

金域医学 (603882.SH)

坚持创新和长期主义，ICL 龙头开启发展新篇章

买入

核心观点

深耕医检近三十载，金域医学已成为国内第三方医学检验领导者。公司最早可以追溯到 1994 年创办的校办企业广州医学院医学检验中心，2003 年广州金域医学检验中心成立，历经 14 年完成全国所有省区中心实验室布局。迄今为止，公司已建立 49 家医学实验室、750 余家合作共建实验室和辐射全国的远程病理协作网，服务网络覆盖全国 90% 以上人口所在区域，可为全国超过 23000 家各类医疗机构提供约 3900 项检验项目。创始人梁耀铭为实控人，开创了国内第三方医检行业的先河；公司核心管理层具备专业背景，践行长期主义。

政策与技术双重驱动，ICL 行业长坡厚雪。中国第三方医检市场规模超 250 亿，预计将维持较快增长。目前仍以普检为主，特检市场占比预计将不断增加。2021 年中国 ICL 的渗透率仅在个位数，远低于日本的 60%、德国的 44% 以及美国的 35%。DRGs/DIP、检验收费价格调整等医改政策有助于加速检验外包，而检验技术进步和精准诊疗也将驱动特检需求释放。复盘美国 ICL 行业发展历程及 Quest、Labcorp 经营现状，两家龙头公司均通过收并购拓宽地域覆盖能力，并大力发展特检业务拉动检验量和单价同步增长。

坚持医检主航道，实现强者恒强。公司已布局七大技术中心和八大疾病线，并构建了行业领先的管理体系认证资质。旗下重点子公司在疫情前大部分达到 12-17% 的净利率水平，资本开支预计进入稳定阶段，规模效应有望逐步体现。公司夯实“顶天立地”业务格局，2023H1 三级医院收入占比已提升至近 40%，同时发展“合作共建”模式，2022 年全年在运营项目近 740 个。公司以产学研一体化激发创新潜力，每年研发新项目 300-500 项，创新力度空前，特检(高端技术平台)业务收入占比从 2018 年的 45% 持续提升至 2022 年的 52%，有望持续拉动毛利率稳中有升。“医检 4.0”数字化转型战略驱动公司步入高质量发展新阶段。

投资建议：公司拥有强大的成本优势和规模效应，顺应政策趋势持续提升市占率，通过自主研发和产学研一体化保证技术领先性。伴随高端技术平台的不断完善、“医检 4.0”数字化转型战略落地以及多元化业务协同，公司盈利能力有望稳健提升。预计 2023-2025 年公司归母净利润 7.57/12.08/15.64 亿元，同比增速-72.5%/59.4%/29.5%；当前股价对应 PE=41/25/20x。综合绝对估值和相对估值，公司合理股价为 77.4-90.3 元，相较于当前股价（2023-11-27）有 18-38% 溢价空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧风险；财务风险；技术风险；政策变动风险。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	11,943	15,476	8,577	10,161	12,159
(+/-%)	44.9%	29.6%	-44.6%	18.5%	19.7%
净利润(百万元)	2220	2753	757	1208	1564
(+/-%)	47.0%	24.0%	-72.5%	59.4%	29.5%
每股收益(元)	4.77	5.89	1.62	2.58	3.34
EBIT Margin	23.4%	22.8%	13.0%	14.6%	15.7%
净资产收益率 (ROE)	35.2%	31.9%	8.2%	11.8%	13.6%
市盈率 (PE)	13.7	11.1	40.6	25.4	19.6
EV/EBITDA	11.1	9.1	26.4	20.2	16.0
市净率 (PB)	4.84	3.55	3.32	3.01	2.68

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 深度报告

医药生物 · 医疗服务

证券分析师：张佳博

021-60375487

zhangjiabo@guosen.com.cn

S0980523050001

证券分析师：张超

0755-81982940

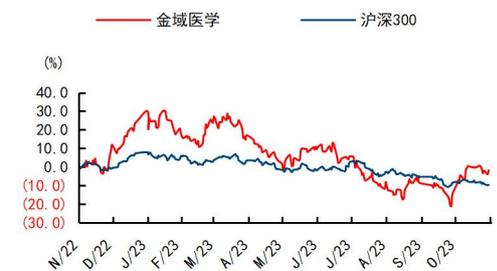
zhangchao4@guosen.com.cn

S0980522080001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	77.40 - 90.30 元
收盘价	66.95 元
总市值/流通市值	31384/31175 百万元
52 周最高价/最低价	92.91/52.80 元
近 3 个月日均成交额	144.56 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

与市场不同的观点	6
金城医学：深耕医检近三十载，国内第三方医学检验领导者	7
1.发展历程：持续引领国内第三方医检行业	7
2.股权结构：创始人为公司实际控制人	8
3.管理层具有丰富从业经验，任职稳定	9
政策与技术双重驱动，ICL 行业长坡厚雪	11
1.国内政策环境利好，第三方医学检验前景广阔	11
2.国内第三方医检市场规模超 250 亿，保持较快增长	15
3.普检领域 ICL 将凸显规模优势，外包渗透率提升空间大	17
4.特检领域空间广增速快，头部 ICL 大有可为	19
5.他山之石：美国 ICL 行业发展历程及现状	22
坚持医检主航道，实现强者恒强	31
1.金城医学具备扎实的检验能力+全面的认证资质	31
2.夯实“顶天立地”业务格局，成熟实验室增长稳健	33
3.“培养+引进”丰富人才建设，产学研一体化激发创新潜力	37
4.多元业务协同发展，深化数字化转型	40
5.加强合规监管大势所趋，进一步放大头部 ICL 优势	42
财务分析	44
盈利预测	47
假设前提	47
未来 3 年业绩预测	48
盈利预测的敏感性分析	48
估值与投资建议	49
核心假设与逻辑	49
绝对估值：78.04-87.42 元	49
相对估值：77.40-90.30 元	50
投资建议	50
风险提示	51
附表：财务预测与估值	53

图表目录

图 1: 金城医学历史沿革	7
图 2: 金城医学医检战略革新历程	8
图 3: 公司主营业务构成	8
图 4: 公司历年各项业务占比情况 (%)	8
图 5: 金城医学股权结构 (截至 2023 年三季报)	9
图 6: 第三方医学检验产业链	11
图 7: 中国 ICL 市场发展历史阶段	12
图 8: 各级医院诊疗人次数 (亿人次、%)	13
图 9: 各级公立医院检查收入情况 (亿元)	13
图 10: 技术进步将同步推动检验行业发展	14
图 11: 核酸检测流程图	14
图 12: 2016-2020 年 ICL 可节省的检测费用 (亿元)	14
图 13: 普检和特检的对比	15
图 14: 普检与特检价格对比 (元)	15
图 15: 中国临床检测市场规模 (单位: 十亿元)	15
图 16: 中国第三方医检 (ICL) 市场规模 (单位: 亿元)	15
图 17: 中国各类医院及各国 ICL 检验项目数量比较	16
图 18: 国内第三方医检机构分类	16
图 19: 国内 ICL 市场竞争格局 (2021 年)	16
图 20: 全球第三方医学实验室发展路径与渗透率变化情况	17
图 21: 杭州市某三乙医院检验科收入和毛利率	18
图 22: 杭州市某三乙医院检验科成本拆分	18
图 23: 金城医学生化发光检验项目成本拆分	18
图 24: 金城医学免疫检验项目成本拆分	18
图 25: 医院检验科和 ICL 检验成本分析	19
图 26: 血液学检验在白血病中的应用举例	19
图 27: 特检细分领域市场规模 (单位: 亿元)	20
图 28: 各级医疗机构特检市场规模预测 (单位: 亿元)	20
图 29: Quest 可检测的疾病类型分类	21
图 30: Labcorp 特检 (Specialty test) 业务布局	21
图 31: Quest Diagnostics 遗传性肿瘤可检测靶点 (部分)	21
图 32: 基因测序成本有望大幅降低	22
图 33: 肿瘤基因检测有望打开更多应用场景 (10 亿美元)	22
图 34: 美国 ICL 发展历程	23
图 35: 美国实验室市场竞争格局	23
图 36: Quest 历史股价和估值变化	24
图 37: Quest 历史营收及净利润情况	25

图 38: 2010-2022 年 Quest 经营利润率和毛净利率情况	25
图 39: Quest 按客户拆分 2022 年常规业务营收结构	25
图 40: 2010-2022 年 Quest 营收拆分	25
图 41: Quest Diagnostics 加速成长的核心驱动力	26
图 42: Quest Diagnostics 兼并收购的三大策略方向	26
图 43: Labcorp 在医学检验领域的成就	26
图 44: Labcorp 2022 年收入来源拆分	26
图 45: Labcorp 历史股价和估值变化情况	27
图 46: Labcorp 历史营收及净利润情况	28
图 47: Labcorp 毛净利率、ICL 业务经营利润率	28
图 48: Labcorp 特检布局	28
图 49: Labcorp 具有先进的自动化能力	28
图 50: 金域医学 2018-2023 年历史股价和估值	30
图 51: 金域医学七大技术中心和八大疾病线	31
图 52: 2013-2016 年普检和特检收入增长和毛利率情况	32
图 53: 2018-2022 年普检和特检收入增长和毛利率情况	32
图 54: 2022 年高端技术平台检测量情况 (万例)	32
图 55: 公司部分病理或检测标本累计数量 (万例)	32
图 56: 金域医学和某血液疾病检测龙头于血液检测业务营收对比 (亿元)	33
图 57: 金域医学 2022 年重点疾病线营收情况 (亿元)	33
图 58: 金域医学实验室全国布局情况	33
图 59: 金域医学历年三级医院客户收入占比 (%)	33
图 60: 金域医学合作共建区域医学实验室数量	34
图 61: 金域医学合作共建业务举例	34
图 62: 金域医学各医学实验室扭亏为盈时间情况 (万元、年)	35
图 63: 金域医学 2013-2022 年资本开支和净利率情况	36
图 64: 金域医学 2013-2022 年各类固定资产净值新增占比	36
图 65: 金域医学“诊断服务”成本结构拆分	36
图 66: 迪安诊断“服务业”成本结构拆分	36
图 67: 艾迪康整体成本结构拆分	36
图 68: 金域医学、迪安诊断、艾迪康毛利率对比	36
图 69: 金域病理医生集团合作的病理医生数量	37
图 70: 金域病理学院累计培育的病理人才数量	37
图 71: 公司员工专业构成变化	37
图 72: 公司人均创收及创利变化	37
图 73: 金域医学 2017-2022 年研发人员数量及占比变化	38
图 74: 金域医学 2017-2022 年研发开支变化	38
图 75: 公司可提供的检验服务项目数量 (项)	39
图 76: tNGS 系列上感 50 plus 和呼吸 100 升级版本	40
图 77: 金域医学打造一站式阿尔兹海默病检测服务	40
图 78: 公司多元业务收入情况 (亿元)	41

图 79: 公司多元业务毛利率情况 (%)	41
图 80: Quest 推出 QuestHealth.com 开启消费者健康业务	41
图 81: Labcorp 推出“Labcorp OnDemand”布局 DTC 业务	41
图 82: 金域医学京东官方旗舰店	41
图 83: Quest Health 推出 AD-Detect 阿尔茨海默病检测	41
图 84: 金域医学以“六智”方向数字化赋能医检产业	42
图 85: 《湖南省医疗机构样本外送检测管理规范的通知》条文节选	43
图 86: 金域医学营业收入及增速 (单位: 亿元、%)	44
图 87: 金域医学归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)	44
图 88: 金域医学利润率变化情况	44
图 89: 金域医学费用率变化情况	44
图 90: 金域医学应收账款和信用减值损失情况	45
图 91: 金域医学单季度应收账款情况 (亿元)	45
表 1: 公司历次股权激励计划	9
表 2: 金域医学核心管理层简介	10
表 3: 中国医学检验行业相关政策梳理	12
表 4: 常用检测项目简介和外包原因	14
表 5: 中国 ICL 特检市场主要六大专科领域情况	20
表 6: Quest 发展历程	23
表 7: Labcorp 发展历程	26
表 8: Quest Diagnostics 和 Labcorp ICL 业务营收历史增长动力拆分	29
表 9: Quest Diagnostics 和 Labcorp 2023 年业绩和中长期增长指引	29
表 10: 中美 ICL 行业龙头企业对比情况	30
表 11: 金域医学针对各级医疗机构提供差异化整体解决方案	34
表 12: 金域医学重点子公司 2016-2023H1 营收和净利润情况	34
表 13: 金域医学学术委员会年会核心议题	38
表 14: 公司创新项目开发方向	39
表 15: 金域医学多元业务布局	40
表 16: 金域医学与迪安诊断应收账款账龄结构对比	45
表 17: 金域医学同业对比 (2022A)	45
表 18: 金域医学业务拆分	47
表 19: 未来 3 年盈利预测表 (百万元)	48
表 20: 情景分析 (乐观、中性、悲观)	48
表 21: 公司盈利预测假设条件 (%)	49
表 22: 绝对估值法主要假设	49
表 23: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	49
表 24: 可比公司估值表	50

与市场不同的观点

1、我们认为集采和 DRG 等政策的实施对金域医学的影响在短期和长期均有利好。短期而言，体外诊断行业集采和 DRG 等政策改变了检验项目的定价体系、成本结构占比，具备规模优势的 ICL 龙头公司将获得更多外包份额。从新冠检测试剂和检验项目价格的变化中可以看到价格大幅下降后 ICL 龙头公司业绩的弹性。

长期而言，首先是行业更加合规的趋势下，公司将承接更多的高端检验项目市场，这一趋势将随着项目承接数量的增加而逐渐加强；其次和药品、器械集采驱动行业向创新方向转型类似，体外诊断行业的集采也会驱动行业向产品创新、项目创新方向转型，金域医学作为始终致力于检验创新的企业，将充分受益；最后，在 DRG 体系下，患者和医生的选择会更加多元化（总额限制下多种检验、药品、器械的组合），有利于能够提供多样化产品和服务项目的公司。

2、创新和长期主义是金域医学的底色，类似于很多优秀的创新药械公司搭建丰富的产品管线，公司通过坚持研发投入，搭建了丰富的检验项目管线，始终立于行业潮头。新冠应收款及医院回款速度变慢等短期问题已经显性化，且影响了公司的财务报表，没有必要继续持悲观态度。我们更应看到公司的长期乐观因素，如前文所述的行业变化对公司的利好加持，公司在 2021 年以后项目数量的显著提升（预计 2023 年的项目数量相对于 2019 年将增加超过 1000 项）以及在数字化转型领域的坚定投入。

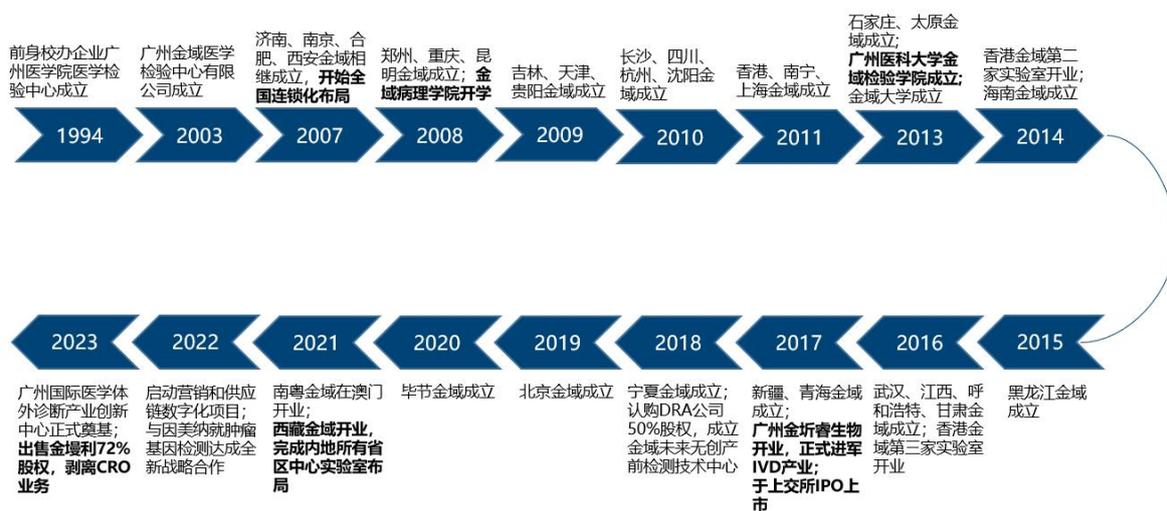
3、数字化转型和创新项目占比持续提升将驱动公司再次步入发展快车道。回顾金域医学的发展历程，经历了横向的区域拓展、纵向的项目及客户结构升级、数字化转型变革三个主要阶段，总结下来有三个关键核心：高质量发展、全国一盘棋、创新驱动发展。2024 年是公司于 2020 年提出数字化转型变革之后的第五年，也是新冠影响出清后行业回归常规增长的第二年。我们认为未来三年，数字化转型成果逐渐体现，创新研发推动特检项目高速增长，监管趋严推动行业竞争格局优化，公司有望再次步入发展快车道。

金域医学：深耕医检近三十载，国内第三方医学检验领导者

1. 发展历程：持续引领国内第三方医检行业

金域医学发展历史悠久，逐步实现全国连锁化布局。公司最早可追溯到 1994 年创立的校办企业广州医学院医学检验中心，2003 年广州金域医学检验中心成立，2007 年成立第一家子公司济南金域，开启连锁化布局进程，西藏金域于 2021 年正式开业，历经 14 年完成全国所有省区中心实验室布局。迄今为止，公司已建立 49 家医学实验室、750 余家合作共建实验室和辐射全国的远程病理协作网，服务网络覆盖全国 90% 以上人口所在区域。公司目前已发展成为国内经营规模最大、医学实验室数量最多、覆盖市场网络最广、检验项目及技术平台齐全的第三方医学检验（ICL）市场领导者。公司构建了先进的质量管理体系，现已获得包括美国 CAP、中国 CNAS 等国内外权威机构的认证认可证书 68 张，持续引领行业发展。

图1：金域医学历史沿革



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

不断革新医检战略，引领行业发展。金域医学的医检体系经历了从纯手工到自动化，再到信息化的变革。2020 年，金域医学携手“工业 4.0”先行者西门子升级数字化转型战略，在业内率先提出“医检 4.0”愿景，打造以“医检服务全流程智能化、生命科技与新一代信息技术融合创新、生态平台共创共生共赢”为特点的“医检 4.0”，未来金域将持续秉持“成为全球领先的医检产业集团”的愿景，推动行业发展。

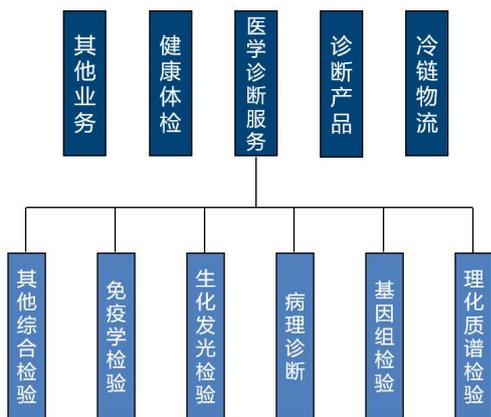
图2：金城医学医检战略革新历程



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

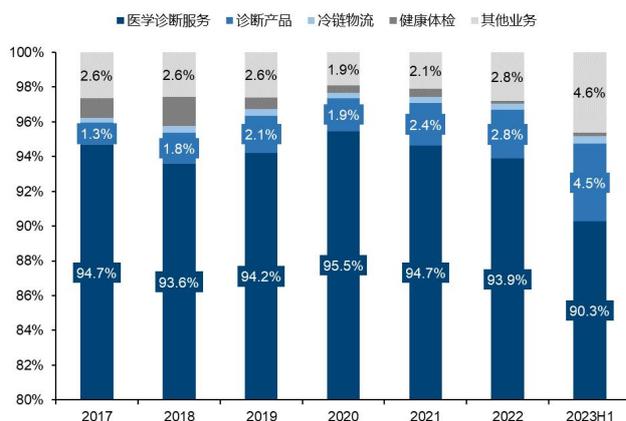
公司专注医学诊断主赛道，持续拓展协同业务。公司的医学诊断服务营收占比持续保持在 90%以上，可为全国超过 23000 家各类医疗机构提供包括理化质谱检验、基因组检验、病理诊断、生化发光检验、免疫学检验、其他综合检验等六大类合计 82 类检验技术，涵盖约 3900 项检验项目。非医检业务方面，公司持续拓展新药研发、食品卫生检验、医学冷链物流、司法鉴定、体检等业务，多元生态平台加速成型。

图3：公司主营业务构成



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：公司历年各项业务占比情况（%）

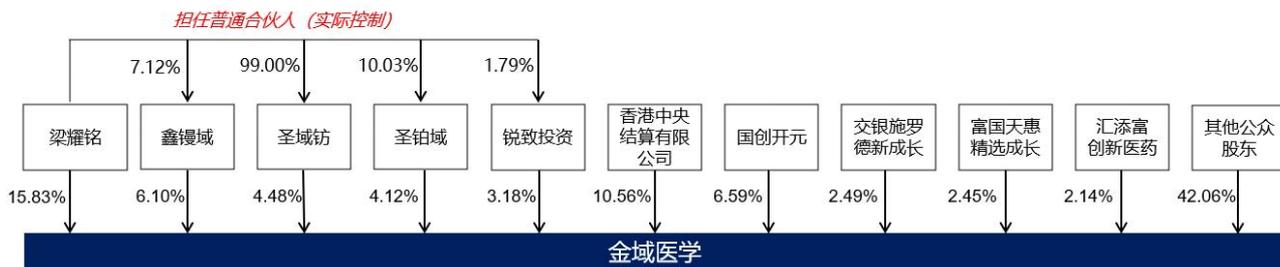


资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

2. 股权结构：创始人为公司实际控制人

公司创始人为实际控制人。从 1994 年依托广州医学院的优势专业医学检验系、并建立医学检验中心起，梁耀铭全身心投入到医检事业中，带领公司由原本销售检验试剂为主转型为提供医学检验服务，成为行业拓荒者。截至 2023 年三季报，作为创始人的梁耀铭直接和间接持有公司 33.90% 的股份，实现相对控股。

