2021 年 03 月 25 日
证券研究报告•公司研究报告
润达医疗（603108）医药生物

买入（首次）
当前价：10.73 元
目标价：16.56 元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

打造院内第三方实验室检测服务平台型企业

投资要点

- **推荐逻辑：**公司打造全国院内第三方实验室检测综合服务平台型企业，实现传统 IVD 流通业务向集约化业务与共建区域检验中心业务转型。1）我们测算 2019 年公立医院检验科成本市场规模约 1200 亿元，其中院内第三方实验室检测服务商市场规模约 130-150 亿元；2）2019 年公司集约化/区检中心业务收入约 21 亿元，占比提升至 29%，公司市占率约 15%，未来 3 年收入复合增速有望达到 30%；3）延伸上游 IVD 制造，2019 年自产产品收入突破 2.8 亿元，未来 3-4 年收入超过 10 亿元。

- **公司是院内第三方实验室检测服务商，通过为公立医院检验科提供全面的解决方案以达到降本增效目的。**院内第三方实验室检测服务商的收入来源于检验科的成本，公司通过集约化与区域检验中心业务实现检验科成本控制与质量管理。该模式相比药品流通、器械流通、ICL 独立第三方实验室具有显著优势，**1）服务价值凸显，盈利能力更强：**毛利率相较于药品流通高 5%~15%；**2）下游客户粘性更强：**相较于传统器械流通企业，院内第三方实验室检测服务商可实现下游客户深度绑定；**3）轻资产运营，可复制能力更强：**相较于 ICL 的重资产投入，院内第三方实验室检测服务模式具有轻资产和可快速复制的优势。

- **集约化业务和区检中心业务快速发展主要得益于两大核心优势。**2019 年公司集约化业务及区域检验中心客户数量达 328 多家，收入达 20.6 亿元，预计未来每年将会有 30-40 家从传统经销代理业务转变为集约化及区域检验中心业务，未来三年收入预计保持 30%的复合增速增长。**优势一：供应链服务优势：**上游提供丰富的产品组合，产品体系涵盖近 1200 家不同厂商提供的近 19000 个品项的体外诊断相关产品；下游客户基数庞大，下游 4000 多家经销代理客户中有 328 家实现了集约化/区域检验中心业务的转变；国资背景转换后融资能力的大幅提升；**优势二：实验室运营管理服务优势：**拥有 400 余名专业维修工程师提供售后服务，已组建 240 余人 IT 团队，具备领先行业的信息化水平及 400 个具有丰富管理经验的驻场人员。此外，公司目前已经在上海和黑龙江建立 2 家 ICL，2019 年实现营收过亿。

- **我国医院实验室检测成本市场规模前景广阔，在医共体政策下渗透率有望快速提升。**我们测算 2019 年我国公立医院检验科收入达 3000 亿元，测算医院实验室检测成本市场规模 1200 亿元。随着医保控费、DRG 政策逐步推进，医疗机构对于院内集约化/区域检验中心业务的需求提升。2019 年公司在院内第三方实验室检测服务商中市占率约 15%，长期来看假设到 2025 年市占率提升至 26%，公司集约/区检中心业务收入将突破 82 亿元。

- **差异化布局 IVD 产品，充分实现自产自销。**2019 年公司 IVD 产品制造实现收入 2.8 亿元，同比增长 29%。目前已经布局体外诊断仪器及试剂和软件研发两大类产品。公司自研 IVD 产品覆盖生化、糖化、质控及化学发光领域，2017-2019 年润达自产产品年收入复合增速持续保持在 29%，未来 3-4 年收入超过 10 亿元。

西南证券研究发展中心

分析师：杜向阳
执业证号：S1250520030002
电话：021-68416017
邮箱：duxy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	5.80
流通 A 股(亿股)	5.80
52 周内股价区间(元)	9.75-17.44
总市值(亿元)	62.18
总资产(亿元)	98.22
每股净资产(元)	5.17

相关研究

- **盈利预测与投资建议。**预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.55 元、0.72 元、0.93 元。鉴于集约化/区域检验中心业务快速扩张，给予公司 2021 年 23 倍估值，对应目标价 16.56 元，首次覆盖给予“买入”评级。

