来增强其特检竞争力。最典型的案例是，Labcorp 于 2014 年底不惜花巨资（61 亿美金）收购了 CRO 公司 Covance，该公司除了服务药企以外还有大量的新项目和技术。

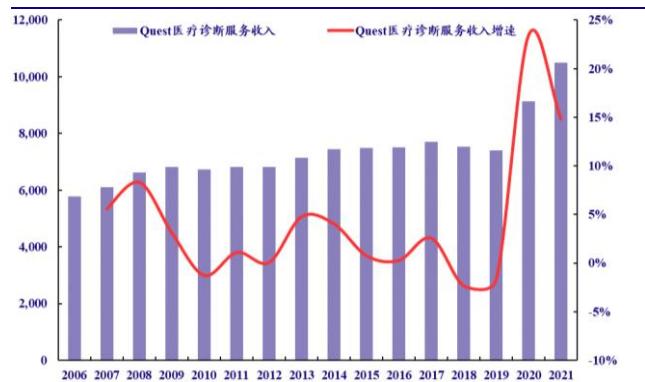
图 17：美国 ICL 龙头 Quest 与 LabCorp 对比



资料来源：各公司公告，中国银河证券研究院

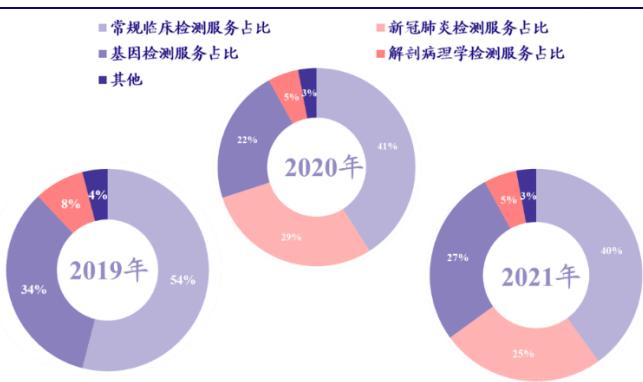
中美龙头 ICL 公司对比：金域医学 vs Quest/奎斯特诊疗。：1) 实验室分级布局：Quest 更为完善，拥有全球 38 个地区性实验室+150 个快速反应实验室+2,100 个患者服务中心+7,100 个患者访问点，2021 年处理约 2.18 亿份检测；2) 收入、利润及市值(选取 2019 年以排除新冠业务影响)：2019 年 Quest 分别为 517 亿元、50.8 亿元及 1,008 亿元，分别为金域的 10 倍、13 倍、3 倍；3) 净利率(选取 2019 年以排除新冠业务影响)：Quest 为 10.5%，高于金域 2.2 个百分点，ROE 方面二者相当，均在 15% 左右。

图 18：Quest 医疗检验服务收入（百万美元）



资料来源：Quest 公司公告，中国银河证券研究院

图 19：Quest 近三年检测服务收入构成



资料来源：Quest 公司公告，中国银河证券研究院

表 4:金域医学和 Quest 诊疗基本情况及 2019 年财务数据对比

公司名称	实验室数量	优势区域	市占率	收入/亿元	净利润/亿元	毛利率	净利率	ROE	PE/TTM	PB	市值/亿元
奎斯特诊疗 (DGX)	2,100 个患者服务中心，7,100 个患者访问点	美国、印度、英国、墨西哥、巴西	全美排名第一、市占率 40% 左右	516.9	50.8	37.9%	10.5%	15%	19.8	2.64	1,008
金域医学	国内 37 家，覆盖所有省份	广州、四川、昆明、贵州、长沙	国内市占率 34%	52.69	4.02	39.48%	7.88%	17%	59.6	11.2	339

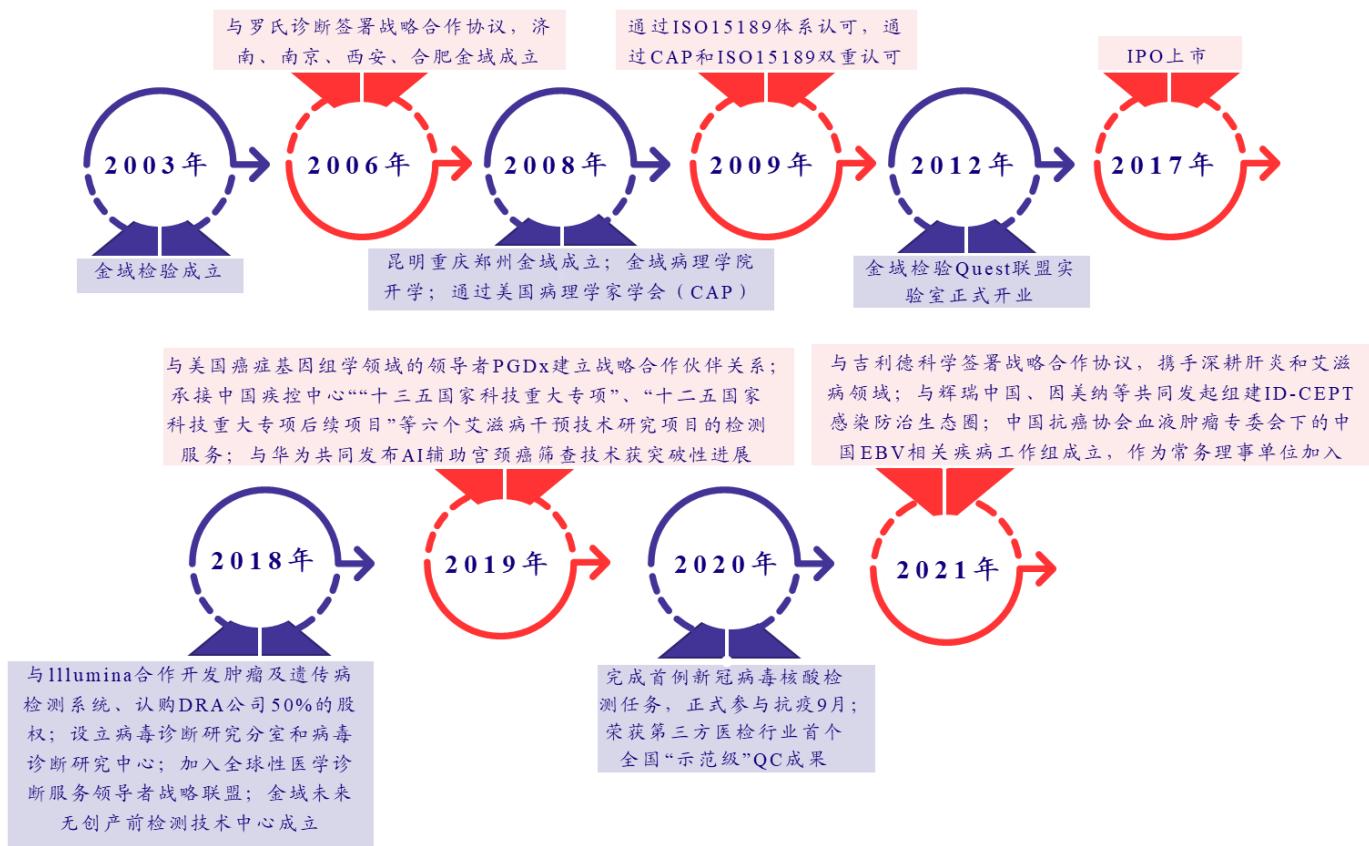
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

二、金域医学：全国布局完善的 ICL 行业引领者

(一) 金域医学是第三方医学检验及病理诊断行业头部企业

公司成立于 2003 年，是国内第三方医学检验行业营业规模最大、覆盖市场网络最广、检验项目及技术平台齐全的 ICL 领导企业之一。公司可提供超过 3,200 项检测项目，年检测标本量超 1.5 亿例，积累了全球领先的东方人种大样本、大数据库，并以此为基础推动体外诊断产业和人工智能诊断的原始创新。公司拥有超过 1,200 名科研人员，海内外知名专家 200 余人(其中海外归国学者 30 余人)，8 位院士担任顾问，共 52 位海内外检验、病理、临床等行业权威专家组成的金域医学学术委员会。截至 2022 年，公司已在内地及香港、澳门地区建立了 43 家医学实验室，拥有遍布全国的远程病理协作网，以及由 630 多名国内外病理医生加盟组成的病理医生团队，为超过 23,000 家医疗机构提供准确、及时、便捷的医学检验及病理诊断服务，其服务网络已覆盖全国 90%以上人口所在区域。截至 2021 年，公司已获得包括美国 CAP、ISO15189 在内的国内外认证认可证书 47 张，连续 19 年领先行业，检测结果为全球 70 个国家和地区认可。

图 20：公司发展历程

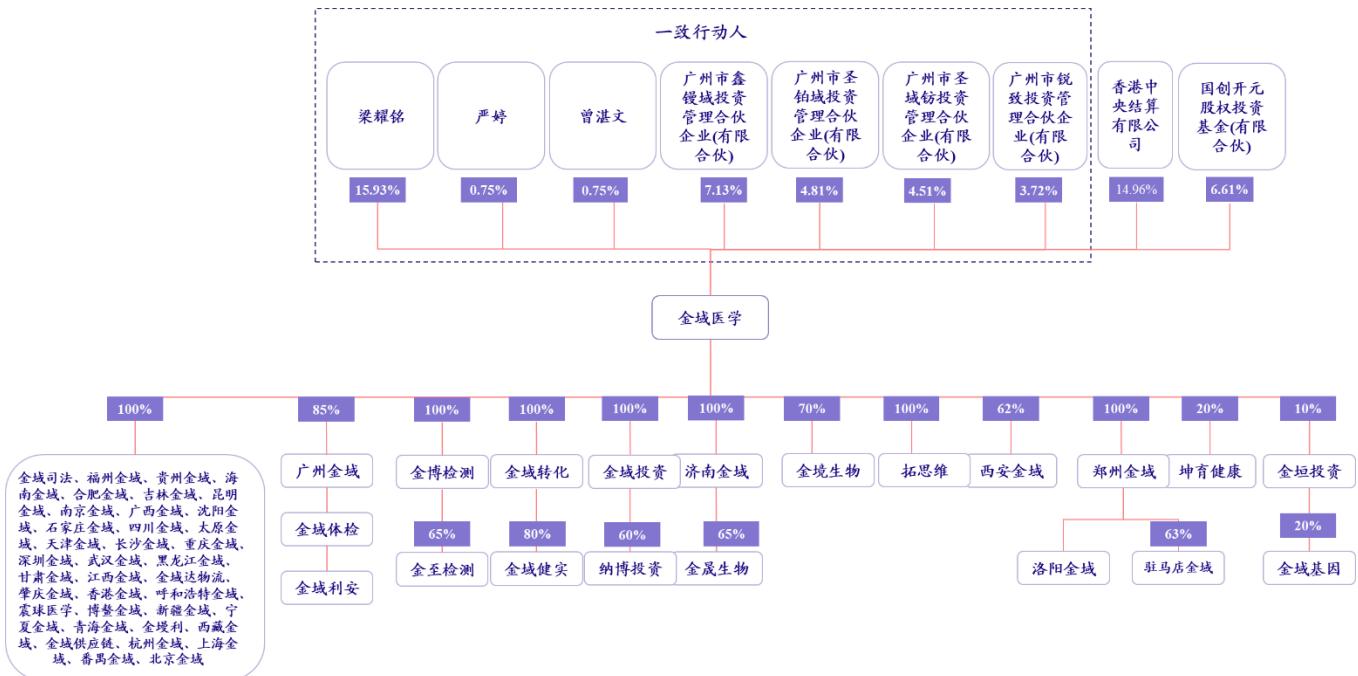


资料来源：公司官网，公司公告，中国银河证券研究院

(二) 股权激励绑定管理团队利益，全方位打造丰富人才梯队

梁耀铭先生是公司的创始人和实控人，截至 2022 年 12 月 7 日，其直接持有公司 15.93% 股权，并与其一致行动人严婷、曾湛文及 4 个员工持股平台合计控制公司 37.60% 的股份。

