

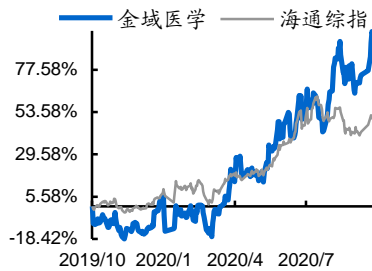
投资评级 优于大市 首次覆盖

疫情受益明显，ICL 龙头金域医学稳步前行

股票数据

10月20日收盘价(元)	112.71
52周股价波动(元)	46.66-118.33
总股本/流通A股(百万股)	459/459
总市值/流通市值(百万元)	51789/51789

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	6.3	19.7	28.6
相对涨幅(%)	5.1	17.2	26.1

资料来源: 海通证券研究所

投资要点:

- **国内 ICL 行业开创者，营收八年增长 5 倍。** 公司是国内 ICL 行业规模最大，检验项目及技术平台最齐全的第三方医学检验机构，已建立起基本覆盖全国的实验室和冷链物流体系，营收从 2012 年的 9.8 亿增长至 2019 年的 52.7 亿，CAGR 达 27.2%，归母净利润从 0.4 亿增长至 4.0 亿，CAGR 达 37.2%。我们测算，2020 年前三季度核酸检测业务对金域营收贡献有望达 20 亿。
- **医保控费+分级诊疗+技术进步，“三驾马车”驱动渗透率增长，行业发展将维持高增速。** 国内 ICL 市场 8 年 CAGR 超 35%，但相比发达国家 40% 以上行业渗透率，我国仅 5% 左右。随着医保控费和分级诊疗政策的推进以及检验技术的创新，行业渗透率的提升空间巨大。我们预计 ICL 行业短期潜在市场为 271 亿元，行业增速继续维持在 30% 以上。
- **特检业务快速增长，未来潜力可期。** 公司特检业务营收增长明显，12-16 年营收 CAGR 达到 35.3%，高于同期普检增速。特检营收占比持续增长，2017 年 H1 特检营收占比达到 44.4%，未来有望持续拉动业绩增长。
- **核心实验室效益提高，前期培育实验室迎来收获期。** 截止 2017 年上半年，公司实验室盈利 20 家，亏损 17 家，亏损实验室多为 2014 年后建立。实验室从建立到盈利一般需要 3-5 年的培育期，我们认为，金域医学前期培育实验室将陆续扭亏转盈，与核心实验室的效益提高一同增厚公司利润。
- **新冠核酸检测业务继续超预期，下半年利润贡献可期。** 我们预计上半年新冠检测 1100 万例，H1 新冠检测收入约 12.4 亿元，毛利率达 53.3%。受广大师生开学返校和疫情反复的影响，我们预计公司第三季度核酸检测量约为 1050 万例。下半年核酸检测业务仍有较大需求，我们预计全年新冠核酸检测业务收入 23 亿元以上，贡献净利润 7 亿元以上。
- **盈利预测。** 我们预计 2020 年公司业绩受疫情核酸检测业务影响将同比大幅上涨，2021 年在疫情趋缓影响下公司业绩将回归正常发展，预计 2020-2022 年归母净利润分别为 11.3 亿元、8.2 亿元、9.5 亿元，EPS 分别为 2.45、1.78、2.07 元/股。基于公司为 ICL 龙头，业务能力领先行业，实验室经营效率不断提高，未来有望实现信息化成为精准医疗平台型企业，我们给予公司 2020 年 6.5-7.5 倍 PS，合理价值区间 128.64-148.43 元/股，低于可比公司 PS 水平，给予“优于大市”评级。
- **风险提示：** 分级诊疗政策推进不及预期；医保控费导致检验服务价格下降超预期；行业竞争激烈程度持续恶化；新建实验室因内部管理或外部原因盈利不达预期。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4525	5269	9094	8062	9155
(+/-)YoY(%)	19.3%	16.4%	72.6%	-11.4%	13.6%
净利润(百万元)	233	402	1127	819	953
(+/-)YoY(%)	23.8%	72.4%	180.1%	-27.4%	16.4%
全面摊薄 EPS(元)	0.51	0.88	2.45	1.78	2.07
毛利率(%)	38.8%	39.5%	45.9%	43.1%	43.1%
净资产收益率(%)	12.2%	17.7%	33.7%	19.7%	18.6%

资料来源: 公司年报(2018-2019)，海通证券研究所
备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

分析师: 余文心

Tel: (0755) 82780398

Email: ywx9461@htsec.com

证书: S0850513110005

联系人: 孟陆

Tel: 86 10 56760096

Email: ml13172@htsec.com

联系人: 梁广楷

Tel: (010) 56760096

Email: lgg12371@htsec.com

目 录

1. 前言	7
2. 厚积薄发，公司利润步入增速快车道	7
2.1 领跑行业十余年，打造“医检+”生态圈	7
2.2 营收八年增长 5 倍，利润增长空间大	9
2.3 全国覆盖实验室+冷链物流，铸就龙头护城河	10
2.4 客户为中心，营销模式加速转型	11
2.5 试剂成本总体下降，上游渠道合作成效凸显	12
2.6 预计核酸检测业务全年营收超 23 亿元，贡献净利润超 7 亿元	13
3. ICL 渗透率有望提升，短期潜在市场规模 271 亿，行业维持高景气	13
3.1 ICL 行业发展快速，未来潜力巨大	13
3.1.1 ICL 集约化、专业化优势显著	13
3.1.2 国内 ICL 行业 8 年 CAGR 超 35%，渗透率 5%提升空间大	14
3.1.3 国家政策鼓励行业快速发展	15
3.2 医保控费+分级诊疗+技术进步，“三驾马车”驱动 ICL 行业持续增长	15
3.2.1 ICL 市场主要增量的“三驾马车”	15
3.2.2 医保控费的推进有望在短期刺激渗透率提升	16
3.2.3 分级诊疗蓄势待发，渗透率未来改善空间巨大	19
3.2.4 医学检验技术更新换代驱动 ICL 行业长期增长	19
3.3 行业潜在空间广阔，将维持高速增长	21
3.3.1 行业短期潜在市场空间可达 271 亿元	21
3.3.2 预期行业增速继续维持 30%以上	21
4. 寡头格局稳定，先发优势明显	22
4.1 行业壁垒高企，后来者难以弯道超车	22
4.2 ICL 市场高度集中，CR4 约为 70%	22
4.3 龙头先发优势明显，多方面行业领先	23
5. 从海外现状看行业未来发展趋势	25
5.1 院外 To C 市场带来新兴增长点	25
5.2 医学检验协同 CRO 赋能创新药物研发	25
6. 特检业务快速增长，龙头扬帆远航	25
6.1 特检业务属于依靠技术发展+研发投入的增量市场	26
6.2 特检行业前景可期，市场逐步扩容	27
6.3 金域特检占比提升明显，驱动诊断业务发展	28
7. 前期培育收获在即，潜在增长含苞待放	29
7.1 核心实验室效益提高，前期培育实验室进入收获期	29
7.2 深化变革，以疾病为导向，综合服务辅助临床诊疗	32
7.3 海量数据赋能，打造精准医疗平台	32
8. 盈利预测与投资建议	33
9. 风险提示	35

财务报表分析和预测 36

图目录

图 1	深耕 ICL 行业 10 余年，质量卓越打造黄金品牌.....	8
图 2	创始人兼实控人梁耀铭合计控制公司 37.40%的股权	8
图 3	八年营收增长 5 倍，CAGR 达 27.2%.....	9
图 4	成本控制见成效，费用率平稳下降	10
图 5	毛利率、净利率总体向好，未来可期.....	10
图 6	分层有序管理，各级实验室协作方式成熟	10
图 7	实验室+冷链物流中心覆盖面广，先发优势强.....	11
图 8	物流建设成效显著，单位物流成本逐年下降.....	11
图 9	按比例加大学术推广投入，费用处于可控区间	12
图 10	主要试剂采购成本价格变化 (%)	12
图 11	ICL 诞生于专业化分工	13
图 12	ICL 具有成本优势、质量优势和技术优势	14
图 13	我国 ICL 行业市场规模增速常年在 30%以上.....	14
图 14	我国 ICL 数量增长迅速	14
图 15	2018 年，我国 ICL 市场渗透率仅约 5%.....	15
图 16	公立医院检查收入逐年稳定增长.....	15
图 17	医疗机构选择将检验项目外包的三种主要情形	16
图 18	金城医学各类服务项目平均单价有不同幅度下降	17
图 19	金城医学主要服务平均单价呈下降趋势	17
图 20	医保控费对 ICL 行业空间增长的贡献呈“倒 U 型”.....	17
图 21	医保控费长期持续，渗透率增长存在瓶颈	17
图 22	近年来各省所发 DRG 相关政策数量出现高峰	18
图 23	美国经历 20 世纪 80 年代控费后 ICL 市场渗透率大幅提升	18
图 24	医疗机构诊疗人次数变化情况显示资源不均仍未得到明显改善.....	19
图 26	ICL 能提供的检验项目种数远超医院	20
图 27	各级医院可提供检验项目类型	21
图 28	ICL 行业五大行业壁垒	22
图 29	2018 年 ICL 市场高度集中，CR4 约为 70%.....	23
图 30	2019 年国内前四名 ICL 公司实验室数量	23
图 31	金城医学收入体量大幅领先，增速趋于平稳.....	24

图 32	迪安诊断拥有成本优势，毛利率略高于金城医学	24
图 33	金城医学应收账款周转率（次）显著高于迪安诊断	24
图 34	金城医学应付账款周转率（次）显著低于迪安诊断	24
图 35	美国医学检验市场分布中院外检验占据主流	25
图 36	医学检验与 CRO 可形成正反馈闭环	25
图 37	普检项目中临床免疫、血清学专业项目最多	26
图 38	四大 ICL 企业研发人员呈增长态势（人）	27
图 39	四大 ICL 企业研发人员占比总体增长（%）	27
图 40	四大 ICL 企业研发费用呈增长态势（亿元）	27
图 41	四大 ICL 企业研发费用占营收比例增长（%）	27
图 43	特检收入占比不断增加，2017 年 H1 达到 44.4%	29
图 44	理化质谱、基因组学毛利率高于总体毛利率	29
图 46	典型实验室成立 5-11 年营收、净利润及净利率变化图	30
图 47	核心实验室收入占比在 55%左右	31
图 48	核心实验室贡献公司主要净利润	31
图 49	核心实验室近年盈利稳定增长	31
图 50	非核心实验室于 2019 年扭亏为盈	31
图 51	核心实验室净利润率显著高于公司整体净利润率	31
图 52	金城医学布局八大疾病线	32
图 53	金城医学检验数据资源丰富	32
图 54	产业生态位得天独厚，精准医疗平台初具雏形	33

表目录

表 1	“医检+”生态圈布局稳健推进, 有望对利润作出新的贡献.....	9
表 2	差异化实验室解决方案, 满足不同医疗机构需求	11
表 3	积极参与疾病协作网建设, 学术营销加速市场横向拓展.....	12
表 4	国家政策鼓励 ICL 行业发展.....	15
表 5	取消医用耗材加成, 医保支付方式改革逐步推进	16
表 6	部分地区医疗服务价格改革中对检验类项目价格进行了较大幅度的调降	17
表 7	部分近年来各省份出台的 DRG 相关政策	18
表 8	短期潜在市场空间可达 271 亿元	21
表 9	行业可维持 30%左右的高速增长.....	22
表 10	金域医学先发优势明显, 多方面处于行业领先地位.....	23
表 11	两大头部连锁 ICL 公司对比.....	23
表 12	特检需求潜力大, 对技术水平要求高.....	26
表 13	金域特检营收 2012-2016 年 CAGR 高于普检	28
表 14	金域医学实验室营收、利润数据模型测算	30
表 15	分项盈利预测表 (亿元)	34
表 16	可比公司估值表	34

1. 前言

2020年初新冠疫情从武汉爆发并迅速蔓延全球，疫情暴露出医疗机构检验能力短板，相比于国内医疗机构，专业的第三方医学检验实验室（ICL）携降本增效的优势，可以为社会提供容量更大、质量更优的医学检验服务。

近年来，ICL行业在国家政策的扶持和资本热度的推动下快速发展，行业龙头金域医学凭借突出的检验能力和优质的综合服务一骑绝尘，在可检验项目数、年检验样本量等多个方面领先全国。

公司在跑马圈地的扩张式发展后，战略转向精耕细作以提升服务质量。我们看好公司“以客户为中心，以临床和疾病为导向的多技术平台整合，并提供卓越服务”的发展战略并认为公司将维持高速增长。

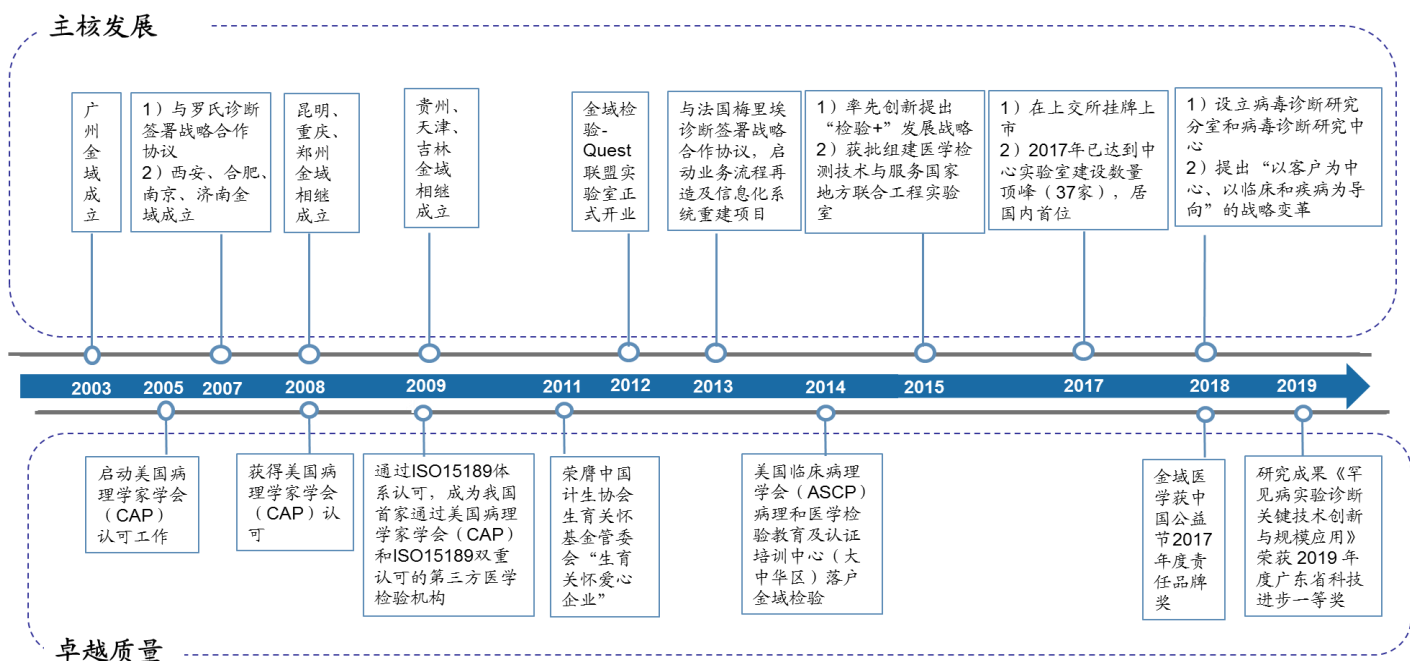
本篇报告将重点解决以下问题：

- 1) 目前ICL行业市场格局如何？市场空间及增长驱动力在哪里？
- 2) 特检与普检区别在哪里？公司特检业务的竞争力如何？
- 3) 公司的增长是否可持续，未来的增长点在哪里？
- 4) 核酸检测业务对公司短期业绩的提升程度？