- **风险提示：**政策推进不及预期；研发不及预期风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	7051.95	7342.30	8928.25	10772.68
增长率	18.24%	4.12%	21.60%	20.66%
归属母公司净利润（百万元）	309.51	319.64	416.58	536.92
增长率	18.15%	3.27%	30.33%	28.89%
每股收益 EPS（元）	0.53	0.55	0.72	0.93
净资产收益率 ROE	14.53%	13.26%	14.95%	16.42%
PE	21	21	16	12
PB	1.87	1.65	1.43	1.22

数据来源：Wind，西南证券

目 录

1 成功升级为院内第三方实验室检测服务平台型龙头企业 1

2 院内第三方实验室综合服务的模式、壁垒与成长性 6

2.1 院内第三方实验室综合服务商的业务模式是什么？ 6

2.2 公司打造院内第三方实验室检测服务商的核心优势在哪里？ 14

2.3 院内第三方实验室检测服务商市场成长空间几何？ 18

3 差异化布局 IVD 产品，充分实现自产自销 23

4 盈利预测与估值 25

5 风险提示 26

图 目 录

图 1：润达医疗主营业务体系 1
图 2：企业发展历史 1
图 3：公司股权结构情况（截止 2020H1） 2
图 4：2016-2020H1 公司营业总收入情况 3
图 5：2016-2020H1 公司归母净利润情况 3
图 6：2016-2020H1 公司主要业务收入情况 3
图 7：2016-2020H1 公司主要业务毛利率情况 3
图 8：2019 年度公司商业板块收入及占比（亿元） 4
图 9：各项业务占比情况 4
图 10：2019 年公司分地区收入及增速情况 4
图 11：公司各个地区的收入占比 4
图 12：2016-2020H1 公司毛利率、净利率情况 5
图 13：药品流通企业与器械流通企业的毛利率对比（%） 5
图 14：2016-2020H1 公司四项费用率情况 5
图 15：2011-2020H1 营销售商品收到现金情况 6
图 16：2011-2020H1 经营活动产生现金流量净额（百万元） 6
图 17：检验科发展的实质 6
图 18：检验科成本的构成 6
图 19：公司业务模式的演变过程 7
图 20：器械流通企业的服务价值 8
图 21：传统器械经销代理、集约化业务、区域检验中心的核心价值来源 11
图 22：公司区域检验中心主要服务内容 12
图 23：公司区域检验中心服务模式 12
图 24：公司的核心优势 14
图 25：集约化业务及区域检验中心收入预测 14
图 26：公司集成/区检中心的数量 14
图 27：2003-2019 年公司的上游产品供应商 15
图 28：前五大供应商采购金额占比（%） 15
图 29：2019 年公司业务覆盖范围 16
图 30：公司集约化/区检中心数量等级分布 16
图 31：公司集约化/区检中心收入等级分布 16
图 32：公司实验室信息化业务布局 17
图 33：IVD 流通环节成本损耗 17
图 34：MAI47 平台与 SIMS 系统对接大幅提升时效 17
图 35：2019 年院内第三方实验室检测服务市场空间测算 19
图 36：我国医保控费政策对于集约化服务的推动作用 19
图 37：ICL 独立第三方实验室近年来营业收入（万元） 22
图 38：中科润达近年来营业收入增长情况 22
图 39：公司病理中心建设模式 22

图 40：公司为湖北地区医院捐赠物资 23
图 41：公司协助雷神山医院搭建检测设备 23
图 42：润达医疗自产产品收入规模 24
图 43：2018 年润达医疗自产产品占比 24