图 21：公司主要股权关系（截至 2022 年 12 月 7 日）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

表 5：公司员工持股平台情况（截至 2022 年 12 月 7 日）

平台名称	出资数额（万元）	持股数量（万股）	占总股本比例	参与员工类型
鑫镘域	405.95	3,332.93	7.13%	2 位董事，其余为普通员工
圣铂域	274.22	2,248.77	4.81%	5 位董监高，其余为普通员工
锐致	211.61	1,735.81	3.72%	6 位董监高，其余为普通员工
圣域钫	236.53	2,100.00	4.51%	董事长持有圣域钫 0.1% 股份

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司股权激励丰富，深度绑定管理层利益。公司于 2019 年、2020 年及 2021 年实施过三次股权激励，并分别制定 2019-22 年净利润同比增长 ≥ 22%、2020-24 年净利润同比增长 20%/44%/72.8%/107.36 %、2021-24 年净利润增长 69%/120%/186%/272% 的业绩考核条件。

表 6：公司股权激励详情

公告日	覆盖员工数	激励方式	业绩考核条件	行权价格	股份数	占总股本比例
2019/6/26	45 人	授予期权，行权股票为上市公司定向发行股票	2019-2022 年各年净利润同比增长均不低于 22%	28.93 元	657 万股	1.43%
2020/8/18	157 人	公司向激励对象定向发行人民币 A 股普通股股票	以 2019 年实现的归母净利润为基数，2020、2021、2022、2023 年净利润增长率分别不低于 20.00%、44.00%、72.80%、107.36%	91.23 元	700 万份	1.53%
2021/4/20	233 人	公司向激励对象定向发行人民币 A 股普通股股票	以 2019 年实现的归母净利润为基数，2021、2022、2023、2024 年净利润增长率分别不低于 69.00%、120.00%、186.00%、272.00%	134.06 元	700 万份	1.51%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司拥有丰富的人才储备及专家资源。公司注重搭建国际化高端化人才和团队，拥有超过1,200名科研人员，海内外知名专家200余人，其中海外归国学者30余人，并成立了由钟南山院士担任主席，曾溢滔、陈润生、侯凡凡、谢晓亮、陈晔光、张学、谭蔚泓、李校堃8位院士担任顾问，共52位海内外检验、病理、临床等行业权威专家组成的金域医学学术委员会。

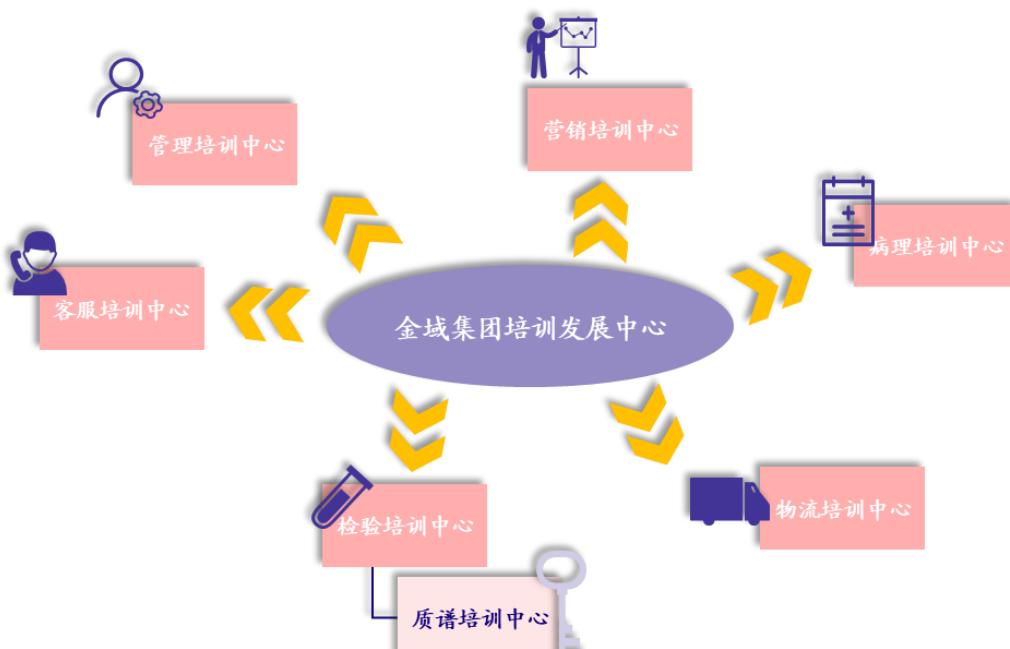
表 7：公司学术委员会及履历

姓名	职务	履历
钟南山	主席	呼吸病学家，广州医科大学附属第一医院国家呼吸系统疾病临床医学研究中心主任，中国工程院院士，中国医学科学院学部委员，中国抗击非典型肺炎、新冠肺炎疫情的领军人物，曾任广州医学院（现广州医科大学）党委书记、院长及第一附属医院院长，中华医学会会长，呼吸疾病国家重点实验室主任、国家卫健委高级别专家组组长、国家健康科普专家。
曾溢滔	顾问	医学遗传学专家，中国工程院院士，上海交通大学医学院教授、博士生导师。曾担任上海市儿童医院上海医学遗传室主任、上海市儿童医院上海医学遗传研究所所长等；1994年当选为中国工程院首批院士；2019年被聘为中国医学科学院学部委员。
陈润生		生物信息学家，中国科学院院士，国际欧亚科学院院士，中国科学院生物物理研究所研究员、博士生导师，主要从事生物信息学研究。2007年11月当选为中国科学院院士；2014年7月当选国际欧亚科学院院士。
侯凡凡		内科学家，中国科学院院士、发展中国家科学院院士，南方医科大学肾脏病研究所所长、内科学系教授，南方医院肾内科主任，国家肾脏病临床医学研究中心主任，国家器官衰竭防治重点实验室主任。主要从事慢性肾脏病防治研究，曾系统研究慢性肾脏病及其并发症防治，首次证实血管紧张素转换酶抑制剂降低晚期慢性肾脏病发展至终末期肾衰竭的危险性，发现了蛋白质氧化产物等促进肾脏病变进展和心血管并发症的新致病分子。
谢晓亮		生物物理化学家，美国国家科学院院士、美国国家医学院院士、美国艺术与科学院院士、中国科学院外籍院士，曾任哈佛大学化学与化学生物系终身教授、Mallinckrodt 讲席教授，北京大学理学部主任，北京大学李兆基讲席教授，北京大学生物医学前沿创新中心主任，北京大学未来基因诊断高精尖创新中心主任。主要研究方向包含基础研究、技术开发和医学研究三个领域。
陈晔光		细胞生物学家，中国科学院院士、发展中国家科学院院士、中国医学科学院学部委员，中国细胞生物学学会理事长，南昌大学常务副校长，清华大学生命科学学院教授、博士生导师，广州再生医学与健康广东省实验室马普组织干细胞与再生医学研究中心主任。
张学		医学遗传学家，中国工程院院士，哈尔滨医科大学校长、党委副书记、黑龙江省医学科学院院长，主要从事罕见遗传病致病基因研究。曾担任中国医学科学院基础医学研究所、北京协和医学院基础学院党委书记、哈尔滨医科大学校长、黑龙江省医学科学院院长；2019年当选为中国工程院院士。
谭蔚泓		分析化学和化学生物学专家，中国科学院院士、发展中国家科学院院士，湖南大学校务委员会副主任，中国科学院肿瘤与基础医学研究所所长，上海交通大学医学院分子医学研究院院长，湖南省人民政府参事（聘期5年），长期从事生物分析化学和化学生物学的研究和教学工作。
李校堃		微生物与生物技术药学专家，中国工程院院士、教授、博士生导师，温州医科大学党委副书记、校长、药学学科带头人，基因工程药物国家工程研究中心首席专家。长期致力于以成纤维细胞生长因子为代表的基因工程蛋白药物的基础研究、工程技术与新药研发、临床应用和转化医学研究，在国际上首次将成纤维细胞生长因子开发为临床药物。

资料来源：公司官网，公司公告，中国银河证券研究院

持续强化人才建设并整合人力资源，员工能力素质及业务技能与企业经营协调发展。纵向上，公司根据不同专业设立管理、营销、检验、病理、客服和物流等多个培训中心。横向，从新员工开始，有黄埔军校特训营、经理级以上新员工培训、新员工90天计划、学科后备人才培养等培训项目。针对不同层级员工，公司推行“三长2.0计划”（即针对基层骨干员工的“三长预科班”、针对一线管理者的“长江计划”、针对经理/部门负责人的“长城计划”、针对子公司副总/大区职能总监的“长青计划”等），并且在现有培训项目基础上不断升级，持续完善和丰富培育新员工的手段。此外，公司不断强化内训师团队培养，并依据业务挑战和需要引入新课程、优化原有课程。

图 22：公司培训发展中心组织架构图



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

表 8：公司管理层及履历

姓名	职务	履历
梁耀铭	董事长兼总经理	1988年毕业于广州医学院，获得临床医学专业学士学位；2002年毕业于新加坡国立大学，获得工商管理专业硕士学位。1988年至1990年，任广州医学院教务处、科研处干部；1990年至1999年，任广州医学院科技实验厂厂长；2001年至2003年，任广州金域医学科技有限公司董事长、总经理；2003年至今，任广州金域董事长、总经理；2006年至2015年，任金域有限董事长、总经理。
汪令来	副总经理	1994年毕业于东南大学化工系精细化工专业获理学学士学位，1999年毕业于南京大学新闻系新闻传播专业，获文学硕士学位。曾担任羊城晚报报业集团管委会委员、羊城晚报社委会委员、广东羊城晚报数字媒体有限公司董事长、广东数字出版产业联合秘书长。2016年至今任公司副总经理、首席品牌官、总裁办主任。
谢江涛	副总经理	2002年毕业于南华大学临床医学系，获医学学士学位。2015年毕业于新加坡南洋理工大学商学院EMBA，获工商管理硕士学位。历任公司销售代表、营销总监、重庆金域总经理、贵阳金域总经理、四川金域总经理、杭州金域总经理、南京金域总经理、上海金域总经理、合肥金域总经理、集团营销管理中心总经理。
严婷	董事兼副总经理	1990年毕业于广州大学，获得精细化工专业大专学历；1997年毕业于广州市财贸管理学院，获得企业管理专业大专学历；2004年毕业于澳大利亚国立管理学院，获得国际管理专业硕士学位。历任广州金域医学科技有限公司副总经理、广州金域董事及副总经理、金域有限董事及副总经理。