2. 厚积薄发，公司利润步入增速快车道

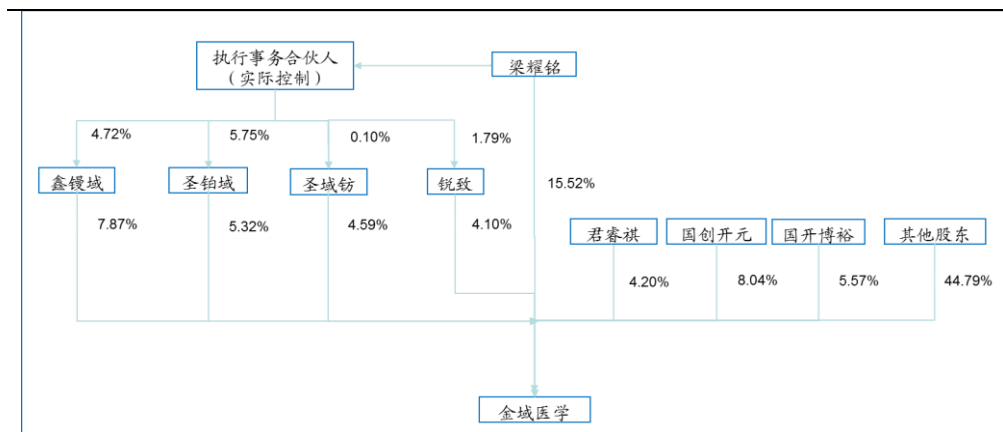
2.1 领跑行业十余年，打造“医检+”生态圈

公司开创国内第三方检验先河，领跑ICL行业十余年。金域医学2003年成立，以第三方医学检验及病理诊断业务为核心，是国内ICL行业规模最大、覆盖市场最广、国内外认证最多、检验项目及技术平台最齐全的第三方医学检验机构。截至2020年上半年，公司已在全国建立37家中心实验室，服务90%上人口所在区域，已为全国超过23000家医疗机构等客户提供2700多项高水平医学检验及病理诊断服务，年检测标本量超7000万例，获得国内外认证认可证书38张，出具的检测报告获得全球50多个国家和地区认可。

图1 深耕 ICL 行业 10 余年，质量卓越打造黄金品牌


资料来源：公司官网，公司年报（2017、2019），海通证券研究所

创始人医学背景出身，恒行致远力造 ICL 龙头。创始人兼实控人梁耀铭直接控制公司 15.52%的股份，并通过鑫锷域、圣铂域、圣域钊、锐致间接控制公司共 21.88%的股份，合计控制公司 37.40%的股权，管理层及战略目标稳定清晰。

图2 创始人兼实控人梁耀铭合计控制公司 37.40%的股权

 资料来源：公司年报（2019），海通证券研究所
 注：以上数据截止 2019 年年末

公司以 ICL 为主航道，率先构建“医检+”生态圈。公司坚持医检服务为主方向，在覆盖全国的同时，推进实验室网络科学化布局，优化产能结构，提升服务效能，打造具有金域特色的技术、服务和管理能力的精准医学中心共建模式。此外，公司还通过大技术平台、大服务网络和大样本、大数据库，加快大样本、大数据在医检技术创新、人工智能方面的应用。公司不断完善临床药物试验、卫生检验、健康体检、司法鉴定等关联产业的发展，“医检+”生态圈的建设有望成为公司利润未来新增长点。

表 1 “医检+”生态圈布局稳健推进,有望对利润作出新的贡献

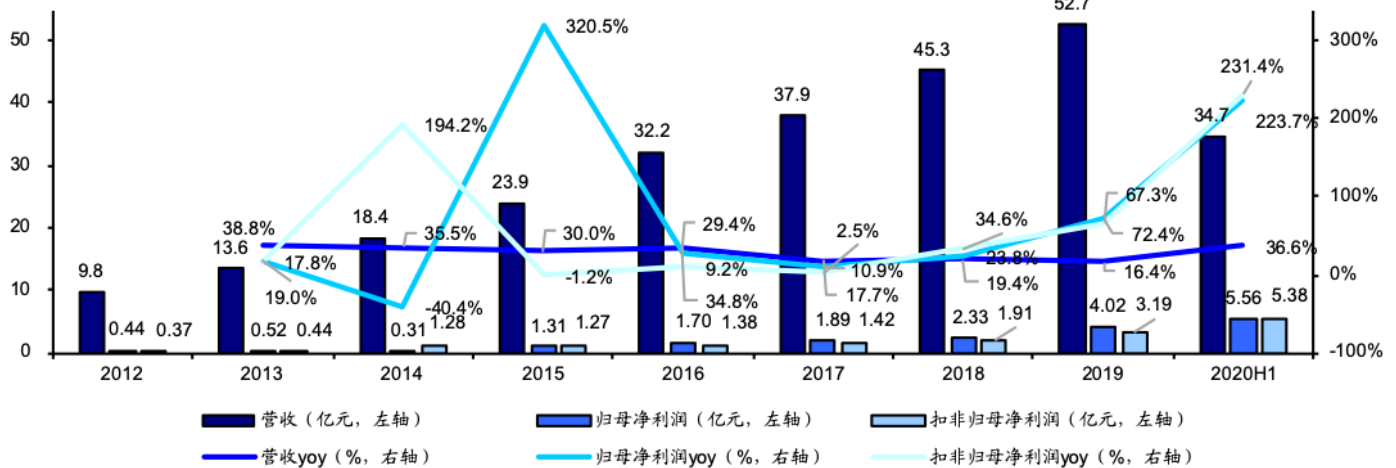
业务名称	主要服务及产品	具体内容	业务实现平台
临床试验研究	对参与新药临床试验阶段的标本进行相应的检验检测	为各大制药企业提供临床试验阶段的中心实验室检验服务	广州金域、上海金域
司法鉴定	对检验标本进行司法鉴定相关的检验检测	为客户提供亲子鉴定以及毒物检测等检验检测服务	圣鑫生物
食品卫生检测	对食品、药品、化妆品等进行安全性检测	为工商部门、食品卫生检查部门提供食品、药品、化妆品等的安全抽样检查,同时也为食品、药品、化妆品生产企业提供抽样前安全检查	广州金域、金至检测
健康体检	为个人消费者提供健康体检服务	通过体检营业部为个体提供健康体检服务	金域体检
医疗冷链物流	医疗冷链物流服务	对外提供医疗冷链物流配送服务	金域达物流
人工智能辅助诊断	AI 辅助癌症筛查服务等	深度挖潜公司大样本、大数据,开发 AI 辅助癌症等筛查模型	/

资料来源:公司招股说明书、公司年报(2019),海通证券研究所

2.2 营收八年增长 5 倍,利润增长空间大

公司业绩增长明显,高质量耕耘红利突出。2012-2019 年,公司营收从 9.8 亿增长到 52.7 亿,CAGR 达 27.2%,归母净利润从 0.4 亿增长到 4.0 亿,CAGR 达 37.2%。政策利好及消费需求增加助力行业快速发展,公司抓住发展机遇,坚守医学检验业务主航道,高质量发展驱动公司 2019 年归母净利润高速增长(+72.4%)。

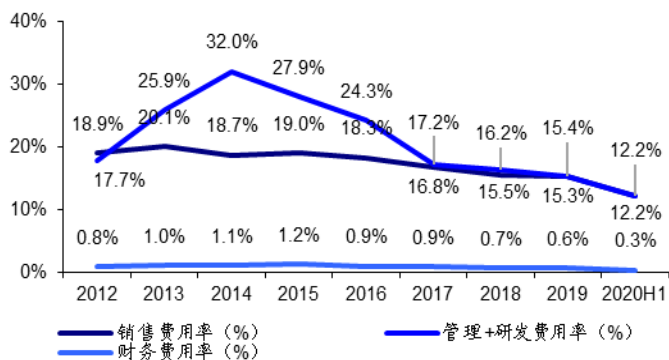
图3 八年营收增长 5 倍,CAGR 达 27.2%



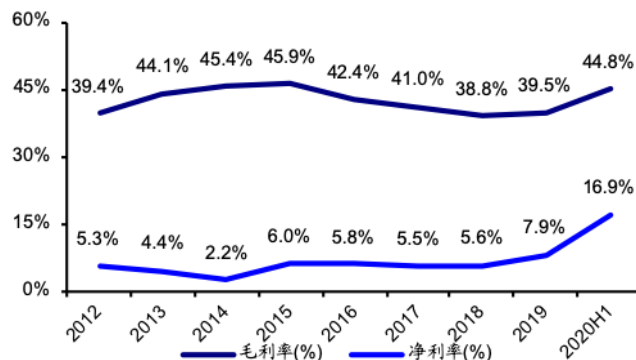
资料来源:Wind,海通证券研究所

费用控制成效显著,利润增长空间可期。2015 年以来,公司费用率逐年下降,2019 年销售费用率为 15.3%、管理+研发费用率为 15.4%。

高质量发展成果显现,项目结构、客户结构优化,毛利率、净利率保持积极向好的发展趋势。公司省级实验室前期已基本布局完毕,固定资产投入和人员增长放缓,固定资产使用效率和人员效率提升,高端项目和优质客户收入占比不断提升。毛利率由 2018 年的 38.8%提升至 2019 年的 39.5%,净利率由 2018 年 5.6%提升至 2019 年的 7.9%。

图4 成本控制见成效，费用率平稳下降


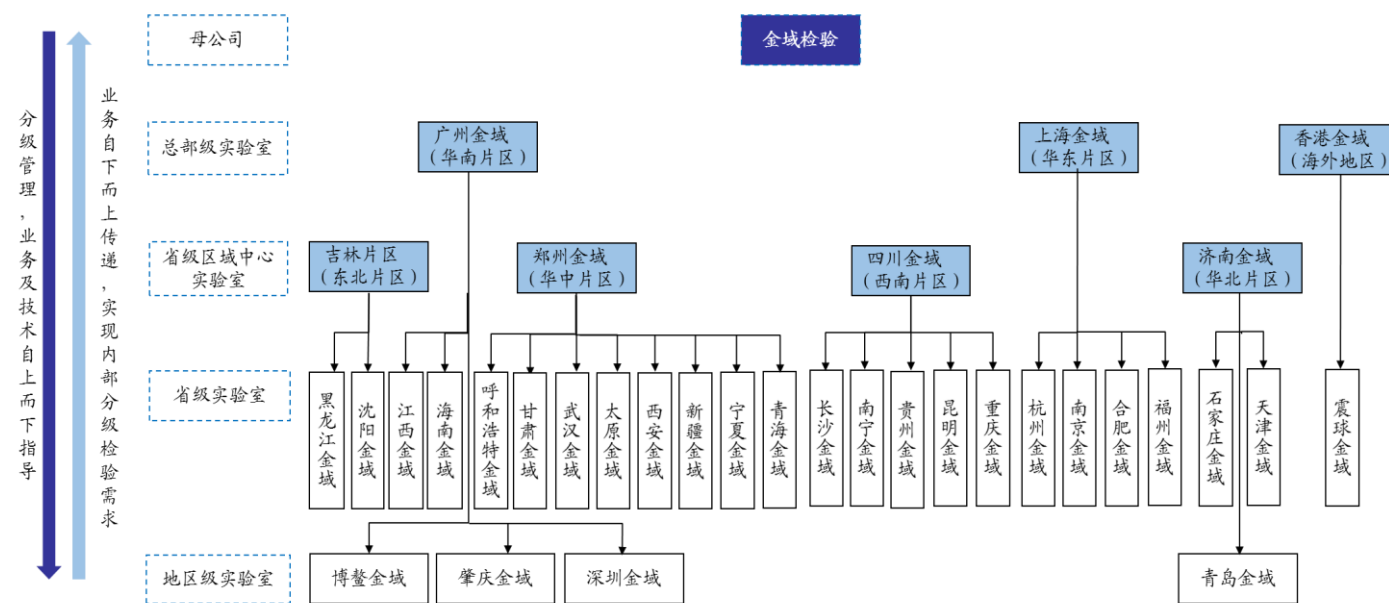
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图5 毛利率、净利率总体向好，未来可期


资料来源: Wind, 海通证券研究所

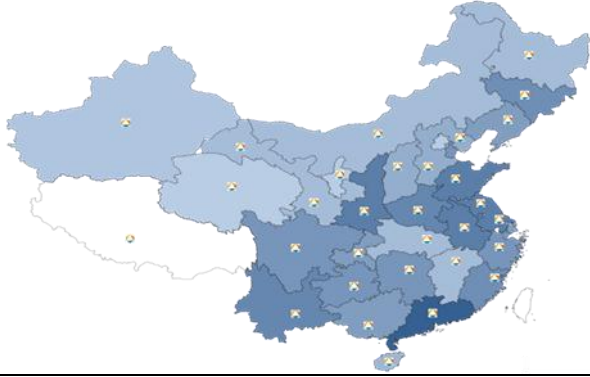
2.3 全国覆盖实验室+冷链物流，铸就龙头护城河

科学管理实验室网络，满足技术与业务需求。公司实验室从规模和能力上分为总部级、省级区域中心、省级以及地区级实验室。技术端自上而下，总部级实验室负责将医学检验技术依次向各级实验室传导；需求端自下而上，省级和地区级实验室辐射区域内的常规检验需求，同时根据该区域流行病特征发展特色性检验学科。

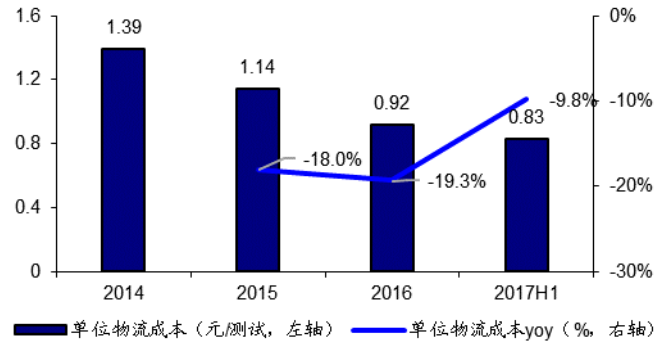
图6 分层有序管理，各级实验室协作方式成熟


资料来源: 公司招股说明书, 海通证券研究所

公司医疗冷链物流体系全国领先，覆盖最广辐射最深。检测标本运输是 ICL 服务的重要环节，冷链物流的发展促进了整个行业的高速发展。根据公司 2019 年年报，国外 ICL70%的标本是通过第三方物流运输，目前国内的实验室样本大多由各实验室自行运输。相比之下，公司遍布全国的实验室与冷链物流网络助力服务半径扩大、检验效率提高，凸显规模优势。公司单位物流成本从 2014 年的 1.39 元/测试降低到 2017 年 H1 的 0.83 元/测试，成本优势保证了公司在业内的领先地位。

图7 实验室+冷链物流中心覆盖面广，先发优势强


资料来源：公司招股说明书，公司官网，海通证券研究所
 注：金域图标代指冷链物流点，蓝色深浅表示各实验室成立时间早晚

图8 物流建设成效显著，单位物流成本逐年下降


资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

2.4 客户为中心，营销模式加速转型

公司营销战略模式新颖，加速落实节点突破。自2017年起，公司制定了以客户为中心、以临床和疾病为导向的营销战略，可持续性地深耕客户需求。公司以顾客需求为牵引，打造优质产品，重点推进疾病线建设，2019年共完成100多个套餐的升级或新项目开发，围绕产品战略，从项目开发、TAT、服务、价格上提升产品竞争力，为营销服务提供保障。

分层次营销布局，加强客户粘性。针对三级医院，公司加大满足临床需求的产品开发力度，进一步优化关键项目的TAT，推动临床咨询服务团队建设，联合顶级医院和专家搭建重点疾病会诊平台，为三级医院提供临床服务；针对二级医院，着力巩固针对二级医院的营销服务能力，大力推动医院临床专科诊疗能力，从而提升与医院的合作粘性，积极应对医院回收。此外，对县域医共体检验病理整体共建、区县医院检验病理共建和平台共建等多种县域共建模式及营销策略加以总结和推广，持续发力。

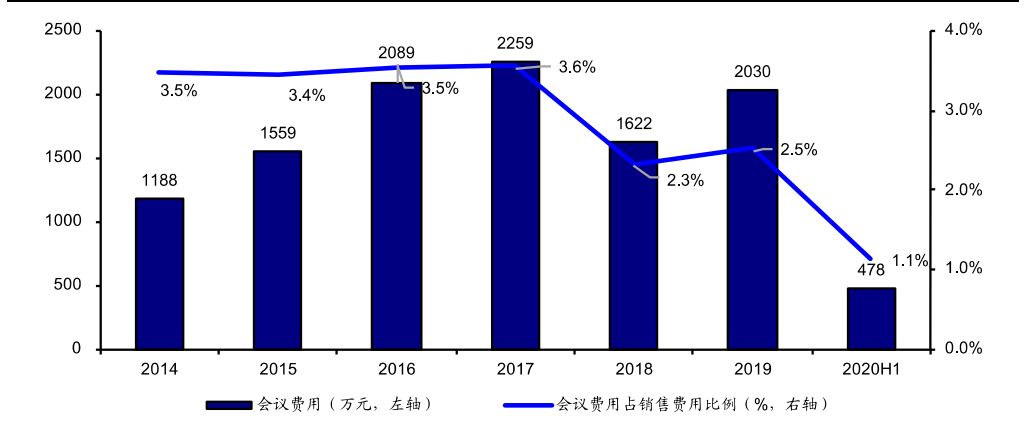
表2 差异化实验室解决方案，满足不同医疗机构需求

医疗机构	合作模式
三级医院	精准医学中心 区域检验病理中心
二级医院	全实验室共建 区域远程病理协作网
一级医院及基层医疗机构	城市社区协作网

资料来源：公司官网，海通证券研究所

学术推广稳步进行，市场扩容未来可期。公司积极通过组织学术会议、科研论坛等学术推广活动，提高公司的市场认可度和品牌价值，同时借助学术推广活动引导临床医生认知创新检验项目；承担与医院合作的科研项目，为临床医生提供增值服务提升客户满意度，及时了解临床需求，有针对性的进行研发。

