



金域医学 (603882.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

国内 ICL 领航者，边际向好否极泰来

投资逻辑：

行业渗透率提升空间广阔，龙头有望持续领跑。

- ① 行业端：据沙利文数据，我国 ICL (Independent Clinical Laboratory) 行业渗透率不及 10%，远低于发达国家（如日本 60%），行业渗透率未来仍有较大提升空间。
- ② 政策端：分级诊疗、医保支付改革 (DRG/DIP)、LDT (Laboratory Developed Tests) 试点放开为行业增长核心动力。
- ③ 截至 24H1 公司合计拥有 49 家自建实验室及超 750 家合作共建实验室，提供检验项目超 4000 项。我们认为行业龙头有望凭借规模效应和技术壁垒持续领跑。

多指标边际向好，公司长期成长可期。

- ① 行业出清加速，集中度提升：近年部分中小 ICL 因核酸检测需求退潮退出市场，2023 年行业机构数量首次负增长。公司有望凭借规模效应和品牌优势，强化龙头地位。
- ② 应收账款压力缓解可期：2023 年应收账款周转天数升至 260 天，信用减值损失为 4.88 亿元。随着地方政府化债政策落地，回款效率有望改善。
- ③ 数字化转型降本增效：公司推出域见医言大模型以及配套的智能体应用“小域医”。在数据上，公司具备大（年检测标本量超 1.5 亿例）、全（检测标本覆盖不同年龄、地域、种族等）、多（基于多组学数据进行模型构建与性能评估）三大优势。截至 24 年底，公司已有 5 款数据产品完成数据合规审核，上架广州数据交易所。
- ④ 检验能力持续升级：2024 年上半年公司检验项目增至 4000+ 项，实验室总数行业领先，并通过产能集中、干湿分离管理提升规模效应。

盈利预测、估值和评级

我们看好公司数智化转型持续推进，回款节奏逐步改善。我们预计公司 2024-2026 年营业收入为 76.72/79.87/82.39 亿元；假设 24-26 年公司信用减值损失为 7.2/5.3/1.2 亿元，预计归母净利润为 -3.52/1.47/5.14 亿元。采用市销率对公司进行估值，给予公司 2025 年 PS 2.5X，目标价 43.13 元，给予“买入”评级。

风险提示

政策风险、行业竞争加剧风险、医学检验质量控制风险、技术变革风险、资产减值损失风险、大股东质押风险等。

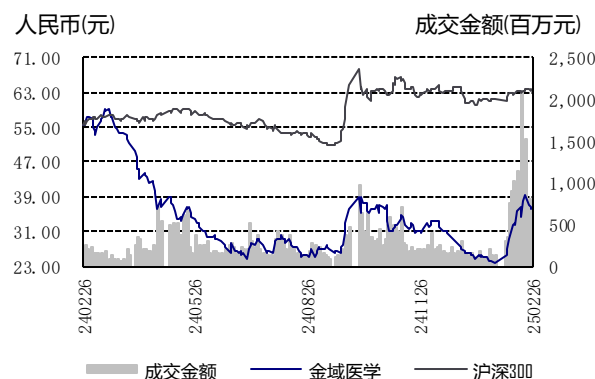
医药组

分析师：袁维（执业 S1130518080002）

yuan_wei@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：36.05 元

目标价 (人民币)：43.13 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	15,476	8,540	7,672	7,987	8,239
营业收入增长率	29.58%	-44.82%	-10.16%	4.11%	3.15%
归母净利润(百万元)	2,753	643	-352	147	514
归母净利润增长率	24.02%	-76.63%	N/A	N/A	249.47%
摊薄每股收益(元)	5.893	1.372	-0.761	0.318	1.110
每股经营性现金流净额	4.17	2.63	1.93	3.90	4.06
ROE(归属母公司)(摊薄)	31.89%	7.69%	-4.60%	2.00%	6.97%
P/E	13.27	45.59	-36.19	86.67	24.80
P/B	4.23	3.51	1.66	1.73	1.73

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

行业蓬勃发展，龙头领跑强者恒强.....	4
1) 前言：ICL 集约化管理实现高效，汇聚专业资源优化服务.....	4
2) 行业：国内 ICL 目前正处于加速发展阶段，龙头领跑百花齐放.....	5
3) 政策：分级诊疗、医保支付改革以及 LDT 推动 ICL 发展.....	6
4) 公司：专注第三方医学检验，先发优势下实验室网络覆盖全国 90%区域.....	8
多指标边际向好，长期成长可期.....	10
1) 行业出清：ICL 数量减少，公司规模优势明显.....	10
2) 应收账款：化债政策促进收回进度提速.....	11
3) 数字化转型：降低运营成本，提升服务效率，改善客户体验.....	12
4) 龙头优势持续：检验项目数量及实验室总数稳步提升.....	14
5) 商业模式优化：产能聚集，产品及服务“多快好省”.....	15
盈利预测.....	16
风险提示.....	19

图表目录

图表 1： ICL 具备集约化及专业化的经营特点.....	4
图表 2： ICL 能够提供的检验项目数量远超医院.....	4
图表 3： ICL 属于产业链中游.....	4
图表 4： 我国 ICL 发展历程梳理.....	5
图表 5： 中国临床检测市场规模逐步提升.....	6
图表 6： 临床检测费用(元)及每亿人 ICL 数量(个)对比.....	6
图表 7： 2021 年中国 ICL 渗透率与发达国家有较大差距.....	6
图表 8： 分级诊疗推进示意图.....	7
图表 9： 各级公立医院检查收入（亿元）.....	7
图表 10： 公立各级医院检查收入占比（%）.....	7
图表 11： 近年 LDT 相关政策梳理.....	8
图表 12： 公司发展历程梳理.....	9
图表 13： 公司营业收入及归母净利润（百万元）.....	9
图表 14： 公司营业收入按照产品拆分（百万元）.....	9
图表 15： 公司毛利率&净利率对比.....	10
图表 16： 公司期间费用率（%）.....	10
图表 17： 2012-2024Q3 公司主要流动资产周转情况（天）.....	10
图表 18： 2012-2024Q3 公司经营活动净现金流情况（百万元）.....	10



图表 19: 2011-2023 年国内 ICL 机构数量 (家)	11
图表 20: 2024 年医院外送检验服务中标企业分布	11
图表 21: 2022 年医院外送检验服务中标企业分布	11
图表 22: 公司应收账款高企 (亿元, %)	12
图表 23: 公司应收账款周转天数提升 (天)	12
图表 24: 应收账款账面余额构成	12
图表 25: 公司信用减值情况 (百万元)	12
图表 26: “小域医”对自免脑抗体 24 项智慧报告分析	13
图表 27: 公司产品上架广州数据交易所	14
图表 28: 2016-2024H1 公司检验项目数量 (项)	14
图表 29: 公司新增实验室数量 (家)	14
图表 30: 可比公司收入 (百万元) & 毛利率 (%)	15
图表 31: 公司综合参数与行业可比公司对比	15
图表 32: 公司服务网点覆盖全国	15
图表 33: 第一批医疗服务价格规范治理明细表	16
图表 34: 公司收入拆分及预测	17
图表 35: 公司费用率预测 (百万元)	18
图表 36: 可比公司估值	18



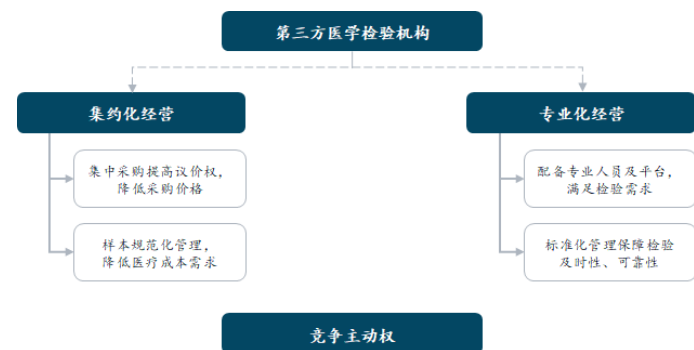
行业蓬勃发展，龙头领跑强者恒强

1) 前言：ICL 集约化管理实现高效，汇聚专业资源优化服务

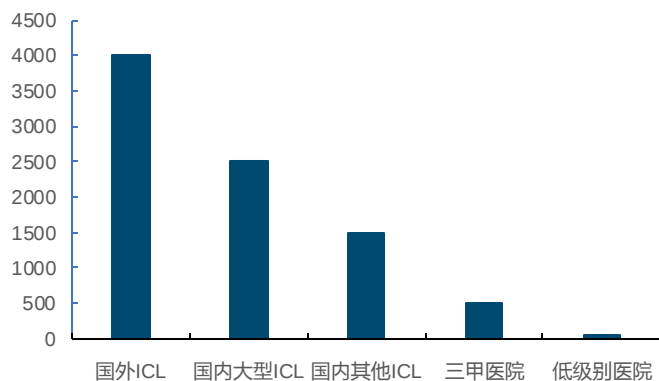
独立医学实验室（Independent Clinical Laboratory，下简称为“ICL”）又称第三方医学实验室，是指在卫生行政部门的许可下，具有独立法人资格、独立于医院之外从事临床检验或病理诊断和服务并能独立承担责任的医疗机构。