杨万丰	副总经理	2004 年毕业于皖南医学院临床医学专业,获医学学士学位。2016 年毕业于新加坡南洋理工大学 EMBA, 获工商管理硕士学位。2004 年至今历任广州金域业务部经理、营销总监、公司华南大区总经理、海南金域总经理、江西金域总经理。
郝必喜	副总经 理、董事 会秘书、 财务总监	2010 年 6 月毕业于华南理工大学, 获得高级管理人员工商管理专业硕士学位。历任广州金域医学科技有限公司财务总监、金域有限副总经理兼财务总监; 2003 年至今, 任广州金域财务管理中心总经理。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(三) 由规模增长向质量增长转型，推动业绩爆发性增长

2019 年起，金域医学的发展战略正从最初的快速扩张形成规模效应，逐渐转变为依靠质量增长推动业绩发展。上市前，公司以每年新建 2-3 家实验室的节奏扩张，到 2017 年底完成全国 37 家实验室的网络布局，2018-2019 年未再并购或新建，2021 年下半年起，公司重启实验室建设，截至 2022 年全国实验室达 44 座，超级产能中心及地级实验室建设的“顶天立地”战略推动公司新一轮扩张。一般来说，投资建设一家 ICL 实验室，再考虑到检验技术人员培训、市场开拓等因素，通常需要 3-5 年的市场培育期，才能进入盈利期。基于此前扩张布局的陆续完成，公司近期开始盈利的实验室数量稳步增加，使得公司整体盈利水平快速提升。截至 2022Q3，公司 44 家中心实验室中的 37 家实现盈利，亏损实验室亏损额大幅减少。

表 9：公司历年门店数量

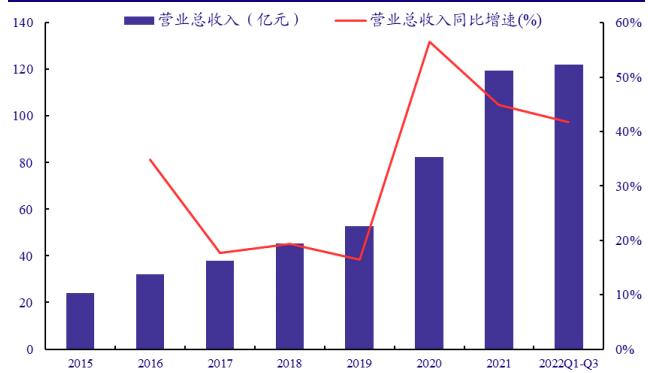
年份	2012 以前	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022(Q1-Q3)
当年自建	17		18	2	7	2	4			1	1	5
当年并购	1		2	1	1							
当年自建+并购	18		2	3	8	2	4			1	1	5
累计自建+并购	18	18	20	23	31	33	37	37	37	38	39	44

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

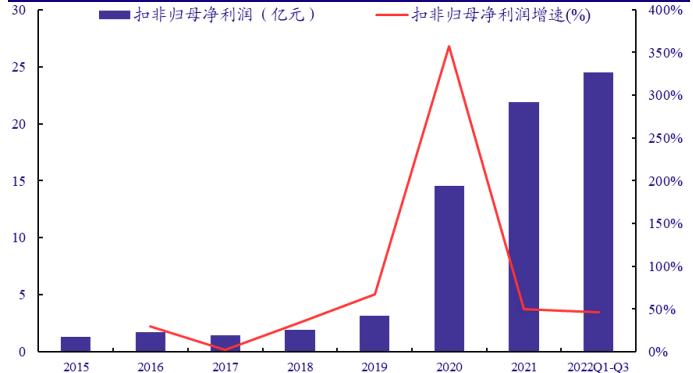
公司外延扩张以自建为主。截止 2022 年第三季度公司 44 家实验室中，仅杭州、太原等 7 家为并购所得，其余均为自建。与国外不同，中国 ICL 行业尚处早期，可选择的并购标的有限，因此公司在外延扩张时以自建为主。

疫情前公司常规业务盈利能力已显著改善。纵观疫情前几年的数据，历史收入增速一度逐级下滑，而利润增长稳健，2015-2019 年公司营业收入及净利润增速年复合增长率分别为 21.9% 及 24.8%，收入端增速下降一方面是规模增大后基数较大，另一方面是从 2017 年起，分级诊疗等政策落地、区域检验中心截留标本外流。利润端快速增长的原因是公司深入推进战略变革，营销模式转型加速落地，以临床为导向的技术创新不断加速，迎来高质量发展。

2020 年起新冠病毒核酸检测贡献高业绩增量。新冠疫情发生以来，公司凭借其强大的检验能力及全国完善布局，快速响应国家新冠疫情防控，陆续承接起全国 31 个省市区的大量核酸检测业务，以精准、高效、高质的核酸检测服务助力各地疫情防控。公司 2020、2021 年营收实现同比 56.45% 及 44.88% 高增，扣非归母净利润实现 357.24% 及 50.18% 的超高增长。2022 年前三季度公司实现营业收入 122.08 亿元，同比增长 41.67%，扣非归母净利润 24.14 亿元，同比增长 46.43%。

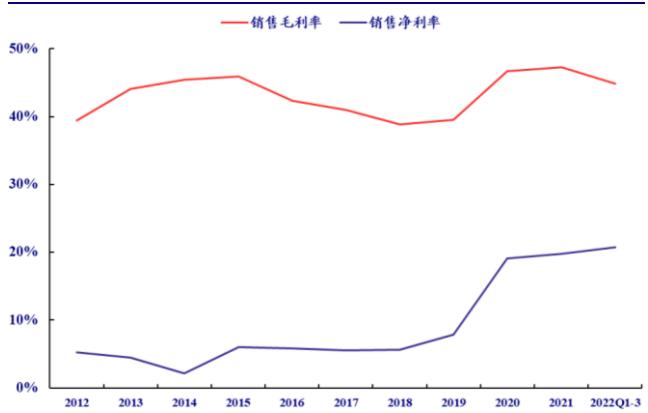
图 23：金域医学近年营业收入


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

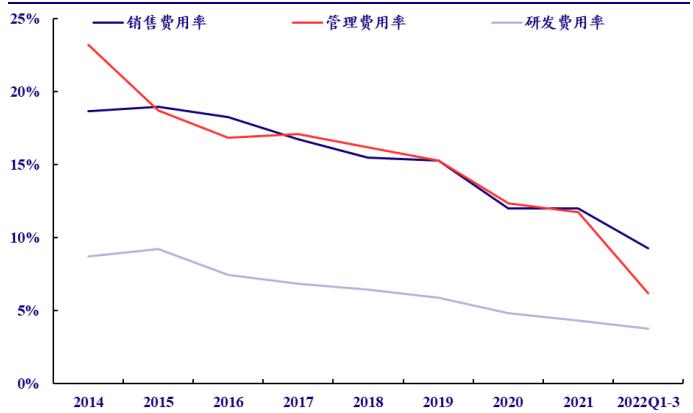
图 24：金域医学近年扣非归母净利润


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

受制于近年医保控费，各地下调检验收费，医疗机构部分检测业务转嫁给 ICL，同时行业竞争加剧，2015-2018 年公司毛利率稳中有降，2019 年开始企稳回升，达到 39.48%，较上年提升 0.65 个百分点；2018 年第四季度起净利率亦开始改善，2019 年公司净利率达到 7.88%，显著高于此前平均水平。2020 年起盈利能力较强的新冠检测业务为公司贡献较大业绩增量，带动毛利率及净利率较大幅度提升，公司 2020 年毛利率提升 7.21 个百分点至 46.69%；净利率提升至 19.09%，相比 2019 年的 7.88%，大幅提升 11.21 个百分点，2022 年由于新冠核酸检测价格大幅下调，公司整体毛利率下降至 44.82%，但常规业务毛利率继续稳步提升。

图 25：金域医学毛利率及净利率情况


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 26：金域医学三项费用情况


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

成本构成分析：现阶段成本费用规模化优势开始显现。从成本费用角度看，公司近年费用控制见成效，费用率平稳下降。排除新冠检测业务，公司固定费用占比比较大的人工费用率下降，研发费用占比下降，2019 年销售费用率已降至 15.27%、管理费用率已降至 9.16%，两项费用率合计下降 0.83 个百分点。

表 10：2015-2021 年金域医学成本费用情况

(亿元)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022Q1-Q3
营业收入	13.56	18.38	23.89	32.22	37.92	45.25	52.69	82.44	119.43	122.08
营业成本	7.59	10.03	12.92	18.57	22.39	27.68	31.89	43.95	62.95	90.90
其中：原材料（检验试剂）	0.488	48.00%	50.40%	52.80%						
能源（水电煤）	0.011	1.10%	1.10%	0.90%						
人工及房租	0.501	50.90%	48.60%	46.30%						
毛利率	44.03%	45.43%	45.92%	42.36%	40.95%	38.83%	39.48%	46.69%	47.29%	44.82%
营业税金及附加	0.01	0.01	0.01	0.05	0.06	0.06	0.06	0.07	0.12	
销售费用	2.72	3.43	4.54	5.89	6.36	7.01	8.05	9.90	14.35	
销售费用率	20.06%	18.66%	19.00%	18.28%	16.77%	15.49%	15.27%	12.01%	12.02%	9.26%
其中：工资薪酬	0.49	47.10%	47.50%	44.20%	42.70%	40.70%	41.16%	45.55%		
租赁费	0.017	1.50%	1.70%	1.90%	1.70%	1.50%	1.15%	1.00%		
其他(销售费用)	0.496	51.10%	50.60%	53.90%	55.60%	57.80%	57.68%	53.45%		
管理费用	2.35	4.27	4.47	5.43	6.49	7.33	8.07	10.20	14.06	
管理费用率	17.33%	23.23%	18.71%	16.85%	17.11%	16.20%	15.31%	12.37%	11.77%	6.19%
其中：工资薪酬	0.41	24.60%	25.80%	24.80%	25.20%	26.30%	42.60%	20.98%		
折旧摊销	0.033	3.60%	5.70%	6.30%	7.20%	3.70%	6.80%	1.61%		
租赁费	0.037	5.40%	6.60%	6.90%	8.20%	7.60%	1.66%	4.13%		
其他(管理费用)	0.375	17.20%	17.70%	21.90%	19.60%	22.20%	10.02%	36.45%		
研发费用	0.143	49.20%	44.20%	40.10%	39.70%	40.20%	38.92%	36.84%		
研发费用率	8.71%	9.21%	7.45%	6.86%	6.43%	5.89%	4.82%	4.34%	3.75%	
财务费用	0.13	0.2	0.28	0.29	0.33	0.3	0.29	0.18	0.10	
财务费用率	0.96%	1.09%	1.17%	0.90%	0.87%	0.66%	0.55%	0.22%	0.08%	-0.01%
资产减值损失	0.04	0.03	0.04	0.08	0.14	0.15	-0.02	-0.01	-0.01	
归母净利润	0.52	0.31	1.32	1.7	1.88	2.34	4.03	15.10	22.20	
归母净利率	3.87%	1.70%	5.52%	5.29%	4.96%	5.18%	7.65%	18.32%	18.59%	20.06%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

参考稳定实验室的净利率，公司整体盈利能力仍有较大提升空间。由于省级实验室前期已基本布局完毕，固定资产投入和人员增长放缓，固定资产使用效率和人员效率提升，新开实验室的盈利水平逐步恢复至正常水平。公司核心实验室包括核心实验室包括位于广州、昆明、贵州、四川、长沙的 5 家门店。其中 2019 年净利率最高的两家实验室分别是贵州金域和四川金域，维持在 17-18%，考虑到西南地区同行业竞争弱于东部地区等 ICL 企业较为密集的地区，且发展中实验室净利率相对较低、增长速度较快，参考成熟的实验室，长期来看，稳态净利率有望达到 10-15% 的水平。