图9 按比例加大学术推广投入，费用处于可控区间



资料来源：公司招股说明书，公司年报（2017、2018、2019），海通证券研究所

表3 积极参与疾病协作网建设，学术营销加速市场横向拓展

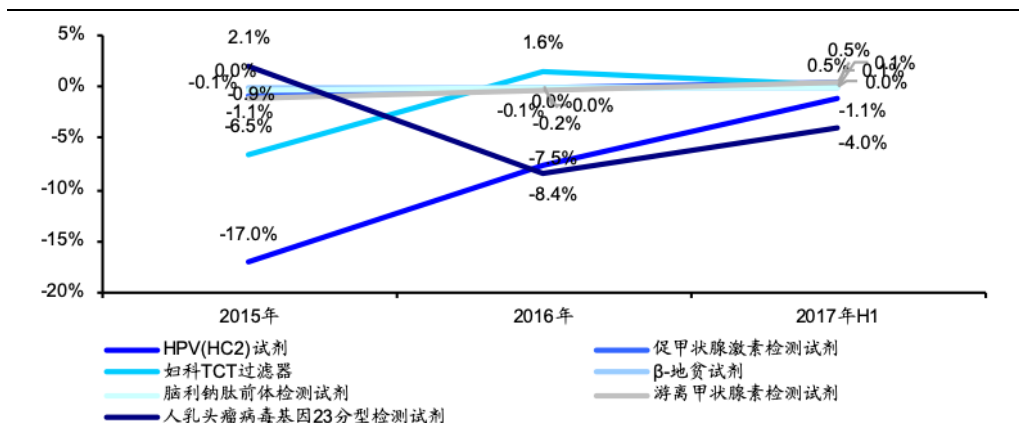
年份	组织名称
2018	噬血细胞综合症中国专家联盟
	中国肾脏病大数据协作网
	国家心血管中心高血压专病医联体
	中国风湿免疫病医联体联盟
	中国妇幼健康生殖免疫专科联盟
	国家消化道早癌防治中心联盟
2019	肝炎诊断创新与临床转化联盟
	中国母婴健康协作网
	中国医药教育协会生殖内分泌协作网
	国家神经免疫与感染疾病联盟
	中国罕见病联盟

资料来源：公司年报（2018、2019），海通证券研究所

2.5 试剂成本总体下降，上游渠道合作成效凸显

试剂采购单价稳定，总体呈下降趋势。随着业务规模与采购量的增长，公司与供应商的议价能力增强，同时国产替代趋势明显，公司采购试剂价格总体上呈下降趋势。此外，公司 NIPT 业务对应试剂采购数量逐年增长，得益于技术不断成熟和市场竞争加剧，单价快速下降。

图10 主要试剂采购成本价格变化 (%)



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

2.6 预计核酸检测业务全年营收超 23 亿元，贡献净利润超 7 亿元

我们预计 2020H1 核酸检测收入已超 12 亿元，毛利率约 53.3%，净利率约 34.8%，估计贡献净利润达 4 亿元。由于 2020H1 财务数据已确定，我们依据 2019H1 财务数据对公司 2020H1 常规业务营收情况进行估计，推导出核酸检测部分的营收情况，再结合检测例数，得到了对核酸检测业务的单价、单位成本等数据的近似估计。

我们预计全年核酸检测贡献收入超 23 亿元，贡献 7 亿元以上的净利润，其中下半年，收入超 10 亿元，净利润有望超 3 亿元。受广大师生开学返校和疫情反复的影响，我们预计公司第三季度核酸检测量约为 1050 万例。基于 2020H1 营收拆分得到的数据以及合理预测，我们估计下半年公司核酸检测收入将超 10 亿元。

3. ICL 渗透率有望提升，短期潜在市场规模 271 亿，行业维持高景气

3.1 ICL 行业发展快速，未来潜力巨大

3.1.1 ICL 集约化、专业化优势显著

ICL 位于医疗产业链的中游，上游为检验试剂、检验仪器等原材料生产商，下游为直接为患者提供医疗服务的机构。

图11 ICL 诞生于专业化分工



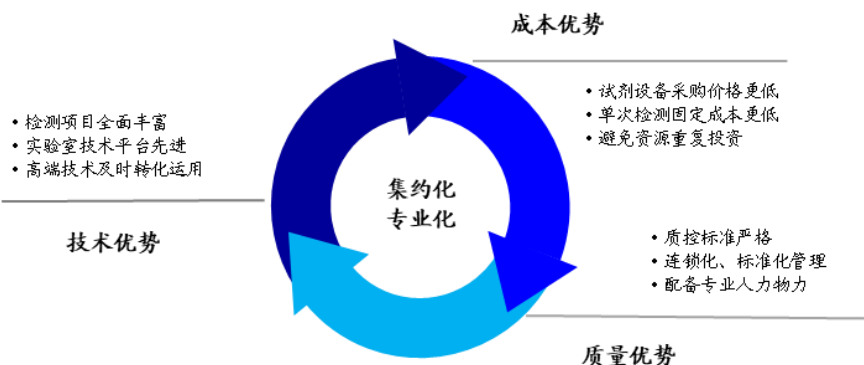
资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

相对于其他医疗机构，ICL 专注于医学检验服务，具有集约化和专业化的特点：

- (1) **集约化经营控制成本：**与医疗机构检验科相比，ICL 通过集约化经营对成本进行有效控制。一方面通过集中采购增强上游议价权，降低采购试剂仪器的价格；另一方面将分散于各医疗机构的同类检验集中完成，降低单次检验成本。
- (2) **专业化检验提升水平：**质量上，ICL 具有严格的质控标准，进行规范化管理，使检测结果的可靠性、一致性和及时性更佳；技术上，ICL 配备专业人员、先进技术平台，可检测项目种类远超各类医疗机构检验科。

从规模经济与成本效率的角度出发，医学检验业务向集约化、专业化的 ICL 集中是医学检验行业发展的重要趋势。

图12 ICL 具有成本优势、质量优势和技术优势

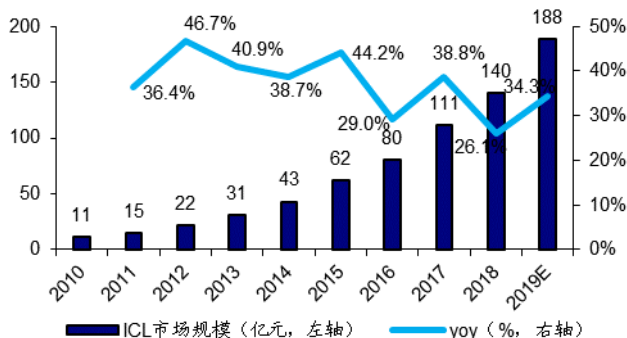


资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

3.1.2 国内 ICL 行业 8 年 CAGR 超 35%，渗透率 5%提升空间大

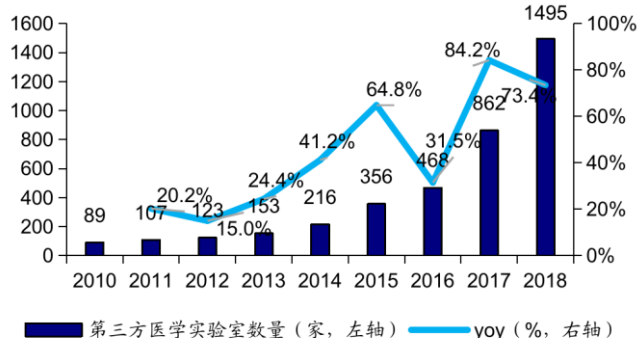
自 2013 年 10 月发布的《国务院关于促进健康服务业发展的若干意见》中首次明确提及大力发展第三方服务并引导发展专业的医学检验中心以来，社会资本投资 ICL 热情高涨，行业快速发展，市场规模增速常年保持在 30%以上，以 2010 年的市场规模为基础，8 年 CAGR 超 35%。与此同时，近年来国内第三方医学实验室数量增长迅速，截止 2018 年，国内第三方医学实验室数量已达 1495 家。

图13 我国 ICL 行业市场规模增速常年在 30%以上



资料来源：前瞻产业研究院，公司年报（2018），海通证券研究所

图14 我国 ICL 数量增长迅速

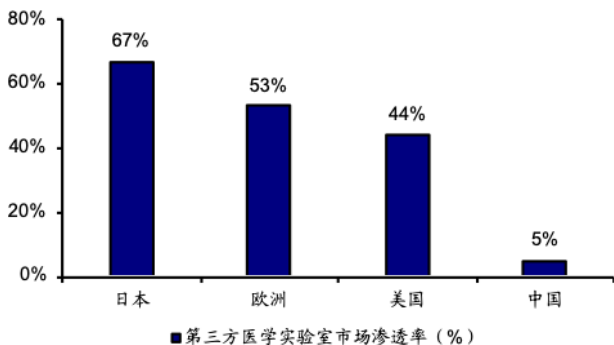


资料来源：前瞻产业研究院，卫健委卫生发展研究中心，海通证券研究所

相较发达国家成熟市场，我国 ICL 市场未来发展空间巨大。美国、欧洲、日本等发达国家的医疗资源较为分散，医疗机构中社区医院和私人诊所的占比较高，这类医疗机构往往医学检测能力薄弱，故选择将医学检验服务外包的比例较高。根据前瞻产业研究院数据，国外 ICL 行业的市场渗透率在 44%~67%。而我国目前大部分优质医疗资源和检验样本仍集中在三甲医院等大型医疗机构，ICL 行业在我国的市场渗透率仅为 5%左右，未来发展空间巨大。

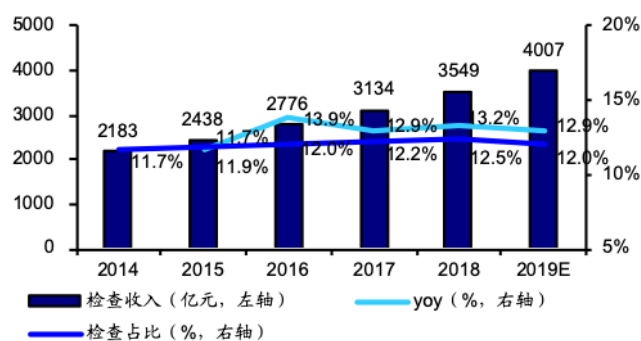
国内 ICL 行业市场规模增速远超公立医院检查收入增速，一定程度上说明公立医院总体外包动力较为强劲，ICL 行业市场渗透率增长趋势向好。

图15 2018年,我国ICL市场渗透率仅约5%



资料来源: 前瞻产业研究院, 海通证券研究所

图16 公立医院检查收入逐年稳定增长



资料来源: 中国卫生统计年鉴(2019), 海通证券研究所

3.1.3 国家政策鼓励行业快速发展

自2009年正式承认ICL的法律地位后,我国出台系列政策鼓励ICL快速发展。近年来,国家一直鼓励社会力量进入医疗领域并逐步加大政府向社会力量购买服务的力度。在国家政策的支持和推动下,ICL行业必将成为我国医疗卫生系统中不容忽视的重要组成部分。

表4 国家政策鼓励ICL行业发展

时间	文件名称	内容要点
2009年12月	《医学检验所基本标准(试行)》	首次确立了医学检验所合法地位。
2013年9月	《关于政府向社会力量购买服务的指导意见》	教育、就业、社保、医疗卫生、住房保障、文化体育及残疾人服务等基本公共服务领域,要 逐步加大政府向社会力量购买服务的力度。
2013年10月	《国务院关于促进健康服务业发展的若干意见》	首次提出大力发展第三方医学服务,引导发展专业的医学检验中心。
2015年6月	《国务院办公厅印发关于促进社会办医加快发展若干政策措施的通知》	建立区域性检验检查中心,面向所有医疗机构开放。 鼓励公立机构与社会办医疗机构开展合作,实现医学检验结果互认等资源共享。
2015年9月	《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和病理诊断机构,实现区域资源共享。
2016年7月	《国家卫生计生委关于印发医学检验实验室基本标准和管理规范(试行)的通知》	鼓励医学检验实验室和其他医疗机构建立协作关系, 由医学检验实验室为基层医疗卫生机构等提供检查检验服务。 鼓励医学检验实验室形成连锁化、集团化,建立规范化、标准化管理与服务模式。
2016年12月	《“十三五”卫生与健康规划》	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年4月	《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》	医联体内可建立检查检验中心 ,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年6月	《关于进一步改革完善医疗机构、医师审批工作的通知》	医疗机构可以委托独立医学检验实验室提供医学检验服务。
2019年5月	《城市医疗联合体建设试点工作方案》	鼓励由牵头医院设置或者社会力量举办医学检查检验、病理诊断等中心 ,为医联体内各医疗机构提供同质化、一体化服务。

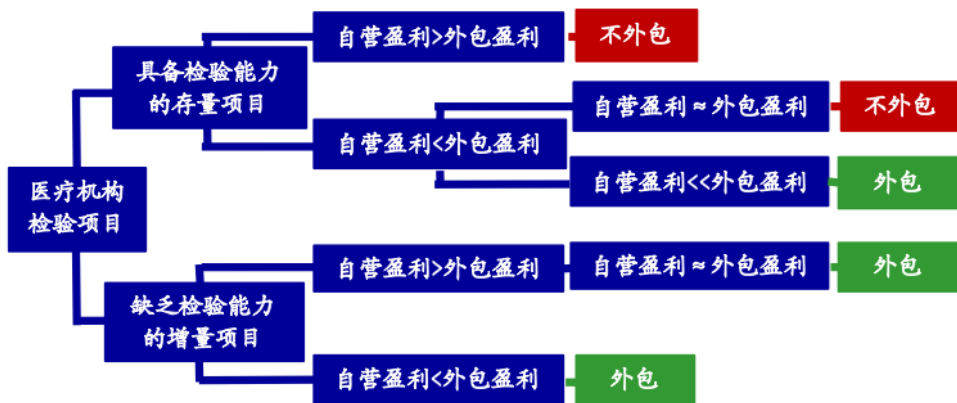
资料来源: 国务院, 卫健委, 中医药管理局, 海通证券研究所

3.2 医保控费+分级诊疗+技术进步,“三驾马车”驱动ICL行业持续增长

3.2.1 ICL市场主要增量的“三驾马车”

从医疗机构角度进行分析,假设: a) 经济因素为主要考虑因素; b) ICL公司具有成本优势且存在市场竞争,不会出现医疗机构自营项目盈利>>外包项目盈利的情况; c) 考虑医疗机构引入新项目的初始启动成本 e.g. 仪器设备、人员、场地等; d) 考虑自营带来的便利性, e.g. 沟通便捷、无运输时间成本等。

图17 医疗机构选择将检验项目外包的三种主要情形



资料来源：海通证券研究所

我们认为，医疗机构对下列两种项目外包动力强：①项目外包盈利远大于自营盈利的存量项目；②自身缺乏检验能力的增量项目。

结合各类医疗机构的自身特点，我们归纳出下列三种情形将会是驱动 ICL 市场增长的“三驾马车”：

1. 医保控费压力下，医疗机构存量检验项目盈利水平恶化导致存量检验项目外包；
2. 分级诊疗政策推动大型医疗机构的存量检验项目需求转化为基层医疗机构的增量检验项目需求；
3. 随着个性化治疗、精准医疗的发展，大型医疗机构涌现增量高端检验项目需求。

