

金城医学(603882)

ICL 龙头企业规模效应逐步显现

投资要点:

公司主营业务为第三方医学检验及病理诊断，为全国布局完善、检验项目丰富的 ICL 龙头企业，所覆盖的疾病领域包括感染性疾病、血液疾病、实体肿瘤、神经系统疾病等。

➤ ICL 行业市场空间广阔，特殊检验为未来发展方向

根据弗若斯特沙利文数据，目前我国 ICL 行业渗透率仅为 6%，远低于日本的 60%和美国的 35%。2021 年中国 ICL 行业市场空间（不含 COVID-19 检测）为 223 亿元，未来随着行业渗透率提升和国家政策推动，预计 2026 年市场空间达 513 亿元，年复合增速为 18%。由于院内开展特检项目并不具备成本优势，未来外包需求持续提升，特检市场有望迎来发展新机遇，预计中国 ICL 特检市场空间将从 2021 年的 103 亿元提升至 2026 年的 289 亿元，年复合增速为 23%，呈现高速发展态势。

➤ 规模化效益显现，持续发展动力强劲

公司为较早进入 ICL 赛道的龙头企业，在实验室数量、覆盖区域和客户数量上具有领先地位，目前公司拥有 49 家中心实验室，服务全国 90%以上人口。同时公司拥有超 3,800 项检验项目，在满足医院常规化检测需求的同时重视创新，布局高毛利的特殊检验项目，打造未来业绩增长引擎。2022 年公司 48 家医学实验室中有 40 家实现盈利，成熟实验室业绩稳定增长，处于市场培育期的实验室逐步扭亏为盈，有望持续贡献公司业绩。

➤ 盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 88.36/106.13/127.71 亿元，同比增速分别为-42.91%/20.11%/20.33%，归母净利润分别为 7.96/13.97/17.94 亿元，同比增速分别为-71.08%/75.51%/28.45%。绝对估值法测得公司每股价值为 87.21 元，可比公司 2024 年平均 PE 为 29 倍，鉴于公司作为 ICL 龙头企业，规模效应逐步显现，综合绝对估值法和相对估值法，我们给予公司 2024 年 30 倍 PE，目标价 89.41 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：区域集采风险、应收账款风险、行业竞争加剧风险

行业：医药生物/医疗服务
投资评级：买入（首次）
当前价格：66.00 元
目标价格：89.41 元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	468.77/465.65
流通 A 股市值(百万元)	30,732.74
每股净资产(元)	18.08
资产负债率(%)	28.66
一年内最高/最低(元)	92.91/52.80

股价相对走势



作者

分析师：郑薇
执业证书编号：S0590521070002
邮箱：zhengwei@glsc.com.cn
分析师：许津华
执业证书编号：S0590523070004
邮箱：xujh@glsc.com.cn

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	11943	15476	8836	10613	12771
增长率(%)	44.88%	29.58%	-42.91%	20.11%	20.33%
EBITDA(百万元)	3292	3927	1353	2108	2479
归母净利润(百万元)	2220	2753	796	1397	1794
增长率(%)	47.03%	24.02%	-71.08%	75.51%	28.45%
EPS(元/股)	4.74	5.87	1.70	2.98	3.83
市盈率(P/E)	13.9	11.2	38.9	22.1	17.2
市净率(P/B)	4.9	3.6	3.3	3.0	2.6
EV/EBITDA	15.5	9.1	20.3	12.9	10.6

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为 2023 年 11 月 30 日收盘价

相关报告

投资聚焦

核心逻辑

- 1) 我国 ICL 行业渗透率低，未来市场空间大。2021 年我国 ICL 市场规模（常规检验）为 223 亿元，预计 2026 年达 513 亿元，年复合增速为 18%。
- 2) 公司管理效率领先，规模优势逐渐显现。2022 年公司 48 家医学实验室中有 40 家实现盈利，后续随着规模化优势显现，业绩逐步进入收获期。
- 3) 应收账款持续改善，经营进入正常增长阶段。随着公司应收账款逐渐回款，信用减值风险逐步下降，同时诊疗需求恢复公司常规业务进入正常增长。

不同于市场的观点

- 1) 市场认为公司所处的行业需求已饱和，我们认为随着人们日益增长的健康需求，高端化的特殊检验有望迎来发展机会，特检项目研发难度大、周期长、患者人数较少，医院开展该项目不具备成本优势，外包需求将持续提升，有望成为公司未来增长引擎。
- 2) 市场认为公司业绩增长缺乏持续性，我们认为虽然新冠检测需求逐步下降，公司短期业绩承压，但未来随着中心实验室扭亏为盈，成熟实验室持续稳定增长，有望为公司业绩带来增量。

核心假设

- 1) **诊断服务：**未来随着老龄化程度加重、ICL 渗透率不断提升，同时公司规模化效应逐步显现，经营管理效率逐步提升，我们预计 2023-2025 年诊断服务营收增速分别为-44.73%/20.40%/20.63%；毛利率分别为 38.13%/41.35%/42.15%。
- 2) **诊断产品：**随着公司特殊检验项目获证数逐步增加，未来有望为医院提供更多诊断产品，我们预计 2023-2025 年诊断产品收入增速分别为-10.84%/20.00%/20.00%；毛利率分别为 41.00%/42.00%/43.00%。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 88.36/106.13/127.71 亿元，同比增速分别为-42.91%/20.11%/20.33%，归母净利润分别为 7.96/13.97/17.94 亿元，同比增速分别为-71.08%/75.51%/28.45%。绝对估值法测得公司每股价值为 87.21 元，可比公司 2024 年平均 PE 为 29 倍，鉴于公司作为 ICL 龙头企业，规模效应逐步显现，综合绝对估值法和相对估值法，我们给予公司 2024 年 30 倍 PE，目标价 89.41 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

正文目录

1.	检验项目齐全的 ICL 领军企业.....	5
1.1	二十年沉淀成就国内 ICL 龙头	5
1.2	新冠后公司进入正常增长阶段	7
2.	ICL 行业增速快、市场空间广阔	8
2.1	中国 ICL 行业发展空间广阔	9
2.2	中国 ICL 行业呈现强者恒强格局	11
2.3	政策驱动行业发展，市场前景广阔	12
3.	他山之石：规模化、高端化助力 ICL 发展.....	15
3.1	Quest：高端检验为未来增长引擎	17
3.2	Labcorp：并购助力公司规模加速扩张.....	19
4.	公司作为国内 ICL 龙头竞争优势明显.....	21
4.1	公司是全国布局完善的 ICL 龙头	21
4.2	特检项目助力高端客户突破	23
4.3	数字化转型协助提质增效	25
5.	盈利预测、估值与投资建议.....	27
5.1	盈利预测	27
5.2	估值与投资建议	28
6.	风险提示	30

图表目录

图表 1:	公司发展历程.....	5
图表 2:	金域医学股权结构(截至 2023 年 9 月 30 日)	6
图表 3:	管理层经验丰富	6
图表 4:	2017-2023Q3 公司营收及增速.....	7
图表 5:	2017-2023Q3 公司归母净利润及增速.....	7
图表 6:	2017-2023Q3 公司毛利率和净利率.....	7
图表 7:	2017-2023Q3 公司费用及费用率.....	7
图表 8:	2019-2023Q3 公司应收账款情况.....	8
图表 9:	2022-2023Q3 公司分季度信用减值损失情况.....	8
图表 10:	中国 ICL 行业发展历程.....	8
图表 11:	普检与特检的区别	9
图表 12:	中国公立医院医疗检验收入情况	9
图表 13:	中国公立医院检验人次情况	10
图表 14:	中国公立医院人均检验费用情况	10
图表 15:	2021 年中国 ICL 市场渗透率	10
图表 16:	我国临床检测市场及 ICL 市场规模	11
图表 17:	ICL 普检及特检市场规模	11
图表 18:	各家 ICL 企业市占率测算.....	12
图表 19:	我国 ICL 数量情况.....	12
图表 20:	ICL 行业发展的政策支持	13
图表 21:	部分省市 ICL 医保相关政策.....	14
图表 22:	ICL 可节约的检验花费(亿元)	14
图表 23:	DRG 改革重要相关政策	15
图表 24:	美国第三方医学实验室占比情况	16
图表 25:	美国 ICL 代表企业.....	16
图表 26:	Quest 收入复盘.....	17
图表 27:	Quest 营业收入构成.....	18
图表 28:	Quest 股价复盘.....	18
图表 29:	LabCorp 收入复盘	19
图表 30:	LabCorp 营业收入构成	20

图表 31:	LabCorp 股价复盘	20
图表 32:	公司中心实验室建设情况	21
图表 33:	中国 ICL 企业对比	21
图表 34:	公司部分代表实验室净利率情况	22
图表 35:	遍布全国的物流体系	23
图表 36:	金域医学检验诊断技术体系	23
图表 37:	2018-2023H1 各 ICL 企业研发费用及费用率情况	24
图表 38:	2014-2023H1 公司高端检测收入 (百万元)	24
图表 39:	公司三级医院客户营收占比持续提升	25
图表 40:	金域医学“医检 4.0”蓝图	26
图表 41:	各 ICL 企业应收账款周转率 (次)	26
图表 42:	各 ICL 企业收入现金比率	26
图表 43:	各 ICL 企业净资产收益率情况	27
图表 44:	公司营收拆分及预测	28
图表 45:	FCFF 模型关键假设	28
图表 46:	FCFF 模型敏感性测试	28
图表 47:	FCFF 估值明细	29
图表 48:	金域医学可比公司估值情况	29

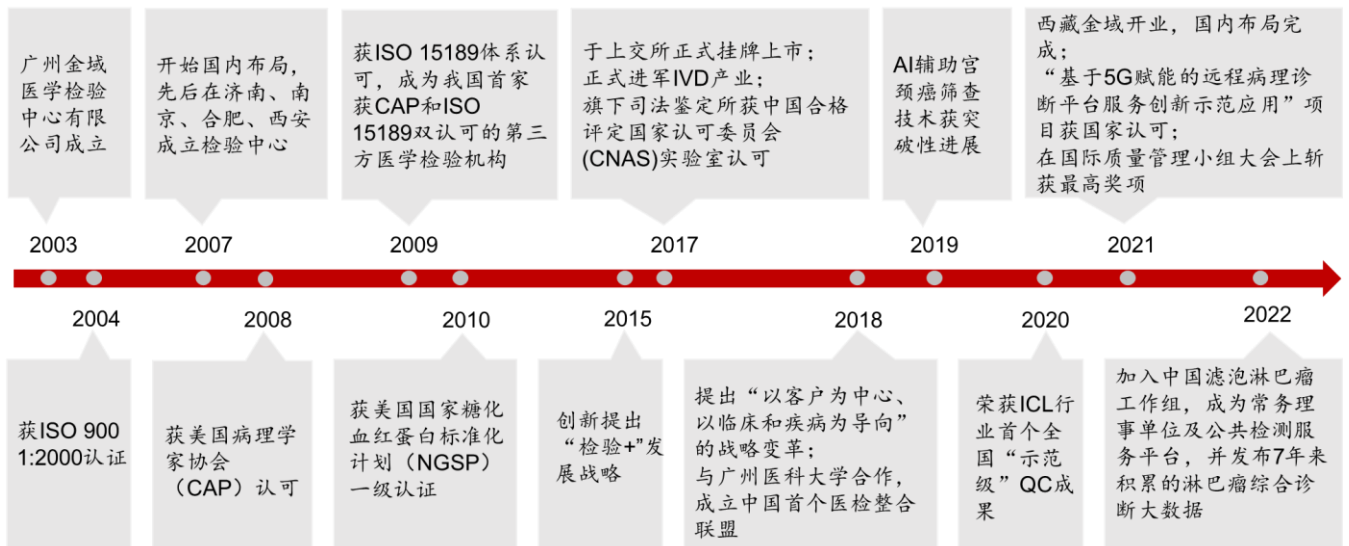
1. 检验项目齐全的 ICL 领军企业

金域医学主营业务为第三方医学检验及病理诊断，为国内检验项目及技术平台齐全、营业规模最大、市场网络覆盖最广的龙头企业。目前公司检测项目所覆盖的疾病领域包括感染性疾病、血液疾病、实体肿瘤、神经系统疾病等。

1.1 二十年沉淀成就国内 ICL 龙头

中心实验室布局实现国内全覆盖。公司成立于 2003 年，并以广州为中心，逐步往外扩张，先后在济南、南京等地成立检验中心。经过数年发展，公司已在全国各地区（包括香港）成立 49 家中心实验室，750 多家合作共建实验室，服务网络覆盖全国 90% 以上人口所在区域，实现国内全覆盖。

