

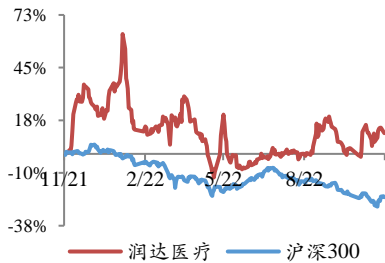
医院检验科合伙人，LDT 业务迎来发展春风

投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-12-11

收盘价(元)	11.78
近12个月最高/最低(元)	16.61/8.69
总股本(百万股)	580
流通股本(百万股)	580
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	68
流通市值(亿元)	68

公司价格与沪深300走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

联系人：陈珈蔚

执业证书号：S0010122030002

邮箱：chenjw@hazq.com

主要观点：

● 公司代理+售后起家、一步步成长为检验科战略合作人

润达医疗立足华东、辐射全国，是业内最早探索整体综合服务的医学实验室综合服务商。作为国内临床检验科合伙人，主要业务分支包括 IVD 产品生产、流通服务、IT 信息化、工程师售后服务和实验室运营等，润达在全国各地及海外拥有四十余家全资或控股子公司，为客户提供近 19000 个品项的体外诊断产品、为 4000+ 家医院机构客户提供个性化解决方案。公司财务稳健，即使疫情影响下 2022 年前三季度实现营业收入 76.34 亿元 (+14.98%)，实现归母净利润 3.06 亿元 (-4.88%)；单三季度实现营业收入 28.73 亿元 (+19.88%)，实现归母净利润 1.46 亿元 (+23.94%)，收入利润均呈现增长态势，业务恢复较快、韧性充足。毛利率和净利率稳中有升，而由于今年 3-5 月份上海、东北等地疫情反复，22Q1~Q3 毛利率 (26.15%)、净利率 (6.65%) 略有下滑，但单三季度公司毛利率 27.76%，净利率 8.09%，盈利能力快速恢复。

● 公司综合能力稀缺、是检验科有力补充，IVD 检测超 4000 亿元空间

公司作为医院检验科合伙人，其主营业务可以分为综合服务平台体系模块、IVD 产品研发制造业务模块及数字化检验信息系统业务模块等，其中镶嵌了售后维修、技术支持、质量控制管理、实验室运营管理等各种综合服务，其实并没有体现在报表但是又不可或缺。市场理解公司是类代理公司，其实对公司的理解还停留在 2008 年以前，实际上公司 2008 年后开启自有产品的研发和供给、建立信息化管理系统、搭建售后工程师等综合服务团队等，可为下游医疗机构提供信息化服务、供应链服务、售后维保服务、质量管理服务、新项目拓展优化等标准化、体系化服务，其综合服务能力不仅得到各级医疗机构认可，也得到像国药集团、中国医药等药品流通企业认可，国药控股、通用集团，南京医药，柳药集团等分别与公司成立合资公司，发挥公司在检验领域的综合服务能力优势，对医院检验科深度绑定合作，本质是在不断拓宽深度合作的医院客户数量，不断扩大市场规模。

从行业角度看，IVD 检测大行业，为医疗行为的入口和分流，精准医疗下，4000 亿元的市场还在持续扩容。近年我国检验行业市场规模稳步提升，2021 年我国公立医院检验收入 4093 亿元、2015-2021 公立医院检验收入 CAGR 10.63%，行业处于快速发展阶段，受益于检验项目的持续扩容、医疗支付水平的持续提高和检验意识的持续增强，检验行业仍然可以保持较快的增速，行业市场空间足够大。此外，政策的演变对公立医院检验科提出了更高的要求，公立医院有意愿和第三方检验服务提供商合作以实现降本增效、提高收入，但具备综合服务能力的企业较为稀缺。公司多年深耕 IVD 生产流通服务行业，前期通过与医院合作建立了成熟的服务流程和信任度，并且集约化平台服务

业务有效解决公立医院检验科痛点，有望在行业春风中快速成长。

- **发展路径持续推进，公司产品和服务持续更深更广满足医院检验发展**
 公司底层能力是对医院检验科和检验需求的理解并且能够通过公司的产品（代理+自研）、IT系统、工程师服务等综合能力去实现。一旦医院对外合作的窗口持续打开，则公司具备更大的发展空间。

（1）LDT 打开新合作业务，2022 年 10 月 9 日《开展上海市公立医院高质量发展试点工作的通知》发布，鼓励有条件的医院开展自行研制体外诊断试剂（LDT）试点，随后公司和华山医院等医疗机构开展相应的合作，也显示出公司在产品研发和检验服务能力得到客户认可，未来上海地区大型三甲医院也会陆续和公司开展 LDT 业务合作。LDT 检测业务毛利率较高，未来会进一步给公司带来盈利的改变。

（2）积极布局特色化自主品牌产品研发，自有产品矩阵持续丰富：1）惠中诊断检测产品，有糖化，生化，POCT，分子诊断等；2）昆涑质控产品：第三方质控品及质控软件；3）润达榕嘉产品：质谱仪、核酸提取仪等；4）数字化检验信息系统产品：LIS，BIS，慧检—人工智能解读检验报告系统，mai47 供应链管理平台，LAB+ 实验室试剂库存管理平台，POCT 管理平台等。公司在质控、糖化、信息化产品方面商业化较为成功，收入占比较大，未来其他产品也将持续上线。自研产品毛利率 70%起，也会进一步拉高公司的盈利质量。

- **投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级**

润达医疗是全国领先的检验科战略合作伙伴，通过多年深耕 IVD 供应链服务及实验室综合服务，具备系统化自主产品开发能力系统化的 IT 开发服务能力、完备的工程师服务团队体系，持续获得客户的认可。从商业板块看，在政策推动检验在院内发展的趋势下，公司有望乘春风，持续提高市占率，为公司绑定更多的医院；从工业板块看，公司纵深布局 IVD 产业链，未来有望持续扩充产品矩阵，打造第二增长曲线；从新政策看，LDT 业务切入打开公司新的业务增长空间。未来公司的毛利率和净利率，随着更多自研产品的上市和 LDT 业务开展，将会持续稳健的提升，我们看好公司医院检验科战略合作伙伴的战略定位和稀缺的能力，预计 2022~2024 年公司将实现营业总收入 102.28/123.42/146.83 亿元人民币，同比+15.4%/20.7%/19.0%；实现归母净利润 3.88/5.04/6.16 亿元人民币，同比+2.1%/29.9%/22.2%；对应 P/E 17.59/13.54/11.08x。首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示**

疫情反复；集约化模式推广不及预期；工业条线推广不及预期；模块整合不及预期；合资公司经营不及预期风险。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	8860	10228	12342	14683
收入同比 (%)	25.3%	15.4%	20.7%	19.0%
归属母公司净利润	380	388	504	616
净利润同比 (%)	15.2%	2.1%	29.9%	22.2%

毛利率 (%)	27.0%	24.9%	26.1%	27.2%
ROE (%)	11.0%	10.1%	11.6%	12.4%
每股收益 (元)	0.66	0.67	0.87	1.06
P/E	20.32	17.59	13.54	11.08
P/B	2.24	1.77	1.57	1.37
EV/EBITDA	9.37	8.29	7.34	5.78

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1. 代理+售后起家、逐渐演变成长为医院检验科合伙人.....	7
1.1 历史悠久、业务扎实、品牌力强.....	7
1.2 股权结构清晰合理，管理团队人才济济.....	8
1.3 营业情况稳中向好，业绩稳健增长.....	10
2. 医院检验科降本增效的属性催生对战略合作伙伴的需求.....	13
3. 公司各项能力充分满足医院检验科的需求，优势显著.....	15
3.1 IT 团队行业领先，提升核心研发实力.....	15
3.2 高管技术背景雄厚，工程师数量领跑行业.....	16
3.3 产品种类丰富，因地制宜为医院提供服务.....	16
3.4 公司智能化、精细化管理平台为检验科降本增效.....	17
4. LDT 合作，医院合伙人资源充沛优势明显.....	18
4.1 IVD：医疗器械行业的重要赛道，行业具备高潜力.....	18
4.2 多重因素推动 4000 亿元检验行业市场优化升级.....	20
4.3 政策驱动下公司在 LDT 业务带来新增量.....	25
5. 加强对外合作，持续深化对医院检验科的理解和赋能,拓宽业务边界.....	28
5.1 与大型外企深度合作，加速跨国 IVD 企业产品研发生产本土化.....	28
5.2 与国药合作，深化渠道拓展.....	29
5.3 对外投资微岩医学，开拓精准检测新领域，进一步深化同医院合作.....	29
6 盈利预测与投资建议.....	30
6.1 盈利预测.....	30
6.2 投资建议.....	31
风险提示：.....	32
财务报表与盈利预测.....	34

图表目录

图表 1 润达医疗全资或控股子公司地域分布情况	7
图表 2 公司发展历史沿革	8
图表 3 公司股权清晰合理（截至 2022Q3）	9
图表 4 公司管理团队人才济济	9
图表 5 2019-2022Q3 公司营收&利润稳步增长	10
图表 6 2019-2022Q3 公司扣非归母净利润增长	10
图表 7 公司收入结构（RMB MN）	11
图表 8 公司毛利结构（RMB MN）	11
图表 9 公司业务增长飞轮	11
图表 10 公司营收分地区（RMB MN）	12
图表 11 公司营收地区结构（22Q1~Q3，%）	12
图表 12 公司整体毛净利率保持稳定	12
图表 13 公司毛利率结构	12
图表 14 三费率整体稳定	13
图表 15 注重研发，投入持续加大（RMB MN）	13
图表 16 医院检验科定位	13
图表 17 检验报告单成本构成	14
图表 18 医院检验科定位	14
图表 19 润达医疗服务平台发展阶段	15
图表 20 公司医疗信息化系统一览	15
图表 21 公司工程师数量	16
图表 22 公司产品矩阵覆盖的主流品牌	16
图表 23 医院科室精细化管理三要素	17
图表 24 MAI47 管理平台界面	17
图表 25 IVD 行业上下游产业链	18
图表 26 IVD 市场细分领域	18
图表 27 2015-2024 年全球 IVD 市场规模（亿美元）	20
图表 28 2015-2024 年中国 IVD 市场规模（亿元）	20
图表 29 我国公立医院检验收入结构及增速（亿元人民币）	20
图表 30 公立医院检验科平均收入及占比（万元人民币/家）	20
图表 31 国家出台政策驱动公立医院降本增效	21
图表 32 市级三甲医院组织架构图示例	22
图表 33 金城医学收入利润规模及增速（RMB MN）	23
图表 34 金城医学盈利能力	23
图表 35 2021 年部分实验室营收及净利润（RMB 亿元）	24
图表 36 广州金城收入利润境况（RMB 亿元）	24
图表 37 LDT 项目相关企业运营数据	24
图表 38 康圣环球收入利润规模及增速（RMB MN）	25
图表 39 康圣环球收入结构（RMB MN）	25

图表 40 康圣环球集团毛利率	25
图表 41 2018-2021 年血液专科收入及分部业绩（RMB MN）	25
图表 42 LDT & IVD 的内容与区别	26
图表 43 2021 年集约化/区检业务客户医院数量分布	27
图表 44 2021 年集约化/区检业务客户医院收入分布	27
图表 45 润达医疗与奥森多的合作历程	28
图表 46 2016-2021 年国药润达营收与利润（人民币亿元）	29
图表 47 公司收入拆分及预测（RMB MN）	30
图表 48 可比公司情况（截至 2022-12-07）	31

1. 代理+售后起家、逐渐演变成长为医院检验科合伙人

1.1 历史悠久、业务扎实、品牌力强

立足华东，影响力辐射全国。上海市润达医疗科技股份有限公司成立于1999年，深耕检测服务领域，历经二十余载风雨洗礼，由最初的产品经销商逐步发展成为医学实验室综合服务商，目前已形成一体化、多样化的闭环生态业务体系；并与超过4000家医疗机构建立了战略合作关系，通过提供多元化、体系化的服务逐步成长为医院检验科的合伙人。从业务结构看，公司主营业务为依托企业自有的综合服务体系向各类医学实验室提供体外诊断产品及专业技术支持的综合服务，其提供的产品涵盖了IVD行业的主要细分领域；从业务版图看，润达目前在全国各地及海外拥有四十余家全资或控股子公司，业务覆盖了全国各个地理分区以及大部分省市，除内蒙，西藏，宁夏，甘肃，贵州之外，公司在其他省份都有相关业务布局，其中主要的省份地区是上海，安徽，江苏，浙江，山东，北京，湖北，云南，东北。从服务对象看，公司与全国各地的医院检验科均有不同程度的合作。

图表1 润达医疗全资或控股子公司地域分布情况

地区	省市	子公司名称	地区	省市	子公司名称	
华北	北京市	北京惠中医疗器械有限公司	华东	江苏省	苏州润达汇昌生物科技有限公司	
		北京东南悦达医疗器械有限公司			南京润达强翰医疗科技有限公司	
东北	吉林省	长春金泽瑞医学科技有限公司			苏州惠中生物科技有限公司	
		黑龙江			哈尔滨润达康泰生物科技股份有限公司	杭州怡丹生物技术有限公司
					黑龙江龙卫精准医学检验中心有限公司	嘉兴市新孚臣医疗器械有限公司
华东	上海市	上海惠中生物科技有限公司			浙江省	杭州润达医疗管理有限公司
		上海惠中诊断技术有限公司				杭州平博生物技术有限公司
		上海惠中医疗科技有限公司				浙江橙原生物技术有限公司
		上海昆涑生物科技有限公司			安徽省	合肥润达万通医疗科技有限公司
		上海润达榕嘉生物科技有限公司				合肥三立医疗科技有限公司
		上海中科润达精准医学检验有限公司	山东省	青岛益信医学科技有限公司		
		上海嵇瑞信息科技有限公司		山东鑫海润邦医疗用品配送有限公司		
		上海瑞美电脑科技有限公司	西南	济南润达生物科技有限公司		
		润澜（上海）生物技术有限公司		重庆市	重庆润达康泰医疗器械有限公司	
		上海润达实业发展有限公司	云南省	云南润达康泰医疗科技有限公司		
		上海康夏医疗科技有限公司		广东省	广东省润达医学诊断技术有限公司	
		上海益骋精密机械有限公司	华中	湖北省	武汉润达尚检医疗科技有限公司	
					武汉优科联盛科贸有限公司	