图5: 金域医学股权结构（截至 2023 年三季报）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

多次实施股权激励计划，实现中高层管理人员及技术骨干的利益绑定。公司采取授予股票期权的方式，以定向增发为股票来源，激励范围已累计覆盖中高层及核心骨干超 200 人，实现股东与核心骨干的利益绑定。

表 1: 公司历次股权激励计划

年份	激励总数 (万份)	激励总数占当时总股本比例 (%)	激励对象	行权价格 (元/每股)	行权比例	考核目标
2019	657	1.43%	公司高级管理人员、中层管理人员、核心技术人员共 45 人	29.04	25%/25%/25%/25%	以 2018 年净利润为基数，2019/2020/2021/2022 年净利润增长率不低于 22%/48.84%/81.59%/121.54%
2020	700	1.53%	公司中层管理人员、核心技术人员共 157 人	91.23	25%/25%/25%/25%	以 2019 年净利润为基数，2020/2021/2022/2023 年净利润增长率不低于 22%/44%/72.8%/107.36%
2021	700	1.51%	公司中层管理人员、核心技术人员共 233 人	134.06	25%/25%/25%/25%	以 2019 年净利润*为基数，2021/2022/2023/2024 年净利润增长率不低于 69%/120%/186%/272%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

注：净利润为归属于上市公司股东的净利润，且是以剔除股权激励计划股份支付费用影响为计算依据

3. 管理层具有丰富从业经验，任职稳定

公司灵魂人物锐意进取，眼界开阔。作为公司灵魂人物的梁耀铭从广州医学院毕业后留校工作，任职校产办主任期间负责校办企业运营，在将学校科研成果转化过程中总结出“要以具备科研特色的项目打入细分市场”，并敏锐挖掘了独立医学检验的市场需求，携手核心创业团队探索医学检验外包服务在中国的运营模式，开创了国内第三方医学检验行业的先河。梁耀铭在新加坡求学期间从 QUEST 公司的案例教学中发现指路明灯，坚定带领金域走上转型医检服务的航道。

管理层具备专业背景，践行长期主义。核心管理团队均具备医学检验相关的专业技术背景，从业经验 20 年以上，充分了解客户需求和行业痛点。公司战略目标清晰，以梁耀铭为首的核心团队的专注力在业内首屈一指，多位董事、副总经理均是自金域成立以来的创业元老，任职非常稳定，践行长期主义。

表2: 金城医学核心管理层简介

姓名	年龄	职位	学历	经历
梁耀铭	59	董事长、总经理	广州医学院临床医学、新加坡国立大学工商管理	1988-1990年,任广州医学院教务处、科研处干部; 1990-1999年,任广州医学院科技实验厂厂长; 2001-2003年,任广州金城医学科技有限公司董事长、总经理; 2003年至今,任广州金城董事长、总经理。
严婷	54	副总经理	广州大学精细化工、澳大利亚国立管理学院国际管理	1991-1992年,任广州医学院科技实验厂技术员; 1992-1994年,任广州汉高化学制品有限公司化验员; 1994-1999年,任广州医学院科技实验厂技术员; 2001-2003年,任广州金城医学科技有限公司副总经理; 2003年至今,任广州金城董事、副总经理。
曾湛文	58	董事	广州医科大学基础医学、药学; 北京大学营销学	1986-1993年,任广州医学院病理技术人员; 1993-2001年,任广州医学院科技实验厂病理技术人员; 2001-2003年,任广州金城医学科技有限公司副总经理; 2003年至今,任广州金城营销管理中心副总经理。
郝必喜	53	董事、副总经理、财务总监、董秘	安徽财贸学校会计学、华南理工大学高级管理人员工商管理	1995-1997年,任安徽省含山县啤酒厂财务科科长; 1998-2000年,任广州二天堂保健品有限公司财务部部长; 2001-2003年,任广州金城医学科技有限公司财务总监; 2003-2022年,任金城医学财务管理中心总经理。
汪令来	51	副总经理、首席品牌官、总裁办主任	东南大学精细化工、南京大学新闻传播	1994-1996年任江苏科技报采编室编辑记者, 1999-2013年历任羊城晚报经济新闻中心记者、中心副主任、主任, 2013-2016年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; 2016年至今任公司副总经理、首席品牌官、总裁办主任。
谢江涛	46	副总经理	南华大学临床医学、新加坡南洋理工大学EMBA	2002年至今,历任公司销售代表、营销总监、重庆金城总经理、贵阳金城总经理、四川金城总经理、杭州金城总经理、南京金城总经理、上海金城总经理、合肥金城总经理、集团营销管理中心总经理。
杨万丰	46	副总经理	皖南医学院临床医学、新加坡南洋理工大学工商管理	2004年至今,历任广州金城业务部经理、营销总监、公司华南大区总经理、海南金城总经理、江西金城总经理。

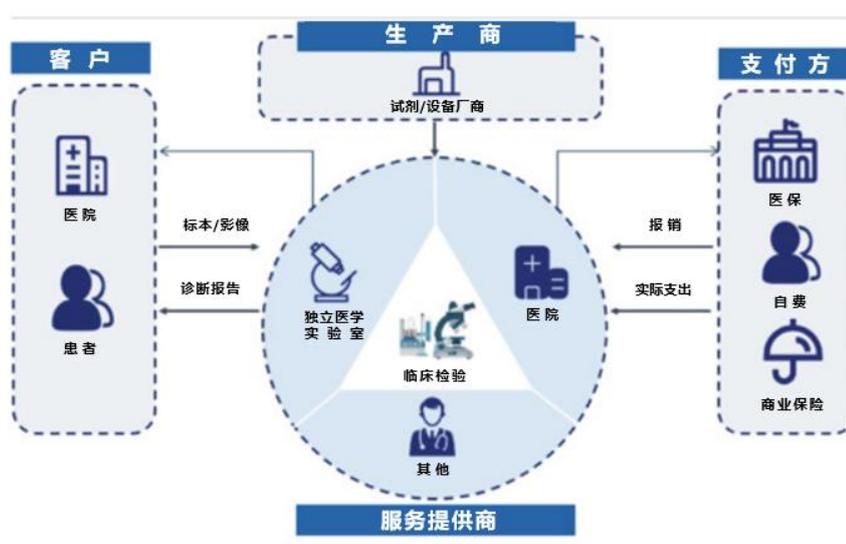
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

政策与技术双重驱动，ICL 行业长坡厚雪

1.国内政策环境利好，第三方医学检验前景广阔

规模化经营控制成本，专业化分工提升检验能力。随着社会经济和检验技术的不断发展，检验服务的需求不断上升，独立医学实验室利用其集约化经营控制成本，专业化提升检验效率及检验水平，为各类医疗机构提供医学检验及病理诊断服务。第三方医学检验通过向上游供应商集中采购检验仪器及试剂耗材，利用免疫学、分子生物学、微生物学、病理诊断等检验检测技术，为下游各类医疗机构或有检验需求的个人客户提供医学检验服务。

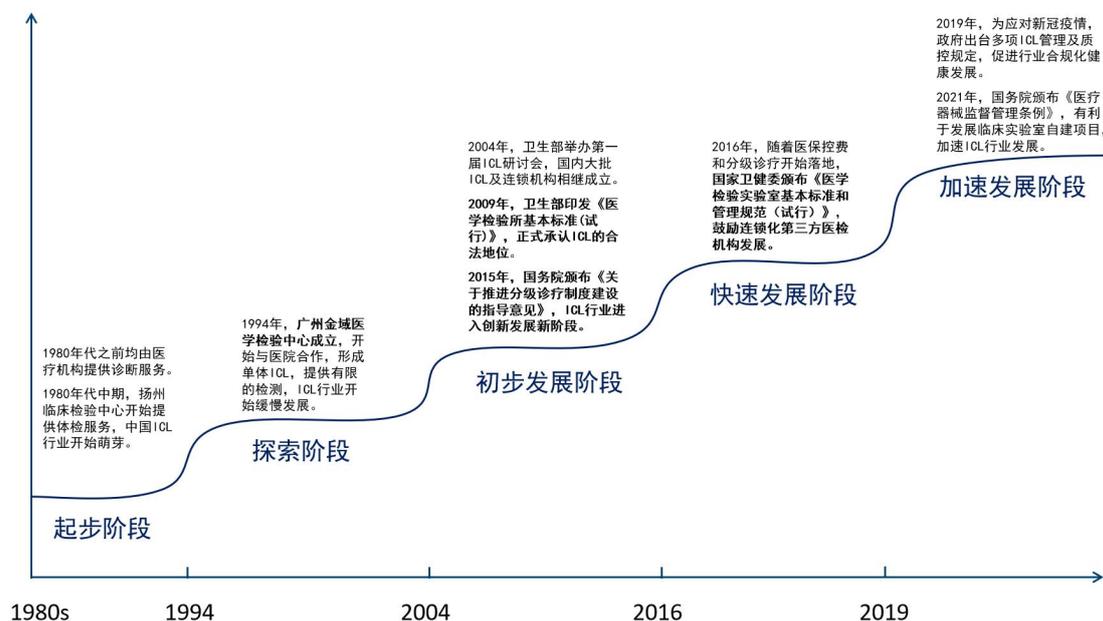
图6: 第三方医学检验产业链



资料来源：康圣环球招股书，国信证券经济研究所整理

中国第三方医检行业起步晚，正处于加速发展阶段。中国第三方医学检验行业起步较晚，20世纪80年代以前，医疗诊断服务均由医疗机构内部提供，公立医院检验科和病理科是中国医学检验市场的主体。随着诊疗技术发展及临床需求的变化，中小型医院由于检验能力有限，需要将患者的样本移送大型医院进行诊断。1980年代中期，扬州临床检验中心开始提供体检服务，第三方医检行业开始萌芽。1994年，中国第一家ICL广州医学院医学检验中心（金域医学前身）成立，行业开始进入快速发展轨道。

图7：中国 ICL 市场发展历史阶段



资料来源：艾迪康招股书，国信证券经济研究所整理

从政策端来看，支持社会力量举办医学检验机构。在检验收费降价、严格控制公立医院数量和规模、促进检验结果互认、DRGs/DIP 等多项政策陆续出台的背景下，第三方医学检验在医疗体系内的重要性不断提高，有助于医院控制成本，降低医疗支出负担。与此同时，各级政府所推动的大型检验项目，如妇女的两癌筛查、先天性疾病的产前诊断、新生儿遗传性疾病筛查和体检普查等，这些项目的技术要求较高且检验量较大，规模较大的独立医学实验室恰好具有承接该类项目的的能力，其带来的社会价值也远远大于经济利益。

表3：中国医学检验行业相关政策梳理

时间	政策名称	主要内容
2010.7	《关于加强医疗质量控制中心建设推进同级医疗机构检查结果互认工作的通知》	要求地方各级卫生行政部门组织辖区内逐步开展检查结果互认，鼓励参加各级医疗质量控制的检查项目，在各自辖区内实行检查结果互认。
2011.12	《关于各地开展医药费用控制有关工作情况的通报》	设定控费目标、落实控费责任、降低医疗服务要素成本等
2015.3	《全国卫生服务体系规划纲要（2015~2020年）》	建立并完善 分级诊疗模式 ，建立不同级别医院之间、医院与基层医疗卫生机构、接续性医疗机构之间的分工协作机制，健全网络化城乡基层医疗卫生服务运行机制，逐步实现基层首诊、双向转诊、上下联动、急慢分治。
2015.9	关于推进分级诊疗制度建设的指导意见	整合推进区域医疗资源共享。探索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。加强医疗质量控制，推进同级医疗机构间以及医疗机构与独立检查检验机构间 检查检验结果互认 。
2016.12	《国务院关于印发“十三五”深化医药卫生体制改革规划的通知》	鼓励社会力量举办医学检验机构、医学影像检查机构 、消毒供应机构和血液净化机构，加强医疗质量控制，推进同级医疗机构间以及医疗机构与独立检查检验机构间检查检验结果互认。
2017.5	《关于支持社会力量提供多层次多样化医疗服务的意见》	支持社会力量举办独立设置的医学检验等专业机构，面向区域提供相关服务。
2018.6	《关于进一步改革完善医疗机构、医师审批工作的通知》	明确提出第三方医疗机构的共享机制；医疗机构与独立设置的医疗机构签订协议，可作为相关诊疗科目的登记依据。
2019.2	《关于开展社区医院建设试点工作的通知》	在医技等科室方面，至少设置医学检验科（化验科）、影像诊断、临床检验等科室可由第三方机构或者医联体上级医疗机构提供服务。
2019.3	《关于印发2019年深入落实进一步改善医疗服务行动计划的通知》	大力推动结果互认制度。发挥医学检验、医学影像、病理等专业质控中心作用，

动计划重点工作方案的通知》

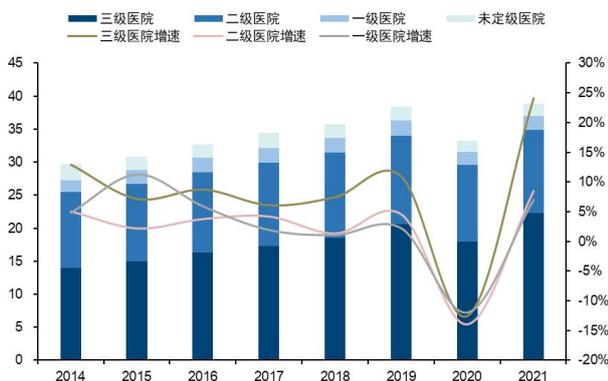
加大医疗质量控制力度，提高检查检验同质化水平。

2019.6	《促进社会办医持续健康规范发展意见的通知》	严格控制公立医院数量和规模，为社会办医留足发展空间。各地在新增或调整医疗卫生资源时，要首先考虑由社会力量举办或运营有关医疗机构。支持三级公立医院与社会办医共享医学影像、医学检验、病理诊断等服务，形成全社会医疗合作管理体系。
2020.12	《关于进一步规范医疗行为促进合理医疗检查的指导意见》	鼓励有条件的地区按照标准独立设置医学影像中心、医学检验中心、病理诊断中心，并统一纳入卫生健康部门医疗质量控制体系，为区域内医疗机构提供检查服务，实现资源共享。
2021.2	《医疗器械监督管理条例》	对国内尚无同品种产品上市的体外诊断试剂，符合条件的医疗机构根据本单位的临床需要，可以自行研制，在执业医师指导下在本单位内使用。
2022.5	《深化医药卫生体制改革 2022 年重点工作任务的通知》	增强市县级医院服务能力，支持社会办医持续健康规范发展，支持社会办医疗机构牵头组建或参加医疗联合体。同时继续推进医保支付方式改革，在全国 40% 以上的统筹地区开展按疾病诊断相关分组（DRG）付费或按病种分值（DIP）付费改革工作。

资料来源：公司招股书，中国政府网，国信证券经济研究所整理

分级诊疗为 ICL 行业打开发展空间。2015 年 9 月，国务院印发《关于推进分级诊疗制度建设的指导意见》，提出建设基层完善的分级诊疗服务体系、健全分级诊疗保障机制，形成基层首诊、双向转诊、急慢分治、上下联动的分级诊疗模式。在政策推动下基层医疗机构扩容，可满足更多患者就近的诊疗需求，但其自身面临检验设备和检验能力的限制，需要第三方医学检验机构提供更加专业、高效的服务，支撑分级诊疗真正落地。

图8：各级医院诊疗人次数（亿人次、%）



资料来源：中国卫生健康统计年鉴，国信证券经济研究所整理

图9：各级公立医院检查收入情况（亿元）



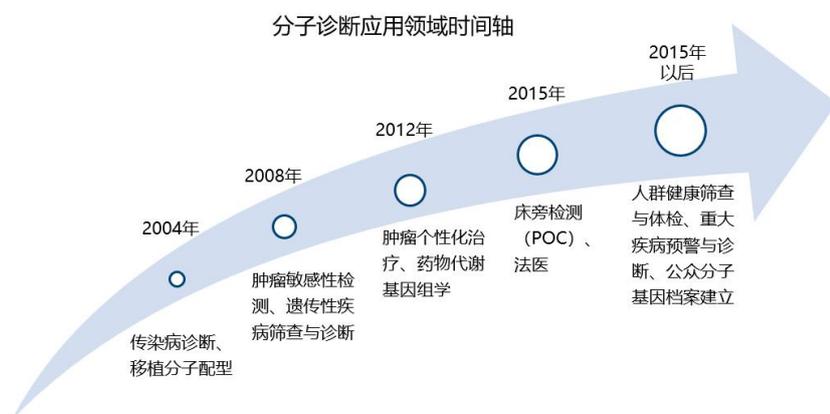
资料来源：中国卫生健康统计年鉴，国信证券经济研究所整理

DRGs/DIP 大力推行下改变医院检验科定位。DRGs/DIP 执行下改变过往按项目付费的模式，医院将更有动力减少整体治疗成本和临床检测费用，医院检验科需要重新梳理检验项目分组，按照疾病组合进行合理设置。大型三甲医院、区域医学中心将更聚焦疑难重症，提高 CMI 值（病例组合系数），对于新技术及高端的检验项目的需求更加迫切，将加大与第三方医检机构的特检项目或科室共建的合作。对基层医疗机构而言，其针对的常见病和多发病所开展的常规检验项目需要进行成本核算，可能有更强动力将投入产出比低的项目外包至第三方医检机构。

从技术端来看，检验技术进步或将推动检验需求释放，为第三方医检开辟新战场。以分子诊断为例，该技术的应用热点随着时间推移不断变化迭代，由最初的传染病诊断、移植分子配型方面（2004 年），逐步发展到肿瘤敏感性检测、遗传性疾病筛查与诊断方面（2008 年），随后发展到肿瘤个性化治疗、药物代谢基因组学等方面（2012 年），2015 年以后主要应用在人群健康筛查与体检、重大疾病预警与诊断等方面。随着新应用领域的持续拓宽，第三方医检机构可灵活提供医院

和患者所需的检测项目，助力精准医疗。

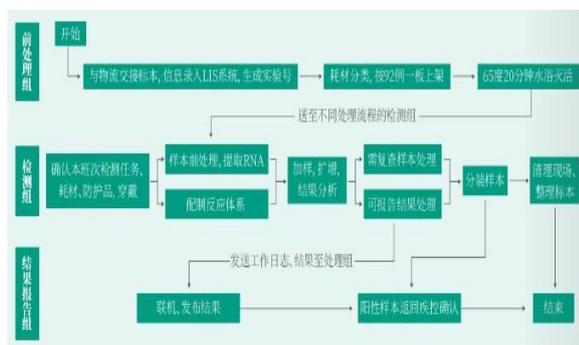
图 10: 技术进步将同步推动检验行业发展



资料来源：中国医药报，国信证券经济研究所整理

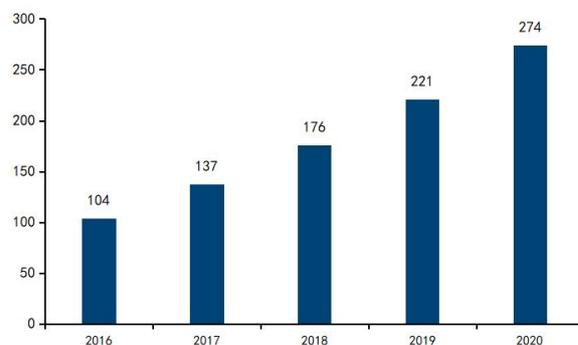
第三方医学检验控费效果明显，解决各等级医院的检验痛点。2018年9月，国家卫健委发展研究中心在广州发布第三方医学实验室效果评估及经验总结项目报告，明确指出第三方医学检验行业能与公立医疗机构形成有效补充，其集中检测、规模化效应降低成本优势明显，且发展第三方医检每年可省下近1%的医保支出，节约百亿元医保资金。在一项关于安徽省137家二级及以上公立医院检验外包意愿调查研究中显示，三级医院受访者中121人（80.7%）愿意与第三方医学检验实验室合作，二级医院受访者中214人（82.0%）愿意与其合作，且血液学检查、妇产科检查、肿瘤检查三大板块外包意愿最强，分别为86.1%、83.9%、82.5%。

图 11: 核酸检测流程图



资料来源：中华临床实验室管理，国信证券经济研究所整理

图 12: 2016-2020 年 ICL 可节省的检测费用（亿元）



资料来源：国家卫生健康委员会发展研究中心，国信证券经济研究所整理

表 4: 常用检测项目简介和外包原因

	生化发光检验	免疫学检验	其他综合检验	基因组学检验	病理诊断	理化、质谱检验
应用的检验技术	生物化学技术、化学发光技术等	ELISA、免疫荧光等	如流式细胞术、微生物培养与鉴定、血常规	PCR、基因芯片、测序、荧光原位杂交	组织病理制片、细胞病理制片、免疫组化、超微病理	色谱、质谱、原子吸收
主要检验项目	蛋白类检测（如总蛋白、转铁蛋白）；酶类检测（如谷丙转氨酶）；肿瘤标志物检测（如癌胚抗原 CEA）等	乙肝两对半；过敏原检测；优生五项检测等	唐氏综合征；外周血染色体核型分析	乙肝病毒 HBV DNA；高危型 HPV DNA 检测；无创产前基因检测	宫颈液基细胞学诊断 TCT 项目；组织病理诊断；肾脏病理诊断	微量元素检测（钙、锌等）；遗传代谢病检测

医院外包诉求 低层级医院样本量不够；或检验科场地限制导致检测通量不足，医院自主开展不经济
基因检测仪器昂贵，样本量有限，开机运行成本高
病理医生稀缺，培养周期长
质谱仪器昂贵，缺乏自动化处理，人工要求高