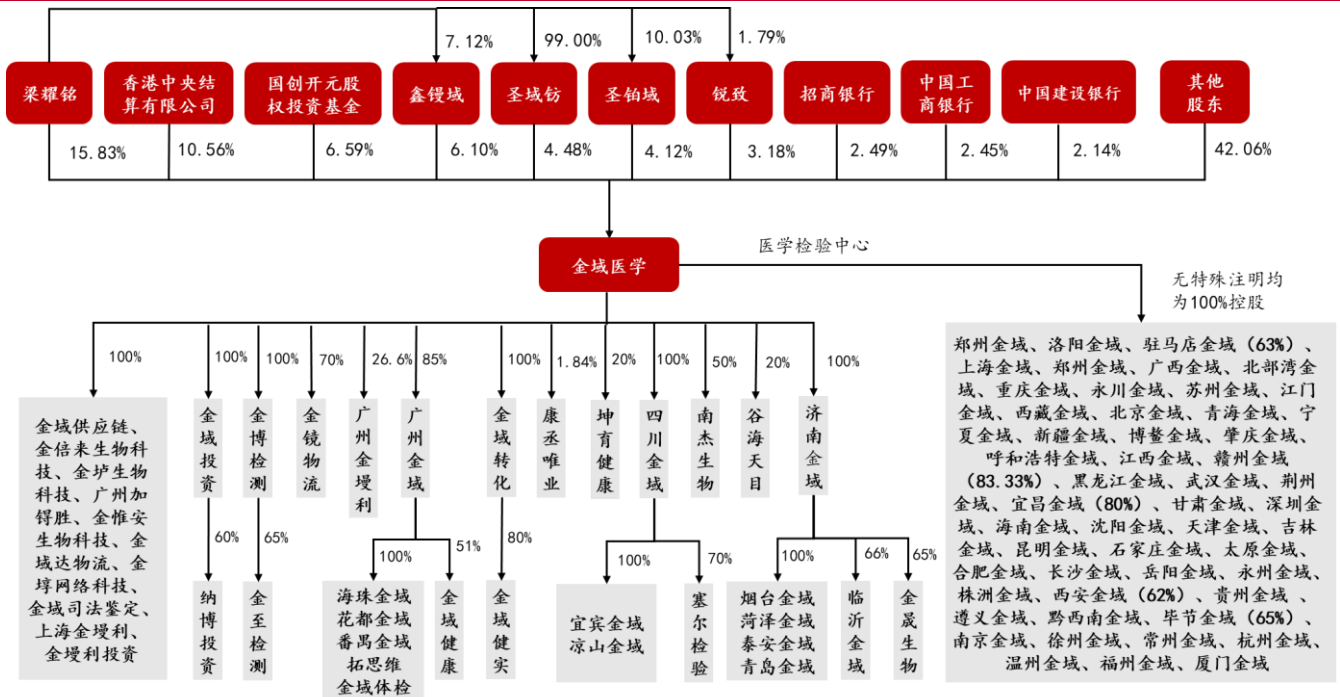
图表 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，国联证券研究所整理

股权结构稳定，利好长期发展。自公司创立以来，实控人梁耀铭先生一直担任董事长，布局公司长期发展。截至 2023 年 9 月 30 日，梁耀铭先生通过直接方式共持有金域医学总计 15.83% 的股权。圣域钊和圣铂域为员工持股平台，用于激励员工积极性。同时公司通过在全国范围内设立医学检验中心子公司实现全域布局。

图表2：金域医学股权结构(截至 2023 年 9 月 30 日)



资料来源：iFind，国联证券研究所

管理层具有医学背景，行业经验丰富。董事长兼总经理梁耀铭本科毕业于广州医学院，在医学检验行业深耕多年。副总经理杨万丰、谢江涛均具有医学专业背景，多数高管在公司任职十多年，积累丰富的管理背景和市场经验，人员流动性较低，有利于公司稳定发展。

图表3：管理层经验丰富

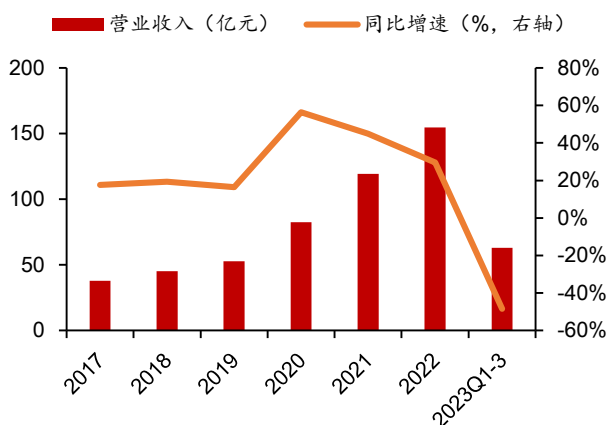
<p>梁耀铭 董事长、总经理</p> <ul style="list-style-type: none"> 医学学士，硕士毕业于新加坡国立大学 从事医学检验行业二十余年 金域医学创始人，现任广州金域医学检验集团股份有限公司董事长、总经理。 	<p>严婷 董事、副总经理</p> <ul style="list-style-type: none"> 硕士学历，毕业于澳大利亚国立管理学院 曾就职于广州医学院科技实验厂和广州汉高化学制品有限公司。 2001年起就职于金域医学，现任广州金域医学检验集团股份有限公司董事、副总经理。
<p>杨万丰 副总经理</p> <ul style="list-style-type: none"> 医学学士，硕士毕业于新加坡南洋理工大学EMBA 2004年起就职于金域医学，历任公司业务部经理、营销总监、江西金城总经理等，现任公司副总经理、华南大区总经理。 	<p>汪今来 副总经理</p> <ul style="list-style-type: none"> 硕士学历，毕业于南京大学 1994年起从事新闻传播业，曾任职于江苏科技报、羊城晚报。 2016年至今任公司副总经理、首席品牌官、总裁办主任。
<p>郝必喜 董事、副总经理、CFO、董秘</p> <ul style="list-style-type: none"> 硕士学历，毕业于华南理工大学 2001年起就职于金域医学，历任公司财务总监、财务管理中心总经理等。现任公司副总经理、财务总监、董事会秘书。 	<p>谢江涛 副总经理</p> <ul style="list-style-type: none"> 医学学士，新加坡南洋理工大学EMBA硕士 2002年起就职于金域医学，历任公司销售代表、营销总监、上海金城总经理、集团营销管理中心总经理等，现任公司副总经理、轮值首席运营官、华东大区总经理兼上海金城总经理。

资料来源：iFind，国联证券研究所

1.2 新冠后公司进入正常增长阶段

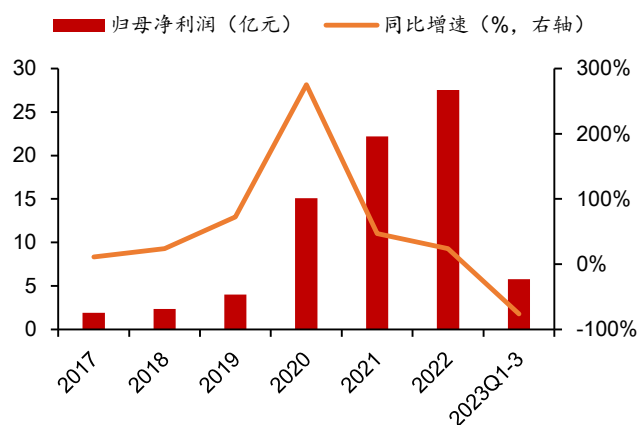
公司近年来业务稳健增长，新冠检测带来业绩波动。2017-2022 年公司收入从 38 亿元增长至 155 亿元，CAGR 为 32.49%。2023 年前三季度公司实现营收 63.10 亿元，同比下滑 48.32%，其中常规医检收入 58.91 亿元，同比增长 16.65%；归母净利润 5.76 亿元，同比下滑 76.47%，业绩下滑主要受去年新冠检测高基数影响。随着新冠业务出清，常规诊疗需求不断恢复，公司医学诊断服务有望恢复正常增长。

图表4：2017-2023Q3 公司营收及增速



资料来源：iFind，国联证券研究所

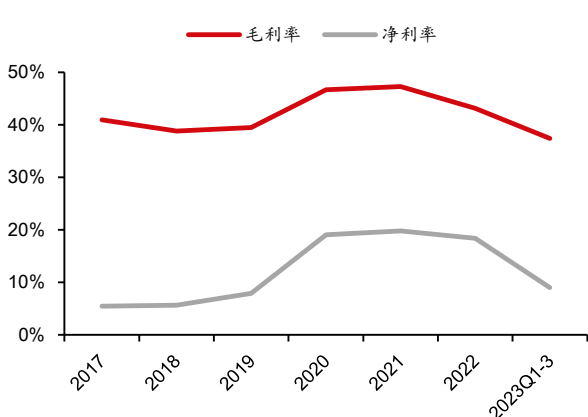
图表5：2017-2023Q3 公司归母净利润及增速



资料来源：iFind，国联证券研究所

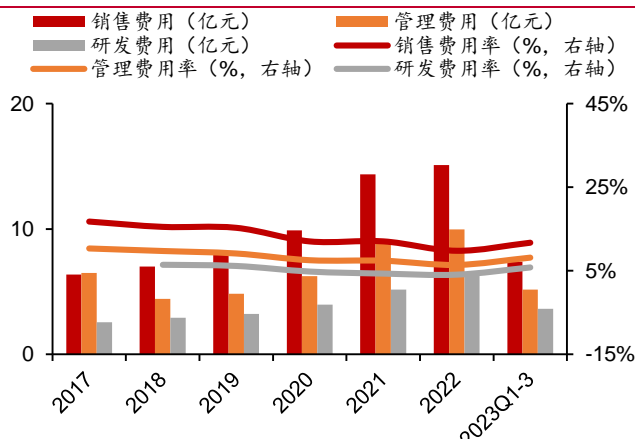
公司管理效率逐步提升。受新冠检测服务需求衰减，营收下滑等影响，2023 年前三季度公司毛利率为 37.44%，同比下滑 7.38 个百分点。公司规模化效应显现，各项费用率均有所下降，管理费用率、销售费用率和研发费用率分别从 2018 年的 9.76%、15.50%和 6.43%下降至 2023 年前三季度的 8.17%、11.69%和 5.79%。

图表6：2017-2023Q3 公司毛利率和净利率



资料来源：iFind，国联证券研究所

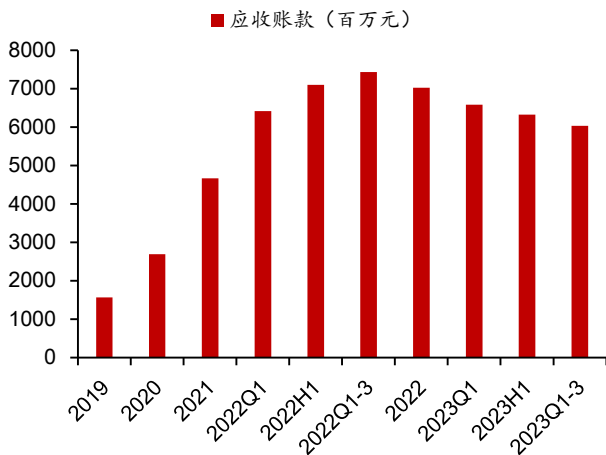
图表7：2017-2023Q3 公司费用及费用率



资料来源：iFind，国联证券研究所

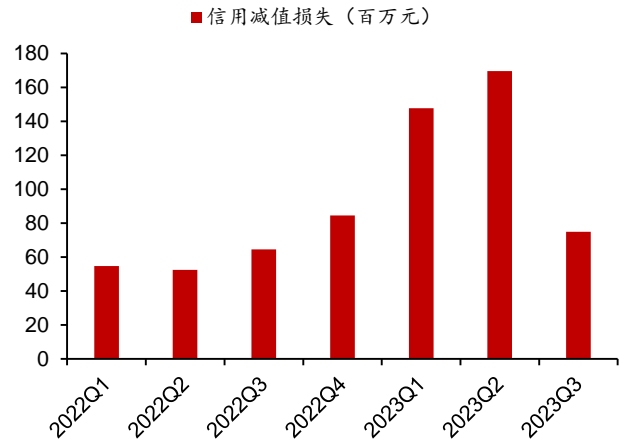
应收账款持续出清，信用减值情况改善。从 2022 年三季度开始，公司应收账款逐步回款。截至 2023 年三季报，公司应收账款为 60.38 亿元，同时公司应收账款信用减值情况明显改善，2023Q3 信用减值为 7,484 万元，环比下降明显。

图表8：2019-2023Q3 公司应收账款情况



资料来源：iFind，国联证券研究所

图表9：2022-2023Q3 公司分季度信用减值损失情况



资料来源：iFind，国联证券研究所

2. ICL 行业增速快、市场空间广阔

独立医学实验室 (Independent Clinical Laboratory, ICL)，又称第三方医学检验实验室，是指获得卫生行政部门许可，能够独立从事医学检验或病理诊断服务的医疗机构，其利用规模化、专业化和低成本等优势满足医疗机构的检测需求。

中国 ICL 行业正处在加速发展的阶段。中国 ICL 行业的发展可追溯至 20 世纪 80 年代中期，临床检验中心开始检验服务业务的社会化。此后一些检验服务中心开始与医院合作，形成单体 ICL，中国 ICL 行业开始缓慢发展。得益于政策的扶持和需求的增加，21 世纪中国 ICL 行业开始高速发展，市场规模迅速增长，中国 ICL 的数量由 2009 年的不足 70 个发展到 2021 年的 2,100 多个。