3.2.2 医保控费的推进有望在短期刺激渗透率提升

医保控费突出成本优势，促进医疗机构检验服务外包。2018 年国家医保局成立后，医保控费成为大趋势。随着医保支付方式改革，DRG 付费意味着医生对病人诊疗项目的增加将不再带来收入，反而可能会引发成本上升，收益下降。公立医院将有充分的动力开源节流、平衡自身的收入结构。由于医学检验的仪器设备、人员成本以及质量控制等成本较高，医疗机构将倾向于将医学检验业务外包。据卫健委发布的《第三方医学实验室效果评估及经验总结项目报告》，ICL 在“医保+医检”的服务模式下，目前每年可节约医保支出近 1%，超百亿元。

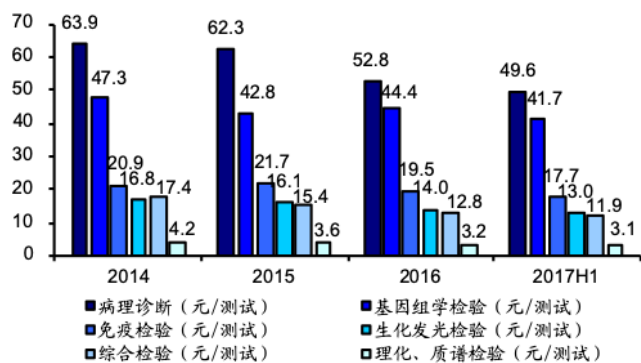
表 5 取消医用耗材加成，医保支付方式改革逐步推进

时间	文件名称	内容要点
2017 年 6 月	《国务院办公厅关于进一步深化基本医疗保险支付方式改革的指导意见》	进一步加强医保基金预算管理，全面推行以按病种付费为主的多元复合式医保支付方式。
2018 年 12 月	《北京医耗联动综合改革实施方案》	取消医用耗材加成、降低医用设备检验项目价格、药品耗材集中采购
2019 年 7 月	《治理高值医用耗材改革方案》	取消公立医疗机构医用耗材加成，2019 年底前实现全部公立医疗机构医用耗材“零差率”销售
2019 年 10 月	《关于印发疾病诊断相关分组（DRG）付费国家试点技术规范和分组方案的通知》	各试点城市要按照统一的技术规范和分组方案开展有关工作
2020 年 6 月	《关于印发医疗保障疾病诊断相关分组（CHS-DRG）细分组方案（1.0 版）的通知》	各试点城市应在 8 月 31 日前向 DRG 付费国家试点技术指导组提交评估报告，经审核同意后方可开展模拟运行阶段的工作。

资料来源：国务院，国家医保局，北京市政府，海通证券研究所

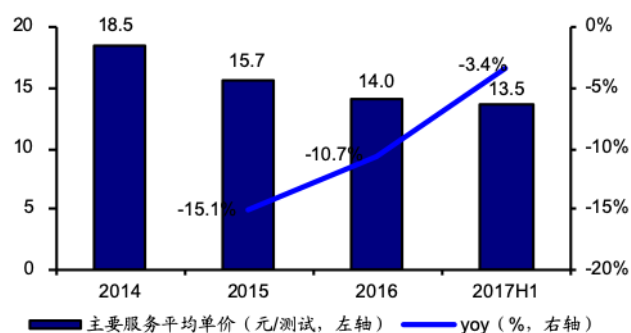
单价下降对检验服务行业有两大利好：推进医疗机构外包检验业务，提高 ICL 渗透率；加速提升行业市场集中度。在医疗体制改革不断深入，医保控费逐步推进等背景下，各地物价部门制定的医学检验项目指导收费标准呈下降趋势。

图18 金城医学各类服务项目平均单价有不同幅度下降



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图19 金城医学主要服务平均单价呈下降趋势



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

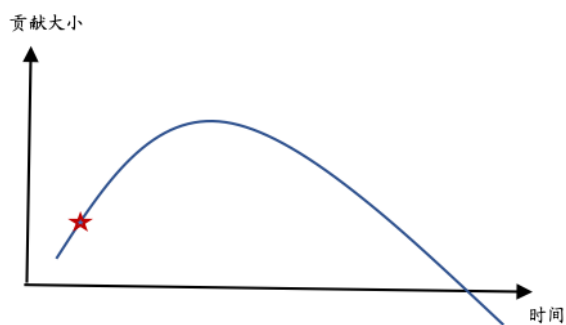
表6 部分地区医疗服务价格改革中对检验类项目价格进行了较大幅度的调降

时间	地区	改革范围	文件名称	内容要点
2016年4月	内蒙古	4个盟市各级公立医疗机构	《内蒙古自治区医疗服务项目价格(试行)2012版》	检验类项目普遍降价,平均降幅10%。如常规传染四项从320元下降至270元,血常规五分类检查从30元降至25元等。
2016年4月	广东东莞	全市各级公立医院	《东莞市城市公立医院医疗服务价格改革方案》	降低大型检查、检验设备检验、检查2类299项,降幅从2.5%到33.3%。
2017年4月	陕西	已实施综合改革的城市公立医院	《陕西省城市公立医院医疗服务项目价格(2017版)》	大型医用设备检查治疗价格平均降低20%,检验类项目价格平均降低12%。
2017年8月	新疆	自治区各级公立医院	《自治区深化医药卫生体制改革2017年重点工作任务》	全区推进公立医院综合改革,检查类项目价格降低了15%,化验类项目降低15%。
2018年4月	厦门	全市各级公立医院	《厦门市公立医疗机构医疗服务价格改革方案》	调降了仪器、设备检查治疗和检验类项目627项,以2016年项目例数进行测算,调降金额9766.07万元。
2019年7月	浙江	省级公立医院	《浙江省省级公立医院医疗服务价格改革方案》	检验常规项目收费降低了20%,降幅较大的血检弹力图试验下降了43%、结核感染T细胞检测下降了31%。

资料来源：地方政府官网，地方医保局官网，东莞阳光网，海通证券研究所

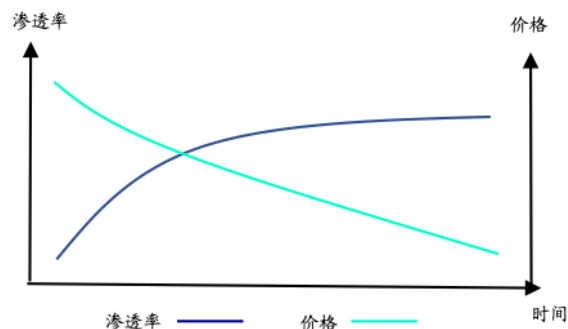
长期来看，医保控费对ICL行业空间增长的贡献将呈“倒U型”。ICL行业当下处于左侧爬坡阶段，医保控费的政策红利尚未充分释放。在ICL渗透率较低时，医保控费力度加大将增强医院等医疗机构的外包动力，进而提升ICL渗透率。但渗透率的提升存在天花板，而医保控费是长期持续的政策，当渗透率达到增长瓶颈时，医保控费将压缩ICL行业空间。

图20 医保控费对ICL行业空间增长的贡献呈“倒U型”



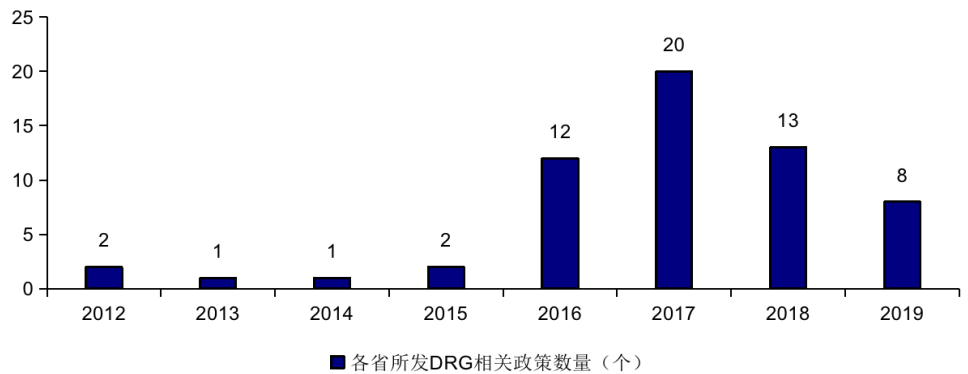
资料来源：海通证券研究所

图21 医保控费长期持续，渗透率增长存在瓶颈



资料来源：海通证券研究所

图22 近年来各省所发 DRG 相关政策数量出现高峰



资料来源：DRG 变量，海通证券研究所

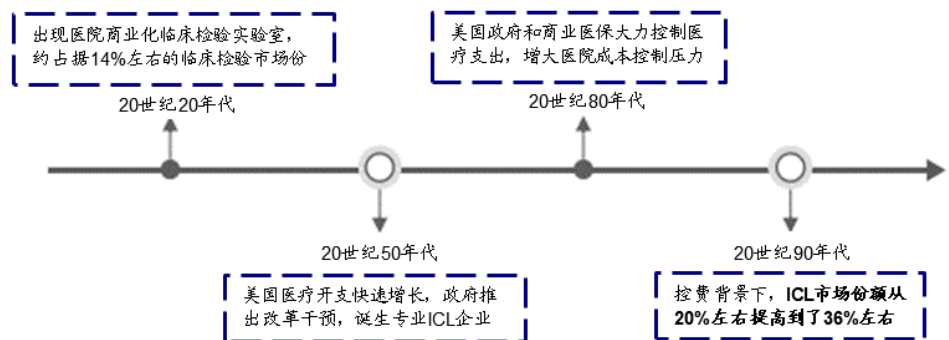
表 7 部分近年来各省份出台的 DRG 相关政策

时间	地区	文件名称	内容要点
2017 年 11 月	河南	《关于进一步深化基本医疗保险支付方式改革的实施意见》	2018 年启动按疾病诊断相关分组付费试点,探索建立按疾病诊断相关分组付费体系。
2018 年 1 月	江苏	《关于进一步深化基本医疗保险支付方式改革的实施意见》	到 2020 年, 医保支付方式改革覆盖所有医疗机构及医疗服务, 按病种付费数不少于 200 种, 按项目付费占比明显下降。
2018 年 3 月	贵州	《关于公立医院开展按病种收费工作的通知》	从 3 月 1 日起,全省的省、市、区三级城市公立医院开始对 100 种疾病实施按病种收费。
2018 年 9 月	福建	《关于省属公立医院第三批按病种收费和支付有关问题的通知》	在省属公立医院第一批和第二批实施按病种收费的基础上, 公布第三批按病种收费政策
2018 年 12 月	广东	《关于全面开展基本医疗保险按病种分值付费工作的通知》	各市要全面开展按病种分值付费工作, 到 2017 年底各市实行按病种分值付费的病种数不少于 1000 个, 有条件的市可进一步扩大病种范围。
2019 年 11 月	浙江	《浙江省基本医疗保险住院费用 DRGs 点数付费暂行办法》	各设区市医疗保险行政部门在 12 月 15 日前, 结合当地实际, 会同财政、卫生健康部门制订实施细则, 确保 2020 年 1 月 1 日颁布实施

资料来源：地方政府官网，地方医保局官网，海通证券研究所

DRG 付费有望成为短期内推动 ICL 渗透率增长的强力引擎。近两年来，DRG 试点范围不断扩大。尽管 DRG 付费国家试点城市为 30 个，但在地方政府和医保部门的积极推动下，多个省份让更多城市 and 医院加入到改革试点工作中。按照国家“顶层设计、模拟测试、实际付费”三步走的思路，2021 年将启动实际付费，短期内医保控费力度将会上一个台阶。参考美国 ICL 行业发展的历史经验，医保控费力度加大会使 ICL 渗透率相应上升。

图23 美国经历 20 世纪 80 年代控费后 ICL 市场渗透率大幅提升



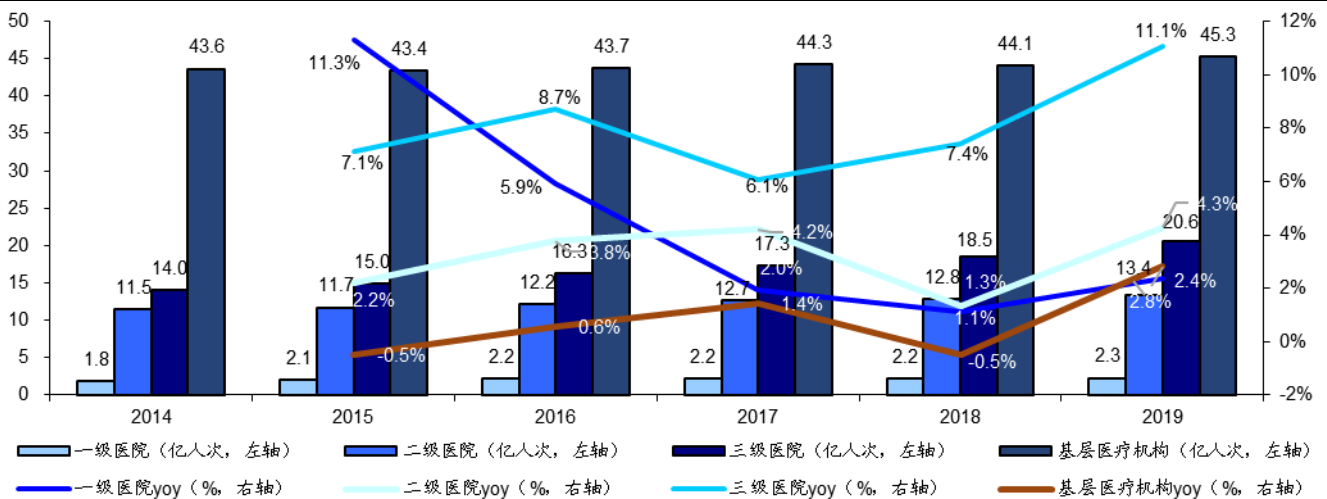
资料来源：迪安诊断招股说明书，海通证券研究所

3.2.3 分级诊疗蓄势待发，渗透率未来改善空间巨大

分级诊疗向下分散检验需求，释放基层外包增量。分级诊疗下的基层首诊制度将大幅增加基层医疗机构的检验样本量。基层医疗机构由于检验条件有限，单位检验成本高昂，有较大动力将检验服务外包。ICL 不仅可以通过集约化、专业化有效解决基层医疗机构痛点，还可以辅助提升基层诊疗水平，进而促进分级诊疗的制度建设。

分级诊疗目前未能明显改善卫生服务公平性，未来政策有望进一步推动 ICL 服务下沉。目前我国基层首诊比例较低，选择基层医疗机构首诊的比例大约在 50%~60%。在全国范围，基层医疗卫生机构的诊疗人次占比自 2009 年起从 61.8% 下降至 2019 年的 55.5%。尽管分级诊疗政策密集出台，但从诊疗人次变化情况来看，诊疗资源不均情况仍未见明显改善，未来分级诊疗的政策力度有望增加。

图24 医疗机构诊疗人次变化情况显示资源不均仍未得到明显改善

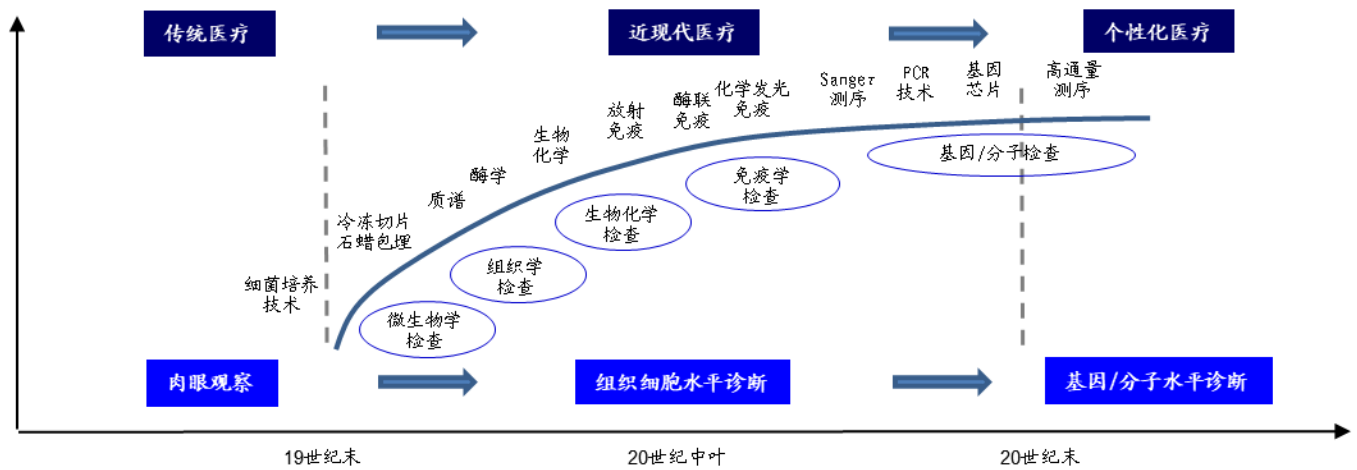


资料来源：中国卫生统计年鉴（2019），卫生健康事业发展统计公报（2019），海通证券研究所

3.2.4 医学检验技术更新换代驱动 ICL 行业长期增长

医学检验技术不断成熟，临床对医学检验的依赖和需求日益增强。随着分子生物学的不断发展，精准医疗成为医疗服务发展的趋势，医学检验技术也由肉眼观察发展到如 Sanger 测序、PCR 技术等针对基因或分子水平的检查技术。这些技术为临床疾病的早期诊断、早期治疗提供了更丰富、更准确的信息，从而推动临床医学和预防医学的发展。