资料来源：金城医学招股书，国信证券经济研究所整理

2.国内第三方医检市场规模超 250 亿，保持较快增长

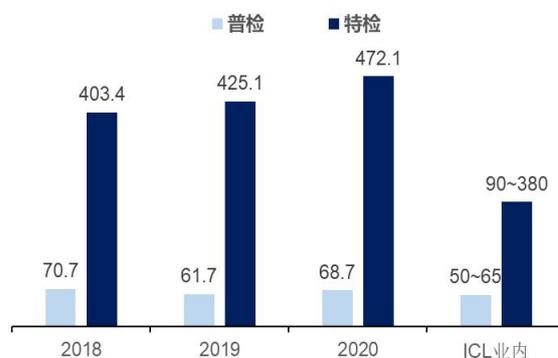
特检项目技术难度和收费标准显著高于普检。普检主要为常规检测项目，旨在为大多数临床实验室所研究的疾病提供诊断、预防或治疗信息，主要包含常规生物化学、常规微生物学、常规免疫学等项目。特检是指非常规检测，通常需要专门的技术或设备来进行，比如分子诊断、蛋白质化学、细胞免疫学、高级微生物学等。根据康圣环球招股书，2020 年 ICL 行业内常规检验的平均服务费为 50-65 元，而特检的平均服务费为 90 至 380 元不等，部分项目收费更高。

图 13: 普检和特检的对比

	普检	特检
检测项目	《医疗机构临床检验项目目录》之内	目录外一般不作为常规检测进行的复杂检测
技术平台	常规生化、常规微生物学、常规免疫学等	分子诊断、蛋白质组学、细胞免疫学、高级微生物学等
人员需求	低（技术要求有限）	高（需要高技能专业人才）
流程	统一化、标准化	高度差异化
技术难度	壁垒较低	壁垒高
自动化程度	高	低
附加值水平	较低	高
盈利能力	中低水平	中高水平
服务范围	所覆盖范围相对较小	可覆盖较大范围
主要服务提供商	各级医院、ICL、共建的临床实验室	三级医院、ICL
主要客户	民营医院、二级及以下公立医院	三级公立医院

资料来源：康圣环球招股书，国信证券经济研究所整理

图 14: 普检与特检价格对比（元）



资料来源：康圣环球招股书，国信证券经济研究所整理
注：2018-2020 年为康圣环球检验服务收费定价。

中国 ICL 市场目前以普检为主，特检领域增速预计超过 20%。根据 Frost & Sullivan 统计，中国 ICL 市场规模正不断扩大，2021 年中国 ICL 市场规模 223 亿，预计 2021-2026 年 CAGR 为 18.2%，2021 年普检市场占比估计为 53.9%。随着检验需求不断多样化以及诊疗精准化升级，特检市场占比预计将不断增加，2021-26 年 CAGR 高达 23.0%，于 2026 年有望达到 289 亿，占比提升至 56.3%。

图 15: 中国临床检测市场规模（单位：十亿元）



资料来源：Frost & Sullivan，国信证券经济研究所整理 注：ICL 市场不包括 COVID-19 检测

图 16: 中国第三方医检（ICL）市场规模（单位：亿元）

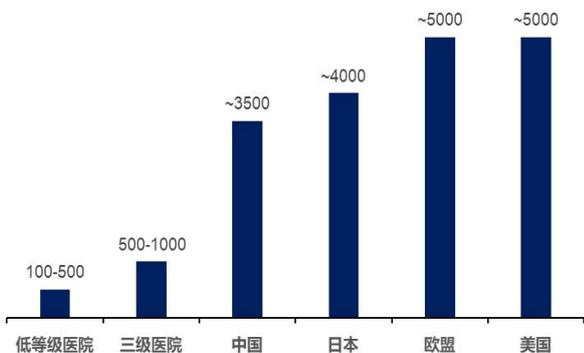


资料来源：Frost & Sullivan，国信证券经济研究所整理 注：ICL 市场不包括 COVID-19 检测

ICL 拥有比临床医疗机构更为丰富的检验菜单。与其他临床检验机构相比，ICL 一般拥有大型实验室及更先进的设备和经验丰富的技术人员，通常可提供 1000 个以上的检验项目，领先的 ICL 提供超过 3500 个检验项目，而三级医院一般提供 500~1000 个检验项目。发达国家的头部 ICL 拥有 4000-5000 个项目，国内企业仍有较大的提升空间。

部分综合型龙头已实现全国布局，同时涌现一批技术或临床学科导向型 ICL。金城医学与迪安诊断已完成全国布局，同时在持续寻求下沉市场。艾迪康、云康集团利用优势区域市场或合作共建模式持续拓展业务。除了综合型 ICL 外，还可分为技术导向型和临床学科导向型 ICL，比如专注于测序或质谱技术的实验室，或围绕单一科室如血液疾病、神经系统疾病提供综合检验方案的 ICL。我们认为拥有多技术平台、普检与特检同时布局的综合型 ICL 拥有更强的规模优势及渠道网络优势。

图 17: 中国各类医院及各国 ICL 检验项目数量比较



资料来源: Frost & Sullivan, 国信证券经济研究所整理

图 18: 国内第三方医检机构分类

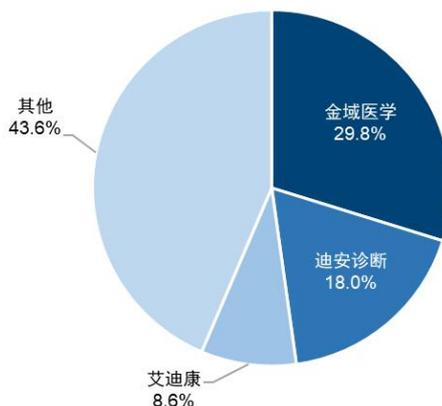


资料来源: 各公司官网, 国信证券经济研究所整理

注: 以上分类仅代表公司主营业务或公司重点技术平台, 并不代表公司全部业务布局, 仅供参考

金城医学为国内最大的第三方医检机构。2021 年, 国内第三方医检市场竞争格局仍较为分散, CR3 为 56.4%。其中金城医学占据最大份额, 占比 29.8%, 其次为迪安诊断和艾迪康。此外还有众多富有特色、以特检为主业的小而美 ICL, 在部分领域占有一席之地。

图 19: 国内 ICL 市场竞争格局 (2021 年)



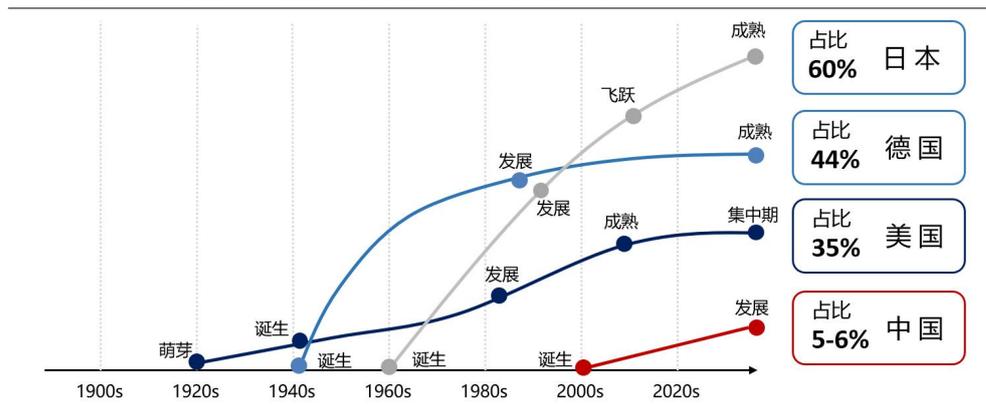
资料来源: Frost&Sullivan, 国信证券经济研究所整理

3. 普检领域 ICL 将凸显规模优势，外包渗透率提升空间大

当前国内 ICL 渗透率仅为个位数。中国第一家 ICL 于 1994 年成立，ICL 行业发展相对较晚。于 2021 年，中国 ICL 的渗透率仅在个位数，远低于日本的 60%、德国的 44% 以及美国的 35%。尽管美国 ICL 诞生更早，但渗透率仍低于日本，主要是由于美国人口分布广、密度低。出于地域覆盖和检验时效的考虑，很多检验项目无法交由大型 ICL 完成，美国大多数检验仍可由医院内部、医院外设（Outreach）、诊所内（Physician Office）的实验室来完成，但日本人口相对集中，运送路程短，ICL 可承接项目种类更多。此外，美国的价格一定程度上可由市场竞争决定，而日本通过强有力的医保控费，使得医院有更强的成本控制意愿，且公立医院盈利能力恶化又限制了对于高端检验设备的投入和耗材的采购，进一步放大 ICL 的成本优势和规模效应。

医疗政策改革有助于加速医院检验外包。2021 年 11 月，国家医保局发文《关于印发 DRGs/DIP 支付方式改革三年行动计划的通知》，明确 2022-2024 年三年工作任务，到 2025 年底，DRGs/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，基本实现病种全覆盖（入组率 90% 以上）和医保基金全覆盖（占医保基金支出 70% 以上）。随着 DRGs/DIP 实施落地，医院检验科从利润端转变为成本端，医院将更有动力将检验业务外包给成本更低、效率更高、服务更专业的第三方医检机构。

图 20：全球第三方医学实验室发展路径与渗透率变化情况



资料来源：Frost&Sullivan，公司官网，国信证券经济研究所整理

根据成本结构拆分简单测算医院和 ICL 面对检验收费降价时的盈利能力变化：

根据《医院临床检验科收入成本管控分析》中对杭州市某三乙医院检验科收入成本的分析，其检验科毛利率在 40% 左右，其中主要成本为检验试剂/耗材（54%）、直接费用（23%）和人力（18%）。ICL 的成本结构略有差异，以金域常规检验项目（生化发光、免疫学项目）为例，其中试剂成本占据最大比例，达到 73% 左右，其次为物流成本，大约 10%，再次为人工、折旧等成本支出。

图21: 杭州市某三乙医院检验科收入和毛利率



资料来源: 金彦. 医院临床检验科收入成本管控分析[J]. 医药卫生, 2021(9):2., 国信证券经济研究所整理

图22: 杭州市某三乙医院检验科成本拆分



资料来源: 金彦. 医院临床检验科收入成本管控分析[J]. 医药卫生, 2021(9):2., 国信证券经济研究所整理

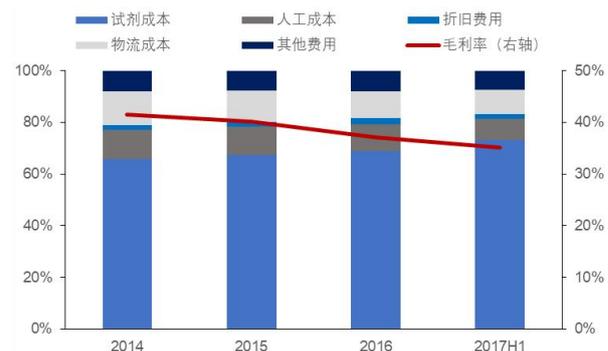
注: 直接费用为包括办公费、物业费、材料、低值易耗品、设备维修费等可直接计入临床检验科的费用; 管理费用为按检验科员工人数占全院员工人数(剔除管理部门人数)的比例分摊应承担部分。

图23: 金域医学生化发光检验项目成本拆分



资料来源: 金域医学招股书, 国信证券经济研究所整理

图24: 金域医学免疫检验项目成本拆分



资料来源: 金域医学招股书, 国信证券经济研究所整理

假设试剂成本集采降价, 且同步下调检验收费时, 测算医院检验科自行检测和外包 ICL 时的毛利率。经简单测算可知, 由于人力、折旧和其他成本是刚性支出但检验量相对稳定, 在降价后医院短期难以摊薄这些成本, 自行检测的毛利额可能大幅下降。而在外包给 ICL 后, 在外包渗透率同步提升的情况下, ICL 规模优势有望凸显, 45-55%的扣率下均可为医院带来高于自行检测的毛利额贡献, 同时一定程度保障 ICL 自身的毛利额。

图25：医院检验科和 ICL 检验成本分析

各项成本占比来自于图2-24所列示数据；根据头豹研究院，普检项目扣率一般为40-60%，取40%为例计算

假设试剂集采降价50%，检验收费降价30%；医院检验量维持稳定情况下，单位人力、折旧、其他费用均不变；假设降价后促进检验量外包，ICL试剂采购成本降低20%，其余成本降低5%。

	医院自行检测	外包至大型ICL		医院自行检测	外包至大型ICL	外包至大型ICL
患者检验收费	100	100	患者收费	70	70	70
各项成本			各项成本			
试剂	32.6	17.5	试剂	16.3	14.0	14.0
人力	10.5	1.7	人力	10.5	1.6	1.6
折旧	0.6	0.5	折旧	0.6	0.48	0.48
物流		2.4	物流		2.3	2.3
其他成本	16.4	1.9	其他成本	16.4	1.8	1.8
ICL扣率		40%	ICL扣率		45%	55%
医院检验科			医院检验科			
收入	100	100	收入	70	70	70
成本	60	40	成本	43.8	31.5	38.5
毛利额	40	60	毛利额	26.2	38.5	31.5
毛利率	40%	60%	毛利率	37%	55%	45%
ICL			ICL			
收入		40	收入		31.5	38.5
成本		24	成本		20.2	20.2
毛利额		16	毛利额		11.3	18.3
毛利率		40%	毛利率		36%	48%

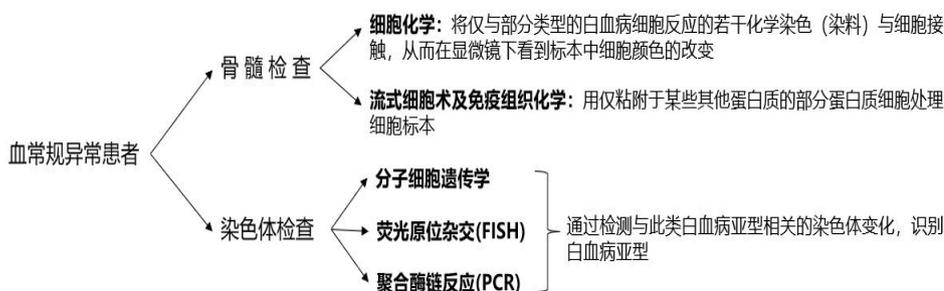
资料来源：头豹，国信证券经济研究所整理和测算

注：该测算涉及假设较多，可能与实际运营情况存在较大差异，仅供参考。

4. 特检领域空间广增速快，头部 ICL 大有可为

特检是精准医疗中必不可少的一环。随着精准医疗的需求不断增加，临床实践的各个步骤—筛查、诊断、治疗、预后及康复将需要使用更多的特检。以血液学检验为例，其有助于患者白血病分型，可帮助确定患者对特定治疗的反应如何。在进行血常规检测后，结果异常的患者会进一步进行骨髓检查或一系列的染色体检查，有助于精确定白白血病亚型。在治疗后，骨髓检查或染色体检查也可帮助医生通过检测体内是否存在剩余的白血病细胞而确定治疗的有效性。

图26：血液学检验在白血病中的应用举例



资料来源：康圣环球招股书，国信证券经济研究所整理

国内 ICL 特检领域扩展空间巨大。特检市场按专科领域划分主要包括血液学检测、遗传病及罕见病检测、传染病检测、肿瘤检测、神经病学检测和妇科相关检测等，近年来在不断开拓眼科、皮肤和药物监测等新兴领域。从增长情况来看，血液学

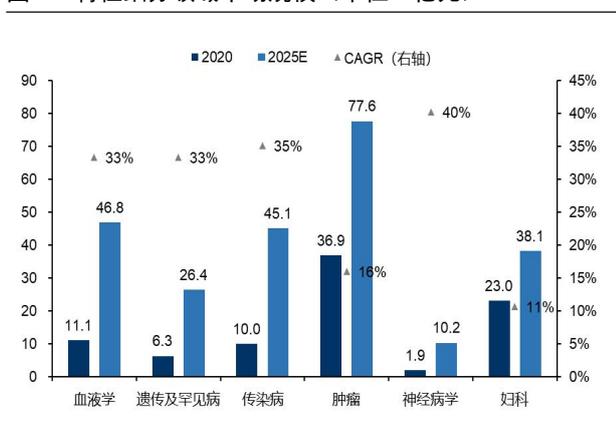
检测、遗传病及罕见病检测、传染病检测市场增长强劲，预计增速 30%以上，而神经病学检测虽然体量相对较小，但增长尤为迅猛，预计增速达 40%。从市场竞争格局来看，血液学检测和神经病学检测高度集中，份额前三的公司占比达 80%以上，遗传及罕见病检测、传染病检测、妇科检测比较集中，份额前三的公司占据半壁江山，而肿瘤检测相对比较分散，竞争最为激烈。国内特检市场大部分收入由三级医院产生，占比在 70%左右，并将在未来几年维持 20%的复合增长。

表5：中国 ICL 特检市场主要六大专科领域情况

ICL 特检 细分专科	描述	患病人数（百万人）		中国市场规模（亿元）			竞争格局 CR3
		2020A	2025E	2020A	2025E	CAGR	
血液学检测	白血病、淋巴瘤、多发性骨髓瘤、骨髓增生性肿瘤、骨髓增生异常综合症等	0.19	0.20	11.10	46.79	33.3%	85.3%
遗传及罕见病检测	通过检测遗传病及罕见病，有助于根据患者的基因档案识别致病基因变异	0.26	0.27	6.27	26.37	33.3%	51.2%
传染病检测	为便于诊断引起疾病的微生物类型而进行的检测，旨在提供有关疾病治疗计划的见解	83.5	77.6	10.01	45.12	35.1%	61.4%
肿瘤检测	肿瘤检测指实体瘤检测，涉及预测检测、诊断、癌症精准医疗、预后监测等的血液恶性肿瘤除外	4.4	5.0	36.91	77.64	16.0%	26.5%
神经病学检测	对神经系统疾病的检测，包括老年痴呆症、帕金森、癫痫、多发性硬化症、自闭症等	1.9	2.2	1.89	10.24	40.2%	>83.6%
妇科相关检测	妇科相关及产前问题检测，生殖健康的主要应用是对高危女性进行无创产前诊断（NIPT）	14.8	15.5	22.98	38.12	10.7%	67.3%

资料来源：康圣环球招股说明书，Frost & Sullivan，国信证券经济研究所整理 注：不包括 COVID-19 检测；竞争格局选用 2020 年中国 ICL 各细分领域市场份额前三公司合计占比

图27：特检细分领域市场规模（单位：亿元）



资料来源：Frost & Sullivan，国信证券经济研究所整理

图28：各级医疗机构特检市场规模预测（单位：亿元）



资料来源：Frost & Sullivan，国信证券经济研究所整理

国内特检在覆盖广度和深度上仍有欠缺：

从特检领域覆盖度来看，国内的检验广度尚待提高。中国大多数 ICL 特检集中在肿瘤、传染、妇科等发病率较高、检验技术成熟、自动化程度高的领域，皮肤、麻醉、移植等众多细分医疗场景仍然面临“有病人样本无检验项目”的困局。以遗传病为例，海外 ICL 特检龙头 ARUP 遗传检验项目约 400 多种，梅奥实验室的遗传病检验也有超过 350 种，其中包括天使综合征、Loeys-Dietz 综合征等疑难杂症，相比之下中国针对这些细分疾病仍然缺乏有效的检验手段。

从特检技术角度分析，国内的检验深度不足。海外头部实验室如 Quest 在遗传性肿瘤领域可检测 66 项基因位点，且可组成不同的 panel。ARUP 仅针对结直肠癌

中的细分病种林奇综合征设有 20 多个检验项目，运用基因测序、甲基化检测、免疫组化染色等多项技术，而国内针对结直肠癌的检验大多较为简单，应用 NGS/PCR 便隐血等常规方法，与海外实验室相比存在一定不足。

图 29: Quest 可检测的疾病类型分类

Allergy & asthma 过敏&哮喘	Endocrine disorders 内分泌失调
Arthritis 关节炎	Gastrointestinal disorders 胃肠紊乱
Autoimmune diseases 自身免疫病	Genetics 遗传病
Bleeding & thrombosis 出血&凝血	Infectious diseases 传染性疾病
Cancer 肿瘤	Micronutrients 微量元素
Cardiovascular disease 心血管疾病	Neurological disorders 神经系统疾病
Chronic kidney disease 慢性肾病	Nonalcoholic fatty liver disease 非酒精性脂肪肝病
Clinical drug monitoring 临床药物监测	Transplant 移植
Diabetes & pre-diabetes 糖尿病&糖尿病前期	Women's health 女性健康

资料来源: Quest Diagnostics, 国信证券经济研究所整理

图 30: Labcorp 特检 (Specialty test) 业务布局



资料来源: Labcorp, 国信证券经济研究所整理

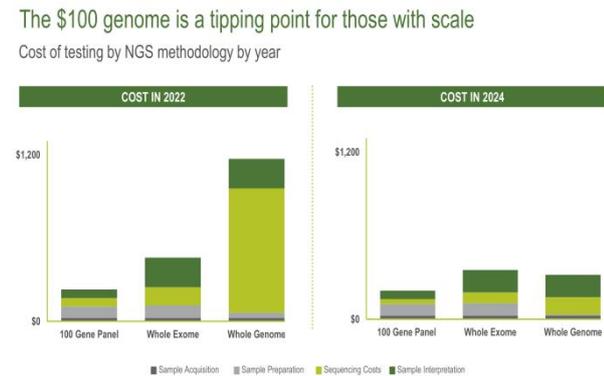
图 31: Quest Diagnostics 遗传性肿瘤可检测靶点 (部分)

Gene	Test Codes ^a								Associated Cancers ^b																							
	38600	38611	38621	38631	38641	92587	91863	91461	Comprehensive Hereditary Cancer	Guideline-Based Hereditary Cancer	Hereditary Breast Cancer	Hereditary Colorectal Cancer	Hereditary Endocrine Cancer	BRCA Panel Plus	BRCA Panel	Lynch Syndrome	Additional tests available ^c	Brain/CNS	Breast	Colorectal/GI	Thyroid	IBD/PCC	Endocrine other	Gastric	Melanoma	Ovarian	Pancreatic	Prostate	Renal	Uterine / Endometrial	Other cancers	Non-cancerous findings
APC	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•
ATM	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•
AXIN2	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•
BAP1	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•
BARID1	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•
BLM	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•
BMPR1A	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•
BRCA1	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•
BRCA2	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•
BRIP1	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•
CDH1	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•
CDK4	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•
CDKN1B	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•
CDKN2A	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•
CHEK2	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•
DICER1	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•
EGFR	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•
EPCAM	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•
FANCA	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•

