

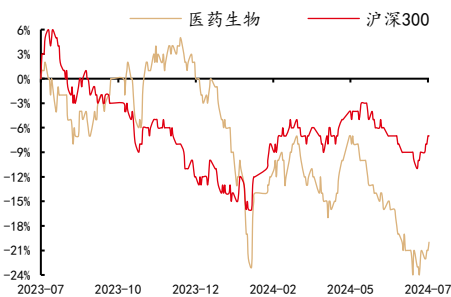
行业投资评级

强于大市|维持

行业基本情况

收盘点位	6740.49
52周最高	8843.95
52周最低	6458.65

行业相对指数表现(相对值)



资料来源：聚源，中邮证券研究所

研究所

分析师：蔡明子
SAC 登记编号：S1340523110001
Email: caimingzi@cnpsec.com
分析师：古意涵
SAC 登记编号：S1340523110003
Email: guyihan@cnpsec.com

近期研究报告

《国产创新药企业出海进程不断深化，建议关注医药板块底部投资机会》 - 2024.07.15

ICL 行业渗透率加速提升，短期利空因素出清后长期投资价值凸现

● 投资要点

当前市场对 ICL 行业发展主要有以下疑问：

(1) DRG 医保支付改革下，ICL 渗透率是否有提升？

(2) 疫情期间新增的小产能是否抢走了部分龙头份额？

(3) 区域检验中心加大建设，ICL 面临更大竞争？

(4) 2023 年下半年以来，有出现普检价格战的趋势，目前的影响程度？

我们发现目前行业出现以下趋势：

(1) 2023 年较 2019 年中标数量明显增加，2024 年至今中标数量逼近 2023 年全年水平；中标合同的客户结构明显优化，优质医院中标订单金额较高，且项目更加细化；

我们认为近年来医保控费(包括 DRG 医保支付方式改革、集采等)较大促进了渗透率提升，2023 年 ICL 恢复常态经营后，叠加 DRGs 基本在全国铺开、持续深化，医院在成本效益考虑下加大外送倾向明显，ICL 渗透率预计在 2024 年已加速提升；

(2) 2021-2022 年新成立 ICL 数量处于历史高水平，但预计淘汰率低于疫情前。小产能竞标集中在社康/体检/两癌筛查等小型需求。

我们认为对于只具备新冠检测能力的小产能出清只是时间问题，当前淘汰率不高预计原因为等待资金回笼再结束经营，或等待寻求转让机会；对于还具备其他检测技术能力的中小产能，若仅稳定获取社康/体检中心/两癌筛查等小型需求，以及具备差异化技术的专科 ICL，可能保持较长经营，但以上规模业务预计对龙头影响不大。

(3) 区域检验中心会发布招标公告向 ICL 外送其样本。

我们认为区域检验中心和 ICL 并非纯竞争关系，大型连锁 ICL 的技术、管理能力仍处于行业优质水平，区域检验中心也会基于其技术和成本情况考虑外送给 ICL，同时，对于 ICL 而言，区域检验中心的加入更促进了优质医院检验外送，ICL 和区域检验中心有业务协同。

(4) 价格方面，杭州竞争激烈程度高于其他地区，普检扣率从 25%-30% 下滑至 20%-25% 区间，但也有优质合同扣率未下滑；其他地区竞争激烈程度较杭州温和。

我们认为首先降价仍是区域性而非全国范围，四川、广东等地区扣率变化不大，其次杭州扣率下降不是招标端降低价格上限，而是 ICL 自身根据成本水平主动就某领域检测降价，已保证了其盈利水平；且在优质订单分项打包招标的趋势下，不同 ICL 可根据自身优势检测领域加大单领域竞标，不会直接丢失大型医院的招标项目机会。

综合来看，我们认为 2023 年 ICL 恢复常态经营后，叠加 DRGs 基本在全国铺开、持续深化，医院在成本效益考虑下加大外送倾向明显，ICL 渗透率预计在 2024 年已加速提升。竞争格局方面，小产能虽然目

前仍在逐步出清过程中，但其市场定位和龙头有差异，对龙头影响不大，且区域检验中心和 ICL 当前并非纯竞争关系，业务有协同互补。价格方面，杭州竞争激烈程度高，扣率有下降趋势，但其他地区较为温和，且 ICL 是考虑自身成本后主动报价，保证了其盈利水平。

长期来看，ICL 是在医保控费环境下少有的受益增长的行业，且行业竞争格局稳定，集中度高，主要竞争者拥有更为合规的业务模式、多样化检测能力、精细化运营能力等竞争优势，能够在行业扩容中抢占更多市场空间，长期发展潜力大。

● **推荐及受益标的**

推荐标的：迪安诊断；

受益标的：金域医学、艾迪康控股、云康集团。

● **风险提示：**

应收账款回款风险；政策影响经营波动风险。

目录

1 ICL 行业已出现渗透率加速提升趋势.....	5
2 竞争：格局稳定，不同地区竞争激烈程度差异较大.....	11
2.1 行业集中度高，小产能还未出现明显出清，区域检验中心和 ICL 更多为协同关系	11
2.2 扣率：杭州竞争激烈程度高于其他地区，普检扣率下降，但不同地区竞争激烈程度差异较大.....	14
3 ICL 核心竞争者：CR3 发展具备共性	16
3.1 CR3 ICL 实验室成立及常规检测收入增长.....	16
4 风险：预计金城医学和迪安诊断在 2024H1 末皆计提 11.5-12 亿坏账准备.....	18
5 推荐及受益标的.....	19
6 风险提示.....	20