集约化独立医学实验室通过资源整合，实现设备共享，降低单次检测成本，提高检测效率。通过集中采购高端设备，如基因测序仪、质谱仪等，避免重复购置，提升设备利用率。同时，汇聚专业人才，统一质量控制，确保检测结果准确可靠，为医疗机构提供精准诊断支持，推动区域医疗资源共享与协同发展。

图表1：ICL 具备集约化及专业化的经营特点



图表2：ICL 能够提供的检验项目数量远超医院



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

ICL 产业链上游主要是检验试剂、仪器和耗材的供应商，这些供应商为 ICL 提供检测所需的设备和材料，其产品质量直接影响 ICL 的服务质量和效率。中游是独立医学实验室企业，它们通过专业技术和设备，为下游的机构提供检测服务。

下游则涵盖各级医疗机构，如医院、社区卫生服务中心等，医疗机构为 ICL 的核心服务客户，同时医疗服务机构检测服务的需求也是 ICL 行业发展的主要驱动力。

图表3：ICL 属于产业链中游



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

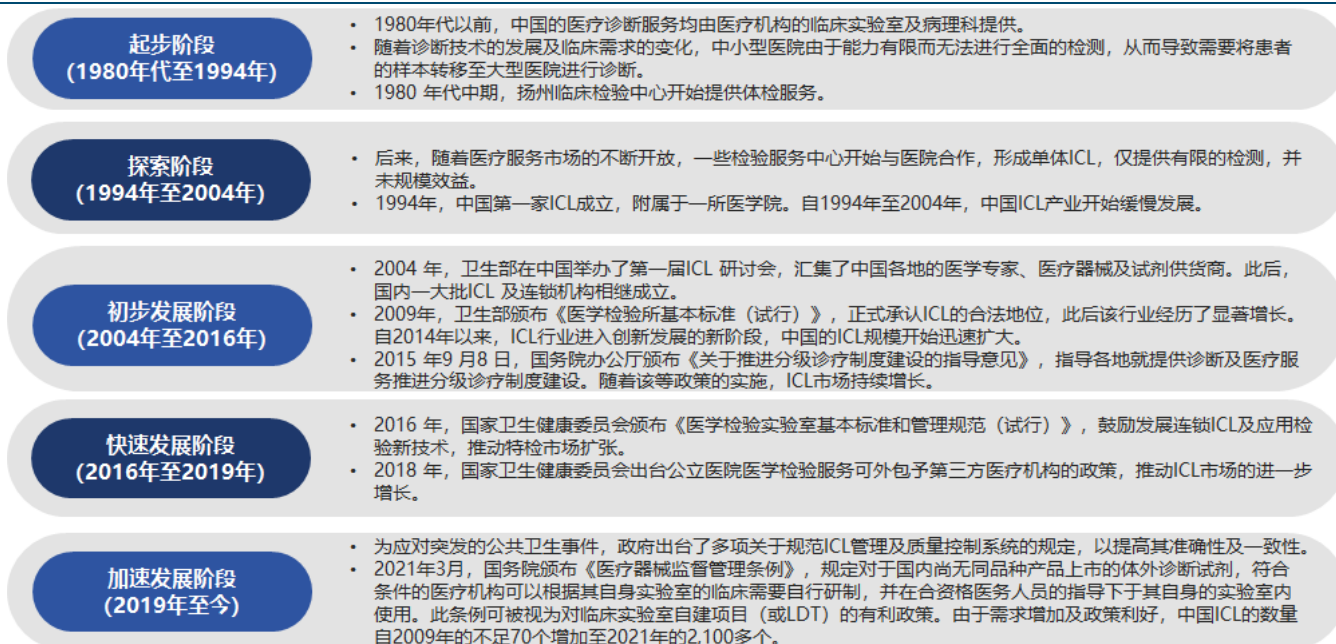


2) 行业：国内 ICL 目前正处于加速发展阶段，龙头领跑百花齐放

我国 ICL 产业的发展可分为五个阶段：

- 起步阶段（1980 年代至 1994 年）：1980 年代以前，中国的医疗诊断服务均由医疗机构的临床实验室及病理科提供。1980 年中期，伴随改革开放推进，我国医疗诊断技术和临床需求发生变化，由于基层医疗机构检验设备及技术能力不足，第三方检验需求逐步显现。
- 探索阶段（1994 年至 2004 年）：随着医疗市场化改革的推进，市场逐步向社会资本开放，部分检验服务机构开始探索与医院的合作模式，形成单体 ICL。1994 年中国首家 ICL 正式成立，标志着行业进入商业化发展轨道。
- 初步发展阶段（2004 年至 2016 年）：2004 年，卫生部在中国举办了第一届 ICL 研讨会，汇集了中国各地的医学专家、医疗器械及试剂供货商。此后，国内一大批 ICL 及连锁机构相继成立。2009 年，卫生部颁布《医学检验所基本标准（试行）》正式赋予 ICL 合法地位，行业迎来规范化发展契机，第三方检验集团开始扩张，检验项目逐步丰富，加之医保控费、分级诊疗等政策于 2015 年前后逐渐落地，医院外包检验需求进一步释放，行业发展环境持续优化。
- 快速发展阶段（2016 年至 2019 年）：在《医学检验实验室管理暂行办法》等多项政策利好下，行业进入规模化扩张期，ICL 业务从常规检验向基因检测、病理诊断等高附加值领域延伸，机构服务能力显著提升，头部机构通过并购整合提升规模与技术水平，行业集中度迅速提高，竞争格局初步形成。
- 加速发展阶段（2019 年至今）：2019 年底公共卫生事件爆发，催化新冠核酸检测需求激增，ICL 在公共卫生事件防控中发挥重要作用，行业规模和认可度大幅提升。同时，随着 LDT 检测获政策支持，叠加 DRGs/DIP 支付改革推进，医院检验外包意愿增强，推动行业进入新一轮快速发展周期。

图表4：我国 ICL 发展历程梳理

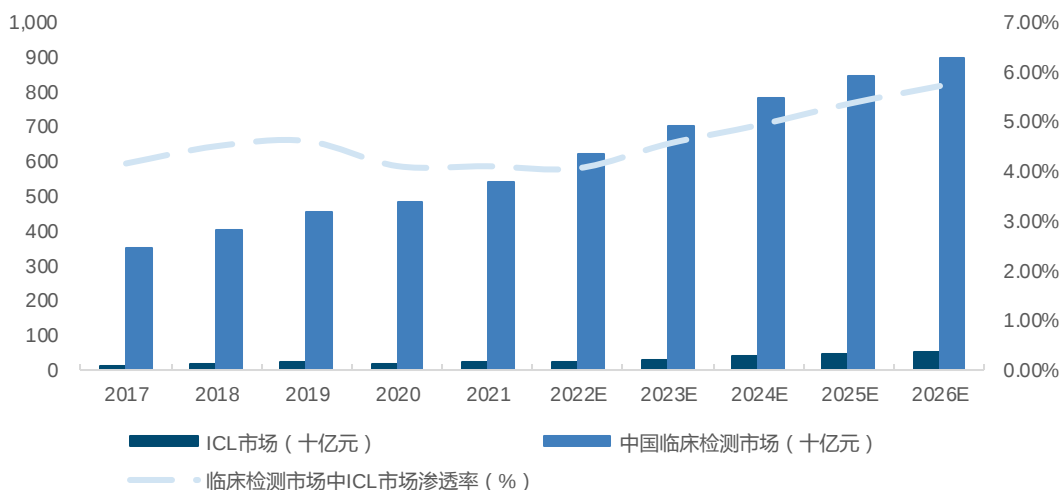


来源：体外诊断网，国金证券研究所

根据弗若斯特沙利文统计，2021 年我国临床检测市场规模约 5424 亿元，并在 2026 年有望达到 8964 亿元，回顾我国临床检测市场发展，中国 ICL 市场规模从 2017 年的 147 亿元提升至 2021 的 223 亿元，2017-2021 年的 CAGR 达 11%。