表 11：2019 年金域医学主要实验室净利润及净利率

名称	成熟/核心实验室					发展中实验室		
	广州金域	昆明金域	贵州金域	四川金域	长沙金域	上海金域	青岛金域	西安金域
净利润（万元）	16,374	4,222	3,981	5,474	4,242	2,143	312	436
净利率	10.37%	13.68%	17.35%	17.16%	12.4%	(2017 年) 6.37%	3.14%	5.38%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(四) 抗击新冠疫情，贡献金域力量

作为第三方医检的重要力量参与疫情阻击战及常态化防控，规模化优势凸显。2020 年新冠疫情爆发以来，公司发挥自身优势，助力全国及全球新冠疫情防控：1) 调动 38 家中心实验室和数百家区域实验室资源，快速提升检测效率，助力各地提高新冠筛查检测产能；2) 参与国家新冠科研攻关工作安排，承接国内跨省的“新型冠状病毒毒种”运输；3) 捐赠核酸/抗体检测试剂、初筛服务及检测耗材等抗疫物资，价值超 771 万元，并积极与美国 Quest、巴西 DASA、欧洲 SYNLAB 等海外同行分享实验室大规模检测实战经验，向全球共享抗疫方案。

图 27：金域医学参与抗击新冠疫情事记



资料来源：公司官网，公司微信公众号，公司公告，中国银河证券研究院

图 28：金域医学 2021 年抗击新冠疫情贡献及成果



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

三、外部政策持续推动，检验外包率有望进一步提升

(一) 国家出台一系列政策鼓励 ICL 行业发展

受益于政策扶持、行业不断开放，我国第三方医学检验行业正在逐渐发展壮大，现已成为医疗服务领域不可忽视的力量。党的十九大以来，国家多次强调实施健康中国战略，要求“完善国民健康政策，为人民群众提供全方位全周期健康服务”，推动第三方医学检验行业以更宽、更深的角度切入当前医改痛点和难点，实现医疗卫生服务行业供给侧改革，带来行业服务质量的提升和市场规模的扩大。

新冠肺炎疫情发生以来，国家陆续出台了一系列文件支持第三方医学实验室参与到疫情防控中。例如国家卫健委明确各地可采购第三方医检的服务，以及在李克强总理主持的中央应对新型冠状病毒感染肺炎疫情工作领导小组会议上，强调“允许符合条件的第三方检测机构开展核酸检测”。以金域医学等为代表的第三方医学实验室在此次疫情防控当中发挥了重要作用。未来国家将进一步加大对医疗卫生事业尤其是公共卫生体系建设的力度，第三方医学实验室将迎来更大的发展利好。

表 12:近年来国家对于第三方检测的政策支持

发布年度	政策名称	发布机构	相关内容
2018 年 6 月 19 日	《关于进一步改革完善医疗机构、医师审批工作的通知》	卫计委、中医药局	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
2017 年 5 月 16 日	《关于支持社会力量提供多层次多样化医疗服务的意见》	国务院办公厅	支持社会力量举办独立设置的医学检验、病理诊断、医学影像、消毒供应、血液净化、安宁疗护等专业机构，面向区域提供服务
2016 年 12 月 27 日	《“十三五”卫生与健康规划》	国务院	大力发展战略服务，引导发展专业的医学检验中心和影像中心
2016 年 8 月 19 日	《关于推进分级诊疗试点工作的通知》	卫计委	探索设置医学影像诊断中心、医学检验实验室等独立机构，实现区域资源共享
2013 年 12 月 30 日	《关于加快社会办医的若干意见》	国务院	积极引导和支持区域内医疗机构按照国家有关规定联合建立区域性大型医用设备检查中心，形成共建、共用、共享和共管机制，促进资源充分合理利用，推进二级以上医疗机构检验对所有医疗机构开放
2012 年 6 月 14 日	《县级公立医院综合改革试点意见》	国务院	首次提出“鼓励资源集约化，探索成立检查检验中心，推行检查检验结果医疗机构互认”
2009 年 12 月 24 日	《医学检验所基本标准（试行）》	卫生部	第一次将医学检验所（独立医学实验室）定义为医疗机构，同时对其人员、设备、环境及注册资金等作了相应的要求

资料来源：各政府网站，中国银河证券研究院整理

(二) 医保控费及 DRGs 推行有望驱动检验服务外包率不断上升

自 2015 年医改进入深水区，特别是 2018 年 6 月医保局成立后，医保控费成为长期趋势。一方面，检验收费标准的下调促使一些规模较小的医院检验项目外包，另一方面分级诊疗、检验结果互认将促进 ICL 打开基层医疗市场。

图 29：检验外包率将因医保局主导的医保控费而快速提升



资料来源：中国银河证券研究院

近年来，国家开始对检验服务收费进行调整，目前已率先在部分城市展开了医疗服务价格改革工作。例如，自 2019 年 6 月 15 日起，北京市近 3,700 家医疗机构综合改革启动，对医疗服务行业起到了极强示范作用，包括：1) 项目名称和编号；2) DRG、电子病历等重大改革。我们认为，随着大型设备检验检查收费标准降低，医院检验科盈利能力下降，检验标本将进一步外流。

表 13：浙江、北京、深圳地区的检验服务收费标准调整

地区	浙江	北京	深圳
文件名称	《浙江省省级公立医院医疗服务价格改革方案》	《关于规范调整病理等医疗服务价格项目的通知》	《关于开展我市公立医院第三阶段医疗服务调整工作的通知》
执行时间	2019 年 8 月 1 日	2019 年 6 月 15 日	2018 年 12 月 20 日
出台部门	浙江省医疗保障局, 浙江省卫生健康委员会	北京市医疗保障局, 北京市发展和改革委员会, 北京市卫生健康委员会, 北京市人力资源和社会保障局	深圳市发展和改革委员会, 深圳市卫生和计划生育委员会, 深圳市人力资源和社会保障局
耗材加成	取消加成	取消加成	取消加成
医疗服务价格	价格提高项目 879 项、价格降低项目 59 项；其中检查、检验项目普遍价格下降，诊察、护理、手术等价格上涨	降低大型仪器设备检验项目价格；提升中医、手术等医疗服务项目价格；	调降部分检验项目价格；提高手术类、治疗类、护理类、检查类、床位类和主要以手工为主的检验类项目共 624 项价格；调整 17 项计生类项目价格
其他内容	按照改革后医疗服务项目提价增加收入部分的 1.1 倍确定各医院承诺腾空间量。	实施医用耗材联合采购和药品带量采购；	/

资料来源：各地政府网站，中国银河证券研究院

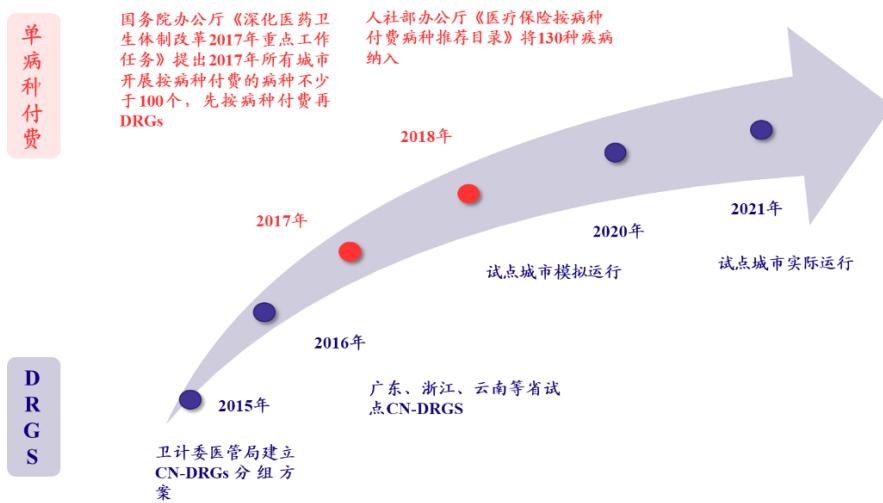
DRGs 是我国重要的医保支付改革举措，促进医院精细化管理水平提升。DRGs（疾病诊断相关分组，Diagnosis Related Groups）是指根据病人年龄、性别、住院天数、主要诊断、病症、疾病严重程度、并发症等因素，将临床特征与医疗资源消耗相近的病人分入一组，以组为单位打包确定价格、收费、医保支付标准，定额付费。简单来说，DRGs 付费模式就是将同质的疾病、治疗方法和资源消耗（成本）相近的住院病例分在同一组，确定好每一个组的打包价格，医疗保险机构实行“一口价”打包收费。DRGs 最早出现在上世纪 80 年代，用以应对世界各国所面临的医疗费用迅速增长、医保资金不堪重负的问题。1983 年美国实施了 DRGs 医保支付后，有效缓解了医疗费用的增长速度，随后世界各国纷纷开始引入 DRGs 付费模式。近年来，为了减少医疗费用、实现医保控费，我国也积极探索部署医保支付方式改革。DRGs 作为医保支付方式改革的核心，将从试点推进到全国。

表 14: DRGs 与按项目付费方式对比

收费方式	DRGs	按项目付费
内容	DRGs (Diagnosis Related Groups)，按疾病诊断相关分组支付方式，是将住院患者诊断情况分组成若干 DRGs，根据病情程度和服务强度对每个 DRGs 分别指定价格，患者在诊疗过程中需一次性支付该指定价格	泛指对医疗服务过程中所涉及的每一种服务项目单独定价，统一由医院提供的服务项目和数量支付医疗服务费用的形式。
付费时间	预付制	后付制
优点	适用范围较广，满足患者实际需求，有助于医保管理精细化，控制不合理的费用增加	结算容易，医生和患者间关系简单
缺点	确定各类疾病费用的过程复杂，控制成本较高	很难为医疗服务项目设定合理的价格，可能存在过度提供服务，导致医疗资源的浪费