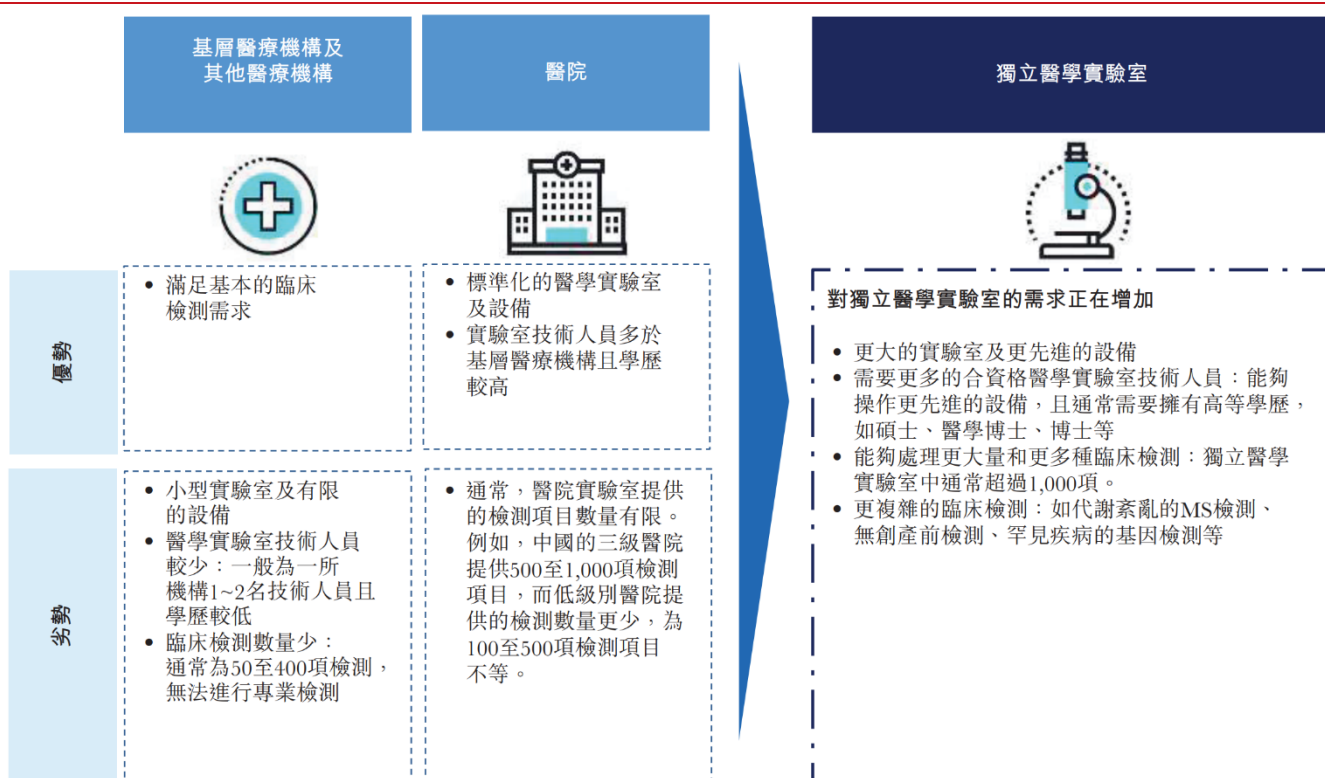
图表目录

图表 1: ICL 相对医院实验室有检测项目更多、规模更大、效益更强的优势	5
图表 2: 门急诊收入中检查收入占比逐年提升	6
图表 3: 住院收入中检查收入占比逐年提升	6
图表 4: 相较 2019 年, 2023 年至今龙头企业的中标数量明显增加	7
图表 5: 2024 年中标合同的客户结构明显优化	7
图表 6: 中标订单金额较高 (左侧为 2024 年至今, 右侧为 2019 年)	8
图表 7: 龙头实验室收入(万元)自 2019-2023 年有明显增长	9
图表 8: DRGs 改革下, 医院检验科基于成本考虑进行检验外送倾向性更大	10
图表 9: 检验技术持续创新, 为 ICL 发展注入新动力	11
图表 10: 存续 5-10 年的 ICL 机构占比最高, 其次是存续 1-3 年的 ICL	11
图表 11: 2021-2022 年新成立 ICL 数量处于历史高水平, 但预计注销比例不高	12
图表 12: 广东、北京、华东地区 ICL 较多, 预计北京、山东、河北 3 地小产能在加速出清	13
图表 13: 浙江、广州的临床检验和血液学检查价格基本一致, 广州的体液与分泌物检查、凝血检查价格高于浙江	14
图表 14: 广州的临床免疫学、临床分子生物学及细胞遗传学检验价格普遍高于浙江	15
图表 15: 杭州普检扣率自 2023 年下半年至今有下滑	15
图表 16: 广东近期中标合同的扣率较杭州明显温和	16
图表 17: 杭州第一人民医院血液病、遗传及自免特检扣率下降较快, 普检扣率稳定	16
图表 18: 南方医科大学深圳医院扣率在 2022-2024 年合同中维持相同水平	16
图表 19: ICL 核心竞争者的实验室成立情况和常规检测服务收入(亿元)增长情况	17
图表 20: 预计金城医学和迪安诊断在 2024H1 末皆计提 11.5-12 亿元坏账准备(单位: 亿元)	18

1 ICL 行业已出现渗透率加速提升趋势

独立医学检验实验室（Independent Clinical Laboratory, ICL），是经卫生行政部门许可具有从事临床或病理试验服务资格的独立法人实体。从检测量来看，医院实验室为最大的临床检验服务提供商，通常仅为自身住院病人提供检测，ICL 则是从大量医院和研究机构接收样本，由此规模效应更大，且拥有更先进的设备，可开展更多项目，尤其更复杂的项目。

图表1：ICL 相对医院实验室有检测项目更多、规模更大、效益更强的优势

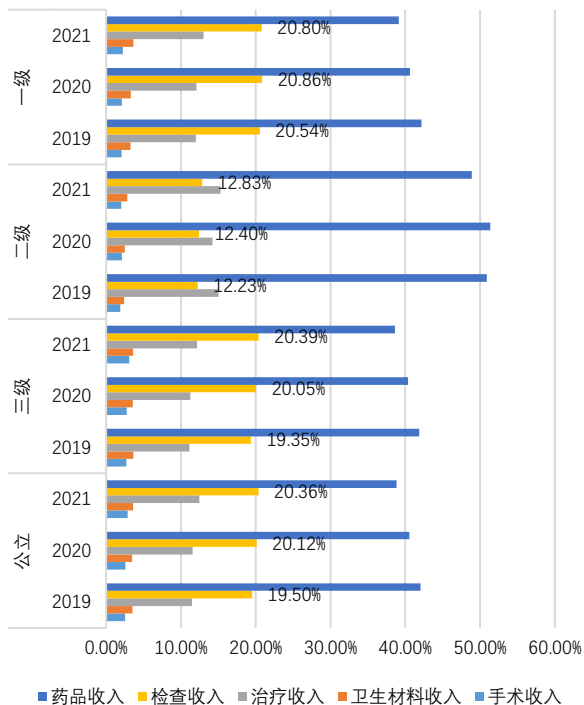


资料来源：艾迪康招股说明书、中邮证券研究所

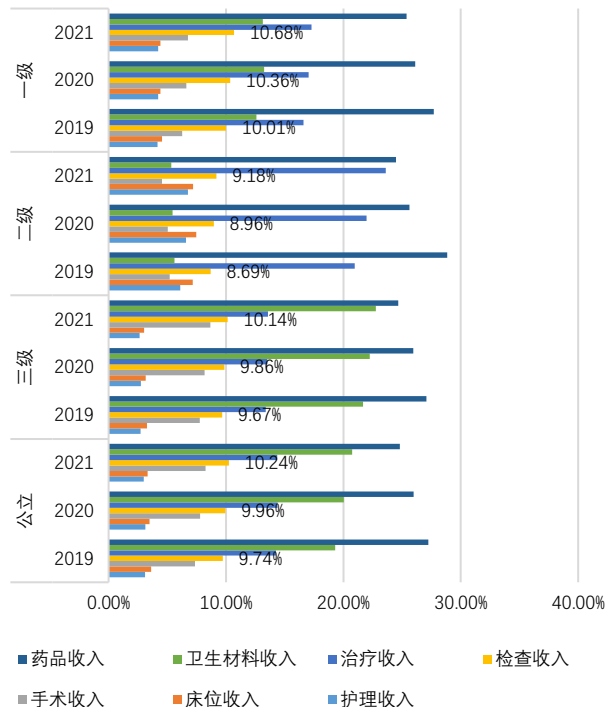
我们认为 ICL 是在医保控费环境下少有的受益增长的行业，根据国家卫健委卫生发展研究中心测算，2016-2020 年 ICL 节省的检测成本分别为 104、137、176、221、274 亿元，ICL 行业在医保控费的大环境下显示出较强成本节约能力，促进医院加大检测外包需求。目前我国铺开 DRG 分组医保支付方式，加大医保控费力度、提高医保基金使用效率，ICL 凭借其较强的成本节约能力有望促进医院进一步加大检测外包需求。根据卫生健康统计年鉴，2019-2021 年公立医院、三