图表5：中国临床检测市场规模逐步提升

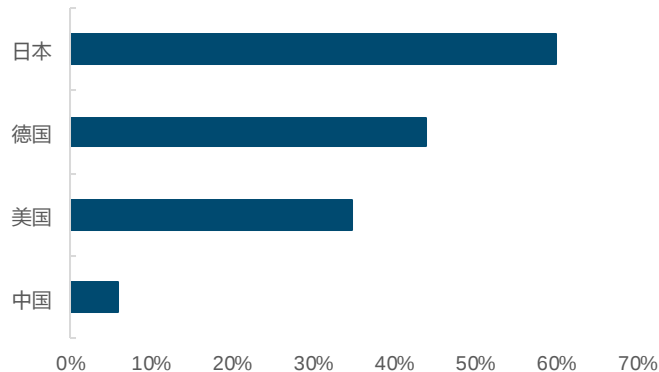
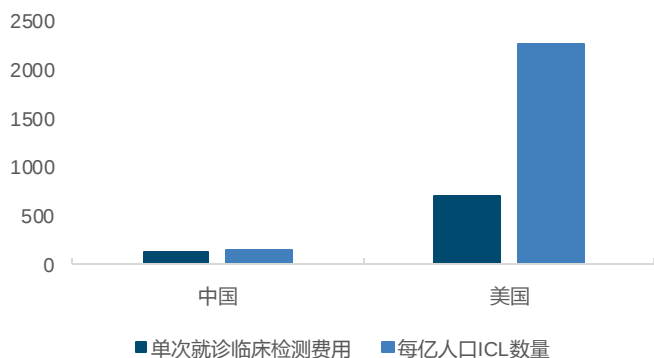


来源：弗若斯特沙利文，艾迪康招股书，国金证券研究所。备注：ICL 市场不包括 COVID-19 检测。

根据弗若斯特沙利文数据，2021 年相较于日本等发达国家 60% 的 ICL 渗透率，我国 ICL 渗透率仅为 6%，仍有较大提升空间，至 2021 年底，我国有 2100 多个 ICL 机构，而美国有 7,500 多个 ICL 机构，中国的 ICL 市场仍有充分发展空间。

图表6：临床检测费用(元)及每亿人 ICL 数量(个)对比

图表7：2021 年中国 ICL 渗透率与发达国家有较大差距



来源：弗若斯特沙利文，艾迪康招股书，国金证券研究所

来源：弗若斯特沙利文，艾迪康招股书，国金证券研究所

3) 政策：分级诊疗、医保支付改革以及 LDT 推动 ICL 发展

国内分级诊疗制度通过优化医疗资源分配，推动基层医疗机构扩容，但基层医疗机构在检验设备和能力上存在不足。分级诊疗制度的实施，使得基层医疗机构对专业、高效的第三方医学检验服务需求增加，为 ICL 行业带来了广阔的发展空间。同时，分级诊疗政策鼓励设置独立的区域医学检验机构，实现资源共享和检验结果互认，进一步推动了 ICL 行业的发展。



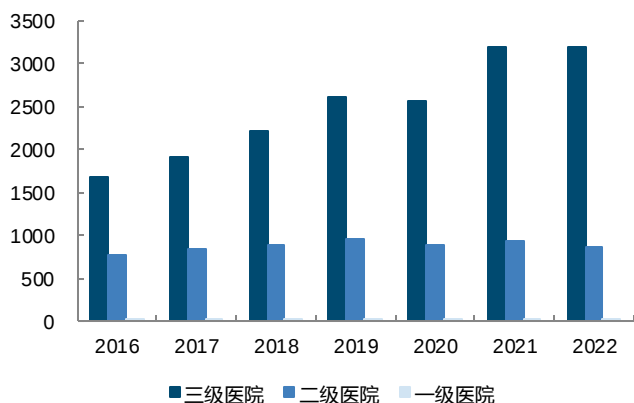
图表8：分级诊疗推进示意图



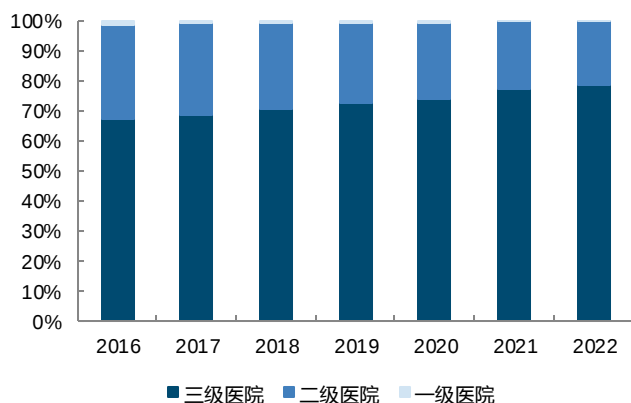
来源：麦澜德招股说明书，国金证券研究所

从公立医院检查收入的结构来看，据中国卫生健康统计年鉴数据，2022 年三级医院检查收入占整体检查收入的 79%，而一级医院检查收入占比约为 1%，上升空间充裕。ICL 行业下沉式发展驱动一级、二级医院选择外包服务，利于我国医疗资源结构性改革；ICL 行业创新性、高端项目导向型发展则为三级医院赋能。

图表9：各级公立医院检查收入（亿元）



图表10：公立各级医院检查收入占比（%）



来源：中国卫生健康统计年鉴，国金证券研究所

来源：中国卫生健康统计年鉴，国金证券研究所

多地 LDT 试点落地，政策逐渐放松，利好 ICL 特检研发。LDT 临床实验室自建检测方法 (Laboratory Developed Tests) 是指医学检验机构或部门为满足临床需求而自行研发、验证和使用的检测方法。该检测方法仅在医学检验机构或临床实验室内部使用，不作为商品出售给其他机构或个人。LDT 试点允许医疗机构联合重点企业开展创新检测项目，满足临床需求，加速技术迭代。ICL 企业凭借灵活的经营模式，可更快投放设备、升级检测方式，拓展检测项目，提升市场份额。此外，LDT 试点推动检测服务市场扩容，促进 ICL 行业技术升级，提升行业整体竞争力。


图表11：近年 LDT 相关政策梳理

时间	发布机构	政策	内容
2021年3月	国务院	《医疗器械监督管理条例》第53条	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可根据自身临床需要自行研发相关检测试剂，且可在执业医师的指导下在其本身的医疗机构内使用相关检测试剂。
2021年7月	国务院	《浦东新区高水平改革开放高质量发展建设引领区的意见》	第4条明确提出：在浦东新区范围内允许有条件的医疗机构按照相关要求开展自行研制体外诊断试剂点。
2022年4月	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。探索建立医学检验诊断数据质量控制体系与标准。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。
2022年4月	广州市发展和改革委员会	《广州市关于加快推动医学检验产业集群发展的实施方案》	发展实验室自建检测方法（LDT）项目。支持第三方医学检验机构开展 LDT 项目业务，探索形成有关指导原则和管理办法，通过医疗机构试点、项目备案等措施，有条件允许自主创新、已验证安全性和有效性的 LDT 项目服务于临床推广。
2022年10月	上海市深化医药卫生体制改革领导小组办公室	《开展上海市公立医院高质量发展试点工作的通知》	有条件的医院可按照有关规定开展自行研制体外诊断试剂试点。
2022年10月	杭州市政府办公厅	《关于加快生物医药产业高质量发展的若干措施》	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。
2023年1月	国家药监综合司、国家卫健委	《关于开展医疗机构自行研制使用体外诊断试剂试点工作的通知》	试点任务中明确，需形成“可复制的管理路径和具体要求”，为在全国范围内建立相关制度奠定基础。
2023年3月	上海市药品监督管理局、上海市卫生健康委员会	关于印发《上海市医疗机构自行研制使用体外诊断试剂试点实施方案》的通知	在四家医院开展自行研制使用体外诊断试剂试点，探索累积相关经验、完善管理要求，为在全国范围内建立相关制度奠定基础。
2024年1月	广州市人民政府办公厅	《广州促进生物医药产业高质量发展的若干政策措施》	第十八条 分批次开展实验室自建检测方法（LDT）体外诊断试剂试点。鼓励有条件的医疗机构联合 LDT 领域重点企业，对国内尚无同品种产品上市，且有重大临床需求、技术成熟、风险可控的体外诊断试剂，开展 LDT 试点，建立试点机构管理、试点品种管理、退出机制等监管体系，鼓励试点企业牵头制定行业标准规范，加速创新产品或技术的升级迭代。及时总结经验，稳步开展分批次试点，不断完善制度设计，形成可在全市范围复制推广的制度性创新成果。
2024年7月	上海市药监局	“首个自行研制使用体外诊断试剂完成试点备案”	研究同意上海交通大学附属上海儿童医学中心自行研制体外诊断试剂“五项抗癫痫药物浓度测定试剂盒（液相色谱串联质谱法）”完成备案