图表10：中国 ICL 行业发展历程



资料来源：艾迪康招股书，国联证券研究所

个性化高端特检项目为未来发展方向。目前 ICL 市场包括普通检验（简称“普

检”)和特殊检验(简称“特检”)。普检通常是指《医疗机构临床检验项目目录》的常规检测项目,如血液生化等,该技术发展成熟,准入门槛较低,利润低,市场竞争激烈;特检则是非常规的检测项目,如产前基因检测、质谱检测等,技术水平较高,检验方法复杂,需要专门的设备及人员进行,利润水平较高。

图表11: 普检与特检的区别

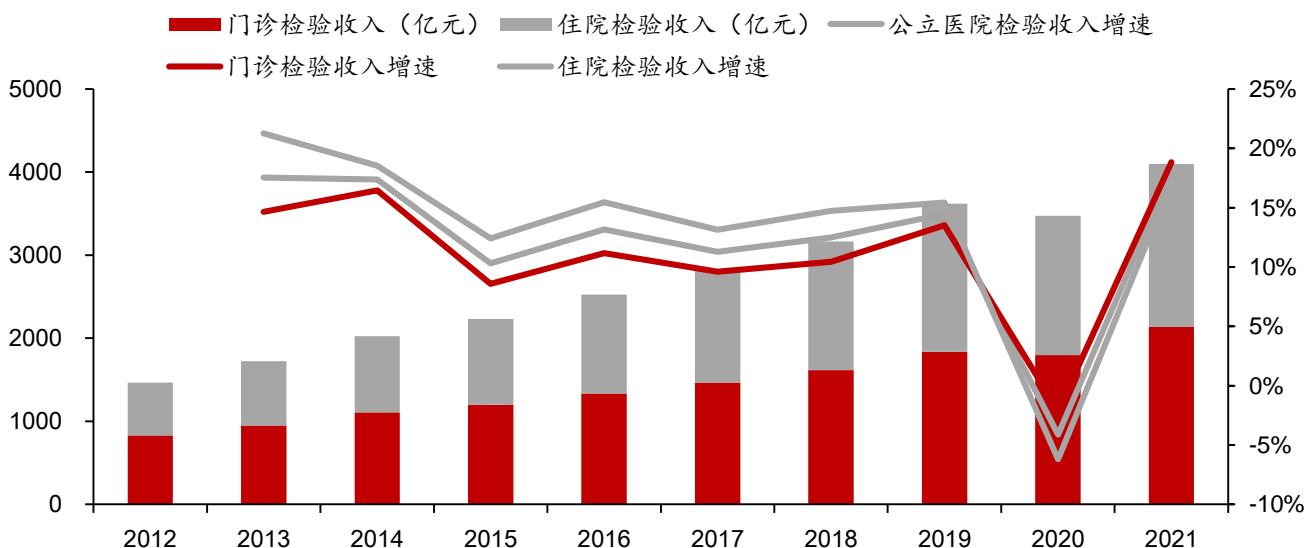
	普检	特检
检测项目	通常指《医疗机构临床检验项目目录》中的常规检测项目,如血液生化等	非常规的检测项目,一般不在《医疗机构临床检验项目目录》中,如产前基因检测等
技术平台	常规临床化学、常规血液学、常规微生物学及常规免疫学等	分子诊断学、蛋白质化学、细胞免疫学及高级微生物学等
人员要求	成本效益好且高效的劳动力	高等技术要求
特征	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 同质化及标准化 ✓ 较低的市场准入壁垒 ✓ 高自动化 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 个性化 ✓ 较高的市场准入壁垒 ✓ 低自动化
盈利能力	低至中等	中等至高
主要服务提供商	医院、ICL、联合临床实验室	ICL
主要客户	各级医院和非医院医疗机构	高级医院

资料来源:弗若斯特沙利文,国联证券研究所

2.1 中国 ICL 行业发展空间广阔

我国检验市场处于高速发展阶段。根据中国卫生健康统计年鉴数据,2021年中国公立医院检验收入达4,096亿元,2012-2021年期间年复合增速达12.08%。2020年诊疗量有一定波动,但整体呈现高速发展态势。其中2021年住院检验收入达1,960亿元,2012-2021年期间年复合增速达13.27%,快于门诊检验收入增速的11.09%。

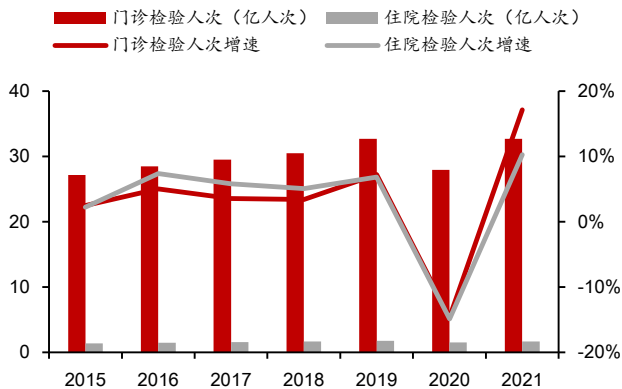
图表12: 中国公立医院医疗检验收入情况



资料来源:中国卫生健康统计年鉴,国联证券研究所

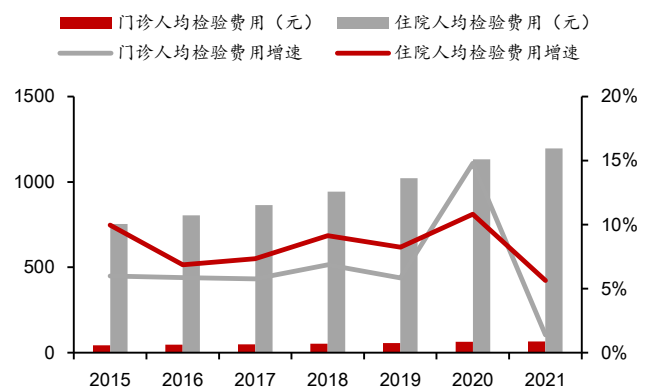
人均检验费用提升为检验收入快速增长的核心原因。检验人次和人均检验费用的提升均对检验收入有正向的贡献，无论在门诊和住院诊疗中，人均检验费用均起较大贡献作用，2021年中国门诊、住院人均检验费用分别为65.3元和1,195.3元，2015-2021年复合增速达6.68%和8.00%，快于检验次数增速3.18%和3.04%。随着检验技术水平提升和患者就医需求持续提高，我国检验市场有望迎来发展新机遇。

图表13：中国公立医院检验人次情况



资料来源：中国卫生健康统计年鉴，国联证券研究所

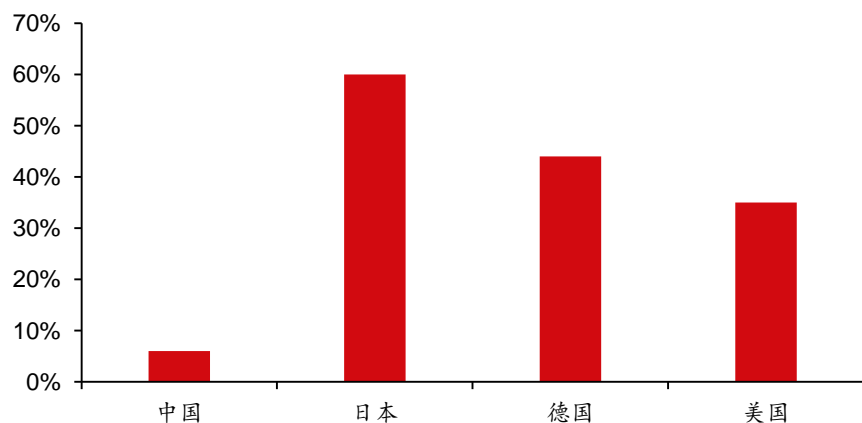
图表14：中国公立医院人均检验费用情况



资料来源：中国卫生健康统计年鉴，国联证券研究所

我国 ICL 渗透率较低，有较大的发展潜力。与其他发达国家相比，我国 ICL 市场仍处于起步阶段。2021年中国 ICL 的渗透率仅为6%，远低于日本的60%、德国的44%以及美国的35%。中国有2,100多个 ICL，而美国有7,500多个 ICL，中国的 ICL 市场仍有较大的发展潜力。

图表15：2021年中国 ICL 市场渗透率

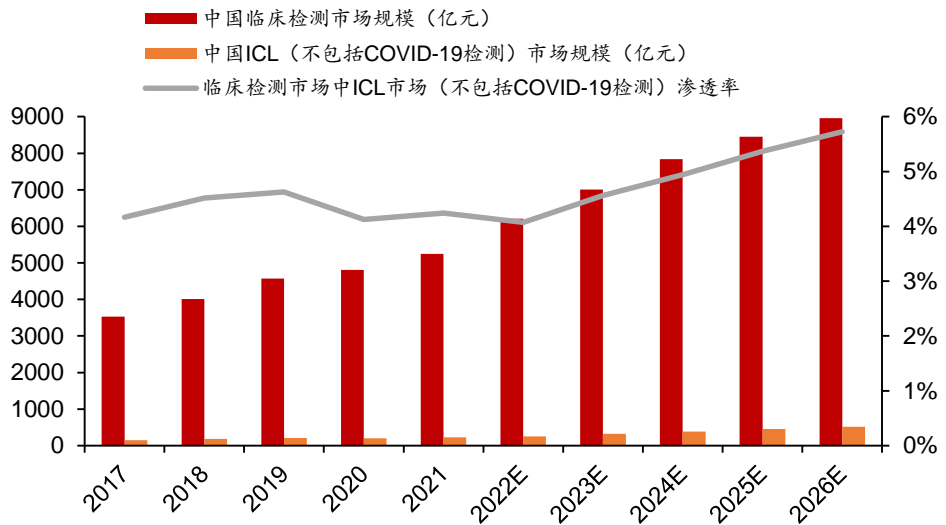


资料来源：艾迪康招股书，国联证券研究所

ICL 有望迎来快速发展。根据弗若斯特沙利文数据，2021年中国临床检测市场空间为5,244亿元，预计2026年达到8,964亿元，期间年复合增速为11.3%。由于 ICL 具有低成本、专业化等优势，受到医疗机构的青睐，未来随着渗透率不断提升，中国 ICL 行业有望得到快速发展。中国 ICL 市场空间（不含 COVID-19 检测）有望从2021年的223亿元增加至2026年的513亿元，年复合增速达18.2%，高于整体

临床检测市场增速。

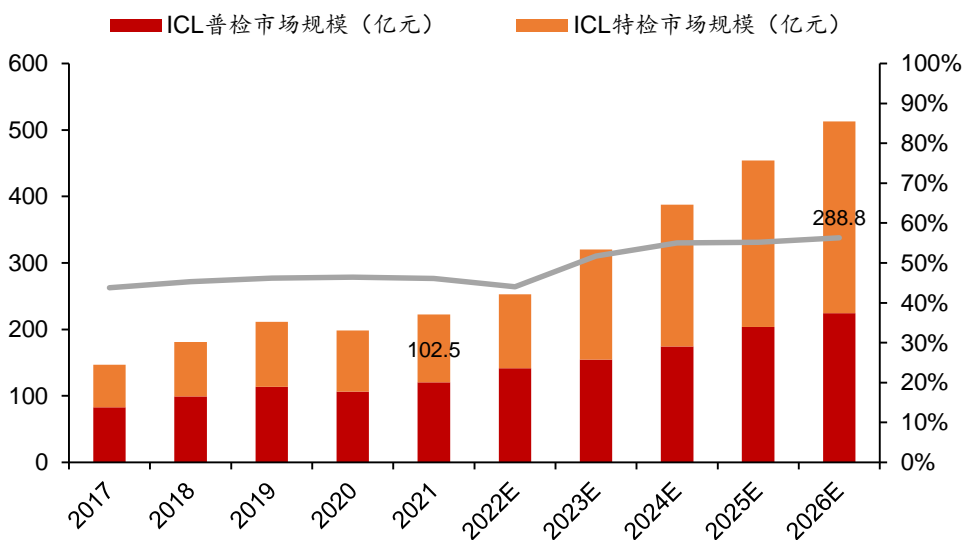
图表16: 我国临床检测市场及 ICL 市场规模



资料来源: 弗若斯特沙利文, 国联证券研究所

特检市场发展迅猛。相较医院检验科, 大型 ICL 在特检业务上具有较高的竞争力, 能够提供个性化、高端化的检验项目, 发挥集约化优势, 因此未来特检在 ICL 中占比将持续提升。根据弗若斯特沙利文预测, 中国 ICL 特检市场规模将从 2021 年的 102 亿元增加至 2026 年的 288.8 亿元, CAGR 为 23.0%, 高于普检市场的 13.3%; 预计 2023 年 ICL 特检市场占比将突破 50%。

图表17: ICL 普检及特检市场规模



资料来源: 弗若斯特沙利文, 国联证券研究所

2.2 中国 ICL 行业呈现强者恒强格局

由于我国 ICL 行业起步较晚, 具有先发优势的 ICL 通过连锁发展构建庞大的实验室网络和分销渠道网络, 拥有更多的客户资源, 并且龙头企业具有显著的规模效应,