资料来源：公司官网，华安证券研究所

历史悠久，深耕医学检测综合服务领域，经验丰富。公司自2009年开始进入快

速发展期，业务版图持续稳定扩张，完成了诸多成果：1) **进一步完善了医学检测综合服务体系，在全国范围内全面推进集约化、区域检验中心业务**；2) 增加研发投入，建立工业产业园，实现自产产品的生产、销售与不断升级；3) 建设设施完善的物流仓库，搭建了现代信息化的物流配送系统，成功将业务范围拓展至全国各个地理区，构建了全国性的客户网络。

图表 2 公司发展历史沿革

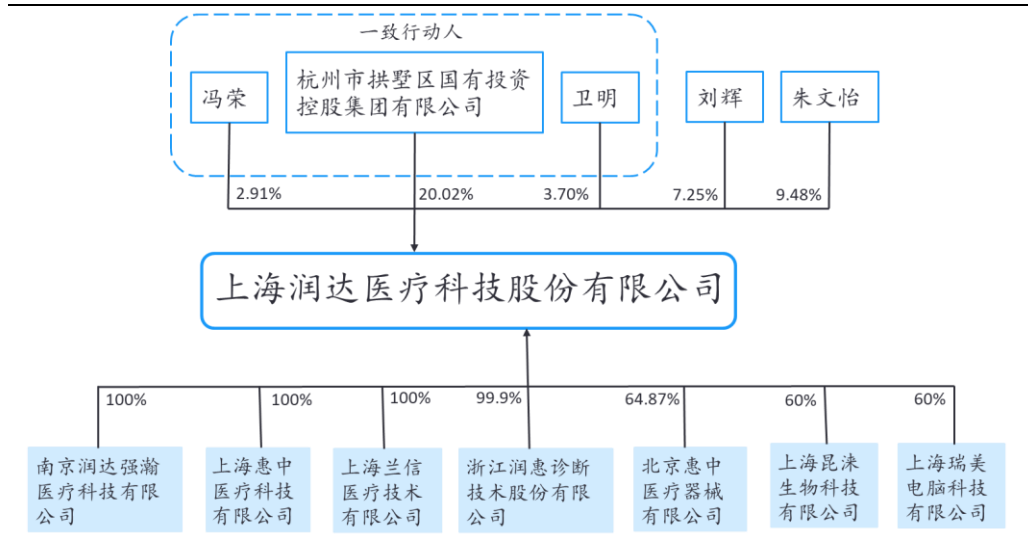
年份	所处阶段	事件
1999	创业阶段	成立公司，主要面向上海地区的医疗机构提供单一品牌的检验设备和试剂产品
2003	发展起步阶段	业务范围拓展，逐步涉猎华东地区，代理产品品牌数量和质量双增
2008		逐步建立综合服务平台；成立研发子公司，开始自主研发 HPLC 糖化血红蛋白分析仪及配套试剂
2009	快速发展阶段	自主品牌产品上市，首款自主研发的全自动糖化血红蛋白分析系统 MQ2000 上市销售
2010		全面整合产品与服务，服务品牌覆盖体外诊断所有主要细分领域；建立信息化管理的仓储物流配送体系
2012		开展国际业务，MQ2000-PT 获得国际权威的 IFCC/NGSP 双认证并出口欧洲
2013		全面推行集约化综合服务；开始全面推行专业的 IVD 集约化综合服务；完善信息化管理体系
2015		公司首次公开发行 A 股（股票代码：603108）
2017		业务布局继续拓展，全国性的业务布局初具形态；收购及投资了大量国内外子公司
2018		建立专业产业园区，园区主要负责整合在上海/华东的研发生产中心和仓储物流中心
2019		引入杭州下城国投为公司控股股东，正式变更为国有控股公司变更为国有控股公司
2020		发行可转债；与华大基因，北京纳捷达成战略合作
2021		信息化子公司开发的慧检—人工智能解读检验报告系统上市销售；子公司研制的新一代临床质谱仪—ARD6465MD 三重四极杆质谱仪系统上市销售

资料来源：公司官网、公司公告，华安证券研究所

1.2 股权结构清晰合理，管理团队人才济济

股权结构清晰，系列子公司各司其职。公司第一大股东为杭州市拱墅区国有投资控股集团有限公司（曾用名下城国投），股权占比 20.02%，系公司实控人。此外，冯荣先生持股 2.91%，卫明先生持股 3.70%，与拱墅国投达成一致行动人。国有股东为公司提供背书，有效地帮助公司缓解了可能存在的融资压力，助力公司长期稳定发展。

图表 3 公司股权清晰合理 (截至 2022Q3)



资料来源：公司公告、wind，华安证券研究所

公司管理团队同时具备深厚的学术底蕴以及较高的管理素质。副董事长兼总经理刘辉先生，软件工程硕士，工程师，曾任上海华臣生物试剂有限公司执行董事、上海益聘精密机械有限公司执行董事。独立董事何嘉先生，法学博士，目前在全国重点大学浙江工业大学任教，教授法学院、外语学院、国际学院学生合同法、商法、经济法等多门课程。监事吴伟钟先生，曾任万达百货有限公司财务经理、绿地控股杭州乾唐商业经营管理有限公司总经理助理兼财务总监。具备丰富执业经验的领导层将为公司的长期可持续发展保驾护航。

图表 4 公司管理团队人才济济

姓名	职务	履历
董事会		
张诚栩	董事长 董事会秘书	经济学学士。曾任杭州下城国投创新发展有限公司总经理，杭州下城产业投资基金有限公司执行董事兼总经理。
刘辉	副董事长 总经理	软件工程硕士。曾任上海惠中医疗科技有限公司执行董事，上海华臣生物试剂有限公司执行董事。
周夏飞	独立董事	博士研究生，非执业注册会计师。曾任浙江司太立制药股份有限公司独立董事。
何嘉	独立董事	法学博士。现任浙江天册律师事务所兼职律师，主要执业领域为公司治理、金融证券、并购、投融资和商事贸易等相关的诉讼及非诉业务。
胡震宁	董事 副总经理	理学学士。曾任江苏润怡医疗设备有限公司董事。
陈政	董事 副总经理	工学学士。曾任国药控股润达医疗器械发展（上海）有限公司董事，国润医疗供应链服务（上海）有限公司董事、副总经理，江苏润怡医疗设备有限公司董事。
监事会		

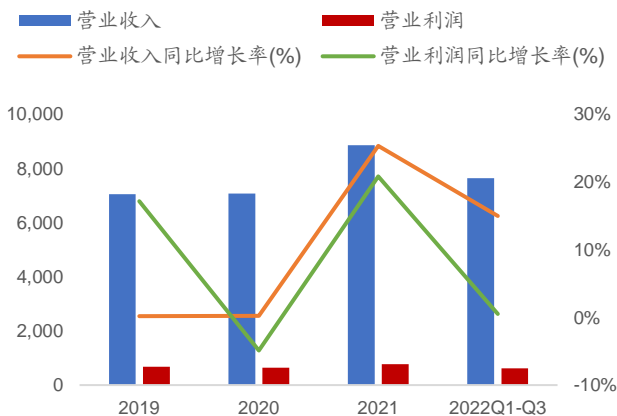
俞康	监事会主席 监事	经济学硕士，注册会计师、高级审计师。曾任杭州市下城区国有投资控股有限公司董事长，杭州市下城区国有投资控股集团有限公司董事长。
吴伟钟	监事	管理学学士，高级会计师。曾任苏泊尔集团有限公司财务主管，浙江新通国际合作有限公司财务经理，绿地控股杭州乾唐商业经营管理有限公司总经理助理兼财务总监。
公司高管		
全文斌	副总经理	高级管理人员工商管理硕士。2007年毕业于清华大学经济管理学院，高级管理人员工商管理硕士。曾任北京德易生物化学研究所第三方实验室主任。
黄俊朝	副总经理	经济学硕士。曾任日本希森美康株式会社海外本部部长，上海昆涿生物科技有限公司董事，上海润达医疗科技股份有限公司总经理、董事、财务总监。
廖上林	财务总监	管理学硕士。曾任广州远洋运输有限公司财务预算主管，东莞银行股份有限公司财务部预算管理岗，杭州市下城区国投集团股份有限公司财务部主管。

资料来源：公司官网、公司公告，华安证券研究所

1.3 营业情况稳中向好，业绩稳健增长

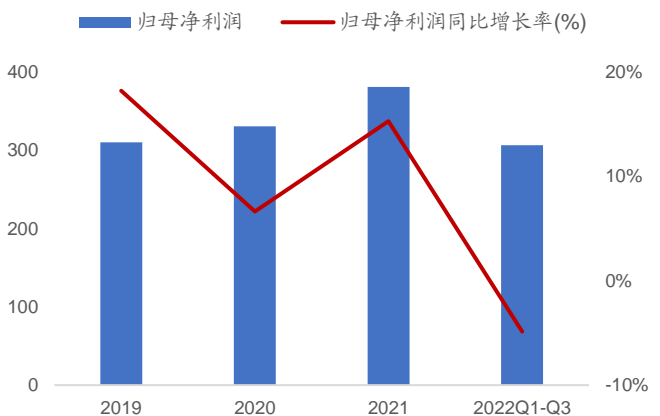
收入利润整体保持增长，发展潜力大。2021年公司实现收入88.60亿元，同比增长25.33%，2022年前三季度实现营业收入76.34亿元，同比增长14.98%，主要系今年3-5月份上海、东北等地区发生疫情反弹，导致院内常规检测需求阶段性下滑，公司上半年经营受到一定影响。随着上海、东北等地区疫情逐步得到有效控制，公司各项业务逐步恢复增长，**在2022年第三季度，公司实现营业收入28.73亿元，同比增长19.88%，环比增长10.84%**。2021年公司实现归母净利润3.8亿元，同比增长15.23%，2022年前三季度实现归母净利润3.06亿元，同比下降4.88%，降低主要系3-5月份上海、东北等地区疫情反复影响业务，边际效益有所下降，2022年第三季度实现归母净利润1.46亿元，同比增长23.94%，环比增长23.73%。截至2022年前三季度，公司应收账款及应收票据51.51亿元，较2021年同期增长13.8亿元，主要系疫情阶段性影响下，应收账款结算周期有所延长所致。计提信用减值损失1.19亿元，较2021年同期增加0.5亿元，主要系公司按照预期信用损失计量方法计提减值准备并确认信用减值损失所致。

图表 5 2019-2022Q3 公司营收&利润稳步增长



资料来源：wind，华安证券研究所

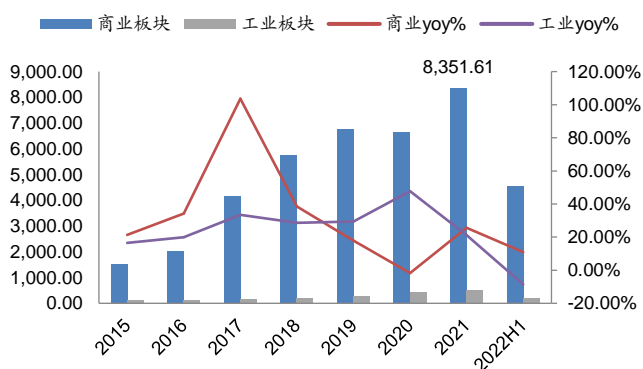
图表 6 2019-2022Q3 公司扣非归母净利润增长



资料来源：wind，华安证券研究所

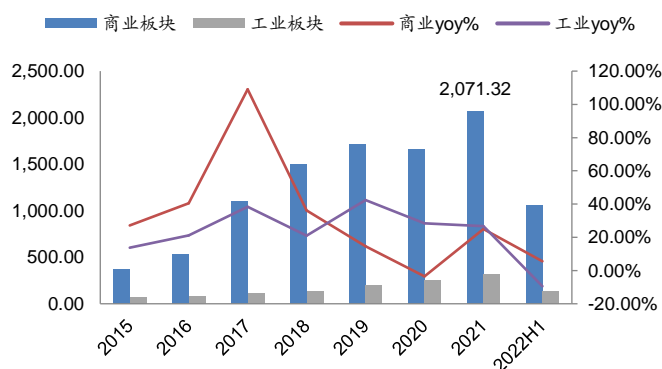
拆分收入结构，公司业务主要分为工业板块与商业板块；其中商业板块是公司最主要的收入来源，营收自 2015 年的 15.16 亿元人民币增至 2021 年的 83.52 亿元，2021 年同比增长 25.62%，2022H1 贡献营收 45.46 亿元，同比增长 10.92%；**工业板块持续发力，营收自 2015 年的 1.05 亿元增至 2021 年的 5.02 亿元，2021 年同比增长 21.19%**，2022H1 贡献收入 2.11 亿元，同比有所下滑，主要系今年上半年疫情多地散发且上海地区较为严重，公司研发生产型子公司及信息化子公司均位于上海地区，疫情期间企业生产经营受到较大的停工停产影响，公司业务受到一定影响。

图表 7 公司收入结构 (rmb mn)