资料来源：中国银河证券研究院

图 30: DRG 付费方式从点到面逐步推开



资料来源：各政府网站，中国银河证券研究院

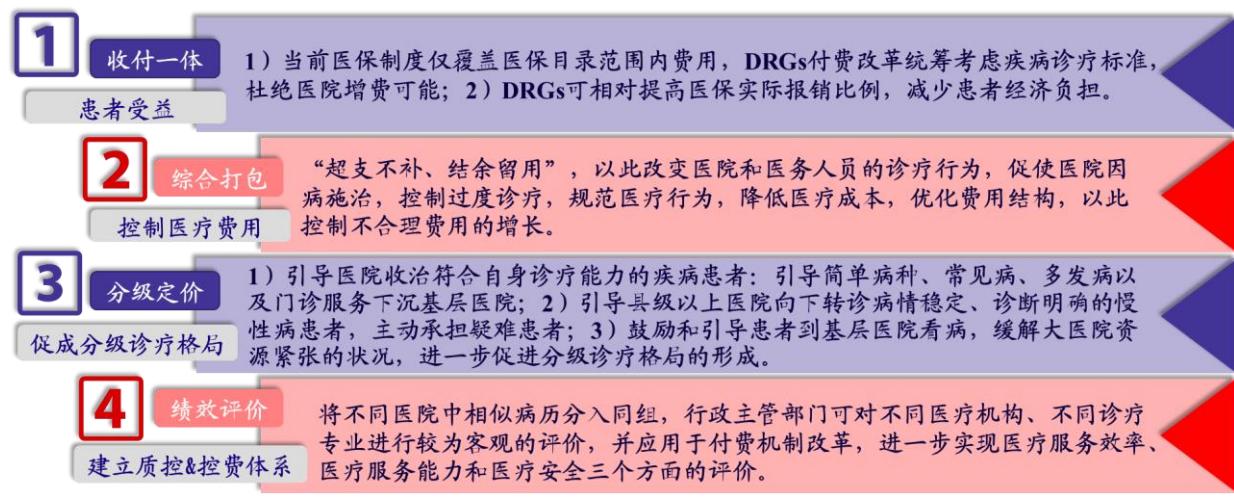
表 15: DRG 相关政策汇总

发布时间	政策名称	发布机构	相关内容
2004 年 8 月 17 日	《关于开展按病种收费管理试点工作的通知》	卫生部	提出 30 个病在七个省市开展按病种收费管理试点工作
2011 年 3 月 7 日	《2011 年公立医院改革试点工作方案安排的通知》	国务院	要求在年底前，制定下发的临床路径数量增加到 300 个，50% 的三甲医院和 20% 的二甲医院实行临床路径管理的病种数，每家医院不少于 10 个和 5 个
2016 年 7 月 6 日	《关于印发推进医疗服务价格改革意见的通知》	发改委、卫计委、人力资源社会保障部、财政部	2016 年底，城市公立医院综合改革试点地区实行按病种收费的病种不少于 100 个
2016 年 12 月 27 日	《“十三五”深化医药卫生体制改革规划》	国务院	提出深化医保支付方式改革，健全医保支付机制和利益调控机制，实行精细化管理，激发医疗机构规范行为、控制成本、合理收治和转诊患者的内生动力。
2017 年 1 月 10 日	《关于推进按病种收费工作的通知》	发改委、卫计委、人力资源社会保障部	全面推进按病种收费改革。通知公布了 320 个病种目录，供各地推进按病种收费时选择
2017 年 6 月 20 日	《关于进一步深化基本医疗保险支付方式改革的指导意见》	国务院	为更好地保障参保人员权益、规范医疗服务行为、控制医疗费用不合理增长，充分发挥医保在医改中的基础性作用
2018 年 12 月 10 日	《关于申报按疾病诊断相关分组付费国家试点的通知》	医保局	鼓励各省推荐 1-2 个城市参与按 DRGs 付费试点
2019 年 5 月 21 日	《关于印发按疾病诊断相关分组付费国家试点城市名单的通知》	医保局、财政部、卫健委、国家中医药局	为深化医保支付方式改革，加快推动 DRG 付费国家试点工作，国家 DRG 付费国家试点工作组根据前期各省（区、市）申报参加 DRG 付费国家试点的情况，确定了 30 个试点城市
2019 年 10 月 16 日	《国家医疗保障 DRG 分组与付费技术规范》	医保局	对 DRG 分组的基本原理、适用范围、名词定义，以及数据要求、数据质控、标准化上传规范、分组策略与原则、权重与费率确定方法等进行了规范。
2019 年 10 月 16 日	《国家医疗保障 DRG (CHS-DRG) 分组方案》	医保局	明确国家医疗保障疾病诊断相关分组（CHS-DRG）是全国医疗保障部门开展 DRG 付费工作的统一标准，包括了 26 个主要诊断大类，376 个核心 DRG (ADRG)，其中 167 个外科手术操作 ADRG 组、22 个非手术操作 ADRG 组和 187 个内科诊断 ADRG 组。
2020 年 2 月 25 日	《关于深化医疗保障制度改革的意见》	党中央、国务院	要建立管用高效的医保支付机制，推行以按病种付费为主的多元复合式医保支付方式，推广按疾病诊断相关分组付费，医疗康复、慢性精神疾病等长期住院按床日付费，门诊特殊慢性病按人头付费
2020 年 6 月 12 日	《关于印发医疗保障疾病诊断相关分组（CHS-DRG）细分组方案（1.0 版）的通知》	医保局	将 376 组核心 DRG(ADRG)进一步细化为 618 组
2021 年 9 月 23 日	《“十四五”全民医疗保障规划》	国务院	到 2025 年，实行按疾病诊断相关分组付费和按病种付费的住院费用占全部住院费用的比例达到 70%
2021 年 11 月 19 日	《关于印发 DRG/DIP 支付方式改革三年行动计划的通知》	医保局	到 2024 年底，全国所有统筹地区全部开展 DRG/DIP 支付方式改革工作；到 2025 年底，DRG/DIP 支付方式覆盖所有符合条件的开展住院服务的医疗机构，基本实现病种、医保基金全覆盖

资料来源：各政府网站，中国银河证券研究院

DRGs 改革推行在患者支付、医疗控费、分级诊疗、绩效评价等多层面具重要意义。1)
 DRGs 统筹医院收费、医保支付及患者付费，杜绝医院过度收费，可使得大量参保患者从医改中收益；2) 通过付费方式改革，推进医疗、医保激励机制等配套制度改革，控制医疗费用不合理上涨；3) 引导促进分级诊疗格局的形成，对供需双方行为都产生经济杠杆作用；4) 建立客观综合绩效评价及医疗治疗、费用管控体系。

图 31: DRGs 改革推行的重要意义



资料来源: 各政府网站, 中国银河证券研究院

DRGs 模式下医院端控费驱动力强劲, 检验要求趋于提升, 检验数量将下滑。一方面, 对于临床医生来说, 需在短时间内实施精准诊断及快速治疗, 因此对检验科的精准、高效提出要求; 另一方面, 对于医院来说, 检验科正从盈利来源向成本段转变, 检验项目过多将挤占医院盈利空间, 故检验量势必会下降。

检验外包率大幅提升可期, 第三方检测机构将明显受益。随着支付方式的改革推进, 医疗服务能力 (DRG 组数, 病例组合指数 CMI, 病例组合指数 RW)、医疗服务效率 (时间消耗指数, 费用消耗指数)、医疗服务安全 (中低风险组死亡率, 低风险组死亡率) 三个维度的六个指标将成为医疗服务绩效评估的重要参考因素。为满足自身发展需要, 医院 (尤其是基层医院) 通过与 ICL 合作, 借助其检测能力可实现疾病诊疗组数的快速补充, 并通过高技术平台协助疑难病症的诊断, 以此来提升自身“DRG 组数”、“CMI 值”。此外, 基于成本控制压力, 与具备更高性价比的第三方检测机构合作可使得医院在获得精准、高效的诊断支持同时, 很好地实现“时间效率”及“费用效率”的管控。我们认为, 与 ICL 合作满足医院发展及控费需要, DRGs 推行将大举推高医院检验外包率。

图 32: DRGs 核心评价指标



资料来源: 应舒悦等《DRGs 背景下公立医院临床科室绩效评价指标体系构建研究》, 中国银河证券研究院

四、公司内生增长强劲，特检业务推动整体高质发展

(一) 检验技术体系完备，积极创新拓宽项目领域

公司检验项目国内最为全面。金域医学拥有完善而全面的检验诊断技术体系，公司搭建了临床基因组检测中心、临床质谱检验中心、病理筛查与诊断中心、临床血液病诊断中心等四大高新技术中心，并以此为基础建设了业内齐全的实验室检验技术平台，包括高通量测序技术平台、基因芯片技术平台、流式细胞分析技术平台、质谱分析技术平台、免疫组化技术平台、细胞遗传技术平台、荧光原位杂交技术平台、分子诊断技术平台，范围覆盖了从常规到高端的主流技术领域，可提供超过3,200项检测项目，年检测标本量超1.5亿例。

注重创新与合作，不断扩展检测项目。公司与华为、广州呼研院、哈医大等企业或机构合作，不断在核心疾病领域实现诊断技术突破与诊断项目创新开发。在AI辅助宫颈癌筛查技术、LAM疾病检测、乳腺癌ctDNA检测技术和项目上取得突破式创新，引领行业技术发展。公司研究成果《罕见病实验诊断关键技术创新与规模应用》荣获2019年度广东省科技进步一等奖。丰富的检验项目使得公司能够充分发挥规模优势及技术优势，快速响应客户多种检验需求，形成短期内难以复制的竞争优势。

图33：金域医学检测项目

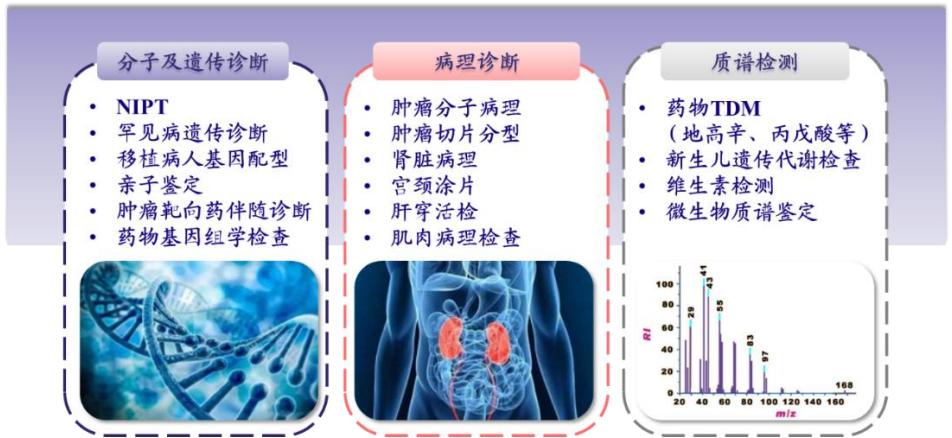
病理检查	内分泌检查	遗传代谢病检查	心血管检查	感染性疾病检查	普检业务	特检业务
肿瘤检查	亲子鉴定	药物基因组检测	肿瘤易感基因检查	药物浓度检查	<ul style="list-style-type: none"> 生化诊断 免疫诊断 血液学检查 过敏原、自身免疫、感染 	<ul style="list-style-type: none"> 分子遗传测序 病理诊断 质谱检测
妇产科检查	遗传与染色体分子病理检查	血液学检查	自身免疫性检测	生化检查		
病理免疫组化/荧光/染色	过敏原检测	血液肿瘤分子病理检查	实体肿瘤分子病理检查	血液细胞遗传检查		

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(二) 特检业务发力渐强，驱动收入及盈利能力双增

公司已经逐步构建出行业内最完备的普检和特检服务业务版图。公司坚持医检服务主航道，积极推进以临床和疾病为导向的营销模式落地，完善检验技术平台建设及相关产品体系，为临床诊疗和重大复杂疾病的诊断提供综合诊断信息服务；并且进一步整合国内外高端创新资源，加强产学研合作，巩固检验技术水平的领先性，进而提升个性化及高端检验服务能力。