资料来源: Quest Diagnostics, 国信证券经济研究所整理

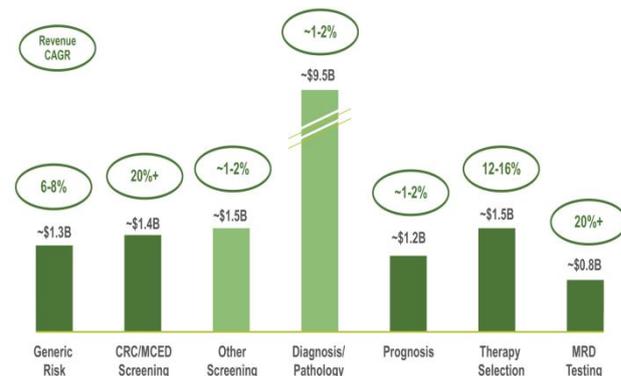
“100 美元基因组有望成为具备规模优势的医检机构的转折点”。Quest Diagnostics 认为对于高通量、大规模的医检平台而言，测序成本的下降有望打开 NGS 在肿瘤基因检测领域的广泛应用空间，是量变到质变的转折点。所涉及的应用场景除了传统的诊断/病理、筛查外，更具潜力的检测领域还包括 CRC（结直肠癌）/MCED（多癌）筛查、MRD（病灶微小残留）监测、疗法选择等。

图32: 基因测序成本有望大幅降低



资料来源: Quest Diagnostics, 国信证券经济研究所整理

图33: 肿瘤基因检测有望打开更多应用场景 (10 亿美元)



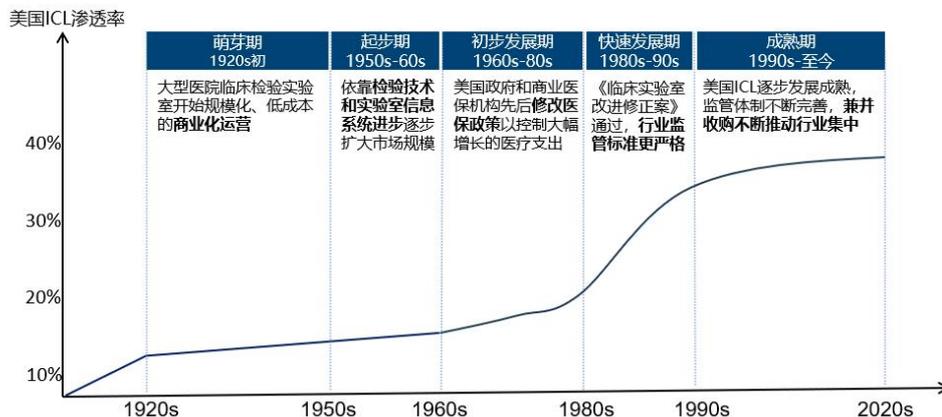
资料来源: Quest Diagnostics, 国信证券经济研究所整理

5.他山之石：美国 ICL 行业发展历程及现状

监管政策和技术进步驱动美国 ICL 发展壮大：

- 早在 20 世纪 20 年代初，美国就开始有医院商业化运营临床检验实验室，其中一些技术实力较强、设备较齐全的医院可承接来自其他医院的检验业务，约占据 14% 左右的检验市场份额。这些商业化运营的实验室一方面为医院提供额外收入，另一方面也通过集中检验促进医疗资源优化配置；
- 20 世纪 50-60 年代，检验仪器的技术迅速发展，检验操作的精准度、自动化程度显著提高，质量控制变得更加容易，而临床检验对仪器的依赖程度也大幅提高，同时实验室的计算机和信息处理技术也获得极大的进步，使得实验室间远程数据传递和处理更为便捷。以上技术进步促使对检验仪器和信息系统的资本开支要求提高，更加凸显独立医学实验室的规模化运营优势，促进了行业的发展和壮大；
- 20 世纪 60-80 年代，为应对美国医疗总支出大幅增长，政府和商业医疗保险机构先后修改医保政策以控制医疗支出，美国第二代 DRGs 于 1981 年完成，并于 1983 年正式实施，加大了医院控制成本的压力，同时促进了医院的检验业务外包，ICL 的渗透率提升至 20%；
- 20 世纪 90 年代，为提高临床检验的整体质量水平，美国于 1988 年通过《临床实验室改进修正案 CLIA 88》，将私人诊所的临床检验置于更严格的监管标准下，驱动具有质量、运营管理和规模优势的 ICL 行业再次快速发展。90 年代中期 ICL 渗透率大幅提升至 35%；
- 21 世纪初至今，美国 ICL 行业进入黄金发展期，营收和利润稳步提升。两大 ICL 龙头 Quest 和 Labcorp 并购不断，持续巩固自身市场地位，优化业务结构，开拓高端检测项目。Quest 自 2000 年开始 Six Sigma 项目，优化实验室工作流程，Labcorp 也积极推动实验室自动化、流程管理标准化，提升运营效率。目前，美国 ICL 不仅开展医疗机构外包诊断业务，还直接面向患者提供诊断服务、助力新药研发的临床试验、开展疾病风险检测等，已成为成熟的经营模式。

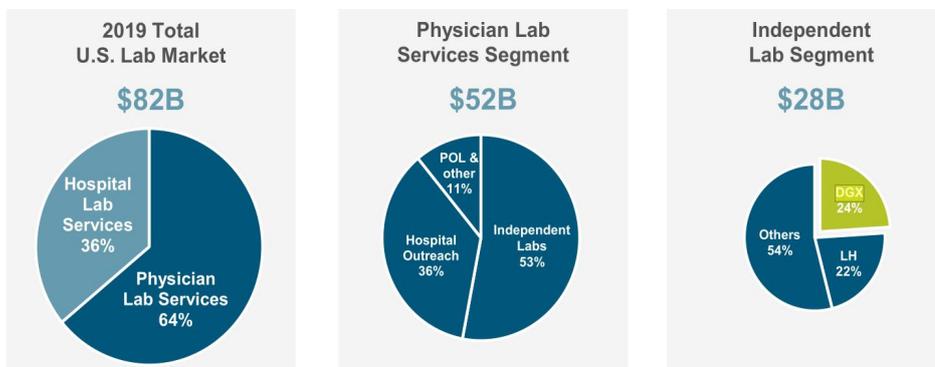
图 34: 美国 ICL 发展历程



资料来源：迪安诊断招股说明书，国信证券经济研究所整理

美国 ICL 集中度较高，Quest 和 Labcorp 合计占据半壁江山。2019 年美国实验室市场规模为 820 亿美元，其中医院实验室服务占比 36%，诊所占比 64%。在非医院实验室市场中，独立医学实验室占比 53%，达到 280 亿美金的 market 体量，其中 Quest 和 Labcorp 分别占据 24% 和 22% 的市场份额，Quest 的前身 MetPath 成立于 1967 年，Labcorp 的前身 NHL 成立于 1969 年，两家公司通过内生发展和兼并收购，不断巩固龙头地位，提升行业集中度。

图 35: 美国实验室市场竞争格局



资料来源：Quest Diagnostics，国信证券经济研究所整理

Quest：深耕第三方医学检验服务，借助收并购强化服务能力。1997 年和 1999 年分别收购 Diagnostic Medical Laboratory 和 SmithKline Beecham Clinical Laboratories 后，Quest 医学检验业务规模迅速扩大，经过 20 多年的兼并收购不断巩固优势地位。通过收购不同地区的医学检验实验室，基本完成全美布局，并以此直接补充产品线或强化检验能力，降本增效，提高市场份额。

表 6: Quest 发展历程

时间	事件
初创时期（1967 年-1996 年）：依托 Corning 快速成长，为应对激烈竞争独立上市	
1967 年	Paul A. Brown 成立 Metropolitan Pathology Laboratory（简称 MetPath）
1982 年	被 Corning Glass Works 收购，更名为 Corning Clinical Laboratories
1996 年	从 Corning 剥离，独立上市
扩张时期（1997 年-2007 年）：通过兼并收购扩大规模优势，提高行业集中度	
1997 年	收购 Diagnostic Medical Laboratory

1999年	收购 SmithKline Beecham Clinical Laboratories
2000年	启动 6 Sigma 项目，提升服务质量
2001年	收购 MedPlus，获得信息化核心能力
2002年	收购弗吉尼亚州的 American Medical Laboratories (AML) 及子公司 Lab Portal
2003年	收购 Unilab Corporation，巩固加利福尼亚州业务
2005年	收购 LabOne，扩大堪萨斯州和俄亥俄州业务及滥用药物检测业务
2006年	收购顶级传染病检测提供商 Focus Diagnostics，强化传染病和免疫疾病领域
2007年	收购瑞典的 HemoCue，巩固血红蛋白检测领域；收购癌症诊断公司 AmeriPath

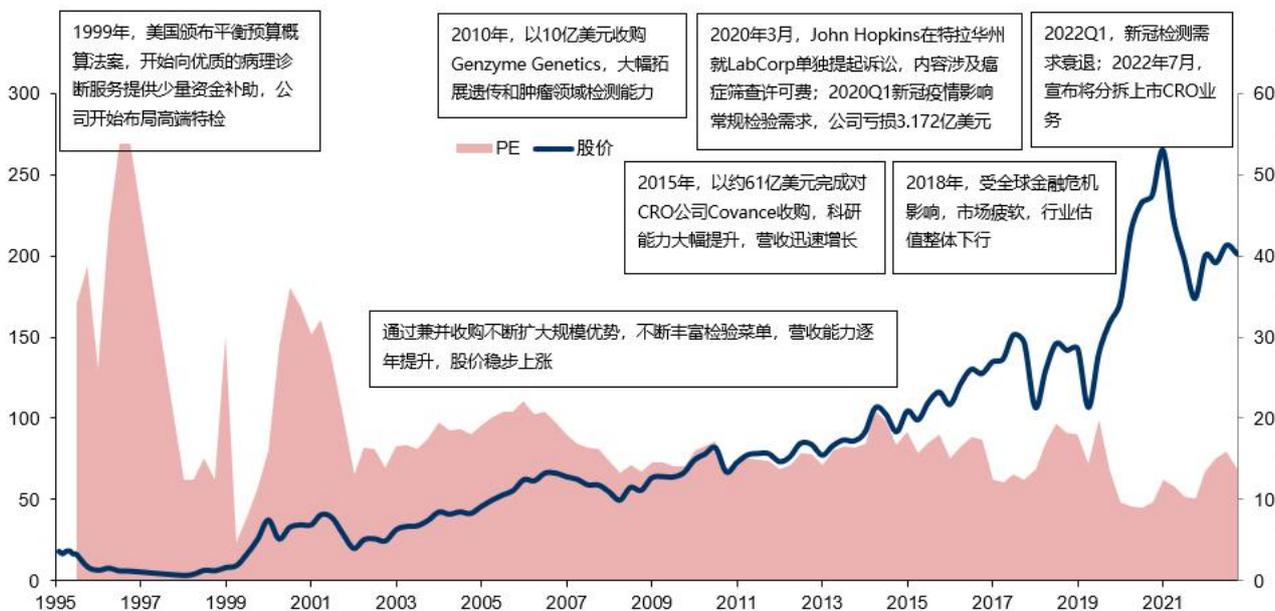
成熟时期（2008年-至今）：多元化经营，不断强化服务能力

2011年	收购 Celera Corporation；收购 Athena Diagnostics，强化神经病学诊断领域
2012年	收购 S.E.D Medical Laboratory
2014年	收购 Solstas Lab Partner Group
2015年	收购 Superior Mobile Medics 和 Memorial Care Health System 社区实验室业务
2016年	收购 Clinical Laboratory Partners 实验室业务
2017年	收购 Med Fusion 和 ClearPoint Laboratory，Shiel Holdings 的临床和解剖实验室业务
2018年	收购 Mobile Medical Examination Services
2019年	收购 Boyce & Bynum Pathology Laboratories 的临床实验室业务
2020年	收购 Blueprint Genetics、MemorialCare Health System
2021年	收购 Mercy Healthcare System 的外展实验室服务业务
2023年	收购液体活检公司 Haystack Oncology

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

Quest 在美股为长牛走势。1997-2002 年美国 ICL 行业在快速发展中实现龙头集中，Quest 通过内生成长和外延扩张实现了收入业绩的快速放量，造就了 6 年 10 倍的优异走势，在此阶段公司 PE 中枢在 35X 上下。完成市场份额的快速扩张后，公司在 2002-2015 年走势平稳，PE 中枢维持在 20X 上下。2015-2021 年为第三个股价快速拉升阶段，最大涨幅大于 200%，该阶段是公司加大特检业务投入、经营利润率稳健提升的关键时期，同时受益于新冠检测需求的拉动。在新冠检测需求衰退回归正常状态后，公司的 PE 估值中枢回到 20X 左右。

图 36: Quest 历史股价和估值变化



资料来源：公司公告，Wind，Bloomberg，国信证券经济研究所整理

Quest 毛利率维持在 35%-40%，净利率逐步提升。1997-2007 年为公司的快速扩张期，营收复合增长达到 15.9%，随后进入平稳发展阶段，2020 年起受益于新冠检测需求驱动收入快速增长，目前新冠检测需求消退，逐步恢复到正常状态。

从盈利能力来看，近 10 年公司毛利率略有下滑，但基本维持在 35-40% 的区间水平，经营利润率和净利率有所提升，从 7% 左右增长至 10% 以上，逐步体现规模运营下的经营管理效率提升。

图 37: Quest 历史营收及净利润情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

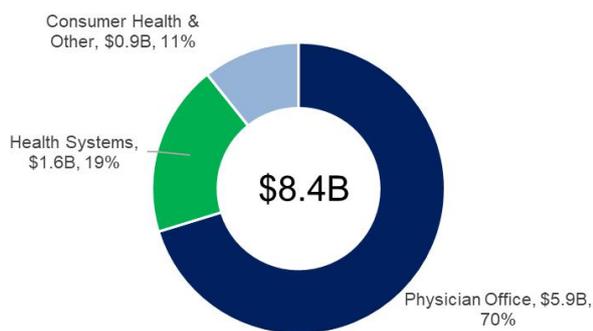
图 38: 2010-2022 年 Quest 经营利润率和毛净利率情况



资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

Quest 主要为个人执业医生诊所提供服务，特检业务占比提升显著。2022 年 Quest 剔除新冠的常规业务营收为 84 亿美金，其中 70% 来自于个人执业医生诊所，19% 来自于健康系统（如政府医保、商业医保等，包含逾 10 亿 reference lab 和 6 亿左右 professional lab 服务）、剩余 11% 来自于消费者健康和其他（药企服务、人寿保险等）。按照业务类型拆分，Quest 的常规临床检测占比持续降低，从 15 年的 61% 降低至 22 年的 44%，而基因检测、病理诊断和专科特检业务占比提升显著，占比自 16 年的 32% 提升至 22 年的 53%（包含新冠检测），即使剔除新冠检测其占比也显著提升至 45%。

图 39: Quest 按客户拆分 2022 年常规业务营收结构



资料来源: Quest Diagnostics, 国信证券经济研究所整理

图 40: 2010-2022 年 Quest 营收拆分



资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

公司将医保客户、特检和 DTC 设定为核心成长动力。公司计划加强对健康计划的覆盖，同时提升在医院系统检验需求市场的份额。其次在 12 亿美金收入的分子和基因特检业务基础上加强投入，在 2024 年将该细分板块的年增速提升至 8%。另外，公司计划 2025 年面向消费者的 DTC 业务营收贡献提升至 2.5 亿美金。并购方面，公司的主要策略包括收购医院外展实验室、加深区域覆盖和提升检验能力。

图41: Quest Diagnostics 加速成长的核心驱动力



资料来源: Quest Diagnostics, 国信证券经济研究所整理

图42: Quest Diagnostics 兼并收购的三大策略方向



资料来源: Quest Diagnostics, 国信证券经济研究所整理

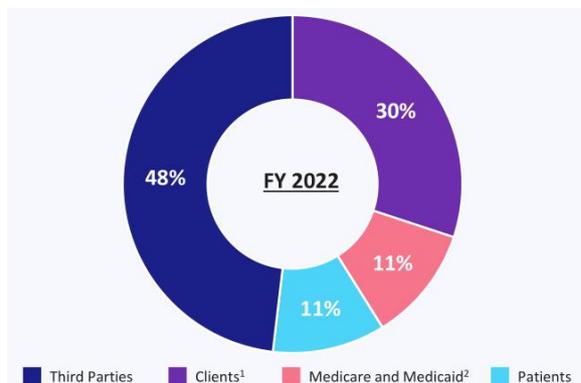
Labcorp: 检测业务体量庞大, 注重研发创新能力。 Labcorp 拥有超过 6500 个检测项目, 每年完成 6 亿多个测试, 业务覆盖 100 多个国家或地区。拆分 2022 年公司各类客户的收入, 其中 48% 源自第三方 (商业保险、Medicare Advantage、Managed Care Plans), 30% 为来自特定客户 (个人执业医生、医院、健康系统等直接为检测服务付费的实体), 传统 Medicare/Medicaid 和患者自付分别占比 11%。公司认为可持续增长的动力来自两方面: 1) 与健康系统和本地化/区域化实验室合作; 2) 持续引领特检 (含伴随诊断) 领域的开发、许可和规模化。

图43: Labcorp 在医学检验领域的成就



资料来源: Labcorp, 国信证券经济研究所整理

图44: Labcorp 2022 年收入来源拆分



资料来源: Labcorp, 国信证券经济研究所整理

2000 年起公司通过并购快速构建强大的特检能力。 1995 年, 两家大型临床实验室罗氏公司临床实验室 (RBL) 和国家健康实验室 (NHL) 合并, 强强联合成立 Labcorp, 深度布局高端检测业务, 注重对研发能力强、拥有新技术的公司进行收购, 以强化其特检领域竞争力, 保证公司业绩稳步增长。2015 年完成对全球领先的药物研发服务公司 Covance 收购, 开拓新增长点。

表7: Labcorp 发展历程

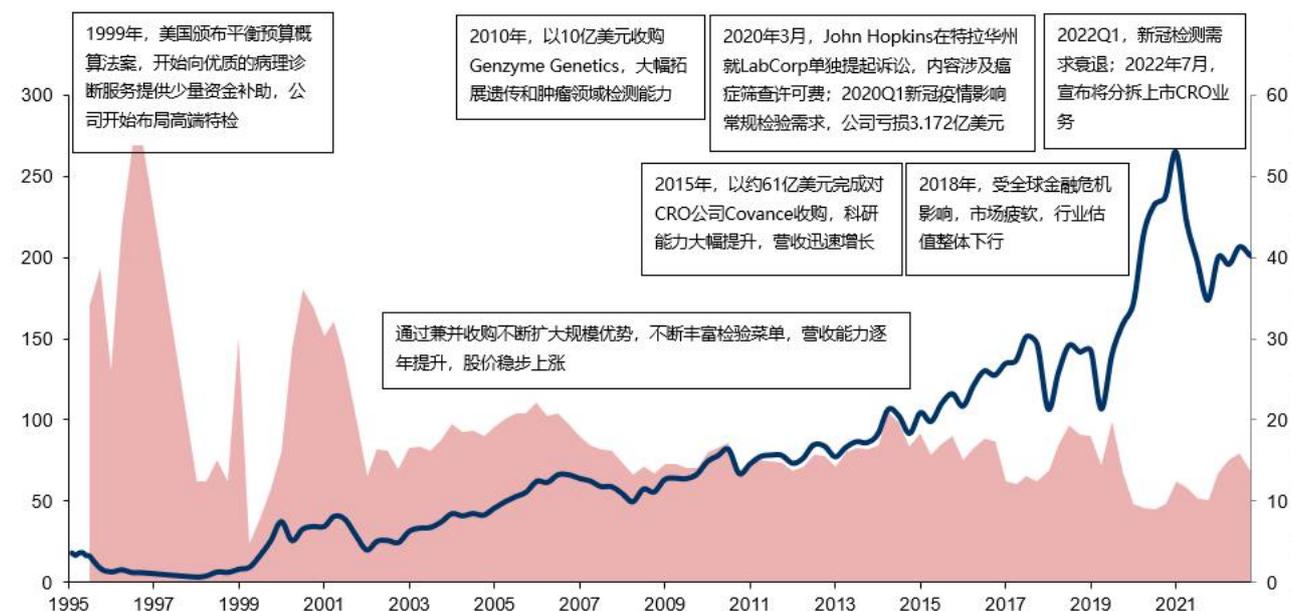
时间	事件
初创时期 (1969 年-1995 年): RBL 和 NHL 分别进军实验室业务, 快速成长	
1969 年	罗氏收购 Kings County Research Laboratory, 正式进入实验室业务
1969 年	Powell 家三兄弟成立 Biomedical Reference Laboratories
1974 年	National Health Laboratories (NHL) 成立, 专注实验室业务
1982 年	罗氏收购 Biomedical Reference Laboratories, 并将其所有实验室业务合并为一家公司, 称为 Roche Biomedical Laboratories (RBL)
1991 年	NHL 在纽约交易所上市