在研发、人员、储运等成本管理方面具有成本优势。同时受新冠检测需求提升，我国 ICL 龙头呈现强者恒强态势，头部 ICL 金城医学、迪安诊断、艾迪康三者市场占有率合计约 80%。

图表18：各家 ICL 企业市占率测算

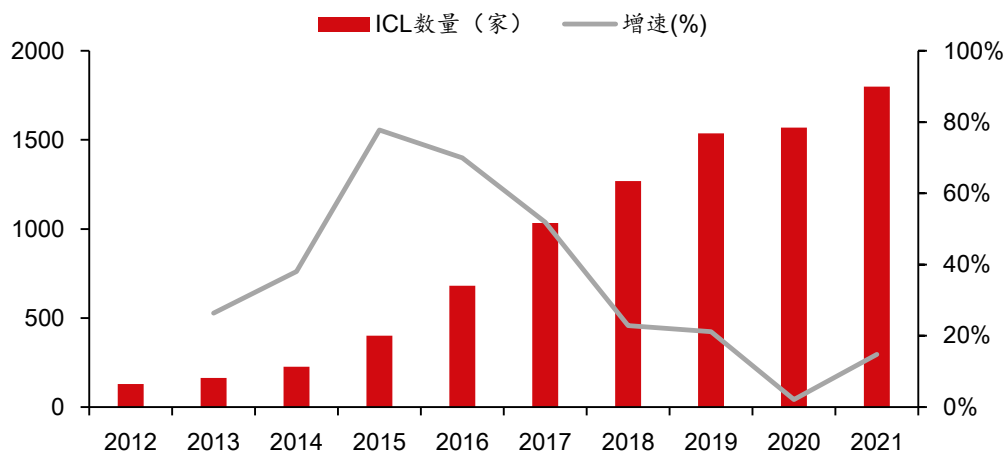
公司简称	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
营收（亿元）¹							
金城医学	30.55	35.89	42.35	49.65	78.70	113.04	145.29
迪安诊断	14.20	19.06	23.62	28.09	50.82	66.20	126.74
艾迪康控股	/	/	14.33	16.07	25.13	31.45	44.01
ICL 市场规模（亿元）²	117	147	181	211	307	369	398
市占率（%）							
金城医学	26.11%	24.42%	23.40%	23.53%	25.63%	30.63%	36.51%
迪安诊断	12.14%	12.97%	13.05%	13.31%	16.55%	17.94%	31.84%
艾迪康控股	/	/	7.92%	7.62%	8.19%	8.52%	11.06%

资料来源：iFind，弗若斯特沙利文，国联证券研究所 注：¹只包含医学检验服务，²包含新冠检测的市场规模

2.3 政策驱动行业发展，市场前景广阔

国内 ICL 行业的快速发展主要得益于 2015-2017 年期间一系列政策的发布，包括分级诊疗推动、医学检验实验室的建设标准以及支持社会力量独立举办医学检验实验室等，全方位对医学检验实验室的设立提供政策支持。中国 ICL 数量也从 2014 年的 225 家提升至 2017 年的 1,033 家，年复合增速达 66.20%。

图表19：我国 ICL 数量情况



资料来源：华经产业研究院，金城医学年报，国联证券研究所

利好政策持续推出，为行业发展创造良好环境。自 2009 年起，政府进行了一系列医疗改革，通过出台各种优惠政策引导、规范和支持医学检验实验室的发展。例如《“十三五”卫生与健康规划》和《“十四五”国民健康规划》均提出了引导医学检验中心、医学影像中心等独立设置机构的规范化、专业化发展。

图表20: ICL 行业发展的政策支持

年份	发布机构	文件名称	文件内容
2009	卫生部	《医学检验所基本标准（试行）》	将医学检验所划入医疗机构类别，并对其注册资金、人员配置、房屋设施等作出规定。
2012	国务院办公厅	《县级公立医院综合改革试点意见》	在合理配置医疗资源问题上，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，以及后勤服务外包等。
2013	卫计委	《医疗机构临床检验项目目录》（2013版）	涵盖临床体液、血液、化学检验、免疫血清学、临床微生物学、临床分子学及细胞遗传学专业，共计 1462 项检验项目。
2015	国务院办公厅	《关于推进分级诊疗制度建设的指导意见》	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	卫计委	《医学检验实验室基本标准和管理规范（试行）》	鼓励医学检验实验室形成连锁化、集团化，建立规范化、标准化的管理与服务模式。对拟开办集团化、连锁化医学检验实验室的申请主体，可以优先设置审批。
2016	国务院	《“十三五”卫生与健康规划》	加快健康产业发展，大力发展社会办医。大力发展第三方服务，引导发展专业的医学检验中心和影像中心等。
2017	国务院办公厅	《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、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，面向区域提供相关服务。
2017	国务院办公厅	《关于推进医疗联合体建设和发展的指导意见》	医联体内可建立医学影像中心、检查检验中心、消毒供应中心、后勤服务中心等，为医联体内各医疗机构提供一体化服务。在加强医疗质量控制的基础上，医联体内医疗机构间互认检查检验结果。
2018	卫健委、国家中医药局	《关于进一步改革完善医疗机构、医师审批工作的通知》	在保障医疗质量安全的前提下，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、医学影像诊断中心、医疗消毒供应中心或者有条件的其他医疗机构提供医学检验、病理诊断、医学影像、医疗消毒供应等服务。
2019	卫健委办公厅	《关于开展社区医院建设试点工作的通知》	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。
2020	卫健委等 8 部门	《关于印发进一步规范医疗行为促进合理医疗检查的指导意见的通知》	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。加快医疗联合体内检查结果互认。
2022	国务院办公厅	《“十四五”国民健康规划》	提高医疗卫生机构实验室检测能力，引导促进医学检验中心、医学影像中心等独立设置机构规范发展。

资料来源：国务院，卫健委，国联证券研究所

部分省市赋予 ICL 医保方面的政策支持。 医保政策在一定程度上利于医疗技术的发展，2018 年 9 月，国家卫健委卫生发展研究中心在第三方医学实验室效果评估及经验总结项目的报告中指出，第三方医检等新型医疗机构可以成为促进医与保、医与防之间的枢纽和桥梁，许多省市也开始推出将 ICL 纳入医保的政策试点。

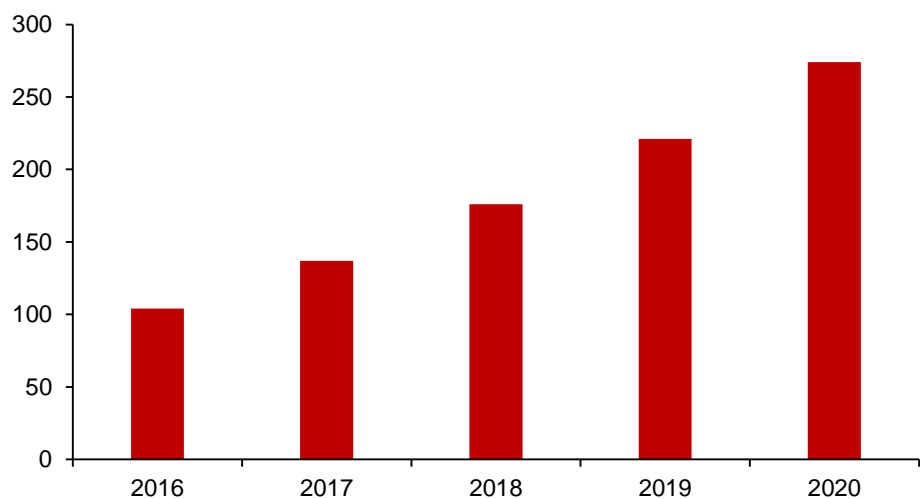
图表21: 部分省市 ICL 医保相关政策

年份	地区及部门	文件名称	文件内容
2020	成都市医疗保障局	《关于明确基层定点医疗机构委托第三方医学检验相关问题的通知》	取得基本医疗保险定点资格的公益性乡镇卫生院及社区卫生服务中心，因医疗机构条件限制及患者住院治疗需要，可委托成都市行政区域内的 第三方医学检验机构进行医学检验。检验费用按规定纳入基本医疗保险基金支付 ，送检机构外送检验的收费标准不得高于医保部门规定的医学检验服务项目标准。
2021	德阳市医疗保障局	《德阳市基本医疗保险诊疗项目和医疗服务设施管理办法》	基本医疗保险基金支付的诊疗项目费用包括为满足诊疗需要，必须的外检费用以及定点医疗机构购买符合资质的第三方医学检验检测机构提供的检验、检查项目费用。 住院期间发生的符合规定的外检费用以及第三方检验、检查费用，按所住医院等级收费标准纳入基本医疗保险基金支付范围。
2022	广州市人民政府办公厅	《广州市战略性新兴产业发展“十四五”规划》	积极支持实验室自建检测方法（LDT）试点，有条件允许 LDT 项目服务于临床推广。 鼓励医检业务外包 ，将第三方医学检验作为公立医疗机构的补充。 支持检验检测产品纳入医保目录。

资料来源：各地政府网站，国联证券研究所

DRG 改革和分级诊疗的推进，有望推动各级医疗机构检测外包。DRG 改革是当前我国医改的重要举措之一，在 DRG 改革持续推进的背景下，医院出于控费的考虑会将部分检测项目外包给成本更低、服务更专业的 ICL。同时分级诊疗使得各级医疗机构检测外包的需求不断增加，尤其是对缺乏检测能力或是检测能力不足的民营医院和基层医疗机构，将更加依赖检测项目齐全、成本较低、更加专业的第三方机构。

图表22: ICL 可节约的检验花费（亿元）



资料来源：国家卫计委卫生发展研究中心，国联证券研究所

DRG(Diagnosis Related Groups)，是按疾病诊断相关分组的支付方式，对诊断分组实行打包付费，有利于医院对医保基金的精细化管理，推动医院提质增效，是我国当前医改的重点。与之前“按项目付费”的后付制不同，DRG 改革采用预付费，检验、耗材等从医院的收入端变为成本端，这一方面会控制医院过度诊疗的情况，同时提升医院检验项目外包的意愿。

图表23: DRG 改革重要相关政策

年份	发布机构	文件名称	文件内容
2016	国务院	《“十三五”深化医药卫生体制改革规划》	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	发改委、卫计委、人社部	《关于推进按病种收费工作的通知》	全面推进按病种收费改革，公布了 320 个病种目录。
2019	医保局、财政部、卫健委、国家中医药局	《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》	确定 30 个城市作为 DRG 付费国家试点城市。
2019	医保局	《关于印发疾病诊断相关分组（DRG）付费国家试点技术规范 and 分组方案的通知》	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，并确定了 376 个核心 DRG 分组。
2020	中共中央、国务院	《关于深化医疗保障制度改革的意见》	持续推进医保支付方式改革，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。
2021	医保局	《“十四五”全民医疗保障规划》	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	医保局	《关于印发 DRG/DIP 支付方式改革三年行动计划的通知》	到 2024 年底，全国所有统筹地区全部开展 DRG/DIP 付费方式改革工作，先期启动试点地区不断巩固改革成果；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：国务院，医保局，发改委，国联证券研究所

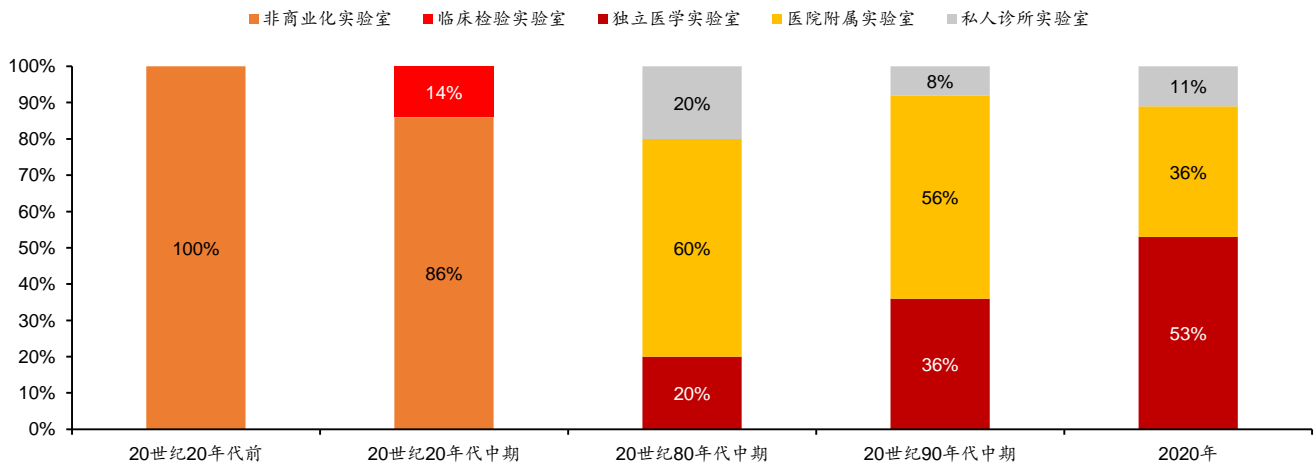
3. 他山之石：规模化、高端化助力 ICL 发展

医保控费政策和更严格的行业监管标准推动美国 ICL 快速发展。美国为第三方医学实验室进行商业化运营最早的国家。其发展历程为：

- **萌芽阶段（1925 年之前）：**20 世纪 20 年代美国 ICL 行业开始得到发展，以其规模化优势承接来自医院的检验业务，获得医院客户的青睐。1925 年第三方医学实验室占据约 14% 的临床检验市场份额。
- **启动阶段（1925-1988 年期间）：**随着检验技术进步，实验室检测需求不断提升，同时医疗总支出的大幅增加，医保控费政策推出也使得低成本的第三方医学实验室应运而生，Quest 和 Labcorp 前身均成立于该阶段。
- **蓬勃发展阶段（1988-1995 年期间）：**大多数诊所会进行一定数量的临床检验。由于私人诊所质量良莠不齐，为提高临床检验的质量，1988 年美国国会颁布临床实验室修正案，要求临床实验室必须通过资质认证，以确保服务的准确性和可靠性。这一法案大幅提高诊所开展临床检验的成本，检验外包需求提升，该阶段中独立医学实验室的市场份额从 1986 年的约 20% 提高至 1995 年的约 36%。