图 34: 特检主要项目一览

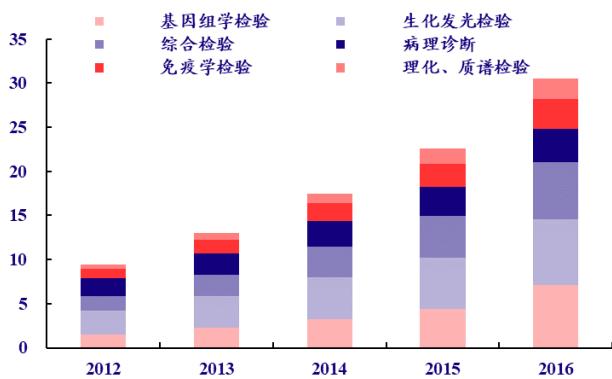


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

检验项目布局全面，收入占比不断提升，特检进入高增长通道。2016 年，公司高端检验如基因组学、理化质谱检验(理化检验与质谱检验合并统计)、病理诊断的收入占比分别为 23%、8% 和 13%，合计占比 44%。其中，理化质谱与基因组学发展迅速，2014 至 2016 收入年均复合增速接近 50%。到 2019 年公司医学诊断服务总收入 49.65 亿元，其中特检项目收入占比 46.49%，同比提升 1.5 个百分点；特检营收同比提升 20.99%，高于常规项目 14.14% 的营收增速。

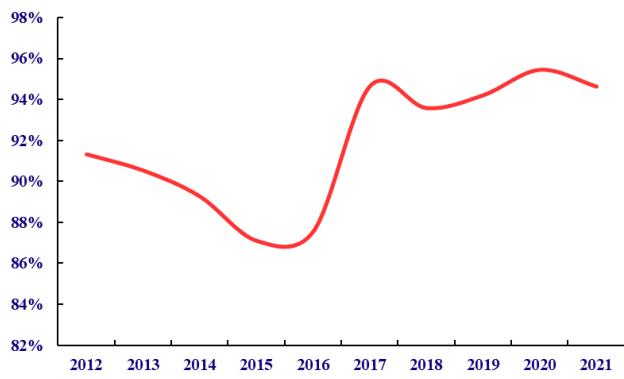
高毛利的特检项目占比提升，促进医学诊断服务整体毛利率提升，进而提高公司盈利水平。公司 2021 年可检测项目超过 3,200 项，在技术平台建设、病理技师培训等核心竞争力上建立起高壁垒，有利于公司检验医学服务逐步从基层医院向高等级三甲医院扩展，客户结构和产品结构不断优化。2022 年公司前三季度常规业务(扣除新冠检测业务)毛利率已达到 48.61%，高于公司总体毛利率约 3.8 个百分点，较 2018 年提升近 10 个百分点。

图 35: 2012-2016 年金域医学分项业务收入（亿元）



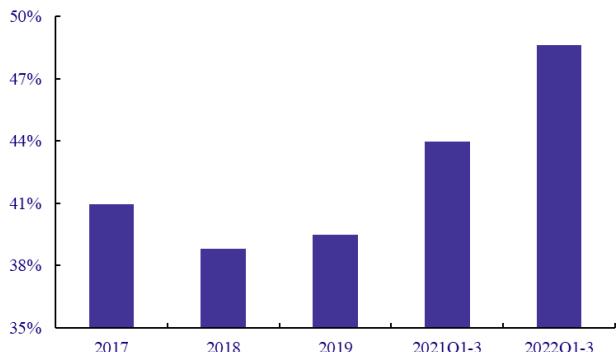
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 36: 金域医学医学诊断服务收入占比 (2012-2021)



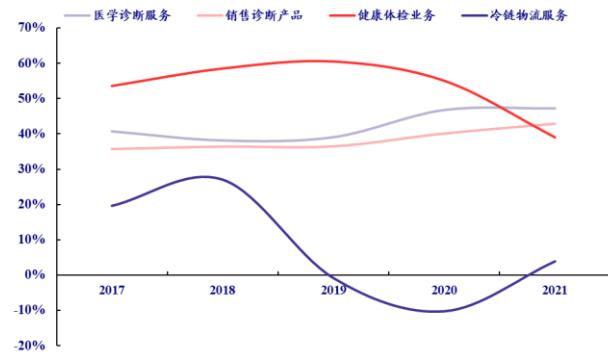
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 37: 金域医学常规业务（扣除新冠检测业务）毛利率



资料来源：公司公告，公司官网，中国银河证券研究院；注：公司2020年未披露扣除新冠检测业务毛利率

图 38: 2017-2021 年金域医学各主营业务毛利率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(三) 主要特检项目市场空间测算

(1) 分子诊断

分子诊断，又称基因诊断或 DNA 诊断，是一类基于检测是否存在基因突变从而诊断遗传病或检测肿瘤基因，来将肿瘤分型、指导用药、诊断及预后的检测方法，本质是在分子层面检测基因序列，因此具有精准和灵敏度高的特点，常用的方法有 PCR、基因测序、基因芯片等。

由于存在较高的技术难度以及国内发展较晚，我国分子诊断诊断市场规模较小，但增长迅速，预计每年行业增速约 25%。我们通过对于不同的临床应用及细分项目的拆分测算，预计分子与遗传诊断市场空间远期可以超过 400 亿，大约是目前市场规模的 5 倍，外送检测具有较大的发展空间。

表 16: 分子与遗传诊断市场空间测算

临床应用	细分项目	当前市场规模	潜在市场空间	主要竞争公司	主要技术	外送检测倾向
产前筛查	NIPT	30 亿	70 亿	华大基因、贝瑞基因、安诺优达、达安基因、博奥生物	二代测序	完全外送
罕见病遗传诊断	马凡氏综合征 渐冻症等	2 亿	10 亿	智因东方，医院遗传诊断科	一代测序、二代测序	基本外送
亲子鉴定		10 亿	20 亿	中德美联、阅微基因	一代测序	完全外送
移植病人基因配型		1 亿	5 亿	医院遗传诊断科	一代测序	完全外送
肿瘤靶向药伴随诊断	EGFR 等单基因			艾德生物、上海源奇、苏州为真、鑫诺美迪、武汉友芝友、益善生物	RT-PCR	PCR 产品为主，不外送
	肿瘤多基因	30 亿	150 亿	贝瑞基因、华大基因、南京世和、广州燃石、鹍远基因	二代测序	测序服务为主，基本外送
	CTC DNA (伴随诊断)			艾德生物、中科纳泰、丽珠圣美、贝瑞基因	细胞富集+测序	测序服务为主，基本外送
肿瘤分子诊断	CTC DNA (肿瘤早筛)	1 亿	100 亿	上海格诺思博、莱尔生物、中科纳泰、丽珠圣美、贝瑞基因	细胞富集+测序	测序服务为主，基本外送

DNA 甲基化				基本外送
药物基因组学	耳聋 9 项		北京博奥、华大基因	基因芯片 自主检验为主
	CYP2C19 基因	5 亿	百傲科技、苏州旷远、武汉友芝友、乐普基因	基因芯片 自主检验为主
	MTHFR 基因	50 亿	百傲科技、深圳奥萨、西安金磁、乐普基因	基因芯片 自主检验为主
	apoE 基因等		珠海赛乐奇、武汉友芝友	基因芯片 自主检验为主
其他	心血管疾病基因检查等	1 亿	30 亿	基本外送
合计		80 亿	435 亿	

资料来源：各公司公告，中国银河证券研究院

(2) 肿瘤靶向药伴随诊断

肿瘤是严重威胁人类健康的常见疾病之一，由于其极容易发生突变，根据患者自身情况制定个性化的治疗方案、精准治疗的需求日益增加。随着诊断和制药两大领域在专业知识和技术上展开紧密合作，“伴随诊断”和“靶向治疗”，已成为肿瘤个体化精准治疗最重要的两大工具。

肿瘤靶向药伴随诊断是未来测序行业的主战场。肿瘤是临床治疗实践中个性化需求最强，基因检测需求最大的疾病，在肺癌、肠癌、乳腺癌、前列腺癌等方面，基因测序在全球已经有了较高的渗透率，由于替尼类靶向药物的使用，在肺癌方面的渗透率甚至达到了 50%-70%。但目前国内伴随诊断的整体渗透率仍处于较低水平，仅为 20%-25%。我们根据每年肿瘤患者人数的增加和行业渗透率的逐年增加两条逻辑，进行了市场空间的测算，预计远期我国肿瘤靶向药伴随诊断的市场规模将超过 150 亿。

表 17：国内肿瘤靶向药伴随诊断市场规模测算

时间	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	远期
每年新增肿瘤病人（万）	380.4	391.8	403.6	415.7	428.1	441	454.2	467.8	481.8
新增病人增速		3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
整体渗透率	8.0%	11.0%	14.0%	17.0%	20.0%	25.0%	30.0%	35.0%	80.0%
使用人数（万）	30.4	43.1	56.5	70.7	85.6	110.3	136.3	163.7	385.5
平均检测次数	1	1	1	1.05	1.1	1.15	1.2	1.2	1.2
使用人次（万人次）	30.4	43.1	56.5	74.2	94.2	126.8	163.5	196.5	462.6
NGS 检测比例	15%	20%	27%	33%	40%	45%	50%	60%	80%
NGS 检测均价（元）	8000	7500	7000	6500	6000	5500	5000	4500	4000
NGS 市场规模（亿元）	3.65	6.46	10.68	15.92	22.60	31.38	40.88	53.05	148.02
PCR 检测比例	85%	80%	73%	67%	60%	55%	50%	40%	20%
PCR 产品均价（元）	1500	1450	1400	1300	1200	1100	1000	1000	1000
PCR 市场规模（亿元）	3.88	5.00	5.77	6.46	6.78	7.67	8.18	7.86	9.25
合计	7.53	11.46	16.45	22.38	29.38	39.05	49.05	60.91	157.27
行业增速		52.2%	43.5%	36.0%	31.3%	32.9%	25.6%	24.2%	

资料来源：各公司公告，中国银河证券研究院

(3) 病理诊断

2021 年中国病理诊断市场规模达 65.06 亿，由于历史原因，病理诊断收费较低，大部分医院投入有限；此外，病理科检验医生人才培养周期较长，国内病理医生严重不足。

金域医学在病理诊断领域具有绝对优势，建立了遍布全国的远程病理协作网，以及由 600 多名国内外病理医生加盟组成的病理医生团队，为超过 22,000 家医疗机构提供准确、及时、便捷的医学检验及病理诊断服务。

表 18：病理诊断市场空间测算

检查人群	万人次	平均检测费用 (元/次)	市场空间 (亿元)	备注
肿瘤病理诊断	2,000	480	96	每年新发肿瘤病人 400 万人，平均做三项病理检查项目
宫颈癌 TCT 筛查	1,200	200	24	妇女两癌筛查每年 1200 万人，宫颈癌每年新发病例约 13.15 万
肝穿刺诊断（肝纤维化、肝癌）	200	1,000	20	乙肝携带者 1 亿人，乙肝患者 2000 万人，肝硬化病人约 200 万人
肌肉穿刺诊断	100	200	2	主要是肌肉萎缩患者
其他病理（肾病、甲状腺等）	200	200	4	
合计			146	

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(4) 质谱诊断：

质谱检验作为近年来发展较快的诊断技术，由于其高特异性、高灵敏度、单次分析的快速性与检测信息的丰富性，以及对复杂生物基质分析的高耐受性等特点，逐渐得到临床诊断研究的重视。

金域质谱分析技术平台与国际巨头 QUEST 及 Thermo Fisher 公司密切合作，目前检测项目集中临床三个方向，新生儿遗传代谢病筛查、维生素检测（维生素 D）、微生物鉴定、内分泌检测等。