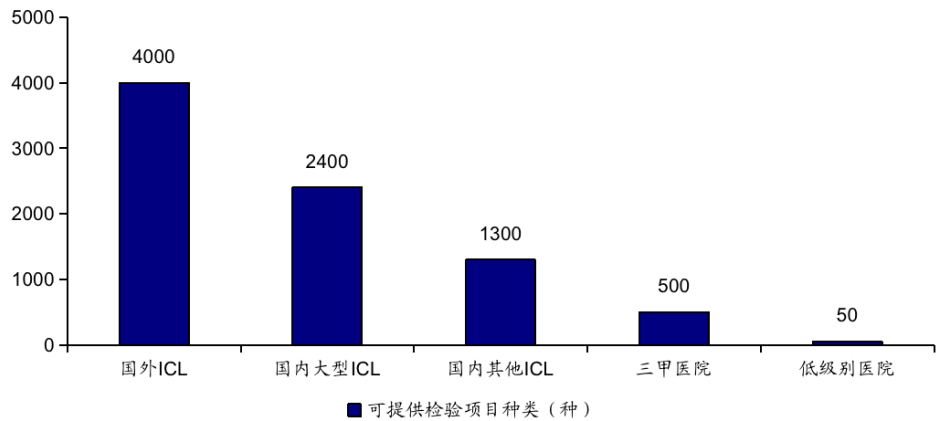
图25 医学检验技术的精细化程度不断升级



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

随着检验技术进步，更多医疗机构因更新成本高企将选择把检验服务外包给专业 ICL。根据公司招股说明书，从检验项目数量看，目前我国三甲医院一般能提供 300-500 种检验项目，国内大型 ICL 可提供 2000 余种检验项目，美国大型 ICL 可提供多达 4000 种检验项目，ICL 能提供的检验项目种数远超医院。从检验项目类型看，个性化、精准化医疗相关的高端检验项目仅部分大型医院和 ICL 能够提供。随着质谱、二代测序、PCR 等新技术的不断发展和普及，高端检验精密仪器的价格将越来越高昂，对检验人员的专业度要求也将越来越高，检验服务外包需求将进一步扩大。

图26 ICL 能提供的检验项目种数远超医院



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图27 各级医院可提供检验项目类型



资料来源: 公司招股说明书, 海通证券研究所

3.3 行业潜在空间广阔, 将维持高速增长

3.3.1 行业短期潜在市场空间可达 271 亿元

三级医院: 主要高端特检项目需求方

三级医院因其患者数量大且患者疾病较严重, 对检验结果的质量及时效性等都有较高要求, 服务外包受到诸多限制, 故存在较强的自建动力, ICL 渗透率较低。但部分高端特检项目, 如罕见病诊断、伴随诊断检测等, 由于自建成本高且患者受众少, 三级医院仍会选择外包。

二级医院: 分级诊疗带来项目增量, 医保控费推动服务外包

受益于分级诊疗政策, 二级医院将承接部分三级医院患者需求。二级医院多为县级医院, 检验条件有限, 对于未具备检验能力的项目有较强的外包动力。此外, 二级医院收支结余情况普遍不及三级医院, 在医保控费的压力下也易选择将原有存量检验项目进行外包。

基层医院: 协同二级医院承接诊疗增量, 开辟蓝海市场

随着分级诊疗的推进, 基层医院将承接部分诊疗需求。基层医院的检验需求具有项目数少和费用低的特点, 故基层医院倾向于协同上级医院或 ICL 开展检验服务。除此之外, 区域检验结果互认的推行也将促进基层检验量的增加, 提升 ICL 渗透率。

不考虑其他类型医疗机构, ICL 行业短期潜在空间为 271 亿元。以我们预计的金域医学在各类合作医疗机构的渗透率为短期渗透率天花板对行业目前潜在市场空间进行估计, 计算得到短期整体渗透率天花板为 7%, 潜在市场空间为 271 亿元。

表 8 短期潜在市场空间可达 271 亿元

医院类别	医学检验市场规模	渗透率	潜在市场空间
三级医院	2306.8 亿元	3%	69.2 亿元
二级医院	1024.2 亿元	6%	61.5 亿元
一级医院	95.9 亿元	30%	28.8 亿元
基层医疗机构	371.8 亿元	30%	111.5 亿元
合计	3798.6 亿元	7%	271 亿元

注: 市场规模为 2018 年数据, 基层医院检验市场由基层医疗机构医疗收入 × 一级医院检查占比估算得到
资料来源: 中国卫生统计年鉴 (2019), 海通证券研究所

3.3.2 预期行业增速继续维持 30% 以上

不考虑除医院以外的医疗机构，医院检查收入和渗透率的增长将支持 ICL 市场规模增速中枢维持在 30% 以上。近年来医改政策接连出台，但医院检查总收入增速趋于稳定，维持在 13% 左右，我们预计未来将继续保持 13% 左右的增速。渗透率增速受支持性政策及行业竞争情况影响，波动较大，我们以 18% (2010-2018 年 CAGR) 作为波动中枢。基于以上两点，我们认为 ICL 市场规模增长未来短期将继续保持高增速。

表 9 行业可维持 30% 左右的高速增长

年份	ICL 市场规模 (亿元)	yoy	医院检查总收入 (亿元)	yoy	渗透率	yoy
2010	11		1032		1.1%	
2011	15	36.4%	1262	22.2%	1.2%	11.6%
2012	22	46.7%	1569	24.4%	1.4%	17.9%
2013	31	40.9%	1852	18.0%	1.7%	19.4%
2014	43	38.7%	2183	17.8%	2.0%	17.7%
2015	62	44.2%	2438	11.7%	2.5%	29.1%
2016	80	29.0%	2776	13.9%	2.9%	13.3%
2017	111	38.8%	3134	12.9%	3.5%	22.9%
2018	140	26.1%	3549	13.2%	3.9%	11.4%
预估 yoy		31%+		13%		18%

*注: ICL 市场规模=检查总收入×渗透率

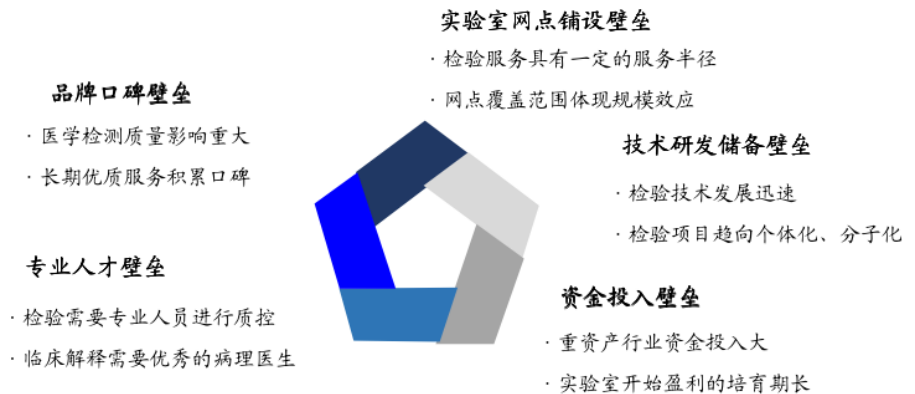
资料来源: 前瞻产业研究院, 中国卫生统计年鉴 (2015、2019), 公司年报 (2018), 海通证券研究所

4. 寡头格局稳定, 先发优势明显

4.1 行业壁垒高企, 后来者难以弯道超车

ICL 行业存在实验室网点铺设壁垒、技术研发储备壁垒、资金投入壁垒、专业人才壁垒和品牌口碑壁垒这五大行业壁垒, 行业先发优势明显, 后来者难以实现弯道超车。至 2019 年年底, 我国第三方医学检验公司已超 1500 家, 知名企业如平安保险、药明康德等纷纷进军这一领域, 但目前未见其盈利模式和竞争优势。参考国外 ICL 行业发展经验, 行业格局一旦形成, 很难出现弯道超车的情况。

图 28 ICL 行业五大行业壁垒

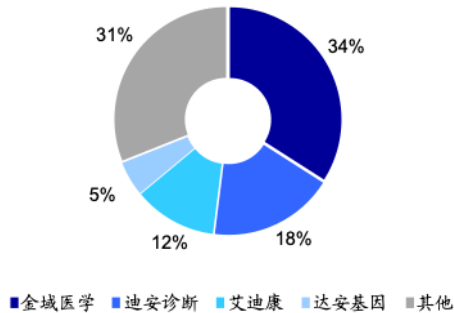


资料来源: 公司招股说明书, 海通证券研究所

4.2 ICL 市场高度集中, CR4 约为 70%

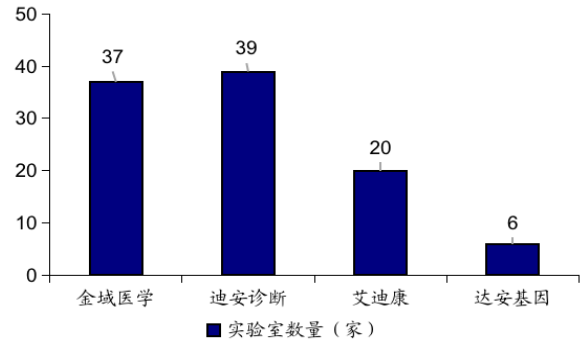
2018 年国内 ICL 行业市场高度集中, CR4 约为 70%, 前四名依次为金域医学、迪安诊断、艾迪康、达安基因, 其中作为领头羊的金域医学占有 34% 的市场份额。从实验室数量上来看, 金域医学和迪安诊断为第一梯队, 均有近 40 家实验室, 与其他公司拉开了较大差距。

图29 2018年 ICL 市场高度集中，CR4 约为 70%



资料来源：前瞻产业研究院，海通证券研究所

图30 2019年国内前四名 ICL 公司实验室数量



资料来源：各公司官网，海通证券研究所

4.3 龙头先发优势明显，多方面行业领先

金城医学从本世纪初即开始积极探索医学检验外包服务在中国的运营模式，经过多年发展，先发优势明显，目前在可检验项目数、合作医疗机构数、质量管理等方面都处于 ICL 行业领先地位。

表 10 金城医学先发优势明显，多方面处于行业领先地位

公司	金城医学	迪安诊断	艾迪康	达安基因 (云康健康)
成立时间	2003 年	2001 年	2004 年	2007 年
总部	广州	杭州	杭州	广州
商业模式	服务	服务+产品	服务	服务+产品
实验室数量 (家)	37	39	20+	6 (云康健康)
可检验项目数 (种)	2700+	2500+	2000+	1000+
年检测样本量	超过 7000 万例	约 3800 万例 (2018 年)	/	/
合作医疗机构 (家)	22000+	18000+	10000+	3000+
合作共建项目数 (家)	500+	400+	/	/
质量管理	美国 CAP、ISO15189 在内的国内外认证认可证书 38 张	累计已有 19 家实验室获得 ISO15189 认证，1 家实验室获得 CAP 认证	14 家实验室获得 ISO15189 认证、CAP 认证、CMA 认证等	拥有获得 ISO151189 认证及 CAP 认证的实验室
2019 年检验服务收入 (亿元)	49.6 亿元	28.1 亿元	/	5.2 亿元 (2018 年)

资料来源：各公司官网，公司年报 (2019)，迪安诊断年报 (2018、2019)，前瞻产业研究院，海通证券研究所

由于艾迪康暂未上市、达安基因于 2018 年失去原子公司 (云康健康) 控制权后相应实验室不再纳入上市公司合并报表范围导致相关信息难以获得，下面仅对金城医学与迪安诊断 (检验服务) 进行进一步分析。

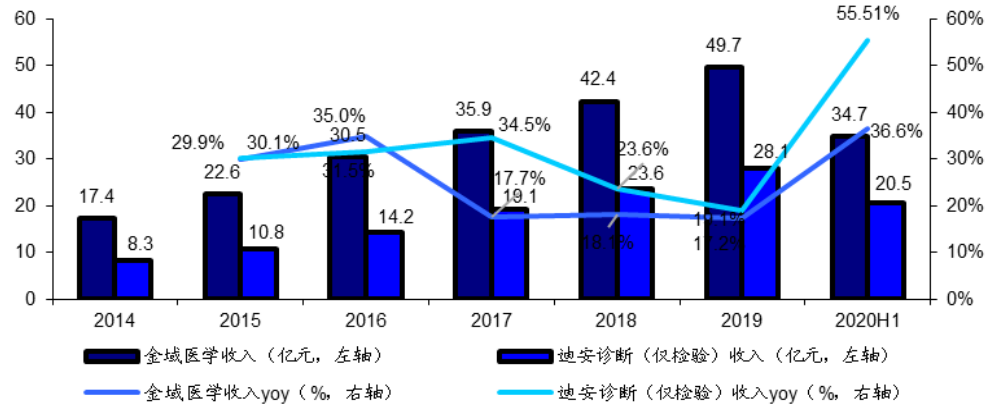
表 11 两大头部连锁 ICL 公司对比

公司	金城医学	迪安诊断
发展战略	以客户为中心，以临床和疾病为导向的多技术平台整合，并提供卓越服务	以“服务+产品”一体化为战略实施，并以打造医学诊断整体化服务提供商为战略目标
技术平台	高通量测序、基因芯片、流式细胞分析、质谱分析、免疫组化、细胞遗传、荧光原位杂交、分子诊断	高通量测序、流式细胞分析、质谱分析、形态学、微生物鉴定、生化免疫、分子诊断
覆盖范围	32 个省市	31 个省市
时效性	95%以上样本省内 12 小时、省际 36 小时送达	24 小时为响应周期，全国参考时效 8h-72h
2019 年服务收入	2004 万元	2081 万元
2019 年服务成本	2019 万元	2415 万元
多元化外延业务	食品卫生检测、临床实验研究 (CRO)、司法鉴定、健康体检等	IVD 产品营销、诊断技术研发生产、司法鉴定、健康管理、CRO 等领域
主要竞争优势	行业龙头，规模优势突出	IVD 产品代理商，有产品渠道优势

资料来源：公司官网，迪安诊断官网，公司年报 (2019)，迪安诊断年报 (2019)，海通证券研究所

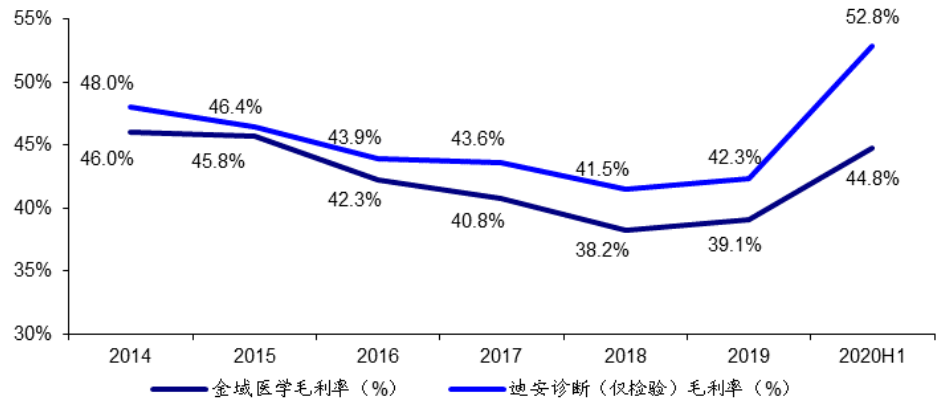
新模式冲击有限，金域医学增速趋于平稳。2017年前后美康生物、迪安诊断等IVD产品生产流通商、代理商依靠掌握终端销售渠道和更具有竞争力的试剂成本，强势推进合作共建、打包集采等模式，对金域医学的收入增速造成了冲击，但近两年金域医学收入增速已趋于平稳。