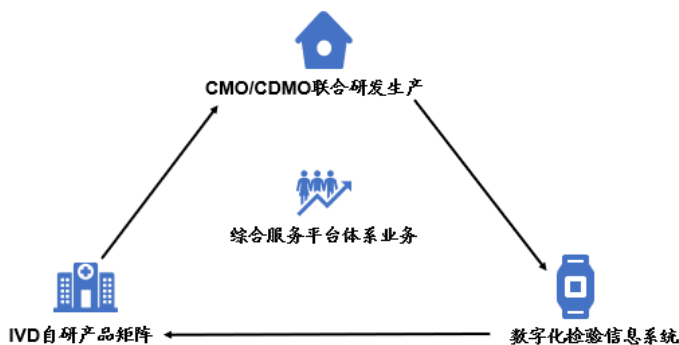
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 8 公司毛利结构 (rmb mn)



资料来源: wind, 华安证券研究所

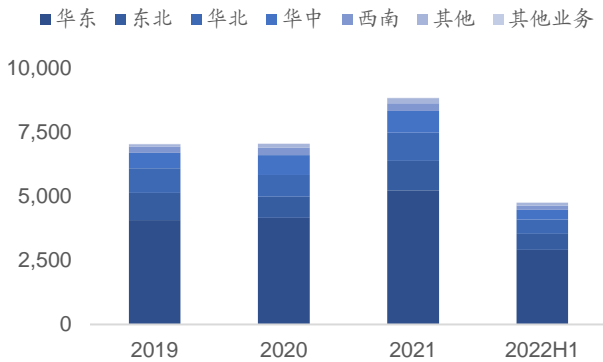
图表 9 公司业务增长飞轮



资料来源: 公司官方微信公众平台, 华安证券研究所

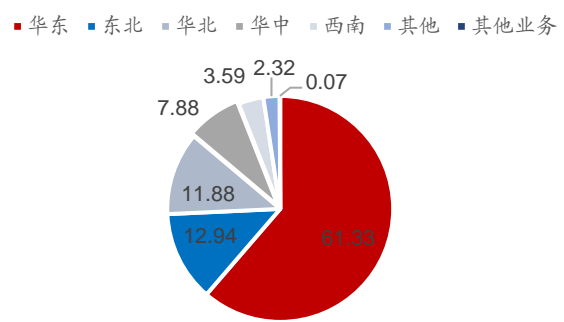
深耕华东、辐射全国，业务版图覆盖全国。公司以华东地区为大本营，2021 年公司在华东地区实现营业收入 52.39 亿元人民币，**约占总营业收入的 59.14%**，2022 年上半年华东地区贡献了 29.19 亿元的营业收入，约占总营业收入的 61.33%，是公司业绩的主要来源，未来公司将通过拓展业务版图，与全国各地医院检验科等开展合作，进一步拓宽在全国各地的影响力，特别是华东、东北及华北地区。

图表 10 公司营收分地区 (rmb mn)



资料来源: wind, 华安证券研究所

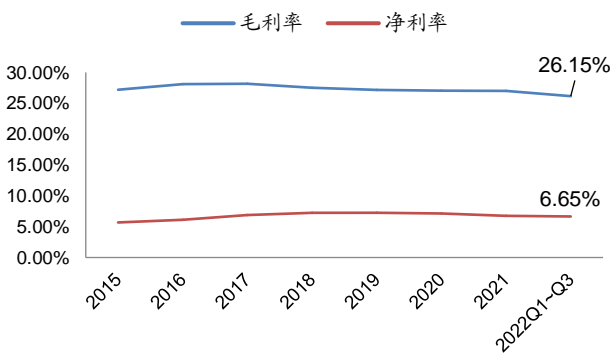
图表 11 公司营收地区结构 (22Q1~Q3, %)



资料来源: wind, 华安证券研究所

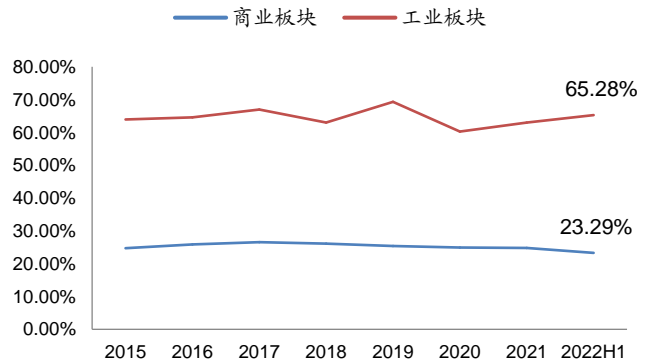
盈利能力稳中求进。2021 年公司整体毛利率为 27%，净利率为 6.75%；2022 年前三季度公司整体毛利率为 26.15%，净利率为 7%，总体来看较为稳定。2021 年，行业内可比公司金域医学、迪安诊断、康圣全球的毛利率分别为 47.29%、38.26%、52.2%，净利率分别为 19.79%、11.34%、-152.26%，润达医疗的盈利能力正不断提升，向行业内可比企业看齐。2022 年上半年公司软件开发及业务毛利率 68.52%、试剂及其他耗材业务毛利率 25.43%、仪器业务毛利率 16.22%。

图表 12 公司整体毛净利率保持稳定



资料来源: wind, 华安证券研究所

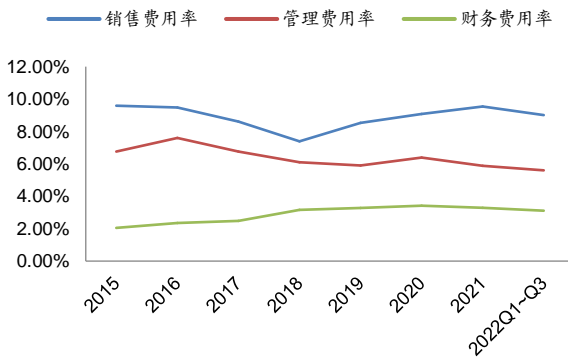
图表 13 公司毛利率结构



资料来源: wind, 华安证券研究所

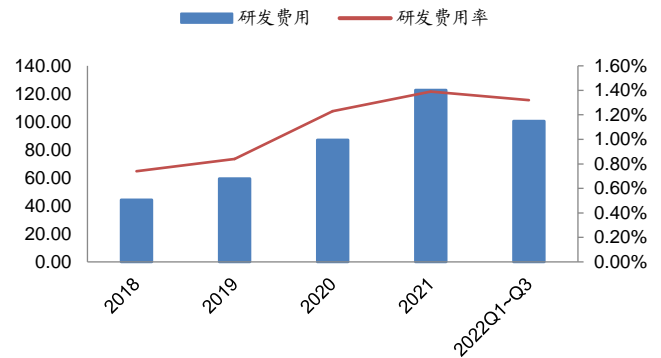
三费率整体平稳。截至 2022 年前三季度，公司销售费用率为 9.01%，同比增长 1.12%，管理费用率为 4.28%，同比增长 5.16%，财务费用率为 3.11%，同比降低 5.47%。回溯历史，2020 年受新冠肺炎疫情疫情影响，公司的销售、管理和财务费用率均产生了不同程度的增加。2021 年公司销售/管理/财务费用率分别为 9.54%/5.88%/3.29%，销售费用率同比增 0.47pct 主要系售后服务费用增加；管理费用率同比降 0.67pct 主要系公司提高管理效率，控费效果初现，财务费用率同比降 0.13pct 主要系国资控股后为公司降低了融资成本，公司融资结构持续优化。此外，公司在研发上持续投入以保持科研优势，**2022 年前三季度研发支出 1 亿元 (研发费用率 1.32%)**，2021 年支出 1.23 亿元 (研发费用率 1.39%)。

图表 14 三费费率整体稳定



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 15 注重研发, 投入持续加大 (rmb mn)

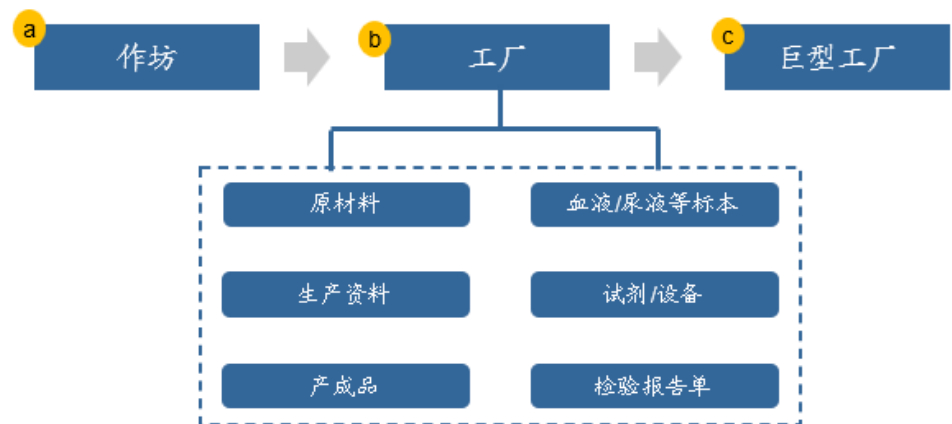


资料来源: wind, 华安证券研究所

2. 医院检验科降本增效的属性催生对战略合作伙伴的需求

医院检验科的本质是医院的“大型工厂”，报告单的产出需要共同协作。医院的检验科是医院医技检查的重要组成部分，是生产检验报告单的工厂，和医院其他科室相比具备更强的服务属性。

图表 16 医院检验科定位



资料来源: wind、润达医疗官方公众号, 华安证券研究所

医院检验科报告单产出包含诸多环节，通过成本的节约可以极大的提高检验科的盈利水平。检验科的报告单涉及到工作人员的操作成本、生产资料比如试剂设备等供应链的成本、生产过程中定标、较准、跑冒滴漏等环节损耗管理成本和质量控制成本等多个环节的管控，因此医院检验科报告单的质量与成本和检验科医护人员专业水平、实验室质控水平、供应链管理水平和实验室管理水平、合作伙伴的集约化服务能力等多种因素有关，在此背景下，具备平台化服务和提供完整解决方案能力

的公司将更具备竞争优势。

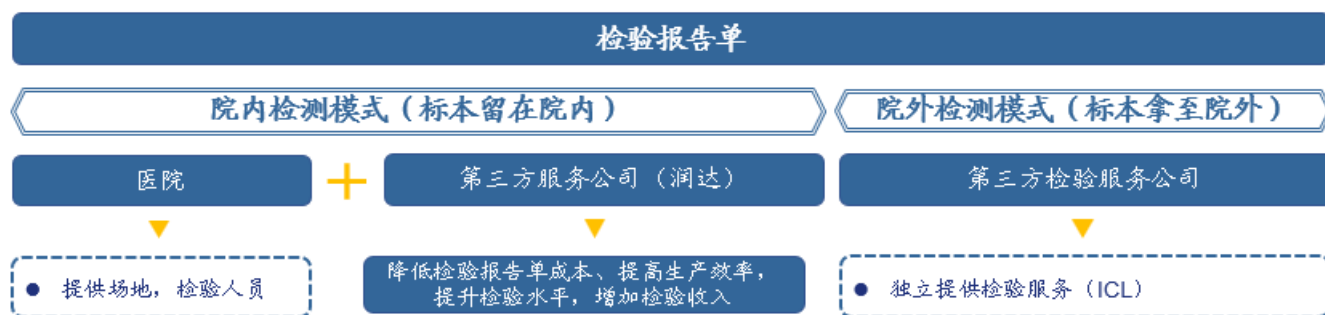
图表 17 检验报告单成本构成

成本构成	占比	内容
生产资料成本	10%~30%	检验试剂/设备
人工成本	15%~20%	检验人员、场地等
QC&QA 成本	40%~60%	定标、校准、复测、质控、性能验证、仪器维修折旧等

资料来源：公司公告，华安证券研究所

检验报告单的解决方案可以分为院外检测和院内检测，其中院内检测为国内主流方法。我国医疗体系由公立医院为主导，绝大部分检验样本和需求集中在公立医院检验科中；然而公立医院由于其非营利性的属性和社会保障的定位，在基础医疗和严肃医疗上经验较丰富，在具备服务属性的科室经营与效益管理上并不擅长，因此公立医院检验科倾向于与第三方服务公司合作以协助他们完成样本检验、成本管控、规模效益提高等一系列操作，以实现降本增效、提高效益的成果。

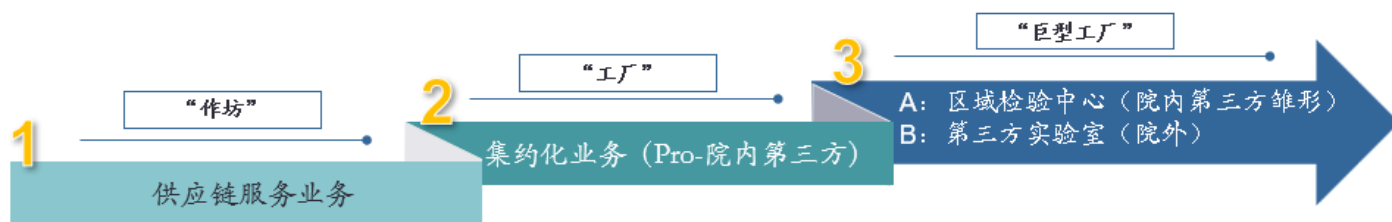
图表 18 医院检验科定位



资料来源：wind、润达医疗官方公众号，华安证券研究所

院内实验室第三方服务行业玩家分散在产业链各环节，具备平台服务能力的公司有望获得竞争优势。从竞争业态看，医院检验科所需的服务涉及多产品的供应链管理、售后服务、新项目拓展、实验室质控管理、实验室流程化管理、信息化管理等多个环节和领域，其中：1)纯医药流通企业不具备 IVD 生产、检测及售后等服务，尚不具备综合服务能力；2)纯 IVD 生产企业不具备完善的供应链流通体系，所提供的服务较为单一；3)区域性企业所辐射的地理半径有限，规模小、难以复制。因此，综合考虑医院检验科对综合服务和个性化业务的需求，拥有辐射全国范围的、能够提供整体综合服务的检测服务企业将更有可能获得青睐。