- 1994年** NHL 收购美国第六大临床实验室 Allied Clinical Health，扩大实验室检测能力
- 1995年** RBL 和 NHL 合并，成立 Labcorp，成为世界上最大的独立医学实验室之一
- 扩张时期（1996年-2010年）：通过兼并收购扩大规模优势，提高行业集中度**
- 2000年** 收购 National Genetics Institute，获得其超敏丙型肝炎检测能力
- 2001年** 收购使用实时 PCR 平台进行分子微生物检测的领先实验室 ViroMed
- 2002年** 收购 Dynacare，扩大在美国西部和中西部的地理业务，并在加拿大建立第一个重要国际业务
- 2003年** 收购 DIANON Systems，强化解剖病理诊断能力
- 2005年** 收购 Esoterix, Inc. 及其领先实验室 Colorado Coagulation 等；收购 US LABS 丰富肿瘤检测菜单
- 2006年** 收购 Litholink，丰富包括肾结石和慢性肾病等慢性疾病领域检测能力
- 2008年** 收购 Tandem Laboratories，布局 CRO 领域
- 2009年** 收购 Monogram Biosciences，强化艾滋病、癌症等严重疾病领域诊断能力
- 2010年** 以 10 亿美元收购 Genzyme Genetics，大幅拓展遗传学和肿瘤学检测服务能力
- 成熟时期（2011年-至今）：多元化拓展，布局国际业务**
- 2011年** 收购在美国和英国均拥有 DNA 检测实验室的 Orchid Cellmark, Inc.，扩大国际影响力
- 2012年** 收购 MEDTOX Scientific, Inc.，强化毒理学和医疗药物监测领域服务能力；分出 Integrated Genetics、Integrated Oncology 和 Cellmark Forensics 三个子公司，分别专项运营生殖、肿瘤、法医领域业务
- 2014年** 收购 LipoScience, Inc.，丰富心血管和代谢紊乱检测菜单
- 2015年** 以约 61 亿美元完成对 CRO 企业 Covance 的收购，增强药物研发能力，进一步布局国际业务；收购 Safe Foods International Holdings 及其子公司，为全球食品、饮料和营养行业提供服务
- 2016年** 收购无创产前检测领导者 Sequenom，丰富公司女性健康检测菜单，扩大国内外地理覆盖范围
- 2017年** 收购 PAML，扩大太平洋西北部、中西部和南部覆盖范围
- 2019年** 收购专门从事 NGS 和神经病学检测的 MNG Laboratories，拓展神经病学和遗传学服务能力
- 2021年** 收购针对晚期实体瘤检测的 OmniSeq 和领先的女性健康数字平台 Ovia Health
- 2022年** 宣布将分拆上市 CRO 业务，分拆预计将在 2023 年下半年完成

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

21 世纪初 Labcorp 为 3 年 10 倍的明星股。1995 年 RBL 和 NHL 合并为 Labcorp 后股价走势低迷，但自 1998 年 9 月股价触底后快速反弹直到 2020 年底，不到 3 年时间涨幅逾 10 倍，1999 年美国颁布平衡预算概算法案推动病理诊断和高壁垒特检业务的发展，市场也看到 Labcorp 在第三方医检领域持续提升市场份额的潜力。2002-2015 年公司股价稳步上涨，估值中枢位于 20-25X PE。2015-2022 年股价最大涨幅近 200%，除了新冠检测拉动外，公司成功收购 Covance 布局 CRO 业务，打通科研服务和临床检测闭环商业模式，但由于 CRO 业务盈利能力弱于第三方医检业务，一定程度影响业绩释放，公司整体估值中枢下移至 15-20X PE。

图 45: Labcorp 历史股价和估值变化情况



资料来源：公司公告，Wind，Bloomberg，国信证券经济研究所整理

Labcorp 旗下 ICL 业务盈利能力良好。自 1995 年 RBL 和 NHL 合并成立 Labcorp 后，公司进入了为期 15 年的扩张期，1995-2010 年营收复合增速达 8.7%，2015 年收购 Covance，2020-22 年受益新冠检测需求拉动收入体量最高超过 160 亿美金。由于 CRO 业务盈利能力弱于 ICL 业务，在 2015 年收购 Covance 后，毛利率有所下滑，但 ICL 业务的经营利润率一直维持稳健，除新冠疫情影响外保持在 17% 上下，预计毛利率维持在 35-40% 的区间。

图 46: Labcorp 历史营收及净利润情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 47: Labcorp 毛净利率、ICL 业务经营利润率



资料来源: Labcorp, 国信证券经济研究所整理

注: Labcorp 于 2015 年并购 Covance, 毛利率和净利率为公司整体情况

Labcorp 专注特检领域项目开发，拥有先进的自动化能力。Labcorp 列出驱动未来增长的四大专科领域：癌症、女性健康（生殖遗传学、妇产健康和遗传性癌症）、自身免疫和神经系统，其认为在特检领域的布局有望支撑相关业务增速保持在 9% 左右且高于公司整体的复合增长。此外，Labcorp 已构建了强大的自动化处理能力，实验室内的矩阵机器人系统可在一小时内分类高精度处理 6000 个样本管，提高检验质量，同时减少患者等候时间。

图 48: Labcorp 特检布局



资料来源: Labcorp, 国信证券经济研究所整理

图 49: Labcorp 具有先进的自动化能力



资料来源: Labcorp, 国信证券经济研究所整理

拆分 Quest 和 Labcorp 历史 ICL 业务营收的量价贡献：

1) 并购是检验量维持稳健增速的重要支撑。如 Quest 于 2011-2015 年内生检验

量出现连续微降趋势，但依赖每年的并购有力地拉动检验量增长，在 2018-2021 年并购每年也贡献 2% 以上的检验量增速。排除疫情影响，Labcorp 在 2016-2019 年期间并购驱动的检测量增长也快于内生贡献；

2) **特检业务是拉动检验量和单价同步增长的核心**。Quest 于 2016 年内生检验量扭转下滑趋势，并持续维持增长，与特检业务密切相关（与上述 Quest 于 2016 年起特检占比持续提升趋势一致），同时止住了 2012-14 年的单价下滑趋势。Labcorp 自 2011 年起的并购也都聚焦于各类专科检测领域，不断丰富自身菜单。

表8: Quest Diagnostics 和 Labcorp ICL 业务营收历史增长动力拆分

Quest Diagnostics	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
ICL 收入变化	1.1%	0.1%	-3.4%	4.3%	1.3%	2.5%	3.3%	1.9%	2.8%	23.4%	14.8%	-8.4%
检验量变化	0.0%	0.2%	0.2%	6.3%	1.2%	2.0%	2.3%	2.5%	4.3%	6.6%	16.5%	-4.5%
-内生	-1.8%	-0.3%	-1.8%	-0.7%	-0.3%	1.2%	1.4%	0.5%	3.1%	4.5%	13.6%	-5.1%
-并购	1.8%	0.5%	2.0%	7.0%	1.5%	0.8%	0.9%	2.0%	1.2%	2.1%	2.9%	0.6%
检验单价变化	1.1%	0.0%	-3.6%	-1.8%	0.1%	-0.4%	1.1%	-1.2%	-1.3%	16.2%	-1.6%	-4.5%
Labcorp	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
ICL 收入变化	10.8%	2.3%	2.4%	3.5%	3.1%	6.4%	8.7%	2.5%	-0.4%	32.2%	12.0%	-11.2%
检验量变化	3.5%	1.7%	4.0%	5.3%	2.7%	3.7%	5.8%	3.6%	2.6%	7.8%	10.9%	-7.5%
-内生	-	-	-	-	3.2%	1.2%	2.2%	1.6%	0.8%	6.5%	10.4%	-8.4%
-并购*	-	-	-	-	2.5%	2.5%	3.6%	2.0%	1.8%	1.3%	0.5%	0.8%
检验单价变化	7.0%	0.6%	-1.6%	-1.7%	0.4%	2.7%	2.9%	-1.0%	1.6%	24.4%	1.1%	-3.7%

资料来源: Quest Diagnostics, Labcorp, 国信证券经济研究所整理

注: 检验量内生变化包含新冠检测; Labcorp 未拆分 2011-14 年内生和并购的增长贡献。

在百亿美元营收体量下，Quest 和 Labcorp 营收端的中长期指引分别为 4-5% 和 5-8%，并且未来 3 年两家企业都将采取措施提升经营利润率（提升 75-150bp 不等），从而使得经调整 EPS 增速快于营收端。

表9: Quest Diagnostics 和 Labcorp 2023 年业绩和中长期增长指引

	Quest Diagnostics	Labcorp
2023 年业绩指引	23 年三季报后更新指引: 营收端: 91.9-92.4 亿美元, 其中常规业务 89.9-90.4 亿美元 (yoy+6.7~7.3%), 新冠检测业务营收约 2 亿美元 报告稀释 EPS: 7.61-7.71 美元 经调整稀释 EPS: 8.65-8.75 美元 (yoy+8.5~9.8%) 收入端: CAGR 为中单位数 (内生贡献约 3%, 并购贡献 1-2%)	23 年三季报后更新指引: 营收端: 整体收入 yoy+1.9~2.7%, 其中常规业务增长 11.5~12.2%; 诊断实验室常规业务+14.1~14.6%, 药企实验室服务业务+3.1~4.0% 经调整 EPS: 13.25-13.75 美元 (yoy-20.5~-17.5%)
中期增长指引 (2023-26 年)	经调整 EPS: CAGR 为高单位数 经营利润率: 从 2023 年约 17% 的基础上增加 75-150bp 至 2026 年的 17.75~18.5%	收入端: CAGR 为 5.0-8.0% (内生贡献 3.5-5.5%, 并购贡献 1.5-2.5%), 2026 年营收超过 140 亿美金 经调整 EPS: CAGR 为 8.5-11.5% 经营利润率: 在 2023 年基础上增长 100-150bp

资料来源: Quest Diagnostics, Labcorp, 国信证券经济研究所整理

中美 ICL 龙头企业对比: 追赶海外领先企业, 金域医学成长空间巨大。检测能力上, Labcorp 受益于其收购特色倾向, 在检测项目数量 (包括特检项目的丰富度) 上具有明显优势。营收能力上, Labcorp 由于 2015 年收购 Covance 后“检测诊断+CRO”双轮驱动, 具有更大的总营收体量, 单就 ICL 业务而言, Labcorp 和 Quest 体量相近。Quest 具有更高的毛利率和净利率水平。金域医学与业务结构相似度更高的 Quest 对比, 具有更高的毛利率和净利率水平, 且成长性更佳。随着金域医学走出新冠业务短期影响, 回归正常增长轨道, 高端技术平台占比不断提高, 数字化转型逐步落地, 有望进一步提升盈利能力。

表 10: 中美 ICL 行业龙头企业对比情况

	Quest	Labcorp	金城医学
成立时间	1967 年	1995 年	2003 年
基础情况			
检测项目数量	约 3500 项	约 6500 项	约 3900 项
市场份额（剔除新冠）	23.2%（2022）	23.0%（2022）	29.8%（2021）
市值	152 亿美元	181 亿美元	307 亿元
2022 年总收入	98.83 亿美元	148.77 亿美元	154.76 亿元
2022 年 ICL 业务收入	96.09 亿美元	92.04 亿美元	145.29 亿元
业绩体量和成长性			
2015-2019 年 ICL 收入 CAGR	1.5%	3.1%	21.7%
2019-2022 年 ICL 收入 CAGR	9.1%	9.6%	43.0%
2022 年归母净利润	9.46 亿美元	12.79 亿美元	28.43 亿元
2015-2019 年归母净利润 CAGR	4.9%	17.1%	32.4%
2020-2022 年归母净利润 CAGR	3.3%	15.8%	89.9%
毛利率（2022A）	34.7%	29.5%	43.1%
净利率（2022A）	10.3%	8.6%	18.4%
盈利能力			
和估值			
ROE（2022A）	15.3%	12.6%	37.0%
PE（TTM, GAAP）	20.3	21.9	34.9
PE（FWD, Non-GAAP）	15.6	15.6	(24E) 25.4

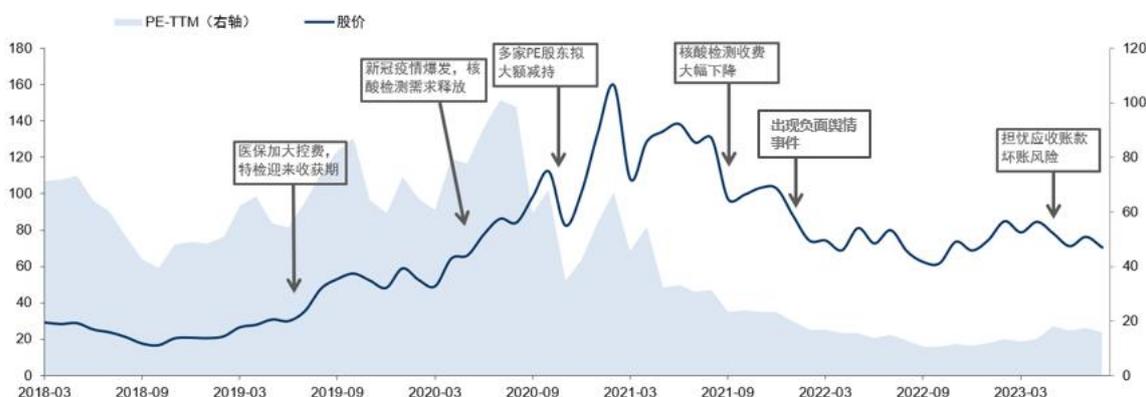
资料来源：各公司公告，各公司官网，Wind，Seeking Alpha，国信证券经济研究所整理

注：Labcorp 为两家公司合并后设立；市值日期为 2023/11/27

复盘金城医学近 5 年股价和业绩，可见 2021 年明显为 PE（TTM）估值的分水岭。2018-2019 年，医保控费压力逐渐加大，国家医保局于 2018 年正式成立，随后在 2019 年 DRGs 付费在 30 个试点城市加速落地。检验在医院中将逐步从利润中心转变为成本中心，而作为第三方医学检验的龙头，金城医学有望持续受益于检验外包渗透率提升，为医院降本增效，PE 估值保持在 40-60 倍。

2020 年新冠疫情暴发后，股价迎来近一年的大幅上涨，同时推动 PE（TTM）超过 60 倍，核酸检测需求在 2020 年第二季度开始放量，旗下实验室快速发展，即使有一定减持压力，股价仍然十分坚挺。2021 年后随着市场竞争加剧、核酸检测收费大幅下降、负面舆情事件等影响，公司估值大幅回落至 20-40 倍。2023 年伊始，常规检验量恢复、医保控费和特检业务重新成为估值的主线逻辑，但由于新冠检测应收账款体量较大，相关坏账准备的计提和表现业绩波动一定程度上拖累公司估值。

图 50: 金城医学 2018-2023 年历史股价和估值



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

坚持医检主航道，实现强者恒强

1. 金域医学具备扎实的检验能力+全面的认证资质

搭建完善的检验体系，充分满足临床多样需求。公司拥有完善而全面的检验诊断技术体系，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、病毒诊断与转化中心、病理诊断中心等多个高新技术中心，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，可提供约 3900 项检验项目，年检测标本量超过 1.5 亿例。

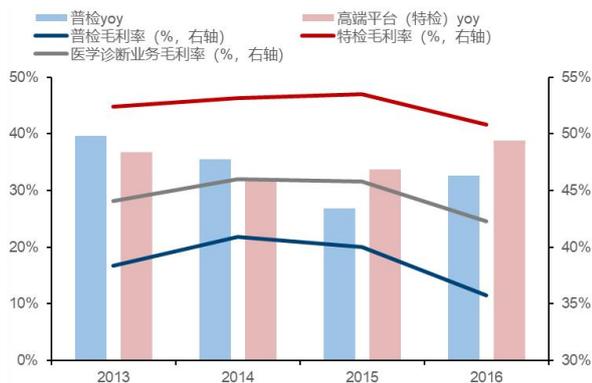
图 51：金域医学七大技术中心和八大疾病线

 <p>临床血液流式细胞检测中心</p>	<ul style="list-style-type: none"> 开展 100 多项检测项目； 细胞形态学、免疫学、细胞遗传学和分子生物学等技术平台，在国内率先推出 GPS (Genetic Pathology Solution) 多平台整合诊断服务； 	 <p>血液病检测中心</p>	<ul style="list-style-type: none"> 主要检测项目包括常见血液肿瘤检测项目、骨髓移植检测项目、遗传性血液病基因检测、感染、药物相关检测等，超 500 项； 形态病理、免疫组化、流式细胞分析、荧光原位杂交、染色体核型分析、高通量测序等。
 <p>临床基因组中心</p>	<ul style="list-style-type: none"> 开展 600 多项检测项目； 高通量测序平台、染色体微阵列技术平台、核型分析技术平台、荧光原位杂交技术平台、PCR 技术平台、Sanger 法基因测序技术。 	 <p>临床基因组中心</p>	<ul style="list-style-type: none"> 覆盖 17 种癌种的 400 余项临床检测项目，涵盖风险评估、筛查、诊断、治疗、预后评估； 病理诊断平台、Array 平台、FISH 平台、Sanger 测序平台、高通量测序平台、数字 PCR/ARMS 平台。
 <p>临床质谱检测中心</p>	<ul style="list-style-type: none"> 自主研发项目近 300 项； 高效液相色谱-串联质谱平台 (LC-MS/MS)、超高效液相色谱平台 (UHPLC)、气相色谱-质谱平台 (GC-MS)、电感耦合等离子体质谱平台 (ICP-MS)。 	 <p>临床质谱检测中心</p>	<ul style="list-style-type: none"> 开展检测项目 300 余项，涵盖妇科常见病、妇科生殖、妇科肿瘤等多类疾病； 染色体核型、染色体微阵列、高通量测序、流式细胞术、串联质谱/色谱等。
 <p>临床生化免疫检测中心</p>	<ul style="list-style-type: none"> 全自动生化仪、全自动化学发光仪、全自动酶免疫、HELIOS 全自动间接荧光免疫分析仪、Phadia 1000 全自动过敏原分析仪、全自动免疫印迹仪，以及各类酶标仪、荧光显微镜等，装配大型罗氏全自动流水线。 	 <p>临床生化免疫检测中心</p>	<ul style="list-style-type: none"> 涵盖孕前筛查、产前筛查、新生儿筛查、孕期营养保健、妊娠并发症筛查、儿童营养、生长发育疾病以及遗传病诊断超过 400 个检测项目 生化、化学发光、时间分辨、PCR、FISH、一代测序、二代测序、串联质谱、核酸质谱、基因芯片等
 <p>感染性疾病检测中心</p>	<ul style="list-style-type: none"> 开展 400 多个检测项目； 分子诊断 (宏基因组及基因扩增)、免疫荧光、酶联免疫、常规细菌培养 (含结核培养)、真菌培养、病毒培养、质谱鉴定、靶基因测序鉴定、多位点序列分型、药物敏感性试验、形态学镜检、寄生虫镜检、医院内感染监测等。 	 <p>感染性疾病检测中心</p>	<ul style="list-style-type: none"> 可开展近 300 项； 常规细菌培养 (含结核培养)、真菌培养、病毒培养、质谱鉴定、药物敏感性试验、免疫荧光、酶联免疫、分子诊断 (基因扩增及二代测序) 等。
 <p>呼吸道病毒诊断与转化中心</p>	<ul style="list-style-type: none"> 病毒培养及鉴定、病毒血清学、病毒分子生物学检测。 	 <p>呼吸道病毒检测中心</p>	<ul style="list-style-type: none"> 开展检测项目 300 余项，涵盖心血管疾病、糖尿病、甲状腺疾病、肾上腺疾病、高血压、骨健康等； 临床检验、质谱技术、甲状腺病理等。
 <p>病理诊断中心</p>	<ul style="list-style-type: none"> 常规病理检查与诊断、电镜、荧光、流式细胞学检查和分子病理检测等。 	 <p>病理诊断中心</p>	<ul style="list-style-type: none"> 已开展超过 270 项的检测指标，覆盖临床前沿研究的各种自身免疫性疾病诊断的领域； 免疫、流式、生化、血液、基因、病理、测序等各类技术平台。
		 <p>特殊染色与免疫荧光</p>	<ul style="list-style-type: none"> 特殊染色、免疫荧光、免疫组化、超微电镜、多人共览显微镜、数字病理及国际会诊整体病理诊断方案。

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

高端技术平台占比超 50%，保持逐年增长趋势。公司拥有高通量测序仪、高分辨质谱仪、光谱流式细胞仪、电子显微镜、单分子免疫分析仪等国际领先的高端技术平台。拆分医学诊断业务中普检和特检（高端技术平台）的营收增长和毛利率变动情况，可清楚发现特检（高端技术平台）业务自 2015 年起增速就已超过普检，特检收入占比也从 2018 年的 45.0% 持续提升至 22 年的 52.1%，尽管医学诊断业务毛利率近三年受新冠检测业务的扰动，但预计引领增长的高端技术平台有望持续拉动毛利率稳中有升。2023 年上半年高端技术平台业务占比 52.98% (+1.68pp)，且在重点疾病领域实体肿瘤、神经与精神疾病、感染性疾病、血液疾病、心血管与内分泌疾病发展迅速，2023 年上半年营收同比增长分别为 27.31%、47.85%、59.49%、14.96%、31.24%。

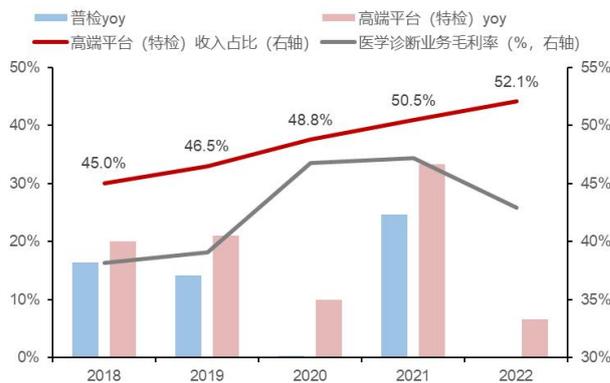
图52: 2013-2016年普检和特检收入增长和毛利率情况



资料来源: 公司招股书, 国信证券经济研究所整理

注: 根据医学诊断业务中各技术类别简单拆分, 将生化发光、综合、免疫学检验归类为“普检”、将基因组学、病理诊断、理化质谱检验归类为“特检”。

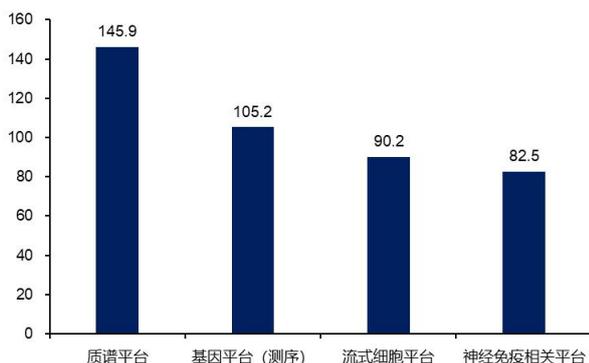
图53: 2018-2022年普检和特检收入增长和毛利率情况



资料来源: 公司官网, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

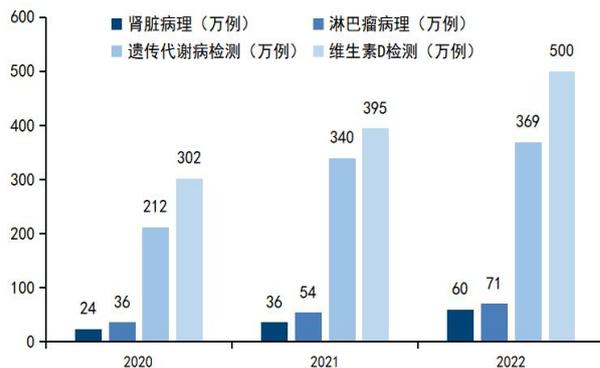
注: 普检和特检收入增长均剔除新冠检测。医学诊断业务毛利率为年报所披露的整体毛利率。