表 19：质谱检验市场空间测算

临床应用	万人次	平均检测费用 (元/次)	市场空间 (亿元)	备注
新生儿遗传代谢筛查	1,200	300	36	每年新生儿 1200 万人，主要是苯丙酮尿症和甲状腺代谢疾病
维生素检测	1,000	200	20	主要是儿童和老人
微生物鉴定	2,00	1,000	20	不明原因的感染
药物浓度	500	180	9	主要是地高辛、丙戊酸等常用药品
其他业务（小分子、多肽）	500	200	10	
合计			95	

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

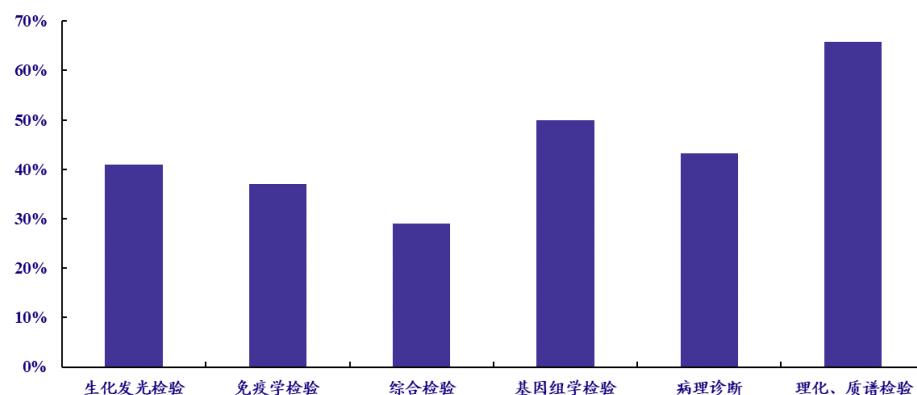
高端检测项目未来仍有极大增长空间。从长期来看，随着体外诊断行业的技术不断更新和进步，公司未来可能会提供更多的高端检测服务，主要包括新技术和新项目两方面。

► **新技术：**2010 年至今国产化学发光发光技术、分子诊断、流式细胞、自动化流水线、微生物质谱等新技术；未来仍将不断有新技术上市，如数字 PCR、微流控芯片、三代/四代基因测序、单分子测序、单细胞检测等。

► **新项目：**新的免疫靶标（肿瘤标志物、心肌标志物等）、基因位点、ctDNA、DNA 甲基化、miRNA、新型病原微生物检测都使得临床可开展的项目增多，这将带来 ICL 行业的扩容。

长期看特检项目技术将促进收入、毛利提升。从毛利率角度看，高端特殊检验将带来更高的盈利空间：对比各检验项目毛利率，质谱检验和基因检测类的毛利率最高，分别达到 66% 和 50%，病理诊断和化学发光检验的毛利率在 40% 以上，技术要求相对较低的普通生化、免疫学检验和综合检验的毛利率在 30% 左右。

图 39：金域医学各检验项目毛利率（2016 年）



资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究院

五、盈利预测与估值分析

(一) 新冠检测业务下降，看好公司常规业务恢复高增长

剔除新冠检测业务下降影响，公司营收和盈利水平将维持稳中有升。随着新冠检测需求及价格下降，公司业务结构将逐步向常规业务回归，表现在财务数据上整体营收增速和毛利水平将出现一定程度下降，我们预测 2022-2024 年公司营收分别为 160/113/134 亿元，同比增长 33.6%、-29.1%、18.8%，毛利率分别为 44.75%、46.56%、47.48%，其中，医学诊断服务收入分别为 150/100/117 亿元，毛利率分别为 44.6%/46.6%/47.7%。除医学诊断服务外，其他业务（包括诊断产品代理销售、冷链物流、体检服务）均保持 30%及以上较快增长，毛利率稳中有升。但考虑到公司常规业务盈利能力持续增强，体检业务占比进一步提升，我们预计剔除新冠检测业务影响后，公司营收常规业务营收可保持 20%左右稳定增速，毛利水平亦保持稳中有升趋势。

表 20：金域医学毛利率和费用率假设（百万元）

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	3,791.72	4,525.25	5,269.27	8,243.76	11,943.22	15,954.78	11,307.07	13,433.57
医学诊断服务	3,589.35	4,235.30	4,964.84	7,869.81	11,303.70	15,027.42	10,027.77	11,729.80
销售诊断产品	49.27	80.37	96.44	155.79	291.30	466.08	652.51	848.26
健康体检业务	43.30	75.63	94.54	34.19	54.74	71.16	106.74	160.11
冷链物流服务	9.96	17.54	26.31	26.71	42.96	64.43	96.65	144.98
其他主营业务	99.83	116.42	128.06	157.28	250.53	325.69	423.39	550.41
同比增速	17.70%	19.35%	16.44%	56.45%	44.88%	33.59%	-29.13%	18.81%
医学诊断服务		18.00%	17.23%	58.51%	43.63%	32.94%	-33.27%	16.97%
销售诊断产品		63.12%	20.00%	20.00%	86.99%	60.00%	40.00%	30.00%
健康体检业务		74.67%	25.00%	-63.84%	60.11%	30.00%	50.00%	50.00%
冷链物流服务		76.10%	50.00%	1.52%	60.84%	50.00%	50.00%	50.00%
其他主营业务		16.62%	10.00%	22.82%	59.29%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利率(%)	40.96%	38.83%	39.48%	46.69%	47.29%	44.75%	46.56%	47.48%
医学诊断服务	40.75%	38.19%	39.11%	46.75%	47.20%	44.60%	46.56%	47.71%
销售诊断产品	35.76%	36.45%	36.53%	40.16%	42.91%	42.00%	42.00%	42.00%
健康体检业务	53.54%	58.49%	60.47%	55.02%	38.96%	40.00%	40.00%	40.00%
冷链物流服务	19.61%	27.00%	-0.79%	-10.18%	3.93%	3.00%	3.00%	3.00%
其他主营业务	47.74%	52.71%	55.78%	57.80%	65.96%	65.00%	65.00%	65.00%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

我们预计公司 2022-2024 年常规检验业务收入分别为 75.27/92.28/112.30 亿元，同比增长 13.03%/22.59%/21.70%，其中特检业务收入分别为 38.97/48.72/60.90 亿元，同比增长 16%/25%/25%，占常规检验业务比重为 51.78%/52.80%/54.23%；普检业务收入分别为 36.30/43.56/51.40 亿元，同比增长 10%/20%/18%，占常规检验业务比重为 48.22%/47.20%/45.77%。此外，2022-2024 年常规检验业务毛利率分别为 48.50%/48.00%/48.50%。

表 21：金域医学常规业务（去除新冠核酸检测业务）营业收入、毛利率及净利率假设（百万元）

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	4235.30	4964.84	5203.00	6659.84	7527.42	9227.77	11229.80
YOY	17.99%	17.23%	4.80%	28.00%	13.03%	22.59%	21.70%
特检	1907.72	2308.15	2537.50	3359.89	3897.47	4871.84	6089.80
YOY	20.00%	20.99%	9.94%	32.41%	16.00%	25.00%	25.00%
占比	45.04%	46.49%	48.77%	50.45%	51.78%	52.80%	54.23%
普检	2327.57	2656.68	2665.50	3299.95	3629.95	4355.93	5140.00
YOY	16.40%	14.14%	0.33%	23.80%	10.00%	20.00%	18.00%
占比	54.96%	53.51%	51.23%	49.55%	48.22%	47.20%	45.77%
毛利率	38.83%	39.48%	-	43.96%	48.50%	48.00%	48.50%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院；注：2021 及 2022 年常规业务毛利率为当季前三季度去除新冠检测业务毛利率。

（二）可比公司关键指标对比

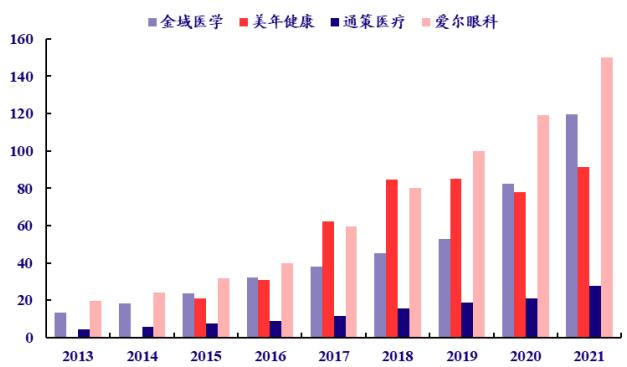
与其他民营医疗服务比，ICL 增长潜力大，ROE 可观。第三方检验行业兴起晚，目前市场规模尚小，服务利润率较低，主要是因为面向强势医院客户，议价能力较弱。随着门店扩增致使规模化效应显现，近年 ICL 龙头毛利率已由低位攀升至较高水平，仅次于眼科医院。

表 22：金域医学与其他民营医疗服务代表公司比较

公司	成立时间	上市时间	对应医疗服务及其市场规模	行业驱动力
金域医学	2006.5.26	2017.9.8	第三方检验 ~150 亿	技术、管理进步，检验新项目，外包率提升
美年健康	2004 年	2015 年借壳上市	健康体检 ~300 亿	技术、管理进步，体检意识提升
爱尔眼科	2003.1.24	2009.10.30	眼科医疗 ~300 亿	技术、管理进步，就诊意识提升
通策医疗	1995.8.30	2007 年借壳上市	口腔医疗 ~200 亿	技术、管理进步，就诊意识提升