级医院、二级医院、一级医院的门急诊和住院收入中，检查收入占比呈现逐年提升趋势。

图表2：门急诊收入中检查收入占比逐年提升



图表3：住院收入中检查收入占比逐年提升



资料来源：卫生健康统计年鉴、中邮证券研究所

资料来源：卫生健康统计年鉴、中邮证券研究所

微观视角看渗透率变化：根据艾迪康招股说明书，2021年CR4收入合计占比达到62.3%（剔除新冠检测收入），我们认为市占率较高的供给端企业运营情况已反映行业发展趋势。由此我们收集了几个龙头ICL企业的中标情况，发现了以下趋势：

(1) 2023年较2019年中标数量明显增加，2024年至今中标数量逼近2023年全年水平

我们收集了杭州、广东、四川等龙头ICL业务聚集区域，以及北京、上海两个优质医疗资源丰富的城市的中标数据，发现相较2019年，杭州、广东、四川3个地区2023年整体中标数量明显更多，北京和上海则变化不大；2024年至今，5个地区的中标数量皆基本逼近2023年全年水平，我们认为疫情后常规检测逐步正常运营，在DRGs和IVD集采影响下，ICL渗透率在加速提升。

图4：相较 2019 年，2023 年至今龙头企业的中标数量明显增加

		2024 至今	2023	2022	2021	2019	2018
杭州	杭州艾迪康	11	7	12	13	5	2
	杭州迪安	12	18	17	20	3	7
	杭州佰辰	5	7	2	3		
广东	广州金城	63	94	63	55	28	45
	广州达安	32	27	33	34	10	11
	广州华银	41	32	35	18	7	1
四川	四川金城	18	21	24	15	7	6
	成都艾迪康	8	6	6	2	4	
北京	北京艾迪康	4	2	2	7	3	
	北京迪安	7	8	8	8	12	4
上海	上海金城	12	4	2	7	3	2
	上海迪安	6	10	9	12	16	6

资料来源：采招网、中邮证券研究所

(2) 中标合同的客户结构明显优化，优质医院中标订单金额较高

中标合同的客户结构明显优化：从图表 4 的数据发现，广东区域的中标数量明显高于其他地区，我们选取广东省占率排名前列的 ICL 实验室来看其 2019 年和当前的客户结构变化。2019 年疾控中心、妇幼保健院在中标医院中占据较大比例，但 2024 年中标合同中，各区域人民医院明显增加，且新增了广东省排名前列的优质医院，例如南方医科大学南方医院，广州医科大学附属第一医院等。

图5：2024 年中标合同的客户结构明显优化

广州金城			广州达安		
2024 年中标医院	2019 年中标医院		2024 年中标医院	2019 年中标医院	
南方医科大学深圳医院	广州市南沙区灵山医院	深圳市儿童医院	南方医科大学南方医院	东莞市长安镇社区卫生服务中心	江门市新会区妇幼保健院
广东省第二人民医院	广州市南沙区东涌医院	中山市疾病预防控制中心	广东省第二人民医院	东莞市妇幼保健院	揭西县妇幼保健院
广州中医药大学第三附属医院	广州市南沙区第一人民医院	中山大学孙逸仙纪念医院	广州中医药大学顺德医院	东莞市第八人民医院	广东中山市人民医院
广州医科大学附属妇女儿童医疗中心	广州市干部健康管理中心	中国疾病预防控制中心营养与健康所	广州医科大学附属第四医院	珠海市香洲区人民医院	深圳市妇幼保健院
广东省第二中医院	广州市番禺区中医院	深圳市龙岗区第二人民医院	广州市皮肤病医院	中山市三乡医院	长丰县中医院
深圳市龙岗区人民医院	广州市第一人民医院	深圳出入境边防检查总站医院	广州市花都区疾病预防控制中心	镇江市第一人民医院	深圳市疾病预防控制中心
深圳市龙岗区第五人民医院	广宁县疾病预防控制中心	陕西省疾病预防控制中心	广州市番禺中心医院	五河县妇幼保健计划生育服务中心	濠溪县公共资源交易中心
深圳市龙岗区第二人民医院	广东工业大学	清远市中医院	深圳市南山区妇幼保健院	清远市清城区人民医院	揭西县妇幼保健院
深圳市龙岗区慢性病防治院	广州中医药大学顺德医院附属勒流医院	喀什地区第一人民医院	深圳市龙岗中心医院	茂名市电白区人民医院	珠海市斗门区乾务镇卫生院
深圳市罗湖医院集团	广州中医药大学顺德医院	江门市疾病预防控制中心	惠州卫生职业技术学院附属医院	江门市新会区妇幼保健院	
赣州市第五人民医院	中山市民众医院	鹤山市中医院	惠州市惠阳区妇幼保健院	丰顺县人民医院	
赣南医学院第一附属医院	阜宁县人民医院	广州市花都区农林局	惠州市第一妇幼保健院	大埔县人民医院	

赣南医科大学第一附属医院	佛冈县妇幼保健院	广州市妇女儿童医疗中心	惠东县人民医院		
佛山市顺德区乐从医院	博罗县人民医院	广州市番禺疗养院		广州华银	
佛山市顺德区疾病预防控制中心	茂名市妇幼保健院	广东医科大学附属医院		2024 年中标医院	2019 年中标医院
佛山市三水区人民医院	茂名市电白区中医院	广东省疾病预防控制中心	广州番禺第五人民医院	中山市中医院	深圳市龙岗区第二人民医院
佛山市南海区第五人民医院	泸州医疗投资管理有限公司	佛山市南海区第五人民医院	广州番禺第二人民医院	中山市人民医院	江门市新会区第二人民医院
佛山市高明区慢性病防治站	江苏省人民医院	东莞市疾病预防控制中心	广州番禺第八人民医院	珠海市斗门区妇幼保健院	南阳医学高等专科学校第一附属医院
佛山市第一人民医院	嘉兴市第二医院	东莞市妇幼保健院	深圳大鹏新区妇幼保健院	清远市中医院	东莞市虎门医院
东莞市人民医院	惠州市中心人民医院		深圳宝安区石岩人民医院	惠东县人民医院	广州市花都区胡忠医院
东莞市桥头医院	华中科技大学协和深圳医院		东莞市中西医结合医院	上饶市立医院	东莞市妇幼保健院
东莞市虎门中医院	湖北省疾病预防控制中心		东莞市万江医院	上海交通大学医学院附属上海儿童医学中心海南医院	
东莞市妇幼保健院	杭州市卫生健康委员会		东莞市石碣医院	汕头市中心医院	
东莞市第九人民医院	杭州市拱墅区卫生健康局		东莞市人民医院	南华大学附属第一医院	
东莞市第八人民医院	扬州大学附属医院		东莞市桥头医院	江门市妇幼保健院	
常熟市医学检验所	兴国县人民医院		东莞市凤岗医院	福州市中医院	
常熟市第二人民医院	新丰县人民医院		惠州市中医医院	丰顺县人民医院	
南昌大学附属眼科医院	温州医科大学附属第二医院		惠州市中心人民医院	竹溪县人民医院	
肇庆市第一人民医院	清远市清新区人民医院		惠州市职业病防治院	永靖县中医院	
肇庆市第二人民医院	黔东南州卫生健康局		惠州市第一人民医院	兴国县人民医院	