图54: 2022年高端技术平台检测量情况 (万例)



资料来源: 公司官网, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图55: 公司部分病理或检测标本累计数量 (万例)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

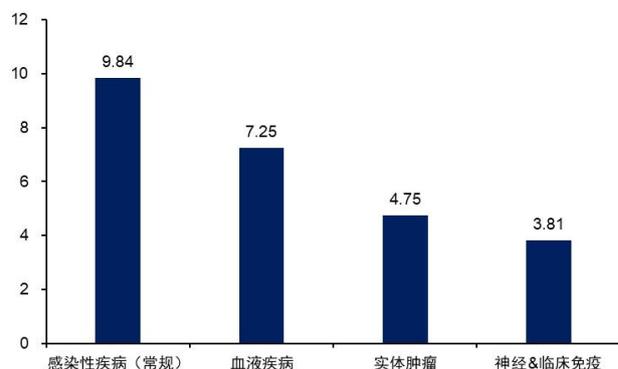
金域医学于血液疾病领域后来居上, 彰显技术平台和市场推广优势。国内某大型ICL 专注覆盖血液学特检业务, 提供逾 2300 种血液学检验项目, 2019 年在血液学特检领域占据最大市场份额。而金域医学利用自身强大的规模优势, 以广州总部为核心, 以上海、天津、郑州、成都为四大区域性服务中心, 以 22 家省级中心实验室为服务载体辐射全国, 陆续推出血液肿瘤 CAR-T 全流程监测、血液肿瘤 RNA-seq 全面升级、落地 AI 流式细胞术智能分析技术, 助力业务高速增长, 2022 年实现血液疾病线市场份额全国领跑。

图56: 金域医学和某血液疾病检测龙头于血液检测业务营收对比 (亿元)



资料来源: 公司公告、招股说明书、Wind、国信证券经济研究所整理

图57: 金域医学 2022 年重点疾病线营收情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

全面的管理体系认证资质居行业首位。公司有效持有的国内外管理体系认证认可证书已达 68 张, 检测报告可获全球 70 余个国家和地区认可, 认证认可证书数量、获认可能力项次数、获认可学科数连续 21 年居行业首位。先后荣获“中国质量奖提名奖”和“全国质量奖提名奖”, 所获得的这两项国家最高质量荣誉, 均为业内企业唯一。公司将可持续发展理念融入经营管理成效斐然, 2021、2022 连续两年获 MSCI ESG 评为 AA 级, 处于全球同行领先水平。

2. 夯实“顶天立地”业务格局, 成熟实验室增长稳健

公司已完成全国布局, 深耕三级医院市场。金域医学主要以自建的方式完成所有省区中心实验室布局, 并依托已加入的 26 个国家级疾病专科联盟, 联合超三甲医院或科研机构, 以临床和疾病为导向进行多方探索, 提升“顶天”格局。公司与三级医院合作家数逐年增加, 同时大力推进业务拓展向纵深挺进, 构建“金域-高校-三甲医院”良好闭环, 助力全国 50 多家三级医院建设精准医学中心。公司客户单产 2020 年、2021 年同比均大幅提升, 2023 年上半年三级医院收入占比已提升至 39.94% (+3.72pp), 反映公司与顶级医院更加密切的合作关系。

图58: 金域医学实验室全国布局情况



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图59: 金域医学历年三级医院客户收入占比 (%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

注: 此处营收指扣除新冠之后的常规业务

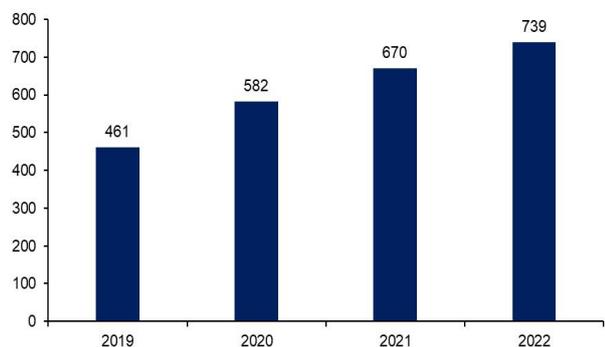
深化合作共建业务内涵建设，专业服务能力进一步增强。公司积极响应城市医联体、县域医共体与城市社区的发展需求，持续发展“合作共建”业务模式，打造以精准医学中心和区域检验中心为主的综合技术服务方案，进一步夯实“立地”能力，2022年全年在运营项目近740个。金域医学利用自身优势，为不同医疗机构提供从实验室设计、建设到管理、运营，并延伸至临床服务的全程解决方案，助力医院降本增效的同时，也为公司不断开拓新的盈利增长点。

表11：金域医学针对各级医疗机构提供差异化整体解决方案

医疗机构	推荐合作模式	简介
三级医院	精准医学中心	为医疗机构搭建测序、质谱、基因芯片、FISH、荧光定量PCR等精准医学检测平台，开展与肿瘤、生殖遗传、传染病、个体化用药等相关的检测项目，共建综合性或专科区域精准医学中心，辐射周边各级医疗机构，为区域内患者提供更精准、高效的医疗健康服务
	区域检验病理中心	通过整合实验室设计与建设、质量管理体系建设、管理输出、人才培养、集约化供应等服务，配备专业的信息系统和适宜的物流方案，协助医院打造区域检验与病理诊断中心
二级医院	全实验室共建	通过整合实验室设计与建设、质量管理体系建设、管理输出、人才培养、集约化供应、专业信息系统等服务，协助医院建设标准化检验与病理科室
	区域远程病理协作网	协助医院构建远程病理平台并接入远程病理协作网，提供病理诊断、疑难会诊、教学指导、人才培养等服务，实现医疗资源共享
一级医院及基层医疗机构	城市社区协作网	通过整合实验室设计与建设、质量体系导入、管理输出、人才培养、集约化供应等服务，配备专业的信息系统和适宜的物流方案，协助区域打造城市社区检验协作网

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图60：金域医学合作共建区域医学实验室数量



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图61：金域医学合作共建业务举例

合作方	合作成果
西南地区某县域医共体龙头医院	✓ 共建区域检验与病理中心，完善临检、生化、病理等设备平台
	✓ 开展项目达700余项，综合运营成本降低7%
	✓ 完成县乡实验室标准化建设
西北地区某大型医疗集团	✓ 构建区域冷链物流体系以及区域检验信息系统，实现医共体内标本流、信息流互联互通
	✓ 共建现代化检验与病理实验室，搭建并顺利运行生化、免疫、微生物、细胞病理、组织病理、免疫组化、快速冷冻、FISH、二代测序、质谱等学科平台
	✓ 开展项目达800余项，建立起超三甲的检验服务能力，构建区域医疗合作网络
华北地区某城市医联体龙头医院	✓ 引入建成高通量测序平台、生化发光流水线、血凝流水线等特色平台
	✓ 广泛拓展感染、遗传、肿瘤等相关疾病高端检测项目
	✓ 为区域医联体内40余家医院提供一体化诊断服务，助力提升华北地区精准医疗水平

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

成熟实验室业绩稳步增长。公司成熟实验室广州金域、贵州金域、昆明金域、四川金域、西安金域和长沙金域的营业收入及净利润均保持稳步增长，为公司贡献超过一半的营收。其中广州金域承担总部职责和较多费用，因此净利率偏低，在疫情前净利率为10%左右。其余重点子公司在疫情前（2019年）均已成立至少9年以上，大部分实验室达到12-17%的净利率水平，运营情况良好。

表12：金域医学重点子公司2016-2023H1营收和净利润情况

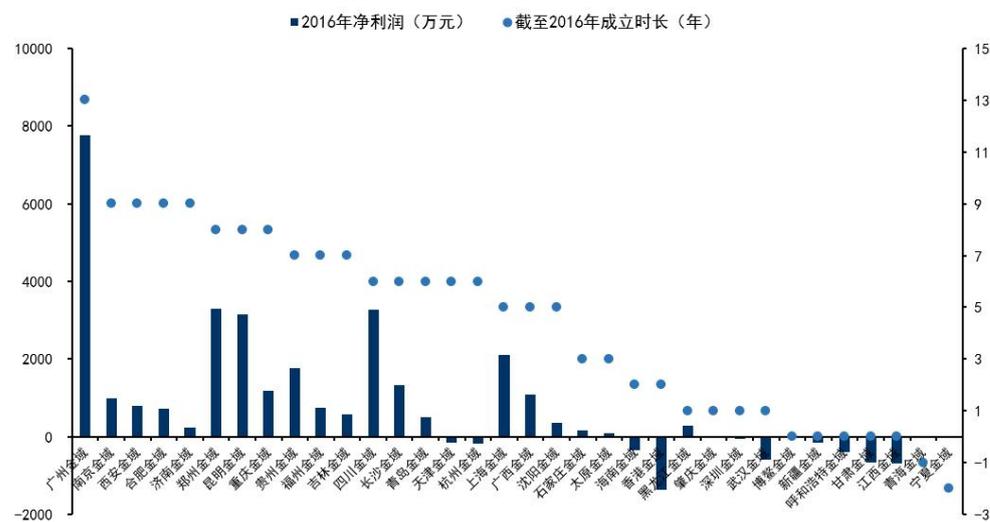
子公司	(百万元)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023H1
广州金域 2003 成立	收入	1070	1276	1442	1580	2190	3172	3192	1059
	yoy		19.3%	13.0%	9.5%	38.6%	44.9%	0.6%	-38.4%
	净利润	78	101	136	164	286	582	305	57
	净利率	7.3%	7.9%	9.4%	10.4%	13.1%	18.4%	9.5%	5.4%
贵州金域 2009 成立	收入		157	169	229	436			
	yoy			7.8%	35.5%	90.2%			
	净利润		28	26	40	84			
	净利率		17.7%	15.2%	17.4%	19.2%			

昆明金城 2008 成立	收入	225	258	309	453			312	
	yoy		14.9%	19.5%	47.0%				
	净利润	30	38	42	98			60	
	净利率	13.6%	14.7%	13.7%	21.7%			19.4%	
四川金城 2010 成立	收入	228	268	319	416				
	yoy		17.4%	18.9%	30.3%				
	净利润	41	47	55	115				
	净利率	17.9%	17.5%	17.2%	27.7%				
西安金城 2007 成立	收入	107	91	97	100	228	465	676	124
	yoy		-15.3%	6.4%	3.3%	128.5%	104.0%	45.5%	-74.8%
	净利润	8	6	3	3	53	144	131	-2
	净利率	7.5%	6.9%	2.6%	3.1%	23.5%	31.0%	19.3%	-1.5%
长沙金城 2010 成立	收入		281	342	556				
	yoy			21.9%	62.7%				
	净利润		32	42	102				
	净利率		11.4%	12.4%	18.3%				

资料来源：公司年报、公司公告、国信证券经济研究所整理

成熟的运营经验助力新建实验室快速扭亏为盈。根据公司招股说明书披露，截至2016年成立时间超过3年的21家医学实验室中，有19家实现盈利。2016年底，处于亏损状态的10家医学实验室中，有8家为2014年以后新建，即营业不满2年。通常新建一个综合性医学检验实验室需要投入2000万元，前两年亏损额度为700万元，医学实验室扭亏为盈的平均周期约为3-5年。截至2022年底，公司48家医学实验室中的40家实现盈利，仍有8家未实现盈利，亏损实验室亏损额大幅减少。随着孵化期的新建实验室逐步盈利，有望进一步增厚公司未来业绩成长。

图 62：金城医学各医学实验室扭亏为盈时间情况（万元、年）



资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所整理

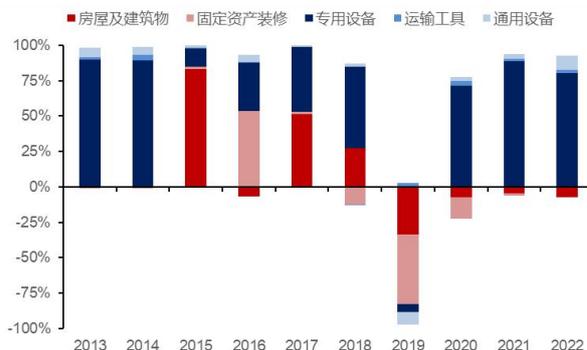
公司资本开支预计进入稳定阶段，规模效应有望逐步体现。2013-2017年为公司新建实验室的高峰阶段，年新建实验室为2-5个不等，尤其是2015-2017年对应固定资产净值的新增主要来自于房屋及建筑物和固定资产装修。2018年后资本开支投向主要是专用设备，尤其是疫情期间为匹配检测能力大幅提升及高端技术平台搭建所购置的相关检验设备投入较大。随着疫情影响消退，公司后续的资本开支预计将与终端检验需求增长和新项目开发节奏同步，进入到稳定阶段。2013-2019年公司净利率已在稳步提升，根据资本开支的投入节奏和变化趋势，折旧摊销影响有望减弱，规模效应逐步体现，从而带动净利率重回增长轨道。

图63: 金城医学 2013-2022 年资本开支和净利率情况



资料来源: 公司年报, 招股书, 国信证券经济研究所整理

图64: 金城医学 2013-2022 年各类固定资产净值新增占比



资料来源: 公司年报, 招股书, 国信证券经济研究所整理

金城医学试剂成本占比低于同业, 在“试剂+人工+配送”三大核心变动成本外的费用占比高于同业。金城医学第三方医学诊断服务的毛利率一直维持在 40% 上下。试剂成本管控得当, 成本占比一直控制在 60% 以下, 直接人工和配送费用与迪安诊断相比较为接近。但其他费用 (含折旧、外包成本、办公费、差旅费等) 占比高于迪安诊断, 随着检验量进一步提升, 相关成本尤其是以折旧、实验室运营相关的固定成本有进一步摊薄下降的空间。

图65: 金城医学“诊断服务”成本结构拆分



资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

图66: 迪安诊断“服务业”成本结构拆分



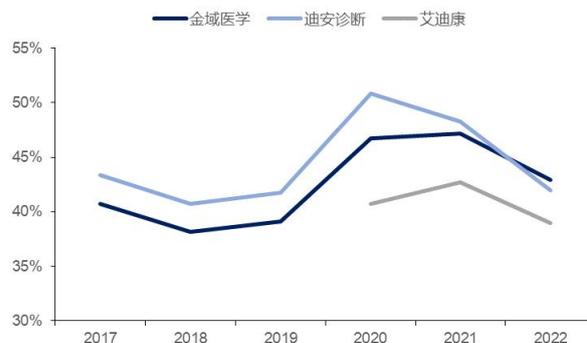
资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

图67: 艾迪康整体成本结构拆分



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图68: 金城医学、迪安诊断、艾迪康毛利率对比

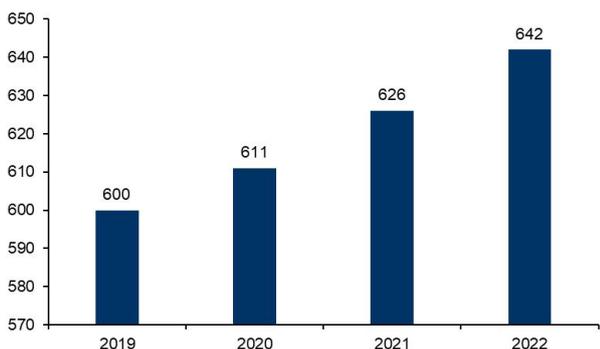


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

3.“培养+引进”丰富人才建设，产学研一体化激发创新潜力

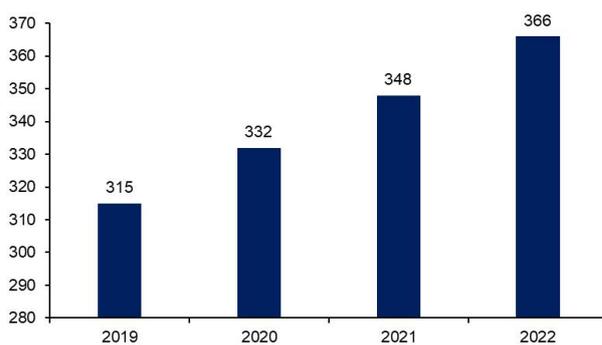
培育医疗人才，打造高端人才队伍。2013年，公司与广州医科大学合作创办了二级学院金域检验学院，在国内首创了校企实质性深度合作、协同育人的医学检验办学模式，为检验行业持续不断注入新鲜血液。中国科教评价网公布的2023-2024年《中国大学本科教育专业排行榜》中，广州医科大学医学检验技术专业在全国159所院校中排名第五。在庞大的合作和自主培养病理医生数量基础上，公司得以组建大型病理诊断中心，构建全国大型的病理医生集团。

图69：金域病理医生集团合作的病理医生数量



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图70：金域病理学院累计培育的病理人才数量



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

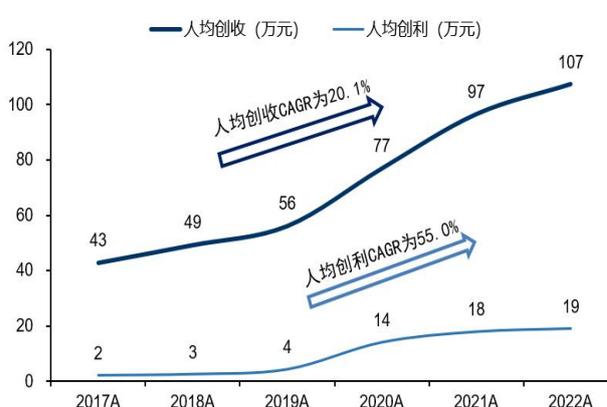
技术研发团队持续壮大，高学历技术人才不断扩容。公司搭建了国际化、多元化、专业化的人才队伍，截至2022年底，公司本科及以上学历员工占比达86.8%，拥有技术与专业人员4300多人，享受国务院津贴专家10名，海内外知名专家200余人。仅2023年上半年，引进临床咨询、数字化、研发、检验技术等关键岗位硕博人才近250人，其中具有海外背景及交叉学科复合型人才10余人。随着公司“医检4.0”数字化转型战略的不断深入推进，建立起超200人的数字化团队，为公司高质量发展持续赋能。人均效益呈持续上升趋势，2017-2022年人均创收CAGR为20.1%，人均创利CAGR为55.0%。

图71：公司员工专业构成变化



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图72：公司人均创收及创利变化



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

持续深化核心技术的研发布局，研发支出持续加大。公司统筹核心技术研发规划，覆盖基因组、质谱等多领域，构建起从研发战略到技术规划的完整路径，布局广

州、上海、北京三大集团研发分中心，为研发平台建设提速。2022 年研发开支达 6.33 亿，预计未来保持高强度投入，不断推动医检技术创新突破。

图 73: 金域医学 2017-2022 年研发人员数量及占比变化



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 74: 金域医学 2017-2022 年研发开支变化



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

业内顶级学术委员会指明创新方向。公司于 2017 年成立医检行业顶级学术委员会，由钟南山、曾溢滔、陈润生、侯凡凡等 4 位院士领衔，并持续吸引顶级专家加盟。截至 2023 年，金域医学学术委员会成员达 57 名，汇聚海内外医学实验室临床、检验、病理和医学大数据各专科领域的 10 位院士和 47 位顶级专家，为金域医学的持续创新注入新动力。金域医学自 2017 年以来持续召开学术委员会年会，为公司未来 2-3 年的创新研发和技术整合指明方向，完善医检创新生态。

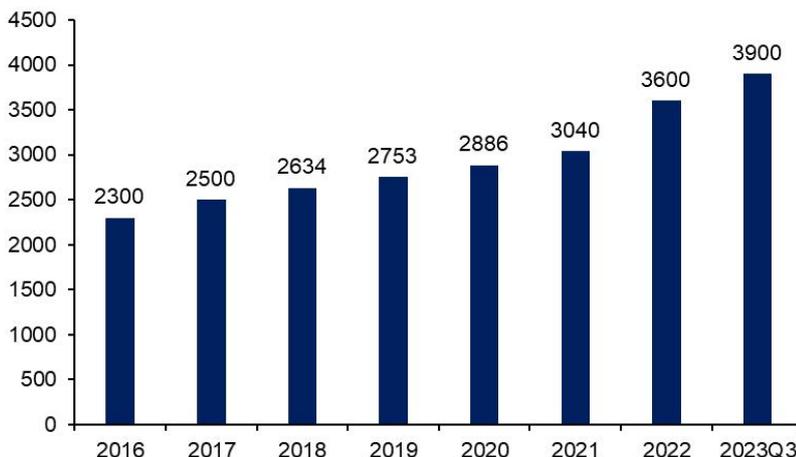
表 13: 金域医学学术委员会年会核心议题

年份	年会主题	核心议题
2023 年	聚力罕见病精准诊断·共建智慧医检新生态	罕见病（呼吸罕见病、神经系统罕见病）、儿童遗传病、新生基因组、大数据、数据资源体系、CAR-T、乳腺癌
2021 年	科技创新赋能精准诊断	NIPT、白血病、遗传病诊治、肿瘤精准医学、蛋白组
2020 年	科技助力新冠防控·数据驱动医学发展	新冠防控（特效药/快筛/防控策略）、慢性病、大数据、类器官、血液游离 DNA、蛋白组分子病理
2019 年	专题研讨会	呼吸道感染、病毒检验、耐药菌、类器官、微生物
2018 年	年会暨科技创新研讨会	呼吸系统罕见病、呼吸道病毒感染、青光眼及近视、肠癌、基因突变、病毒/细菌感染、人工智能
2017 年	成立大会暨金域学术汇报会	-