- **成熟阶段（1995 年之后）：**经过百年发展，美国 ICL 行业逐渐成熟，目前独立医学实验室占据约 53% 的市场份额，同时催生了 Quest 和 LabCorp 两大龙头。2022 年 Quest 和 LabCorp 的市占率（剔除新冠业务）分别为 23.23% 和 22.97%。

图表24：美国第三方医学实验室占比情况



资料来源：迪安诊断招股书，Quest 官网，前瞻产业研究院，国联证券研究所

美国 ICL 行业呈寡头垄断竞争格局，Quest 和 Labcorp 占据半壁江山。Quest 和 Labcorp 分别成立于 1967 年和 1995 年，2022 年 Quest 和 Labcorp 两家市占率合计达 46.20%（剔除新冠业务）。

图表25：美国 ICL 代表企业

	Quest	LabCorp
成立时间	1967	1995
主营业务	诊断信息服务	医学诊断服务+药物开发服务
服务中心数量	超 2,250 个	近 2,000 个
检测项目数量	>3,500	约 5,000 个
总市值（美元）	136 亿	171 亿
营业收入（百万美元）	9,883	14,877
诊断业务收入	9,609	9,204
ICL 业务收入 （百万美元，剔除新冠业务）	8,154	8,062
市占率（剔除新冠业务）	23.23%	22.97%
净利润（百万美元）	1,015	1,281
毛利率	34.74%	29.48%
净利率	10.27%	8.61%

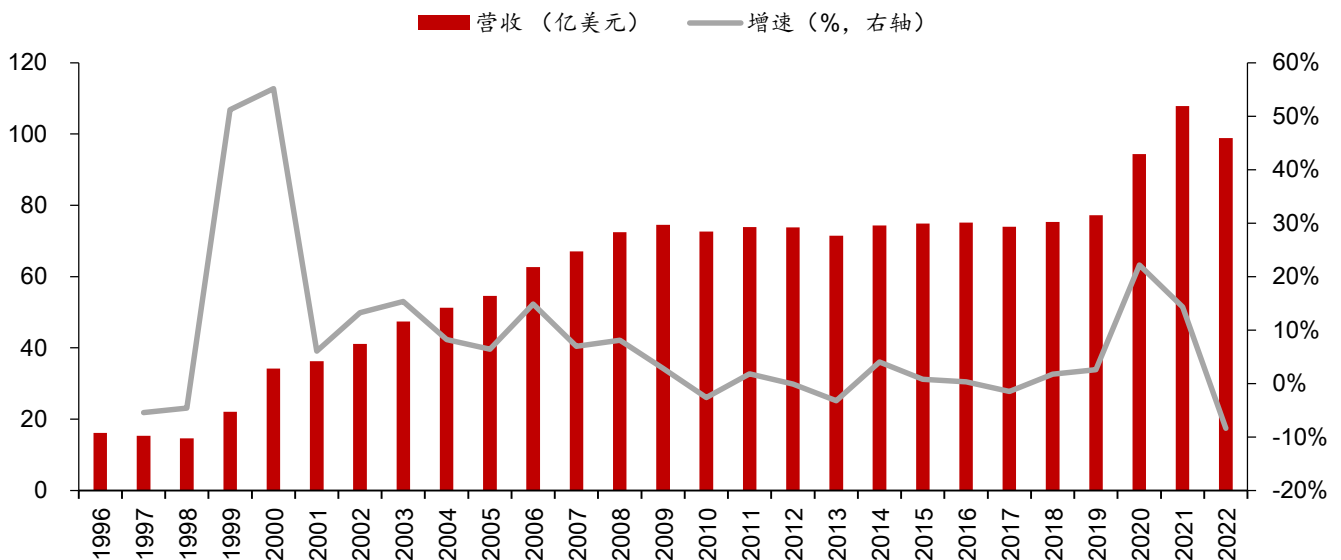
资料来源：各公司年报，国联证券研究所，总市值截至 2023 年 9 月 30 日

3.1 Quest: 高端检验为未来增长引擎

Quest 为世界领先的诊断信息服务提供商。Quest 成立于 1967 年，为世界领先的诊断信息服务提供商。业务领域涵盖日常临床检验服务、基于基因的复杂检测服务、病理检验等，2022 年公司实现营收 98.83 亿美元，净利润 9.46 亿美元。

医疗服务质量的提高和并购扩张推动 Quest 快速发展。经过被收购、分拆，Quest 于 1996 年成为一家独立公司，同年在纽交所上市。1999-2009 年间公司开始 6 Sigma 项目，优化实验室工作流程，引领美国医疗保健服务质量提高；同时通过收购分布于美国各地区、瑞典的医疗保健公司，实现迅速扩张，2009 年实现营收 74.55 亿美元，1999-2009 年 CAGR 为 12.95%。2009-2019 年间整个 ICL 行业处于较成熟阶段，公司保持稳定发展态势。2020 年，COVID-19 检测需求增长，公司业绩明显提升。

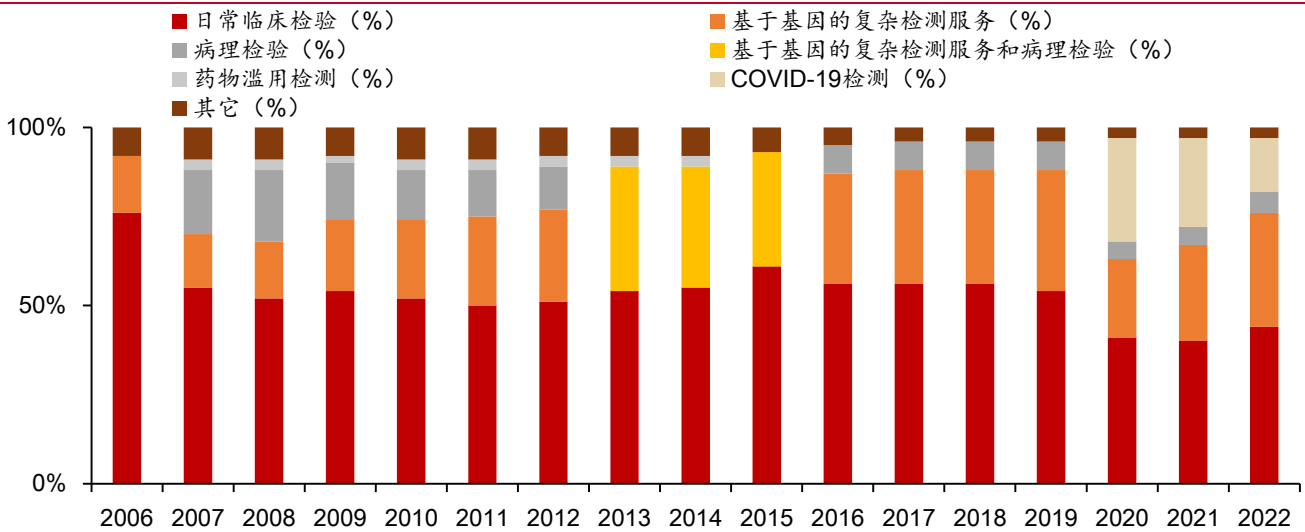
图表26: Quest 收入复盘



资料来源: Quest 官网, 国联证券研究所

高端检验有望成为新增长引擎。2022 年公司各业务占比依次为日常临床检验 (44%)、基于基因的复杂检测服务 (32%)、COVID-19 检测 (15%)、病理检验 (6%) 等，其中高端检验项目如基于基因的复杂检测服务和病理检验占比逐年提升，未来高端检验项目数的提升有望带动公司业绩增长。

图表27: Quest 营业收入构成



资料来源: Quest 官网, 国联证券研究所

公司自上市以来, 股价从 1996 年的 3.50 美元 (对应日期为 1996.12.17) 上升至 2023 年的 133.91 美元 (对应日期为 2023.11.3), 增幅达 3,726%。2019 年美国医疗保险和医疗补助服务中心提出将降低临床实验室检测的补偿标准, 公司股价大幅下滑, 但随着疫情出现, 新冠检测需求持续提升, 公司股价恢复增长态势, 体现公司增长韧性强劲。从估值上看, 2000 年公司估值达到顶峰。后续随着行业逐步趋于成熟, 公司市盈率稳定在 15~20 倍。

图表28: Quest 股价复盘



资料来源: Bloomberg, Quest 官网, 国联证券研究所

我们总结出 Quest 发展值得借鉴的点有:

1) 提供高质量低成本的检测服务: 为提升医疗服务质量, 公司引入 6 Sigma 管

理模式,将检测准确率从行业标准的 90%提升至 99.99966%,提升客户服务满意度;同时可以降低内部员工离职率,减少花费在培训新员工的时间和费用。

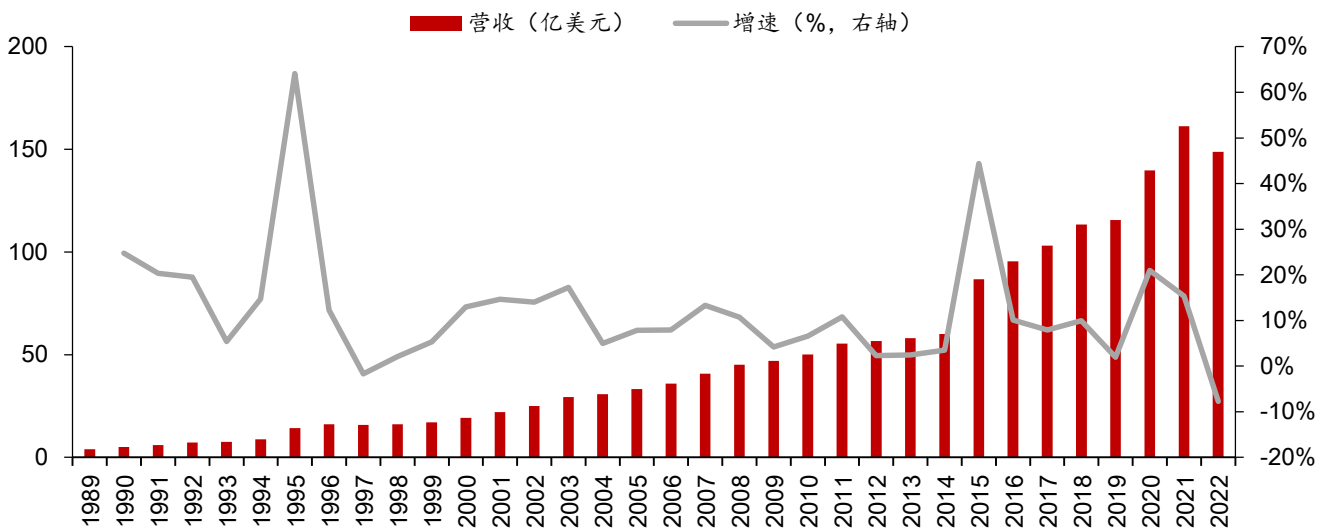
2) 高端检验提供新的增长引擎: 随着行业逐步成熟,常规检测项目竞争激烈,2000 年之后公司开始进行高端检验业务的布局,通过代理或收购的方式,拓展基因组学、蛋白质组学等项目。未来随着高端检验项目如基于基因的复杂检测服务和病理检验占比逐年提升,有望助力公司业绩增长。

3.2 Labcorp: 并购助力公司规模加速扩张

Labcorp 成立于 1995 年,是创新和综合实验室服务的全球领导者,其主要包含临床诊断和药物开发两个部门。每年为超过 1.6 亿患者提供诊断、药物开发和技术支持的解决方案。2022 年公司实现营收 148.77 亿美元,净利润为 12.79 亿美元。

收并购推动公司规模化发展。Labcorp 前身 National Health Laboratories (NHL) 成立于 1974 年,1995 年罗氏生物医学实验室与 NHL 合并成立 Labcorp,营收实现 14.32 亿美元,成为全球最大的临床实验室提供商之一。1999-2009 年期间,公司通过并购扩大,营收从 1999 年的 16.99 亿美元提升至 2009 年的 46.95 亿美元,年复合增速为 10.70%,实现较快增长。2022 年公司实现营收 148.77 亿美元。

