

金域医学（603882）深度研究报告

国内 ICL 行业龙头，可持续发展动力强劲

❖ 国内 ICL 行业龙头，疫情期间常规业务持续增长

经过 20 年发展沉淀，金域医学成为国内 ICL 行业龙头。疫情期间，公司常规业务营收和毛利率同样呈现增长态势。2022Q1-3，公司常规业务营收同比增长速为 16.59%。2019-2022Q1-3，公司常规业务毛利率实现了 9.1 个百分点的增长。

❖ 美国 ICL 行业：成长环境优越，催生 Quest 和 LabCorp 两大巨头

1925 年，美国出现首个以商业化模式运营的医学检验实验室。20 世纪 60-90 年代，基于美国完善的分级诊疗体系，在相关支持政策的驱动下，美国 ICL 行业在此阶段快速发展，随后催生了 Quest 和 LabCorp 两大巨头。

❖ 中国 ICL 行业：虽起步较晚，但发展环境正持续改善

随着 2009 年以来国内对 ICL 行业的支持政策不断推出且持续细化，国内 ICL 发展环境得到改善。2020 年，国内 ICL 市场渗透率仅为 8%，对比国外成熟市场仍有较大差距，我们认为，在分级诊疗推进、医保控费压力加大、DRG/DIP 付费方式改革、基层医疗建设的推动下，国内 ICL 行业仍有广阔的发展前景。

❖ 金域医学未来可持续发展动力仍然强劲

1) 处于市场培育期的实验室扭亏为盈有望推动业绩增长。新建实验室一般需要 3-5 年才有望开始盈利，截至 2022Q3，公司仍有 7 个实验室未盈利，未来随着这些处于市场培育期的实验室扭亏为盈，有望为公司业绩带来贡献。

2) 医学检验业务稳步拓展，非医检业务有望带来增量。医学检验业务端，公司近年来能提供的医学检验项目数量逐年提升，且特检业务营收占比逐渐升高。非医检业务端，我们认为，未来随着公司业务范围从服务医疗卫生机构向服务个体消费者（B2C）延伸，公司客户群体和市场空间还有较大增长潜力。

3) 针对性整体解决方案精准绑定分级诊疗体系建设。近年来与分级诊疗体系建设相关的政策文件频出，公司通过提供针对性整体解决方案，具备精确覆盖各级医疗机构的能力，有望充分受益于分级诊疗体系建设。

4) 数字化转型助力公司把握时代机遇。国家大力促进产业数字化转型，2020 年，公司在行业内率先推进业务数字化和数字化业务转型。我们认为，随着公司数字化项目逐步落地，公司有望在产业数字化转型进程中占据先机。

❖ 盈利预测与投资评级

由于新冠防控已取得重大成效，我们调整 22-24 年公司归母净利润预测值为 27.09、13.77、17.61 亿元（原预测值为 30.26、23.54、22.59 亿元），对应 EPS 分别为 5.80、2.95、3.77 元。考虑到国内 ICL 行业前景广阔，公司可持续发展动力强劲，根据 DCF 模型测算，我们给予公司整体估值 564 亿元，对应目标价约为 121 元，维持“推荐”评级。

❖ 风险提示

1、公司未盈利实验室扭亏时间延后；2、常规业务经营情况不及预期；3、国内 ICL 渗透率提升速度不达预期。

主要财务指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入(百万)	11,943	15,079	9,525	11,360
同比增速(%)	44.9%	26.3%	-36.8%	19.3%
归母净利润(百万)	2,220	2,709	1,377	1,761
同比增速(%)	47.0%	22.0%	-49.2%	27.9%
每股盈利(元)	4.75	5.80	2.95	3.77
市盈率(倍)	19	16	31	24
市净率(倍)	7	5	5	4

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2023 年 4 月 11 日收盘价

推荐（维持）

目标价：121 元

当前价：89.90 元

华创证券研究所

证券分析师：郑辰

邮箱：zhengchen@hcyjs.com

执业编号：S0360520110002

证券分析师：李婵娟

邮箱：lichanjuan@hcyjs.com

执业编号：S0360520110004

公司基本数据

总股本(万股)	46,730.38
已上市流通股(万股)	46,418.01
总市值(亿元)	420.11
流通市值(亿元)	417.30
资产负债率(%)	38.44
每股净资产(元)	17.85
12 个月内最高/最低价	91.03/58.52

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《金域医学（603882）2022 年三季度点评：常规业务稳健增长，特检占比持续提升》

2022-10-30

《金域医学（603882）2022 年半年报点评：常规业务稳健增长，新冠业务仍贡献较好增量》

2022-08-19

《金域医学（603882）2021 年报及 2022 年一季报点评：常规业务实现较好增长，新冠业务持续贡献大额增量》

2022-04-28

投资主题

报告亮点

行业层面，基于对美国 ICL 行业发展关键驱动力的复盘分析，全面展望目前国内 ICL 行业的发展机会。公司层面，重点分析金城医学常规业务的发展动力。

投资逻辑

国内 ICL 行业有望进入快速发展期。国内 ICL 行业起步较晚，但自 2009 年以来，国内对 ICL 行业的支持性政策不断推出且持续细化，国内 ICL 发展环境改善。2020 年，国内 ICL 市场（占比临床检测市场）渗透率仅为 8%，对比美国、欧洲、日本三大成熟 ICL 市场分别高达 35%、50%和 67%的渗透率，我们认为，在分级诊疗推进、医保控费压力加大、DRG/DIP 付费方式改革、基层医疗建设的推动下，国内 ICL 行业有望迎来像美国 20 世纪 60-90 年代的历史性发展机遇。

金城医学未来可持续发展动力仍然强劲。疫情期间，剔除新冠检测业务，公司常规业务营收和毛利率同样呈增长态势。展望未来，多因素驱动下公司可持续发展动力强劲：①公司部分处于市场培育期的实验室有望在近几年度过亏损周期，推动公司业绩增长。②公司推动非医检业务拓展，公司业务范围向 B2C 的延伸有望带来业绩增量。③公司通过提供针对性整体解决方案，具备精确覆盖各级医疗机构的能力，有望充分受益于分级诊疗体制建设。④公司在行业内率先推进业务数字化和数字化业务转型，有望在产业数字化进程中占据先机。

关键假设、估值与盈利预测

关键假设：1、医学诊断服务（医学检验业务）持续发展。2、非医学诊断服务（非医学检验业务）进一步贡献业绩增量。

盈利预测与投资评级：由于新冠防控已取得重大成效，我们调整 22-24 年公司归母净利润预测值为 27.09、13.77、17.61 亿元（原预测值为 30.26、23.54、22.59 亿元），对应 EPS 分别为 5.80、2.95、3.77 元。考虑到国内 ICL 行业前景广阔，公司可持续发展动力强劲，根据 DCF 模型测算，我们给予公司整体估值 564 亿元，对应目标价约为 121 元，维持“推荐”评级。

目 录

一、国内 ICL 行业龙头，疫情期间常规业务持续增长	6
（一）20 年沉淀，成就国内 ICL 行业龙头	6
（二）疫情期间公司常规业务仍持续增长	6
（三）公司股权结构稳定，员工激励充分	7
二、美国 ICL 行业：成长环境优越，催生 Quest 和 LabCorp 两大巨头	8
（一）政策支持下美国 ICL 生长土壤被培肥	8
（二）优渥土壤催生 Quest 和 LabCorp 两大 ICL 巨头	10
（三）中美代表性 ICL 企业对比，公司成长潜力大	11
三、中国 ICL 行业：虽起步较晚，但发展环境正逐步改善	13
（一）起步于 20 年 80 年代中期，政策支持下进入上升通道	13
（二）中国 ICL 特检市场还有巨大扩展空间	16
（三）基层医疗建设有望加速行业发展	17
（四）公司作为国内 ICL 龙头，竞争优势明显	18
四、金城医学未来可持续发展动力仍然强劲	19
（一）新建实验室有望扭亏为盈，推动业绩增长	19
（二）医学检验业务稳步拓展，非医检业务有望带来增量	20
（三）针对性整体解决方案精准绑定分级诊疗体制建设	22
（四）数字化转型助力公司把握时代机遇	23
五、盈利预测与投资评级	24
六、风险提示	24

图表目录

图表 1	公司历史沿革	6
图表 2	公司营收和归母净利润规模及增速	7
图表 3	公司总营收和常规业务营收情况	7
图表 4	公司整体毛利率和常规业务毛利率	7
图表 5	公司期间费用率情况	7
图表 6	公司股权结构图	8
图表 7	公司定期推出股权激励计划	8
图表 8	美国 ICL 发展历程	9
图表 9	推动美国 ICL 市场渗透率上升的驱动因素复盘	10
图表 10	2022 年美国医学检验市场份额拆分情况（剔除 COVID-19 检测）	10
图表 11	对 LabCorp 发展史的分阶段复盘	11
图表 12	对 Quest 发展史的分阶段复盘	11
图表 13	对 LabCorp（ICL 业务部分）、Quest、金城医学的横向对比分析	12
图表 14	数字化是 LabCorp 和 Quest 发展战略的重合点	13
图表 15	中国 ICL 发展历程	13
图表 16	相关支持政策的推出给国内 ICL 发展创造合适环境	14
图表 17	2020 年海内外 ICL 市场渗透率情况对比	15
图表 18	2015 年以来与分级诊疗建设相关的政策文件梳理	15
图表 19	ICL 可为医保节约的费用（单位：亿元）	16
图表 20	国内 ICL 市场规模（剔除 COVID-19 检测）	17
图表 21	国内普检特检占比（剔除 COVID-19 检测）	17
图表 22	国内特检六大细分市场情况	17
图表 23	2023 年发布的与基层医疗建设相关的政府文件	18
图表 24	国内 ICL 行业竞争格局	19
图表 25	公司历年实验室数量	20
图表 26	公司历年新增实验室数量	20
图表 27	公司提供的医学检验项目分类	20
图表 28	2015-2022 年，公司可检测项目数量	21
图表 29	2018-2022Q1-3，公司特检业务营收占比	21
图表 30	2015-2022Q1-3，公司研发费用支出	21
图表 31	2017-2021 年，公司研发人员数量	21
图表 32	公司“非医学检验和病理诊断类”业务收入情况	22
图表 33	公司针对性整体解决方案可以分层覆盖各级医疗机构	22

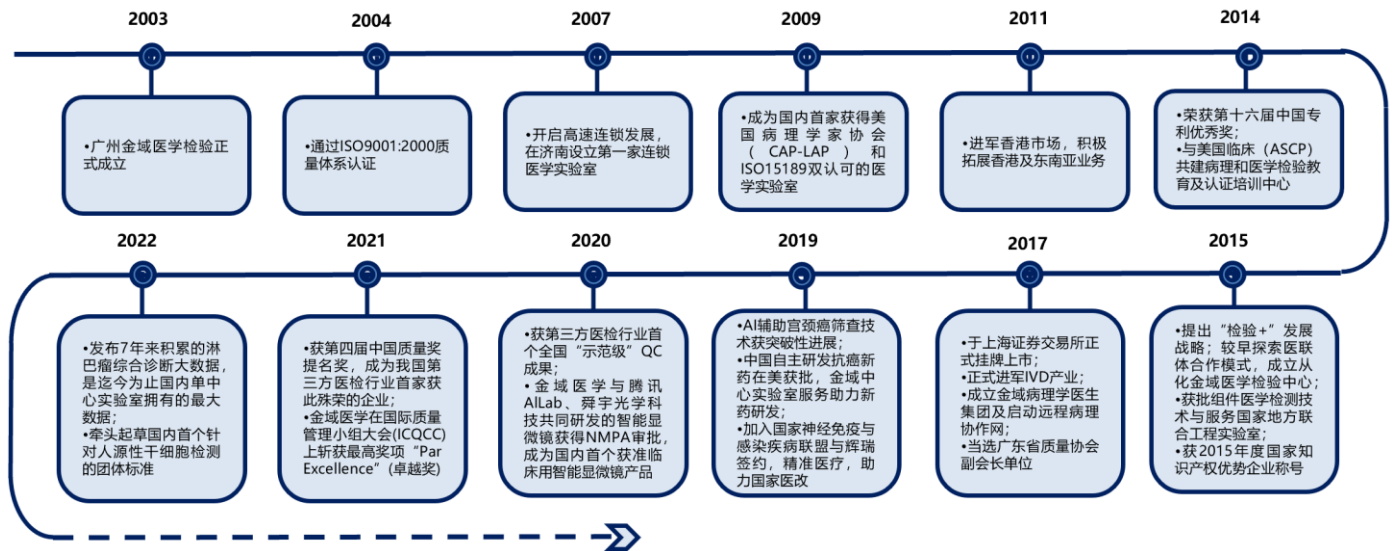
图表 34 公司“两库一中心一基地”建设规划	23
图表 35 金城医学盈利预测	24

一、国内 ICL 行业龙头，疫情期间常规业务持续增长

（一）20 年沉淀，成就国内 ICL 行业龙头

金城医学成立于 2003 年，至今已发展近 20 年。公司主营业务为向医学机构提供医学检验及病理诊断外包服务，目前公司已成为国内第三方医学检验行业的市场领先企业。根据金城医学 2022 年三季报，公司已在全国建立了 44 家中心实验室及区域实验室、快速反应实验室，将服务网络覆盖到了全国 90% 以上人口所在区域。

图表 1 公司历史沿革



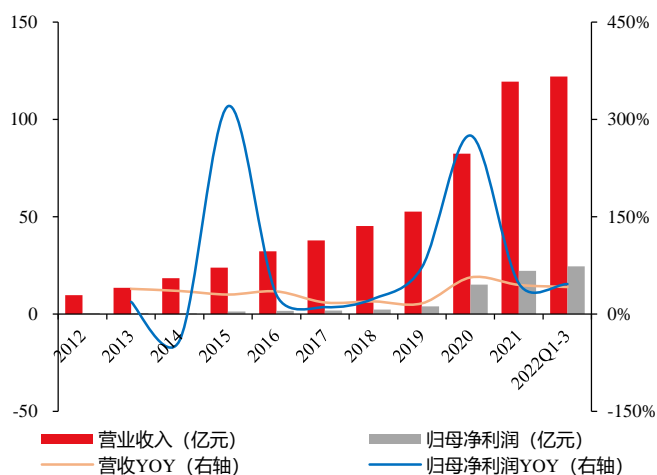
资料来源：公司公告，公司官网，华创证券

（二）疫情期间公司常规业务仍持续增长

疫情期间公司整体营收业绩实现加速增长。2012-2019 年，公司营收 CAGR 为 27.21%，归母净利润 CAGR 为 37.15%，稳定增长，其中，2014 年公司归母净利润同比增速为负，但若剔除当年 1.06 亿元股份支付费用，公司 2014 年归母净利润仍保持了 30% 以上的同比增速。2019-2021 年，公司营收 CAGR 为 50.55%，归母净利润 CAGR 为 134.88%，在新冠检测需求增加的驱动下，此阶段公司营收业绩实现了加速增长。

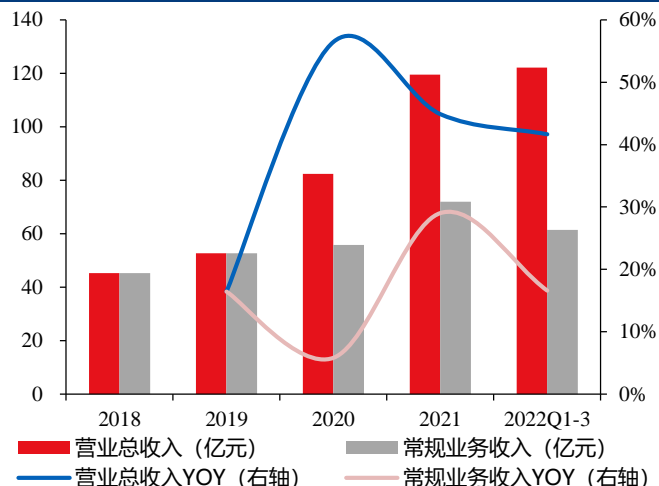
剔除新冠业务，疫情期间公司常规业务营收同样维持增长。2022 年前三季度，剔除新冠检测业务，公司常规业务营收为 61.40 亿元，同比增速为 16.59%。其中四大重点疾病领域中实体肿瘤诊断业务营收同比增长 28.19%，神经与临床免疫诊断业务营收同比增长 17.50%，感染性疾病诊断业务（不含新冠）营收同比增长 15.77%，血液疾病诊断业务营收同比增长 14.73%。

图表 2 公司营收和归母净利润规模及增速



资料来源：Wind，华创证券

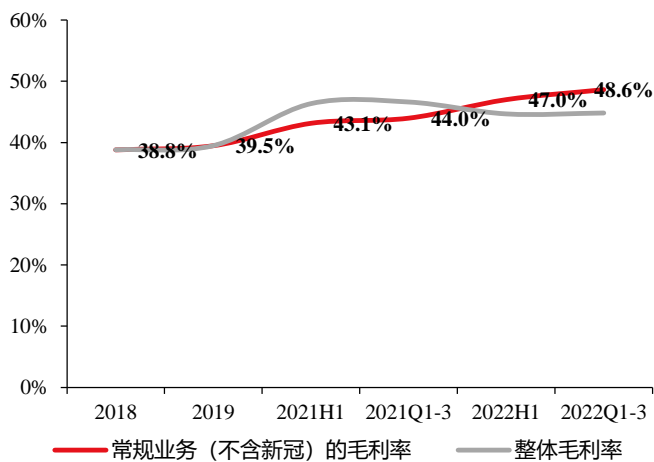
图表 3 公司总营收和常规业务营收情况



资料来源：公司公告，Wind，华创证券

疫情期间，公司常规业务毛利率实现增长。2019-2022Q1-3，公司整体毛利率增长了 5.3 个百分点，常规业务毛利率增长了 9.1 个百分点。2022 年前三季度，公司整体毛利率为 44.82%，略低于去年同期，但剔除新冠检测业务，公司常规业务毛利率为 48.61%，同比增长 4.7 个百分点。

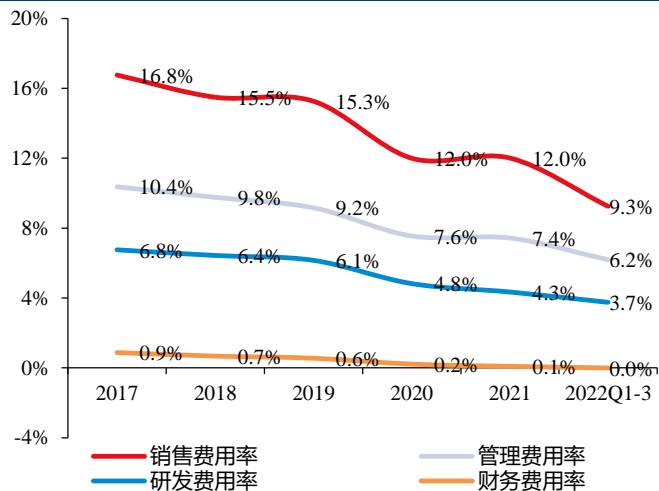
图表 4 公司整体毛利率和常规业务毛利率



资料来源：Wind，华创证券

注：2020 年和 2021 年公司未披露常规业务毛利率情况

图表 5 公司期间费用率情况

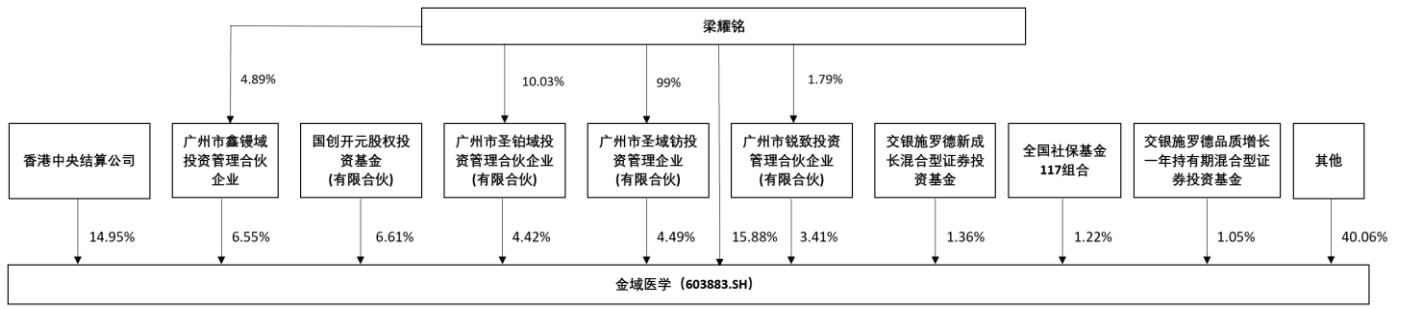


资料来源：Wind，华创证券

（三）公司股权结构稳定，员工激励充分

公司实际控制人为创始人梁耀铭，其合计控制公司 34.75% 的股权。根据 Wind 最新数据（截至 2023 年 4 月 11 日），梁耀铭直接持有公司 15.88% 的股权，并基于合伙协议，通过鑫镓域、圣铂域、圣域钲、锐致四家投资管理合伙企业间接控制公司 18.87% 的股权，进而合计控制公司 34.75% 的股权。

图表 6 公司股权结构图



资料来源：Wind，华创证券

注：股权比例参考 2023 年 4 月 11 日 Wind 数据

公司通过多轮股权激励计划赋能员工。2021 年 4 月，公司披露了新一轮股权激励计划草案，并于当年 7 月份完成了股票期权授予登记，本轮激励计划，业绩考核目标为以 2019 年实现的归母净利润为基数，2021-2024 年净利润增长率分别不低于 69%/120%/186%/272%，即 2021-2024 年净利润分别不低于 6.80/8.85/11.51/14.97 亿元，彰显了公司对于未来发展的信心。

图表 7 公司定期推出股权激励计划

姓名	职务	获授的股票期权数量(万份)	占授予股票期权总数的比例	占总股本的比例 (公告日期)
2019 年股权激励计划				
汪令来	副总经理	66	10.05%	0.14%
于世辉	副总经理	16	2.44%	0.03%
中层管理人员、核心技术人员 (43 人)		575	87.52%	1.26%
合计 (45 人)		657	100.00%	1.43%
2020 年股权激励计划				
中层管理人员、核心技术人员 (157 人)		700	100.00%	1.52%
2021 年股权激励计划				
中层管理人员、核心技术人员 (233 人)		700	100.00%	1.51%

资料来源：公司公告，华创证券

注：“占总股本的比例”参照公司股权激励计划公告日期的总股本数量

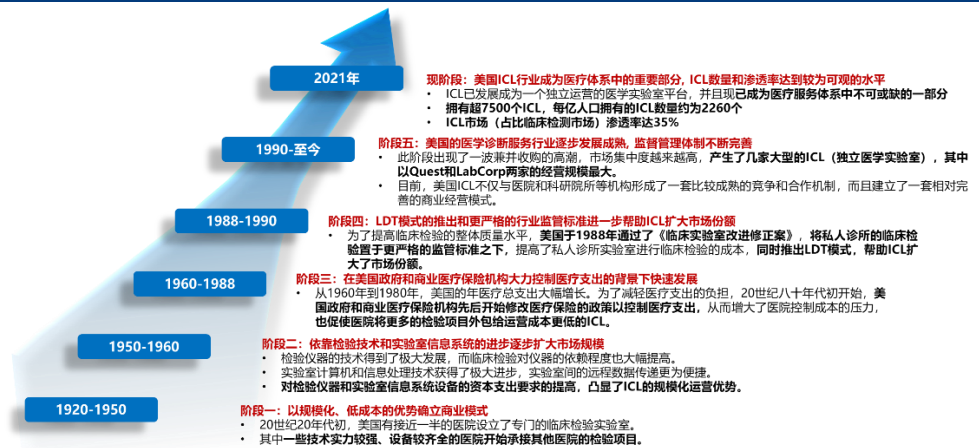
二、美国 ICL 行业：成长环境优越，催生 Quest 和 LabCorp 两大巨头

(一) 政策支持下美国 ICL 生长土壤被培肥

ICL (independent clinical laboratory, 独立医学实验室) 是指获得卫生健康行政部门许可、具有独立法人资格的、专业从事医学检验的医疗机构。

1925 年，美国便出现了首个以商业化模式运营的医学检验实验室。20 世纪 50-60 年代，ICL 在美国兴起，20 世纪 60-90 年代，在相关政策的驱动下，美国 ICL 行业迅速发展，此后进入快速商业化发展道路。目前，美国 ICL 不仅与医院和科研院所等机构形成了一套成熟的竞争和合作机制，而且建立了一套相对完善的商业经营模式。

图表 8 美国 ICL 发展历程



资料来源：艾迪康招股说明书，迪安诊断招股说明书，华创证券

基于完善的分级诊疗体系，叠加相关政策驱动，美国 ICL 优越的成长环境推动行业持续发展。从市场规模来看，根据美国 ICL 行业巨头 Quest 的公告，2022 年美国 ICL 市场规模约为 351 亿美元（剔除 COVID-19 检测）。从 ICL 市场（占比临床检测市场）渗透率来看，2022 年美国 ICL 市场渗透率达 41%（剔除 COVID-19 检测）。从 ICL 数量来看，根据艾迪康招股说明书，截至 2021 年底，美国已有超 7500 个 ICL（中国为 2100 个），其中每亿人口拥有 2260 个 ICL（中国为 149 个）。

1) 分级诊疗体系（基础）

美国的医疗机构共分三层，分别是基层社区卫生服务机构、二级医院和三级医院，各级医院分工明确、功能清晰。从医师资源、医疗设备、检验技术等方面来看，基层医疗机构跟等级医院对比都比较薄弱，而检验项目丰富、检验技术领先、质量标准控制严格、成本低的 ICL 正好能够较好满足基层医疗机构的检测需求。美国完善的分级诊疗体系，为其 ICL 的发展打下基础。

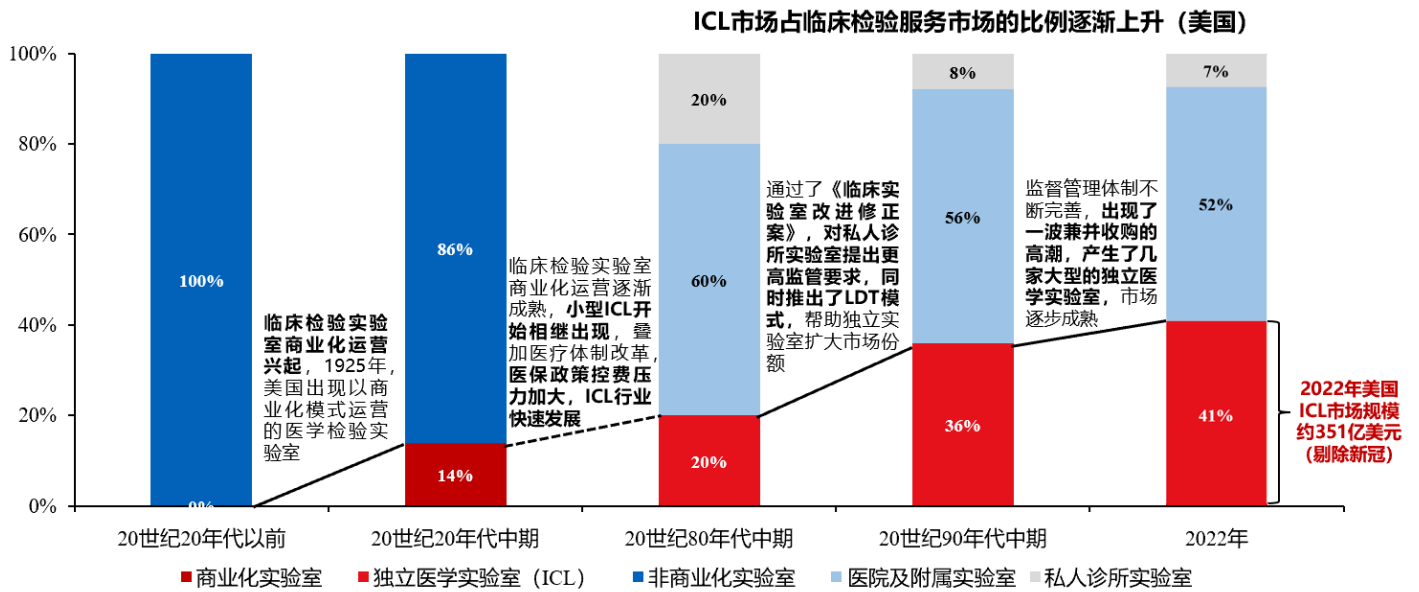
2) 相关政策推出（驱动力）

20 世纪 60-90 年代，美国 ICL 行业快速发展，相关支持政策或为强驱动力：

医保控费压力加大。1960 年-1980 年，美国的年均医疗支出大幅增长。为了减轻医疗支出的负担，美国政府和商业医疗保险机构先后开始修改医保政策，试图控制医疗支出，加大了医院控制成本的压力，促使医院将更多的检验项目外包给运营成本更低的 ICL。

推出 LDT 模式，同时对私人诊所实验室的监管要求加强。LDT 模式，系指尚未获得产品注册，仅在实验室内研发、验证和使用的体外诊断项目模式。美国于 1988 年通过了《临床实验室改进修正案》（即 CLIA），允许临床实验室按照 CLIA 要求，在实验室内研发 LDTs。在实践中，除医院内部“自产自销”模式外，常见的开展 LDT 业务主体为 ICL，CLIA 的推出，驱动了 ICL 行业的发展。此外，CLIA 将私人诊所的临床检验置于更严格的监管标准之下，提高了私人诊所实验室进行临床检验的成本，导致了私人诊所实验室份额降低（从而减轻了 ICL 的竞争压力），叠加上述两重影响因素，美国 ICL 市场加速扩张。

图表 9 推动美国 ICL 市场渗透率上升的驱动因素复盘

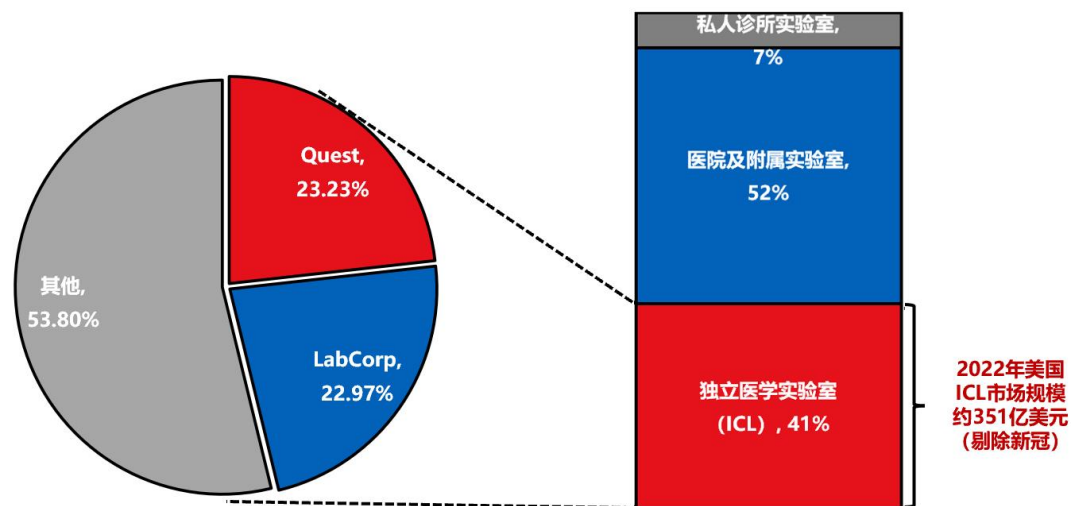


资料来源: Quest 公告, 迪安诊断招股说明书, 华创证券测算

（二）优渥土壤催生 Quest 和 LabCorp 两大 ICL 巨头

从竞争格局来看，LabCorp 和 Quest 为美国经营规模最大的两家 ICL。2022 年，Quest 和 LabCorp 在美国 ICL 市场的份额占比（剔除 COVID-19 检测）分别为 23.23%、22.97%，合计为 46.20%。

图表 10 2022 年美国医学检验市场份额拆分情况（剔除 COVID-19 检测）

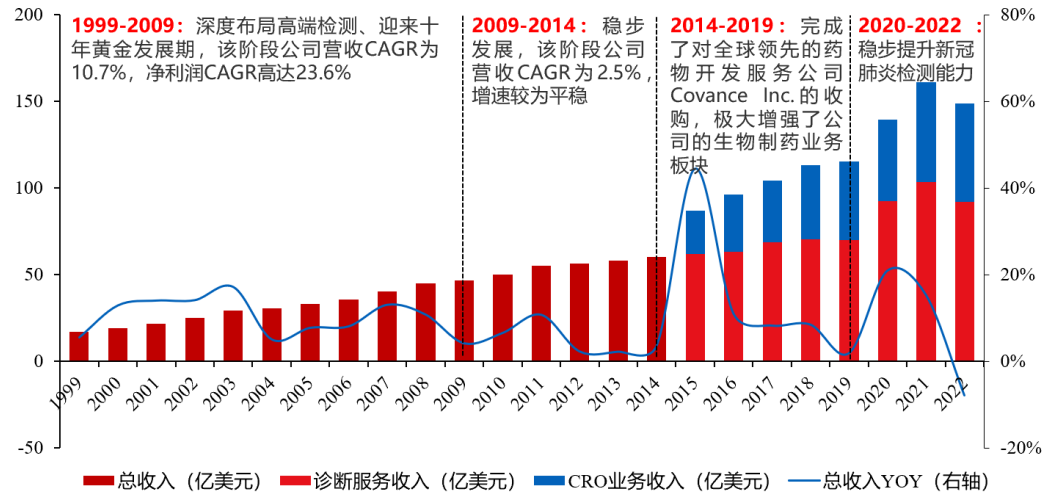


资料来源: Quest 公告, LabCorp 公告, 华创证券测算

LabCorp 以医学检验业务为基，外延拓展 CRO 业务。1995 年，LabCorp 由罗氏公司临床实验室(RBL)和国家健康实验室(NHL)合并成立。1999 年，在政府颁布平衡预算概算法案（The Balanced Budget Refinement Act）后，政府开始向优质的病理诊断服务提供资金补助，基于该政策性机遇，LabCorp 开始深度布局高端检测，迎来了其十年黄金发展期。此后，2015 年，公司通过对全球领先的药物开发服务公司 Covance Inc.的收购，以对 CRO

业务的外延拓展打开了公司第二成长曲线。2020年，在新冠肺炎爆发的大背景下，公司通过稳步提升其新冠肺炎检测能力，实现了自身营收规模的显著增厚。

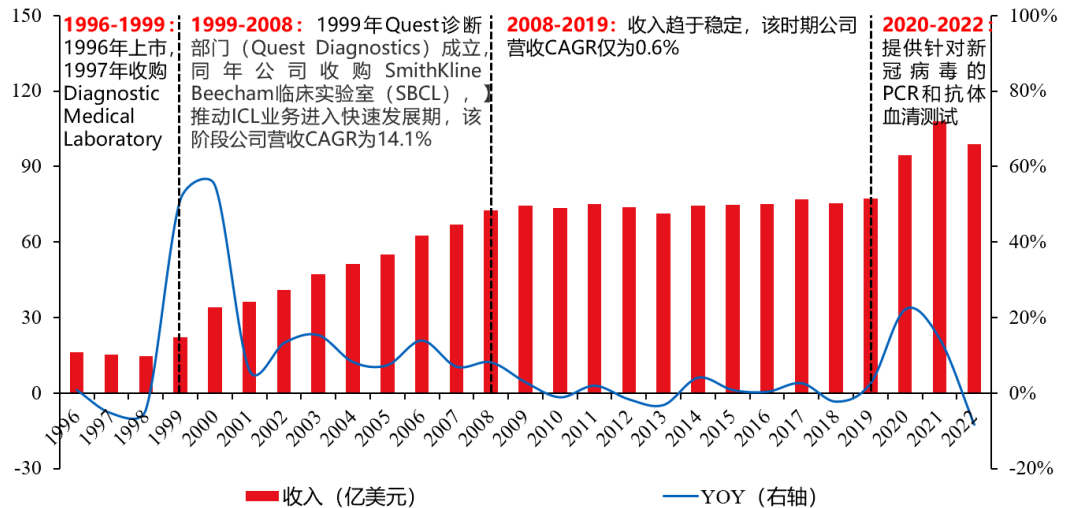
图表 11 对 LabCorp 发展史的分阶段复盘



资料来源：LabCorp 公告，LabCorp 官网，华创证券

Quest 深耕医学检验服务，崛起基于其两次关键性收购。1997年与1999年，Quest 分别通过对 Diagnostic Medical Laboratory 和 SmithKline Beecham Clinical Laboratory 的收购迅速扩大了其临床检测业务规模。1999年，Quest 正式成立了其诊断部门 Quest Diagnostics，将其医学检验业务正式推入正轨。2020年，在新冠肺炎爆发的大背景下，Quest 通过提供针对新冠病毒的 PCR 和抗体血清测试项目，实现了自身营收规模的显著增厚。

图表 12 对 Quest 发展史的分阶段复盘



资料来源：Quest 公告，Quest 官网，Wind，华创证券

(三) 中美代表性 ICL 企业对比，公司成长潜力大

从医学检验布局情况来看，在检测项目数量上，LabCorp 的检测项目总量和特检项目数量具有显著优势。在实验室布局上，虽然金域医学在实验室数量上领先，但是在所在国实验室的覆盖密度上，金域医学仍然与 LabCorp 和 Quest 存在差距。

从营收体量来看，2021年，LabCorp 总营收高于 Quest 且高于金城医学，这主要系 LabCorp 2015 年收购 Covance Inc.带来的 CRO 业务增量，但单 ICL 业务收入，LabCorp 与 Quest 体量相近。

从利润率水平来看，对比 LabCorp 与 Quest，2021 年其毛利率相似，但是 LabCorp 净利率低于 Quest，我们认为，与业务领域相对比较集中的 Quest 相比，LabCorp 医学检验+CRO 双业务线发展的模式为其带来了一定的费控压力。对比 Quest 与金城医学，2021 年金城医学毛利率高于 Quest，但是其净利率相似，我们认为，随着金城医学的运营模式逐步成熟，其净利率水平有望进一步拓展。

图表 13 对 LabCorp（ICL 业务部分）、Quest、金城医学的横向对比分析

	Quest	LabCorp	金城医学
成立时间	1967	1995	2003
在中国/美国 ICL 市场的份额占比 (剔除新冠)	23.23% (FY22)	22.97% (FY22)	29.44% (FY21)
总市值	161 亿美元	206 亿美元	420 亿元
检测项目数量	>3500	~5000	>3600
特检项目数量	>1500	>3000	未披露
实验室数量	37 个 (美国境内)	32 个 (美国境内)	44 个 (中国境内)
实验室覆盖密度	11.10 个 (每 1 亿美国人口)	9.60 个 (每 1 亿美国人口)	3.12 个 (每 1 亿中国人口)
ICL 业务营收 (FY21)	104.94 亿美元	103.64 亿美元	113.04 亿元
ICL 业务营收 (FY22)	96.09 亿美元	92.04 亿美元	115.50 亿元 (22Q1-3)
ICL 业务剔除新冠的营收 (FY21)	77.24 亿美元	76.05 亿美元	65.54 亿元
ICL 业务剔除新冠的营收 (FY22)	81.55 亿美元	80.62 亿美元	54.83 亿元 (22Q1-3)
ICL 业务营收占比总营收 (FY21)	97.27%	64.29%	94.65%
ICL 业务营收占比总营收 (FY22)	97.23%	61.87%	94.06% (22Q1-3)
总营收 (FY21)	107.88 亿美元	161.21 亿美元	119.43 亿元
净利润 (FY21)	20.80 亿美元	23.77 亿美元	23.64 亿元
毛利率 (FY21)	39.02%	37.20%	47.29%
净利率 (FY21)	19.28%	14.75%	19.79%

资料来源：各公司官网、公告，Wind，华创证券

注：1、总市值参考 2023 年 4 月 11 日数据；2、LabCorp、Quest、金城医学检验/特检项目数和实验室数量取自官网最新数据，金城医学检验项目数取自官网最新数据，实验室数量截至 2022 年三季报披露日期；3、由于金城医学 22 年年报暂未披露，部分数据取自 22 年三季报，标记为“22Q1-3”。

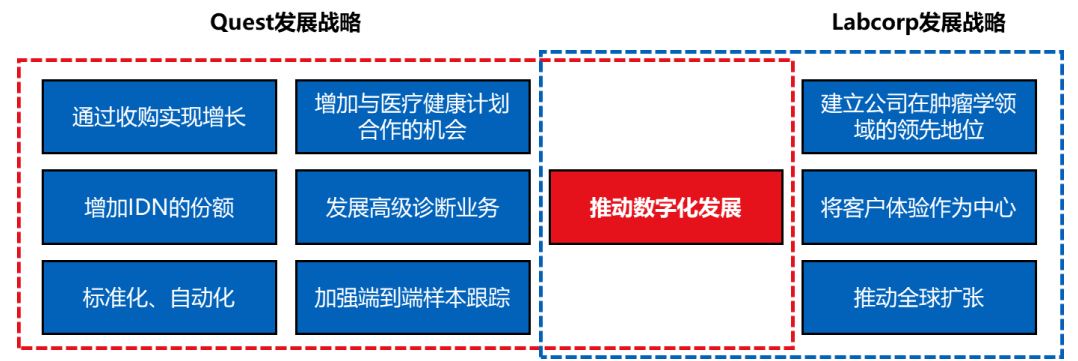
LabCorp 和 Quest 皆将数字化作为其战略发展重点（2020 年，中国 ICL 行业龙头金城医学也在中国率先推进了其业务数字化和数字化业务转型）：

Quest 借助数字化战略提升其运营效率。一方面，Quest 推出了 MyQuest 患者医疗门户网站，实现了患者从预约到交付无缝化的数字化流程，帮助其节省人工成本，截至 2022 年年底，MyQuest 已拥有超 2750 万注册用户。另一方面，Quest 推出了其全面数字化的数据分析软件，在实验室和公司层面提供实时数据分析，帮助其改善数据处理效率。

Labcorp 借助数字化战略打造其差异化竞争优势。在试剂供应上，Labcorp 利用 AI 来准确识别试剂的需求量变化和区域特异性，将试剂快速准确地供应到最合适的实验室。在

研发服务上，Labcorp 通过其建立的测试数据库，帮助研究人员更快速、准确地评估患者的临床过验资格，提高患者登记速度，缩短监管提交所需的时间，从而加速新药研发进程。在患者体验上，Labcorp 通过创建从预约到结果交付的无缝数字化流程，有效改善患者在服务中心(PSCs)的体验。

图表 14 数字化是 LabCorp 和 Quest 发展战略的重合点



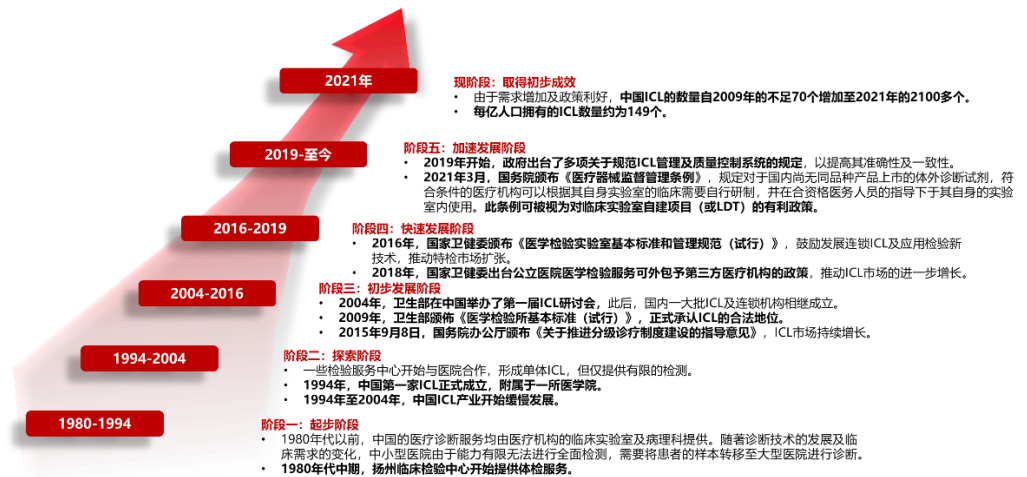
资料来源：LabCorp 公告，Quest 公告，华创证券

三、中国 ICL 行业：虽起步较晚，但发展环境正逐步改善

（一）起步于 20 年 80 年代中期，政策支持下进入上升通道

我国 ICL 行业起步较晚，20 世纪 80 年代中期，扬州医学检验中心最先开始对外开展医学检验服务。1994 年，国内第一家 ICL——广州金域医学检验中心成立，正式开启国内第三方医学实验室规模化、连锁化的发展历程。

图表 15 中国 ICL 发展历程



资料来源：艾迪康招股说明书，华创证券

在相关政策支持下，国内 ICL 行业进入上升通道。2009 年以来，发改委、卫健委等多部门陆续印发了支持、规范 ICL 行业的发展政策，内容涉及对国家独立医学实验室建立的指导以及扶持，且政策内容逐渐明确且细化。

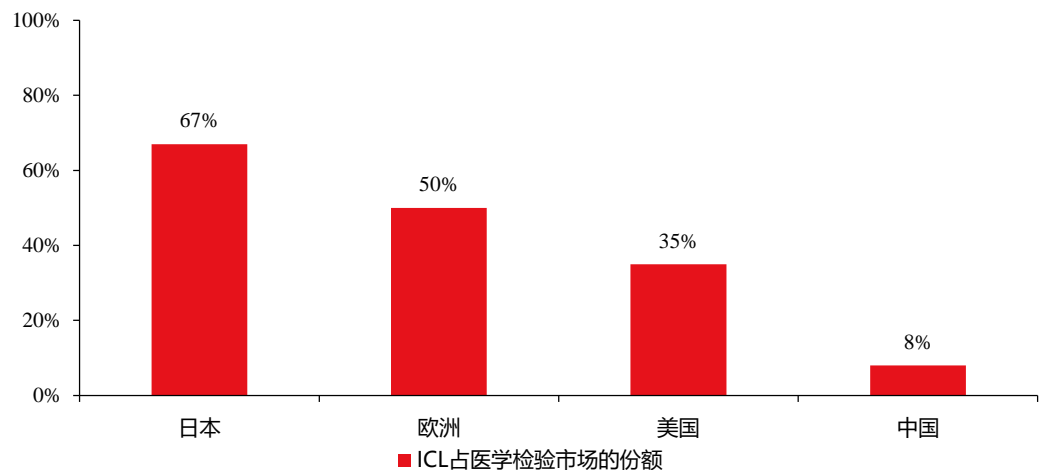
图表 16 相关支持政策的推出给国内 ICL 发展创造合适环境

日期	政策文件名称	政策内容
2009.12	《医学检验所基本标准(试行)》	卫生部 决定在医疗机构类别中增设医学检验所
2013.09	《关于政府向社会力量购买服务的指导意见》	明确要求在公共服务领域更多利用社会力量 ，加大政府购买服务力度
2013.10	《国务院关于促进健康服务业发展的若干意见》	广泛动员社会力量， 大力支持社会资本举办非营利性医疗机构提供基本医疗卫生服务。
2015.09	《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 ，推进同级医疗机构间以及医疗机构与独立检查检验机构间检查检验结果互认
2016.12	《“十三五”卫生与健康规划》	大力发展社会办医，大力发展第三方服务， 引导发展专业的医学检验中心和影像中心等
2017.04	《国务院办公厅关于推进医疗联合体建设和发展的指导意见》	医联体内可建立医学影像中心、检查检验中心等 ，此外，医联体内医疗机构间可互认检查检验结果
2018.06	《关于进一步改革完善医疗机构、医师审批工作的通知》	授权医疗机构委托独立设置的医学检验机构等提供医学检验、病理诊断、医学影像等服务
2019.05	《城市医疗联合体建设试点工作方案》	明确社会办医疗机构是我国医疗卫生服务体系的重要组成部分 ，党中央、国务院高度重视发展社会办医
2021.01	《国务院办公厅关于印发“十四五”国民健康规划的通知》	促进医学检验中心、医学影像中心等独立设置机构规范发展 ，鼓励有经验的执业医师开办诊所
2021.03	《医疗器械监督管理条例》	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根据本单位的临床需要， 可以自行研制，在执业医师指导下在本单位内使用
2022.01	《医疗机构设置规划指导原则（2021-2025年）》	鼓励社会力量在康复、护理等短缺专科领域举办非营利性医疗机构和医学检验室实验室、病理诊断中心、医学影像诊断中心等独立设置医疗机构。

资料来源：国务院，卫健委，华创证券

国内 ICL 市场持续增长，但渗透率仍有提升空间。在国内相关政策支持下，根据艾迪康招股说明书，中国 ICL 市场规模，由 2017 年的 147 亿元增至 2021 年的 223 亿元，CAGR 为 10.9%。但是，根据金城医学 2021 年年报，2020 年国内 ICL 市场（占比临床检测市场）的渗透率仅为 8%，对比美国、欧洲、日本三大成熟 ICL 市场分别高达 35%、50%和 67%的渗透率，国内 ICL 市场在渗透率上仍有较大提升空间。展望未来，根据艾迪康招股说明书，中国 ICL 市场预计 2021 年至 2026 年的 CAGR 为 18.2%，并于 2026 年达到 513 亿元。

图表 17 2020 年海内外 ICL 市场渗透率情况对比



资料来源：公司公告，华创证券

我们认为，在分级诊疗推进、医保控费压力加大、DRG/DIP 付费方式改革的推动下，我国 ICL 市场仍有较为广阔的发展空间：

1) 分级诊疗推进

分级诊疗推动 ICL 的发展主要针对民营医院和基层医疗机构，这也是当前 ICL 重点开拓的市场所在。检验项目丰富、检验技术领先、质量标准控制严格、成本低的 ICL 能够较好满足基层医疗机构和民营医院的检测需求。自 2015 年国务院提出《关于推进分级诊疗制度建设的指导意见》以来，相关政策文件频出，推动基层医疗机构和民营医院发展的同时，也为 ICL 的发展带来广阔的成长空间。

图表 18 2015 年以来与分级诊疗建设相关的政策文件梳理

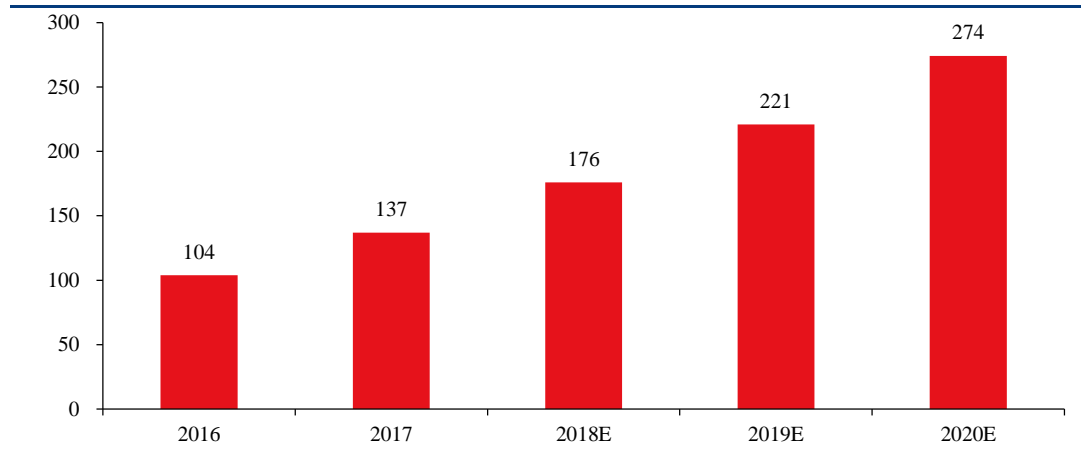
时间	政策名称	政策内容
2015.09	《关于推进分级诊疗制度建设的指导意见》	一方面以强基层为重点完善分级诊疗服务体系，另一方面建立健全分级诊疗保障机制
2017.04	《关于推进医疗联合体建设和发展的指导意见》	逐步形成多种形式的医联体组织模式，完善医联体内部分工协作机制，促进医联体内部优质医疗资源上下贯通
2018.08	《关于进一步做好分级诊疗制度建设有关重点工作的通知》	加快推进医联体建设，以区域医疗中心建设为重点推进分级诊疗区域分开，以县医院能力建设为重点推进分级诊疗城乡分开，以重大疾病单病种管理为重点推进分级诊疗上下分开，以三级医院日间服务为重点推进分级诊疗急慢分开
2019.05	《关于推进紧密型县域医疗卫生共同体建设的通知》	到 2020 年底，在 500 个县（含县级市、市辖区，下同）初步建成目标明确、权责清晰、分工协作的新型县域医疗卫生服务体系，逐步形成服务、责任、利益、管理的共同体。
2020.07	《深化医药卫生体制改革 2020 年下半年重点工作任务》	健全分级诊疗制度，强化基层卫生防疫。深化县域综合医改，推进紧密型县域医共体试点，促进“县乡一体、乡村一体”
2021.06	《深化医药卫生体制改革 2021 年重点工作任务》	推动优质医疗资源扩容和均衡布局。启动国家医学中心和第二批区域医疗中心试点建设项目
2022.05	《深化医药卫生体制改革 2022 年重点工作任务》	发挥国家医学中心、国家区域医疗中心的辐射作用，发挥省级高水平医院的带动作用，增强市县级医院服务能力，提升基层医疗卫生服务水平，持续推进分级诊疗和优化就医秩序

资料来源：国务院，卫健委，医政医管局，华创证券

2) 医保控费压力加大

医保控费推动 ICL 的发展主要针对的是三级医院。三级医院一般常规检查项目都有覆盖，但特检项目由于样本量小，医院自己开展检测经济效益较低，加上医保控费的趋严，外包趋势加强。国家卫计委卫生发展研究中心以 2016 年为基数推算，2016-2020 年间 ICL 可为医保节省的检验费用分别为 104、137、176、221、274 亿元。假设 2016-2020 年间的医保支出额以每年 3% 的速度匀速增长，ICL 每年可为医保省下近 1% 的花费。

图表 19 ICL 可为医保节约的费用（单位：亿元）



资料来源：卫计委，华创证券

3) DRG/DIP 付费方式改革

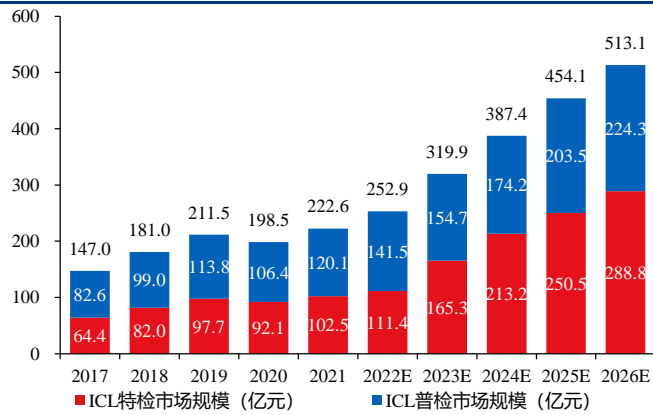
2021 年 11 月，国家医保局发布《关于印发 DRG/DIP 支付方式改革三年行动计划的通知》，明确三年内的工作目标，计划到 2025 年底，将 DRG/DIP 支付方式覆盖所有符合条件的开展住院服务的医疗机构，基本实现病种、医保基金全覆盖。从中长期来看，DRG、DIP 落地的实施，有望将医院检验科转变为成本控制中心，促使医院加大医检外包的力度，从而提升 ICL 渗透率。

（二）中国 ICL 特检市场还有巨大扩展空间

细分来看，中国的 ICL 市场可被分为普检及特检。普检包括常规检测项目，旨在为大多数临床实验室所研究的疾病提供诊断、预防或治疗信息。特检是指非常规检测，通常需要专门的技术或设备来进行。

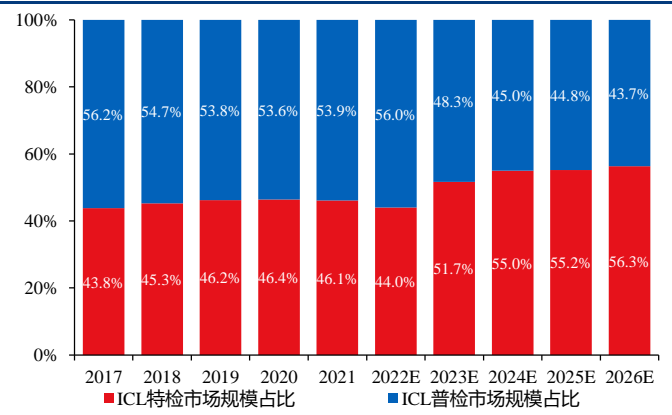
国内 ICL 市场，未来特检占比有望逐步提高。根据艾迪康招股说明书，中国 ICL 普检市场规模，由 2017 年的 83 亿元增至 2021 年的 120 亿元，CAGR 为 9.8%，展望未来，预计 2021 年至 2026 年的 CAGR 为 13.3%。中国 ICL 特检市场规模，由 2017 年的 64 亿元增至 2021 年的 103 亿元，CAGR 为 12.3%，展望未来，预计 2021 年至 2026 年的 CAGR 为 23.0%，规模增速较 ICL 普检市场更快。

图表 20 国内 ICL 市场规模（剔除 COVID-19 检测）



资料来源：艾迪康招股说明书，华创证券

图表 21 国内普检特检占比（剔除 COVID-19 检测）



资料来源：艾迪康招股说明书，华创证券

中国 ICL 特检市场内生增长动力强劲，同时在特检分部数量拓展上仍具有潜力。目前中国 ICL 特检市场主要分为血液学检测、遗传病及罕见病检测、传染病检测、肿瘤检测、神经病学检测、妇科相关检测六个分部。从内生增长动力来看，根据弗若斯特沙利文预测，2021-2025 年，血液学检测、遗传病及罕见病检测、神经病学检测市场规模 CAGR 预计在 30% 以上，增长动力强劲。从特检领域覆盖来看，拥有六个主要分部的中国 ICL 特检市场，与涵盖更广泛分部（例如皮肤学检测及毒理监测）的美国 ICL 特检市场相比，在分部数量上仍有拓展潜力。

图表 22 国内特检六大细分市场情况

肿瘤检测	血液学检测	妇科相关检测	遗传病及罕见病检测	神经学检测	传染病检测
肿瘤检测指实体瘤检测，涉及预测检测、诊断、癌症精准医疗、预后监测等的血液恶性肿瘤除外	白血病、淋巴瘤、多发性骨髓瘤、骨髓增生性肿瘤、骨髓增生异常综合症等	妇科相关及产前问题检测，生殖健康的主要应用是对高危女性进行无创产前诊断 (NIPT)	通过检测遗传病及罕见病，有助于根据患者的基因档案识别致病基因变异	对神经系统疾病的检测，包括老年痴呆症、帕金森、癫痫、多发性硬化症、自闭症等	为便于诊断引起疾病的微生物类型而进行的检测，旨在提供有关疾病治疗计划的见解
国内市场规模					
2020A: 36.91亿元 2025E: 77.64亿元	2020A: 11.10亿元 2025E: 46.79亿元	2020A: 22.98亿元 2025E: 38.12亿元	2020A: 6.27亿元 2025E: 26.37亿元	2020A: 1.89亿元 2025E: 10.24亿元	2020A: 10.01亿元
CAGR=16.0%	CAGR=33.3%	CAGR=10.7%	CAGR=33.3%	CAGR=40.2%	
国内市场集中度&竞争格局 (2020年国内市场份额排名前三公司的合计份额占比)					
26.5%	85.3%	67.3%	51.2%	>83.6%	61.4%
低市场集中度	高市场集中度	中市场集中度	中市场集中度	高市场集中度	中市场集中度

资料来源：康圣环球招股说明书，弗若斯特沙利文，华创证券

注：1、假设市场份额排名前三公司合计份额占比高于 80%/低于 80%但高于 50%/低于 50%分别为高/中/低市场集中度；2、传染病检测考虑到 COVID-19 检测项目影响，暂不做预测

（三）基层医疗建设有望加速行业发展

疫情暴露出我国基层医疗服务能力仍有提升空间，未来下沉市场有望被加速开拓。根据毕马威对于疫情前国内基层医疗建设情况的统计数据，截至 2019 年 11 月，我国有 96 万个基层医疗卫生机构，占全部医疗卫生机构数量的 95%，但其接待诊疗人数占比仅为 52%，乡镇卫生院的病床使用率为 60.4%，明显低于医院 84.5% 的使用率。根据清华大学互联网产业研究院，新冠疫情期间存在大医院资源挤兑、基层医护人员资源不足，社区防控不

到位等问题。我们认为，未来政府有望加强对于基层医疗能力建设的投资，加强分级诊疗体系建设，使其对全民医疗保障发挥更积极的作用。

2023 年年初以来，相关基层医疗建设支持政策频出。其中财政部 2023 年 3 月份颁布的《关于 2022 年中央和地方预算执行情况与 2023 年中央和地方预算草案的报告》为基层医疗建设带来 2000 亿元的直接拨款。随着基层医疗建设加速，ICL 有望凭借其检验项目丰富、检验技术领先、质量标准控制严格、成本低的优势渗透进基层医疗机构，共享基层医疗产业建设红利。

图表 23 2023 年发布的与基层医疗建设相关的政府文件

发布时间	文件名称	文件内容
2023.02	《关于进一步深化改革促进乡村医疗卫生体系健康发展的意见》	1、以基层为重点，以体制机制改革为驱动，加快县域优质医疗卫生资源扩容和均衡布局，推动重心下移、资源下沉。 2、支持县级医院设施和服务能力建设，力争常住人口超过 5 万人或服务半径大的县（市、旗）至少有 1 所县级医院达到二级甲等医院医疗服务能力。 3、重点支持建设一批能力较强、具有一定辐射和带动作用的中心乡镇卫生院。 4、常住人口较多、区域面积较大、县城不在县域中心、县级医院服务覆盖能力不足的县，可以在县城之外选建 1 至 2 个中心乡镇卫生院，使其基本达到县级医院服务水平。
2023.03	《2023 政府工作报告》	深化医药卫生体制改革，促进医保、医疗、医药协同发展和治理。推动优质医疗资源扩容下沉和区域均衡布局
2023.03	《关于 2022 年中央和地方预算执行情况与 2023 年中央和地方预算草案的报告》	通过一般性转移支付安排财力补助资金 1700 亿元、使用 2022 年权责发生制结转资金 300 亿元，支持地方做好疫情防控等工作，重点向县级财政倾斜，同时要加强县级公立医院能力建设，带动县域医共体和乡村医疗服务能力提升。支持做好疾病预防工作。稳妥有序深化医保支付方式改革，推动基本医疗保险省级统筹。

资料来源：中共中央办公厅，国务院，财政部，中国政府网，华创证券

（四）公司作为国内 ICL 龙头，竞争优势明显

国内 ICL 的行业集中度较高。国内头部 ICL 检验机构包括金城医学、迪安诊断和艾迪康，2021 年，三者合计市占率超 55%（剔除新冠检测）。第二梯队的 ICL 检验机构包括华大基因、贝瑞基因、达安基因、凯普生物、上海宝藤等，与头部机构提供综合性检验服务相比，第二梯队 ICL 检验机构更专注于发展某一种核心技术。

图表 24 国内 ICL 行业竞争格局

	金城医学	迪安诊断	艾迪康	云康集团	康圣环球
成立时间	2003	1996	2004	2008	2003
在中国 ICL 市场的份额占比（剔除新冠，FY21）	29.44%	18.03%	8.59%	6.15%	3.81%
总市值	420 亿元	183 亿元	暂未上市	88 亿元	19 亿元
检测项目数量	>3600	>3000	>4000	>2000	>3500
特检项目数量	未披露	未披露	>2300	未披露	未披露
实验室数量	44 个	42 个	32 个	6 个	9 个
实验室覆盖密度（每 1 亿中国人口）	3.12 个	2.98 个	2.27 个	0.43 个	0.64 个
ICL 业务营收（FY21）	113.04 亿元	66.20 亿元	31.45 亿元	16.97 亿元	9.11 亿元
ICL 业务营收（剔除新冠，FY21）	65.54 亿元	40.14 亿元	19.12 亿元	13.69 亿元	8.49 亿元
ICL 业务营收占比总营收（FY21）	94.65%	50.60%	93.10%	100.00%	97.85%
总营收（FY21）	119.43 亿元	130.83 亿元	33.82 亿元	16.97 亿元	9.31 亿元
净利润（FY21）	23.64 亿元	14.84 亿元	3.22 亿元	3.82 亿元	0.81 亿元
毛利率（FY21）	47.29%	38.26%	42.70%	53.00%	52.20%
净利率（FY21）	19.79%	11.34%	9.50%	22.50%	8.70%

资料来源：各公司官网、公告、招股说明书，Wind，华创证券

注：1、总市值参考 2023 年 4 月 11 日数据；2、金城医学、迪安诊断、云康集团检验项目数和实验室数量取自官网最新数据，艾迪康检验/特检项目数和实验室数量截至招股说明书披露日期，康圣环球检验项目数截至招股说明书披露日期，实验室数量截至 2021 年年报披露日期；3、康圣环球 FY21 净利润取“经调整净利润”，且净利率数值也基于该调整值。

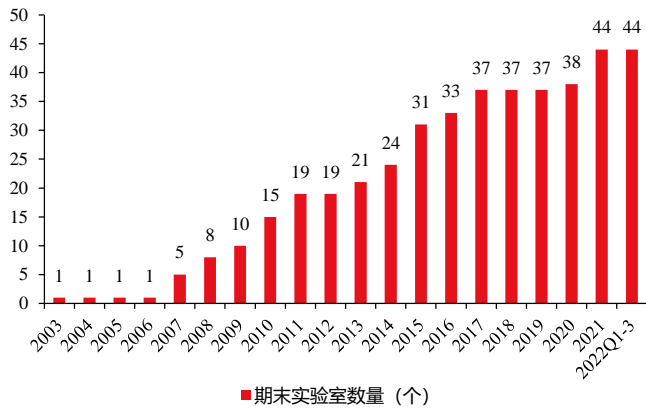
四、金城医学未来可持续发展动力仍然强劲

（一）新建实验室有望扭亏为盈，推动业绩增长

医学实验室有一定的服务半径，医学检验的时效性决定了大型医学实验室要走连锁发展、全国布局的道路。2007 年济南金城的建设，标志着公司正式开启省外扩张的道路。公司省外扩张主要采取自建为主，收购为辅的方式，根据公司 2022 年三季报，公司自建医学实验室占比约为 89%。

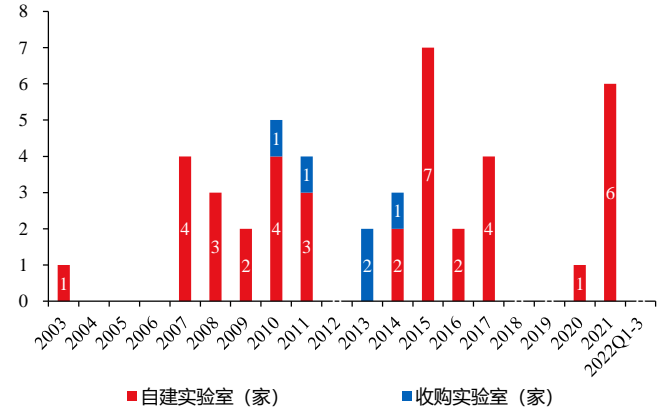
从 2003 年公司建立第一家实验室以来，截至 2022 年三季报，公司已在全国建立了 44 家中心实验室，并广泛建立了区域实验室、快速反应实验室，服务网络覆盖全国 90% 以上人口所在区域，将优质的医检服务延伸至乡镇和社区一级。

图表 25 公司历年实验室数量



资料来源：公司招股说明书，公司公告，华创证券

图表 26 公司历年新增实验室数量



资料来源：公司招股说明书，公司公告，华创证券

ICL 属于初期投入高、回报周期长的行业。一般而言，投资一家检验项目在 1500 项左右的 ICL 固定投入大约为 2000 万元，加之检验技术人员培训、市场开拓等因素，ICL 一般需要 3-5 年的市场培育期，才有望开始盈利。

处于市场培育期的实验室扭亏为盈有望为公司带来业绩增量。公司招股书显示，2016 年底，公司处于亏损状态大部分为 14 年之后新建的实验室。因此我们预计，公司近几年新建的实验室目前仍将处于亏损期。截至 2022Q3，公司仍有 7 个实验室未实现盈利，我们认为，随着这些处于市场培育期的实验室逐步进入盈利周期，有望为公司业绩带来贡献。

（二）医学检验业务稳步拓展，非医检业务有望带来增量

公司向各类医学机构提供的医学检验服务包括理化质谱检验、基因组检验、病理诊断、生化发光检验、免疫学检验、其他综合检验等 6 大类。

图表 27 公司提供的医学检验项目分类

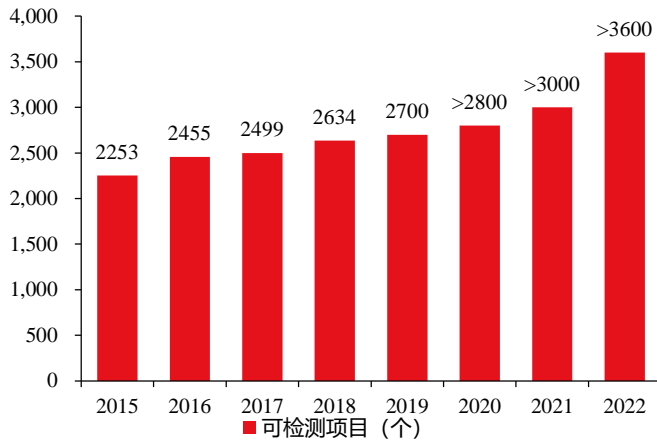
检测项目分类	应用的检验技术	主要子项目
生化发光检验	生物化学技术、化学发光技术等	如：1、蛋白类检测（如总蛋白、转铁蛋白）；2、酶类检测（如谷丙转氨酶）；3、激素类检查（如游离甲状腺素（FT4）、游离三碘甲状腺原氨酸（FT3））；4、肿瘤标志物检查（如癌胚抗原 CEA）等。
基因组学检验	PCR 技术、基因芯片技术、测序技术、荧光原位杂交技术等	如：1、乙肝病毒 HBVDNA 等；2、高危型 HPV DNA 检测等；3、无创产前基因检测等。
免疫学检验	ELISA 技术、免疫荧光技术等。	如：1、乙肝两对半；2、过敏原检测；3、优生五项检测等。
理化、质谱检验	色谱技术、质谱技术、原子吸收技术等。	如：1、微量元素检测（钙、锌等）；2、遗传代谢病检测等。
其他综合检测	如流式技术、微生物培养与鉴定技术、血液常规技术等。	如：1、唐氏综合征；2、外周血染色体核型分析等。
病理诊断	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。	如：1、宫颈液基细胞学诊断 TCT 项目；2、组织病理诊断；3、肾脏病理诊断；

资料来源：公司招股说明书，华创证券

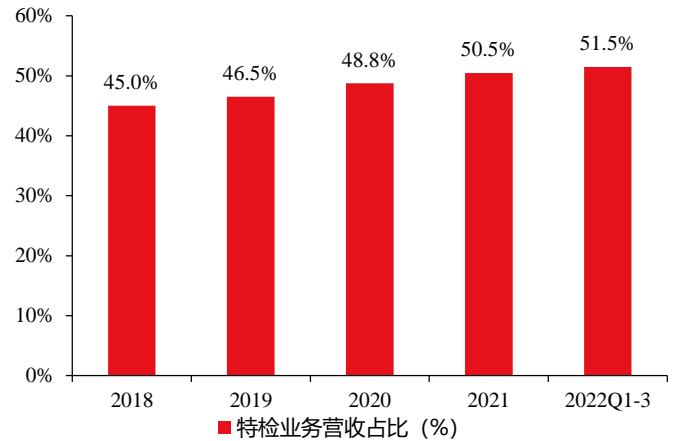
近年来公司提供的医学检验项目数量逐年提升，同时公司特检业务营收占比逐年升高。根据公司官网（截至 2023 年 4 月 10 日），公司能够为医疗机构提供超 3600 项检测项目，截至 2022Q3，公司特检业务营收占比达 51.5%。

检测项目的提升和特检业务营收占比提高与公司持续推进创新能力建设相关。在研发投

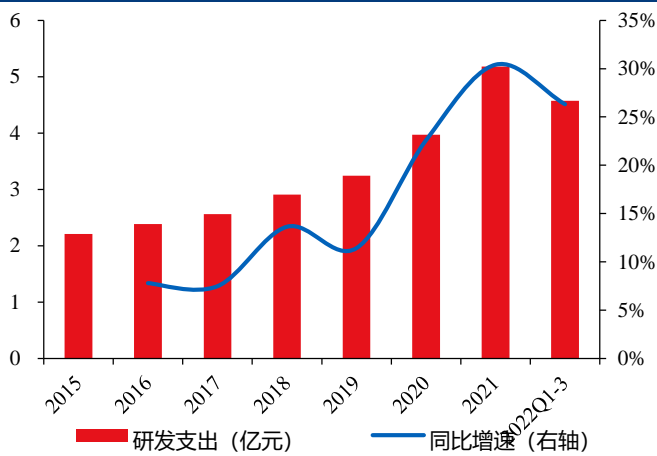
入方面，2015-2021年，公司研发费用支出持续稳定增长，CAGR为15.25%。在创新团队建设方面，公司建立金城医学学术委员会，由钟南山院士担任学术委员会主席，并由52位海内外检验、病理、临床等顶级专家共同组成。在创新平台建设方面，公司建立了由创新研究院、转化研究院、集团技术研发中心组成的集团三级创新平台。截至2022H1，公司共拥有有效知识产权1765件，其中发明专利158件、软件著作权438件。

图表 28 2015-2022 年，公司可检测项目数量


资料来源：公司招股说明书，公司官网，公司公告，华创证券

图表 29 2018-2022Q1-3，公司特检业务营收占比


资料来源：公司公告，华创证券

图表 30 2015-2022Q1-3，公司研发费用支出


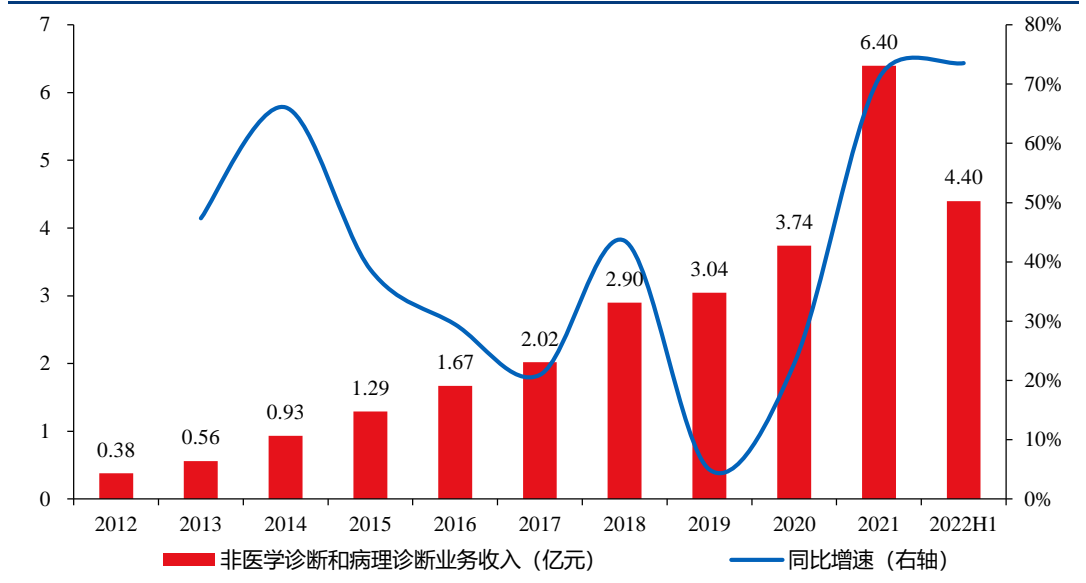
资料来源：Wind，华创证券

图表 31 2017-2021 年，公司研发人员数量


资料来源：Wind，华创证券

除医学检验业务和病理诊断业务外，公司实施“金城+”战略，积极拓展新业务类型。目前公司开展了临床试验研究、司法鉴定、食品卫生监测、健康体检等非医学检验项目，且围绕医学检验产业链开展了试剂生产与销售、医疗冷链物流和检验信息服务等业务。公司“非医学检验和病理诊断类”业务收入体量较小，“金城+”战略有望为其带来较大增量空间。2021年，公司非医学检验和病理诊断业务实现收入约6.40亿元，仅占比总营收的5.35%，仍有较大拓展空间。对于ICL来说，目前客户群体主要还是医疗卫生服务机构（B2B），我们认为，随着未来互联网技术推进，公司业务范围将从服务医疗卫生机构向服务个体消费者（B2C）延伸，公司客户群体和市场空间仍存在增长潜力。

图表 32 公司“非医学检验和病理诊断类”业务收入情况



资料来源：Wind，公司公告，华创证券

（三）针对性整体解决方案精准绑定分级诊疗体系建设

我国正逐步推进分级诊疗建设，公司有望充分共享产业红利。目前我国城乡医疗服务能力差距较为明显，医疗服务体系布局仍有完善空间，为此国家正深化医疗卫生体制改革，建立健全的分级诊疗制度，从能力和行动上，金城医学有望充分受益于分级诊疗建设。

从能力上来看，金城医学可以利用自身优势，为不同医疗机构提供从实验室设计、建设到管理、运营，并延伸至临床服务的全程解决方案，通过针对性的整体解决方案提供，公司可以实现对分级诊疗体系建设的深度绑定。

图表 33 公司针对性整体解决方案可以分层覆盖各级医疗机构

目标客户	公司提供的合作模式	合作模式简介
三级医院	精准医疗中心	为医疗机构搭建测序、质谱、基因芯片、FISH、荧光定量 PCR 等精准医学检验平台，开展与肿瘤、生殖遗传、传染病、个体化用药等相关的检测项目，共建综合性或专科区域精准医学中心，辐射周边各级医疗机构，为区域内患者提供更精准、高效的医疗健康服务。
二级医院	区域检验病理中心	通过整合实验室设计与建设、质量管理体系、管理输出、人才培养、集约化供应等服务，配备专业的信息系统和适宜的物流方案，协助医院打造区域检验与病理诊断中心。
	全实验室共建	通过整合实验室设计与建设、质量管理体系、管理输出、人才培养、集约化供应、专业信息系统等服务，协助医院建设标准化检验与病理科室。
	区域远程病理协作网	协助医院构建远程病理平台并接入远程病理协作网，提供病理诊断、疑难会诊、教学指导、人才培养等服务，实现医疗资源共享。
一级医院及基层医疗机构	城市社区协作网	通过整合实验室设计与建设、质量体系导入、管理输出、人才培养、集约化供应等服务，配备专业的信息系统和适宜的物流方案，协助区域打造城市社区检验协作网。

资料来源：公司官网，华创证券

从行动上来看，公司积极响应分级诊疗、医联体医共体建设、区域检验结果互认等国家政策要求，通过与一批顶级三级医院达成医教研产全面合作，深入推广城市医联体、县域医共体、城市社区等区域检验中心共建服务模式，建设区域独立法人实验室，进一步夯实“顶天立地”的服务格局，打造具有金城特色的服务网络。

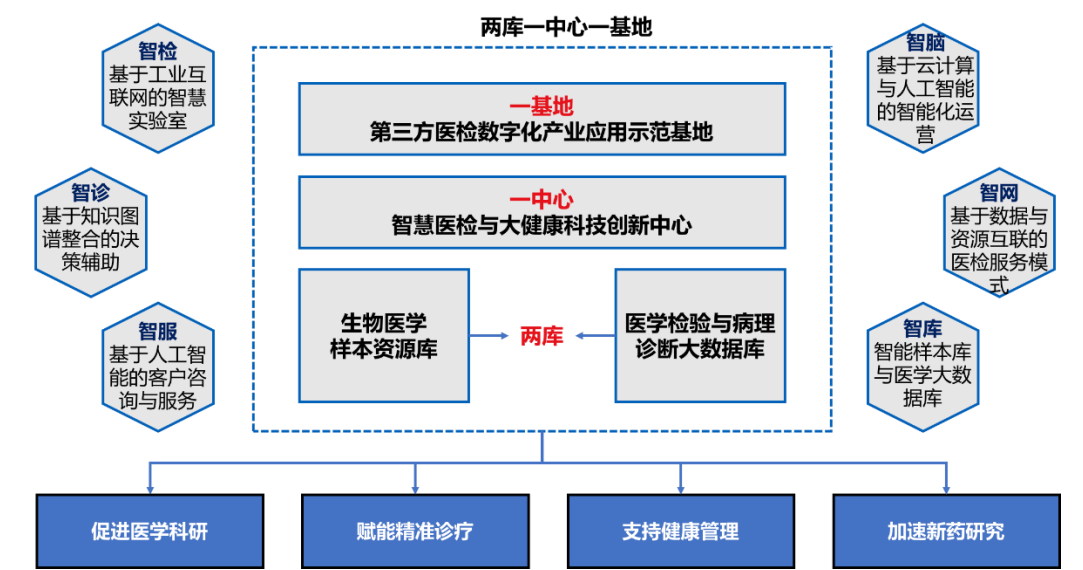
（四）数字化转型助力公司把握时代机遇

国家大力促进产业数字化转型，为生命科学技术与新一代信息技术融合提供政策保障。2021年，国务院发布《深化医药卫生体制改革2021年重点工作任务》等政策，提出推进全民健康信息化建设、推动生物医药、医疗设备、5G网络、工业互联网加速发展。

疫情背景下互联网医疗快速发展为第三方医检行业带来了新的发展机遇。疫情背景下，互联网医疗快速发展，第三方医检与互联网医疗企业的战略合作，弥补了互联网医疗检验检测短板，同时促进了第三方医检的数字化转型，有望给ICL行业带来持续正面影响。

2020年开始，金城医学在行业内率先推进业务数字化和数字化业务转型，发布“医检4.0”愿景，同时提出“两库一中心一基地”建设规划，推动医检全流程智能化。

图表 34 公司“两库一中心一基地”建设规划



资料来源：公司公告，华创证券

金城医学围绕数字化业务和业务数字化进行探索实践。在业务数字化方面，公司有序进行供应链数字化管理等项目建设，同时完成了客户全流程一站式服务平台的整体升级规划，大力推进电子报告单推送、疾病登记、金城直播等线上线下联动服务的推广应用。在数字化业务方面，公司基于数据与样本优势，结合检验和诊断具体场景，在辅助诊断和科研服务方向，联合外部生态资源创新，通过与华为合办2022“域见杯”医检人工智能开发者大赛，推进宫颈细胞学AI落地推行等，助力数字化业务。

金城医学重视数字化人才培养，以强研发能力开创多个行业“首次”。根据公司2022年中报披露情况，公司组建了近200人的数字化转型团队，为公司“医检4.0”数字化转型提供持续驱动力。2021年，公司推出了全国首个宏基因临床辅助决策系统“小宏灯”，辅助医生进行精准诊断。此外，公司率先在业内实现了无人机物流首飞，让实验室与医疗机构间从“信息即时互联”升级为“样本即时互联”。

2023年2月23日，金城医学与腾讯签署战略合作协议，共创智慧医检。根据公司公告，双方将在医检服务智能化以及医检AI临床应用探索等方面展开合作。在医学检验AI层面，双方计划在知识图谱打造、多组学多模态辅助诊断等方面深入推进合作研究。在医检服务智能化水平提升方面，双方计划共同打造医检“on line”行业标杆。本次合作，标志着金城数字化转型进入升级提速阶段，业务数字化和数字化业务工作迈上新台阶。

五、盈利预测与投资评级

关键假设：

1、**医学诊断服务（医学检验业务）持续发展。**行业层面，在分级诊疗推进、医控控费压力加大、DRG/DIP 付费方式改革、基层医疗建设等多因素的驱动下，国内 ICL 行业仍有广阔的发展前景。公司层面，中短期来看，公司处于市场培育期的实验室有望在近几年度过亏损周期，中长期来看，公司有望充分受益于产业数字化转型和分级诊疗建设。因此，我们认为未来公司医学诊断服务可持续发展动力仍然强劲。2022-2024 年，我们预计公司医学诊断服务收入同比增速分别为 26%、-40%、18%，其中常规检测业务收入同比增速分别为 13%、15%、18%。

2、**非医学诊断服务（非医学检验业务）进一步贡献业绩增量。**2021 年，公司非医学诊断服务（非医学检验业务）收入仅占比总营收的 5.35%，仍有较大拓展空间，公司正通过实施“金城+”战略，积极拓展医学诊断服务外的新业务类型。对于 ICL 来说，目前客户群体主要还是医疗卫生服务机构（B2B），我们认为，随着未来互联网技术推进，公司业务范围将从服务医疗卫生机构向服务个体消费者（B2C）延伸，为公司业绩带来增量。2022-2024 年，我们预计公司非医学诊断服务收入同比增速分别为 23%、28%、30%。

图表 35 金城医学盈利预测

单位：亿元	业务	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
总表	营业总收入	52.69	82.44	119.43	150.79	95.25	113.60
	yoy	16%	56%	45%	26%	-37%	19%
	毛利率	39%	47%	47%	48%	48%	49%
	毛利额	20.80	38.49	56.48	72.45	46.07	55.25
医学诊断服务	医学诊断服务收入	49.65	78.70	113.04	142.93	85.17	100.50
	yoy	16%	59%	44%	26%	-40%	18%
	毛利率	39%	47%	47%	48%	48%	49%
	业务收入占比	94%	95%	95%	95%	89%	88%
非医学诊断服务	非医学诊断服务收入	3.04	3.74	6.40	7.86	10.09	13.10
	yoy	5%	23%	71%	23%	28%	30%
	毛利率	45%	45%	49%	49%	49%	49%
	业务收入占比	6%	5%	5%	5%	11%	12%

资料来源：Wind，公司公告，华创证券预测

盈利预测与投资评级：

由于新冠防控已取得重大成效，我们调整 22-24 年公司归母净利润预测值为 27.09、13.77、17.61 亿元（原预测值为 30.26、23.54、22.59 亿元），对应 EPS 分别为 5.80、2.95、3.77 元。考虑到国内 ICL 行业前景广阔，公司可持续发展动力强劲，根据 DCF 模型测算，我们给予公司整体估值 564 亿元，对应目标价约为 121 元，维持“推荐”评级。

六、风险提示

1、公司未盈利实验室扭亏时间延后；2、常规业务经营情况不及预期；3、国内 ICL 渗透率提升速度不达预期。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,653	5,356	6,637	7,856
应收票据	0	0	0	0
应收账款	4,665	4,938	3,197	3,921
预付账款	9	21	12	14
存货	345	409	264	314
合同资产	138	79	62	93
其他流动资产	119	214	128	143
流动资产合计	7,930	11,017	10,302	12,341
其他长期投资	31	31	31	31
长期股权投资	214	214	214	214
固定资产	1,576	1,617	1,650	1,686
在建工程	143	140	145	172
无形资产	68	82	89	94
其他非流动资产	788	831	872	909
非流动资产合计	2,821	2,915	3,001	3,106
资产合计	10,751	13,933	13,303	15,446
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	2,283	2,782	1,757	2,108
预收款项	0	0	0	0
合同负债	132	166	105	125
其他应付款	221	221	221	221
一年内到期的非流动负债	201	201	201	201
其他流动负债	891	1,132	726	863
流动负债合计	3,728	4,502	3,011	3,518
长期借款	249	384	520	667
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	251	251	251	251
非流动负债合计	500	635	772	918
负债合计	4,228	5,137	3,782	4,436
归属母公司所有者权益	6,304	8,416	9,068	10,461
少数股东权益	219	379	452	550
所有者权益合计	6,523	8,795	9,521	11,010
负债和股东权益	10,751	13,933	13,303	15,446

现金流量表

单位：百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2,088	3,704	2,418	2,024
现金收益	2,813	3,307	1,906	2,329
存货影响	-107	-64	145	-49
经营性应收影响	-1,966	-285	1,750	-725
经营性应付影响	744	499	-1,024	351
其他影响	604	247	-358	118
投资活动现金流	-1,010	-478	-486	-523
资本支出	-864	-450	-463	-501
股权投资	-59	0	0	0
其他长期资产变化	-87	-28	-23	-22
融资活动现金流	-53	-523	-651	-283
借款增加	-12	135	136	146
股利及利息支付	-214	-808	-426	-536
股东融资	346	346	346	346
其他影响	-173	-196	-707	-239

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	11,943	15,079	9,525	11,360
营业成本	6,295	7,834	4,919	5,835
税金及附加	12	17	10	11
销售费用	1,435	1,840	1,457	1,727
管理费用	888	1,146	791	920
研发费用	518	679	505	579
财务费用	10	24	22	21
信用减值损失	-71	-220	-150	-120
资产减值损失	-1	-1	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	-7	-7	-7	-7
其他收益	80	80	80	80
营业利润	2,777	3,382	1,734	2,209
营业外收入	2	2	2	2
营业外支出	31	31	31	31
利润总额	2,748	3,353	1,705	2,179
所得税	384	469	238	305
净利润	2,364	2,884	1,466	1,875
少数股东损益	144	176	89	114
归属母公司净利润	2,220	2,709	1,377	1,761
NOPLAT	2,372	2,905	1,486	1,893
EPS(摊薄) (元)	4.75	5.80	2.95	3.77

主要财务比率

	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入增长率	44.9%	26.3%	-36.8%	19.3%
EBIT 增长率	50.9%	22.5%	-48.9%	27.4%
归母净利润增长率	47.0%	22.0%	-49.2%	27.9%
获利能力				
毛利率	47.3%	48.0%	48.4%	48.6%
净利率	19.8%	19.1%	15.4%	16.5%
ROE	35.2%	32.2%	15.2%	16.8%
ROIC	43.6%	38.7%	18.2%	19.7%
偿债能力				
资产负债率	39.3%	36.9%	28.4%	28.7%
债务权益比	10.7%	9.5%	10.2%	10.2%
流动比率	2.1	2.4	3.4	3.5
速动比率	2.0	2.4	3.3	3.4
营运能力				
总资产周转率	1.1	1.1	0.7	0.7
应收账款周转天数	111	115	154	113
应付账款周转天数	112	116	166	119
存货周转天数	17	17	25	18
每股指标(元)				
每股收益	4.75	5.80	2.95	3.77
每股经营现金流	4.47	7.93	5.18	4.33
每股净资产	13.49	18.01	19.41	22.39
估值比率				
P/E	19	16	31	24
P/B	7	5	5	4
EV/EBITDA	13	11	20	16

医药组团队介绍

组长、首席研究员：郑辰

复旦大学金融学硕士。曾任职于中海基金、长江证券。2020 年加入华创证券研究所。2020 年新财富最佳分析师第四名。

联席首席研究员：刘浩

南京大学化学学士、中科院有机化学博士，曾任职于海通证券、长江证券。2020 年加入华创证券研究所。2020 年新财富最佳分析师第四名团队成员。

高级研究员：李婵娟

上海交通大学会计学硕士。曾任职于长江证券。2020 年加入华创证券研究所。2020 年新财富最佳分析师第四名团队成员。

高级分析师：黄致君

北京大学硕士，2020 年加入华创证券研究所。

研究员：王宏雨

西安交通大学管理学学士，复旦大学金融硕士。2023 年加入华创证券研究所。

研究员：万梦蝶

华中科技大学工学学士，中南财经政法大学金融硕士，医药金融复合背景。2021 年加入华创证券研究所。

研究员：张艺君

清华大学生物科学学士，清华大学免疫学博士。2022 年加入华创证券研究所。

助理研究员：朱珂琛

中南财经政法大学金融硕士。2022 年加入华创证券研究所。

助理研究员：胡怡维

美国哥伦比亚大学硕士。2022 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	资深销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	高级销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	高级销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	高级销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	邓洁	高级销售经理	0755-82756803	dengjie@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	王春丽	销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	曹静婷	上海机构销售副总监	021-20572551	caojingting@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	邵婧	高级销售经理	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	资深销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
 中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
 回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-20572500
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572522