图表 19 润达医疗服务平台发展阶段



资料来源：wind、润达医疗官方公众号，华安证券研究所

润达作为院内实验室第三方服务平台的代表，具备丰富完整的产品矩阵（近20000个品类），能够为医院提供供应链管理、精细化管理、质控管理、设备维修与技术支持、新项目拓展等多种服务，能够显著为医院合作伙伴降低检验报告单成本、提高生产效率，提升检验水平，增加检验收入。在此背景下，医院检验科将更愿意主动选择润达作为合作伙伴。

3. 公司各项能力充分满足医院检验科的需求，优势显著

3.1 IT 团队行业领先，提升核心研发实力

240余人的强大IT团队为信息化服务赋能，团队规模行业领先。医疗信息化系统以LIS（医学实验室信息系统）、SIMS（实验室试剂库存管理系统）、B2B供应链信息管理平台等为核心，构建信息化服务体系，促进医院实验室智能化、简便化、标准化和精细化运转。公司除了对外提供系信息化服务，对内也提升了公司经营管理能力以及实现对子公司的精细化管理。

图表 20 公司医疗信息化系统一览

名称	介绍
检验信息系统 (LIS 系统)	专为医院检验设计的信息管理系统，将实验仪器与计算机组成网络，使病人样品登录、实验数据存取、报告审核、打印分发、实验数据统计分析等繁杂的操作国产实现智能化、自动化和规范化。该系统有助于提高实验室整体管理水平，减少漏洞，提高检验质量。终端使用客户超过1500家，其市场规模及增长速度在LIS软件行业处于领先地位。
慧检—人工智能解读检验报告系统	基于“知识”和“真实大数据”双驱动分析，应用医学知识推理、大数据分析、机器学习等人工智能技术，对患者一定周期内的检验数据进行综合性分析，推测可能的疾病，并提供相应分析依据的检验报告智能分析系统，成为临床医生看病及患者就诊的“导航”软件，为医生提供准确、精准的临床诊疗指导。目前已在数十家医疗机构安装上线使用。
LAB+实验室试剂库存管理平台 (SIMS)	与上百家国内医院（其中53%为三级或三级以上医院），主要使用客户为医院检验科，具备采购、供应商管理、产品管理、多级库存管理、资质文件管控、入库、出库、使用、成本核算、ISO15189质量控制、数据分析等模块，为科室提供了检验试剂及耗材的全流程管控。
桔瑞 MAI47 平台	具备医疗器械在线交易、在线订单处理、公司业务信息化管理、ERP系统数据自动同步，数据统计分析、交易合规智能监管等功能，实现多方数据高效互通，打造智能化的医疗供应链平台。目前平台具备合约的机构总数量达12238家。

血液管理系统 (瑞美 BIS)	以国家和医疗机构针对临床输血管理规范为基准，针对当前行业现状和存在的实际问题，借助先进的计算机技术，规范临床输血流程，实现临床输血标准化、信息化、智能化、自动化。
Med-Q POCT 管理平台	通过规范化人员、设备、质控、流程等管理手段，提升检测结果准确性，实现数据可追溯和降本增效。
其它系统	耗材管理系统、区域检验平台、无纸化微生物系统、优生优育平台、ISP（仪器服务平台）、CCLS（冷链物流系统）、DAP（数据融合平台）等。

资料来源：公司官网，华安证券研究所

3.2 高管技术背景雄厚，工程师数量领跑行业

管理团队稳定，各领域专业人才构成公司人才梯队。公司创始人及管理团队成员具有丰富的体外诊断产品经销服务经验，在研发生产、技术服务、驻场管理、质量控制、市场、销售、采购、物流等领域均储备人才。**截至 2021 年年报，公司共有近 900 名为医院客户提供增值服务的工作人员，其中包括约 650 人的专业工程师技术和信息服务团队和 245 名驻场服务人员，为客户在 2 小时内提供 50 多个主流品牌的仪器设备的技术服务支持**，响应及时服务到位。公司工程师团队的数量与质量优势奠定了公司的技术服务能力，巩固了公司在第三方实验室综合服务领域的优势地位，同时公司也凭借其强大的技术团队获得了产业链内其他企业的认可，部分医疗流通企业也选择同公司合作补全服务环节的短板。

图表 21 公司工程师数量

	2019	2020	2021	2022H1
工程师人数	400+	500+	~650	~650

资料来源：公司公告，华安证券研究所

3.3 产品种类丰富，因地制宜为医院提供服务

作为 IVD 综合服务商，公司需要满足各级医学实验室在产品性能、服务内容和价格上的差异化需求。目前润达医疗供应体系已涵盖了近 1,200 家不同厂商提供的近 19,000 个品项的体外诊断相关产品，对业内主流产品基本完成全覆盖，因此可以为各类医学实验室提供专业的个性化解决方案并有效实施。

图表 22 公司产品矩阵覆盖的主流品牌

类别	品牌
急诊生化分析系统	OCD 等
常规生化分析系统	雅培、迈瑞、西门子、贝克曼、日立、罗氏等
生化试剂及耗材	积水、罗氏、雅培、华臣、利德曼、九强等
化学发光免疫分析系统	雅培、OCD、罗氏、西门子、润诺思等
血型分析系统	OCD 等
血细胞分析系统	雅培、希森美康、迈瑞等
血栓与止血分析系统	思塔高、积水等
微生物分析系统	西门子、碧迪、生物梅里埃等
尿液/尿沉渣分析系统	科宝、希森美康、罗氏、西门子等

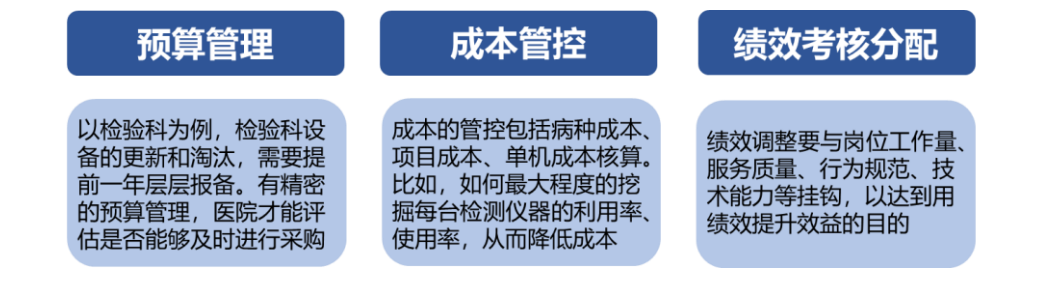
糖化血红蛋白分析系统	普莱默斯、西门子、惠中等
血气分析系统	西门子、雅培等
实验室质量控制品	伯乐、赛默飞世尔、昆涿
标本前处理系统	碧迪等

资料来源：公司《公开发行可转债募集说明书》、ifind，华安证券研究所

3.4 公司智能化、精细化管理平台为检验科降本增效

精细化管理降低成本。目前，大部分医院检验科还处于手工管理模式，试剂等日常管理较为落后。根据公司公众号披露的数据，检验科试剂损耗率基本在25%~35%，其中有10%的空间可控，如果做到试剂的精细化管理，每年可为医院降低数百万试剂损耗成本。公司的秸瑞 SIMS 实验室试剂库存管理系统可以大大缩短传统人工下单、验收、出库记录等所需时间，提高实验室运作效率。

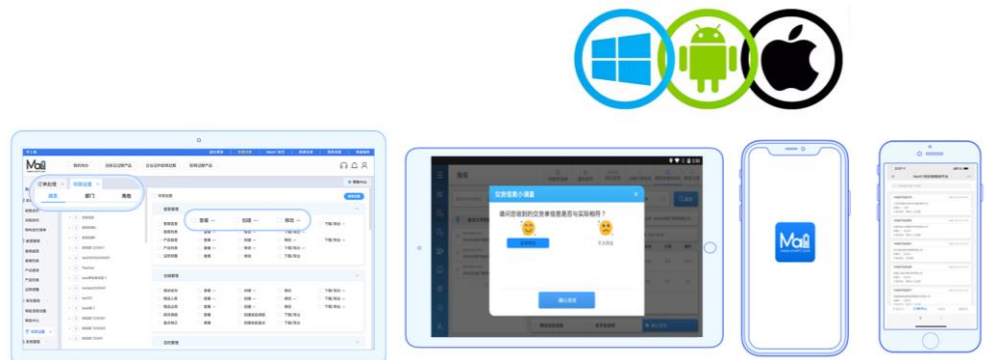
图表 23 医院科室精细化管理三要素



资料来源：润达医疗官方公众号，华安证券研究所

供应链管理提高效率。公司的秸瑞 MAI47 是专为体外诊断行业研发的数字供应链管理平台，其以订单为线索，串联协同供应链各个环节。MAI47 处理一张试剂耗材订单的时间可以从传统的 30 分钟缩短至 3 分钟。截至 2022 年 8 月，MAI47 已服务 2000 多家品牌，8000 多家公司，共处理超过 75 万笔订单，用户活跃度 1000 次/天。

图表 24 MAI47 管理平台界面



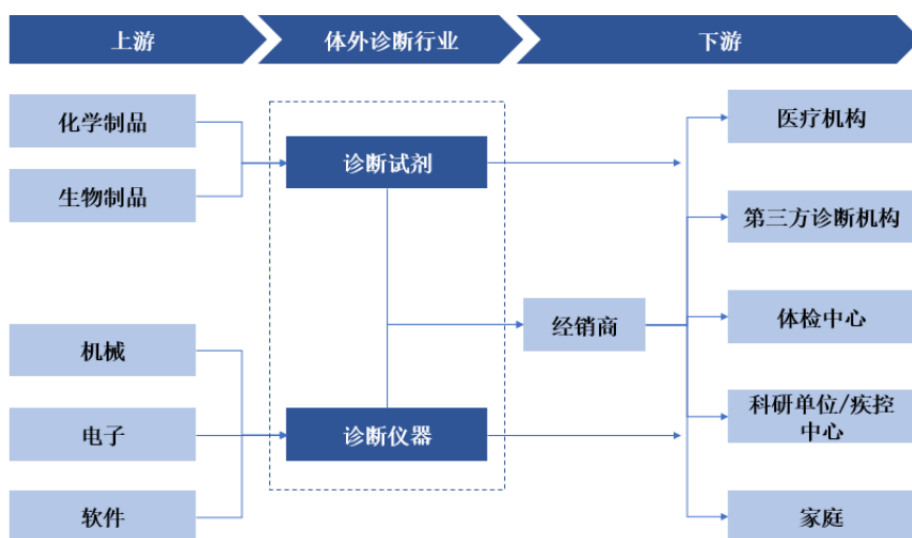
资料来源：润达医疗公众号，华安证券研究所

4. LDT 合作，医院合伙人资源充沛优势明显

4.1 IVD: 医疗器械行业的重要赛道，行业具备高潜力

体外诊断 (In-Vitro Diagnostics, 简称 IVD), 是指在人体之外, 通过对样品 (如血液、体组织等), 进行检测而获得诊断信息的一种技术。临床诊断信息的 80% 左右来自体外诊断, IVD 目前已经成为疾病预防、诊断治疗所必不可少的临床检测手段。

图表 25 IVD 行业上下游产业链



资料来源: 亚辉龙招股说明书, 华安证券研究所

IVD 行业产品由诊断仪器及配套使用试剂组成。仪器上游主要包括机械、电子、软件等产品行业, 试剂上游主要包括化学制品与抗原、抗体、酶等生物制品行业。IVD 行业产品的下游一般是通过经销商或由厂商直接销往医院、第三方医学实验室、体检中心等终端用户, 并一定程度上提供增值服务。目前各级医院是 IVD 产品最主要的终端用户。根据检测原理或应用场景, 体外诊断市场一般可分为以下几个细分领域: 血液体液诊断、生化诊断、免疫诊断、分子诊断、微生物诊断和即时诊断 (POCT)。

图表 26 IVD 市场细分领域

项目	检测原理	应用领域
血液和体液诊断	血液和体液诊断是指血/体液的生化分析, 通过几种简单的化学反应定量或定性检测血液或体液中的各种化合物, 是最常用的临床检测	尿液分析, 血液分析, 凝血和红细胞沉降率分析
生化诊断	生化诊断可测量或检测体内特定物质, 以确定含量是否处于正常区间。健康人体可以维持各种化学或其他物质含量在一个相对可预测的区间标准内。确定某种	葡萄糖、脂质、酶、电解质、激素、蛋白质和其他代谢产物等物质的浓度检测, 主要用于检测糖尿病患者的肝功能、血浆脂质、肾脏功能和血红蛋白 A1c