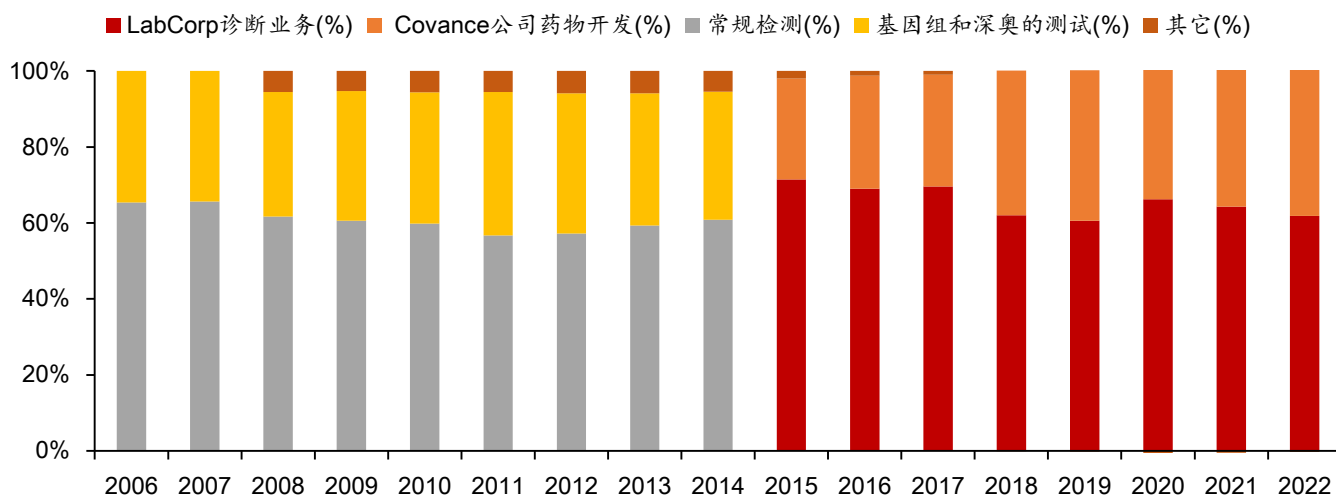
图表 29: LabCorp 收入复盘



资料来源: LabCorp 官网, 国联证券研究所

剥离 Covance 药物开发业务, 持续专注诊断业务。2022 年公司 Labcorp 诊断业务占比为 61.86%, Covance 药物开发业务占比为 38.38%。公司常规业务 Labcorp 诊断业务占比较为稳定, 维持在 60%以上。2022 年公司提出将分拆临床开发业务 Covance, 并于 2023 年下半年完成剥离, 未来公司将专注于诊断服务发展。

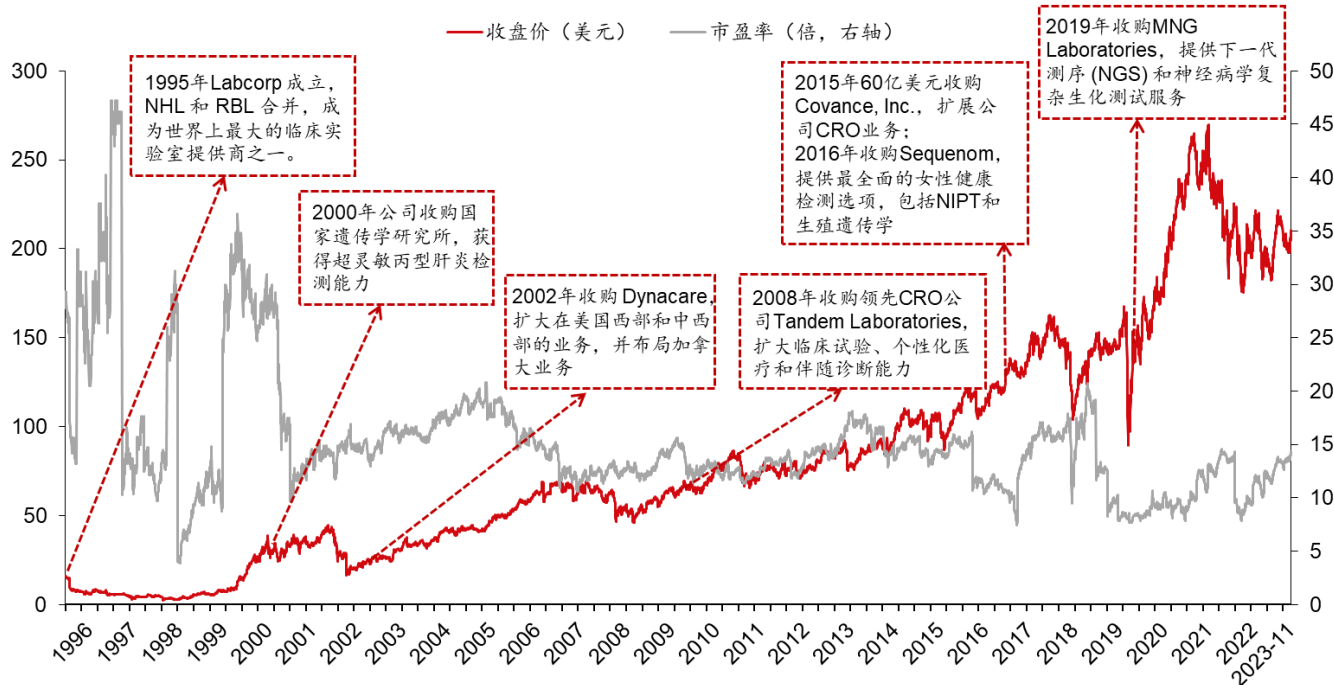
图表30: LabCorp 营业收入构成



资料来源: LabCorp 官网, 国联证券研究所

自上市以来, 公司股价从 1996 年的 6.44 美元 (对应日期为 1996.12.17) 提升至的 210.22 美元 (对应日期为 2023.11.03), 增幅达 3,163%。2020 年 COVID-19 检测需求提升推动公司股价升高, 由于该业务不具有持续性, 公司股价有所回落, 但从长期来看, 公司成长性良好。从市盈率看, 目前公司估值维持在 10~15 倍。

图表31: LabCorp 股价复盘



资料来源: LabCorp 官网, bloomberg, 国联证券研究所

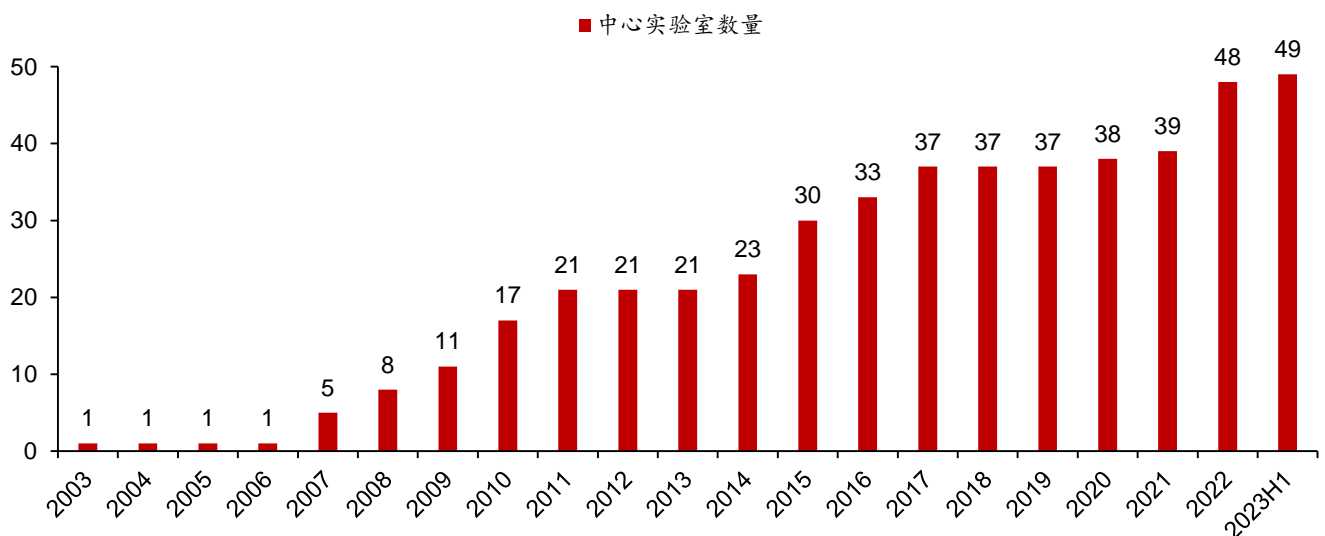
我们认为 Labcorp 成功发展的点在于借助收并购实现规模迅速扩张。截至目前, 公司已发生超 20 起收购事件, 1994 年国家卫生实验室和罗氏生物实验室合并, 组合成 Labcorp, 成为美国最大第三方实验室之一, 2002 年公司通过收购 Dynacare, 扩大在美国西部和中西部业务, 不断拓宽地域布局, 低成本优势逐步显现。

4. 公司作为国内 ICL 龙头竞争优势明显

4.1 公司是全国布局完善的 ICL 龙头

覆盖全国的检测服务提供商。2003 年金域医学在广州成立，主要服务广州及周边城市客户。2007 年公司开始将目光瞄向全国市场，通过自建+收购方式在全国范围内加速扩张，2021 年西藏金域的成立标志着公司业务已覆盖全国范围。截至 2023 年半年报披露，公司已成立 49 家中心实验室，并通过设立总部级实验室、省级区域中心实验室、省级实验室以及地市级实验室四级网点，覆盖全国 90% 以上人口。

图表32：公司中心实验室建设情况



资料来源：公司年报及中报，公司招股书，国联证券研究所

公司在实验室数量、覆盖区域、客户数量等多方面处于行业领先地位。目前公司可检测项目数超 3,800 项，超过迪安诊断（3,300 余项）；同时可为超 23,000 家医疗机构服务，超过迪安诊断（超 22,000 家）和艾迪康（19,000 家）。公司凭借多年积累龙头优势显著。

图表33：中国 ICL 企业对比

	金域医学 ¹	迪安诊断 ¹	艾迪康 ²
成立时间	1994	2001	2004
商业模式	服务	产品+服务	服务
检测项目数量	超 3,800 项	3,300 余项	超 4,000 项
实验室数量	49	43	32
地理覆盖范围	中国内地及香港	中国内地	中国 30 个省市及 1,600 多个市县
服务医疗机构数量	超 23,000 家	超 22,000	19,000
2022 年总营收 (亿元)	154.76	202.82	48.61
其中诊断服务收入 (亿元)	145.29	126.74	44.01

资料来源：¹各公司官网，²公司招股书，iFind，国联证券研究所

盈利实验室数量增加，有望为公司带来业绩增量。第三方医学检验行业初期投入高、回报周期长，投资建设一家检验服务完善、检验项目在 1,500 项左右的独立医学实验室，一般需要 3-5 年市场培育期后才有望开始盈利。公司作为较早进入 ICL 行业并完成扩张的企业，盈利质量有望逐步提升。

2022 年公司 48 家医学实验室中已有 40 家实现盈利，亏损额大幅减少，部分成熟实验室净利率可以达到 15% 以上。公司 2023 年前三季度净利率为 8.98%，若剔除投资收益和资产计提减值影响，则实际净利率约为 11%，较 2019 年之前有明显；随着成熟实验室数量增加，公司净利率仍有进一步提升的空间。

图表34：公司部分代表实验室净利率情况

公司名称	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023H1
香港金域							20%	57%
广州金域		8%	9%	10%	13%	18%	10%	5%
上海金域		6%						
四川金域		18%	18%	17%	28%			
昆明金域		14%	15%	12%	22%			19%
长沙金域			11%	14%	18%			
贵州金域		18%	15%	17%	19%			
西安金域						31%		
黑龙江金域						41%		
郑州金域						18%	18%	
南京金域						21%		
海南金域							39%	
深圳金域							21%	
青海金域								60%
济南金域								8%

资料来源：公司年报，公司招股书，国联证券研究所

专业的医疗冷链物流支持业务持续拓展。公司设有 2,000 多个物流服务网点，形成了覆盖 31 个省市区、700 多个城市的物流网络，深入乡镇和社区一级医疗机构，构建了省内标本快速流通 2/4/8h 服务圈及跨省 24h 医疗冷链物流服务网。2023 年公司与南方航空达成战略合作，共同打造生物样本航空物流超级服务平台。同时，启用无人机跨海生物样本运输航线，为医检服务及生物医药产业发展提速。

图表35: 遍布全国的物流体系



资料来源: 公司官网, 国联证券研究所

4.2 特检项目助力高端客户突破

公司拥有全面的技术平台及检验项目优势。在以临床和疾病为导向的全产品战略引领下, 公司构建了完善而全面的检验诊断技术体系, 搭建多个高新技术中心, 形成业内最为齐全的实验室检验技术平台之一。公司可提供超 3,800 项检验项目服务, 包含目前临床必需的常规项目以及大多数高端检验项目。