来源：中国政府网，各省市政府网站，上海卫生健康委员会，国金证券研究所

4）公司：专注第三方医学检验，先发优势下实验室网络覆盖全国 90% 区域

公司成立于 2003 年，专注第三方医学检验及病理诊断业务十七载，是国内第三方医学检验龙头。截至 2024 年中报，公司合计拥有 49 家医学实验室，超 750 家合作共建实验室，服务网络覆盖全国 90% 的人口所在区域，已成为国内第三方医学检验行业营业规模大、检验实验室数量多、覆盖市场网络广、检验项目及技术平台齐全的市场领导企业。

发展历程上看，公司发展共有三个阶段：

- **创业起步阶段：**1994 年，公司前身广州医学院医学检验中心成立，最初以销售检验试剂为主。
- **转型与扩张阶段：**1997 年，公司转型为医学检验服务提供商。2003 年，正式成立广州金域医学检验中心。2007 年，开始全国连锁化布局。
- **全球化与数字化：**2011 年，公司进入中国香港市场。2020 年，启动数字化转型战略，发布“医检 4.0”愿景。2024 年，发布医检行业首个 AI 大模型“域见医言”，推动行业智能化。



图表12：公司发展历程梳理



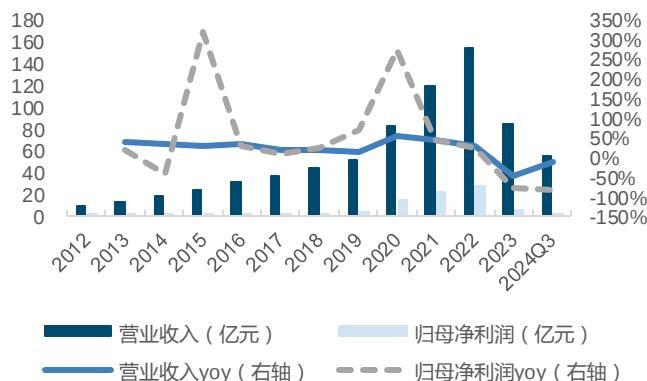
来源：公司官网，国金证券研究所

■ 公司经营稳健，业绩稳步增长

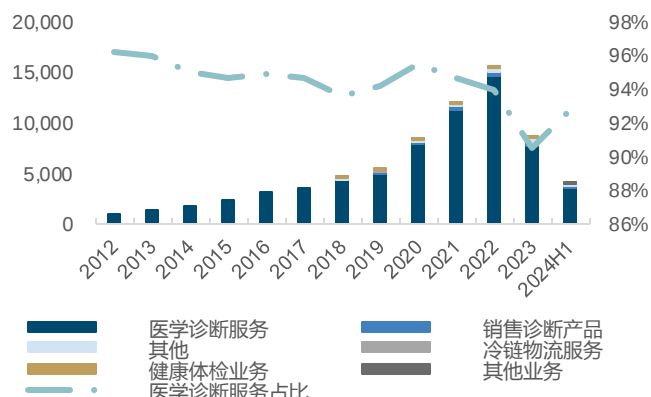
2012-2021 年公司营业收入 CAGR 为 32.1%，归母净利润 CAGR 为 54.6%。其中 2016 年至 2019 年公司收入及利润实现大幅增长，主要系检验样本量的不断提升带来逐渐增强的规模效应。2020-2022 年新冠核酸检测需求旺盛进一步推高了公司整体收入及利润。

2024 年公司预计实现归母净利润-3.5~-4.5 亿元，同比亏损。主要原因系 1) 由于业务收入不及预期，公司固定成本较大，导致经营杠杆效率下降；2) 由于部分应收账款回款周期延长，导致产生信用减值损失金额较大。随着检验需求回归常态化，公司继续将经营重心聚焦核心医检业务，通过技术升级和业务结构优化，有望在新阶段重拾稳健增长动能。

图表13：公司营业收入及归母净利润（百万元）



图表14：公司营业收入按照产品拆分（百万元）



来源：IFIND，国金证券研究所

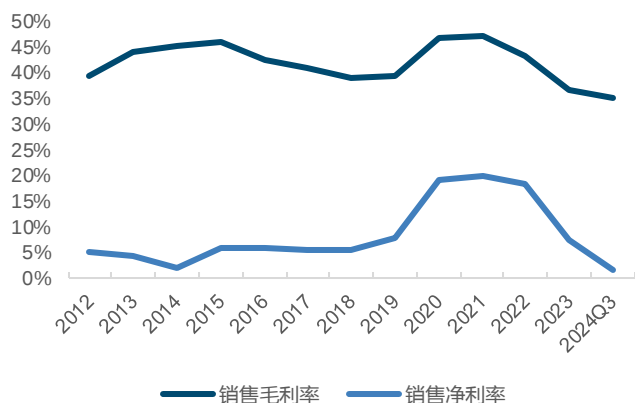
来源：IFIND，国金证券研究所

近年来，在 DRGs/DIP，以及 IVD 集采政策下，检验项目收费有所下调，市场竞争加剧，公司检验项目单价整体呈持续下降趋势，压缩毛利空间。公司通过产能中心布局规划和特色疾病诊断中心整合规划，推动集约化、自动化和智能化生产，降低生产成本，2024 年前三季度毛利率为 35.2%，毛利率逐步企稳。

公司期间费用率整体呈下降趋势，但由于业务收入不及预期，2022 年之后下降趋势放缓。2024 年前三季度，公司研发费用率为 5.4%，与 2023 年相比微降，销售费用率为 12.1%，管理费用率为 8.6%，整体期间费用率与 2023 年持平。未来随着公司以精细化管理推进提质增效，进一步筑牢低成本优势，期间费用率有望保持下降趋势，盈利能力向好发展。

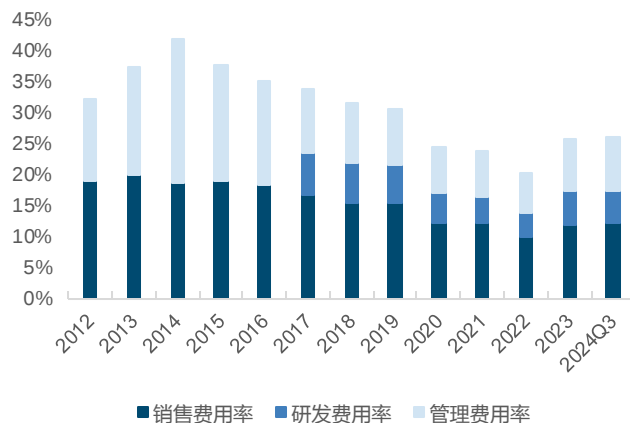


图表15：公司毛利率&净利率对比



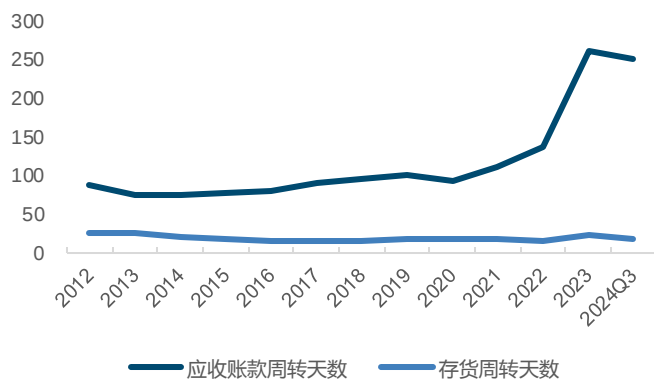
来源：IFIND，国金证券研究所

图表16：公司期间费用率 (%)



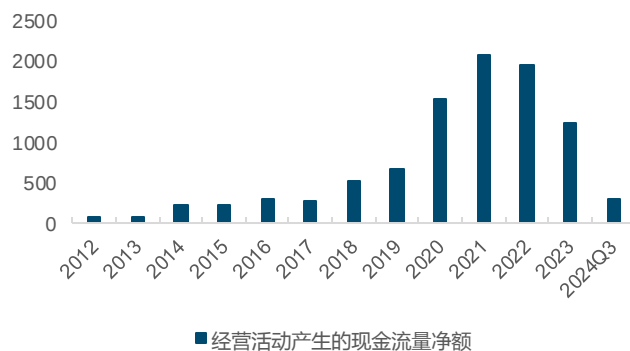
来源：IFIND，国金证券研究所

图表17：2012-2024Q3 公司主要流动资产周转情况 (天)



来源：IFIND，国金证券研究所

图表18：2012-2024Q3 公司经营活动净现金流情况 (百万元)