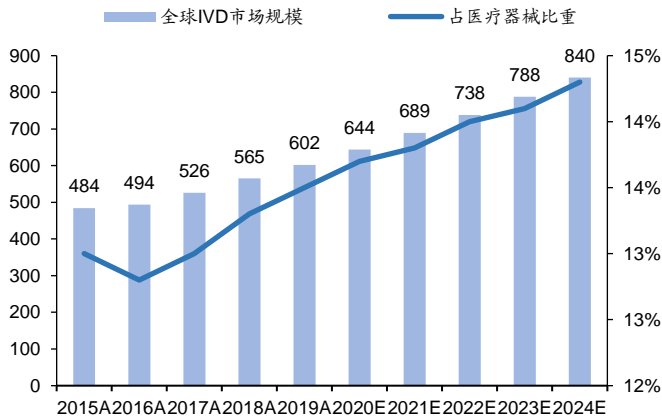
免疫诊断	<p>物质（分析物）是否存在或含量过高/过低，有助于识别特定的疾病或状态</p> <p>免疫诊断通过免疫反应测量或检测血液或体液样本中的特定物质，通过指示剂反应检测抗体-抗原复合物的形成，具有高敏感性和特异性。</p>	<p>检测脑膜炎患者脑脊液（CSF）中嗜血杆菌、隐球菌和链球菌的特异性抗原；还可用于检测难以培养的病原体的相关抗原，例如乙型肝炎病毒和沙眼衣原体</p>
分子诊断	<p>分子诊断分析 DNA、RNA 或蛋白质的表达，通过寻找遗传密码中的异常或变异，或确定特定基因的存在，以确定疾病的易感性或存在性</p>	<p>细胞分子生物学检测、人乳头瘤病毒检测、宫颈癌筛查及早期诊断、优生优育检测、遗传病基因检测、性传播疾病病原检测等</p>
微生物诊断	<p>微生物诊断通过寻找传染病病原体，包括细菌、病毒、寄生虫、分枝杆菌和真菌，或人体对这些微生物的免疫反应，以确定是否存在某种疾病。这些微生物可能存在于患者鼻子、喉咙、开放性伤口、其他身体部位以及从血液和体液采集的样本中</p>	<p>丙型肝炎 RNA 检测（区分当前和既往丙型肝炎感染）、血液培养检测败血症、分枝杆菌培养检测结核等</p>
POCT	<p>即时诊断（Point-of-care testing, POCT）是在患者护理场所或附近进行检测诊断，目的是向医生提供有关患者状况的即时信息，以便集成到可以改善患者预后后的适当治疗决策中，降低患者的危重程度、发病率和死亡率</p>	<p>医院病床、重症监护室、急诊室、诊断治疗中心、门诊、急救人员/救护车和现场医院、医生办公室或诊所、紧急护理和无需预约式诊所、疗养院和健康博览会、药房、工作场所诊所和居家自用等</p>
血液和体液诊断	<p>血液和体液诊断是指血/体液的生化分析，通过几种简单的化学反应定量或定性检测血液或体液中的各种化合物，是最常用的临床检测</p>	<p>尿液分析，血液分析，凝血和红细胞沉降率分析</p>

资料来源：诺唯赞招股说明书，华安证券研究所

国内 IVD 市场规模增速快于全球市场，未来发展空间具备较大想象空间。2024 年全球 IVD 市场规模将达 840 亿美元。根据弗若斯特沙利文的数据，全球体外诊断行业的市场规模从 2015 年的 484 亿美元增长到 2019 年的 602 亿美元，2015-2019 CAGR 5.61%。预计到 2024 年，全球体外诊断行业的市场规模预计将达到 840 亿美元，2019-2024E CAGR 6.9%。除了 IVD 技术的不断改进，人口基数、慢性病及传染病等发病率的提高以及新兴国家市场的需求共同推动着 IVD 行业的持续发展。

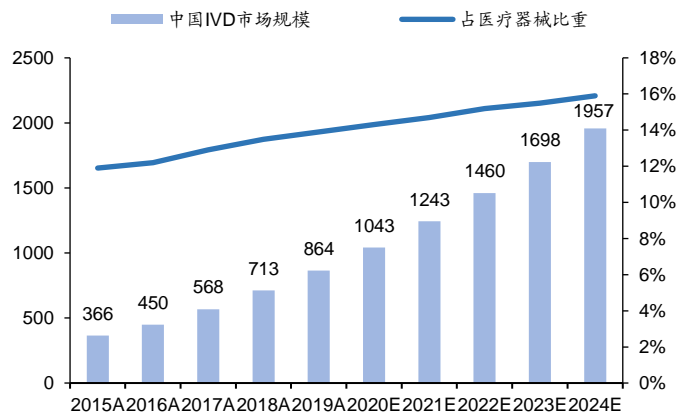
我国 IVD 市场正处于蓬勃发展期，增速快、潜力高。根据弗若斯特沙利文的数据，我国 IVD 市场规模从 2015 年的 366 亿元增至 2019 年的 864 亿元，2015-2019 CAGR 23.95%，占医疗器械市场规模的比例从 2015 年的 11.9%增至 2019 年的 13.9%。到 2024 年，我国 IVD 市场规模预计将达到 1,957 亿元，2019-2024E CAGR 约为 17.8%，占医疗器械市场规模的比例将达到 15.9%，是器械领域的重要子赛道，未来潜力高。

图表 27 2015-2024 年全球 IVD 市场规模 (亿美元)



资料来源: 弗若斯特沙利文, 华安证券研究所

图表 28 2015-2024 年中国 IVD 市场规模 (亿元)

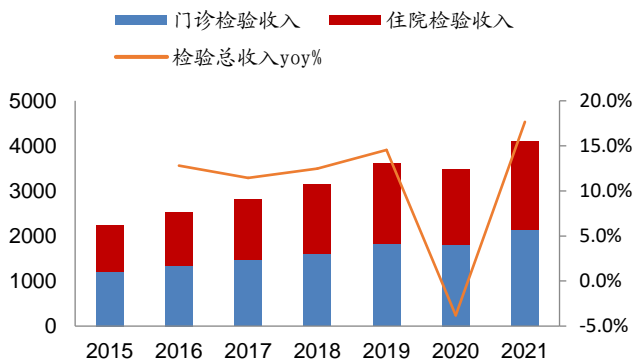


资料来源: 弗若斯特沙利文, 华安证券研究所

4.2 多重因素推动 4000 亿元检验行业市场优化升级

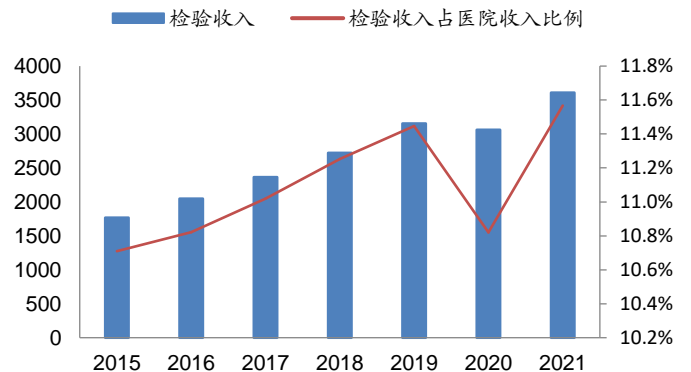
我国检验市场整体保持平稳增长。国内检验市场规模稳步提升, 根据卫生统计年鉴的数据, 2021 年我国公立医院检验收入达 4093 亿元(门诊检验收入 2136 亿元、住院检验收入 1957 亿元), 同比增长 17.7% (2020 年疫情影响, 基数较低), 2016-2021 CAGR 10.2%。从单体医院角度看, 2021 年我国公立医院共有 1.13 万家, 平均每家公立医院检验收入 3608 万元, 检验收入占总收入比例由 2015 年的 10.7% 提升至 2021 年的 11.6%, 总体上市场规模保持稳定增长。

图表 29 我国公立医院检验收入结构及增速 (亿元人民币)



资料来源: 中国卫生统计年鉴, 华安证券研究所整理

图表 30 公立医院检验科平均收入及占比 (万元人民币/家)



资料来源: 中国卫生统计年鉴, 华安证券研究所整理

我国检验市场正处于高速发展阶段。随着检测技术不断提升, 医院会持续增加检查项目种类, 我国大型三甲医院开展检测项目 700-800 项, 而欧美大型医院检测项目在 3000-4000 项, 国内仍有较大提升空间。DRG 及医保控费背景下, 国家对小部分地区产品集采降价, 但整体看不会影响检验市场的长期向好发展趋势。

医保控费政策推进下, 降本增效是公立医院的诉求。国家自 2015 年来持续推进医改、增加医保控费力度, 尤其到 2019 年底全面实现公立医院药品零加成、医用耗材零加成销售, 造成医院经营压力骤增, 不得采取多种方式降本增效。

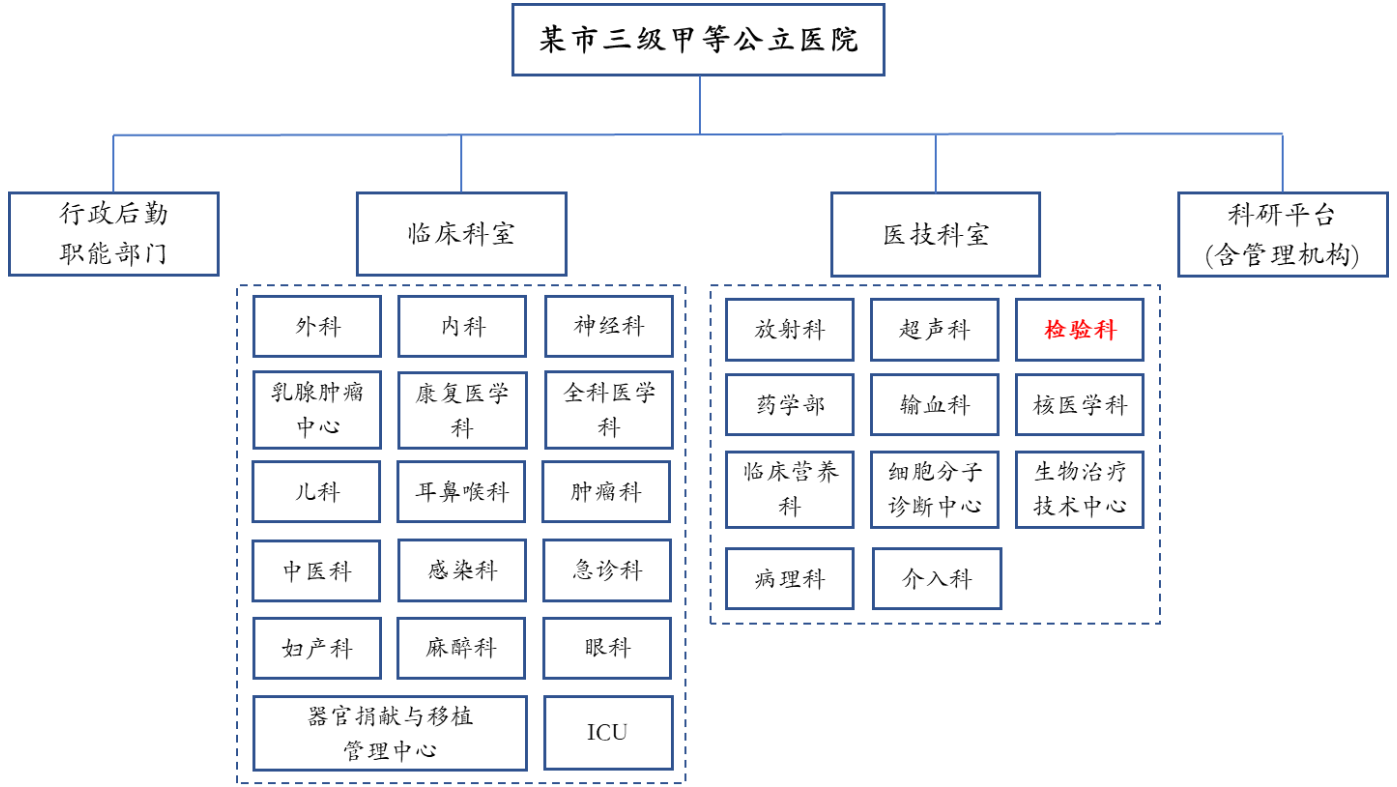
图表 31 国家出台政策驱动公立医院降本增效

发布时间	政策文件	发布部门	主要内容
2015 年 5 月	《关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》	国务院	破除公立医院逐利机制，建立起维护公益性、调动积极性、保障可持续的运行新机制，构建起布局合理、分工协作的医疗服务体系和分级诊疗就医格局，有效缓解群众看病难、看病贵问题。
2017 年 4 月	《关于推进医疗联合体建设和发展的指导意见》	国务院	到 2020 年，所有二级公立医院和政府办基层医疗卫生机构全部参与医联体。
2018 年 8 月	《关于进一步做好分级诊疗制度建设有关重点工作的通知》	国家卫健委	各级卫生健康行政部门要按照“规划发展、分区包段、防治结合、行业监管”的原则，以设区的地市和县域为单位，将服务区域按照医疗资源分布情况划分为若干个网格，每个网格由一个医疗集团或者医共体负责。
2018 年 10 月	《关于印发全面提升县级医院综合能力工作方案（2018-2020 年）的通知》	国家卫健委	落实分级诊疗制度建设，推进县域内检查检验结果互认。
2018 年 12 月	《关于申报疾病诊断相关分组付费国家试点的通知》	国家医保局	通过 DRGs 付费试点城市深度参与，共同确定试点方案，探索推进路径，制定并完善全国基本统一的 DRGs 付费政策、流程和技术标准规范，形成可借鉴、可复制、可推广的试点成果。
2019 年 5 月	《关于推进紧密型县域医疗卫生共同体建设的通知》	国家卫健委	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
2019 年 7 月	《国务院办公厅关于印发治理高值医用耗材改革方案的通知》	国务院	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，高值医用耗材销售价格按采购价格执行。公立医疗机构要通过分类集中采购、加强成本核算、规范合理使用等方式降低成本，实现良性平稳运行。
2020 年 7 月	《关于印发深化医药卫生体制改革 2020 年下半年重点工作任务的通知》	国务院	继续推进区域医疗中心建设；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 年 6 月	《国务院办公厅关于推动公立医院高质量发展的意见》	国务院	要加强公立医院主体地位，公立医院发展方式要从规模扩张转向提质增效，运行模式要从粗放管理转向精细化管理，进一步提升公立医院高质量发展新效能。
2021 年 7 月	《国家卫生健康委办公厅关于加快推进检查检验结果互认工作的通知》	国家卫健委	鼓励有条件的地区将独立设置的医学影像诊断中心、医学检验实验室等纳入互认体系，为区域内医疗机构提供检查检验服务，实现资源共享。
2021 年 11 月	《国家医疗保障局关于印发 DRG/DIP 支付方式改革三年行动计划的通知》	国家医保局	到 2025 年底，DRG/DIP 支付方式覆盖所有符合条件的开展住院服务的医疗机构，基本实现病种、医保基金全覆盖。

资料来源: 国务院、国家卫健委、国家医保局官网, 华安证券研究所整理

目前公立医院医保结余主要来自检验科、病理科、影像科等医技科室, **检验科作为公立医院重点收入来源科室, 收入占比常年维持在10%以上, 且保持增长态势。**作为医院重要的创收科室, 如何帮助检验科提升自身检验能力和成本控制能力是未来 IVD 综合服务企业所面临的共同问题。

图表 32 市级三甲医院组织架构图示例



资料来源: 中山大学孙逸仙纪念医院官网, 华安证券研究所

未来公立医院 LDT 业务是新方向和主流, 公司有望借助其深度的医院服务合作, 开拓 LDT 新业务。2022 年 10 月 9 日《开展上海市公立医院高质量发展试点工作的通知》发布, 鼓励有条件的医院开展自行研制体外诊断试剂 (LDT) 试点, 在 2021 年 10 月 15 日润达医疗与上海交通大学医学院附属上海儿童医学中心签署战略合作协议, 联合共建儿科疾病国产体外诊断设备和试剂研发与应用的国家级示范基地, 将针对遗传性疾病、感染和免疫性疾病以及肿瘤等多种儿科常见和重大疾病的精准诊断, 共同开发相关的国产体外诊断设备、试剂和耗材, 并开展相关的临床应用研究, LDT 试行后, 公司与儿童医学中心合作将更进一步; 2022 年 11 月 21 日, 润达医疗与复旦大学附属华山医院合作, 开展“基于脑脊液多组学的人工智能辅助诊断在中枢神经系统疾病的应用”项目合作。

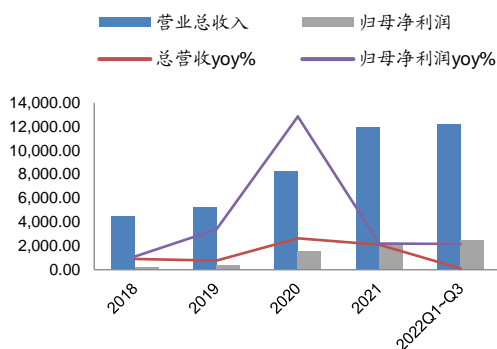
我们通过复盘康圣环球和金域医学的发展历史与业务版图扩张过程, 凝练出 LDT 与 ICL 领域业务发展的核心指标和运营模式, 作为公司检测业务后续发展的参考。金域医学整体毛利率在 39~47% 区间、广州金域净利率达 18%; 康圣环球

2018~2021 年毛利率在 51~54%。

► 金域医学

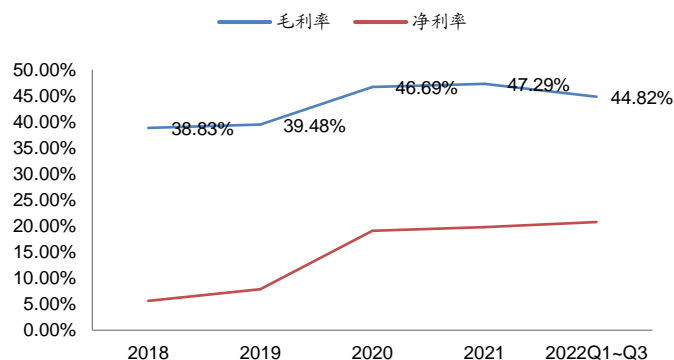
金域医学是国内规模最大、覆盖面最广、可提供服务项目最多的 ICL 龙头之一。截止 2021 年底，公司在全国范围内设置实验室 39 家，合作共建实验室 670 个（新拓展 150+个）；共建检验病理中心项目 400+个，服务辐射基层医疗机构 2000+家，覆盖全国 31 个省市区和港澳地区的 700+城市，2.3 万余家医疗机构，全国 90% 以上的人口所在区域。2022Q1-Q3 公司实现营业收入 122.08 亿元，同比增加 41.67%；实现归母净利润 24.48 亿元，同比增加 46.41%；实现扣非归母净利润 24.14 亿元，同比增加 46.43%。拆分收入结构，公司第三方医学诊断服务（ICL）22 前三季度营业收入 115.50 亿元，同比+41.27%。从盈利能力上看，受新冠核酸检测价格下降等影响，22 年前三季度毛利率 44.82%（-1.81pct）、净利率 20.77%（+0.51PCT）。盈利能力依旧保持稳定的原因主要系公司高端特检业务占比的持续提升。

图表 33 金域医学收入利润规模及增速 (rmb mn)



资料来源: wind, 华安证券研究所

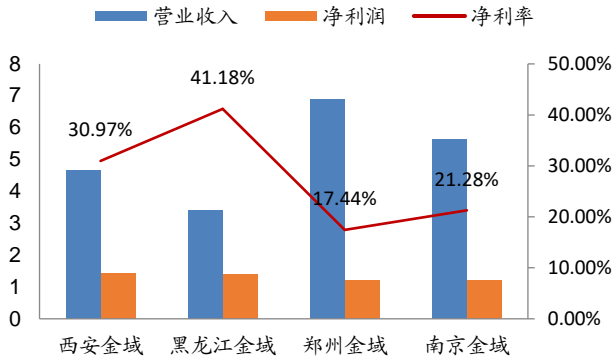
图表 34 金域医学盈利能力



资料来源: wind, 华安证券研究所

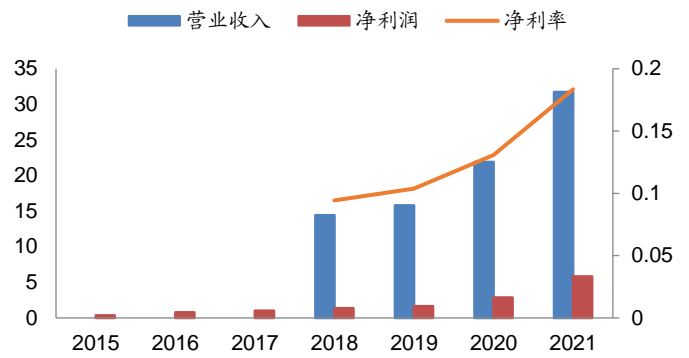
公司自有实验室商业模式已趋成熟。根据招股书及年报披露的数据，金域医学以自建实验室的方式进行业务版图的扩张。金域自建医学实验室的平均成本在 2000 万左右，范围在 500~2500 万之间；自建实验室一般在开始运营 3~5 年之后实现盈亏平衡，5 年之后进入盈利期，为公司贡献稳定的收入利润。以广州金域为例，广州金域 2003 年成立，5 年左右基本实现盈亏平衡，2021 年实现营收 31.72 亿元、净利润 5.82 亿元，净利率 18.35%，盈利能力强。

图表 35 2021 年部分实验室营收及净利润 (rmb 亿元)



资料来源: 公司公告、公司年报, 华安证券研究所

图表 36 广州金城收入利润境况 (rmb 亿元)



资料来源: 公司公告、公司年报, 华安证券研究所

以金域的医学实验室数据为样本, 我们可以发现 LDT 和第三方医学检验室的爬坡周期在医疗服务大赛道内处于中等阶段, 达到盈亏平衡后能持续为公司提供稳定的收入利润, 高增长阶段预计约 3 年。**我们预计润达的 LDT 业务也有望以此节奏爬坡, 与客户达成稳定合作关系后维持 15%~20% 的净利率输出。**进一步扩充公司服务所涉及的领域, 成为 IVD 领域综合平台服务龙头。

图表 37 LDT 项目相关企业运营数据

	检验收入规模 (亿元)	检验收入占比	检验收入毛利率	独立实验室数量	服务机构数量	可检项目
金城医学	113.04	94.65%	47.20%	39	23000+	3000+
迪安诊断	66.2	50.60%	48.64%	40	20000+	2800+

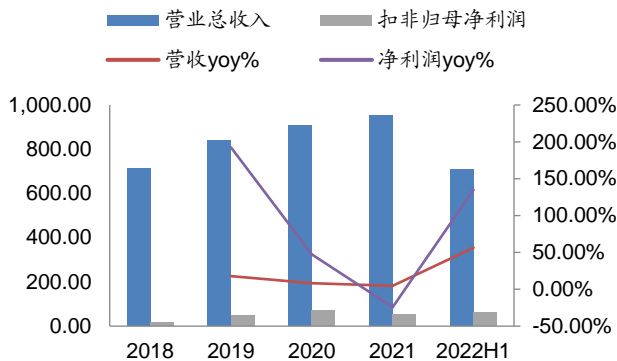
资料来源: 各公司公告、年报、wind, 华安证券研究所; 其中数据均截至 2021 年底

康圣环球

康圣环球是国内领先的专科特检 ICL 机构, 专注于不同种类的专科高端特检, 经过多年投入, 已成功在血液病等领域验证了 LDT 业务的成长性。截至 2021 年底, 公司共有 9 家自有实验室, 服务医院客户 3000 余家, 自有检测项目逾 3500 项 (22H1 新增 102 个项目)。公司 2022 年上半年公司实现营业收入 6.59 亿元, 同比+50.5%; 归母净利润 0.63 亿元, 扭亏为盈; 实现经调整净利润 0.63 亿元, 同比+118.3%。分产品看, 2022 年上半年公司血液病检测实现营业收入 2.79 亿元 (同比+3.91%)、分部业绩 0.88 亿元 (同比+14.2%); 遗传及罕见病检测板块贡献营收 0.23 亿元 (同比+2.72%)、分部业绩 252 万元 (+5.8%); 神经学检测营业收入 0.43 亿元 (同比+9.5%)、分部业绩 700 万元 (同比+57.3%); 传染病检测营收 0.26 亿元 (同比+2.8%)、分部业绩 548 万元 (同比+5.3%); 肿瘤疾病板块贡献营收 725 万元 (同比+90.2%)、分部业绩 81 万元 (+99.0%); 妇科检测板块实现营收 0.25 亿元、分部业绩 137 万元, 同比基本持平, 在疫情影响下第三方检测业务依旧保持原有节奏, 行业整体需求依旧有提升空间。从盈利能力看, 公司毛利率整体保持较高水平, 2021 年实现毛利率 52.20%;, 2022 年上半年公司毛利率 45.29%, 有所下滑主要系疫情影响, 单独看非 COVID-19 相关检测, 公司 22H1 该业务贡献毛利率 54.9%, 公司高端特检业务的

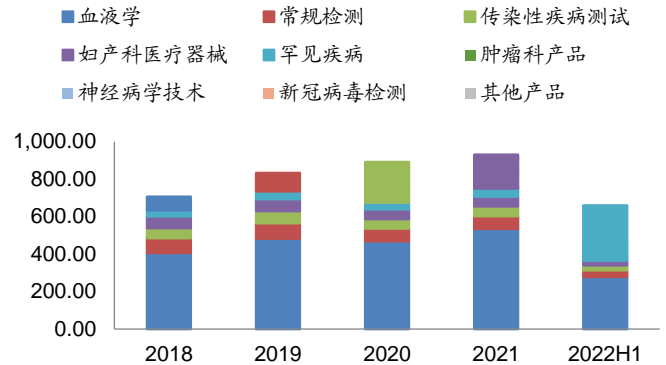
高盈利能力可见一斑。

图表 38 康圣环球收入利润规模及增速 (rmb mn)



资料来源: wind, 华安证券研究所

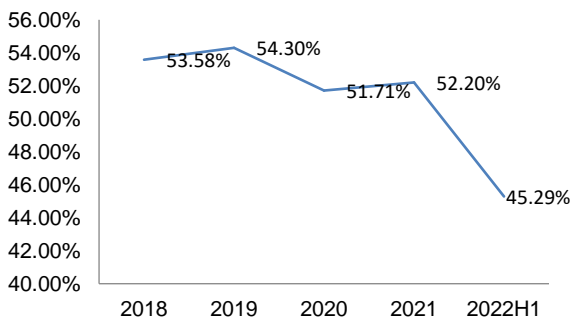
图表 39 康圣环球收入结构 (rmb mn)



资料来源: wind, 华安证券研究所

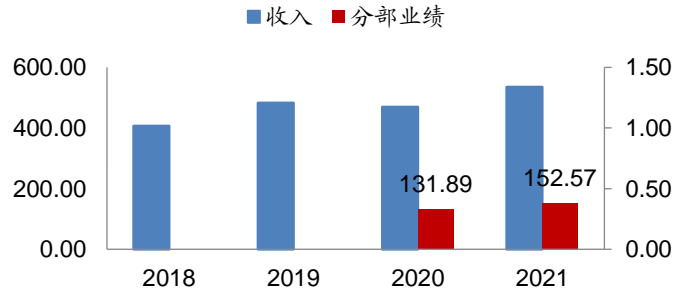
回溯发展历程, 康圣环球自成立以来便专注于高端特检领域, 以复合式高端特检项目见长, 其中收入体量最大的血液专科收入利润快速增长。公司是国内最大的血液学特检服务供货商, 血液专科检测板块贡献的营业收入从 2018 年的 4.07 亿元人民币增至 2021 年的 5.35 亿元, 2019-2021 CAGR 9.59%; 血液科分部业绩 2021 年实现 1.53 亿元人民币。2021 年血液专科贡献经营业务血液专科检测的成功验证了 LDT 业务的可持续性和可盈利性。

图表 40 康圣环球集团毛利率



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 41 2018-2021 年血液专科收入及分部业绩 (rmb mn)



资料来源: wind, 华安证券研究所; 分部业绩=对应专科检验收入-成本-销售及营销开支

4.3 政策驱动下公司在 LDT 业务带来新增量

过去由于国家法律法规要求, 公立医院检验科开展的检测项目主要为获得医疗器械注册证相关诊断产品的检测项目。随着人民健康意识的提高及支付水平的提升, 对个性化的诊疗需求及精准医疗需求日益高涨, 现有的检测项目满足不了老百姓的检验需求, 加快创新技术及诊断产品在临床的推广使用非常迫切。在精准医疗的大趋

势下, 加快推进 LDT 项目服务于临床是大势所趋, 公立医院检验科发展亦将迎来新的春天。

LDT 试点立足临床检验科, 临床实验室发展未来可期。2022 年 10 月 9 日, 上海出台了《开展上海市公立医院高质量发展试点工作的通知》, 鼓励有条件的医院开展 LDT (实验室自建项目) 试点。本次试点遴选了 40 家公立医疗机构, 涵盖了市级医院、区级医院以及社区卫生服务中心。

LDT (Laboratory Developed Test), 即实验室研发诊断试剂、实验室自建检测方法。**LDT 通常并非独立的检测服务或业务, 而是一种自主开发的程序, 通过使用或耗用未在国家药监局注册的内部开发或从供应商处采购的检测试剂进行检测。**基于检测服务的类型以及所使用的检测包, LDT 检测服务通常可分类为基因型 LDT、捆绑非基因型 LDT 及相关非基因型 LDT 三种类型。LDT 模式由于其不需大规模的前瞻性临床研究, 因此具有开发成本低、确定性高以及时间成本低等诸多优势, 为部分高端技术从实验室走向临床应用提供了可能。通过 LDT 的试点可以推动自主开发检测包的研发, 独立实验室的开发和布局, 满足众多未获满足的罕见病、复杂病症的医疗需求, 为患者提供更好的治疗和预防选择, 推动了精准医学检测的发展。

图表 42 LDT & IVD 的内容与区别

项目	实验室自建方法 (LDT)	体外诊断 (IVD)
定义	在我国, LDT 尚无明确法律定义和适用范围。一般认为, LDT 是指区别于已经获得注册、可用于大规模商业化流通的体外诊断试剂, 仅在实验室内部研发、验证和使用的体外诊断项目。中国业内提及 LDT 时还可能指代相关的检测服务、或相关服务中涉及的体外诊断试剂	指在人体之外, 通过使用体外检测试剂、仪器等对人体样本 (血液、体液、组织等) 进行检测与校验, 而获取临床诊断信息, 进而对疾病进行预防、诊断、治疗检测、后期观察、健康评价、遗传疾病的过程
发展情况	立法和监管存在空白, 产业尚处探索中	产业发展较为成熟, 形成的产业链如下: 1. 上游为体外诊断试剂核心原材料的供应, 如酶、辅酶、底物等 2. 中游为体外诊断试剂的生产, 根据不同的产品线可以分为免疫诊断、临检诊断等 3. 下游为体外诊断试剂的销售、推广和使用, 涉及的企业和主体包括医院检验科、第三方实验室、基层医疗机构化验室、高校、科研院所、家庭用户等
实施主体	临检实验室 (既可以是第三方独立实验室, 也可以是医院等医疗机构的实验室)	一般为医疗器械生产商
地方政策	北京、上海、海南、广州等地发布了表示鼓励和支持 LDT 的地方政策文件。2022 年两会期间, 部分代表提交了针对 LDT 的提案	/
代表企业	金域医学、艾德生物、康圣环球等	全球范围内, 以罗氏、雅培、西门子、贝克曼等知名医药企业为代表; 国内如义翘神州、兰卫医学等
区别	1. 核心区别在于用于临床诊断的试剂是否取得相关主管部门的注册审批。	

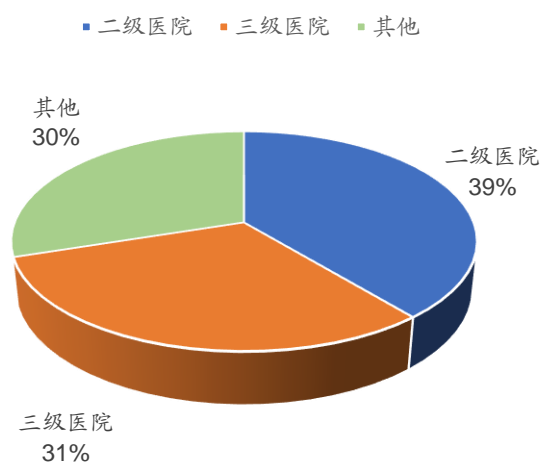
2. LDT 仅限在开发该项目的实验室内部使用，无法作为检测试剂出售给任何其它医疗机构、实验室。但若将 LDT 产品逐渐标准化，积累临床有效性的数据指标，取得相关主管主管部门的注册审批，则 LDT 产品又转化为 IVD 产品。

资料来源：威科先行法律信息库、润达医疗招股说明书，华安证券研究所

公司作为 IVD 综合服务平台龙头，与医院检验科合作开展临床 LDT 业务优势明显，LDT 业务可为院内检验检测市场增添新的发展动力，为公司带来新的增量检测业务。

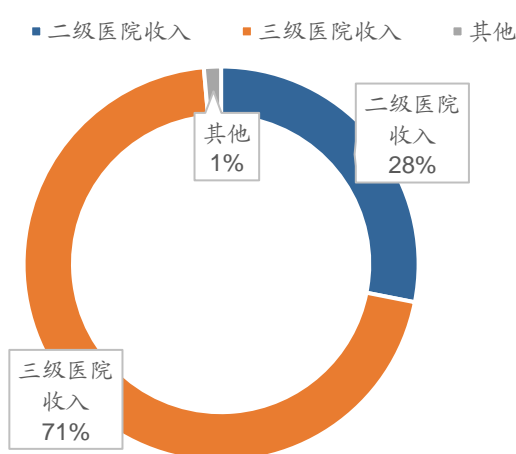
- (1) 公司身处 IVD 流通服务平台枢纽。作为检验科的战略合伙人，帮助检验科发展壮大，为客户创造价值，和客户共同成长。公司以传统 IVD 流通服务平台起家，与上游供应商保持充分的渠道粘性，公司前五大供应商采购金额占比由 2016 年的 57.80% 降低至 2020 年的 36.60%，具有充分的渠道优势和较强的议价能力。同时作为检验科的战略合伙人，通过服务与下游医疗机构客户粘性非常强，可精准把控医疗机构相关检测业务的临床及市场需求，公司集约化区检中心合作客户从 2017 年的 251 家增至 2022 年 11 月的 410 家，品牌效应和闭环增长业务逻辑已被证实。未来医疗机构开展 LDT 相关检测业务，公司具备天然独到的优势。
- (2) 公司具备提供创新性集约化服务的能力，服务对象与服务内容持续迭代。考虑到 LDT 产品服务未来具有非标准化等特征，公司开创并不断完善集约化平台化的综合服务模式，进一步降低实验室综合成本，同时为临床新诊断技术检测项目引进提供技术支持，实现院内医学实验室的降本增效目标。随着业务的持续发展和产品技术的持续迭代，公司未来在院内实验室检测服务方面将提供更加完整的服务项目矩阵，包括但不限于冷链物流、设备全程管理、临床支持、质控、信息化应用、院内库存管理、流程管理与优化、实验室人员培训教育外收标本、市场推广、医生教育与培训、AI 智能辅助诊断、智能信息化的送检服务等多元化矩阵，并以此吸引更多医院前来合作，实现螺旋上升。

图表 43 2021 年集约化/区检业务客户医院数量分布



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 44 2021 年集约化/区检业务客户医院收入分布



资料来源：公司公告，华安证券研究所

5. 加强对外合作，持续深化对医院检验科的理 解和赋能,拓宽业务边界

5.1 与大型外企深度合作，加速跨国 IVD 企业产品研发生产本土化

润达医疗同多家全球前十的 IVD 公司均保持长期战略合作。不断扩大合作品牌的多样性，可以为客户提供更多的选择，更好的满足客户的市场需求。

外延与海外 IVD 巨头奥森多合作，助力奥森多品牌产品实现本土化，加速奥森多品牌产品在国内市场的布局为公司带来新收入曲线。Ortho-Clinical Diagnostics(奥森多, OCD)是全球知名的 IVD 企业，奥森多与润达医疗旗下全资子公司上海惠中生物科技有限公司将合作建立研发验证实验室，并且进一步合作推进奥森多体外诊断设备和试剂在中国的上市。2022 年 7 月 29 日奥森多和润达医疗共同成立合资公司上海奥森润达生物科技有限公司，双方各占注册资本的 50%。该公司主要为奥森多 VITROS 免疫诊断分析仪（包括但不限于奥森多 VITROS 3600、5600 和 7600 仪器）研发符合中国市场需求的体外诊断试剂产品，实现本土化。奥森多的主要业务包括：生产用于血液检测产品和诊断设备，以及全球临床实验室的建立。但是，奥森多由于拓展中国业务较晚，在中国市场与罗氏，雅培，西门子等其他国际 IVD 公司的竞争中处于劣势。润达医疗联手奥森多，一方面可以发挥奥森多在产品开发的研发技术优势，另一方面润达医疗作为国内院内检验科综合服务平台企业，其具有较强的渠道服务平台资源优势、售后服务优势、以及系统化产品研发生产成本优势，双方的合作，可以实现双方优势资源互补，加快奥森多品牌在国内市场的拓展，加快奥森多品牌本土化进程，为国内医学实验室提供更多更优的产品选择。未来基于国内部分 IVD 产品市场竞争格局激烈，集采降价以及国产替代的趋势，越来越多的跨国 IVD 企业会加速产品本土化的进程，润达医疗将借助自身的平台资源及系统化产品研发生产成本优势，将和更多的跨国企业在更广的产品领域开展联合研发生产合作，为医疗机构客户提供更丰富的产品选择，同时也为公司带来新的业务增量。

图表 45 润达医疗与奥森多的合作历程

2015	2019	2022
<ul style="list-style-type: none"> 润达医疗与强生公司签署经销商协议，从强生公司购买OCD产品 强生公司将OCD产品的业务转移给奥森多医疗器械贸易(中国)有限公司，润达医疗通过奥森多公司或其它采购方购买OCD产品。 	<ul style="list-style-type: none"> OCD同润达医疗签署战略合作备忘录 OCD与润达旗下子公司惠中生物合作，共建研发验证实验室 	<ul style="list-style-type: none"> OCD与润达医疗合作建立合资公司为奥森多 VITROS免疫诊断分析仪研发符合中国市场需求的体外诊断试剂产品。

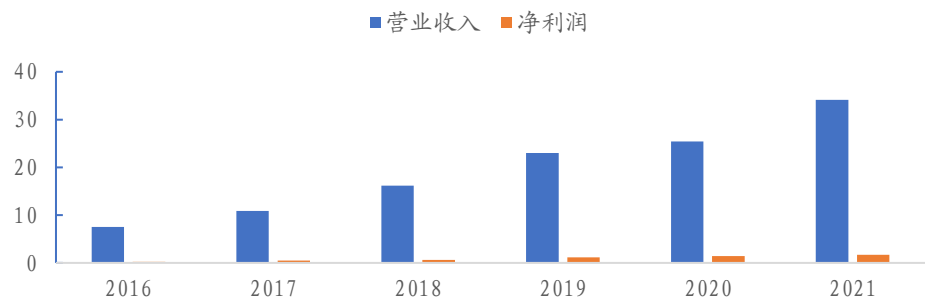
资料来源：公司公告，华安证券研究所

5.2 与国药合作，深化渠道拓展

外延与国药集团深度合作，建立合资公司，进一步开拓业务渠道。2015年8月17日润达医疗与国药集团合资成立了国药控股润达医疗器械发展(上海)有限公司（简称国药控股润达），其中润达医疗持股49%。合资公司联合了润达医疗在IVD领域专业的技术服务优势和长期积累的产品资源，以及国药集团优质的供应链和在上海地区的销售渠道资源。为了扩大这些优势，2015年11月12日，国药控股润达成立了子公司国润医疗供应链服务(上海)有限公司（简称国润供应链），进一步整合润达医疗和国药集团的供应链。一方面，国润供应链负责向上市公司采购OCD、雅培等润达医疗拥有经销权的品牌产品同时也向上市公司附属公司采购上市公司产品和技术服务。另一方面，通过提高服务水平和配送效率，提高客户满意度，加深同客户的进一步合作。

国药控股润达，在上海的试点获得成功，在未来这一模式或可被复制。国药控股润达成了一年多后，由于发展迅速，润达医疗于2016年4月15日对国药润达增加注册资本，从人民币588.24万元增至人民币8,500万元，同一时间，国润供应链也被增资到人民币10,000万元。**在2016-2021年期间，国药控股润达每年营收和净利润一直在持续增加，年平均增速分别为36%和57%。**2021年子公司上海国润实现营收34.2亿元，净利润1.7亿元；在2022年上半年，实现营业收入18.5亿元，净利润0.78亿元（会计以联营企业的投资收益按股权比例49%显示在上市公司报表中）。在未来，依托于与国药集团在上海合作的成功经验，润达医疗可在其他省市地区继续同国药集团等开展合作，继续扩大布局，拓展市场。

图表 46 2016-2021 年国药润达营收与利润（人民币亿元）



资料来源：公司年报，华安证券研究所

5.3 对外投资微岩医学，开拓精准检测新领域，进一步深化同医院合作

联合拱墅国投集团投资微岩医学，聚焦精准医疗领域，同时，深化公司与医院合作。微岩医学，成立于2019年，是一个专注于感染精准诊断的新型企业，在宏基因组学测序、微流控自动化芯片领域拥有多项独有核心技术。2021年10月，润达医疗和拱墅国投集团共同参与了微岩医学的A轮投资，共同注资上亿元，用于建设中国“病原微生物天网实验室”，实现针对宏基因组高通量测序（mNGS）技术复杂感染的快速检测。润达医疗对微岩医学的投资，一方面是对精准检测这一未来领域的

开拓,另一方面也有助于深化润达医疗与医院的合作。微岩医学基于 mNGS 技术的病原诊断,目前已经应用于全国上千家医院,为感染科、呼吸科、儿科、ICU、神经科、血液科、肿瘤科的临床患者提供精准检测服务。同时,由微岩医学与润达医疗共同建设的“中国病原微生物天网实验室”项目,计划在三年时间内与全国 300 家以上三甲医院达成合作,共同建立病原宏基因组检测实验室,进一步发展中国感染(传染)性疾病的精准诊疗和防控。

6 盈利预测与投资建议

6.1 盈利预测

我们将公司的收入拆分为商业板块和工业板块进行预测。其中,商业板块体现为公司集约化区检服务和传统 IVD 代理服务,辅以自建第三方实验室;工业板块主要为公司 IVD 自研产品矩阵的收入。商业板块中,我们认为 22 年前三季度受到疫情影响集约化业务和从传统代理业务增速都有所放缓,在全国逐步放开的背景和政策扶持的预期下,2023 和 2024 年将实现较快速增长。工业板块中,由于公司生产和研发基地在上海,受到 2022 上半年上海疫情的影响产能受限,我们认为今年增速将同比略有下降,2023&2024 年将重新恢复高增长。考虑到公司外延合作奥森多、微岩医学将贡献收入,我们将其收入预期放入其他业务板块。盈利能力角度,我们认为公司今年整体毛利率受疫情等多种因素影响有所下滑,后期将稳步回升。

图表 47 公司收入拆分及预测 (rmb mn)

	2021A	2022E	2023E	2024E
商业板块收入①=a+b+c	8,351.61	8,998.69	10,470.51	12,527.82
Yoy%	25.62%	7.75%	16.36%	19.65%
其中: 集约化/区域检验中心业务 a	2515	2779.68	3575.77	4543.12
Yoy%	20.51%	10.52%	28.64%	27.05%
传统代理业务 b	5,483.61	5,283.61	6,441.64	7,298.01
Yoy%	24.51%	-3.65%	21.92%	13.29%
第三方实验室业务 c	353	935.40	453.10	686.69
Yoy%	124.84%	164.99%	-51.56%	51.55%
工业板块收入②	501.67	563.73	768.02	992.13
Yoy%	21.19%	12.37%	36.24%	29.18%
其他业务收入③	6.83	665.27	1,103.90	1,162.77
Yoy%	-1.30%	9640.41%	65.93%	5.00%
营业总收入=①+②+③	8,860.11	10,227.69	12,342.43	14,682.72
Yoy%	25.33%	15.44%	20.68%	18.96%

资料来源: wind, 华安证券研究所

横向对比检测领域其他公司,由于公司近 3 年新冠检测业务占比较小,我们认

为润达医疗的商业模式更具备可持续发展和稳定盈利的可能:

图表 48 可比公司情况 (截至 2022-12-07)

证券简称	证券代码	PE TTM(2022-12-07)	总市值(2022-12-07)	PE 2022E	PE 2023E	PE 2024E
华大智造	688114.SH	23.50	480.75	24.72	68.33	53.80
金城医学	603882.SH	11.26	337.23	11.53	13.20	12.45
迪安诊断	300244.SZ	6.84	161.18	6.75	8.57	8.22
兰卫医学	301060.SZ	13.87	87.51			
康圣环球	9960.HK	15.36	17.74			
润达医疗	603108.SH	18.01	64.97	15.31	12.04	9.97

证券简称	毛利率(2022Q3)	净利率(2022Q3)	营业收入(2022Q3)	营业收入同比增长(2022Q3)	归母净利润(2022Q3)	归母净利润同比增长(2022Q3)
华大智造	54.98%	61.85%	43.41	15.39%	20.46	339.85%
金城医学	44.77%	20.78%	155.20	41.68%	29.96	46.41%
迪安诊断	40.98%	18.39%	193.20	67.52%	23.58	96.94%
兰卫医学	43.70%	23.60%	36.08	144.38%	6.31	240.73%
康圣环球	0.00%	0.00%		0.00%		0.00%
润达医疗	25.89%	6.67%	96.86	15.01%	3.61	-4.88%

资料来源: wind, 华安证券研究所; 其中市值/营收/归母净利润单位为亿元人民币

6.2 投资建议

从公司角度看, 润达以代理+售后起家, 一步步成长为检验科战略合作伙伴。润达医疗立足华东、辐射全国, 是业内最早探索整体综合服务的医学实验室综合服务商。作为国内临床检验科合伙人, 主要业务分支包括 IVD 产品生产、流通服务、IT 信息化、工程师售后服务和实验室运营, 润达在全国各地及海外拥有四十余家全资或控股子公司, 为 4000+家医院机构客户提供个性化解决方案。公司财务稳健, 即使疫情影响下 2022 年前三季度实现营业收入 76.34 亿元 (+14.98%), 实现归母净利润 3.06 亿元 (-4.88%); 单三季度实现营业收入 28.73 亿元 (+19.88%), 实现归母净利润 1.46 亿元 (+23.94%), 收入利润均呈现增长态势, 业务恢复较快、韧性充足。毛利率和净利率稳中有升, 而由于今年 3-5 月份上海、东北等地疫情反复, 22Q1~Q3 毛利率 (26.15%)、净利率 (6.65%) 略有下滑, 但单三季度公司毛利率 27.76%, 净利率 8.09%, 盈利能力快速恢复。

公司综合能力稀缺、是检验科有力补充, IVD 检测超 4000 亿元空间。公司作为医院检验科合伙人, 其主营业务可以分为综合服务平台体系模块、IVD 产品研发制造业务模块及数字化检验信息系统业务模块等, 其中镶嵌了售后维修, 技术支持, 质量控制管理, 实验室运营管理等各种综合服务其实并没有体现在报表但是又不可或缺。市场理解公司是类代理公司其实对公司的理解还停留在 2008 年以前, 实际上公司 2008 年后开启自有产品的研发和供给、建立信息化管理系统、搭建售后工程师等综合服务团队等, 可为下游医疗机构提供信息化服务, 供应链服务, 售后维保服

务, 质量管理服务, 新项目拓展优化等标准化、体系化服务, 其综合服务能力不仅得到各级医疗机构认可, 也得到像国药、中国医药等药品流通企业认可, 国药控股, 通用集团, 南京医药, 柳药集团等分别与公司成立合资公司, 发挥公司在检验领域的综合服务能力优势, 对医院检验科深度绑定合作, 通过合作 1 不断拓宽深度合作的医院的数量, 不断扩大市场规模。

从行业角度看, IVD 检测大行业, 为医疗行为的入口和分流, 精准医疗下, 4000 亿元的市场还在持续扩容。近年我国检验行业市场规模稳步提升, 2021 年我国公立医院检验收入 4093 亿元、2015-2021 公立医院检验收入 CAGR 10.63%, 行业处于快速发展阶段, 受益于检验项目的持续扩容、医疗支付水平的持续提高和检验意识的持续增强, 检验行业仍然可以保持较快的增速, 行业市场空间足够大。此外, 政策的演变对公立医院检验科提出了更高的要求, 公立医院有意愿和第三方检验服务提供商合作以实现降本增效、提高收入, 但具备综合服务能力企业较为稀缺。公司多年深耕 IVD 生产流通服务行业, 前期通过与医院合作建立了成熟的服务流程和信任度, 并且集约化平台服务业务有效解决公立医院检验科痛点, 有望在行业春风中快速成长。

发展路径持续推进, 公司产品和服务持续更深更广满足医院检验发展。公司底层能力是对医院检验科和检验需求的理解并且能够通过公司的产品(代理+自研)、IT 系统、工程师等综合服务能力去实现。一旦医院对外合作的窗口持续打开, 则公司具备更大的发展空间。**(1) LDT 打开新合作业务,**2022 年 10 月 9 日《开展上海市公立医院高质量发展试点工作的通知》发布, 鼓励有条件的医院开展自行研制体外诊断试剂(LDT)试点, 随后公司和华山医院等医疗机构开展相应的合作, 也显示出公司在研发和检验能力得到客户认可, 未来上海地区大型三甲医院也会陆续和公司开展 LDT 业务合作。LDT 检测业务毛利率较高, 未来会进一步给公司带来盈利的改变。**(2) 积极布局特色化自主品牌产品研发, 自有产品矩阵持续丰富:** 1) 惠中诊断检测产品, 有糖化, 生化, POCT, 分子诊断等; 2) 昆涑质控产品: 第三方质控产品及质控软件; 3) 润达榕嘉产品: 质谱仪、核酸提取仪等; 4) 数字化检验信息系统产品: LIS, BIS, 慧检—人工智能解读检验报告系统, mai47 **供应链管理**平台, LAB+实验室试剂库存管理平台, POCT 管理平台等。公司在质控、糖化、信息化产品方面商业化较为成功, 收入占比较大, 未来其他产品也将持续上线。自研产品毛利率 70%起, 也会进一步拉高公司的盈利质量。

我们看好公司第三方检验平台服务的强大业务实力, 期待公司成长为医院检验科的合伙人角色, 为医院检验科长远发展赋能。我们预计 2022~2024 年公司将实现营业总收入 102.28/123.42/146.83 亿元人民币, 同比+15.4%/20.7%/19.0%; 实现归母净利润 3.88/5.04/6.16 亿元人民币, 同比+2.1%/29.9%/22.2%。首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示:

疫情反复带来风险: 目前国内疫情多点散发, 若未来仍然持续, 公司经营业绩

将有可能受到一定程度影响。

集约化模式推广不及预期风险：企业推行集约化模式需要提供信息化等增量读物，存在推行不及预期可能。

工业条线推广不及预期风险：工业产品管线市场竞争较为激烈，且未来集采下存在竞争加剧，推广不及预期的风险。

模块整合不及预期风险：工业板块涉及的子公司较多且分散，组织结构也较为复杂，可能会导致整合进度不及预期。

合资公司经营不及预期风险：合资公司在未来经营过程中可能受到行业政策、市场环境及经营管理等因素影响，存在经营不及预期可能。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	7442	8240	9226	10493	营业收入	8860	10228	12342	14683
现金	1024	1622	654	1220	营业成本	6468	7682	9117	10696
应收账款	3711	3960	5160	5607	营业税金及附加	34	53	68	88
其他应收款	220	200	302	289	销售费用	845	1010	1314	1644
预付账款	355	399	456	524	管理费用	398	487	587	697
存货	1502	1463	1940	2041	财务费用	292	249	247	250
其他流动资产	630	596	714	811	资产减值损失	-7	0	0	0
非流动资产	4574	4806	4963	5073	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1109	1307	1499	1710	投资净收益	138	179	207	236
固定资产	976	923	808	628	营业利润	778	800	1059	1352
无形资产	68	70	68	63	营业外收入	15	14	14	15
其他非流动资产	2422	2506	2589	2673	营业外支出	12	11	12	13
资产总计	12017	13046	14189	15566	利润总额	780	802	1061	1354
流动负债	6182	6602	6942	7316	所得税	182	192	258	351
短期借款	4203	4203	4203	4203	净利润	598	610	803	1003
应付账款	1113	1072	1461	1475	少数股东损益	218	222	299	387
其他流动负债	865	1327	1278	1638	归属母公司净利润	380	388	504	616
非流动负债	1442	1442	1442	1442	EBITDA	1327	1314	1616	1953
长期借款	448	448	448	448	EPS (元)	0.66	0.67	0.87	1.06
其他非流动负债	994	994	994	994					
负债合计	7625	8044	8384	8759					
少数股东权益	929	1151	1450	1836					
股本	580	580	580	580					
资本公积	916	916	916	916					
留存收益	1967	2355	2859	3475					
归属母公司股东权益	3463	3851	4355	4971					
负债和股东权益	12017	13046	14189	15566					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	371	1356	-241	1287
净利润	598	610	803	1003
折旧摊销	390	450	523	594
财务费用	285	252	252	252
投资损失	-138	-179	-207	-236
营运资金变动	-822	230	-1604	-316
其他经营现金流	1478	372	2399	1310
投资活动现金流	-415	-505	-475	-469
资本支出	-285	-472	-477	-481
长期投资	-162	-212	-206	-225
其他投资现金流	32	179	207	236
筹资活动现金流	95	-252	-252	-252
短期借款	445	0	0	0
长期借款	409	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-57	0	0	0
其他筹资现金流	-702	-252	-252	-252
现金净增加额	50	599	-968	566

主要财务比率				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	25.3%	15.4%	20.7%	19.0%
营业利润	20.8%	2.8%	32.5%	27.6%
归属于母公司净利润	15.2%	2.1%	29.9%	22.2%
获利能力				
毛利率 (%)	27.0%	24.9%	26.1%	27.2%
净利率 (%)	4.3%	3.8%	4.1%	4.2%
ROE (%)	11.0%	10.1%	11.6%	12.4%
ROIC (%)	7.1%	6.1%	7.2%	8.1%
偿债能力				
资产负债率 (%)	63.5%	61.7%	59.1%	56.3%
净负债比率 (%)	173.6%	160.8%	144.4%	128.7%
流动比率	1.20	1.25	1.33	1.43
速动比率	0.90	0.96	0.98	1.08
营运能力				
总资产周转率	0.80	0.82	0.91	0.99
应收账款周转率	2.64	2.67	2.71	2.73
应付账款周转率	6.91	7.03	7.20	7.29
每股指标 (元)				
每股收益	0.66	0.67	0.87	1.06
每股经营现金流	0.64	2.34	-0.42	2.22
每股净资产	5.97	6.64	7.51	8.58
估值比率				
P/E	20.32	17.59	13.54	11.08
P/B	2.24	1.77	1.57	1.37
EV/EBITDA	9.37	8.29	7.34	5.78

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药首席分析师，中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所，主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目，有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

联系人：陈珈蔚，研究助理，主要负责医疗服务行业研究。南开大学本科、波士顿学院金融硕士。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。