图表36: 金域医学检验诊断技术体系

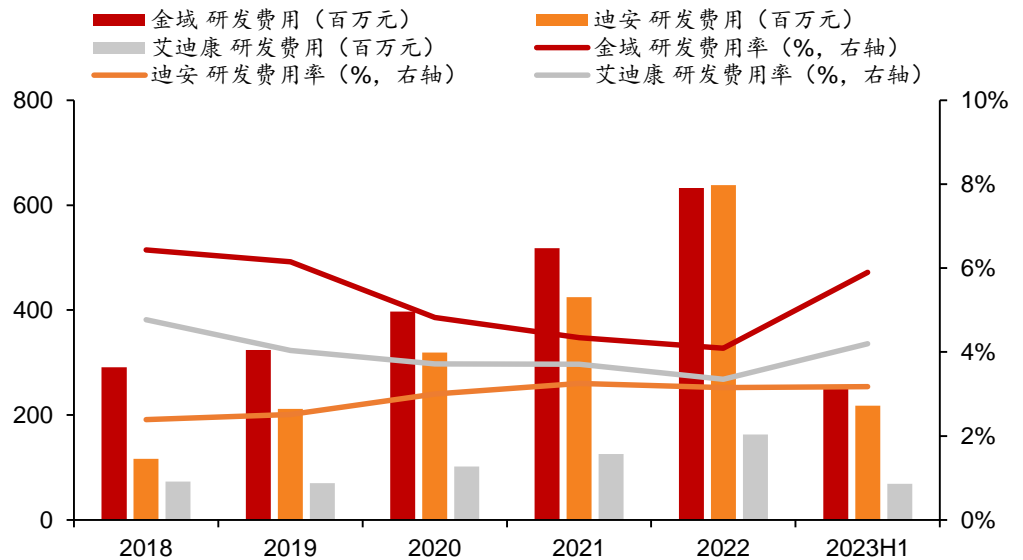
 技术中心	 检验技术平台	 临床检测项目
<ul style="list-style-type: none"> 临床血液流式细胞检测中心 临床基因组中心 临床质谱检测中心 临床生化免疫检测中心 感染性疾病检测中心 病毒诊断与转化中心 病理诊断中心 	<ul style="list-style-type: none"> 高通量测序技术平台 基因芯片技术平台 流式细胞分析技术平台 质谱分析技术平台 免疫组化技术平台 细胞遗传技术平台 荧光原位杂交技术平台 分子诊断技术平台 	<ul style="list-style-type: none"> 病理检查 内分泌检查 遗传代谢病检查 心血管检查 感染性疾病检查 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 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 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: 公司官网, 国联证券研究所

重视研发创新, 持续发力特检业务。得益于公司对研发的重视, 2023H1 公司研

发费用为 2.54 亿元，均高于迪安诊断（2.18 亿元）和艾迪康（0.69 亿元）。同时公司研发费用率（6%）也高于迪安诊断（3%）和艾迪康（4%），持续的研发投入有利于公司高端项目的推出。

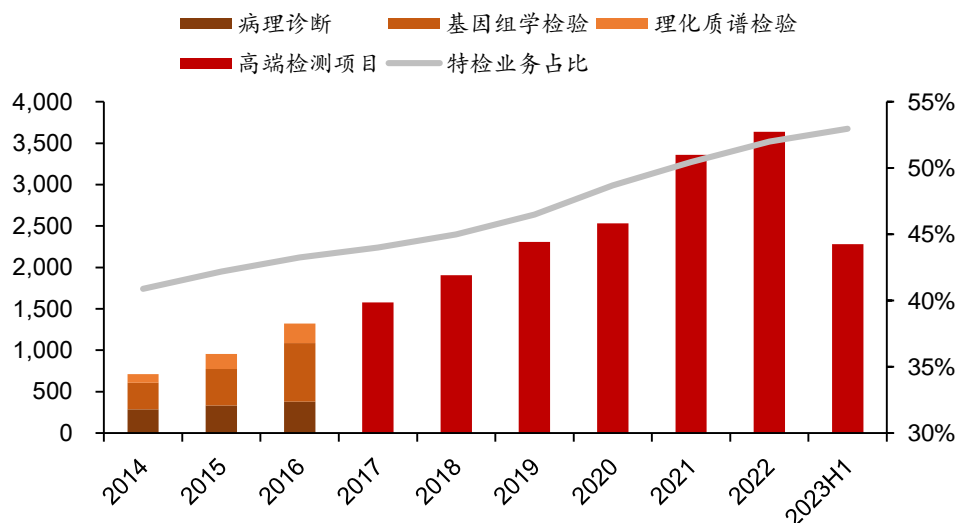
图表37：2018-2023H1 各 ICL 企业研发费用及费用率情况



资料来源：iFind，国联证券研究所

特检业务持续发力，成为公司营收增长主要推动力。公司高端检测收入，如病理诊断、基因组学检验、理化质谱检验的收入一直保持稳定增长，2014 年以后，特检业务收入占比稳步提升，2023H1 公司高端业务平台收入占比达 52.98%，特检业务已成为公司业绩增长的核心驱动力。

图表38：2014-2023H1 公司高端检测收入（百万元）



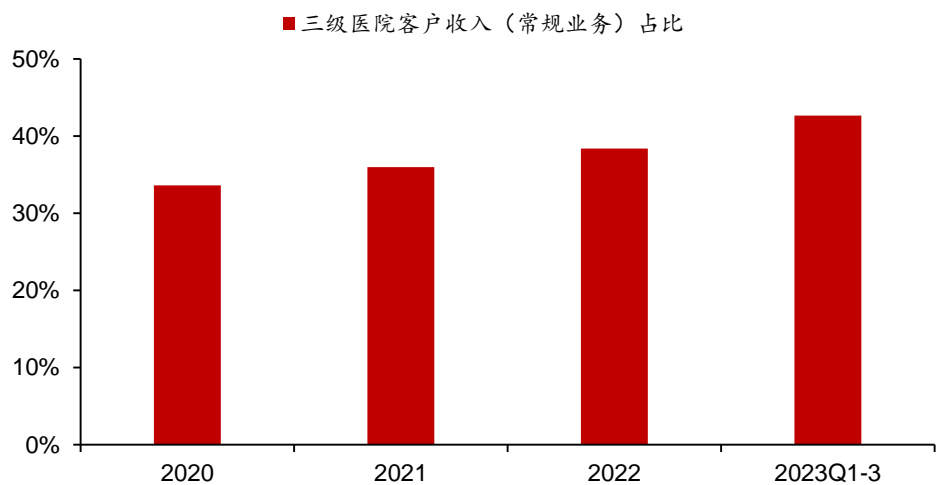
资料来源：iFind，2017、2021、2022 年数据为预测值，国联证券研究所

贴近临床需求不断推出新项目，特检特务持续扩容。公司在特检领域丰富的技术积累以及对临床需求的精准把握，有助于不断开发出受到市场认可的产品。例如 2021

年公司联合金圻睿自主开发靶向高通量测序 (tNGS) 技术平台用于病原检测等场景, 因其检测快速、精准、高性价比, 公司公众号显示年检测量已超过 17 万例, 假设单次检测平均收费 1,000 元, 则将为公司带来 1.7 亿收入增量。

特检项目助力突破三级医院客户。以特检业务为主要推动力, 公司大力推进三级医院业务拓展向纵深挺进, 持续加强与国内顶级医疗机构达成产学研转化战略合作, 持续优化客户结构、增强客户粘性, 驱动公司整体业绩的高质量发展。公司三级医院客户收入 (常规业务) 从 2020 年的 33.60% 提升至 2023 年前三季度的 42.65%。

图表 39: 公司三级医院客户营收占比持续提升

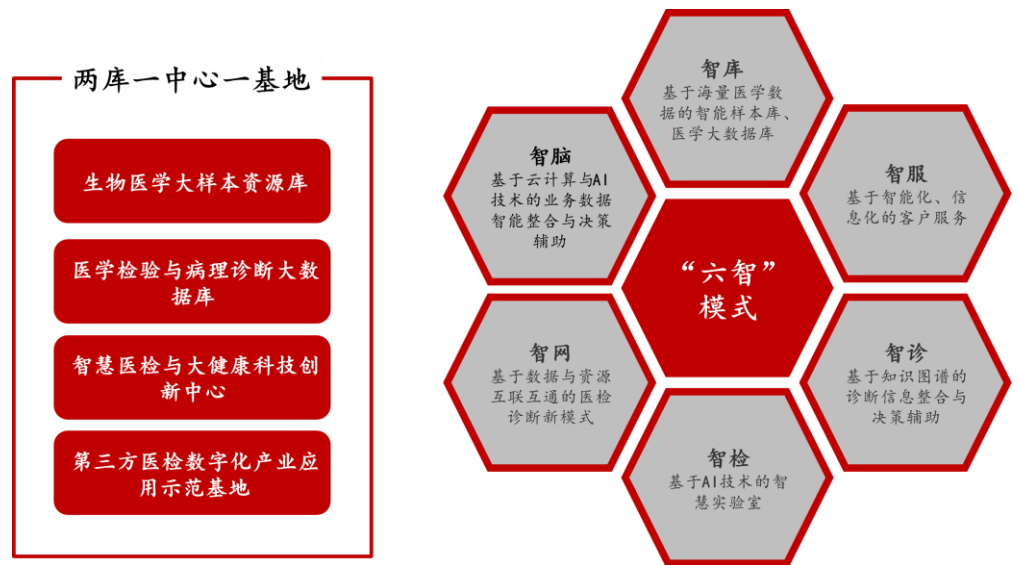


资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

4.3 数字化转型协助提质增效

持续注重管理运营效率提升, 率先进行数字化转型。2020 年金域医学开启数字化转型战略, 并在全行业率先推进业务数字化和数字化业务转型, 发布“医检 4.0”愿景, 推动医检全流程智能化。在“医检 4.0”的宏伟蓝图下, 金域全面启动“两库一中心一基地”建设, 并打造出“六智”模式为数字化变革加速。同时公司通过系统性的管理变革, 在服务、供应、数据、管理等领域持续提升, 打造核心运营能力。

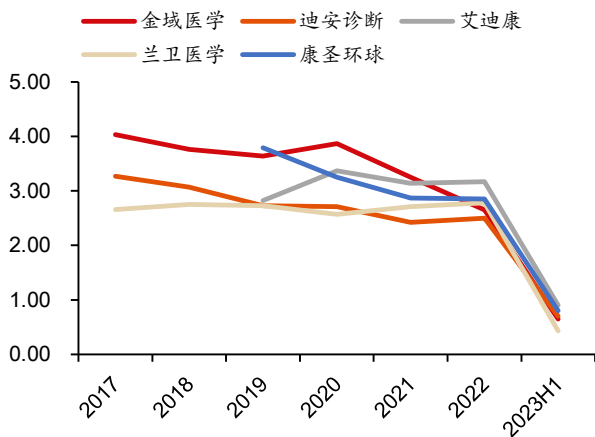
图表40: 金域医学“医检4.0”蓝图



资料来源: 公司官网, 国联证券研究所

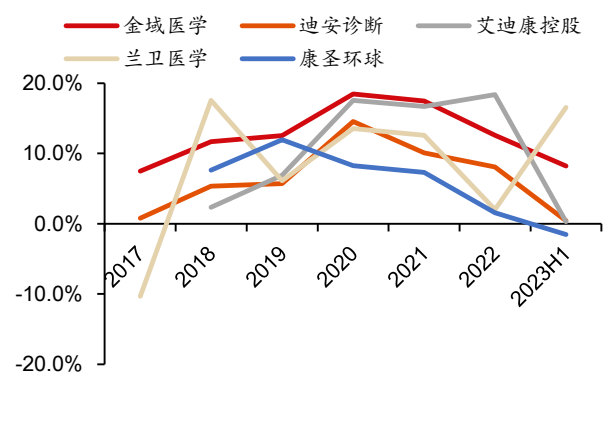
公司管理效率以及盈利质量优于同行。公司应收账款周转率高于同行, 2019年公司应收转款周转率为 3.64 次, 略低于从事血液特检的康圣环球, 但高于综合检验的迪安诊断、艾迪康以及兰卫医学。相较同行企业, 公司表现出稳定且较高的收入现金比, 体现了良好的现金收回能力。

图表41: 各 ICL 企业应收账款周转率 (次)