来源：IFIND，国金证券研究所

多指标边际向好，长期成长可期

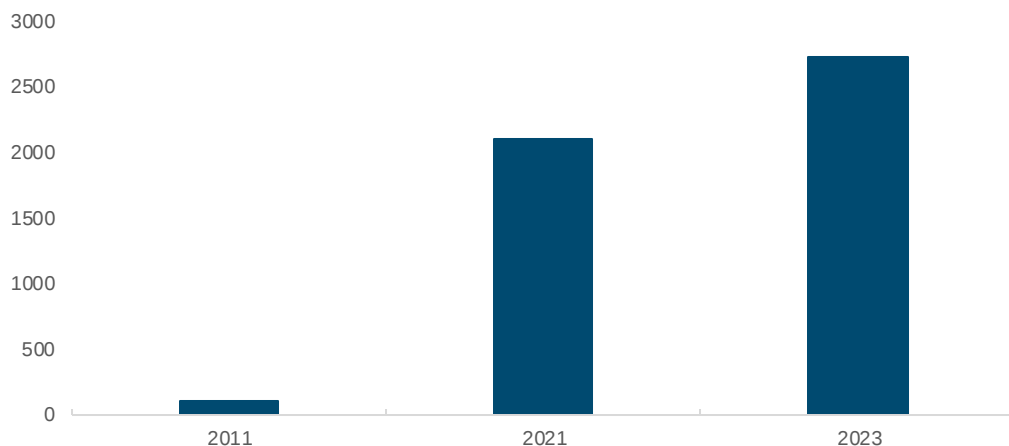
1) 行业出清：ICL 数量减少，公司规模优势明显

行业发展初期，国内 ICL 机构数量较少，2011 年国内仅有 107 家 ICL 机构。后续随外部因素影响，2020 年开始国内 ICL 机构数量迅速增加，2021 年国内 ICL 机构数高达 2100 家，2023 年 ICL 机构数量为 2721 家。

2023 年至今随着部分检测需求的消退，导致部分依赖特定检测业务的 ICL 企业收入大幅下滑，甚至面临生存压力，ICL 行业进入调整期。据格隆汇数据，2023 年，国内关闭的实验室数量首次超过了新注册的实验室数量，并且 2024 年上半年也保持了这一趋势。



图表19：2011-2023 年国内 ICL 机构数量（家）

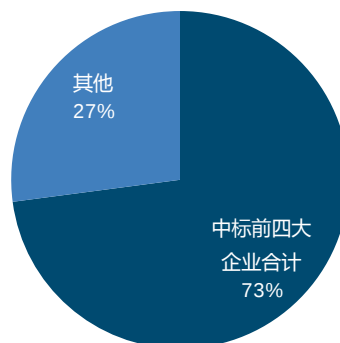
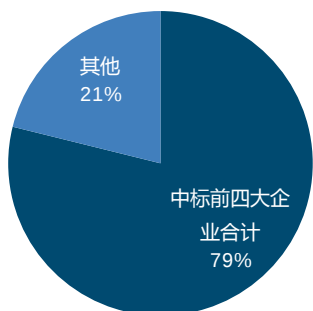


来源：华经产业研究院、全国体外诊断网，国金证券研究所

从行业竞争角度，行业逐步从“粗放扩张”向“高质量发展”转型。对于 ICL 企业而言，质量与利润同样重要。根据中国政府采购网数据，我们对比 2024 年和 2022 年的 ICL 企业中标结构，发现中标结果逐步向公司等龙头集中。

图表20：2024 年医院外送检验服务中标企业分布

图表21：2022 年医院外送检验服务中标企业分布



来源：中国政府采购网，国金证券研究所

来源：中国政府采购网，国金证券研究所

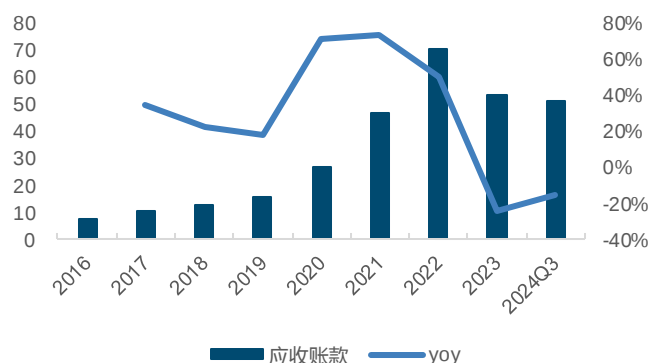
2) 应收账款：化债政策促进收回进度提速

受公共卫生事件等因素影响，公司 2023 年收入及净利润较高点有所回落，全年应收账款同比下降 23.38%，周转天数从 2022 年的 135.97 天大幅提升至 260.53 天，并新增计提信用减值损失 4.88 亿元。

从业务层面看，2020 年开始公司应收账款周转天数逐步提升主要系公司主要客户为公立医院等医疗机构，受地方政府财力及预算周期影响，账期延长在公共卫生事件后时期较为明显。2025 年，伴随地方政府化债举措的落地，有望有效缓解公司应收账款积压问题。

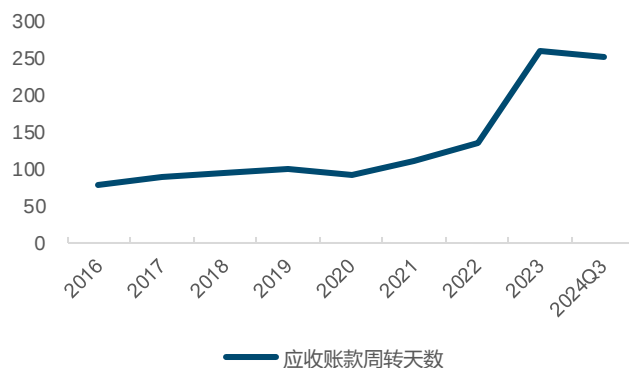


图表22：公司应收账款高企（亿元，%）



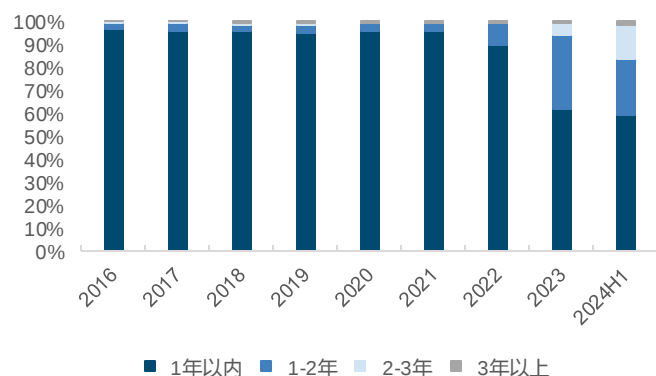
来源：IFIND，国金证券研究所

图表23：公司应收账款周转天数提升（天）



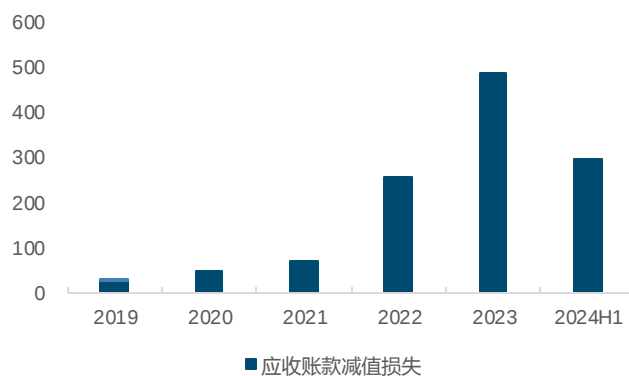
来源：IFIND，国金证券研究所

图表24：应收账款账龄余额构成



来源：IFIND，国金证券研究所

图表25：公司信用减值情况（百万元）



来源：IFIND，国金证券研究所

3) 数字化转型：降低运营成本，提升服务效率，改善客户体验

公司全面推进数字化转型。聚焦降低运营成本、提升服务效率、改善客户体验三大目标，在业务数字化、数字化业务、技术与数据基础优化等三大板块持续发力。

1. 业务数字化方面。2024 年，客户一站式服务平台（KMC）服务超 50 万名医生，除常规报告解读外，还陆续上线了 tNGS、性激素等项目的深度报告解读；呼吸道感染病原体监测分析平台（KRIS）、区域检验数据平台（KMRS）等也相继上线应用。
2. 在技术层面，公司汇集算法和医学检验领域的专家资源，研发并推出医检行业大模型应用“小域医”，构建了以大模型为核心的服务体系。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，可大大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、精准地治疗。