资料来源：广东省公共资源交易平台、中邮证券研究所

优质医院中标订单金额较高，项目更为细化：2019 年 500 万以上的中标合同较少，较优合同更多是 200-300 万的中标金额，疾控中心中标较多，但单个合同中标金额基本不超过 100 万。2024 年至今的中标合同中，大金额的订单明显增加，超过 1000 万的合同也有一定数量，且大医院基于成本考虑，目前有将检测样本分包招标的趋势，例如广州医科大学附属妇女儿童医疗中心将遗传检测分为两个包，中标扣率也有所不同，佛山市第一人民医院则把基因检测项目划分更为细致。我们预计分包招标下，由于不同 ICL 机构的对应成本不同，某一 ICL 机构由于升级设备等措施实现成本减少，由此能提供更为优惠的扣率，对医院而言成本能够进一步下降。

图表6：中标订单金额较高（左侧为 2024 年至今，右侧为 2019 年）

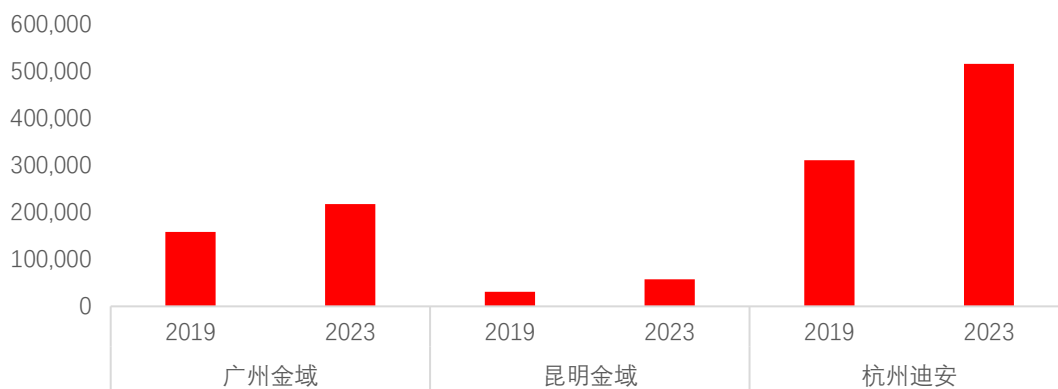
招标单位	中标金额 (万元)	检验项目	招标单位	中标金额 (万元)	检验项目
广东省第二人民医院	900	常规检验外送第三方服务项目	广东医科大学附属第一医院	1260	外送检验服务项目
广州中医药大学第三附属医院	1200	检验外送服务采购项目(二次)	佛山市南海区第五人民医院	379	检验送检服务项目
广州医科大学附属妇女儿童医疗中心	500	遗传性疾病分子检测服务	广州市妇女儿童医疗中心	300	广州市农村地区宫颈癌检验服务
	450	遗传病多组学检测服务	广州市番禺疗养院	250	医学检验服务项目
广州市第一人民医院南沙医院	240	部分检验外送服务项目	鹤山市中医院	250	外送检验和病理服务项目

佛山市第一人民医院	1600	综合基因检测外送项目	中山大学孙逸仙纪念医院	160	遗传代谢免疫疾病相关基因检测服务
	4000	实体瘤及消化道肿瘤基因检测外送项目	中山市疾控中心	36	2020年CD4+T淋巴细胞绝对计数检测服务采购
	6000	肺癌及单基因靶点相关肿瘤基因检测外送	广东省疾控中心	40.3	成人慢性病与营养监测糖化血红蛋白检测服务
肇庆市第一人民医院	1200	血液基因检测外送项目(二次)	江门市疾控中心	103	CD4+T淋巴细胞检测服务
	502.8	外送检验及病理检测服务采购项目(二次)	深圳市龙岗区第二人民医院	98	宫颈癌HPV筛查及阳性随访检测服务

资料来源：广东省公共资源交易平台、中邮证券研究所

大型 ICL 实验室 2019-2023 年收入实现明显增长：广州金域、昆明金域、杭州迪安三个实验室 2023 年收入同比 2019 年分别增长了 37.49%、86.68%、65.91%，这两个年份受新冠疫情检测业务影响小，基本为常规检测业务的增长体现，我们认为中标合同数量增加、优质客户比例提升后拉高单个合同中标金额促进了实验室整体的收入增长。艾迪康 2019-2023 年 ICL（剔除新冠）收入从 16.07 亿元增长至 29.62 亿元（+84.31%）。

图表7：龙头实验室收入(万元)自 2019-2023 年有明显增长



资料来源：公司公告、中邮证券研究所

渗透率提升原因分析：我们认为 2024 年至今中标数量和优质客户的快速提升和近年来医保控费（包括 DRG 医保支付方式改革、集采等）有较大关系，此为经济因素驱动，医院在成本效益考虑下加大外送；中长期来看，ICL 渗透率提升还需要技术升级的促进，新增检验项目，开拓新的检验市场。

针对医保控费，我们认为其核心在于在保障医疗质量安全的前提下，控制医疗费用和提高医疗效率，这也反映在 DRG 的考核体系中，例如时间消耗指数、费用消耗指数等，这就对检验科提出了更高要求，一是提升检验效率，在更少的时间

间提供更精确的检测结果，二是减少检验成本，由此医保控费下，检验科的发展趋势可以总结为：**提效、降本、开源**（技术升级为更精准的检测）。

（1）提效降本

检测需要投入设备，购入试剂，规模效应很强，对于基层医院，其可能存在样本量不足、检验项目少、技术人员缺乏等一系列问题，导致检验科单位成本高、可开展检验项目少，由此，将较多检验样本外送给 ICL 是更具备经济效益的选择；对于大型医院，其检验科在常规检测项目上已具备规模效应，ICL 的成本节约能力并不明显，由此针对该类医院，其就检验业务对外合作的主要为样本量少不具备规模效应的、或不在医保支付范围内的检验项目。整体来看，控费力度越强，医院外包的倾向越大。

图表8：DRGs 改革下，医院检验科基于成本考虑进行检验外送倾向性更大



资料来源：智慧检验名家谈-DRGs/DIP 改革下的检验科建设与发展-林丽开教授、中邮证券研究所

（2）开源：技术升级

IVD 的创新是 ICL 项目新增的基础，促进检测服务市场扩容。当前分子诊断是 IVD 赛道发展最快的领域，其承载着未来精准医学发展的核心，已广泛应用于传染病、肿瘤、遗传病、产前筛查等领域。随着检测技术升级，ICL 凭借更灵活的经营模式可以更快投放设备、升级检测方式，在新的检测领域更快实现规模效应，促进对应检测样本外送。此外，人工智能、物流能力提升等也同样增加 ICL 的竞争优势，进一步压缩自身成本，也促进了 ICL 渗透率的提升。

图表9：检验技术持续创新，为 ICL 发展注入新动力



资料来源：智慧检验名家谈-DRGs/DIP 改革下的检验科建设与发展-林丽开教授、中邮证券研究所

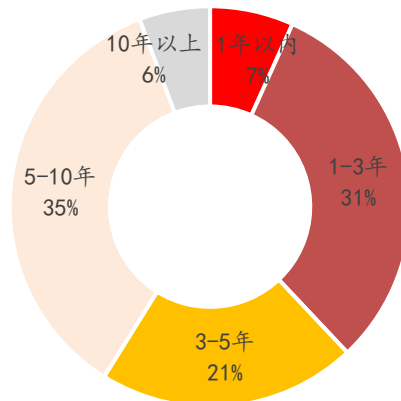
2 竞争：格局稳定，不同地区竞争激烈程度差异较大

2.1 行业集中度高，小产能还未出现明显出清，区域检验中心和 ICL 更多为协同关系

根据艾迪康招股说明书，2021 年 CR4 收入合计占比达到 62.3%（剔除新冠检测收入），行业集中度高。

我们统计天眼查数据，截至目前共有约 1750 家 ICL 机构处于存续状态，从存续年限来看，存续 5-10 年的 ICL 机构占比最高，达到 35%，其次是存续 1-3 年的 ICL，1 年以内和 10 年以上的各自占比皆在 6%-7% 的低水平。

图表10：存续 5-10 年的 ICL 机构占比最高，其次是存续 1-3 年的 ICL



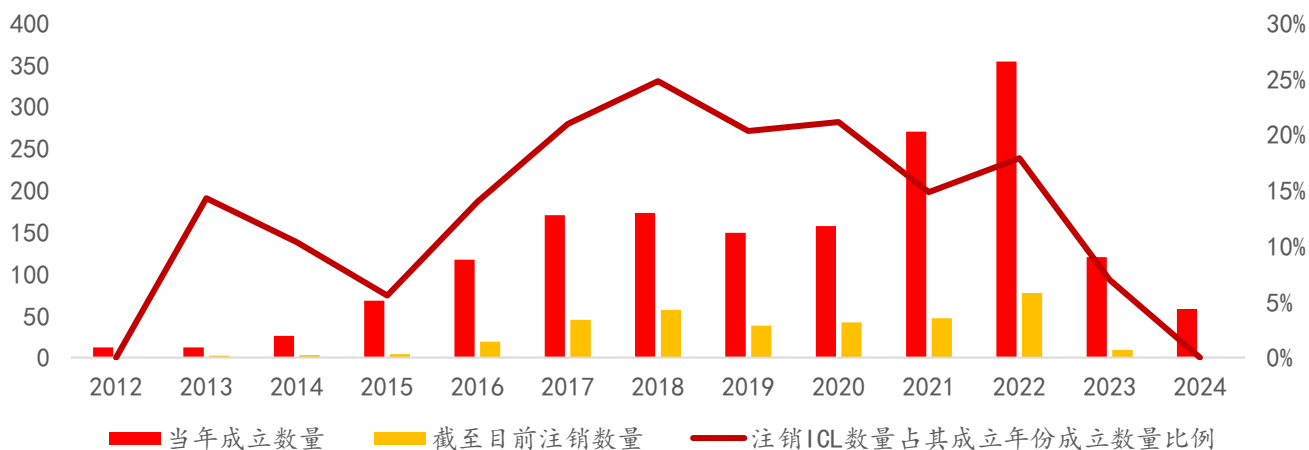
资料来源：天眼查、中邮证券研究所

2021-2022 年新成立 ICL 数量处于历史高水平，但预计注销比例不高：2017-2020 年新成立 ICL 机构数量基本为 150-180 家左右，当前已经注销的 ICL 机构占其成立年份的成立 ICL 机构数量比例保持在 20%-25%，即疫情前成立的 ICL 机构保持了 20%-25%的淘汰率。在新冠疫情检测需求快速增加下，2021、2022 年 ICL 新增数量分别达到 270、354 家，但 2021-2023 年淘汰率分别为 15%、18%、7%，低于之前水平，我们预计主要有以下原因：

(1) 针对只具备新冠检测能力的小产能，一是后续回款相对较好，当前还未出现现金流短缺问题，二是回款不好但等待资金回笼即结束经营，或等待寻求转让机会，我们认为这类 ICL 较大概率会终止经营，出清只是时间问题；

(2) 针对还具备其他检测技术能力的中小产能，一是在竞争格局较好地区仍能获取较小市场份额，例如将市场定位在区域社区卫生服务中心、体检中心、两癌筛查等小额招标项目，二是其拥有差异化的技术，走专科路线，其盈利能力也将更强，我们认为这类 ICL 在经营合规、精细管理的情况下皆有望保持较长经营。

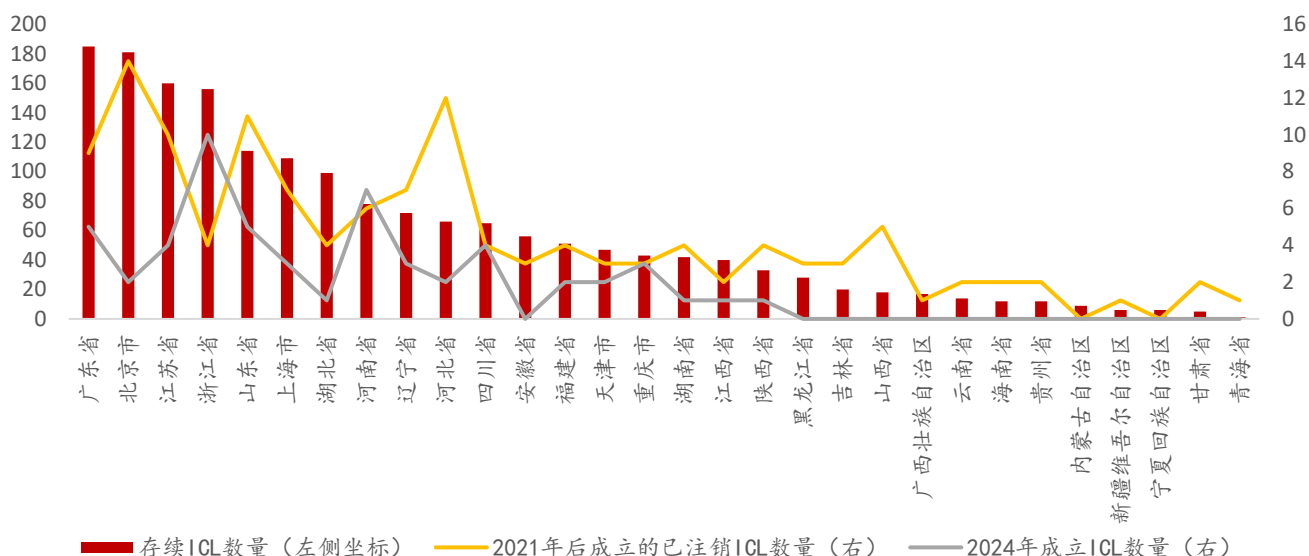
图表11：2021-2022 年新成立 ICL 数量处于历史高水平，但预计注销比例不高



资料来源：天眼查、中邮证券研究所

从地区分布来看，广东、北京、华东（江苏/浙江/山东/上海）的 ICL 机构数量排名前列，北京、山东、河北 3 地 2021 年后成立的 ICL 注销数量相对较多同时新增数量少，预计疫情期间新增的小产能在加速出清；2024 年以来浙江、河南两地新增 ICL 数量相对较多，预计当地检测需求仍有待满足的空间。

图表12：广东、北京、华东地区 ICL 较多，预计北京、山东、河北 3 地小产能在加速出清



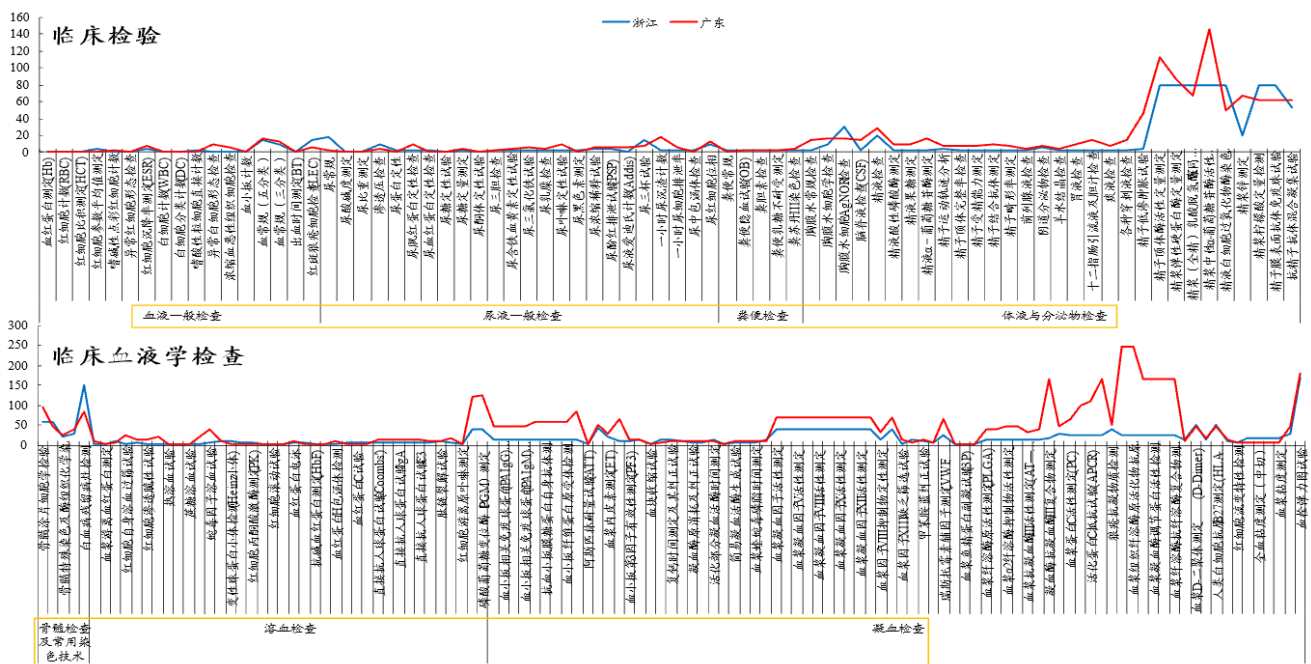
资料来源：天眼查、中邮证券研究所

区域检验中心和 ICL 并非纯竞争关系，两者有优势互补，存在业务协同：目前区域检验中心有多种存在形式，例如上海松江模式（依托区域内大型综合医院检验科建立的）、江苏常熟模式/深圳罗湖模式（具有独立法人的区域医学检验中心）、广东清远模式/湖南株洲模式（ICL 和区域“龙头”医院或专业组织共建区域医学检验中心）等等。我们在招标公告中发现有区域检验中心针对 ICL 的招标合同，例如 2024 年 3 月深圳罗湖医院集团发布了血液领域和特检的外送招标公告，扣率 50%，中标的有金域医学和迪安诊断；2024 年 4 月中国政府采购网发布拱墅区卫健局 2024 年检验标本外送检测服务，包括 13 家社区卫生服务中心及 1 家妇幼保健中心的标本检验服务，分为两个标，预算金额分别为 1820 万元（标项 1）、792 万元（标项 2），扣率为常规 20.5%/质谱 30%/基因病理 33%，中标方为浙江省医疗健康集团杭州医学检验实验室有限公司、杭州迪安，杭州医学检验实验室 85%股份为国有资本。由此，我们认为区域检验中心和 ICL 并非纯竞争关系，大型连锁 ICL 的技术能力、管理能力仍处于行业优质水平，区域检验中心也会基于其技术和成本情况考虑外送给 ICL，同时，对于 ICL 而言，区域检验中心的加入更促进了优质医院检验外送，ICL 也有望和区域检验中心共享新增市场份额。

2.2 扣率：杭州竞争激烈程度高于其他地区，普检扣率下降，但不同地区竞争激烈程度差异较大

从区域物价来看，浙江省检测项目价格在全国各省市处于较低水平，且在浙江省突出的“打包”合作模式下，该地区被称为“价格洼地”。我们对比了浙江和广州的较多检验项目价格，广州价格普遍高于浙江，例如临床检验中的体液与分泌物检查、临床血液学检查中的凝血检查，还有临床免疫学、临床分子生物学及细胞遗传学检验价格。

图表13：浙江、广州的临床检验和血液学检查价格基本一致，广州的体液与分泌物检查、凝血检查价格高于浙江



资料来源：浙江省医保局、广东省医保局、中邮证券研究所

图表14：广州的临床免疫学、临床分子生物学及细胞遗传学检验价格普遍高于浙江


资料来源：浙江省医保局、广东省医保局、中邮证券研究所

普检方面，杭州的普检扣率从 25%-30% 下滑至 20%-25% 区间，但也有优质合同扣率未下滑，例如杭州市第一人民医院 2021 年至 2024 年普检扣率保持在 25%；四川则保持在 30%-35% 的水平；广东省扣率则更为温和，部分合同扣率达到 40%+。由此，杭州竞争激烈程度高于其他地区，有普检扣率下降的趋势，但不同地区竞争激烈程度差异较大，且扣率大部分较杭州温和。

特检方面，杭州血液病、质谱、遗传免疫基本为 30%-35% 的水平，测序类更高，杭州市第一人民医院 2021 年至 2024 年血液病类、遗传及自免类则逐年明显下降，预计与不同 ICL 升级其设备后（或开展新一轮招标降低上游采购成本）促进其成本下降有关。但广东省的扣率则明显高于杭州，基因检测的扣率基本在 80%+；南方医科大学深圳医院的中标合同中，2022-2024 年特检项目每年均保持相同的中标扣率和金额。以上也印证了浙江省的竞争激烈程度明显高于广东省。

图表15：杭州普检扣率自 2023 年下半年至今有下滑

招标医院	普检扣率	特检扣率
2024 年 6 月 丽水市中医院	20%	45%
2024 年 6 月 杭州市老年病医院	25%	质谱 30%/血液病 34%/遗传免疫 29%/测序 42%
2024 年 5 月 桐庐县妇幼保健院	20%	30%
2024 年 5 月 杭州市富阳区第三人民医院	22%	30%
2023 年 12 月 绍兴市上虞妇幼保健院	29%	血液+质谱 40%/高通量基因 55%
2023 年 11 月 杭州市萧山区第一人民医院医共体总院	27%	47%
2022 年 11 月 浙江医院	-	血液病 40%

2023年11月	玉环市人民医院	-	质谱30%
2023年10月	平阳县鳌江镇卫生院	25%	-

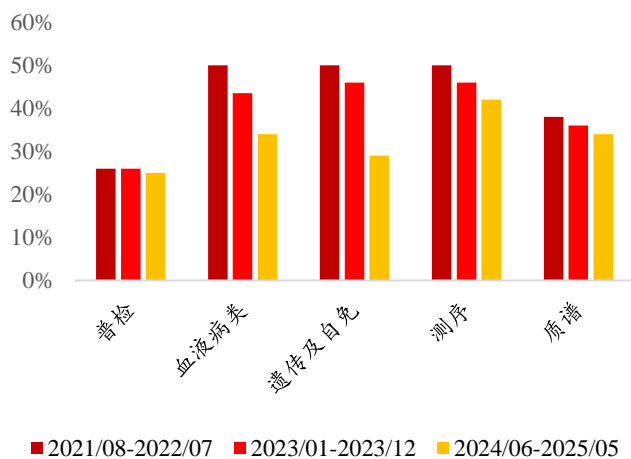
资料来源：各医院官网、中邮证券研究所

图表16：广东近期中标合同的扣率较杭州明显温和

招标单位	发布日期	检验项目	中标扣率
广东省第二人民医院	2024年5月	常规检验外送第三方服务项目	42%
广州中医药大学第三附属医院	2024年5月	检验外送服务采购项目(二次)	46%
广州医科大学附属妇女儿童医疗中心	2024年6月	遗传性疾病分子检测服务	89%
		遗传病多组学检测服务	80%
广州市第一人民医院南沙医院	2024年4月	部分检验外送服务项目	60%
佛山市第一人民医院	2024年7月	综合基因检测外送项目	92%
	2024年7月	实体瘤及消化道肿瘤基因检测外送项目	89.50%
	2024年2月	肺癌及单基因靶点相关肿瘤基因检测外送	81%/86.5%
肇庆市第一人民医院	2024年6月	血液基因检测外送项目(二次)	88%
	2024年6月	外送检验及病理检测服务采购项目(二次)	30%

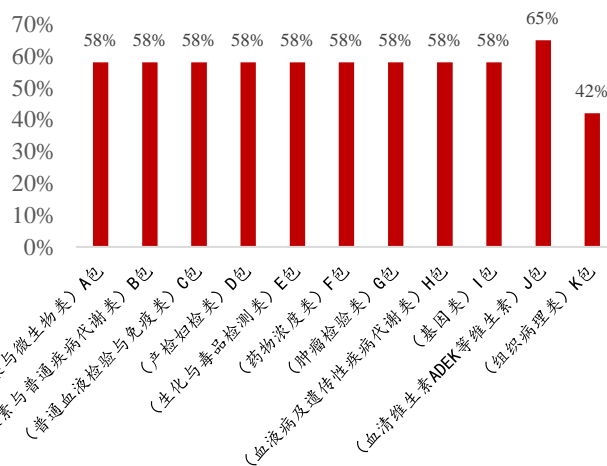
资料来源：广东省公共资源交易平台、中邮证券研究所

图表17：杭州第一人民医院血液病、遗传及自免特检扣率下降较快，普检扣率稳定



资料来源：杭州市第一人民医院官网、中邮证券研究所

图表18：南方医科大学深圳医院扣率在2022-2024年合同中维持相同水平



资料来源：广东省公共资源交易平台、中邮证券研究所

3 ICL 核心竞争者：CR3 发展具备共性

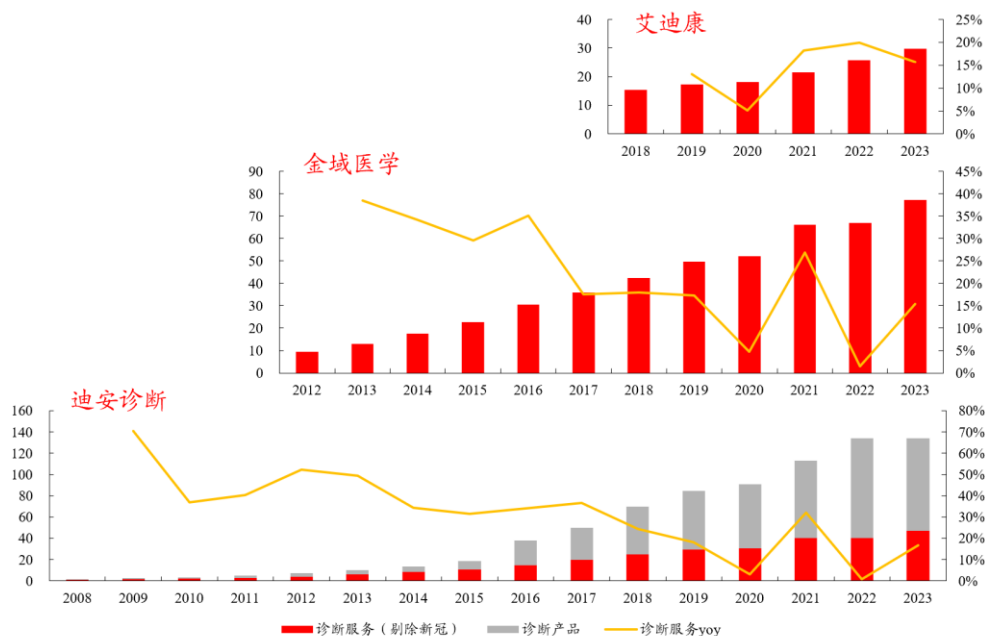
3.1 CR3 ICL 实验室成立及常规检测收入增长

我们梳理了金域医学、迪安诊断、艾迪康 ICL CR3 的常规检测收入和实验室成立情况。从常规检测收入增速来看，CR3 具备一定共性。

从成立实验室时间来看，按照 1-10/10-20/20-30/30-40 家的发展阶段，1-10 家的初期发展中，金域医学最快（率先完成融资），艾迪康其次，迪安诊断较慢（之前主要做渠道代理产品业务）。10-20 家的加快发展中，金域医学用 4 年完成扩张，迪安诊断用了 5 年，艾迪康用了 7 年；20-30 家的全国基本布局进程中，迪安诊断最快，用了仅 1 年，金域医学用了 4 年，艾迪康用了 5 年，由此，迪安诊断在 2016 年大幅扩张后和金域医学皆在 2017 年完成全国布局，但两者店龄结构差异大，第 10-20 家门店发展晚了 3-4 年，对应一个盈利周期。

金域医学在 2022 年已实现 40 家盈利，剩余未盈利的集中在 2022 年开业；迪安诊断截至 2022 年底已有 38 家实验室经营年限在 5 年以上，预计大部分已实现盈利；艾迪康在 2019 年之前新开速度较慢，预计该部分合计 21 家实验室基本实现了盈利，其在 2019-2021 年新开的 11 家实验室预计在近两年进入集中盈利期（疫情对盈亏平衡周期有所延长），有望实现盈利能力改善拐点。

图表19：ICL 核心竞争者的实验室成立情况和常规检测服务收入（亿元）增长情况



	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	
金域医学	1	1	2	2	6	10	12	17	21	21	21	23	30	32	37	37	37	38	39	48	49	
迪安诊断		1	1	1	2	4	7	8	10	13	14	18	21	31	38	38	38	38	38	40	43	
艾迪康			1	1	4	5	6	10	12	13	14	15	16	17	20	21	21	24	28	32	33	36

资料来源：各公司公告、中邮证券研究所

注：红色、蓝色、紫色、橙黄色分别代表 10-20 家、20-30 家、30-40 家、40-50 家

4 风险: 预计金城医学和迪安诊断在 2024H1 末皆计提 11.5-12 亿坏账准备

迪安诊断和金城医学应收账款在 2022 年上半年快速增加, 在 2022Q3 达到最大值, 后续呈现下降态势。从信用减值来看, 2022 年迪安诊断、金城医学单季度皆为几千万水平, 2023 年前三季度变化趋势一致, Q1 皆超过 1 亿, Q2 减值高于 Q1 达到 1.5 亿左右, Q3 为 0.8-1 亿, Q4 出现分化, 金城医学减值较多, 接近 1 亿, 迪安诊断仅为 0.3 亿, 但 2024Q1 两者皆为 1 亿左右。考虑到 2022H1 的新冠应收在 2024H1 末将变为 2-3 年账期, 坏账计提比例明显提升, 金城医学业绩预告称预计 2024H1 计提信用减值损失 2.9 亿元, 对应 2024Q2 为约 1.5 亿元, 和 2024Q1 额度相当, 对应 2024H1 末坏账准备约为 11.76 亿元, 假设迪安在 2024Q2 也计提和 Q1 相当额度的坏账准备, 预计迪安诊断 2024H1 末坏账准备约为 11.5-12 亿元, 金城医学和迪安诊断在 2024H1 末皆计提 11.5-12 亿坏账准备。艾迪康的坏账准备(预期信贷亏损拨备)并非单独按照账龄计算, 拨备率基于具有相似亏损模式的不同客户分部组别的欠款逾期日数而定, 由此考虑了账龄、历史拒付和过往催收经验更多因素。

图表20: 预计金城医学和迪安诊断在 2024H1 末皆计提 11.5-12 亿元坏账准备 (单位: 亿元)

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
迪安诊断	35.07	43.94	47.01	46.03	52.86	54.82	62.01	63.9	84.55	107.48	108.78	100.64	105.02	98.11	95.14	81.82	84.75
应收账款																	
金城医学	17.61	25.29	27.04	26.94	34.36	39.47	44.87	46.65	64.22	70.99	74.33	70.25	65.89	63.32	60.38	53.35	54.61
艾迪康			9.42				12.14					18.57		17.85		15.15	
迪安诊断	-0.33	-0.64	-0.84	-0.94	-0.34	-0.63	-0.84	-0.98	-0.93	-1.7	-2.47	-3.05	-1.17	-2.52	-3.53	-3.83	-0.93
信用减值损失																	
金城医学	-0.12	-0.32	-0.36	-0.46	-0.08	-0.23	-0.56	-0.71	-0.55	-1.07	-1.72	-2.56	-1.48	-3.17	-3.92	-4.89	-1.39
艾迪康			-0.33				-0.40					-1.12		-0.47		-0.58	
迪安诊断		1.95		2.20		2.76		3.10		4.74		5.71		8.65		9.80	
坏账准备																	
金城医学		0.88		0.79		0.96		1.43		2.49		3.99		7.15		8.86	
艾迪康			0.46				0.75					1.90		2.36		2.42	

资料来源: Wind、中邮证券研究所

注: 信用减值损失为年初至当期累计值

5 推荐及受益标的

当前市场对 ICL 行业发展主要有以下疑问：

- (1) DRG 医保支付改革下，ICL 渗透率是否有提升？
- (2) 疫情期间新增的小产能是否抢走了部分龙头份额？
- (3) 区域检验中心加大建设，ICL 面临更大竞争？
- (4) 2023 年下半年以来，有出现普检价格战的趋势，目前的影响程度？

我们发现目前行业出现以下趋势：

(1) 2023 年较 2019 年中标数量明显增加，2024 年至今中标数量逼近 2023 年全年水平；中标合同的客户结构明显优化，优质医院中标订单金额较高，且项目更加细化；

我们认为 2024 年至今中标数量和优质客户的快速提升和近年来医保控费（包括 DRG 医保支付方式改革、集采等）有较大关系，2023 年 ICL 恢复常态经营后，叠加 DRGs 基本在全国铺开、持续深化，医院在成本效益考虑下加大外送倾向明显，ICL 渗透率预计在 2024 年已加速提升；

(2) 2021-2022 年新成立 ICL 数量处于历史年度高水平，但预计淘汰率低于疫情前水平。小产能竞标集中在社康/体检中心/两癌筛查等小型需求。

我们认为对于只具备新冠检测能力的小产能出清只是时间问题，当前淘汰率不高预计原因为等待资金回笼再结束经营，或等待寻求转让机会；对于还具备其他检测技术能力的中小产能，若仅稳定获取社康/体检中心/两癌筛查等小型需求，以及具备差异化技术的专科 ICL，可能保持较长经营。

(3) 区域检验中心会发布招标公告向 ICL 外送其样本，例如 2024 年深圳罗湖医院集团发布特检外送招标，此外，拱墅区卫健局将多个医疗机构标本打包外送，ICL 也获得中标。

我们认为区域检验中心和 ICL 并非纯竞争关系，大型连锁 ICL 的技术能力、管理能力仍处于行业优质水平，区域检验中心也会基于其技术和成本情况考虑外送 ICL，同时，对于 ICL 而言，区域检验中心的加入更促进了优质医院检验外送，ICL 也有望和区域检验中心共享新增市场份额。

(4) 价格方面，杭州竞争激烈程度高于其他地区，普检扣率从 25%-30% 下滑至 20%-25% 区间，但也有优质合同扣率未下滑；不同地区竞争激烈程度差异较大，但大部分较杭州温和。特检扣率也是杭州竞争最为激烈，杭州血液病、质谱、遗传免疫基本为 30%-35% 的水平，且有逐年下降趋势，但广东省的扣率则明显高于杭州，部分优质合同近年扣率并未变化。

我们认为首先降价仍是区域性而非全国范围，四川、广东等地区扣率变化不大，其次杭州扣率下降不是招标端降低价格上限，而是 ICL 自身根据成本水平主动就某领域检测降价，已保证了其盈利水平；且在优质订单分项打包招标的趋势下，不同 ICL 可根据自身优势检测领域加大单领域竞标，不会直接丢失大型医院的招标项目机会。

综合来看，我们认为 2023 年 ICL 恢复常态经营后，叠加 DRGs 基本在全国铺开、持续深化，医院在成本效益考虑下加大外送倾向明显，ICL 渗透率预计在 2024 年已加速提升。竞争格局方面，小产能虽然目前仍在逐步出清过程中，但其市场定位和龙头有差异，对龙头影响不大，且区域检验中心和 ICL 当前并非纯竞争关系，业务有协同互补。价格方面，杭州竞争激烈程度高，扣率有下降趋势，但其他地区较为温和，且 ICL 是考虑自身成本后主动报价，保证了其盈利水平。

长期来看，ICL 是在医保控费环境下少有的受益增长的行业，且行业竞争格局稳定，集中度高，主要竞争者拥有更为合规的业务模式、多样化检测能力、精细化运营能力等竞争优势，能够在行业扩容中抢占更多市场空间，长期来看发展潜力大。

推荐标的：迪安诊断。

受益标的：金城医学、艾迪康控股、云康集团。

6 风险提示

应收账款回款风险；政策影响经营波动风险。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048