资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

产学研合作涵盖三个层次：一是直接引进，将优质检测项目快速推进临床；二是合作转化，联合医院、高校进行临床转化应用研究，实现科研成果的产品化和市场化，22 年 600 余项新项目中 40% 通过该方式而来；三是协同攻关，联合国内顶级医疗机构、科研机构和相关领域专家，聚焦临床痛点难点，共同研发关键技术、卡脖子技术等。公司通过自主创新和协同创新，每年研发新项目 300-500 项，创新力度空前，截至 2023Q3 可提供的检测项目约 3900 项。2021-2022 年新项目（近三年新开发，扣除新冠）的收入贡献分别超 3.2 亿和 3.7 亿。

图 75: 公司可提供的检验服务项目数量 (项)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

创新项目开发共三个方向: 1) 保持国内领先, 突破国内临床诊断技术应用瓶颈; 2) 升级传统检测方法, 实现检测更加精准和灵敏; 3) 推出高性价比适宜的检测技术。

表 14: 公司创新项目开发方向

	检测项目	项目价值
突破国内临床诊断技术应用瓶颈	罕见病原体 Sanger 测序、全基因组测序、溶酶体贮积聚焦罕见病诊断, 帮助罕见病原感染患者尽早确诊, 助力顶级三甲医院提升罕见病诊疗水平	
升级传统检测方法	纤维细胞生长因子 23 检测, 阿尔茨海默病血液筛查	更早辅助疾病诊断, 监测进展、指导用药
高性价比适宜检测技术	tNGS (病原靶向测序技术)、全实体肿瘤 MRD 惠民系列	减轻患者和社会经济负担

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

推出爆款 tNGS 系列产品, 年检测量超 17 万例。公司通过近十万例 mNGS 检测大数据和百万例非 NGS 检测大数据的分析发现不同标本类型病原谱不同, 其核心病原以 50-100 种为主。基于此, 由金域医学联合金圻睿自主研发的 tNGS 系列 (上感 50、呼吸 100、感染 1000、TB-NTM、神经 100 等) 主要用于成人、儿童肺炎, 抗生素耐药等感染性疾病的检测, 弥补了现有感染性疾病临床检测的部分局限, 解决 98% 常见感染性疾病的精准诊断难题。尤其是在基层, 由于性价比高, 价格只有 mNGS (宏基因测序技术) 的六分之一, 检测精准快速。

前瞻布局 AD 检测, 伴随治疗药物上市解决临床诊断难题。阿尔茨海默病 (AD) 是一种隐匿起病的进行性发展的神经退行性疾病, 疾病负担较重。其病程通常分为临床前期、轻度认知障碍期和痴呆期三个阶段, 目前 AD 防治策略是将诊断、干预与治疗的窗口前移。礼来 Donanemab 注射液已于 2023 年年内分别向 FDA 和 NMPA 递交上市申请, 还有众多处于临床阶段的创新药物正加紧研发。随着治疗药物的上市应用, 检测也将迎来需求释放。金域医学已形成完整的 AD 全病程检测服务, 可提供阿尔茨海默病 A β 42、A β 40、A β 42/40 比值、tau 蛋白, 神经丝轻链蛋白 NfL、APOE 基因多态性等多个项目, 覆盖 AD 诊疗全流程。

图76: tNGS 系列上感 50 plus 和呼吸 100 升级版



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图77: 金域医学打造一站式阿尔兹海默病检测服务

金域医学阿尔兹海默病整体解决方案			
应用场景	项目名称	检测平台	样本需求
AD风险检测	阿尔兹海默病易感基因APOE多态性检测	荧光PCR法	外周血
AD早筛检测	p-tau 181检测	单分子免疫阵列分析	外周血
		化学发光法	外周血
	阿尔兹海默病外周血四项 (p-tau181、Aβ40、Aβ42、Aβ42/Aβ40比值)	单分子免疫阵列分析	外周血
	阿尔兹海默病外周血五项 (p-tau181、Aβ40、Aβ42、Aβ42/Aβ40比值、NfL)	单分子免疫阵列分析	外周血
	阿尔兹海默病相关神经丝蛋白 (AD7C-NTP)	化学发光法	尿液
脑损伤监测	神经丝链蛋白 NfL	单分子免疫阵列分析	外周血
	胶质纤维酸性蛋白 GFAP	单分子免疫阵列分析	外周血
AD诊断检测	阿尔兹海默病辅助诊断四项 (Aβ1-42、Aβ1-40、Aβ1-42/Aβ1-40、T-Tau、P-Tau)	酶联免疫吸附法	脑脊液
	阿尔兹海默病辅助诊断五项 (Aβ1-42、Aβ1-42/Aβ1-40、T-Tau、P-Tau、ApoE基因型)	酶联免疫吸附法、荧光PCR法	脑脊液、外周血

资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

4. 多元业务协同发展，深化数字化转型

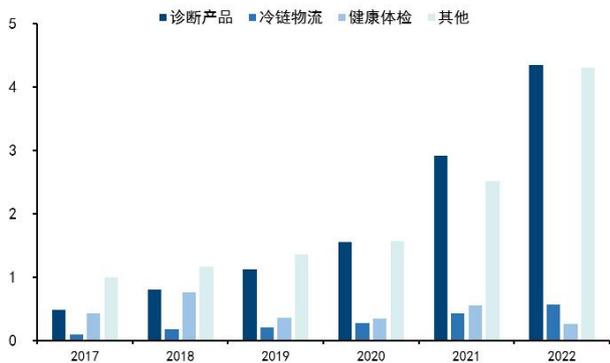
业务布局覆盖完整产业链，协同打造多元生态平台。随着国民健康意识的提升、医药行业的不断发展，ICL 行业的关注度、影响力也随之增加，行业参与者大幅增加，其中不乏来自包括医疗器械企业、制药企业、IVD 制造商等在内的其他医疗行业企业，带来多样化的竞争方式，行业竞争进一步加剧。公司在 2015 年提出“检验+”发展战略，以现有实验室检验业务为中心，持续拓展协同业务，多元生态平台加速成型，已成功开展包括新药研发服务业务、食品卫生检验业务、医学冷链物流业务、司法鉴定业务及体检业务等，提供综合性的检验相关服务。

表 15: 金域医学多元业务布局

食品卫生检验	<ul style="list-style-type: none"> 2005 年成立了金域食品及卫生检验事业部，2014 年 2 月成立广州金至检测技术有限公司进行独立运营 从事食品、保健食品、药品、日化产品、饲料等检测及水质、环境监测等 现已获得检验检测机构资质认定 (CMA)、中国合格评定认可委员会 CNAS 认可等资质
新药研发服务	<ul style="list-style-type: none"> 2008 年成立金域临床试验事业部 累计为超 2000 项 I-IV 期药物临床试验提供中心实验室服务，服务灭活、重组蛋白、mRNA 多款疫苗临床研究
医学冷链物流	<ul style="list-style-type: none"> 2015 年成立广州金域达物流有限公司，是国内医疗冷链物流细分市场中的主力军 覆盖 32 个省，2340 个服务网络深入到县乡，超过 2500 人的物流团队每年为 23000 多家医疗机构提供冷链物流服务 公司是首家在药监系统新规要求下成功续证《医疗器械经营许可证》5 年，主笔起草国家标准《医学检验生物样本冷链物流运作规范》，助力行业规范健康发展，保证公司在业内的领先优势
司法鉴定	<ul style="list-style-type: none"> 2014 年获得广东省司法厅批准设立广东金域司法鉴定所，并在国家司法部备案 开展法医物证鉴定、法医病理鉴定、法医临床鉴定、法医毒物鉴定、微量物证鉴定共五大类鉴定业务 依托于领先的冷链物流，逐步将相关司法鉴定业务辐射至全国 31 个省市及自治区，共完成超过 2 万起各类案件的鉴定
体检	<ul style="list-style-type: none"> 2002 年创立金域体检，2023 年升级为“金域健康体检中心” 拥有两条智能化流程的专业体检线，引进 CT、彩超、红外热像诊断仪等大型设备，并能开展多达 3000 项的抽血检测项目

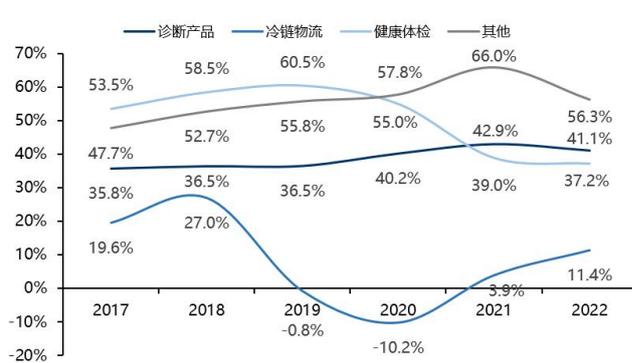
资料来源: 公司公告, 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图78: 公司多元业务收入情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图79: 公司多元业务毛利率情况 (%)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

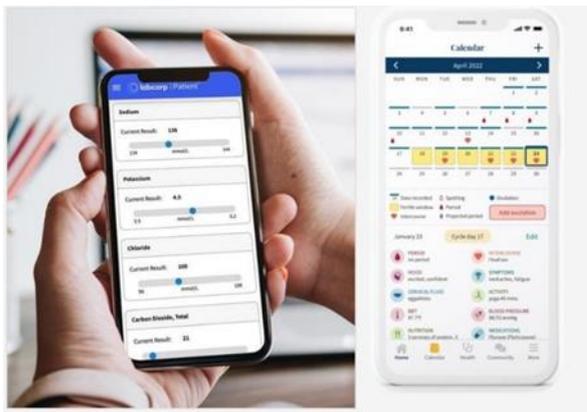
消费者健康 (DTC) 业务有望成为中长期的重要增长点。伴随医学诊断普及性的不断提升, 消费者主动购买检测服务行为可能会更加普遍, 尤其在新冠疫情期间大量第三方医检机构面向大众开设核酸检测业务, 短期快速提升民众对于第三方医检机构的了解和认知。以 Quest 为例, 其近几年大力发展 DTC 业务, 推出 QuestHealth 线上网站, 借助于丰富的产品管线、覆盖区域广泛的采血点以及采样人员, 可快速实现对消费者健康检测需求的覆盖。Quest 的主打项目是 199 美元的易感基因筛查产品, 并且于今年 8 月推出阿尔兹海默症的 2C 检测服务 AD-Detect, 客户可在其 QuestHealth 网站上订购并在线下完成取样, 原价为 399 美元 (需额外加收 13 美元的医生服务费)。Labcorp 也有相应的“OnDemand”平台布局。金域医学目前在京东、天猫等都已开设旗舰店, 提供丰富的套餐。随着 ICL 的 DTC 业务初具雏形, 中长期看金域也有望借此商业模式开启新的成长曲线。

图80: Quest 推出 QuestHealth.com 开启消费者健康业务



资料来源: Quest 官网, 国信证券经济研究所整理

图81: Labcorp 推出“Labcorp OnDemand”布局 DTC 业务



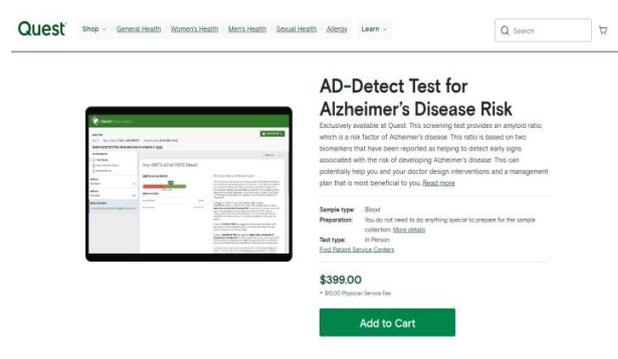
资料来源: Labcorp 官网, 国信证券经济研究所整理

图82: 金域医学京东官方旗舰店

图83: Quest Health 推出 AD-Detect 阿尔茨海默病检测



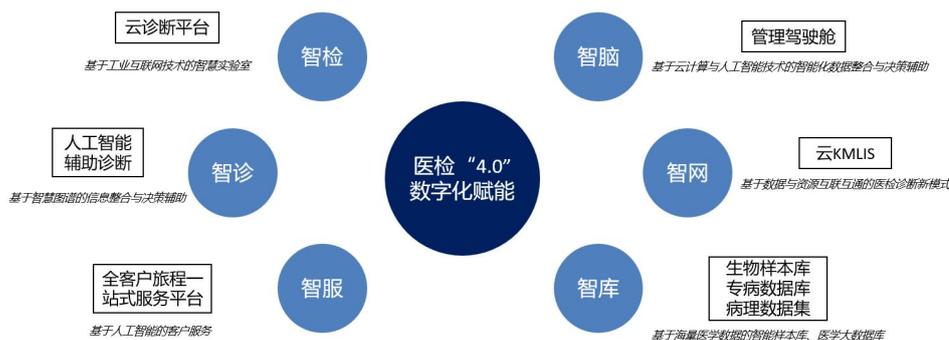
资料来源：京东，国信证券经济研究所整理



资料来源：Quest，国信证券经济研究所整理

围绕“六智”方向，数字化赋能医检新路径。金域医学所持续推进的具有国际水平和中国特色的“医检 4.0”，是不断深化数字化转型战略，以“六智”建设目标为指引，围绕“智脑”、“智网”、“智检”、“智库”、“智诊”、“智服”六大方向，全方位开展医检行业自动化、数字化、智能化的探索实践。

图 84：金域医学以“六智”方向数字化赋能医检产业



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

领先的数字化转型优势，深入挖掘大数据价值。公司持续创新研发与挖掘数字化应用场景，2023 年重点推进 25 项数字化项目，在营销数字化、实验室数字化、物流数字化、供应链数字化以及数字化创新业务上取得阶段性成果。全面升级客户全旅程一站式服务平台（KMC2.0）实现了多个疾病的检测项目线上送检、报告智能解读、结果实时推送、知识即使查询等，截至 2022 年末累计医生用户数达 28 万名。公司深耕医检行业 29 年，检测总量累计超 25 亿，数据量超 10PB，建立了全球领先的东方人种大样本库和大数据库。先后发布了宫颈病变、肾脏病理、维生素 D 检测、遗传代谢病、罕见病等疾病检测大数据，以数据资源作为基础，以数字化转型为手段，加快推动大样本、大数据在临床研究、医检技术创新和人工智能等领域的开发与应用。

5. 加强合规监管大势所趋，进一步放大头部 ICL 优势

9 月 19 日，湖南省卫健委、湖南省中医药局发布《关于印发湖南省医疗机构样本外送检测管理规范的通知》，其中提到“严禁医疗机构将本院能够并适合开展的临床检验项目外送至第三方检测机构进行检测。特殊情况需短期外送的，须向当地

卫生健康行政部门进行备案登记”。10月18日，天津市发布《关于进一步规范临床基因扩增检验等委托临床检验检查行为的通知》。此外，山西、陕西和福建等地之前也已针对医疗机构样本外送检测做出相关规定。

样本外送合规监管趋严，医疗机构对相应流程进行统筹监管。相关样本外送检测规定并非否定第三方医检机构的价值，或全面禁止医院的样本外送行为，而是将样本外送的流程、资金、检验结果等纳入更全面的合规监管。根据湖南省的通知，对于包含在与第三方检测机构签订的协议范围内的检测项目，由医疗机构指定专业人员与第三方医检机构进行样本交接；而在协议范围外的检测项目，需由患者知情同意、临床科室填写申请后，由医务部门、分管院领导审批同意，方可外送检测，因此所有外送样本需收归至医疗机构统筹管辖。

合规入院的龙头 ICL 优势将进一步放大。在合规监管力度加强的趋势下，第三方医检机构的硬实力如质量体系认证、室间质评结果、检验项目菜单、科研技术实力等都会成为重要考虑因素，过往单纯依靠商务条件进行项目开发和外送的模式将逐步退出市场。作为行业龙头，金域医学有充分的合规入院合作经验和完善的检验体系，有望进一步扩大竞争优势，实现强者恒强。

图 85: 《湖南省医疗机构样本外送检测管理规范的通知》条文节选

第八条··医疗机构与第三方检测机构签订的**协议范围内的外送检测项目**，须获得患方知情同意并签订《医疗机构样本外送检测知情同意书》（附件 2）后，由经管医生开具医嘱，将采集样本按规定送至医疗机构指定或统一的样本收集点，由医疗机构指定专业人员与第三方检测机构进行样本交接。

第九条··如**外送检测项目在医疗机构与第三方检测机构签订的协议范围外**，在获得患方知情同意并签订《医疗机构样本外送检测知情同意书》后，由临床科室填写《医疗机构样本外送检测协议外新增项目审批表》（附件 3），报医务部门、分管院领导审批同意，方可外送检测。

资料来源：湖南省卫健委，国信证券经济研究所整理

财务分析

业绩快速增长，疫情后常规业务快速恢复。公司 2020-2022 年营业收入 82.44/119.43/154.76 亿元，同比增速 56.4%/44.9%/29.6%，净利润 15.10/22.20/27.53 亿元，同比增速 275.2%/47.0%/24.0%。公司营收、净利润在新冠疫情期间迎来爆发式增长，疫情后新冠检测需求下滑使得公司 2023 年营收和利润出现较大幅度下滑。随着医疗秩序恢复正常，患者就医需求逐步释放，公司 2023 年前三季度常规医检业务稳步增长，实现营收 58.91 亿元（+16.7%），有望带动整体业务持续向好发展。

图86：金域医学营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

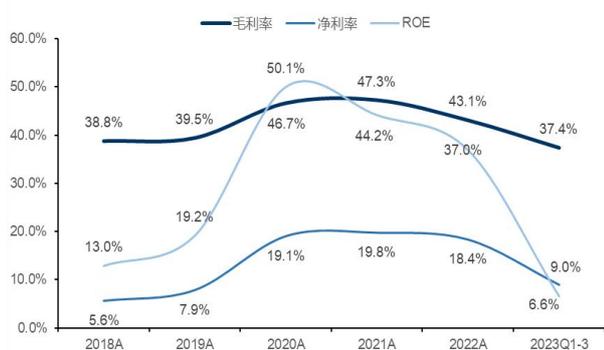
图87：金域医学归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

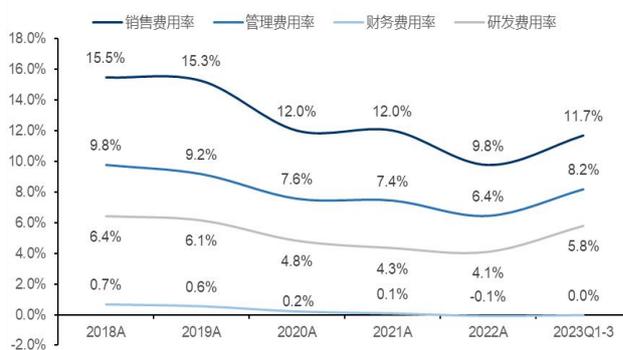
费用控制合理，利润率受疫情影响。公司各项费用率控制较好，研发投入不断加大，管理和销售费用率稳中有降，利润率逐年提升。近 3 年毛利率波动下滑主要是由于受新冠业务需求变化影响，随着疫情结束回归正常水平，高端技术平台业务占比不断增加，预计毛利率有望稳中有升。2023 年前三季度公司净利率 6.55%，信用减值损失 3.92 亿，其中主要为坏账准备计提增加所造成，若将信用减值损失加回税前利润、且假设有效税率不变情况下，模拟计算的净利率水平为 12.93%，公司的常规业务已开始体现良好的盈利能力。

图88：金域医学利润率变化情况



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图89：金域医学费用率变化情况



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

应收账款回收有序推进，影响有望逐步出清。公司 2020-2022 经营性现金流净额分别为 15.23/20.88/19.48 亿元，与归母净利润比值分别为 100.9%/94.1%/70.8%。新冠疫情期间公司积累较多应收账款，与行业整体趋势基本一致，公司通过精细

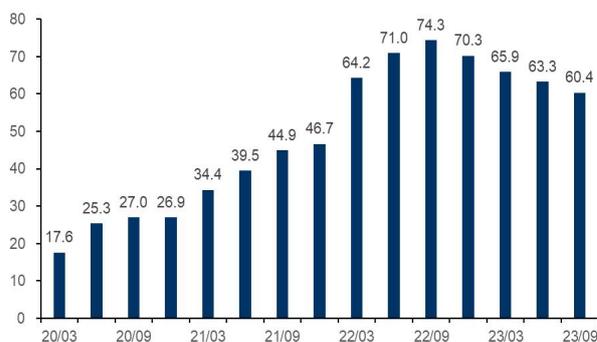
化管理不断提升运营效率、加强应收账款管理。截至 2023 年第三季度末，公司应收账款账面余额为 60.4 亿元，较 2022 年年底下降近 10 亿，其中三季度计提信用减值损失环比下降至 0.75 亿，预计公司有望如期收回大部分新冠相关应收账款，带动现金流持续健康运行。如果公司应收账款能在未来 1 年陆续顺利收回，相关应收账款减值将有可能加回，有望增厚公司明年净利润。

图90：金城医学应收账款和信用减值损失情况



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图91：金城医学单季度应收账款情况（亿元）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

表16：金城医学与迪安诊断应收账款账龄结构对比

	应收账款坏账计提比例		2021		2022		2023H1	
	金城医学	迪安诊断	金城医学	迪安诊断	金城医学	迪安诊断	金城医学	迪安诊断
半年以内	金额 (亿元)	1%	39.85	47.67	47.29	65.93	31.45	47.62
	占比 (%)	1%	82.9%	72.3%	63.7%	62.6%	44.6%	45.2%
0.5-1 年	金额 (亿元)	5%	6.16	12.05	19.21	27.19	20.96	33.96
	占比 (%)	5%	12.8%	18.3%	25.9%	25.8%	29.7%	32.3%
1-2 年	金额 (亿元)	30%	1.82	4.71	6.97	9.46	16.70	20.12
	占比 (%)	30%	3.8%	7.1%	9.4%	9.0%	23.7%	19.1%
2-3 年	金额 (亿元)	50%	0.15	0.93	0.60	1.77	1.16	2.29
	占比 (%)	50%	0.3%	1.4%	0.8%	1.7%	1.6%	2.2%
3 年以上	金额 (亿元)	100%	0.10	0.61	0.16	0.91	0.20	1.30
	占比 (%)	100%	0.2%	0.9%	0.2%	0.9%	0.3%	1.2%