以自免脑抗体 24 项智慧报告为例，通过该功能，临床医生在查看报告单时，无论是任一抗体阳性，系统都可自动匹配相应的智慧报告解读具体内容，实现“一键”智能解读，无需再手动查阅资料。基于 10 万例历史送检数据，公司通过大数据技术，可实时展示不同阳性抗体的检出情况与趋势，为医生提供更多深度信息。

同时 25 年 2 月，公司正式接入 DeepSeek，在域见医言大模型以及配套的智能体应用“小域医”上正式完成 DeepSeek-R1 模型的部署。



图表26: “小域医”对自免脑抗体 24 项智慧报告分析



来源：公司微信公众号，国金证券研究所

3. 数据方面，2024 年 10 月 18 日，国家数据局发布了《可信数据空间发展行动计划（2024 年-2028 年）》（征求意见稿）（以下简称《行动计划》），要求在四年内构建 100 个以上的可信数据空间。对于拥有海量数据的医检行业，这将有力推动医检数据真正实现安全流通和高效利用，迎来体系化、规范化建设新阶段，充分释放医检数据要素价值。

公司联合广东省数据要素产业协会等机构，汇聚全国多中心医学检验数据，共建医学检验行业可信数据空间，共同探索在合规安全的体系下实现医学检验数据空间资源的有效交互。在数据上，公司具备“大、全、多”三大优势：

大：据公司公告，公司的年检测标本量已超 1.5 亿例，且仍在高速增长。同时在广州数据交易所场内交易仪式上，公司还公开了首份数据资产目录，其涵盖遗传与罕见病、实体肿瘤疾病、感染疾病、血液疾病等多个学科的超 30 亿例检测数据，数据量较为可观。

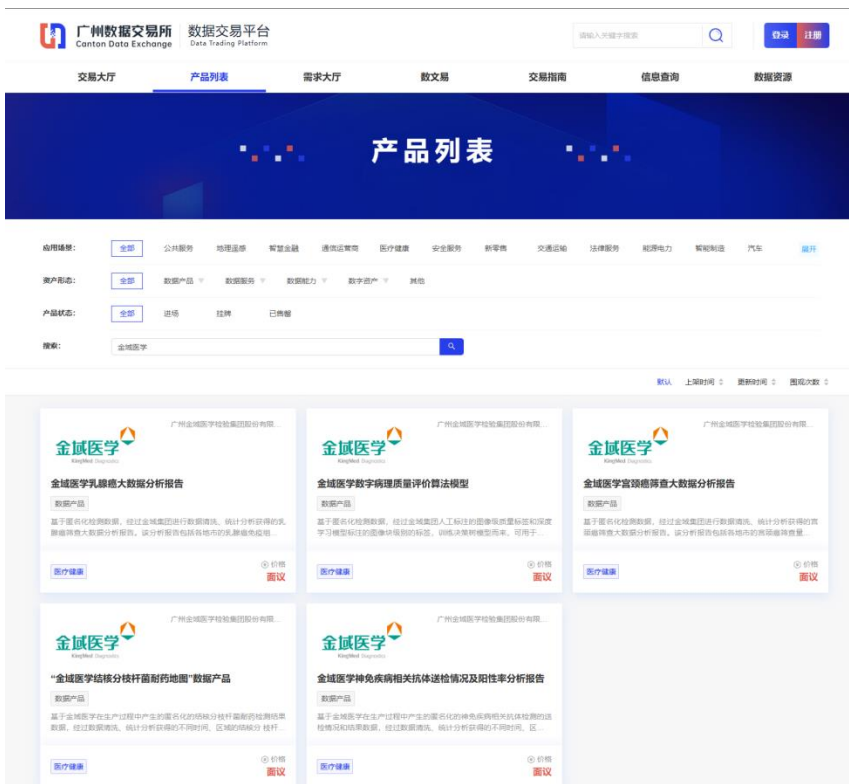
全：在人种覆盖方面，公司的检测标本覆盖不同年龄、地域、种族、人群等。在疾病覆盖方面，经过数据平台治理，公司形成可供挖掘、应用的金标准数据集和高质量专病库，涵盖罕见病、感染性疾病、实体肿瘤、淋巴瘤等疾病。

多：公司围绕计算机视觉、自然语言知识图谱及多模态多组学等三大技术能力，重点攻关医检 AI 大模型建设。公司基于多组学数据进行模型构建与性能评估，以实现更全面、可靠的模型。

截至 24 年底，公司已有“结核分枝杆菌耐药地图”、“宫颈癌筛查大数据分析报告”等 5 款数据产品完成数据合规审核，上架广州数据交易所。



图表27：公司产品上架广州数据交易所



来源：广州数据交易所，国金证券研究所

4) 龙头优势持续：检验项目数量及实验室总数稳步提升

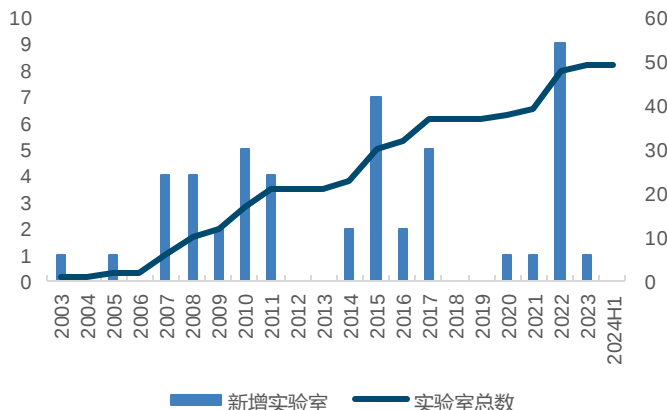
在可提供的检验项目数量上，截至 2024 年上半年公司提供的检验项目数量超 4000 项，涵盖 11 大类 87 类检验技术。在医学实验室数量上，截至 2024 年上半年，公司已建立了 49 家医学实验室，超 750 家合作共建实验室，服务网络覆盖全国 90% 以上人口所在区域。

横向对比而言，公司从实验室数量、检测项目、合作医疗机构数量、雇员数量、合作共建实验室数量均为行业领先水平。

图表28：2016-2024H1 公司检验项目数量（项）



图表29：公司新增实验室数量（家）

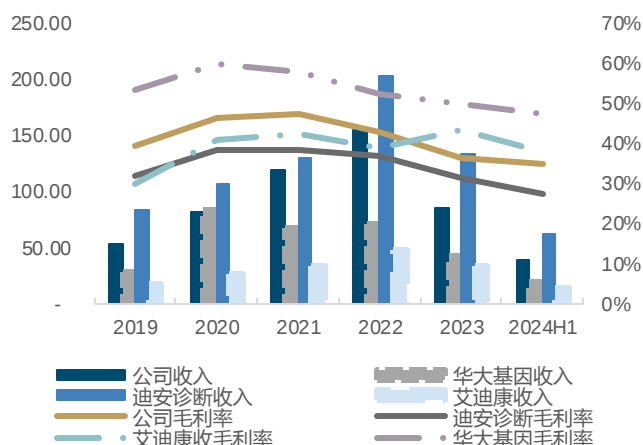


来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所



图表30：可比公司收入（百万元）&毛利率（%）



来源：IFIND，国金证券研究所

图表31：公司综合参数与行业可比公司对比

公司 名称	实验室数 量（家）	检测项 目 （项）	合作医疗机 构数量（万 家）	雇员数量 （万人）	合作共 建实验 室
公司	49	4000+	2.3+	1.2	750+
迪安 诊断	43	4100+	2.2+	1.1	700+
艾迪 康	35	4000+	1.9+	0.55	/
华大 基因	28	/	/	0.37	900+

来源：各公司公告，国金证券研究所。注：数据截至 2024H1，营收数据截至 2023 年。

5) 商业模式优化：产能聚集，产品及服务“多快好省”

生产服务方面，公司在多个学科启动产能集中计划，24 年上半年加大两个生产中心、6 个综合诊断中心、2 个技术中心建设；逐步推进干湿分离管理、集中调度生产模式。通过整合共享、集约化生产，公司规模效应有望进一步显现。

图表32：公司服务网点覆盖全国



来源：公司官网，国金证券研究所



盈利预测

整体假设背景：医保支付改革、集采控费、医疗资源下沉的趋势逐渐明朗，第三方医检行业可以有效助力和协同相关政策的落地，短期维度检测量受到扰动，中长期维度成长空间有望进一步扩大。我们预计公司 2024 年至 2026 年营业收入为 76.7、79.9、82.4 亿元，2024 年预计同比下降 10%，2025-2026 增速分别为 4%、3%。