图31 金域医学收入体量大幅领先，增速趋于平稳



资料来源: Wind, 海通证券研究所

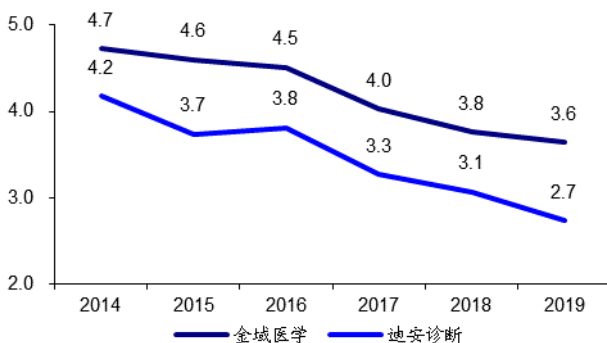
图32 迪安诊断拥有成本优势，毛利率略高于金域医学



资料来源: Wind, 海通证券研究所

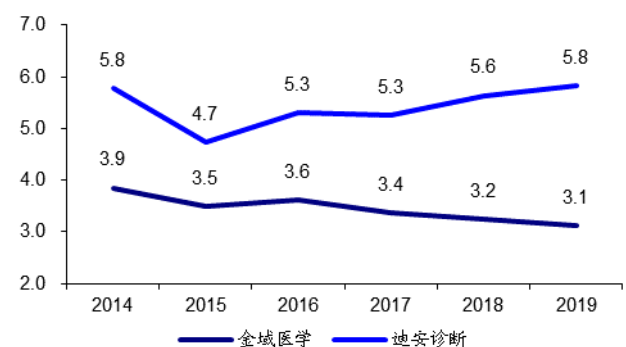
金域医学产业链上下游话语权显著强于迪安诊断。金域医学的应收账款周转率比迪安诊断更高，但二者均呈下降趋势。这说明虽然下游医疗机构的话语权越来越强，但金域医学对下游医疗机构的话语权相对更优。而应付账款周转率的数据显示，金域医学对上游亦有更强的话语权，说明金域医学可以通过产业链将下游的账款压力传导至上游。

图33 金域医学应收账款周转率（次）显著高于迪安诊断



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图34 金域医学应付账款周转率（次）显著低于迪安诊断



资料来源: Wind, 海通证券研究所

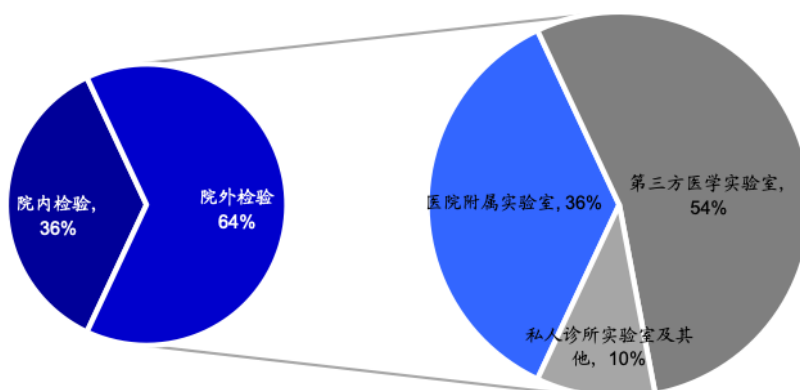
5. 从海外现状看行业未来发展趋势

5.1 院外 To C 市场带来新兴增长点

美国医院门诊和住院的检验仅占整个医学检验市场 36%，院外市场辽阔。随着医学诊断服务网络体系的整合完善和人们健康意识的提升，院外广大人群的检验服务需求占据市场主导，医学诊断服务行业可直接面向需求人群提供服务。美国医学检验服务巨头 LabCorp 公司于 2018 年推出了 Pixel 业务，专门面向广大人群提供检验服务项目。

“互联网+”政策利好 ICL 开拓 To C 市场，未来可期。国家医保局最新政策指明，公立医疗机构委托第三方提供检验结果的收费按委托方线下检验项目价格执行，不按远程诊断单独立项收费，为互联网医学检验服务模式打下了政策基础。目前我国医学诊断服务网络体系尚不完善，To C 市场还有待进一步开发，未来空间巨大。

图35 美国医学检验市场分布中院外检验占据主流



资料来源：Quest 年报（2019），海通证券研究所

5.2 医学检验协同 CRO 赋能创新药物研发

医学检验服务业务外延，协同 CRO 进行创新药物研发或成为趋势。继 LabCorp 于 2014 年重金收购 CRO 企业 Covance 后，药明康德于 2018 年与梅奥诊所合资成立药明奥测，布局第三方医学检验。精准医疗浪潮使靶向药物研发站上风口，伴随诊断等医学检验服务在新药研发周期中扮演着重要的角色。而新药研发亦将带来新的检验项目需求，二者可形成正反馈闭环，协同共进，催化精准医学的技术和产品创新。

图36 医学检验与 CRO 可形成正反馈闭环



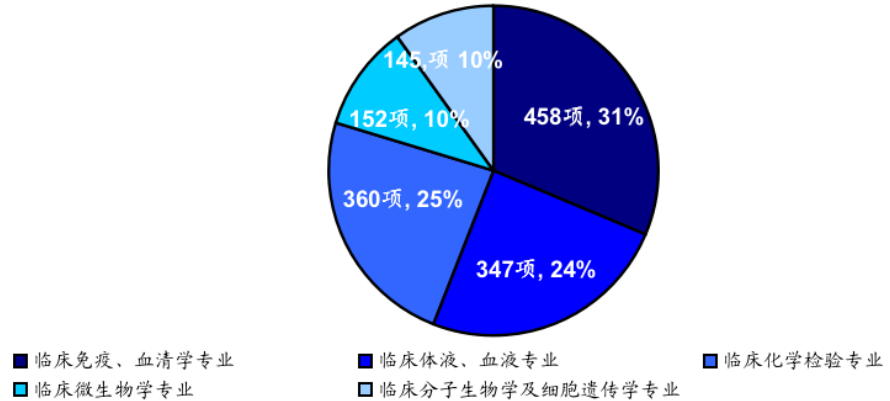
资料来源：LabCorp 年报（2019），海通证券研究所

6. 特检业务快速增长，龙头扬帆远航

6.1 特检业务属于依靠技术发展+研发投入的增量市场

与普检相比，特检业务的发展更依赖于技术。普检共包含检验项目 1462 项，应用范围较广。特检指的是目录之外的以分子检测和诊断为代表的服务项目，更偏重于个性化涉及，多需要结合多种检验技术手段，对检验设备、试剂和检验人员的经验、操作技术水平都提出了较高的要求。特检项目的检测方法由医学检验实验室自行研发、验证和应用，也称为医学检验实验室自建检测方法(Laboratory Development Tests, 简称 LDT)，通常在自建的医学检验实验室内部应用，不出售给其他医学检验实验室、医院以及个人。

图37 普检项目中临床免疫、血清学专业项目最多



资料来源：国家卫健委，海通证券研究所

表 12 特检需求潜力大，对技术水平要求高

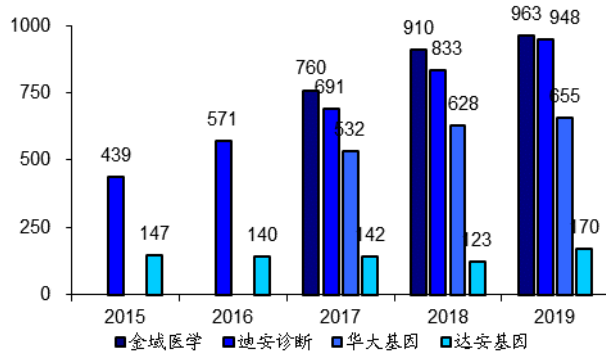
	普检	特检
定义	《检验项目目录》之内的项目	《检验项目目录》以外的项目
特征	技术发展成熟、应用广泛、部分检验项目已实现自动化、利润下降、竞争较为激烈	技术水平要求高、检验方法复杂、对检验人员的技术和经验要求较高、利润水平较高
项目	生化检验、免疫检验等	基因组学检验、理化质谱检验、病理诊断
需求	需求量大，各等级医疗机构都有需求	需求量较小，潜力大，集中在大型医院
成本	成本较低	成本较高
支付端	医保局（医保目录内）	自费（大多数医保目录外）
客户端	检验科	临床医生

资料来源：体外诊断资讯网公众号，海通证券研究所

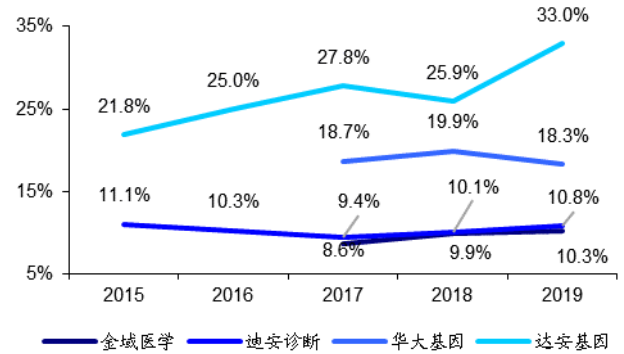
特

特检个性化显著，对学术推广能力要求高。普检面临严重的同质化情况，存在巨大的市场竞争。普检业务直接面向检验科，属于同质化竞争，ICL 企业间在普检业务中比拼的是服务、价格、效率和成本。特检的个性化更显著，需要企业具备较强的学术推广能力，直接面对医生进行营销。

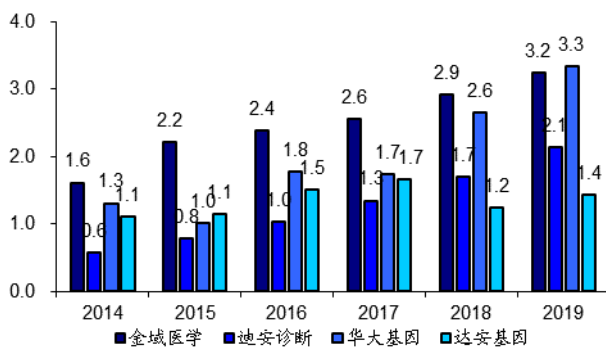
特检业务的持续增长离不开企业对研发的大力投入。金域医学、迪安诊断、华大基因、达安基因自 2015 年以来总体上逐步增加研发人员数量，提高研发人员占比，扩大研发投入，着力开发新项目、新技术，为特检业务的持续增长奠定基础。

图38 四大 ICL 企业研发人员呈增长态势 (人)


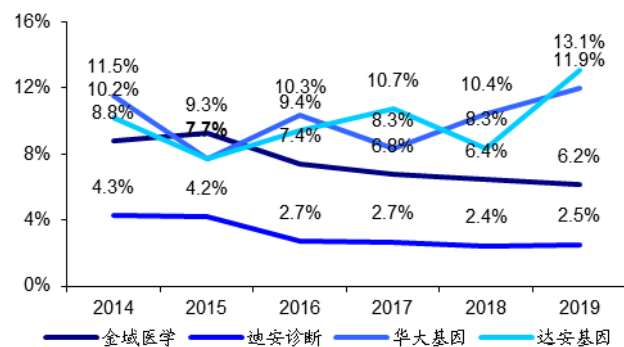
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图39 四大 ICL 企业研发人员占比总体增长 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图40 四大 ICL 企业研发费用呈增长态势 (亿元)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

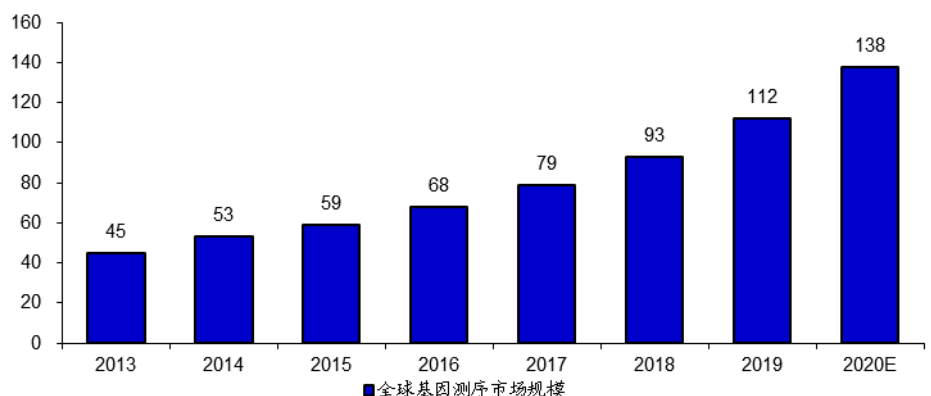
图41 四大 ICL 企业研发费用占营收比例增长 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

6.2 特检行业前景可期, 市场逐步扩容

特检仍属蓝海市场, 未来空间可期。特检主要分为基因组学、质谱检验和病理检验 3 类项目, 基因组学主要包括肿瘤筛查、肿瘤伴随诊断、NIPT 等项目, 质谱检验包括遗传代谢病的筛查、维生素检测等, 病理检验包括肿瘤组织切片等。

基因组学市场发展迅速, 技术不断更迭。基因测序指通过测序设备分析生物样本(组织、细胞、血液样本等)的基因组信息, 并将这些信息用于疾病发病机理研究、生命调控机制研究、临床医学诊断、个体化用药指导等领域。基因检测方法中, 基因扩增技术 (PCR) 是 1985 年出现的, 而目前在基因检测中, 二代测序 (NGS) 高通量测序和三代测序已出现, 且优势明显优于扩增技术。

图42 全球基因测序市场逐年增长 (亿美元)


资料来源: 中商产业研究院, 海通证券研究所

质谱检验发展潜力大，有望快速发展。目前的临床特检类似于早期的基因测序，由科研逐步走入临床，临床转化时间短，国内外发展时间差距小，加上国内相关指南与规范有望推动行业发展。新生儿筛查等是质谱检验比较成熟的临床应用。

需求+政策联动，助推第三方病理诊断发展。近年癌症新增病例呈上升趋势。根据全国肿瘤登记中心统计数据，全国癌症新增病例由2010年的315.7万例上升至2015年的429.16万例，五年增幅达35.94%。病理诊断作为癌症诊断的“金标准”，我们认为随癌症新增病例不断上升，未来将有较大病理诊断需求；国家鼓励、引导社会办医、允许医师多点执业，给予和完善第三方检验机构开展病理学检查的标准和规范，给第三方检验机构优化病理资源配置，提升病理诊断普及率以助力，利好第三方病理检验机构发展。

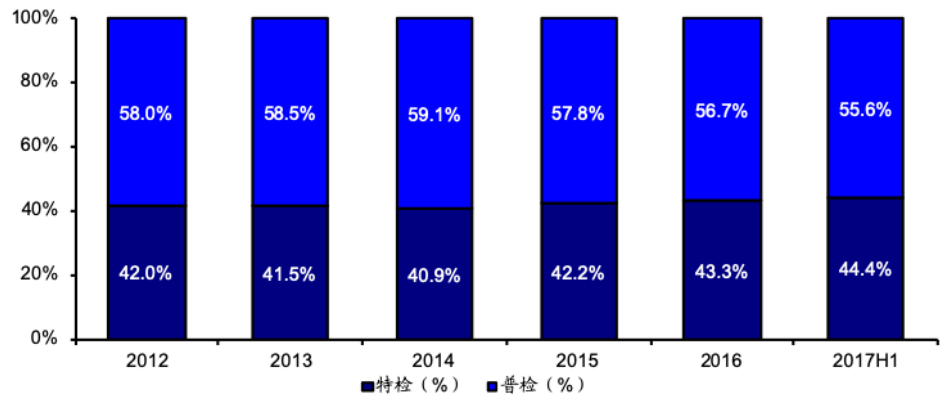
6.3 金域特检占比提升明显，驱动诊断业务发展

特检营收增长明显，对营收贡献率持续提高。公司医学检验业务分为特检和普检两类，其中基因组学检验、病理检验、理化质谱检验为特检项目，生化发光检验、免疫学检验、综合检验为普检项目。从总体上看，特检2012年-2016年营收复合增速高于普检，达到35.3%，成长空间广阔，后续潜力大；从细分业务上看，理化质谱、基因组学营收检验增速总体上高于医学诊断总体营收增速，其中基因组学检验长期保持高速增长，2016年增速达到59.5%，是驱动特检业务高速发展的重要引擎。此外，特检业务占营收比重持续增加，2017年H1特检营收比重为44.4%，对营收贡献率持续提高。

表 13 金域特检营收 2012-2016 年 CAGR 高于普检

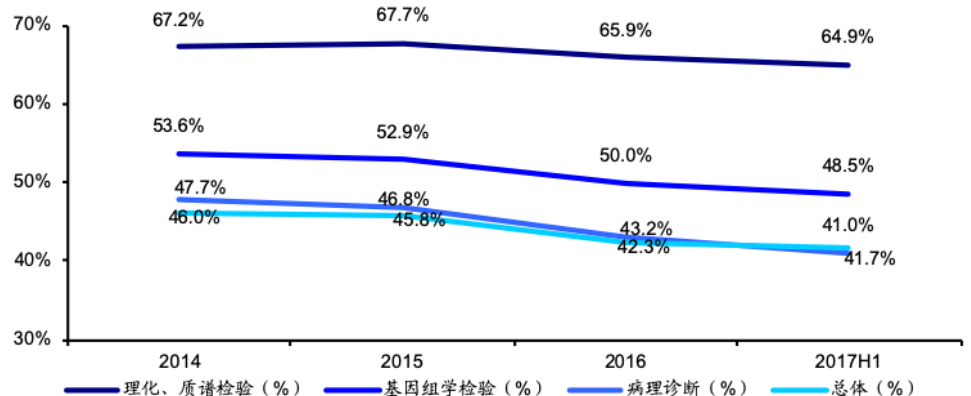
属性	类别	应用的检验技术	特点与优势	2016年营收 (亿元)	12-16年营收 CAGR (%)	2016年营 收(亿元)	12-16年营收 CAGR (%)	国内企业竞争格局
特检	基因组学 检验	PCR技术、基因芯片 技术、测序技术、荧光 原位杂交技术等	临床转化和应 用能力均国内 领先	7.1	47.0%			金域医学、华大基因、贝 瑞基因、燃石医学、康盛 环球等
	理化、质谱 检验	组织病理制片技术、细 胞病理制片技术、免疫 组化技术、超微病理技 术等	临床应用能力、 检测项目数量 及样本规模均 国内领先	2.3	49.5%	13.2	35.3%	金域医学、迪安诊断、安 图生物、华大基因等
	病理诊断	色谱技术、质谱技术、 原子吸收技术等	病理医师队伍 的能力、细胞学 的样本规模国 内领先	3.8	18.1%			金域医学、鸿琪科技、九 强生物、安比平
普检	生化发光 检验	生物化学技术、化 学发光技术等	项目齐全，检测 效率高，大数据 优势	7.4	29.4%			
	免疫检验	ELISA技术、免疫荧光 技术等	项目齐全，标本 规模量大，检测 效率高，大数据 优势	3.4	32.7%	17.3	33.5%	
	综合检验	微生物培养与鉴定技 术、血液常规技术等	项目齐全，多个 项目国内领先	6.5	39.8%			

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图43 特检收入占比不断增加，2017年H1达到44.4%


资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

特检业务毛利率高，对利润贡献未来可期。公司特检业务毛利率总体上保持稳定，高于医学诊断总体毛利率，其中理化、质谱检验毛利率高企，2017年H1达到64.9%，随着特检占比的提高，有望持续对公司利润作出贡献。

图44 理化质谱、基因组学毛利率高于总体毛利率


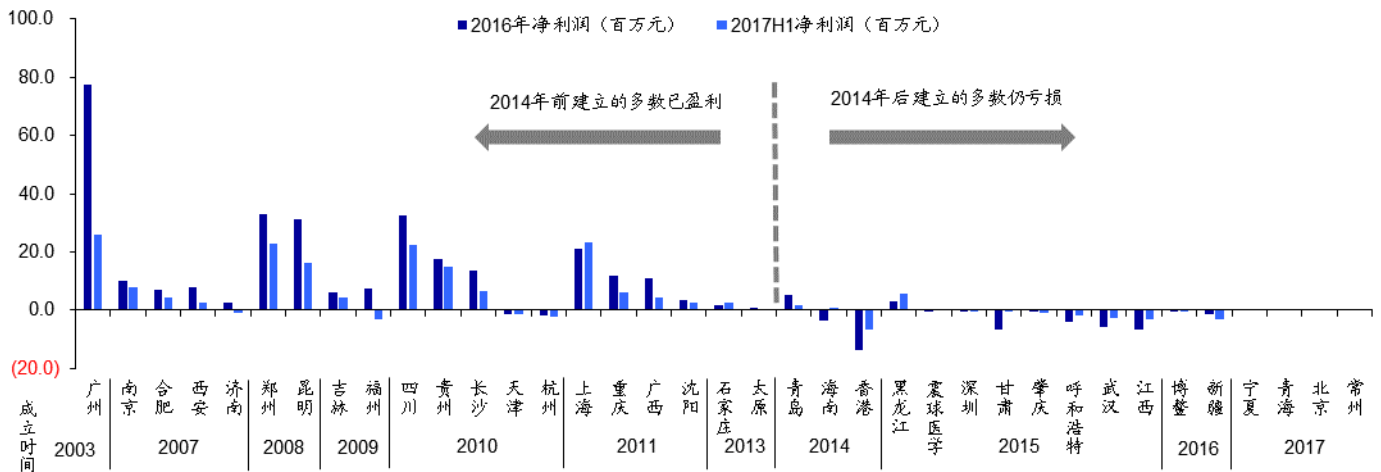
资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

7. 前期培育收获在即，潜在增长含苞待放

7.1 核心实验室效益提高，前期培育实验室进入收获期

截止2017年上半年，公司实验室盈利20家，亏损17家（其中4家为2017年新建立），亏损实验室多为2014年后建立。公司37家中心实验室中32家为自建实验室，5家为并购所得（杭州金域、石家庄金域、太原金域、青岛金域、震球医学），其中20家为2014年前建立（2017年上半年16家盈利，4家亏损），17家为2014年后建立（2017年上半年4家盈利，13家亏损）。

图45 金城医学 37 个中心实验室成立时间及盈利情况



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

公司新建实验室约在第 4 年能扭亏为盈，营收利润渐入稳定。广州金城承担较多总部职能，成立时间较早，营收及净利润占比较大，情况较为特殊。我们仅以除广州金城外的 4 大实验室为对比，测算可知一家典型实验室约在第 4 年能扭亏为盈。成立 5-10 年营收及净利润为高速增长期，净利润 CAGR 约为 41%，第 11 年开始进入稳态增长期。

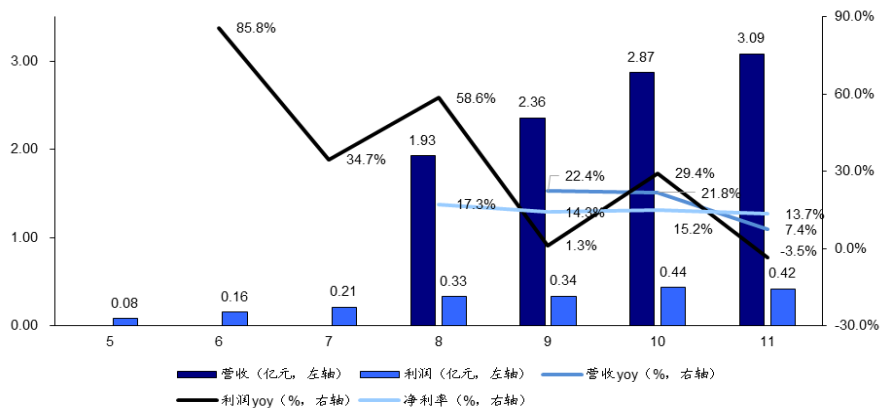
表 14 金城医学实验室营收、利润数据模型测算

名称	所处地区	成立时间	成立年限 (年)					营业收入 (亿元)					净利润 (亿元)							
			2014	2015	2016	2017	2018	2019	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2014	2015	2016	2017	2018	2019
广州金城	华南	2003-4-28	12	13	14	15	16	17	12.7	14.4	15.8	12.7	14.4	15.8	0.47	0.35	0.78	1.01	1.36	1.64
昆明金城	西南	2008-12-16	6	7	8	9	10	11	2.25	2.58	3.09	2.25	2.58	3.09	0.15	0.21	0.31	0.30	0.38	0.42
贵州金城	西南	2010-1-18	5	6	7	8	9	10	1.57	1.69	2.29	1.57	1.69	2.29	0.09	0.16	0.18	0.28	0.26	0.40
四川金城	西南	2010-3-3	5	6	7	8	9	10	2.28	2.68	3.19	2.28	2.68	3.19	0.14	0.24	0.32	0.41	0.47	0.55
长沙金城	华中	2010-3-17	5	6	7	8	9	10	2.81	3.42	2.81	3.42	2.81	3.42	0.03	0.07	0.13	0.32	0.42	0.42

资料来源：公司招股说明书，公司年报（2017-2019），海通证券研究所

注：同一颜色代表着截至所对应年份，实验室的成立时间一致；昆明金城成立于 2008-12-16，计算时算作 2009 年成立

图46 典型实验室成立 5-11 年营收、净利润及净利率变化图



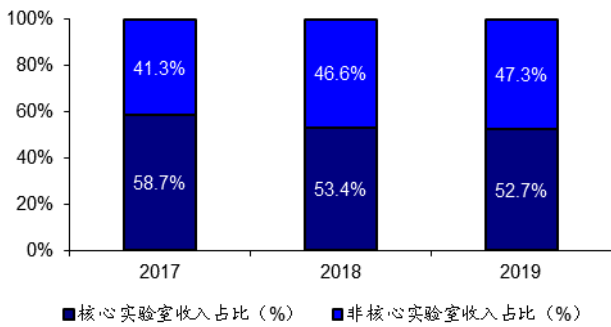
资料来源：公司招股说明书，公司年报（2018、2019），海通证券研究所

注：典型实验室取昆明、贵州、四川、长沙 4 大实验室为样本

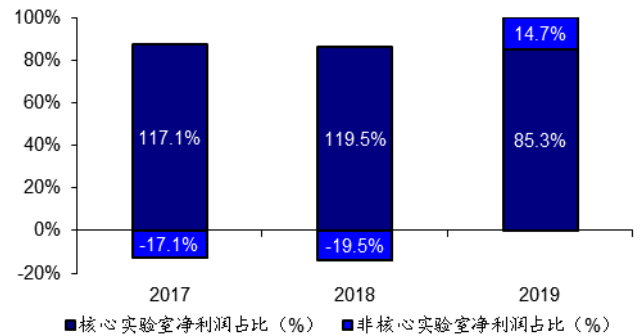
核心实验室经营效率改善，效益不断提高。将年度净利润最高的 5 家实验室认定为

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

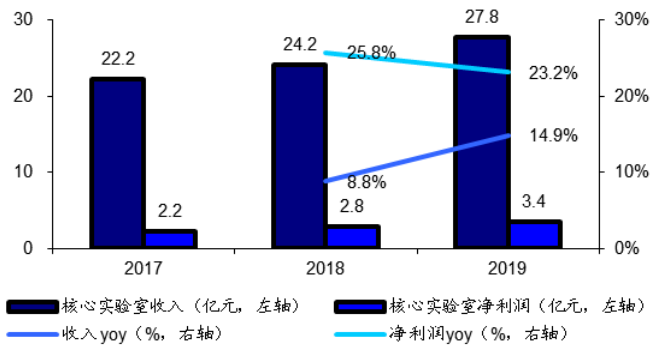
核心实验室，金域医学核心实验室收入占比在 55%左右，是公司净利润的主要贡献者，且近年来核心实验室利润增速高于收入增速，说明核心实验室经营效率得到改善。

图47 核心实验室收入占比在 55%左右


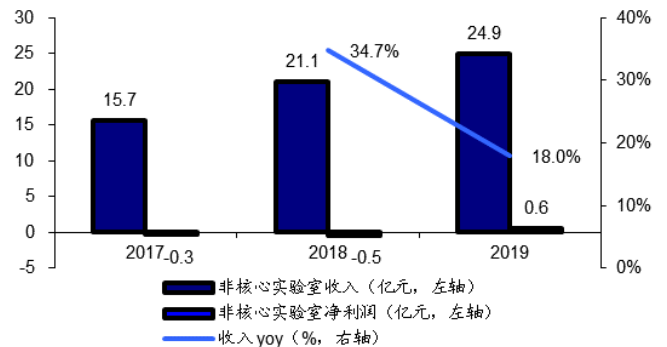
资料来源：公司年报（2017-2019），海通证券研究所

图48 核心实验室贡献公司主要净利润


资料来源：公司年报（2017-2019），海通证券研究所

图49 核心实验室近年盈利稳定增长


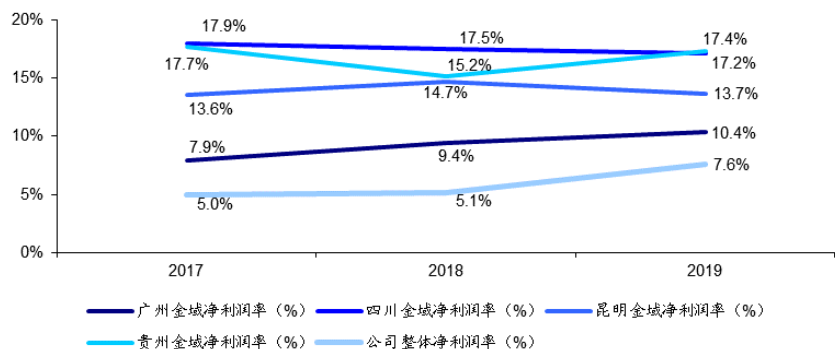
资料来源：公司年报（2017-2019），海通证券研究所

图50 非核心实验室于 2019 年扭亏为盈


资料来源：公司年报（2017-2019），海通证券研究所

前期培育实验室进入收获期，将持续提升净利润。根据招股书，实验室培育期一般在 3-5 年，考虑到近年来行业竞争环境加剧，实验室培育期会有所延长。非核心实验室已于 2019 年扭亏为盈，开始为公司贡献净利润，2014 年后建立的实验室未来将持续进入收获期，持续提升公司净利润。

目前公司整体净利润率在 5%-8%，发展较成熟的核心实验室净利润率在 14-18%，广州金域承担总部研发费用故净利润率较低（8%-10%）。我们预计非核心实验室在扭亏为盈后净利润率将逐步提升，未来有望达到 8%以上。不考虑收入增长，以 2019 年非核心实验室的营业收入额计算，非核心实验室净利润率每提升 1%，净利润将增厚约 2500 万，若达到 8%，将每年贡献 2 亿利润。

图51 核心实验室净利润率显著高于公司整体净利润率


资料来源：公司年报（2017-2019），海通证券研究所

7.2 深化变革，以疾病为导向，综合服务辅助临床诊疗

公司营销体系变革升级，新战略以临床疾病为导向，综合服务引领发展新篇章。公司营销战略从过去的推广单项服务，到后来的推广疾病检查项目组合，不断向“以客户为中心，以临床疾病为导向”的观念转变。提供综合服务的战略方向与公司规模大、检验项目多的优势相匹配，有利于公司提供差异化服务，回避同质化的价格竞争。

金域医学将服务临床需求作为业务发展的核心，致力于以疾病为导向，推动医学检验、病理诊断服务与临床医学的有效嫁接和沟通。公司优先重点发展八大核心疾病领域，围绕八大疾病线设计综合服务产品，整合运用多种技术平台及检测方法为临床诊疗提供综合诊断信息服务。

图52 金域医学布局八大疾病线

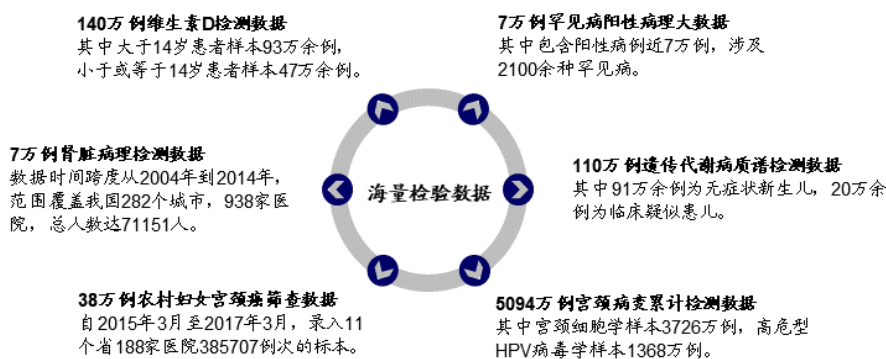


资料来源：公司官网，海通证券研究所

7.3 海量数据赋能，打造精准医疗平台

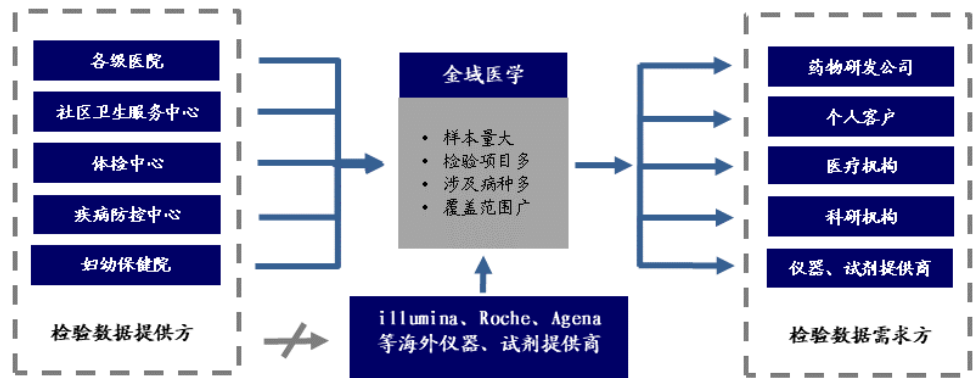
金域医学多年发展积累海量检验数据，数据价值挖掘方兴未艾。金域医学年检测样本量已超过 7000 万例，公司数据库涵盖多个疾病领域。目前公司已与华为合作以人工智能病理辅助诊断为着力点对数据资源进行价值挖掘。

图53 金域医学检验数据资源丰富



资料来源：公司官网，海通证券研究所

金域医学作为 ICL 龙头，在精准医疗产业中的生态位得天独厚，有望打造精准医疗平台。金域医学作为连接检验数据提供方和需求方的桥梁，相比于拥有技术优势但由于监管限制无法收集检验数据的海外检验公司有着独特优势。而且金域医学在检验样本量、检验项目等方面全国领先，相较于检验行业的其他公司也更具打造精准医疗平台的能力和条件。公司未来有望成为国内精准医疗平台，享受精准化医疗的技术趋势红利。

图54 产业生态位得天独厚，精准医疗平台初具雏形


资料来源：公司官网，海通证券研究所

8. 盈利预测与投资建议

我们认为金域医学是一家非常优质的企业，具有持续成长潜力。我们预计 2020 年公司业绩受疫情核酸检测业务影响将同比大幅上涨，2021 年在疫情趋缓影响下公司业绩将回归正常发展，预计 2020-2022 年归母净利润分别为 11.3 亿元、8.2 亿元、9.5 亿元，EPS 分别为 2.45、1.78、2.07 元/股，主要观点及假设如下：

观点 1：多样化行业竞争参与者加剧市场竞争。我国第三方医检市场已呈寡头垄断格局，排名前三的金域、迪安、艾迪康占据行业市场份额 70% 左右。行业竞争参与者更为多样化，除了全国连锁综合型实验室、特检实验室外，上游 IVD 企业、保险公司等跨界企业也纷纷进入第三方医检行业。不同企业依托自身资源，围绕产品、服务、模式不断创新，在不同的细分市场具有一定优势，市场竞争更为激烈。

观点 2：医保控费压力长期存在，2021 年 DRG 实际付费后控费力度增强。按照“顶层设计、模拟测试、实际付费”三步走的思路，国家医保局要求，确保 2020 年模拟运行，2021 年启动实际付费。2021 年启动 DRG 实际付费后，医保控费力度有望上一个台阶，可能导致检测服务项目收费的下调。我们预计 2021 年金域医学受 DRG 实际付费政策推进影响，整体收入可能出现较为明显的增速下降。

观点 3：公司特检比例持续提升，促进改善整体业务毛利率。近年来，公司特检项目收入占比不断提升，并且公司持续加大科研和技术转化的力度，在整合国际化高端创新资源方面取得了突出的成绩，在多个特检领域形成了良好的技术布局，与高校、研究院等机构开展深度产学研合作。我们预计公司未来特检比例将持续提升，除核酸检测外的常规业务的毛利率结构得到改善，盈利能力增强。

观点 4：IVD 带量采购政策推进降低试剂成本，使公司盈利能力得到提升。2020 年 3 月发布的《中共中央 国务院关于深化医疗保障制度改革的意见》中明确强调进一步深化药品、医用耗材集中带量采购制度改革，全面实行药品、医用耗材集中带量采购。我们认为，持续推进的 IVD 带量采购政策将使 ICL 企业的上游试剂采购成本下降，进而提升毛利率。而且因为部分特检项目以 LDT 形式开展，受 IVD 带量采购政策影响较小，所以普检项目整体毛利率提升的幅度将较特检项目更大。

观点 5：核酸检测带来业绩大幅增长，且具有一定持续性。新冠肺炎疫情爆发后，公司积极参与国家新冠疫情防控工作，依托自身强大的病毒检测能力，充分发挥产能规模大、网络广、资源调度能力强等突出优势，积极参与全国抗击新冠肺炎疫情的战斗，先后在湖北、广东、吉林、北京等全国 29 个省市区开展新冠核酸检测。我们认为，由于国内疫情反复加以国际疫情形势严峻，核酸检测需求仍将持续，并且未来新冠疫苗有望带来新的抗体检测需求。

观点 6：公司规模效应显现，毛利率、净利率稳步提升。由于省级实验室前期已基本布局完毕，固定资产投入和人员增长放缓，固定资产使用效率和人员效率提升，同时

公司注重高质量发展, 高端项目和优质客户收入占比不断提升, 项目结构、客户结构得到优化, 费用控制见成效, 费用率平稳下降。我们认为, 公司经营管理能力将不断增强, 毛利率、净利率有望稳步提升。

综合以上观点, 我们分项具体假设如下表所示:

表 15 分项盈利预测表 (亿元)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
基因组学检验	4.4	7.1	9.0	11.8	15.3	19.6	24.4	30.6
YoY	38.1%	59.5%	27.8%	30.0%	30.0%	28.0%	25.0%	25.0%
毛利率	52.9%	50.0%	47.8%	44.0%	45.0%	45.0%	45.0%	45.0%
病理诊断	3.3	3.8	4.3	5.0	5.7	6.4	7.1	7.8
YoY	14.9%	14.9%	13.2%	15.0%	15.0%	13.0%	10.0%	10.0%
毛利率	46.8%	43.2%	40.0%	38.5%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%
理化、质谱检验	1.8	2.3	2.6	2.9	3.3	3.7	4.1	4.5
YoY	71.8%	30.6%	10.8%	12.0%	13.0%	13.0%	10.0%	10.0%
毛利率	67.7%	65.9%	63.9%	63.5%	64.0%	64.0%	64.0%	64.0%
生化发光检验	5.8	7.4	8.3	9.3	10.2	11.0	11.9	12.9
YoY	21.6%	28.1%	11.4%	12.0%	10.0%	8.0%	8.0%	8.0%
毛利率	44.5%	41.0%	39.2%	36.0%	36.0%	40.0%	40.0%	40.0%
免疫学检验	2.6	3.4	3.9	4.4	5.0	5.6	6.2	6.8
YoY	26.7%	30.1%	16.4%	14.0%	13.0%	12.0%	10.0%	10.0%
毛利率	40.2%	37.1%	34.0%	31.0%	31.0%	35.0%	35.0%	35.0%
综合检验	4.7	6.5	7.8	9.0	10.2	11.4	12.5	13.8
YoY	33.7%	39.7%	18.7%	16.0%	13.0%	12.0%	10.0%	10.0%
毛利率	34.4%	29.0%	30.3%	28.0%	29.0%	32.0%	32.0%	32.0%
其他业务	1.3	1.7	2.0	2.9	3.0	3.7	4.4	5.3
YoY	38.8%	29.3%	21.4%	43.3%	5.0%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	49.0%	44.1%	44.7%	48.2%	45.5%	45.0%	45.0%	45.0%
核酸检测						29.5	10.0	10.0
YoY							-66.1%	0.0%
毛利率						55.3%	54.0%	54.0%
合计	23.9	32.2	37.9	45.3	52.7	90.9	80.6	91.5
YoY	30.0%	34.8%	17.7%	19.3%	16.4%	72.6%	-11.4%	13.6%
毛利率	45.9%	42.3%	41.0%	38.8%	39.5%	45.9%	43.1%	43.1%

资料来源: wind, 海通证券研究所
注: 红色字体的均为估计值

基于公司为 ICL 龙头, 业务能力领先行业, 实验室经营效率不断提高, 未来有望实现信息化成为精准医疗平台型企业, 我们给予公司 2020 年 6.5-7.5 倍 PS, 合理价值区间 128.64-148.43 元/股, 低于可比公司 PS 水平, 给予“优于大市”评级。

表 16 可比公司估值表

股票代码	可比公司	收盘价 (元)	每股收益 (元)				市盈率 (倍)				2020E PS
			2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E	
300244.SZ	迪安诊断	41.31	0.56	1.26	1.25	1.46	74	33	33	28	2.4
002030.SZ	达安基因	39.15	0.11	1.43	0.88	0.99	373	27	45	40	11.4
300639.SZ	凯普生物	50.90	0.63	1.18	1.32	1.72	81	43	39	30	10.4
平均							176	34	39	32	8.1

资料来源: Wind, 海通证券研究所 注: 收盘价为 2020 年 10 月 20 日价格, 可比公司 EPS 为 Wind 一致预期

9. 风险提示

分级诊疗政策推进不及预期；医保控费导致检验服务价格下降超预期；行业竞争激烈程度持续恶化；新建实验室因内部管理或外部原因盈利不达预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	5269	9094	8062	9155
每股收益	0.88	2.45	1.78	2.07	营业成本	3189	4918	4586	5210
每股净资产	4.95	7.27	9.06	11.13	毛利率%	39.5%	45.9%	43.1%	43.1%
每股经营现金流	1.44	2.63	1.83	2.21	营业税金及附加	6	11	10	11
每股股利	0.00	0.14	0.00	0.00	营业税金率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
价值评估 (倍)					营业费用	805	1389	1231	1398
P/E	128.72	45.95	63.26	54.34	营业费用率%	15.3%	15.3%	15.3%	15.3%
P/B	22.77	15.50	12.44	10.12	管理费用	483	837	726	806
P/S	9.79	5.69	6.42	5.66	管理费用率%	9.2%	9.2%	9.0%	8.8%
EV/EBITDA	29.93	33.20	42.62	37.31	EBIT	462	1303	945	1089
股息率%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	财务费用	29	36	42	37
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.6%	0.4%	0.5%	0.4%
毛利率	39.5%	45.9%	43.1%	43.1%	资产减值损失	-2	0	0	0
净利润率	7.6%	12.4%	10.2%	10.4%	投资收益	42	72	64	73
净资产收益率	17.7%	33.7%	19.7%	18.6%	营业利润	484	1400	1021	1186
资产回报率	9.2%	17.4%	11.4%	11.3%	营业外收支	12	-15	-15	-15
投资回报率	13.2%	25.7%	15.5%	15.0%	利润总额	496	1385	1006	1171
盈利增长 (%)					EBITDA	772	1522	1168	1310
营业收入增长率	16.4%	72.6%	-11.4%	13.6%	所得税	80	222	161	187
EBIT 增长率	45.8%	182.0%	-27.5%	15.2%	有效所得税率%	16.2%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润增长率	72.4%	180.1%	-27.4%	16.4%	少数股东损益	13	36	26	31
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	402	1127	819	953
资产负债率	47.1%	47.2%	40.5%	37.7%					
流动比率	1.70	2.01	2.50	2.78	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	1.59	1.90	2.39	2.66	货币资金	955	2099	2826	3749
现金比率	0.58	0.87	1.25	1.48	应收账款及应收票据	1570	2367	2474	2884
经营效率指标					存货	172	264	247	280
应收帐款周转天数	108.73	95.00	112.00	115.00	其它流动资产	99	139	128	140
存货周转天数	19.63	19.63	19.63	19.63	流动资产合计	2795	4869	5675	7053
总资产周转率	1.20	1.40	1.12	1.08	长期股权投资	112	152	152	152
固定资产周转率	4.88	8.99	8.77	11.18	固定资产	1081	1012	919	819
					在建工程	11	11	11	11
					无形资产	80	130	112	94
					非流动资产合计	1600	1620	1508	1388
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	4395	6489	7183	8441
净利润	402	1127	819	953	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	13	36	26	31	应付票据及应付账款	1088	1678	1565	1778
非现金支出	336	218	223	221	预收账款	55	95	84	95
非经营收益	-9	-15	3	-5	其它流动负债	505	645	617	666
营运资金变动	-81	-160	-231	-182	流动负债合计	1649	2418	2266	2539
经营活动现金流	661	1206	841	1017	长期借款	359	579	579	579
资产	-271	-212	-125	-115	其它长期负债	62	62	62	62
投资	-23	-40	0	0	非流动负债合计	421	641	641	641
其他	-13	72	64	73	负债总计	2070	3060	2908	3181
投资活动现金流	-307	-180	-61	-42	实收资本	458	459	459	459
债权募资	138	221	0	0	归属于母公司所有者权益	2275	3342	4162	5116
股权募资	11	2	0	0	少数股东权益	51	87	113	144
其他	-391	-104	-52	-52	负债和所有者权益合计	4395	6489	7183	8441
融资活动现金流	-242	118	-52	-52					
现金净流量	113	1144	728	922					

备注: (1)表中计算估值指标的收盘价日期为10月20日; (2)以上各表均为简表

资料来源: 公司年报(2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

余文心 医药行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：人福医药,凯莱英,南微医学,华兰生物,片仔癀,迈瑞医疗,贝达药业,鱼跃医疗,泰格医药,华熙生物,万孚生物,贝瑞基因,天宇股份,康弘药业,博瑞医药,老百姓,心脉医疗,益丰药房,一心堂,恒瑞医药,通策医疗,吉贝尔,新产业,恩华药业,天坛生物,长春高新,百奥泰-U,爱尔眼科,成都先导,普洛药业

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;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。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

余文心 所长助理
(0755)82780398 ywx9461@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com
联系人
应稼娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com
侯欢(021)23154658 hh13288@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
联系人
孙丁茜(021)23212067 sdq13207@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com
黄雨薇(021)23219645 hyw13116@htsec.com
张弛(021)23219773 zc13338@htsec.com
邵飞(021)23219819 sf13370@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com
张紫睿(021)23154484 zzz13186@htsec.com
孙丽萍(021)23154124 slp13219@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
周旭辉 zhx12382@htsec.com
张向伟(021)23154141 zwx10402@htsec.com
李姝醒 lsx11330@htsec.com
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
吴信坤(021)23154147 wxk12750@htsec.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 yniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com
联系人
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
联系人
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
朱赵明(010)56760092 zzm12569@htsec.com
孟陆 86 10 56760096 ml13172@htsec.com
周航(021)23219671 zh13348@htsec.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
房乔华 021-23219807 fqh12888@htsec.com
郑蕾 23963569 zl12742@htsec.com

公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com
联系人
马浩然(021)23154138 mhr13160@htsec.com
毛弘毅(021)23219583 mhy13205@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
联系人
郑景毅 zjy12711@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨凡(010)58067828 yf11127@htsec.com

电子行业 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 联系人 肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com	煤炭行业 李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com	电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com
基础化工行业 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com 联系人 杨蒙(0755)23617756 ym13254@htsec.com	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张峰青(021)23219383 zzq11650@htsec.com 张戈(010)58067852 zy12258@htsec.com 联系人 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com
非银行金融行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com 联系人 任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com	交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江(010)56760091 lyj12399@htsec.com 李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 陈宇(021)23219442 cy13115@htsec.com	纺织服装行业 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com 吉晟(021)23154653 js12801@htsec.com 赵玥炜(021)23219814 zyw13208@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zh11756@htsec.com
建筑工程行业 张欣劼 zxj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com	农林牧渔行业 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com 联系人 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
军工行业 张恒晖 zhx10170@htsec.com 张高艳 0755-82900489 zgy13106@htsec.com 联系人 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com	银行行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23154395 lj12245@htsec.com 联系人 董栋梁(021)23219356 ddl13026@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 许樱之 xyz11630@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 衣楦永(021)23212208 yzy12003@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com 联系人 柳文韬(021)23219389 lwt13065@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
欧阳梦楚(0755)23617160
oymc11039@htsec.com
巩柏含 gbh11537@htsec.com
滕雪竹 txz13189@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com
黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
马晓男 mxn11376@htsec.com
杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
张思宇 zsy11797@htsec.com
王朝领 wcl11854@htsec.com
邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com
董晓梅 dxm10457@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
郭楠 010-58067936 gn12384@htsec.com
张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
李婕 lj12330@htsec.com
郭金珏(010)58067851 gjy12727@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com