资料来源: iFind, 国联证券研究所

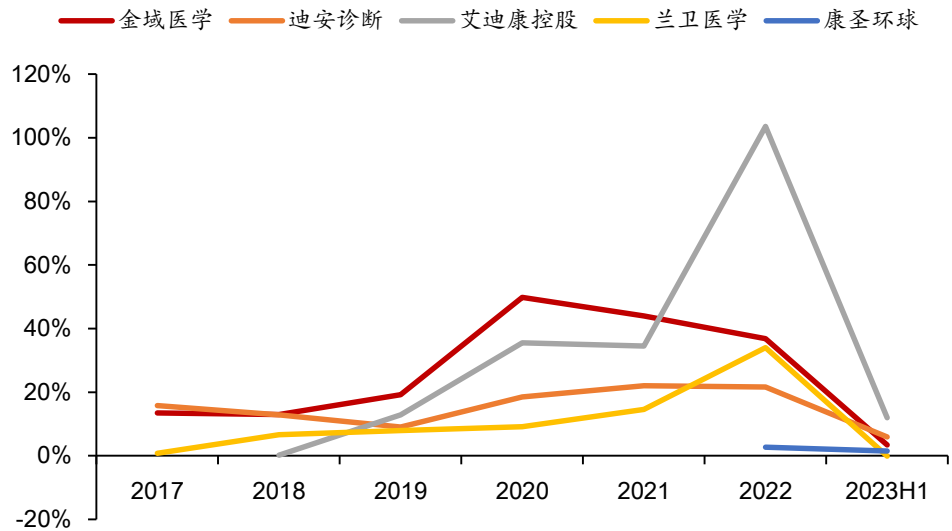
图表42: 各 ICL 企业收入现金比率



资料来源: iFind, 国联证券研究所

随着公司管理运营效率的不断提升, 近年来公司 ROE 呈现上升趋势, 2019 年达到 19.2%, 领先同行; 到 2022 年公司 ROE 提升至 36.9%, 高于迪安诊断、兰卫医学、康圣环球, 艾迪康由于宣派股息 8.65 亿元等原因导致 2022 年净资产下降, 因此 ROE 有大幅提升。

图表43: 各 ICL 企业净资产收益率情况



资料来源: iFind, 国联证券研究所

5. 盈利预测、估值与投资建议

5.1 盈利预测

我们对公司主要业务的收入和毛利率进行预测, 主要假设如下:

1) 诊断服务:

未来检测行业整体持续增长、ICL 渗透率不断提升, 同时公司规模化效应逐步显现, 经营管理效率逐步提升, 我们预计 2023-2025 年诊断服务营收增速分别为-44.73%/20.40%/20.63%; 毛利率分别为 38.13%/41.35%/42.15%。

2) 诊断产品:

随着公司特殊检验项目获证数逐步增加, 未来有望为医院提供更多诊断产品, 我们预计 2023-2025 年诊断产品收入增速分别为-10.84%/20.00%/20.00%; 毛利率分别为 41.00%/42.00%/43.00%。

3) 冷链物流:

该业务为公司协同业务, 未来有望维持保持稳定增长, 我们预计 2023-2025 年冷链物流收入增速分别为 -34.04%/15.00%/15.00%; 毛利率分别为 10.00%/10.00%/10.00%。

4) 健康体检:

随着居民健康意识逐步提高, 未来体检需求有望持续提升, 我们预计 2023-2025 年健康体检收入增速分别为 5.28%/10.00%/10.00%; 毛利率分别为 40.00%/45.00%/50.00%。

图表44：公司营收拆分及预测

百万元	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	8243.76	11943.22	15476.07	8836.00	10613.03	12771.14
YoY	56.45%	44.88%	29.58%	-42.91%	20.11%	20.33%
毛利率	46.69%	47.29%	43.13%	38.82%	41.78%	42.55%
1、诊断服务	7870.00	11304.00	14529.00	8030.78	9669.08	11663.92
YoY	58.51%	43.63%	28.53%	-44.73%	20.40%	20.63%
毛利率	46.75%	47.20%	42.94%	38.13%	41.35%	42.15%
2、诊断产品	155.79	291.30	433.76	386.72	464.06	556.88
YoY	39.02%	86.98%	48.90%	-10.84%	20.00%	20.00%
毛利率	40.16%	42.91%	41.05%	41.00%	42.00%	43.00%
3、冷链物流	26.71	42.96	56.76	37.44	43.06	49.51
YoY	33.28%	60.84%	32.12%	-34.04%	15.00%	15.00%
毛利率	-10.18%	3.93%	11.40%	10.00%	10.00%	10.00%
4、健康体检	34.19	54.74	26.33	27.72	30.49	33.54
YoY	-4.63%	60.11%	-51.90%	5.28%	10.00%	10.00%
毛利率	55.02%	38.96%	37.23%	40.00%	45.00%	50.00%

资料来源：iFind，国联证券研究所

我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 88.36/106.13/127.71 亿元，同比增速分别为-42.91%/20.11%/20.33%，归母净利润分别为 7.96/13.97/17.94 亿元，同比增速分别为-71.08%/75.51%/28.45%，毛利率分别为 38.82%/41.78%/42.55%。

5.2 估值与投资建议

我们采用两种估值方法对公司进行估值：

1) 绝对估值法：

考虑到公司盈利能力较好，我们采用 FCFF 方法进行估值。无风险利率参考十年期国债收益率 2.69%，市场收益率采用 10 年沪深指数平均收益 7.12%；假设第二阶段 6 年，此阶段复合增长率 12.00%，永续增长率 1.50%。

图表45：FCFF 模型关键假设

估值假设	数值
无风险利率 Rf	2.69%
市场预期回报率 Rm	7.12%
第二阶段年数 (年)	6
第二阶段增长率	12.00%
永续增长率	1.50%
有效税率 Tx	13.82%
税后债务资本成本 Kd	6.23%
债务资本比重 Wd	2.06%
股权资本成本 Ke	6.94%
WACC	6.93%

图表46：FCFF 模型敏感性测试

WACC	永续增长率				
	1.24%	1.36%	1.50%	1.65%	1.82%
5.72%	107.96	110.33	113.10	116.37	120.25
6.30%	95.27	97.06	99.14	101.56	104.42
6.93%	84.30	85.65	87.21	89.03	91.14
7.62%	74.76	75.79	76.97	78.32	79.90
8.38%	66.45	67.23	68.11	69.13	70.30

资料来源：iFind，国联证券研究所

资料来源：iFind，国联证券研究所

图表47：FCFF 估值明细

FCFE 估值	现金流折现值	价值百分比
第一阶段	4,849.25	11.73%
第二阶段	8,124.07	19.66%
第三阶段（终值）	28,350.99	68.61%
企业价值 AEV	41,324.31	
加：非核心资产	149.09	0.36%
减：带息债务(账面价值)	346.63	0.84%
减：少数股东权益	243.37	0.59%
股权价值	40,883.40	98.93%
除：总股本（股）	468,771,275.00	
每股价值（元）	87.21	

来源：iFind，国联证券研究所整理

综上所述，绝对估值 FCFF 模型测算得到公司市值为 409 亿元，对应每股价值 87.21 元。

2) 相对估值法：

我们选取与公司有类似业务，如布局 ICL 的迪安诊断、具有连锁医学中心运营经验的爱尔眼科、美年健康和提供基因检测服务的诺禾致源作为可比公司，可比公司 2024 年平均 PE 为 29 倍。考虑公司是国内 ICL 龙头，运营管理能力领先，规模效应逐步显现，我们给予公司 2024 年 30 倍 PE，目标价 89.41 元。

图表48：金域医学可比公司估值情况

代码	名称	市值 (亿元)	净利润 (亿元)			PE(x)		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
300244.SZ	迪安诊断	167	8.65	12.23	15.08	19	14	11
300015.SZ	爱尔眼科	1591	34.45	44.73	57.08	46	36	28
688315.SH	诺禾致源	103	2.15	2.77	3.59	48	37	29
002044.SZ	美年健康	242	5.77	8.31	10.79	42	29	22
	平均					39	29	23
603882.SH	金域医学	309	7.96	13.97	17.94	39	22	17

来源：iFind，国联证券研究所整理；股价为 2023 年 11 月 30 日收盘价；可比公司盈利预测采用 iFind 一致预期

公司是国内布局完善、管理运营能力领先的第三方医学检验服务企业，随着成熟实验室增加、应收账款等问题改善，盈利能力有望进一步释放。我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 7.96/13.97/17.94 亿元，同比增速分别为 -71.08%/75.51%/28.45%。综合 FCFF 绝对估值法和 PE 相对估值法的结果，我们给予公司 2024 年 30 倍 PE，对应目标价 89.41 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

6. 风险提示

➤ 集采降价风险：

随着体外诊断试剂进入集采，相应的终端收费可能下降，因此医疗机构外包给公司的检测项目收费亦可能下降；同时公司也有部分试剂产品或将面临集采。若试剂集采价格低于预期，可能对公司造成收入和毛利率下降的风险。

➤ 应收账款风险：

新冠检测积压部分应收账款，可能存在因无法及时收回导致坏账减值的风险；同时受到宏观环境影响，如果医院客户付款周期延长，亦可能对公司经营带来不利影响。

➤ 行业竞争加剧风险：

近年来第三方检验实验室数量不断增加，部分生产诊断试剂的公司也加入到 ICL 行业中，可能会造成行业竞争加剧、项目收费降价的影响。

财务预测摘要
资产负债表

单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	2653	2929	4858	5343	6406
应收账款+票据	4804	7136	3814	4737	5607
预付账款	9	11	9	11	13
存货	345	405	279	319	379
其他	119	179	101	121	145
流动资产合计	7930	10660	9061	10531	12550
长期股权投资	214	205	455	445	425
固定资产	1824	2010	2374	2648	2704
在建工程	143	206	336	233	233
无形资产	68	152	130	125	112
其他非流动资产	570	659	553	421	417
非流动资产合计	2821	3231	3847	3872	3892
资产总计	10751	13891	12908	14403	16441
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款+票据	2283	2988	1932	2208	2622
其他	1445	1592	1028	1174	1401
流动负债合计	3728	4580	2960	3383	4023
长期带息负债	421	347	330	253	175
长期应付款	0	0	0	0	0
其他	79	89	89	89	89
非流动负债合计	500	435	418	341	264
负债合计	4228	5016	3379	3724	4287
少数股东权益	219	243	280	345	428
股本	466	467	469	469	469
资本公积	1377	1517	1515	1515	1515
留存收益	4461	6648	7265	8350	9742
股东权益合计	6523	8875	9530	10679	12155
负债和股东权益总计	10751	13891	12908	14403	16441

现金流量表

单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	2364	2843	833	1462	1878
折旧摊销	534	619	384	416	310
财务费用	10	-13	3	-4	-10
存货减少(增加为“-”)	-107	-60	126	-40	-60
营运资金变动	-1062	-1869	1908	-563	-316
其它	349	428	-337	53	81
经营活动现金流	2088	1948	2916	1324	1883
资本支出	-945	-831	-750	-450	-350
长期投资	-132	-31	0	0	0
其他	68	13	-38	-3	-1
投资活动现金流	-1010	-848	-788	-453	-351
债权融资	5	-74	-17	-77	-78
股权融资	6	2	2	0	0
其他	-64	-796	-183	-309	-392
筹资活动现金流	-53	-869	-198	-386	-469
现金净增加额	1014	270	1929	485	1063

利润表

单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	11943	15476	8836	10613	12771
营业成本	6295	8802	5406	6179	7337
营业税金及附加	12	15	8	10	12
营业费用	1435	1510	1018	1221	1466
管理费用	1406	1628	1251	1476	1733
财务费用	10	-13	3	-4	-10
资产减值损失	-1	0	0	0	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-7	-11	251	-9	-19
其他	-1	-176	-414	-4	-15
营业利润	2777	3347	987	1717	2200
营业外净收益	-29	-27	-21	-21	-21
利润总额	2748	3321	967	1696	2179
所得税	384	478	134	234	301
净利润	2364	2843	833	1462	1878
少数股东损益	144	90	37	65	83
归属于母公司净利润	2220	2753	796	1397	1794

财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	44.88%	29.58%	-42.91%	20.11%	20.33%
EBIT	50.85%	19.96%	-70.70%	74.62%	28.13%
EBITDA	51.22%	19.30%	-65.55%	55.83%	17.60%
归属于母公司净利润	47.03%	24.02%	-71.08%	75.51%	28.45%
获利能力					
毛利率	47.29%	43.13%	38.82%	41.78%	42.55%
净利率	19.79%	18.37%	9.43%	13.77%	14.70%
ROE	35.21%	31.89%	8.61%	13.52%	15.30%
ROIC	68.95%	52.27%	11.15%	25.81%	29.09%
偿债能力					
资产负债率	39.33%	36.11%	26.17%	25.86%	26.07%
流动比率	2.1	2.3	3.1	3.1	3.1
速动比率	2.0	2.2	2.9	3.0	3.0
营运能力					
应收账款周转率	2.5	2.2	2.3	2.2	2.3
存货周转率	18.2	21.7	19.3	19.3	19.3
总资产周转率	1.1	1.1	0.7	0.7	0.8
每股指标(元)					
每股收益	4.7	5.9	1.7	3.0	3.8
每股经营现金流	4.5	4.2	6.2	2.8	4.0
每股净资产	13.4	18.4	19.7	22.0	25.0
估值比率					
市盈率	13.9	11.2	38.9	22.1	17.2
市净率	4.9	3.6	3.3	3.0	2.6
EV/EBITDA	15.5	9.1	20.3	12.9	10.6
EV/EBIT	18.5	10.8	28.3	16.0	12.1

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为2023年11月30日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 20% 以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于 5%~20% 之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于 -10%~5% 之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10% 以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 10% 以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于 -10%~10% 之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10% 以上

一般声明

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

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

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

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

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街 208 号中粮置地广场 A 塔 4 楼
无锡：江苏省无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 12 楼
 电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇二座 25 楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路 6009 号新世界中心大厦 45 楼