利润端，可能产生影响的因素包括 1) 体外诊断（IVD）试剂集采；2) 医疗服务价格规范治理等。

- 集采方面，2021 年开始，国内 IVD 集采进入实质性推进阶段，省际联盟集采成为主要形式。2023 年，江西牵头组建 23 个省、市、自治区及兵团参与的肝功生化类检测试剂省际联盟集中带量采购，平均降幅达 68%，进一步扩大了集采范围和降价力度，至此国内 IVD 集采进入加速扩面阶段。集采的核心在于降低试剂采购价格，公司作为行业龙头本身具有较强的议价能力和成本控制优势，预计 IVD 集采后公司有望节省部分集采试剂采购成本，对应毛利率提升。
- 医疗服务价格规范治理方面，2024 年 10 月，国家医保局发布《关于开展医疗服务价格规范治理（第一批）的通知》。后续随着治理项目的推进，ICL 企业但其向下游医疗机构或客户提供的检测服务价格或会有一定影响调整，而成本端可压缩空间有限，相应对利润端或会有影响。

综上，我们预计 2024 年至 2026 年毛利率分别为 35%、34%、33%。

图表33：第一批医疗服务价格规范治理明细表

序号	国家项目名称	项目名称	计价单位	一类价（元）	二类价（元）	三类价（元）	说明
1	血栓弹力图试验(TEG)	血栓弹力图试验	次	153	145	138	免疫化学法加收10元，色谱法加收15元。
2	糖化血红蛋白测定	糖化血红蛋白测定	项	13	12	11	
3	糖化血红蛋白测定(色谱法)	糖化血红蛋白测定(色谱法加收)	项	15	15	15	
4	B型钠尿肽(BNP)测定	B型-钠尿肽(BNP)测定	项	72	68	65	指酶免疫法。高双抗夹心荧光法或化学发光法加收80元，干免疫荧光定量法加收90元。
5	B型钠尿肽(BNP)测定	B型-钠尿肽(BNP)测定(高双抗夹心荧光法或化学发光法加收)	项	80	80	80	
6	B型钠尿肽(BNP)测定	B型-钠尿肽(BNP)测定(干免疫荧光定量法加收)	项	90	90	90	
7	B型钠尿肽前体(PRO-BNP)测定	B型-钠尿肽前体(PRO-BNP)测定	项	72	68	65	指酶免疫法。高双抗夹心荧光法或化学发光法加收55元，干免疫荧光定量法加收65元。
8	B型钠尿肽前体(PRO-BNP)测定	B型-钠尿肽前体(PRO-BNP)测定(高双抗夹心荧光法或化学发光法加收)	项	55	55	55	
9	B型钠尿肽前体(PRO-BNP)测定	B型-钠尿肽前体(PRO-BNP)测定(干免疫荧光定量法加收)	项	65	65	65	

来源：海南省医保局，国金证券研究所

拆分业务来看：

医学诊断服务：收入端，短期内行业整顿、DRG 全面实施下整体检测量有所减少，预计 24 年医学诊断服务业务收入同比-8%。中长期，第三方医检行业可以有效助力和协同相关政策的落地，预计常规业务有望恢复增长趋势。利润端，受部分检测项目价格调整影响，预计整体毛利率有所下滑。预计 2024 至 2026 年收入规模将达到 71.1、73.9、76.1 亿元，毛利率分别为 35%、34%、33%。

销售诊断产品：2020-2022 年期间，公司品牌打响，并借助互联网逐渐开拓 C 端业务。2024 年公司数智化转型成效初显，发布行业首个医检大模型，在创新产品加持下，公司销售诊断产品收入持续增长。预计 2024 至 2026 年收入规模将达到 4.2、4.6、4.8 亿元，毛利率分别为 35%、35%、35%。

健康体检业务：2022-2023 年国民体检需求受到外部因素压制，公司健康体检业务收入受



到影响。中长期，预计随人们健康管理意识的提升，此前延迟的体检需求有望逐步释放，对应公司健康体检业务需求逐步回暖。利润端，受到宏观消费环境影响，2024 年健康体检业务收入增速放缓，而成本端可优化空间有限，预计 2024 年毛利率同比有所下降，中长期随体检需求逐步恢复，利润率有望逐步提升。预计 2024 至 2026 年收入规模为 0.3、0.3、0.3 亿元，毛利率预计为 23%、25%、25%。

冷链物流服务：公司已建立跨省“24h”医疗冷链物流服务网，是行业内覆盖最广、辐射最深的医疗冷链物流服务网络。依托数智化赋能，物流服务体系进一步优化，成功实现温控、可追溯。广覆盖、标准化、智慧化的物流网络有望推动冷链物流服务收入稳健增长。预计 2024 至 2026 年收入规模将达到 0.5、0.5、0.6 亿元，毛利率分别为 23%、21%、18%。

图表34：公司收入拆分及预测

单位：百万元	2022A	2023A	24H1	2024E	2025E	2026E
营业收入	15476.07	8539.64	3880.91	7,671.7	7,987.0	8,238.6
YoY%	30%	-45%	-10%	-10%	4%	3%
总毛利	6674.51	3,115.1	1,348.9	2,676.4	2,711.5	2,718.7
毛利率%	43.13%	36.48%	34.76%	34.89%	33.95%	33.00%
一、医学诊断服务	14529.32	7726.20	3600.26	7108.10	7392.43	7614.20
YoY%	29%	-47%	-7%	-8%	4%	3%
毛利率%	43%	36%	35%	35%	34%	33%
二、销售诊断产品	433.76	406.88	202.09	423.16	440.08	457.68
YoY%	49%	-6%	5%	4%	4%	4%
毛利率%	41%	38%	36%	35%	35%	35%
三、健康体检业务	26.33	27.18	9.22	27.18	28.54	29.68
YoY%	-52%	3%	0%	0%	5%	4%
毛利率%	37%	44%	20%	23%	25%	25%
四、冷链物流服务	56.76	39.32	22.54	45.22	51.10	56.21
YoY%	32%	-31%	20%	15%	13%	10%
毛利率%	11%	3%	25%	23%	21%	18%
五、其他	429.90	340.06	45.01	68.01	74.81	80.80
YoY%	72%	-21%	-77%	-80%	10%	8%
毛利率%	56%	60%	29%	35%	35%	35%

来源：同花顺 iFind，国金证券研究所。

费用方面，据公司公告，公司销售费用主要包括销售人员工资、差旅费、市场推广费等，其中销售人员工资和差旅费占比较高。24 年公司期间费用率相对较高主要系行业整顿、DRG 全面实施下整体检测量有所减少，导致经营杠杆承压。

预计未来随着：1) 通过前期的市场拓展和品牌建设，公司获取新客户和维持老客户的成本有望逐步降低；2) 公司推进产能中心集聚及数智化转型，规模效应有望进一步显现；3) 随着医保改革和医疗服务价格规范治理的推进，ICL 行业的市场竞争环境更加透明和规范。公司作为行业龙头，有望凭借规模优势和品牌效应在市场竞争中进一步降低销售费用占比。综上，我们认为公司 2025-2026 年期间费用率有望保持下降趋势。


图表35：公司费用率预测（百万元）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用	-1,435	-1,510	-1,015	-931	-926	-939
%销售收入	12.0%	9.8%	11.9%	12.1%	11.6%	11.4%
管理费用	-888	-996	-715	-670	-671	-676
%销售收入	7.4%	6.4%	8.4%	8.7%	8.4%	8.2%
研发费用	-518	-633	-467	-422	-407	-387
%销售收入	4.3%	4.1%	5.5%	5.5%	5.1%	4.7%

来源：同花顺 iFind，国金证券研究所

资产减值损失方面，据公司预亏公告，公司 2024 年拟计提信用减值损失约 6.5-7.2 亿元，我们假设 24 年公司信用减值损失为 7.2 亿元。截至 24H1 公司账龄在 2 年及以上的应收帐款账面余额为 11 亿元，预计 25-26 年公司坏账率逐步提升至 26%、32%，对应 25-26 年公司信用减值损失为 5.3、1.2 亿元。

我们选取迪安诊断（第三方医学检验）、爱尔眼科（医疗服务）及艾迪康控股（第三方医学检验）作为可比公司。

2024-2026 年三家企业市销率平均数分别为 2.8、2.5、2.2 倍，采用相对估值法对公司进行估值。参考行业平均值，给予公司 2025 年 PS 2.5X，目标价 43.13 元，给予“买入”评级。

图表36：可比公司估值

代码	名称	PE（倍）				PS（倍）		
		2023	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
300244.SZ	迪安诊断	48.6	39.0	17.6	13.6	0.9	0.8	0.8
300015.SZ	爱尔眼科	43.9	33.6	28.5	24.6	5.9	5.3	4.7
9860.HK	艾迪康控股	37.0	17.5	14.0	11.0	1.6	1.4	1.2
平均数		43.2	30.1	20.0	16.4	2.8	2.5	2.2
603882.SH	金域医学	45.6	NA	113.6	32.5	2.2	2.1	2.0

来源：同花顺 iFind，国金证券研究所。注：爱尔眼科采用国金证券研究所预测值，迪安诊断、艾迪康控股采用同花顺一致预期，股价、市值为 25 年 2 月 26 日收盘价。



风险提示

政策风险：按疾病诊断相关分组付费（DRGs）、按病种分值付费等医保支付方式改革在试点中不断推广，公立医疗机构开展的诊疗服务中检验项目从利润项转变为成本项，可能会出现检验项目外包、以及实验室整体外包比例的提升，并且医院会对成本更敏感，检验外包合作折扣率会持续降低，单院标本量也会受到影响。如不能以有效的规模化、精益化运营实现降本增效，对冲降价影响，可能会对公司的运营业绩造成影响。医疗器械监督管理条例放开 LDT 监管，可推进检验新方法、新技术的应用，对行业技术格局带来新的挑战，公司若不能及时调整应对，可能会对经营带来风险。

行业竞争加剧风险：公共卫生事件期间，部分企业在检测需求刺激下现金流得到改善，得以有能力进行 ICL 领域的投资，因此或对市场带来一定的竞争加剧风险。

医学检验质量控制风险：医学检验样本分析前的质量控制，受采样误差、环境因素、患者状态等较多因素影响，质量控制难度较大。若医学检验结果出现差错，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会对公司的市场声誉和经营业绩产生不利影响。

技术变革风险：AI、大模型等技术与医检技术融合，技术形态、商业模式和行业格局可能出现颠覆性的改变。若数智化转型不及预期，可能对经营带来压力。

资产减值损失风险：公司在实验室建设、设备采购、技术研发等方面的资本投入较大，若市场环境变化、政策调整或技术进步导致部分资产丧失使用功能，公司可能面临资产减值的风险。

大股东质押风险：根据公司 24 年三季报，实际控制人、控股股东梁耀铭质押股份数量 2255 万股，占持股数量的 30%，若公司股价波动，可能导致质押股权面临平仓风险。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	11,943	15,476	8,540	7,672	7,987	8,239
增长率		29.6%	-44.8%	-10.2%	4.1%	3.2%
主营业务成本	-6,295	-8,802	-5,425	-4,995	-5,275	-5,520
%销售收入	52.7%	56.9%	63.5%	65.1%	66.1%	67.0%
毛利	5,648	6,674	3,115	2,676	2,712	2,719
%销售收入	47.3%	43.1%	36.5%	34.9%	33.9%	33.0%
营业税金及附加	-12	-15	-15	-15	-16	-16
%销售收入	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
销售费用	-1,435	-1,510	-1,015	-931	-926	-939
%销售收入	12.0%	9.8%	11.9%	12.1%	11.6%	11.4%
管理费用	-888	-996	-715	-670	-671	-676
%销售收入	7.4%	6.4%	8.4%	8.7%	8.4%	8.2%
研发费用	-518	-633	-467	-422	-407	-387
%销售收入	4.3%	4.1%	5.5%	5.5%	5.1%	4.7%
息税前利润 (EBIT)	2,795	3,521	903	639	691	700
%销售收入	23.4%	22.8%	10.6%	8.3%	8.6%	8.5%
财务费用	-10	13	1	-5	-2	8
%销售收入	0.1%	-0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	-0.1%
资产减值损失	-71	-256	-488	-720	-532	-121
公允价值变动收益	0	0	0	-1	0	0
投资收益	-7	-11	263	-30	10	10
%税前利润	n.a	n.a	35.5%	n.a	6.0%	1.7%
营业利润	2,777	3,347	760	-351	190	617
营业利润率	23.2%	21.6%	8.9%	n.a	2.4%	7.5%
营业外收支	-29	-27	-19	-25	-25	-25
税前利润	2,748	3,321	740	-376	165	592
利润率	23.0%	21.5%	8.7%	n.a	2.1%	7.2%
所得税	-384	-478	-103	19	-23	-83
所得税率	14.0%	14.4%	14.0%	n.a	14.0%	14.0%
净利润	2,364	2,843	637	-357	142	509
少数股东损益	144	90	-6	-5	-5	-5
归属于母公司的净利润	2,220	2,753	643	-352	147	514
净利率	18.6%	17.8%	7.5%	n.a	1.8%	6.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	2,364	2,843	637	-357	142	509
少数股东损益	144	90	-6	-5	-5	-5
非现金支出	605	875	1,167	1,223	1,059	667
非经营收益	48	-3	-304	235	28	27
营运资金变动	-929	-1,767	-269	-194	600	700
经营活动现金净流	2,088	1,948	1,231	907	1,829	1,903
资本开支	-879	-820	-696	-564	-203	-196
投资	-132	-31	61	-61	-50	-60
其他	2	2	0	-30	10	10
投资活动现金净流	-1,010	-848	-635	-655	-243	-246
股权募资	346	48	42	90	0	0
债权募资	-82	-99	2	164	-100	-100
其他	-317	-818	-1,106	-453	-452	-528
筹资活动现金净流	-53	-869	-1,062	-199	-552	-628
现金净流量	1,014	270	-458	53	1,034	1,030

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,653	2,929	2,458	2,456	3,451	4,454
应收款项	4,732	7,117	5,412	4,619	3,646	2,997
存货	345	405	248	230	238	245
其他流动资产	200	209	147	239	158	157
流动资产	7,930	10,660	8,265	7,543	7,494	7,854
%总资产	73.8%	76.7%	70.2%	68.8%	70.5%	73.5%
长期投资	389	378	584	644	704	764
固定资产	1,719	1,930	2,018	1,854	1,550	1,210
%总资产	16.0%	13.9%	17.1%	16.9%	14.6%	11.3%
无形资产	279	440	448	415	387	364
非流动资产	2,821	3,231	3,503	3,428	3,142	2,827
%总资产	26.2%	23.3%	29.8%	31.2%	29.5%	26.5%
资产总计	10,751	13,891	11,768	10,971	10,636	10,681
短期借款	201	222	131	140	140	140
应付款项	2,506	3,277	2,201	1,879	1,909	1,995
其他流动负债	1,021	1,082	357	485	551	643
流动负债	3,728	4,580	2,689	2,504	2,601	2,778
长期贷款	249	143	268	448	348	248
其他长期负债	251	292	263	176	137	111
负债	4,228	5,016	3,220	3,127	3,086	3,137
普通股股东权益	6,304	8,631	8,363	7,664	7,376	7,374
其中：股本	466	467	469	469	469	469
未分配利润	4,240	6,396	6,209	5,420	5,132	5,130
少数股东权益	219	243	185	180	175	170
负债股东权益合计	10,751	13,891	11,768	10,971	10,636	10,681

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	4.767	5.893	1.372	-0.761	0.318	1.110
每股净资产	13.540	18.477	17.840	16.545	15.921	15.918
每股经营现金净流	4.485	4.170	2.626	1.934	3.902	4.061
每股股利	1.280	1.780	0.880	0.930	0.930	1.100
回报率						
净资产收益率	35.21%	31.89%	7.69%	-4.60%	2.00%	6.97%
总资产收益率	20.65%	19.82%	5.47%	-3.21%	1.38%	4.81%
投入资本收益率	34.28%	32.40%	8.63%	7.16%	7.35%	7.55%
增长率						
主营业务收入增长率	44.88%	29.58%	-44.82%	-10.16%	4.11%	3.15%
EBIT 增长率	52.58%	25.97%	-74.35%	-29.28%	8.14%	1.37%
净利润增长率	47.03%	24.02%	-76.63%	N/A	N/A	249.47%
总资产增长率	61.93%	29.21%	-15.28%	-6.77%	-3.06%	0.42%
资产管理能力						
应收账款周转天数	112.5	137.9	264.2	250.0	220.0	190.0
存货周转天数	16.9	15.6	22.0	16.8	16.5	16.2
应付账款周转天数	113.3	109.3	170.0	125.0	120.0	120.0
固定资产周转天数	48.2	40.7	70.9	65.4	46.2	27.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-33.79%	-28.89%	-24.09%	-23.81%	-39.25%	-53.91%
EBIT 利息保障倍数	277.1	-280.2	-857.1	139.2	400.7	-91.9
资产负债率	39.33%	36.11%	27.37%	28.50%	29.01%	29.37%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	5	13	19	44
增持	0	1	2	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.17	1.13	1.17	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究