资料来源：各公司公告，中国银河证券研究院

图 40：可比公司营业收入情况（亿元）



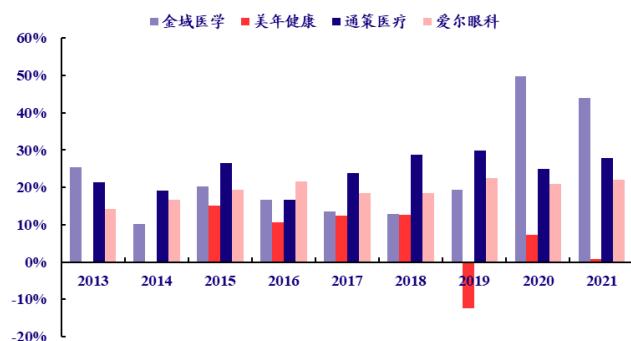
资料来源：各公司公告，中国银河证券研究院

图 41：可比公司净利润情况（亿元）



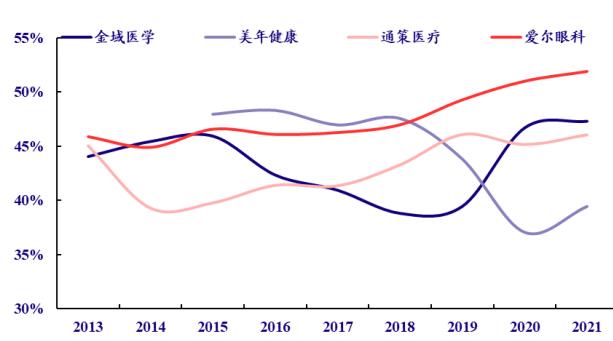
资料来源：各公司公告，中国银河证券研究院

图 42: 可比公司 ROE 情况



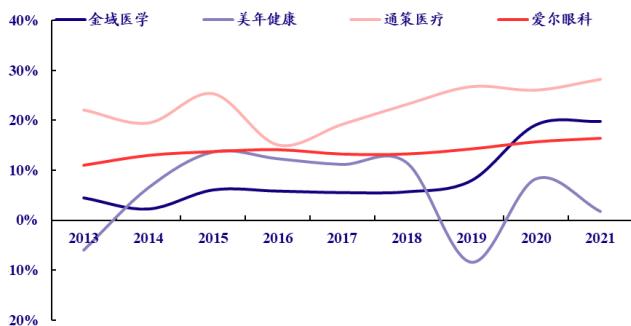
资料来源：各公司公告，中国银河证券研究院

图 43: 可比公司毛利率情况



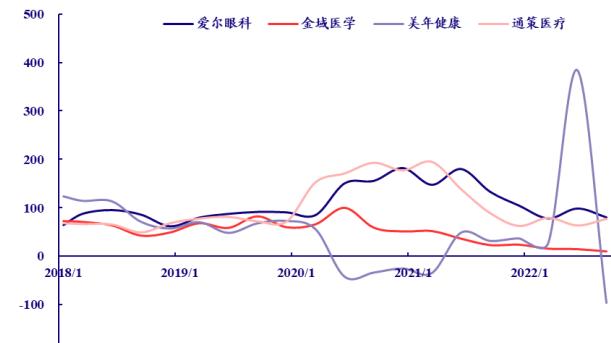
资料来源：各公司公告，中国银河证券研究院

图 44: 可比公司净利率情况



资料来源：各公司公告，中国银河证券研究院

图 45: 可比公司市盈率情况



资料来源：各公司公告，中国银河证券研究院

六、投资建议

ICL 行业符合医保控费提质的政策诉求，DRGs 政策推行对行业龙头长期利好，金域医学作为国内 ICL 头部企业，有望借助技术及规模优势充分受益。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 28.37/16.65/21.61 亿元，同比增长 27.82%、-41.31% 和 29.79%，当前股价对应 2022-2024 年分别为 13.4/22.8/17.6 倍 PE，维持“推荐”评级，我们按 2023 年 30-35 倍合理估值，6 个月目标价区间为 106.8-124.6 元。

七、风险提示

- 1.新冠疫情冲击对医院常规业务冲击过大的影响
- 2.检验服务与医院结算价格下滑幅度超出预期的风险;
- 3.新冠检测业务应收账款坏账风险;
- 4.亏损实验室业绩表现不达预期的风险等。

八、财务预测

资产负债表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	7930.27	11319.13	9839.05	15732.68	营业收入	11943.22	15954.78	11307.07	13433.57
现金	2653.45	2611.97	5156.89	9870.40	营业成本	6295.02	8814.70	6042.88	7054.68
应收账款	4665.45	7887.01	4376.40	4952.47	营业税金及附加	11.71	15.64	11.09	13.17
其它应收款	66.10	95.49	19.02	117.03	营业费用	1435.42	1595.48	1696.06	1988.17
预付账款	8.62	12.07	8.28	9.66	管理费用	887.95	1196.61	1017.64	1182.15
存货	345.14	471.59	88.32	565.34	财务费用	10.09	-33.76	-35.18	-87.08
其他	191.51	240.99	190.14	217.78	资产减值损失	-0.52	0.00	0.00	0.00
非流动资产	2820.63	3177.12	3245.74	3096.07	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	214.25	214.25	214.25	214.25	投资净收益	-7.29	0.00	0.00	0.00
固定资产	1576.20	1930.03	2002.90	1863.18	营业利润	2776.77	3526.84	2079.34	2694.09
无形资产	68.41	88.41	108.41	128.41	营业外收入	1.98	4.42	3.23	3.42
其他	961.77	944.43	920.18	890.22	营业外支出	31.19	19.21	21.43	22.32
资产总计	10750.89	14496.25	13084.79	18828.74	利润总额	2747.56	3512.05	2061.14	2675.19
流动负债	3728.10	5118.52	1954.02	5416.71	所得税	384.05	490.90	288.10	373.93
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	2363.51	3021.15	1773.04	2301.26
应付账款	2282.76	3191.29	561.42	3819.63	少数股东损益	143.87	183.90	107.93	140.08
其他	1445.34	1927.23	1392.60	1597.08	归属母公司净利润	2219.64	2837.24	1665.11	2161.18
非流动负债	500.20	430.20	410.20	390.20	EBITDA	3337.85	4724.56	2761.19	3393.40
长期借款	248.74	178.74	158.74	138.74	EPS(元)	4.75	6.07	3.56	4.63
其他	251.46	251.46	251.46	251.46					
负债合计	4228.30	5548.72	2364.22	5806.91	主要财务比率	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	218.78	402.69	510.62	650.70	营业收入	44.88%	33.59%	-29.13%	18.81%
归属母公司股东权益	6303.81	8544.84	10209.96	12371.13	营业利润	52.83%	27.01%	-41.04%	29.56%
负债和股东权益	10750.89	14496.25	13084.79	18828.74	归属母公司净利润	47.03%	27.82%	-41.31%	29.79%
					毛利率	47.29%	44.75%	46.56%	47.48%
现金流量表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	净利率	18.58%	17.78%	14.73%	16.09%
经营活动现金流	2087.97	1646.80	3385.83	5405.18	ROE	35.21%	33.20%	16.31%	17.47%
净利润	2363.51	3021.15	1773.04	2301.26	ROIC	33.76%	37.14%	15.67%	16.61%
折旧摊销	533.96	623.51	711.38	779.68	资产负债率	39.33%	38.28%	18.07%	30.84%
财务费用	29.00	19.31	17.06	16.06	净负债比率	64.83%	62.01%	22.05%	44.59%
投资损失	7.29	0.00	0.00	0.00	流动比率	2.13	2.21	5.04	2.90
营运资金变动	-928.70	-2339.92	860.50	2282.57	速动比率	1.98	2.07	4.89	2.76
其它	82.89	322.76	23.85	25.61	总资产周转率	1.11	1.10	0.86	0.71
投资活动现金流	-1009.62	-1002.76	-803.85	-655.61	应收帐款周转率	2.56	2.02	2.58	2.71
资本支出	-879.19	-982.76	-783.85	-635.61	应付帐款周转率	5.23	5.00	20.14	3.52
长期投资	-131.98	0.00	0.00	0.00	每股收益	4.75	6.07	3.56	4.63
其他	1.55	-20.00	-20.00	-20.00	每股经营现金	4.47	3.53	7.25	11.57
筹资活动现金流	-53.03	-685.52	-37.06	-36.06	每股净资产	13.49	18.29	21.86	26.48
短期借款	-37.17	0.00	0.00	0.00	P/E	17.10	13.38	22.79	17.56
长期借款	-130.45	-70.00	-20.00	-20.00	P/B	6.02	4.44	3.72	3.07
其他	114.59	-615.52	-17.06	-16.06	EV/EBITDA	14.93	7.60	12.07	8.43
现金净增加额	1013.86	-41.48	2544.93	4713.51	PS	3.17	2.37	3.35	2.82

数据来源：公司公告，中国银河证券研究院

插图目录

图 1: 我国公立医院医疗检验收入情况	3
图 2: 我国公立医院医疗检验及总收入	3
图 3: 我国公立医院门诊检验人次	3
图 4: 我国公立医院人均医疗检验费用	3
图 5: 医疗检验产业链	4
图 6: 中国 ICL 产业发展历程	4
图 7: 我国临床检测及 ICL 市场规模	5
图 8: 主要国家 ICL 渗透率对比	5
图 9: 普检与特检对比	6
图 10: 中国第三方医学检验相关专利申请量	6
图 11: 中国第三方医学检验实验室数量	6
图 12: 中国 ICL 市场规模及增速	6
图 13: 中国 ICL 普检及特检市场规模	6
图 14: ICL 与三甲医院和基层医院经营检验服务优劣势对比	7
图 15: 2020 年中国 ICL 市场竞争格局（不包括新冠检测）	8
图 16: ICL 头部企业医学诊断收入	8
图 17: 美国 ICL 龙头 Quest 与 LabCorp 对比	10
图 18: Quest 医疗检验服务收入（百万美元）	10
图 19: Quest 近三年检测服务收入构成	10
图 20: 公司发展历程	11
图 21: 公司主要股权关系（截至 2022 年 12 月 7 日）	12
图 22: 公司培训发展中心组织架构图	14
图 23: 金域医学近年营业收入	16
图 24: 金域医学近年扣非归母净利润	16
图 25: 金域医学毛利率及净利率情况	16
图 26: 金域医学三项费用情况	16
图 27: 金域医学参与抗击新冠疫情事记	18
图 28: 金域医学 2021 年抗击新冠疫情贡献及成果	18
图 29: 检验外包率将由医保局主导的医保控费而快速提升	20
图 30: DRG 付费方式从点到面逐步推开	21
图 31: DRGs 改革推行的重要意义	23
图 32: DRGs 核心评价指标	23
图 33: 金域医学检测项目	24
图 34: 特检主要项目一览	25
图 35: 2012-2016 年金域医学分项业务收入（亿元）	25
图 36: 金域医学医学诊断服务收入占比（2012-2021）	25
图 37: 金域医学常规业务（扣除新冠检测业务）毛利率	26

图 38: 2017-2021 年金域医学各主营业务毛利率	26
图 39: 金域医学各检验项目毛利率 (2016 年)	29
图 40: 可比公司营业收入情况 (亿元)	31
图 41: 可比公司净利润情况 (亿元)	31
图 42: 可比公司 ROE 情况	32
图 43: 可比公司毛利率情况	32
图 44: 可比公司净利率情况	32
图 45: 可比公司市盈率情况	32

表格目录

表 1: ICL 与三甲医院和基层医院的运营比较	7
表 2: 国内 ICL 龙头企业比较（截至 2021 年）	8
表 3: 美国 ICL 发展过程	9
表 4: 金域医学和 Quest 诊疗基本情况及 2019 年财务数据对比	10
表 5: 公司员工持股平台情况（截至 2022 年 12 月 7 日）	12
表 6: 公司股权激励详情	13
表 7: 公司学术委员会及履历	13
表 8: 公司管理层及履历	14
表 9: 公司历年门店数量	15
表 10: 2015-2021 年金域医学成本费用情况	17
表 12: 近年来国家对于第三方检测的政策支持	19
表 13: 浙江、北京、深圳地区的检验服务收费调整	20
表 14: DRGs 与按项目付费方式对比	21
表 15: DRG 相关政策汇总	22
表 16: 分子与遗传诊断市场空间测算	26
表 17: 国内肿瘤靶向药伴随诊断市场规模测算	27
表 18: 病理诊断市场空间测算	28
表 19: 质谱检验市场空间测算	28
表 20: 金域医学毛利率和费用率假设（百万元）	30
表 21: 金域医学常规业务（去除新冠核酸检测业务）营业收入、毛利率及净利率假设（百万元）	31
表 22: 金域医学与其他民营医疗服务代表公司比较	31

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

程培，银河证券医药首席分析师，上海交通大学生物化学与分子生物学硕士，7年医学检验行业+6年医药行业研究经验，公司研究深入细致，对医疗行业政策和市场营销实务非常熟悉。此前作为团队核心成员，获得2022年新财富最佳分析师医药行业第4名、2021年新财富最佳分析师医药行业第5名、上海证券报最佳分析师第2名，2020年新财富最佳分析师医药行业入围，2019年Wind“金牌分析师”医药行业第1名，2018年第一财经最佳分析师医药行业第1名等荣誉。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐漫羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn