

公司深度

金域医学(603882.SH)

医药生物 | 医疗服务

经营业绩有望改善，数智化转型成效初显

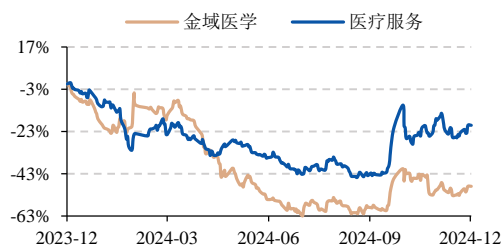
2024年12月09日

评级 **买入**
评级变动 维持

交易数据

当前价格(元)	34.34
52周价格区间(元)	25.01-67.66
总市值(百万)	15908.30
流通市值(百万)	15801.03
总股本(万股)	46325.90
流通股(万股)	46013.50

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
金域医学	6.78	21.73	-45.61
医疗服务	0.36	38.63	-19.85

吴号 分析师

执业证书编号: S0530522050003
wuhao58@hncsh.com

相关报告

- 1 金域医学(603882.SH) 2024年半年报点评: 信用减值损失叠加常规需求不佳, 业绩短期承压 2024-09-04
- 2 金域医学(603882.SH) 公司点评: 信用减值损失叠加盈利水平下降, 拖累业绩表现 2024-04-28
- 3 金域医学(603882.SH) 2023年半年报点评: 常规医检业务增长快速, 发展质量不断提升 2023-08-30

预测指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入(亿元)	154.76	85.40	76.32	85.53	98.13
归母净利润(亿元)	27.53	6.43	2.04	7.24	9.31
每股收益(元)	5.94	1.39	0.44	1.56	2.01
每股净资产(元)	18.63	18.05	18.26	19.00	19.96
P/E	5.78	24.73	77.82	21.96	17.08
P/B	1.84	1.90	1.88	1.81	1.72

资料来源: Wind, 财信证券

投资要点:

- **公司简介:** 公司主要从事医学检验业务, 是国内营收规模最大、检验实验室数量最多、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龙头。2019—2023年, 公司营收、利润复合增速分别为13.54%、22.51%。2024Q1-Q3, 由于常规检验需求增长不及预期、信用减值损失计提等, 公司业绩增长短期承压。
- **行业概况:** 独立医学实验室(ICL)的检验服务具有技术优势、成本优势、效率优势、标准化优势, 有望助力医疗降本增效。2023年, 我国ICL行业的渗透率仅为个位数, 远低于日本的60%、德国的44%以及美国的35%。长期来看, DRG支付改革、医疗服务价格调整、体外诊断试剂集采将推动医院检验科转变为成本控制中心, 医院有望加大医检外包的力度, ICL行业渗透率有望提升。受益于精准医疗理念深入、检验技术进步等, 国内ICL市场规模保持较快增长。当前, 医保控费及医疗反腐呈现常态化趋势, 对ICL企业的成本控制、销售合规能力提出更高要求, 规模优势明显、成本控制能力强、销售合规程度高、运营管理能力强的头部ICL企业有望占据更高的市场份额。
- **公司看点:** (1) 受益于中央政府对解决拖欠企业账款问题的高度重视、医疗机构资金压力缓解以及经济刺激政策持续发力等, 公司应收账款回款有望改善。(2) 公司创新产品持续发力, 三级医院、高端技术平台项目收入占比持续提高, 业务发展质量不断提升。(3) 伴随着行业政策趋于稳定、经济刺激政策持续发力、公司盈利水平企稳等, 公司2025年经营业绩有望改善。(4) 公司数智化转型成效初显, 发布行业首个医检大模型, 四款数据产品上架广州数据交易中心。
- **盈利预测与投资建议:** 2024—2026年, 预计公司实现归母净利润2.04/7.24/9.31亿元, EPS分别为0.44/1.56/2.01元, 当前股价对应的PE分别为77.82/21.96/17.08倍, 给予公司2025年20-25倍PE, 对应的合理目标价为31.20-39.00元/股, 维持公司“买入”评级。
- **风险提示:** 行业政策变动风险, 检验样本控制风险, 医学检验及病理诊断服务执业风险, 行业竞争加剧风险, 应收账款减值风险等。

内容目录

1 公司简介	4
1.1 国内第三方医学检验龙头，管理团队较为稳定	4
1.2 信用减值损失叠加常规需求不佳，短期业绩增长承压	7
2 行业概况	8
2.1 ICL 服务优势明显，规模增速较快，渗透率提升空间大	8
2.2 ICL 顺应国家医改趋势，助力医疗降本增效	9
2.2.1 ICL 助力医保控费，行业渗透率有望提升	9
2.2.2 ICL 依托专业优势与网络优势，积极助力分级诊疗体系建设	10
2.3 医疗反腐与医保控费常态化，有望推动行业向头部企业集中	11
3 公司看点	13
3.1 多项政策支持下，应收账款回款有望改善	13
3.2 创新产品持续发力，业务发展质量不断提升	14
3.3 盈利水平逐渐企稳，2025 年业绩有望改善	16
3.4 数智化转型成效初显，发布首个医检大模型	17
4 盈利预测与投资建议	20
5 风险提示	20

图表目录

图 1：公司重点发展的八大疾病中心	4
图 2：公司营业收入及同比增速	7
图 3：公司营收构成	7
图 4：公司归母净利润及同比增速	8
图 5：公司毛利率及净利率水平	8
图 6：公司期间费用率水平	8
图 7：公司净资产收益率	8
图 8：国内 ICL 龙头企业医学诊断业务收入（亿元）	12
图 9：国内 ICL 龙头企业医学诊断业务毛利率	12
图 10：中国 ICL 行业竞争格局（2023 年）	13
图 11：期末应收账款账面价值及占总资产的比重	13
图 12：应收账款周转天数（天）	13
图 13：销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	14
图 14：期内计提的应收账款减值损失（亿元）	14
图 15：公司三级医院收入占比（不含新冠检测）	15
图 16：高端技术平台收入占比	15
图 17：公司研发投入情况	15
图 18：公司医学检验项目数（项）	15
图 19：期内新开发项目数（项）	16
图 20：近三年开发的项目贡献的当年收入（亿元）	16
图 21：2024H1 公司部分创新检验项目收入增长快速	16
图 22：2023 年公司部分创新检验项目收入增长快速	16
图 23：公司单季度收入情况（亿元）	17
图 24：公司单季度的毛利率与期间费用率	17

图 25: 金域医学发布“医检 4.0”愿景 (2020 年)	18
图 26: “211”工程规划 (两库一中心一基地, 2020 年)	18
图 27: 数字化转型以“三大价值链”为建设路径 (2021 年)	18
图 28: “六智”模式加速数字化转型 (2022 年)	18
图 29: 金域医学建立专病数据库 (2023 年)	18
图 30: 金域医学发布的域见医言大模型.....	18
图 31: 金域医学四款数据产品上架广州数据交易中心	19
图 32: 数智赋能高效运营.....	19
表 1: 公司发展历程梳理.....	5
表 2: 公司管理层简介.....	6
表 3: 国内 ICL 龙头企业比较	11
表 4: 公司应收账款的账龄结构.....	14

1 公司简介

1.1 国内第三方医学检验龙头，管理团队较为稳定

国内领先的第三方医学检验企业。金域医学是一家以第三方医学检验及病理诊断业务为核心的高科技服务企业，主营业务是向各类医疗机构等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、免疫学检验等医学检验服务。公司业务前身（广州金域医学检验中心有限公司）于 2003 年成立，公司于 2017 年在上海证券交易所上市。自成立以来，公司始终聚焦医学检验主航道，不断扩大医学检验服务的覆盖范围、丰富医学检验服务的项目种类、提升医学检验服务的质量。**在服务网络方面**，公司在内地及港澳地区已建立了 49 家医学实验室，并与合作伙伴共建了超 750 家实验室，覆盖全国 31 个省区及香港特别行政区。公司自建超 2400 个物流网点，服务网络延伸至乡镇和社区一级，为超过 23000 家医疗机构提供服务，服务网络覆盖全国 90% 以上人口所在区域。**在服务内容方面**，公司以临床和疾病为导向，优先重点发展血液肿瘤、实体肿瘤、生殖健康、围产&儿童医学、神经系统疾病与临床免疫、感染性疾病、肾脏病和心血管内分泌代谢疾病等八大核心疾病领域，覆盖内科、儿科、妇产科、肿瘤科、神经科等众多科目。截至 2024 年 6 月底，公司可向临床提供超 4000 项的检测项目，已建立起“全生命周期、全疾病领域、全诊疗过程”的检测项目产品体系。**在服务质量方面**，公司检测报告可获全球 70 多个国家和地区的认可，认证认可证书数量、获认可能力项次数、获认可学科数连续 22 年居行业领先地位。经过多年耕耘，公司已成为国内第三方医学检验行业营收规模最大、检验实验室数量最多、覆盖市场网络最广、检验项目及技术平台齐全的市场领导企业。

图 1：公司重点发展的八大疾病中心



血液疾病中心



实体肿瘤疾病中心



生殖健康医学中心



围产&儿童医学中心



感染性疾病中心



心血管内分泌疾病中心



神经系统疾病与临床免疫中



肾脏肝脏疾病中心

资料来源：公司官网，财信证券

表 1：公司发展历程梳理

时间	事件
2003 年	公司业务前身——广州金域医学检验中心有限公司成立；
2007 年	济南金域、南京金域、合肥金域、西安金域成立，与罗氏诊断签署战略合作协议；
2008 年	郑州金域、重庆金域、昆明金域成立，通过美国病理学家学会（CAP）认可；
2009 年	吉林金域、天津金域、贵阳金域成立，通过 ISO15189 体系认可，成为我国首家通过美国病理学家学会（CAP）和 ISO15189 双重认可的第三方医学检验机构；
2010 年	长沙金域、四川金域、杭州金域、沈阳金域成立；
2011 年	香港金域、南宁金域、上海金域成立；
2012 年	金域检验-Quest 联盟实验室正式开业；
2013 年	石家庄金域、太原金域成立，共建凯杰分子病理示范实验室，与法国梅里埃诊断战略合作签约；
2014 年	海南金域、香港金域第二家实验室成立；与美国克利夫兰医学中心共建国际远程数字化病理会诊中心，与克拉塔斯（Claritas Genomics）共建“金域—克拉塔斯亚洲小儿基因组研发中心”；
2015 年	<ul style="list-style-type: none"> ● 黑龙江金域成立； ● 与赛默飞签署战略合作协议； ● 获批组建医学检测技术与服务国家地方联合工程实验室；
2016 年	<ul style="list-style-type: none"> ● 武汉金域、江西金域、呼和浩特金域、甘肃金域、香港金域第三家实验室开业； ● 新疆金域、青海金域开业；
2017 年	<ul style="list-style-type: none"> ● 9 月，金域医学在上交所上市，以每股 6.93 元价格发行股份 6868 万股，募集资金 4.76 亿元； ● 金域医学成立医检行业顶级学术委员会，由钟南山等 4 位院士领衔，23 位海内外专家加盟； ● 宁夏金域开业，西藏金域正式成为西藏地区第一家获批设立的第三方医学实验室； ● 与 Illumina 合作开发肿瘤及遗传病检测系统； ● 认购无创产前 DNA 检测技术奠基人卢煜明团队成立的 DRA 公司 50% 的股权，与卢煜明院士共建的金域未来无创产前检测技术中心成立；
2018 年	<ul style="list-style-type: none"> ● 肾脏病理分中心揭牌及金域医学院院士工作站成立，携手肾脏病专家、中国科学院院士侯凡凡团队； ● 与广州呼吸健康研究院联合成立“临床呼吸道病毒诊断与转化中心”，并由我国著名呼吸病学专家、中国工程院院士钟南山担任中心主任，钟南山院士在金域医学设立院士工作站； ● 与国家心血管病中心成立高血压专病医联体的标准化公共检测服务平台，并与免疫诊断领域的世界领先企业索灵诊断结成战略合作伙伴； ● 与华为签署战略合作协议，在第三方检验、病理诊断和基因分析的信息化、自动化和智能化，以及智慧城市、智慧医疗建设方面开展深度合作；
2019 年	<ul style="list-style-type: none"> ● 北京金域正式开业； ● 与美国癌症基因组学领域的领导者 PGDx 建立战略合作伙伴关系，合作开发肿瘤诊断技术； ● 与全球领先临床试验实验室服务机构 Q2S 展开合作，提升伴随诊断综合实力； ● 与默克就结直肠癌基因检测达成战略合作协议，推动中国结直肠癌精准诊疗； ● 与全球领先生物制药公司阿斯利康签署“共建肺癌诊疗生态圈”战略合作协议，助力肺癌精准医疗； ● 与华为共同发布 AI 辅助宫颈癌筛查技术获突破性进展；
2020 年	<ul style="list-style-type: none"> ● 与丹纳赫诊断平台签署战略合作协议；
2021 年	<ul style="list-style-type: none"> ● 南粤·金域医学实验室在澳门正式运营投入服务； ● 西藏金域正式开业，成为雪域高原首家第三方医检机构，公司完成内地所有省区中心实验室布局； ● 与赛默飞签订战略合作协议，联合打造临床质谱应用示范实验室； ● 与吉利德科学签署战略合作协议，携手深耕肝炎和艾滋病领域； ● 携手蛋白质组学领军人物秦钧教授团队，建立临床蛋白质组学联合创新实验室； ● 以每股 48.02 元价格定向发行股份 312.37 万股，募集资金 1.50 亿元；
2022 年	<ul style="list-style-type: none"> ● 与 SCIEX 中国搭建临床质谱客户联动中心； ● 与因美纳就肿瘤基因检测达成全新战略合作； ● 与赛沛中国签订战略合作协议，共同推进感染性疾病精准诊断； ● 携手罗氏制药共同打造肺癌少见靶点生态联盟；
2023 年	<ul style="list-style-type: none"> ● 与腾讯正式签署战略合作协议，共创智慧医检； ● 与国家感染性疾病临床医学研究中心签署战略合作协议； ● 与华为云签署战略合作协议，打造医检行业大模型； ● 与国家传染病医学中心（北京）达成战略合作，致力于打造中国传染病防治高地； ● 洛阳金域成立； ● 以 2.22 亿元价格出售广州金域利医药科技有限公司 72% 股权，剥离 CRO 业务；
2024 年	<ul style="list-style-type: none"> ● 发布第三方医检行业首个医检大模型——“域见医言”大模型，并通过国家网信办备案；

资料来源：公司官网，Wind，公司公告，财信证券

股权结构相对集中，管理团队较为稳定。公司控股股东、实际控制人为梁耀铭先生，梁耀铭直接持有上市公司（金域医学）15.83%股权，通过关联方广州市鑫镘域投资咨询合伙企业（有限合伙）、广州市圣铂域投资咨询合伙企业（有限合伙）、广州市圣域钊投资咨询合伙企业（有限合伙）、广州市锐致投资咨询合伙企业（有限合伙）分别间接控制上市公司（金域医学）6.10%、4.12%、4.48%、3.18%股权，合计控制33.71%股权。根据Wind数据，截至2024年12月8日，第1大股东梁耀铭、第5大股东广州市圣铂域投资咨询合伙企业（有限合伙）分别质押了2255.00、858.00万股公司股份，占其持有的股份比例为30.39%、40.86%，占公司总股本的比例为4.87%、1.85%。从管理团队来看，公司管理团队较为稳定，核心高管在公司任职时间较长，行业经验丰富。

表 2：公司管理层简介

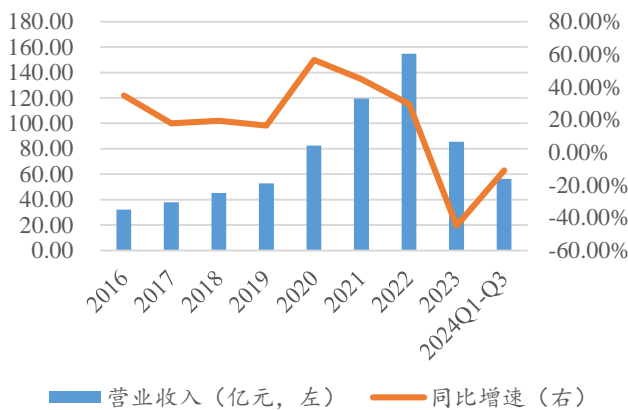
姓名	职务	简介
梁耀铭	董事长、总经理	出生于1964年，广州医学院临床医学学士，新加坡国立大学工商管理硕士。1988年至1990年，任广州医学院教务处、科研处干部；1990年至1999年，任广州医学院科技实验厂厂长；2001年至2003年，任广州金域医学科技有限公司董事长、总经理；2003年至今，任广州金域董事长、总经理；2006年至2015年，任金域有限董事长、总经理。
严婷	董事、副总经理	出生于1969年，硕士研究生学历。1991年至1992年，任广州医学院科技实验厂技术员；1992年至1994年，任广州汉高化学制品有限公司化验员；1994年至1999年，任广州医学院科技实验厂技术员；2001年至2003年，任广州金域医学科技有限公司副总经理；2003年至今，任广州金域董事、副总经理；2006年至2015年，任金域有限董事、副总经理。
汪令来	董事会秘书、董事、副总经理	出生于1972年，南京大学新闻传播专业硕士。曾在江苏科技报、羊城晚报工作；2016年加入公司以来，先后任公司副总经理、首席品牌官、总裁办主任。
欧阳小峰	轮值首席运营官、副总经理	出生于1979年，工商管理硕士。2000年至2003年任广州金域实验室检验技术员；2003年至2004年任北京金域高科诊断技术有限公司综合管理部经理；2004年至今，历任广州金域质量经理、昆明金域副总经理、贵州金域副总经理、四川金域总经理、重庆金域总经理、西南大区总经理、实验室管理中心总经理、人力资源管理中心总经理。
马骥	副总经理	出生于1984年，本科学历。历任广州金域诊断支持代表、区域经理、特检项目部经理、营销二部总监、副总经理、执行总经理；现任公司副总裁兼营销管理中心总经理、粤港澳大湾区协同发展工作小组组长、广州金域总经理；
李慧源	副总经理，集团实验室管理中心总经理	出生于1982年，硕士学历。2006年至2007年任广州金域实验室免疫室检验技术员；2007年至2009年任广州金域实验室免疫室科室主管；2009年至2012年任长沙金域实验室诊断部部门经理；2012年至2014年任长沙金域副总经理；2014年至2020年任长沙金域总经理；2020年兼任中南大区总经理；2020年12月至今，在公司担任集团副总裁，兼集团实验室管理中心总经理。
周丽琴	财务总监	出生于1975年，本科学历，高级会计师。2003年至今，历任广州金域主办会计、会计主管、核算经理、财务管理中心经理，金域医学财务管理中心总经理。

资料来源：Wind，财信证券

1.2 信用减值损失叠加常规需求不佳，短期业绩增长承压

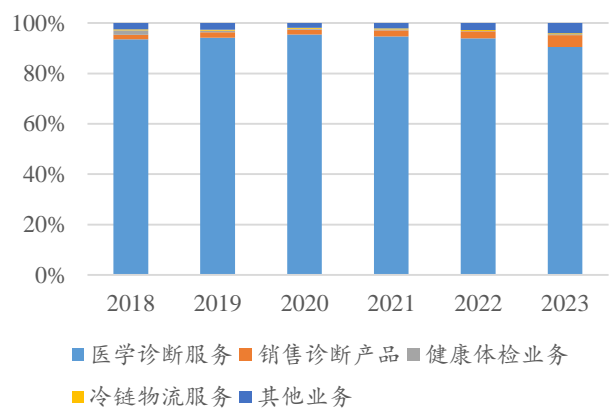
2019—2023 年营收复合增速为 13.54%，2024Q1-Q3 营收同比-10.95%。2019—2023 年，公司营业收入由 52.69 亿元增长至 85.40 亿元，期间复合增速为 13.54%，主要受益于实验室数量、合作医疗机构数、医学检验项目数增多，以及医学检验外包率提升等。2024Q1-Q3，公司实现营业收入 56.19 亿元，同比-10.95%，主要因为新冠检测需求同比减少以及常规检测需求增长不及预期等。从营收结构来看，医学诊断服务贡献了超 90.00% 的营业收入，为公司最主要的收入来源；其余收入由销售诊断产品、健康体检业务、冷链物流服务、其他业务提供，四类业务 2023 年的收入占比分别为 4.76%、0.32%、0.46%、3.98%。单看医学诊断服务，来自高端技术平台（复杂类检验项目）的业务收入占比持续提升，2024H1，高端技术平台业务占比达 54.00%，同比提升 1.02pcts。

图 2：公司营业收入及同比增速



资料来源：Wind，财信证券

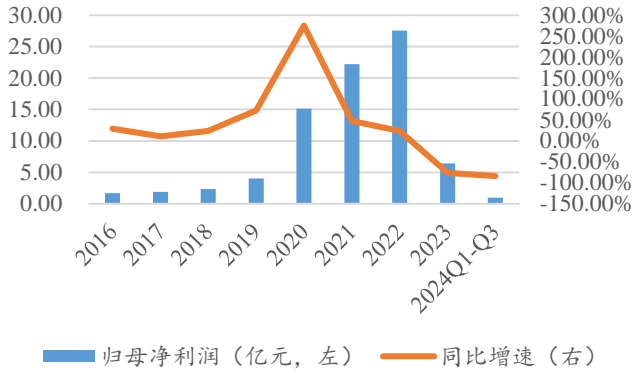
图 3：公司营收构成



资料来源：Wind，财信证券

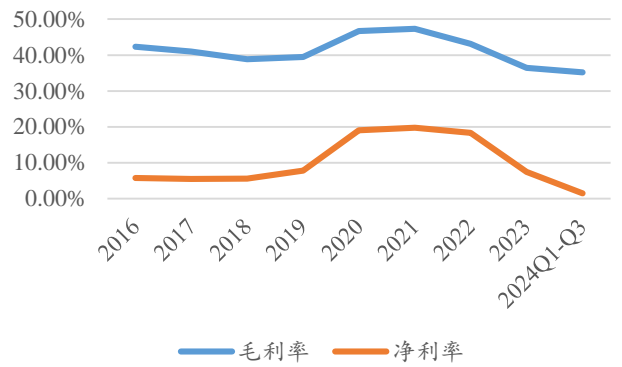
2019—2023 年归母净利润复合增速为 22.51%，2024Q1-Q3 归母净利润同比-83.71%。2019—2023 年，公司归母净利润由 4.02 亿元增长至 6.43 亿元，期间复合增速为 22.51%，主要受益于营业收入增长以及期间费用率水平下降等。2024Q1-Q3，公司实现归母净利润 0.94 亿元，同比-83.71%，公司 2024Q1-Q3 业绩同比下滑主要因为：（1）常规检测需求增长不及预期，固定成本投入较高，导致规模效应不及预期；（2）部分应收账款回款周期较长，导致对应的信用减值损失金额较大，2024Q1-Q3 信用减值损失达 4.21 亿元。毛利率水平方面，2019—2023 年，公司整体业务毛利率由 39.48% 下降至 36.48%，主要受行业竞争加剧、检验服务价格下调等因素影响。2020—2022 年，受新冠检验需求增加等影响，公司整体业务毛利率水平保持在 43.00%~48.00%。2024Q1-Q3，公司整体业务毛利率为 35.15%，同比-2.29pcts，主要受新冠检测业务收入减少、行业竞争加剧、医疗反腐以及固定成本投入较高等影响。期间费用率方面，2019—2023 年，受益于规模效应以及公司加强期间费用管控，公司整体期间费用率呈现下降趋势，销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别变动-3.38pcts、-0.79pcts、-0.68pcts、-0.56pcts。2024Q1-Q3，由于常规检测需求增长不及预期，公司销售费用率、管理费用率同比提升 0.37pcts、0.43pcts。综合影响下，由于整体业务毛利率下降以及信用减值损失增加等，2019—2023 年，公司净利率水平由 7.88% 下降至 7.46%，2024Q1-Q3 净利率同比下降 7.49pcts 至 1.49%。

图 4：公司归母净利润及同比增速



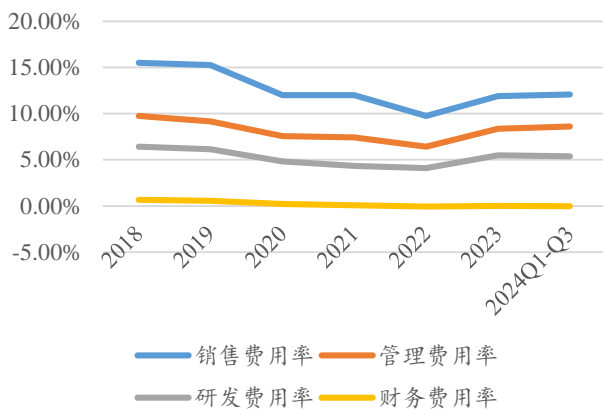
资料来源：Wind，财信证券

图 5：公司毛利率及净利率水平



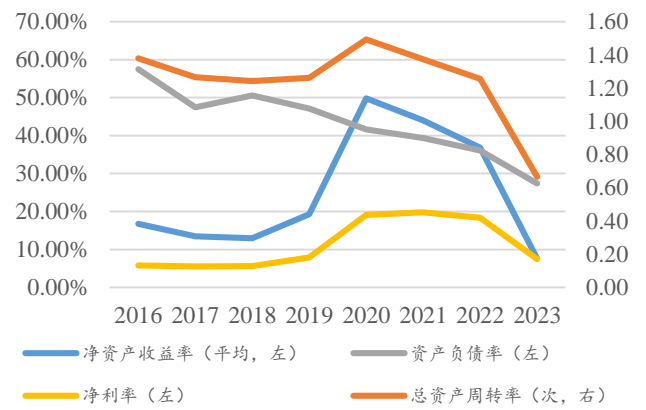
资料来源：Wind，财信证券

图 6：公司期间费用率水平



资料来源：Wind，财信证券

图 7：公司净资产收益率



资料来源：Wind，财信证券

2 行业概况

2.1 ICL 服务优势明显，规模增速较快，渗透率提升空间大

独立医学实验室的检验服务具有技术优势、成本优势、效率优势、标准化优势。临床诊断检测通常由三类供应商提供，即医院实验室、独立医学实验室 (Independent Clinical Laboratory, ICL) 和其他机构 (如疗养院和非医院医疗机构等)。其中，医院实验室目前为中国最大的临床检验服务提供商。独立医学实验室 (ICL) 是指在卫生行政部门许可下，具有独立法人资格，独立于医疗机构之外、从事医学检验或病理诊断服务，能独立承担相应医疗责任的医疗机构。相比于医院实验室，独立医学实验室 (ICL) 具有如下优势：(1) 配备更先进的检测设备，保持较高的研发投入，可以提供更加复杂、精准的检验服务；(2) 服务范围广，容易产生规模效应，可以提供更加低成本的检验服务；(3) 配备技术经验丰富的实验人员，建设覆盖面广的冷链物流网络，执行精细化、标准化的内部运营管理，可以提供效率高、标准化的检验服务。

我国 ICL 市场规模保持较快增长，行业渗透率存在较大提升空间。受益于人口老龄

化、居民健康意识提升、精准医疗理念深入、检验技术进步等，我国 ICL 市场规模呈现较快增长。以国内四家 ICL 领先企业（金域医学、迪安诊断、艾迪康、云康集团）的营业收入来看，2019—2023 年，四家 ICL 领先企业合计的医学诊断业务收入由 100.59 亿元增长至 171.03 亿元（注：四家 ICL 领先企业 2023 年医学诊断业务收入多为剔除新冠检测后的常规检测业务收入），期间复合增速约为 14.67%。由于我国 ICL 行业发展相对较晚，我国 ICL 行业的渗透率明显低于部分发达国家。根据云康集团 2023 年年度报告中的统计数据，2023 年，我国 ICL 行业的渗透率仅为个位数，远低于日本的 60%、德国的 44% 以及美国的 35%。从结构来看，根据应用范围、技术平台及人员要求等不同，ICL 市场可进一步细分为 ICL 普检市场和 ICL 特检市场。其中，普检项目具有应用范围广、服务提供商多、技术及人员要求相对较低、同质化及标准化程度高等特点，比如血液生化、血型检查、免疫球蛋白检测等；特检项目则具有技术及人员要求高、主要由 ICL 提供、客户需求窄等特点，比如肿瘤基因检测等。由于普检项目面临降价压力、特检市场前期基数低、特检项目外包率更高等，国内 ICL 特检市场呈现更快增长，结构占比不断提升。

2.2 ICL 顺应国家医改趋势，助力医疗降本增效

2.2.1 ICL 助力医保控费，行业渗透率有望提升

DRG 支付改革深入推进，有助于降低成本、提升效率的产品及服务将受益。我国 DRG 支付方式改革始于 2004 年。2018 年国家医保局成立后，我国 DRG 支付改革步入快车道。2019 年 10 月，国家医疗保障局发布《国家医疗保障 DRG 分组与付费技术规范》和《国家医疗保障 DRG（CHS-DRG）分组方案》，标志着 DRG 支付改革顶层设计基本完成。2020 年 10 月，国家医保局发布《区域点数法总额预算和按病种分值付费试点工作方案》，选取多个城市开展 DIP 付费试点。2021 年 9 月，国务院办公厅印发的《“十四五”全民医疗保障规划》明确我国 DRG/DIP 支付改革的目标：到 2025 年，实行按疾病诊断相关分组付费和按病种付费的住院费用占全部住院费用的比例达到 70%。2021 年 11 月，国家医保局发布的《DRG/DIP 支付方式改革三年行动计划》明确了 2022—2024 年 DRG/DIP 支付改革的工作目标：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；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。《DRG/DIP 支付方式改革三年行动计划》的发布，标志着我国 DRG 支付改革逐步完成顶层设计、区域试点，开始进入全国范围推广阶段。2024 年 7 月，国家医保局发布《关于印发按病组和病种分值付费 2.0 版分组方案并深入推进相关工作的通知》。DRG2.0 版分组方案进一步优化、细化病种分组，使其更加贴合临床诊疗。此外，DRG2.0 版分组方案提出了特例单议机制和除外机制，有助于加快创新药械的临床应用以及 DRG 支付改革的推进。根据国家医保局 2024 年上半年新闻发布会公布的数据，到 2023 年底，全国超九成统筹地区已经开展 DRG/DIP 支付方式改革，改革地区住院医保基金按项目付费占比下降到四分之一左右。相比于按项目付费模式，DRG 模式将患者费用转变为医疗机构的成本压力，对其精细化管理提出更高要求，有助于降低成本、提升效率的产品及服务将受益。

医疗服务价格改革即将迎来全国推广，检查检验类项目面临降价压力。自 2016 年四

部委联合发布《推进医疗服务价格改革的意见》以来，全国多地加速探索医疗服务价格改革。从各地医疗服务价格调整情况来看，主要是降低检查、检验类项目价格，提高技术劳动价值高的手术、治疗类项目价格。2021年8月，国家医保局等八部门印发《深化医疗服务价格改革试点方案》，拟在5个城市进行试点，改革目标是通过3至5年的试点，探索形成可复制可推广的医疗服务价格改革经验；到2025年，深化医疗服务价格改革试点经验向全国推广。《试点方案》指出要建立不同类型医疗服务价格的形成、调整机制，具体包括：通用型医疗服务的政府指导价围绕统一基准浮动，基准价格可参照收入和价格指数动态调整；复杂型医疗服务的政府指导价引入公立医疗机构参与形成，经评估医药卫生费用增长、医疗服务收入结构、要素成本变化、药品和医用耗材费用占比等因素达标后可定期调整；特需服务和试行期内新增项目实行市场调节价，公立医疗机构实行市场调节价的收费项目和费用所占比例不超过10%。2024年10月至11月，为进一步规范医疗服务价格管理，推进地区间医疗服务价格水平相对均衡，国家医保局先后发布《关于开展医疗服务价格规范治理（第一批）的通知》《关于开展医疗服务价格规范治理（第二批）的通知》，全国各地医保局相继发文下调相关检验项目价格，调整后的最高政府指导价不高于国家医保局提出的治理目标价格。其中，第一批需调整价格的检查检验类医疗服务项目有4个，分别为血栓弹力图试验（TEG）、糖化血红蛋白测定、B型钠尿肽（BNP）测定、B型钠尿肽前体（PRO-BNP）测定；第二批调整价格的检查检验类医疗服务项目有10个，分别为糖类抗原测定、癌胚抗原测定（CEA）、甲胎蛋白测定（AFP）、细胞角蛋白19片段测定（CYFRA21-1）、胃泌素释放肽前体（ProGRP）测定、神经元特异性烯醇化酶测定（NSE）、鳞状细胞癌相关抗原测定（SCC）、总前列腺特异性抗原测定（TPSA）、游离前列腺特异性抗原测定（FPSA）、复合前列腺特异性抗原（CPSA）测定。

体外诊断试剂集采扩面。2022年11月，江西省牵头23省对26种肝功生化类检测试剂展开集采，集采价格降幅达68.00%（与集采前加权采购均价比较）。2024年10月，安徽省医保局牵头发布《关于《二十七省（区、兵团）2024年体外诊断试剂省际联盟集中带量采购文件（征求意见稿）》公开征求意见的公告》。安徽省拟牵头27省对16项肿瘤标志物检测产品、9项甲状腺功能检测产品开展集采。2024年11月，江西省牵头27省针对糖代谢、离子微量元素、血脂脂蛋白、肝功能、胰腺类、肾功能等35种生化诊断试剂展开集采。

短期来看，DRG支付改革、医疗服务价格调整、体外诊断试剂集采会导致全国医院检验项目检测量减少、检验项目价格下调，ICL（第三方医学实验室）企业发展承压；但长期来看，前述政策将推动医院检验科转变为成本控制中心，医院有望加大医检外包的力度，ICL行业渗透率有望提升。

2.2.2 ICL 依托专业优势与网络优势，积极助力分级诊疗体系建设

党的二十届三中全会审议通过的《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》提出，深化医药卫生体制改革，包括促进医疗、医保、医药协同发展和治理，促进优质医疗资源扩容下沉和区域均衡布局，加快建设分级诊疗体系，推进紧密型医联体建设，强化基层医疗卫生服务。《深化医药卫生体制改革2024年重点工作任务》要求进一步完善医疗卫生服务体系，加强基层医疗卫生服务能力建设，有序推进国家医学

中心、国家区域医疗中心设置建设，深化紧密型医疗联合体改革，以省份为单位全面推开紧密型县域医共体建设。ICL（第三方医学实验室）兼具领先的检验技术、标准化的质量管理、精益的运营管理和广覆盖的服务网络，上可满足国家级医学中心、区域医疗中心对疑难罕见疾病的诊断需求，下可覆盖至各县域、社区，满足县域医共体、城市医疗集团的整体检验能力建设与运营的新需求，有望助力国家分级诊疗体系、医联体的建设。例如，截至 2024 年 6 月底，金域医学在国内建立了超 750 家合作共建实验室，迪安诊断累计共建实验室增至 700 余家。

2.3 医疗反腐与医保控费常态化，有望推动行业向头部企业集中

国内领先的 ICL 企业主要有金域医学、迪安诊断、艾迪康、云康集团等。其中，金域医学的实验室数量、医学诊断业务收入规模处于行业第一位置，迪安诊断、艾迪康分别位列行业第二、行业第三。目前，头部三家 ICL 企业提供的医学检验项目数已超 4000 项，合作客户数超 19000 家，医学诊断业务覆盖 30 个以上省份及自治区，其中金域医学、迪安诊断的业务已覆盖全国 90% 以上人口所在区域，迪安诊断已成功将医学诊断业务拓展至国外。从商业模式来看，迪安诊断采取“服务+产品”模式，金域医学、艾迪康采取服务为主的模式。从经营业绩来看，2020—2022 年，受益于新冠检测业务大幅增加，ICL 企业收入呈现高速增长，毛利率水平明显提高。而 2023 年，由于疫情管控放开后新冠检测业务大幅减少，医学诊断业务回归常态，同时叠加行业竞争加剧以及医疗反腐等因素影响，ICL 企业的收入及毛利率水平出现明显下滑。2019—2023 年，金域医学、迪安诊断、艾迪康、云康集团医学诊断业务收入的复合增速分别约为 12.78%、17.04%、18.14%、8.38%。虽然有新冠疫情的扰动，但中长期来看，ICL 企业常规检测业务整体呈现较快增长。从行业集中度来看，金域医学、迪安诊断、艾迪康三家 ICL 企业的市场份额已超 50.00%，行业集中度处于较高水平。当前，医保控费及医疗反腐呈现常态化趋势，对 ICL 企业的成本控制、销售合规能力提出更高要求，规模优势明显、成本控制能力强、销售合规程度高、运营管理能力强的头部 ICL 企业有望占据更高的市场份额。

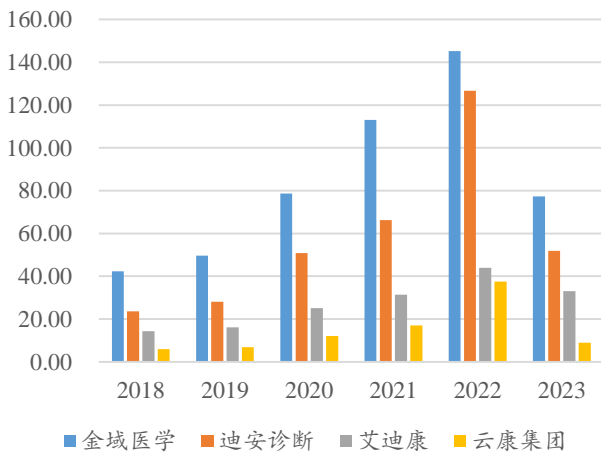
表 3：国内 ICL 龙头企业比较

公司名称	金域医学	迪安诊断	艾迪康	云康集团
成立时间	2003	2001	2004	2008
总部位置	广州	杭州	杭州	广州
上市时间	2017	2011	2023	2022
实验室数量（家）	49	43	36	12
合作共建实验（家）	超 750	700	-	416
合作医疗机构数量（家）	>23000	>22000	>19000（客户数）	>1500 （医联体合作）
检验项目数量（项）	>4000	>4000	>4000	>3000
2023 年新开发检测项目（项）	412	1023	-	-
研发投入（亿元）	4.67	4.36	1.44	0.55
商业模式	服务	服务+产品	服务	服务

2023 年医学诊断收入 (亿元)	77.26	51.87	32.98	8.92
2023 年医学诊断业务毛利率	35.53%	39.43%	43.50%	36.50%
2023 年三级医院收入占比	43.13%	32.80%	-	-
业务覆盖区域	31 个省区及香港特别行政区, 服务网络覆盖全国 90% 以上人口所在区域	服务网络覆盖国内 90% 以上人口所在区域, 2024H1, 越南迪安正式开业, 成为国内第三方医学诊断 (ICL) 企业在海外开设的第一家综合类实验室	30 个省份	覆盖国内 31 个省份及自治区、超过 200 座城市
通过 ISO15189 认证的实验室数量 (家)	33	32	20	3

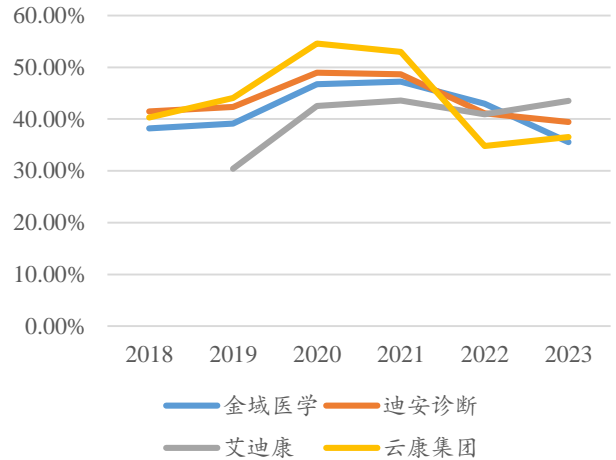
资料来源: 金域医学招股说明书; 金域医学 2023 年年报; 金域医学 2024 年半年报; 金域医学官网; 迪安诊断招股说明书; 迪安诊断 2023 年年报; 迪安诊断官方微信公众号; 艾迪康官网; 艾迪康 2023 年年报; 艾迪康官方微信公众号; 云康集团招股说明书; 云康集团 2023 年年报; 财信证券

图 8: 国内 ICL 龙头企业医学诊断业务收入 (亿元)



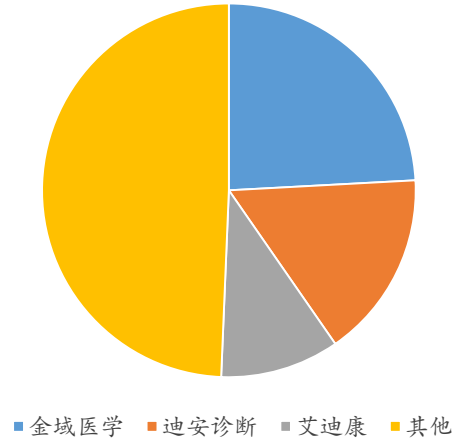
资料来源: Wind, 金域医学、迪安诊断、艾迪康、云康集团公告, 财信证券

图 9: 国内 ICL 龙头企业医学诊断业务毛利率



资料来源: Wind, 金域医学、迪安诊断、艾迪康、云康集团公告, 财信证券

图 10：中国 ICL 行业竞争格局（2023 年）



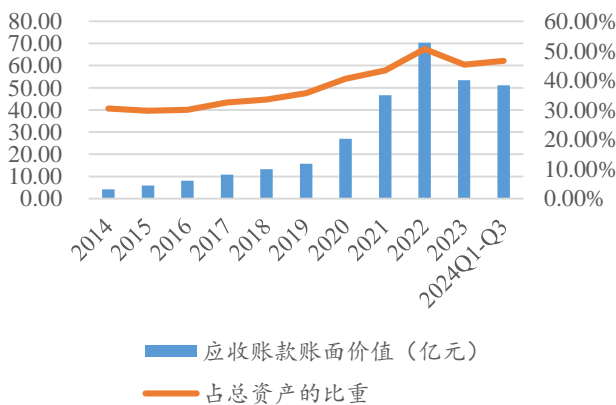
资料来源：Frost & Sullivan, Wind, 艾迪康公告, 财信证券

3 公司看点

3.1 多项政策支持下，应收账款回款有望改善

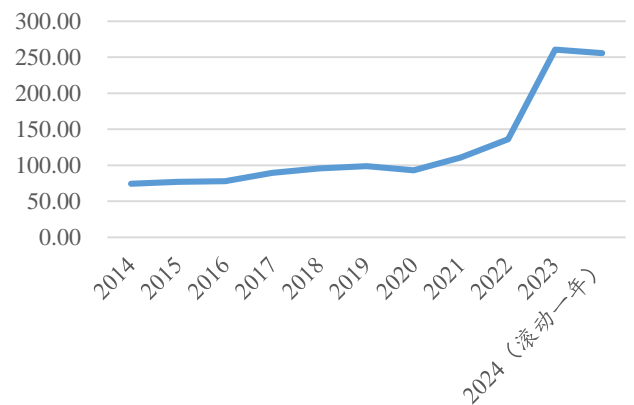
应收账款减值损失拖累公司当前业绩表现。2019—2023 年，受新冠检测业务大幅增长、宏观经济环境、应收账款回款周期变长等因素影响，公司应收账款账面价值由 15.70 亿元增长至 53.35 亿元，占总资产的比重由 35.72% 提升至 45.33%；应收账款周转天数由 98.97 天增加至 260.53 天。由于应收账款回款账期变长等，公司提供劳务收到的现金流情况、应收账款账龄结构有所变差，计提的应收账款减值损失大幅增加，对公司经营业绩产生较大负面影响。2023 年及 2024Q1-Q3，公司分别计提应收账款减值损失 4.89、4.20 亿元，归母净利润大幅下降至 6.43 亿元、0.94 亿元。

图 11：期末应收账款账面价值及占总资产的比重



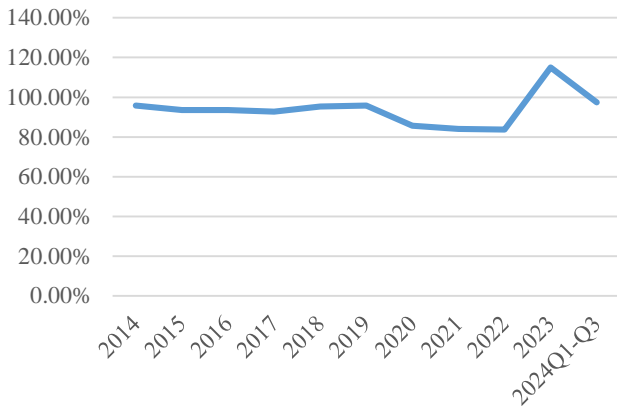
资料来源：Wind, 财信证券

图 12：应收账款周转天数（天）



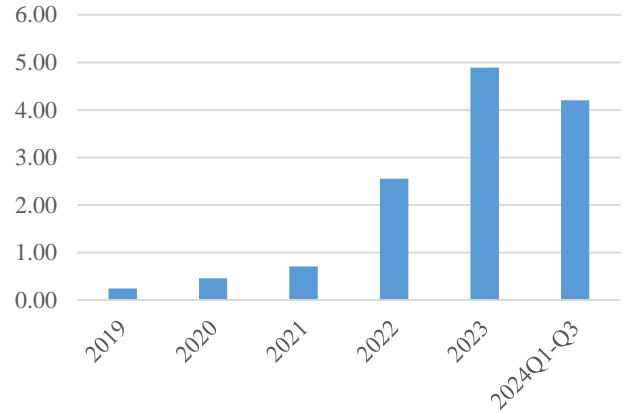
资料来源：Wind, 财信证券

图 13：销售商品提供劳务收到的现金/营业收入



资料来源：Wind，财信证券

图 14：期内计提的应收账款减值损失（亿元）



资料来源：Wind，公司公告，财信证券

表 4：公司应收账款的账龄结构

期限	2021 年		2022 年		2023 年	
	应收账款余额 (亿元)	占比	应收账款余额 (亿元)	占比	应收账款余额 (亿元)	占比
半年以内	39.85	82.88%	47.29	63.70%	29.31	47.12%
0.5~1 年	6.16	12.81%	19.21	25.88%	9.12	14.66%
1~2 年	1.82	3.79%	6.97	9.39%	20.19	32.46%
2~3 年	0.15	0.32%	0.60	0.81%	3.07	4.93%
3 年以上	0.10	0.21%	0.16	0.22%	0.52	0.83%
合计	48.09	1.00	74.24	1.00	62.21	1.00

资料来源：Wind，财信证券

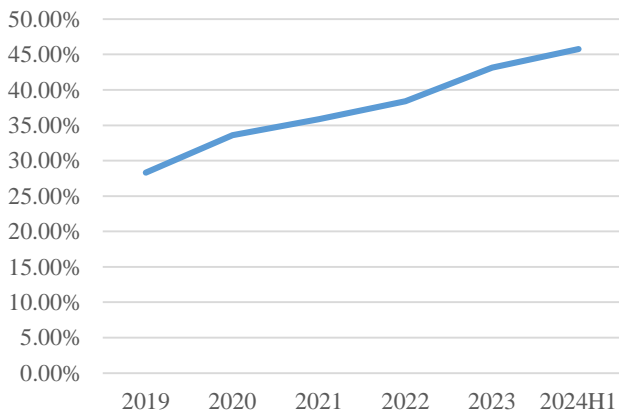
多项政策支持下，公司应收账款回款有望改善。2024 年 10 月 18 日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于解决拖欠企业账款问题的意见》，对推进解决拖欠企业账款问题作出系统部署。2024 年 11 月 11 日，国家医保局办公室、财政部办公厅联合印发《关于做好医保基金预付工作的通知》。《通知》指出：原则上以前一至三年相关医疗保险基金月平均支出额为基数，给予符合条件的医疗机构 1 个月左右的医保预付金，用于药品和医用耗材采购等医疗费用周转支出，帮助定点医疗机构缓解医疗费用垫支压力。总的来看，受益于中央政府对解决拖欠企业账款问题的高度重视、医疗机构资金压力缓解以及经济刺激政策持续发力等，公司应收账款回款有望改善。

3.2 创新产品持续发力，业务发展质量不断提升

公司始终坚持医检主航道，深入践行“高质量发展”理念，经营质量不断提高，具体体现在：(1) 公司注重优质客户的拓展，优质客户收入占比持续提升。2019 年至 2023 年，公司来自三级医院收入占比（不含新冠检测）由 28.30% 提升至 43.13%，高于同行业公司。2023 年，同行业公司迪安诊断来自三级医院的收入占比为 32.80%。(2) 盈利能力更强的高端技术平台项目收入占比持续提升。在医保控费、医疗服务价格改革等背景下，普通检验项目面临较大的降价压力。公司积极应对行业政策变化，持续加强盈利水平更高的高

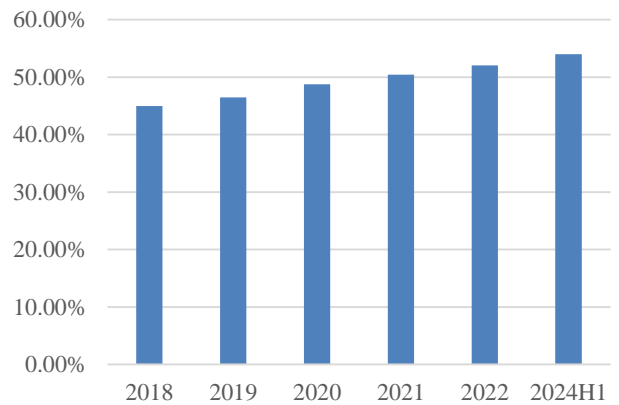
端检验项目的研发与推广。2018年至2024年上半年，公司来自高端技术平台的收入占比由45.00%提升至54.00%。**(3) 创新产品持续发力，特色项目增长较快。**公司注重创新医检项目的研发，2018—2023年，公司研发费用率保持在4.00%~6.50%，医检项目数量由2600项增长至4000余项。2021—2023年，公司开发的创新医检项目明显增多，分别达到257、614、412项。2024H1，公司推出92项新项目，包括血流感染靶向测序、癫痫药物基因检测、血液阿尔茨海默病P-tau217蛋白检测等。其中，感染tNGS系列业务、呼吸道多种病原体核酸组合业务、实体肿瘤惠民3000系列业务、血液肿瘤全转录组测序RNA-seq业务、特色肿筛业务、单基因携带者筛查业务收入分别增长125.00%、182.00%、274.00%、118.00%、95.00%、234.00%。公司创新产品呈现快速增长，已成为公司业绩重要的驱动力。2021—2023年，公司近三年开发的项目贡献的当年收入分别达到3.20、3.70、6.38亿元。**(4) 实验室服务质量明显提高。**2017—2023年，公司实验室数量由37家增长至49家，ISO 15189认证认可的实验室数量由10余家增长至33家。其中，ISO 15189医学实验室质量管理体系作为全球医学实验室先进的实验室管理理念，是国际公认的医学实验室认可标准。通过认定的实验室检验结果可在国际医学实验室间互认。公司通过ISO 15189认可的实验室数量不断增多，反映出公司医检服务质量水平不断提高。

图 15：公司三级医院收入占比（不含新冠检测）



资料来源：公司官方微信公众号，财信证券

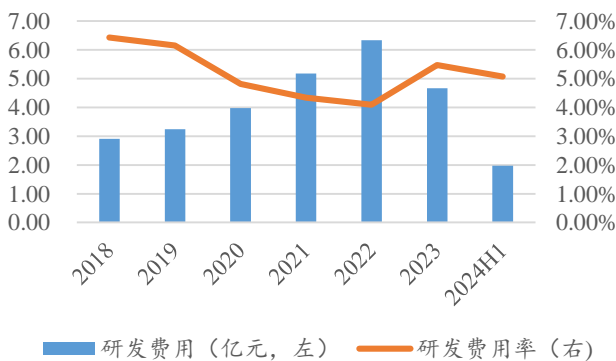
图 16：高端技术平台收入占比



资料来源：公司官方微信公众号，财信证券

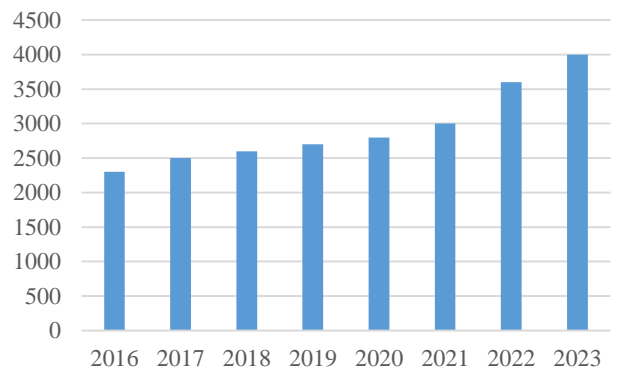
注：金城医学未公开披露2023年高端技术平台收入占比。

图 17：公司研发投入情况



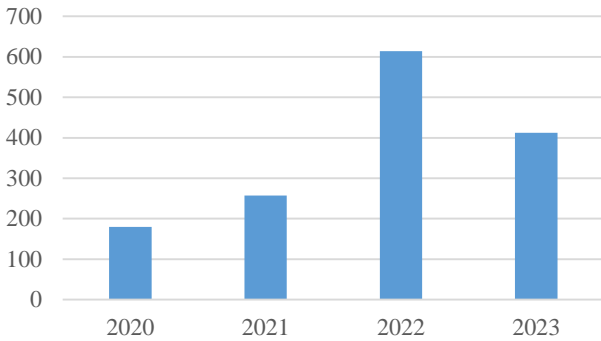
资料来源：Wind，财信证券

图 18：公司医学检验项目数（项）



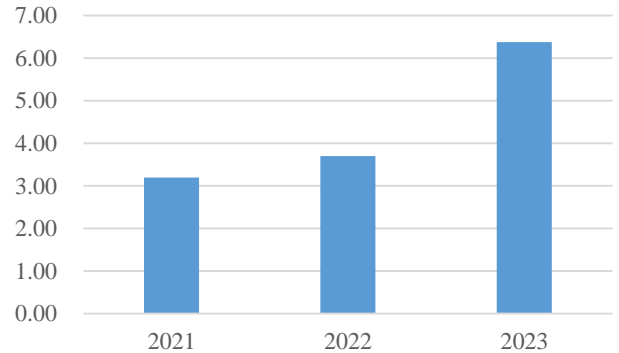
资料来源：公司官方微信公众号，财信证券

图 19: 期内新开发项目数 (项)



资料来源: 公司官方微信公众号, 财信证券

图 20: 近三年开发的项目贡献的当年收入 (亿元)



资料来源: 公司官方微信公众号, 财信证券

图 21: 2024H1 公司部分创新检验项目收入增长快速



资料来源: 公司官方微信公众号, 财信证券

图 22: 2023 年公司部分创新检验项目收入增长快速



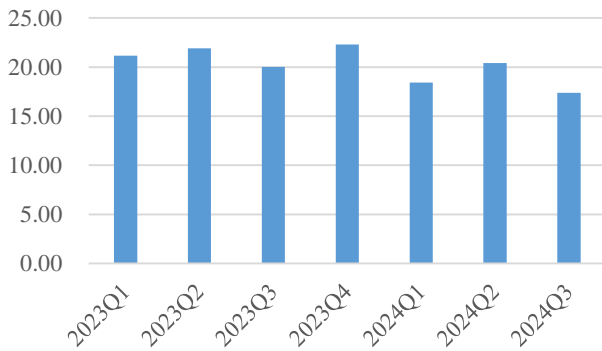
资料来源: 公司官方微信公众号, 财信证券

3.3 盈利水平逐渐企稳, 2025 年业绩有望改善

2024Q3, 公司实现营业收入 17.38 亿元, 同比-13.15%, 环比-14.79%; 实现归母净利润 0.04 亿元, 同比-98.56%, 环比-96.13%; 实现扣非归母净利润 0.04 亿元, 同比-94.62%, 环比-96.37%。公司 2024Q3 业绩同比下滑主要由于医疗行业整顿、检验服务价格下调、医疗消费需求不足、前期固定成本投入较高、信用减值损失计提增多等。从盈利水平来看, 2024Q3, 公司毛利率为 36.04%, 同比+1.47pcts, 环比-1.13pcts, 虽然 2024Q3 毛利率环比有所下滑, 但相比于 2023Q3、2023Q4、2024Q1 均有提升; 期间费用金额方面, 2024Q3, 公司销售费用、管理费用、研发费用、财务费用分别为 2.24、1.67、1.06、-0.01 亿元, 同比-0.30、-0.53、-0.05、-0.02 亿元, 环比+0.02、+0.12、+0.01、-0.01 亿元, 公司 2024Q3 期间费用支出同比减少, 环比基本持平。受收入规模同比减少影响, 公司 2024Q3 期间费用率同比仅下降 0.73pcts, 环比提升 4.92pcts。具体来看, 2024Q3, 销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 12.92%、9.61%、6.08%、-0.06%, 同比+0.22pcts、-1.38pcts、0.52pcts、-0.09pcts, 环比+2.04pcts、+2.01pcts、+0.95pcts、-0.08pcts。由于公司

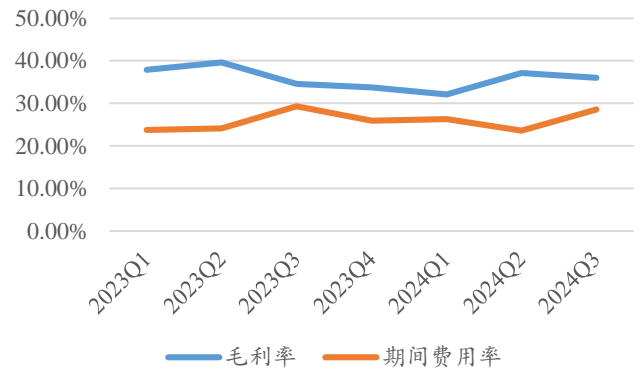
2024Q3 计提了 1.25 亿元信用减值损失，公司 2024Q3 净利率水平仅为 0.03%。若还原信用减值损失，所得税率以 15.00% 计算，公司 2024Q3 净利率水平为 6.17%，2024Q1-Q3 净利率水平约为 7.86%，该净利率水平已接近疫情前 2019 年水平（7.88%）。总的来看，在公司调整业务结构、加强费用管控等作用下，公司整体业务毛利率水平、期间费用率、还原信用减值损失后的净利率水平逐渐企稳。展望 2025 年，伴随着行业政策趋于稳定、经济刺激政策持续发力等，常规检测需求有望增加，同时叠加公司盈利水平企稳，公司经营业绩有望改善。

图 23：公司单季度收入情况（亿元）



资料来源：Wind，财信证券

图 24：公司单季度的毛利率与期间费用率



资料来源：Wind，财信证券

3.4 数智化转型成效初显，发布首个医检大模型

以“医检 4.0”愿景与规划为引领，扎实推进数字化转型。(1) 2020 年，公司率先提出业务数字化、数字化业务，全面启动数字化转型系列工作，发布“医检 4.0”愿景：以疾病诊断和健康服务为中心，数据和技术驱动实现医检服务全程智能化、生物医学与新一代信息技术融合创新、打造开放式创新平台，让医疗与健康服务更精准，便捷，普惠；公司全面启动“211”工程规划建设（两库一中心一基地，即生物医学样本资源库、医学检验与病理诊断大数据库、智慧医检与大健康科技创新中心、第三方医检数字化产业应用示范基地），以此为基础构建智慧医检行业生态。(2) 2021 年，公司以“医检 4.0”愿景与规划为引领，明确以三大价值链（产品管理价值链、服务履约价值链、资产及耗材管理价值链）为建设路径；公司紧紧围绕业务数字化、数字化业务、平台基础三大方向，启动 34 个建设项目，包括宏基因临床辅助决策系统“小宏灯”、智慧报告等。(3) 2022 年，与华南理工大学合作建设全国第三方医检领域首家人工智能联合实验室；与华为云共同举办中国第三方医检行业首个开发者大赛——“域见杯”医检人工智能开发者大赛；打造出“六智”模式为数字化变革加速。(4) 2023 年，公司聚焦降低运营成本、提升服务效率、改善客户体验等三大目标，以 AI 技术应用为引擎，探索建立专病数据库，积极推进医检行业大模型研发；公司与腾讯、华为云签署战略合作协议，搭建智慧医检生态。

图 25：金城医学发布“医检 4.0”愿景（2020 年）



资料来源：公司官方微信公众号，财信证券

图 26：“211”工程规划（两库一中心一基地，2020 年）



资料来源：公司官方微信公众号，财信证券

图 27：数字化转型以“三大价值链”为建设路径（2021 年）



资料来源：公司官方微信公众号，财信证券

图 28：“六智”模式加速数字化转型（2022 年）



资料来源：公司官方微信公众号，财信证券

图 29：金城医学建立专病数据库（2023 年）



资料来源：公司官方微信公众号，财信证券

图 30：金城医学发布的域见医言大模型



资料来源：公司官方微信公众号，财信证券

数智化转型成效初显：发布行业首个医检大模型，四款数据产品上架广州数据交易中心，运营效率提升。（1）医检大模型方面，2024 年 8 月，金城医学正式发布第三方医

检行业首个医检大模型——域见医言大模型，并上线智能体应用——“小域医”。域见医言大模型基于金城医学 30 年的医检专业数据和知识积累，以及 23000 家医疗机构的服务经验，在通用语料基础上注入了超 20 亿 Token（数据单元）医检语料，经过近两年的开发训练而成。域见医言大模型可支持整合图像、语音、文本等多模态，基因、蛋白、病理等多组学，以及项目推荐、实验室检测、报告生成等多场景的信息，实现医学检验服务的全场景智能化，推动检前项目查询更便捷、检中生产作业更智能、检后报告解读更精准，同时帮助临床医生、检验医师在多轮交互中作出科学决策。区别于其他行业大模型，域见医言大模型不依赖特定大模型底座，可适应和融合各类通用多模态大模型、专业领域大模型、医检特定场景的专用模型与工具，精准度、开放性更好。“小域医”是以域见医言大模型为核心，面向医检全场景的智能体应用。“小域医”已经具备智能项目推荐、实验室智能检测、智慧报告解读、辅助疾病诊疗等功能，覆盖了全病种、全生命周期，可大幅缩短医生决策的时间，减轻医生负担，帮助患者尽快拿到检测结果，取得更及时、更精准的治疗。以 HPV 检测为例，过去医生只能收到阳性/阴性的检测报告，而通过小域医，检测报告还会给出不同 HPV 分型在疾病中的阳性率、HPV 检测意义及持续感染等重点问题、前沿筛查技术，并附上下一步的建议以及文献资料，大幅缩短医生向患者解释结果的时间。2024 年 11 月，金城医学域见医言大模型算法通过国家网信办备案，意味着该医检大模型服务在合法性、安全性、合规性方面得到权威认可。

(2) 医检数据治理方面，2024 年 9 月，基于金城医学脱敏的检测数据，经过数据清洗、统计分析形成的神免疾病相关抗体送检情况及阳性率分析报告、结核分枝杆菌耐药地图两款数据产品，正式获得广东省数据资产登记凭证，并在广州数据交易所正式上架，成为第三方医检行业首批实现数据资产登记并挂牌交易的数据产品，意味着金城医学已打通医检数据要素的流通过径，迈出了医检数据合规交易的可喜一步。2024 年 11 月，金城医学又有两款数据产品获得广东省数据资产登记凭证并上架交易所，两款新数据产品分别是“宫颈癌筛查大数据分析报告”以及“数字病理质量评价算法模型”。金城医学不断推出更多高质量的数据产品，持续提升健康医疗数据的流通价值，加速构建“数据要素×”新生态，数据治理成效初显。

(3) 数智赋能高效运营方面，宫颈癌智慧筛查工作站系列产品落地后，该项目生产效率提升 4 倍；血液流式 AI 智能分析系统应用后，该项目效率提升 90%等。

图 31：金城医学四款数据产品上架广州数据交易中心



资料来源：广州数据交易所，财信证券

图 32：数智赋能高效运营



资料来源：公司官方微信公众号，财信证券

4 盈利预测与投资建议

2024—2026 年，预计公司实现归母净利润 2.04/7.24/9.31 亿元，EPS 分别为 0.44/1.56/2.01 元，当前股价对应的 PE 分别为 77.82/21.96/17.08 倍。考虑到：(1) 国外可比公司美国控股实验室新冠疫情出现前的 2005—2019 年的营收、净利润复合增速分别为 8.15%、4.45%，PE 均值为 17.84 倍；(2) 受信用减值损失以及医药政策等影响，公司 2024 年业绩短期承压；伴随着信用减值损失计提减少、经济刺激政策持续发力以及行业政策趋于稳定等，预计公司 2025—2026 年业绩将重回稳健增长；给予公司 2025 年 20-25 倍 PE，对应的合理目标价为 31.20-39.00 元/股，维持公司“买入”评级。

5 风险提示

行业政策变动风险，检验样本控制风险，医学检验及病理诊断服务执业风险，行业竞争加剧风险，应收账款减值风险等。

报表预测 (单位: 百万元)						财务和估值数据摘要					
利润表	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	主要指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	15476.07	8539.63	7632.30	8552.85	9813.40	营业收入	15476.07	8539.63	7632.30	8552.85	9813.40
减: 营业成本	8801.58	5424.54	4908.43	5384.68	6132.94	增长率 (%)	29.58%	-44.82%	-10.62%	12.06%	14.74%
营业税金及附加	14.75	14.91	13.33	14.94	17.14	归属母公司股东净利润	2752.79	643.38	204.42	724.50	931.40
营业费用	1510.35	1015.09	931.14	1034.89	1177.61	增长率 (%)	24.02%	-76.63%	-68.23%	254.41%	28.56%
管理费用	995.53	714.61	656.38	718.44	804.70	每股收益 (EPS)	5.94	1.39	0.44	1.56	2.01
研发费用	632.62	467.14	389.25	427.64	480.86	每股股利 (DPS)	1.29	1.80	0.23	0.82	1.06
财务费用	-12.57	-1.05	-1.53	-1.71	-1.96	每股经营现金流	4.20	2.66	3.10	3.84	4.56
减值损失	255.90	488.02	540.00	200.00	200.00	销售毛利率	43.13%	36.48%	35.69%	37.04%	37.50%
加: 投资收益	-10.80	262.97	0.00	0.00	0.00	销售净利率	18.37%	7.46%	2.65%	8.39%	9.40%
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净资产收益率 (ROE)	31.89%	7.69%	2.42%	8.23%	10.08%
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投入资本回报率 (ROIC)	48.45%	7.15%	2.27%	10.24%	14.09%
营业利润	3267.12	679.35	735.31	973.96	1202.12	市盈率 (P/E)	5.78	24.73	77.82	21.96	17.08
加: 其他非经营损益	53.61	60.94	40.00	60.00	70.00	市净率 (P/B)	1.84	1.90	1.88	1.81	1.72
利润总额	3320.73	740.29	775.31	1033.96	1272.12	股息率 (分红/股价)	3.748%	5.229%	0.676%	2.396%	3.080%
减: 所得税	477.75	103.38	32.94	116.76	150.10	主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	2842.98	636.91	742.36	917.21	1122.03	收益率					
减: 少数股东损益	90.20	-6.47	-2.06	-7.29	-9.37	毛利率	43.13%	36.48%	35.69%	37.04%	37.50%
归属母公司股东净利润	2752.79	643.38	204.42	724.50	931.40	三费/销售收入	20.31%	25.79%	25.97%	25.56%	25.15%
资产负债表	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	EBIT/销售收入	21.38%	8.66%	3.06%	9.73%	10.91%
货币资金	2928.69	2457.66	3277.27	4132.58	5120.71	EBITDA/销售收入	24.63%	15.21%	12.87%	19.75%	20.86%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	销售净利率	18.37%	7.46%	2.65%	8.39%	9.40%
应收和预付款项	7128.26	5421.10	5273.22	5408.47	5606.44	资产获利率					
其他应收款 (合计)	91.65	76.98	73.73	95.16	98.63	ROE	31.89%	7.69%	2.42%	8.23%	10.08%
存货	405.25	248.21	256.59	294.40	338.56	ROA	23.82%	6.28%	1.93%	6.43%	7.67%
其他流动资产	197.43	138.18	138.18	138.18	138.18	ROIC	48.45%	7.15%	2.27%	10.24%	14.09%
长期股权投资	204.54	261.68	261.68	261.68	261.68	资本结构					
金融资产投资	149.00	293.00	293.00	293.00	293.00	资产负债率	36.11%	27.37%	23.76%	24.04%	24.57%
投资性房地产	23.87	29.44	25.65	21.85	18.06	投资资本/总资产	59.48%	62.43%	53.46%	47.15%	41.10%
固定资产和在建工程	1929.66	2017.52	1870.87	1709.93	1577.57	带息债务/总负债	2.85%	8.34%	9.29%	8.60%	7.80%
无形资产和开发支出	470.68	490.21	473.80	461.39	452.48	流动比率	232.72%	307.35%	353.47%	361.17%	363.98%
其他非流动资产	453.31	410.69	258.20	223.12	151.38	速动比率	219.56%	292.98%	337.87%	345.51%	348.50%
资产总计	13890.71	11767.67	11523.74	12090.65	12839.43	股利支付率	21.66%	129.29%	52.60%	52.60%	52.60%
短期借款	0.00	1.00	0.00	0.00	0.00	收益留存率	78.34%	-29.29%	47.40%	47.40%	47.40%
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产管理效率					
应付和预收款项	4357.83	2557.45	2399.94	2630.73	2947.40	总资产周转率	1.11	0.73	0.63	0.66	0.70
长期借款	143.00	267.61	267.61	267.61	267.61	固定资产周转率	8.98	5.15	5.37	7.07	10.04
其他负债	515.05	394.22	213.96	213.96	213.96	应收账款周转率	2.20	1.60	1.47	1.61	1.79
负债合计	5015.88	3220.28	2881.51	3112.30	3428.97	存货周转率	18.24	21.72	21.85	19.13	18.29
股本	467.14	468.77	468.77	468.77	468.77	估值指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
资本公积	1516.66	1424.83	1424.83	1424.83	1424.83	EBIT	3308.16	739.23	233.78	832.25	1070.16
留存收益	6647.66	6469.23	6566.12	6909.53	7351.01	EBITDA	3811.47	1298.53	982.40	1689.49	2046.99
归属母公司股东权益	8631.45	8362.83	8459.73	8803.14	9244.62	NOPLAT	2793.35	590.41	166.65	664.14	860.14
少数股东权益	243.37	184.56	182.50	175.21	165.84	归母净利润	2752.79	643.38	204.42	724.50	931.40
股东权益合计	8874.83	8547.39	8642.23	8978.35	9410.46	EPS	5.94	1.39	0.44	1.56	2.01
负债和股东权益合计	13890.71	11767.67	11523.74	12090.65	12839.43	BPS	18.63	18.05	18.26	19.00	19.96
现金流量表	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	PE	5.78	24.73	77.82	21.96	17.08
经营性现金净流量	1947.84	1230.82	1437.04	1778.86	2111.24	PEG	-0.16	1.88	-1.14	0.09	0.60
投资性现金净流量	-848.37	-634.53	-545.60	-593.40	-699.80	PB	1.84	1.90	1.88	1.81	1.72
筹资性现金净流量	-868.57	-1062.02	-71.84	-330.15	-423.31	PS	1.03	1.86	2.08	1.86	1.62
现金流量净额	269.86	-458.34	819.60	855.31	988.13	PCF	8.17	12.92	11.07	8.94	7.54

资料来源: Wind, 财信证券

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其他渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438