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

同业对比：金城医学优势明显，竞争能力强劲。中国独立医学实验室大部分规模较小、区域性经营，或专注于特色检验项目，而金城医学、迪安诊断和艾迪康是全国连锁经营且规模较大的综合性独立医学实验室，合计约占半数以上的市场份额。2021 年中国 ICL 市场中金城医学份额最高，达到 29.8%。盈利能力方面，金城医学毛利率和净利率水平较高；且 ROE、ROA 领先，收益质量优异；公司的营运能力、偿债能力、资本结构表现良好。

表17：金城医学同业对比（2022A）

证券代码	603882.SH	300244.SZ	301060.SZ	9860.HK	9960.HK
证券简称	金城医学	迪安诊断	兰卫医学	艾迪康	康圣环球
总部	广州	杭州	上海	杭州	武汉
成立时间	1994 年（前身广州医学院医学检验中心）	2001 年	2007 年	2004 年	2003 年
基本情况					
ICL 市场份额 (2021)	29.8%	18.0%	1.6% (2017)	8.6%	2.5%
检测项目 (项)	>3900	>3300	>1500	>4000	>3800
医学检验实验室数量 (个)	49	43	14	32	9
合作医疗机构数量 (家)	>23000	>22000	-	>19000	>3000
盈利能力					
营业收入 (亿)	154.76	202.82	41.99	48.65	13.95
收入同比增长 (%)	29.6%	55.0%	136.1%	43.9%	46.6%

	ICL 业务收入 (亿)	145.29	126.74	32.59	44.01	13.74
	归母净利润 (亿)	27.53	14.34	6.17	6.81	0.75
	归母净利润同比增长 (%)	24.0%	23.3%	202.8%	115.8%	105.2%
	净利率 (%)	18.4%	9.2%	17.6%	14.1%	5.6%
	毛利率 (%)	43.1%	37.2%	42.6%	39.0%	43.5%
	销售费用率 (%)	9.8%	7.9%	4.4%	14.5%	29.7%
	管理费用率 (%)	6.4%	6.3%	8.5%	5.8%	5.8%
	研发费用率 (%)	4.1%	3.1%	2.6%	3.3%	7.3%
	财务费用率 (%)	-0.1%	1.5%	0.2%	1.1%	-3.5%
	经营现金流/归母净利润	0.71	1.14	0.14	1.31	0.28
收益质量	ROE (扣非/平均)	36.2%	24.5%	35.5%	89.0%	2.5%
	ROA	26.9%	15.3%	31.1%	17.1%	2.2%
	应收账款周转天数	136	144	129	114	126
营运&偿债能力	流动比率	2.33	2.17	2.40	1.61	3.19
	资产负债率 (%)	36.1%	54.9%	39.3%	87.4%	23.4%
	总市值 (亿)	307	164	59	71	15
估值水平	PE (TTM)	35	-35	489	17	26
	EV/EBITDA	7	5	6	6	5

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

*市值和估值日期为 2023/11/27

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

第三方医学诊断业务：2023 年公司新冠检测相关业务下滑明显，但随着医疗服务秩序不断恢复正常，患者就诊需求逐步释放，未来 3 年常规医检业务有望保持较快增长。公司不断加大高端技术平台建设，进一步完善实体瘤、血液病、宏基因、tNGS、神经免疫等多中心技术平台全国布局，特检业务收入占比稳步提升，毛利率有望不断改善。

其他多元业务：公司积极布局 ICL 全产业链，不断推进“检验+”发展战略，以现有实验室检验业务为中心，多元生态平台加速成型，新药研发服务业务、食品卫生检验业务、医学冷链物流业务、司法鉴定业务及体检业务等不断发挥协同效应，消费者健康（DTC）业务初见雏形，有望为公司带来新的业绩增长点。

表 18: 金域医学业务拆分

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
第三方医学诊断					
收入（亿元）	113.04	145.29	78.21	92.71	110.26
yoy	43.6%	28.5%	-46.2%	18.5%	18.9%
毛利率	47.2%	42.9%	39.6%	41.5%	41.8%
其他多元业务					
收入（亿元）	6.40	9.47	7.56	8.91	11.33
yoy	71.0%	48.0%	-20.1%	17.8%	27.2%
毛利率	49.0%	46.1%	39.6%	41.6%	43.7%
诊断产品					
收入（亿元）	2.91	4.34	3.82	4.28	5.13
yoy	87.0%	48.9%	-12.0%	12.0%	20.0%
毛利率	42.9%	41.0%	35.0%	36.0%	36.0%
冷链物流					
收入（亿元）	0.43	0.57	0.40	0.44	0.52
yoy	60.8%	32.1%	-30.0%	10.0%	20.0%
毛利率	3.9%	11.4%	5.0%	7.0%	10.0%
健康体检					
收入（亿元）	0.55	0.26	0.25	0.33	0.46
yoy	60.1%	-51.9%	-5.0%	30.0%	40.0%
毛利率	39.0%	37.2%	35.0%	38.0%	40.0%
其他					
收入（亿元）	2.51	4.30	3.10	3.87	5.22
yoy	59.3%	71.6%	-28.0%	25.0%	35.0%
毛利率	66.0%	56.3%	50.0%	52.0%	55.0%
合计					
收入（亿元）	119.43	154.76	85.77	101.61	121.59
yoy	44.9%	29.6%	-44.6%	18.5%	19.7%
毛利率	47.3%	43.1%	39.6%	41.5%	42.0%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

综上所述，预计 2023-2025 年营收 85.77/101.61/121.59 亿元，同比增速 -44.6%/18.5%/19.7%，毛利率为 39.6%/41.5%/42.0%。

未来 3 年业绩预测

表 19: 未来 3 年盈利预测表 (百万元)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	11943	15476	8577	10161	12159
营业成本	6295	8802	5177	5946	7051
销售费用	1435	1510	1029	1260	1483
管理费用	888	996	735	860	991
研发费用	518	633	515	600	705
财务费用	10	-13	-2	0	12
营业利润	2777	3347	909	1443	1859
利润总额	2748	3321	889	1417	1835
归母净利润(百万元)	2220	2753	757	1208	1564

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

投资收益: 公司于 2023 年 8 月公告拟按照估值 3.08 亿出售全资子公司金埭利 72% 的股权, 于第三季度确认非流动性资产处置损益 2.72 亿。医学检验与 CRO 业务的监管标准和实践要求均各有侧重, 在公司“医检主航道”战略下分配给 CRO 业务的资源有限, 难于激发组织活力和吸引 CRO 行业高端创新人才, 限制了 CRO 业务下一步深度、宽度及规模化发展, 所以金埭利独立开展业务将完善优化上市公司的业务结构, 控制由于体系错配导致的经营管理风险。

按上述假设条件, 我们得到公司 2023-2025 年营收 85.77/101.61/121.59 亿元, 同比增速-44.6%/18.5%/19.7%; 2023-2025 年归母净利润 7.57/12.08/15.64 亿元, 同比增速-72.5%/59.4%/29.5%。

盈利预测的敏感性分析

我们根据乐观、中观、悲观三种情景假设, 得到以下盈利预测结果: 1) 乐观假设下, 公司 2023-2025 年净利润分别为 8.97/13.90/17.99 亿元, 同比增长-67.4%/55.1%/29.4%; 2) 中性假设下, 公司 2023-2025 年归母净利润 7.57/12.08/15.64 亿元, 同比增速-72.5%/59.4%/29.5%; 3) 悲观假设下, 公司 2023-2025 年净利润分别 6.26/10.37/13.46 亿元, 同比增长-77.3%/65.6%/29.8%。

表 20: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
乐观预测					
营业收入(百万元)	11,943	15,476	8,922	10,652	12,851
(+/-%)	44.9%	29.6%	-42.4%	19.4%	20.6%
净利润(百万元)	2,220	2,753	897	1,390	1,799
(+/-%)	47.0%	24.0%	-67.4%	55.1%	29.4%
每股收益 (元)	4.77	5.89	1.91	2.97	3.84
中性预测					
营业收入(百万元)	11,943	15,476	8,577	10,161	12,159
(+/-%)	44.9%	29.6%	-44.6%	18.5%	19.7%
净利润(百万元)	2,220	2,753	757	1,208	1,564
(+/-%)	47.0%	24.0%	-72.5%	59.4%	29.5%
每股收益 (元)	4.77	5.89	1.62	2.58	3.34
悲观预测					
营业收入(百万元)	11,943	15,476	8,232	9,676	11,484
(+/-%)	44.9%	29.6%	-46.8%	17.5%	18.7%
净利润(百万元)	2,220	2,753	626	1,037	1,346
(+/-%)	47.0%	24.0%	-77.3%	65.6%	29.8%
每股收益 (元)	4.77	5.89	1.34	2.21	2.87

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

核心假设与逻辑

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：78.04-87.42 元

基于公司的龙头地位和强大的创新能力，顺应政策发展趋势，市场份额不断提升，且国内第三方医学检验渗透率逐步提高，我们预计公司未来收入业绩端保持较快增长，未来五年估值假设条件见下表：

表21：公司盈利预测假设条件（%）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入增长率	56.4%	44.9%	-44.6%	18.5%	19.7%	18.7%	17.7%
营业成本/营业收入	53.3%	52.7%	60.4%	58.5%	58.0%	57.9%	57.8%
管理费用/营业收入	7.3%	7.3%	8.5%	8.4%	8.1%	8.0%	7.9%
研发费用/营业收入	4.8%	4.3%	6.0%	5.9%	5.8%	5.7%	5.6%
销售费用/销售收入	12.0%	12.0%	12.0%	12.4%	12.2%	12.1%	12.0%
营业税及附加/营业收入	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
所得税税率	13.1%	14.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
股利分配比率	7.5%	9.6%	17.5%	21.5%	19.5%	20.5%	20.0%

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理和预测

表22：绝对估值法主要假设

指标	假设值	指标	假设值
无杠杆 Beta	0.98	T	16.54%
无风险利率	2.69%	Ka	9.06%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	1.00
公司股价	65.53	Ke	9.17%
发行在外股数	469	E/(D+E)	93.13%
股票市值(E)	30719	D/(D+E)	6.87%
债务总额(D)	643	WACC	8.80%
Kd	4.50%	永续增长率（10年后）	2.00%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司价格区间为 78.04-87.42 元。

绝对估值的敏感性分析

绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析

表23：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		8.4%	8.6%	8.80%	9.0%	9.2%
永续增长率变化	82.46					
	2.6%	95.42	91.67	88.17	84.90	81.83
	2.4%	93.03	89.47	86.14	83.03	80.10
	2.2%	90.80	87.42	84.24	81.27	78.47
	2.0%	88.71	85.48	82.46	79.61	76.93
	1.8%	86.75	83.67	80.77	78.04	75.47
	1.6%	84.90	81.95	79.18	76.56	74.09
1.4%	83.15	80.33	77.67	75.15	72.78	

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：77.40-90.30 元

可比公司：选择国内从事第三方医学检测服务的企业迪安诊断（国内第三方医学诊断行业的领军企业之一，“服务+产品”一体化商业模式，有部分代理业务）、兰卫医学（病理 AI 商业化领域取得先发优势，“产品代理+第三方服务”的灵活商业模式）、艾迪康（国内第三大 ICL 服务提供商）、康圣环球（中国领先的独立临床特检服务提供商）为可比公司。

金城医学坚守医检主航道，中长期发展动力充足。公司作为行业内稳固的龙头企业，具有规模效应及成本优势，在强大的技术创新能力及前瞻的产业链支持下，高端技术平台收入占比不断增加，拉动毛利率稳定提升。应收账款坏账计提短期扰动表现盈利，中长期看公司盈利水平有望重回稳定提升轨道。考虑行业发展阶段和政策趋势，以及金城医学的市场地位和业务布局，基于公司中长期成长性和盈利能力提升的确定性，给予公司 2024 年 PE 30-35x，合理股价区间为 77.40-90.30 元，对应市值区间为 362-423 亿元。

表 24: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (23/11/27)	总市值 (亿人民币)	EPS				PE				ROE		PEG		投资 评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	22A	23E			
603127.SH	金城医学	65.53	307	5.90	1.62	2.58	3.34	11.2	40.6	25.4	19.6	31.9%	0.9		买入	
300244.SZ	迪安诊断	26.13	164	2.30	1.33	1.94	2.41	11.0	19.7	13.5	10.9	19.3%	0.6		买入	
301060.SZ	兰卫医学	14.80	59	1.54	0.38	0.60	0.76	12.7	38.8	24.5	19.6	29.9%	1.0		无	
9860.HK	艾迪康控股	10.72	71	1.04				10.3				133.3%			无	
9960.HK	康圣环球	1.63	15	0.09	0.10	0.12	0.16	33.4	15.4	12.1	9.4	2.7%	0.5		无	

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

注: 除金城医学外, 其余盈利预测为 wind 一致预期

投资建议

金城医学专注第三方医学检验领域，拥有强大的成本优势和规模效应，顺应政策趋势下持续提升市场份额。基于高强度的自主研发和产学研一体化，每年引进数百项创新项目，保持技术领先性。伴随高端技术平台的不断完善、“医检 4.0”数字化转型战略落地以及多元化业务协同，将驱动公司盈利能力稳健提升。预计公司 2023-2025 年营收 85.77/101.61/121.59 亿元，同比增速 -44.6%/18.5%/19.7%；归母净利润 7.57/12.08/15.64 亿元，同比增速 -72.5%/59.4%/29.5%；当前股价对应 PE=41/25/20x。综合绝对估值和相对估值，公司合理股价为 77.40-90.30 元，相较当前股价（2023-11-27）有 18-38%溢价空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

估值风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计偏乐观、从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

我们采取了绝对估值和相对估值方法,多角度综合得出公司的合理股价在 77.4-90.3 元之间,但该估值是建立在相关假设前提基础上的,特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本(WACC)的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定,都融入了很多个人的判断,进而导致估值出现偏差的风险,具体来说:

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观,导致未来 10 年自由现金流计算值偏高,从而导致估值偏乐观的风险;

加权平均资本成本(WACC)对公司绝对估值影响非常大,我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.69%、风险溢价 6.50%,可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低,从而导致公司估值高估的风险;

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%,公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化,公司持续成长性实际很低或负增长,从而导致公司估值高估的风险;

相对估值方面:我们选取了与公司业务相同或相近的第三方医检企业比如迪安诊断、兰卫医学、康圣环球等的相对估值指标进行比较,选取了可比公司 2024 年平均 PE 做为相对估值的参考,同时考虑公司的龙头地位和成长性,在行业平均动态 PE 的基础上给予一定溢价,最终给予公司 24 年 30-35 倍 PE 估值,可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

技术风险

技术被赶超或替代的风险:技术领先是第三方医检服务医疗机构客户的基础。医检技术的研发能力不足、产品组合的开发或迭代不及时,将一定程度上影响从业机构持续经营能力。同时,POCT、AI 及自动化等新技术的应用,给行业技术格局带来新的挑战。如公司未能及时跟进,可能给持续发展带来一定的风险。

关键技术人才流失风险:关键技术人才的培养和管理是公司竞争优势的主要来源之一。公司目前拥有研发技术人员超过 1500 人,占总人数比例约 10%。随着行业竞争格局的变化,对行业技术人才的争夺将日趋激烈。若公司未来不能在薪酬、待遇等方面持续提供有效的奖励机制,将缺乏对技术人才的吸引力,可能导致现有核心技术人员流失,这将对公司的经营造成不利影响。

核心技术泄密风险:经过多年的积累,公司自主研发积累了一系列核心技术,这些核心技术是公司的核心竞争力和核心机密。如果未来关键技术人员流失或在生产经营过程中相关检验技术、数据、保密信息泄露进而导致核心技术泄露,将会在一定程度上影响公司的技术研发创新能力和市场竞争力,对公司的生产经营和发展产生不利影响。

质量管理风险:样本分析前的质量控制因涉及流转环节较多,质量控制难度较大,虽已严格执行科学严谨的质量控制管理,但无法完全排除不利因素的影响,检验结果的准确度可能会受到影响。同时,医学检验作为临床诊疗的重要支撑,医学检验结果的差错可能对患者后续的诊疗产生不利影响,由此

可能带来的医疗纠纷，对公司的市场声誉和经营业绩产生不利影响，使行业的公信力受到损害。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长-45%/18%/18%，可能存在对公司检验业务量及特检收入、多元化业务（食品卫生检验业务、医学冷链物流业务、司法鉴定业务及体检业务等）估计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利率分别为 40%/41%/42%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 我们预计公司每年拓展高端技术平台的创新项目，若相关创新项目如实体瘤、血液病、宏基因、tNGS、神经免疫等在临床推广不及预期或盈利能力较差，存在未来 3 年业绩预期高估的风险。
- ◆ 公司盈利受检验收费的定价影响较大，若由于各地检验收费价格出现剧烈变化，普通检验项目实际价格低于我们预期，从而存在高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 公司三级医院客户收入占比不断提升，若由于政策变动导致与三级医院合作共建业务出现变化，影响公司战略落地，存在未来 3 年业绩预期高估的风险。

经营风险

行业竞争加剧的风险：随着行业社会关注度的提升，新进入者增多，市场竞争日趋激烈。同时，经济发展压力、老龄化、出生率下降影响，客户对检测服务时效、质量、个性化服务等要求不断提升。行业内各实验室如不能快速提升运营管理、资源配置、质量控制、精准服务等能力，将在市场竞争中处于不利地位，甚至影响到整个行业在政府、客户及广大群众中的口碑。

财务风险

应收账款回款风险：由于宏观环境影响，部分地区部分医院面临财政拨款或医保资金给付周期延长的短期困难，部分检测费用结算可能存在延期。截至 2023 年第三季度末应收账款账面余额为 60.4 亿元，前三季度信用减值损失 3.92 亿元，若部分应收账款回款不及预期，或出现坏账问题，可能对公司业绩造成负面影响。

政策风险

医药政策方面：中国持续深化医药卫生体制改革，大力推动 DRGs/DIP、检验试剂集采、技耗分离政策，检测服务价格未来有进一步降低的风险。国家大力推进国家医学中心、区域医疗中心、医联体、医共体等建设，多种政策影响叠加，对第三方医检公司的产品研发、服务、效率等方面产生的影响存在一定的不确定性。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	2653	2929	3285	3395	4500	营业收入	11943	15476	8577	10161	12159
应收款项	4732	7117	6110	6681	6663	营业成本	6295	8802	5177	5946	7051
存货净额	345	405	272	306	373	营业税金及附加	12	15	13	15	18
其他流动资产	200	209	135	156	180	销售费用	1435	1510	1029	1260	1483
流动资产合计	7930	10660	9801	10538	11716	管理费用	888	996	735	860	991
固定资产	1719	1930	2324	2619	2827	研发费用	518	633	515	600	705
无形资产及其他	68	152	146	140	134	财务费用	10	(13)	(2)	0	12
投资性房地产	819	945	945	945	945	投资收益	(7)	(11)	245	(10)	(10)
长期股权投资	214	205	205	205	205	资产减值及公允价值变动	1	(0)	(0)	(0)	(0)
资产总计	10751	13891	13420	14446	15826	其他收入	(519)	(808)	(960)	(627)	(734)
短期借款及交易性金融负债	201	222	500	300	200	营业利润	2777	3347	909	1443	1859
应付款项	2283	2988	2053	2040	2050	营业外净收支	(29)	(27)	(20)	(25)	(24)
其他流动负债	1244	1371	857	1052	1195	利润总额	2748	3321	889	1417	1835
流动负债合计	3728	4580	3410	3392	3444	所得税费用	384	478	133	213	275
长期借款及应付债券	249	143	143	143	143	少数股东损益	144	90	(2)	(3)	(4)
其他长期负债	251	292	369	468	540	归属于母公司净利润	2220	2753	757	1208	1564
长期负债合计	500	435	512	611	683	现金流量表 (百万元)					
负债合计	4228	5016	3923	4003	4128	净利润	2220	2753	757	1208	1564
少数股东权益	219	243	242	239	236	资产减值准备	(0)	(1)	0	0	0
股东权益	6304	8631	9256	10204	11462	折旧摊销	332	413	200	240	275
负债和股东权益总计	10751	13891	13420	14446	15826	公允价值变动损失	(1)	0	0	0	0
						财务费用	10	(13)	(2)	0	12
关键财务与估值指标						营运资本变动	(1133)	(1709)	(156)	(346)	152
每股收益	4.77	5.89	1.62	2.58	3.34	其它	130	68	(2)	(3)	(3)
每股红利	0.46	1.50	0.28	0.55	0.65	经营活动现金流	1548	1525	800	1099	1987
每股净资产	13.54	18.48	19.75	21.77	24.45	资本开支	0	(612)	(588)	(530)	(477)
ROIC	44%	38%	11%	15%	18%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	35%	32%	8%	12%	14%	投资活动现金流	(59)	(602)	(588)	(530)	(477)
毛利率	47%	43%	40%	41%	42%	权益性融资	(11)	48	0	0	0
EBIT Margin	23%	23%	13%	15%	16%	负债净变化	(130)	(106)	0	0	0
EBITDA Margin	26%	25%	15%	17%	18%	支付股利、利息	(214)	(701)	(133)	(260)	(305)
收入增长	45%	30%	-45%	18%	20%	其它融资现金流	229	918	278	(200)	(100)
净利润增长率	47%	24%	-72%	59%	29%	融资活动现金流	(470)	(647)	145	(460)	(405)
资产负债率	41%	38%	31%	29%	28%	现金净变动	1018	275	357	110	1105
息率	0.7%	2.3%	0.4%	0.8%	1.0%	货币资金的期初余额	1635	2653	2929	3285	3395
P/E	13.7	11.1	40.6	25.4	19.6	货币资金的期末余额	2653	2929	3285	3395	4500
P/B	4.8	3.5	3.3	3.0	2.7	企业自由现金流	1603	1107	402	623	1573
EV/EBITDA	11.1	9.1	26.4	20.2	16.0	权益自由现金流	1702	1920	726	472	1541

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032