表 目 录

表 1：公司集约化服务的服务类型 7
表 2：不同商业模式对比 8
表 3：药品流通企业和器械流通企业的毛利率对比（%） 9
表 4：器械流通企业与药品流通企业的应收账款周转天数（天） 9
表 5：器械流通与药品流通企业的销售商品提供劳务收到的现金/营业收入（%） 9
表 6：公司主营业务形态对比 10
表 7：集约化服务的内容及核心优势 11
表 8：院内第三方实验室检测服务商及第三方实验室综合服务商的对比 13
表 9：公司提供的主要产品及核心上游供应商品牌 15
表 10：颍上县人民医院开展区域工作前后检验科变化及乡镇卫生院加入区域检验中心后变化 18
表 11：主要院内实验室综合服务 20
表 12：公司未来集约/区域检验中心收入增长空间预测 21
表 13：分级诊疗及医工体建设等政策 21
表 14：公司建成 ICL 独立第三方实验室 22
表 15：公司自研产品战略分布 23
表 16：分业务收入及毛利率 25
表 17：可比公司估值情况 26
附表：财务预测与估值 27

1 成功升级为院内第三方实验室检测服务平台型龙头企业

公司是定位于院内第三方实验室检测服务商，主营业务是以信息化、数据化技术为支撑，为各类实验室提供体外诊断产品、技术服务支持、实验室运营管理等全方位的综合服务。同时以体外诊断产品研发生产、医疗信息化系统开发、第三方实验室检测等产业链延伸业务为补充，成为国内最早一批院内第三方实验室检测综合服务商。

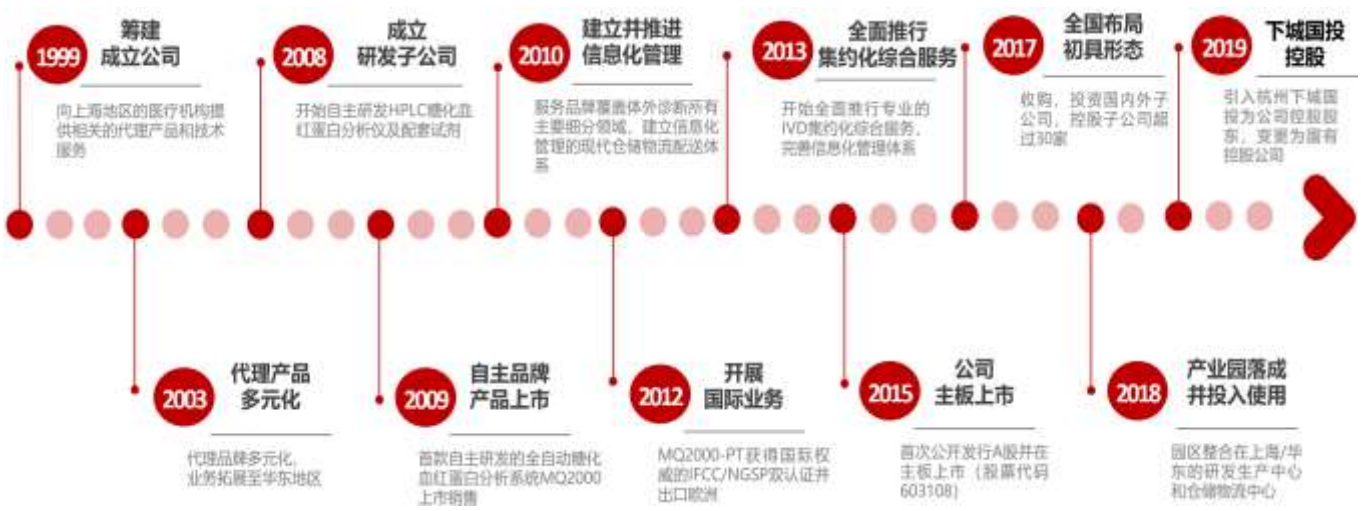
图 1：润达医疗主营业务体系



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司 1999 年进入体外诊断流通领域，自 2008 年起成立了自主研发子公司，开始自主研发糖化血红蛋白分析仪及配套试剂，开始上游 IVD 产品研发之路。2013 年推行集约化区域检测服务，业务覆盖了全国大部分的省市及地区。2015 年上市后投资并购 IVD 相关企业，目前在全国各地及海外拥有三十余家全资或控股子公司，并在当年在 A 股上市。于 2019 年引入杭州下城国投为公司控股股东，强化与公立医疗系统服务。目前已经发展成为国内 IVD 行业产品流通与综合服务的领先企业之一。

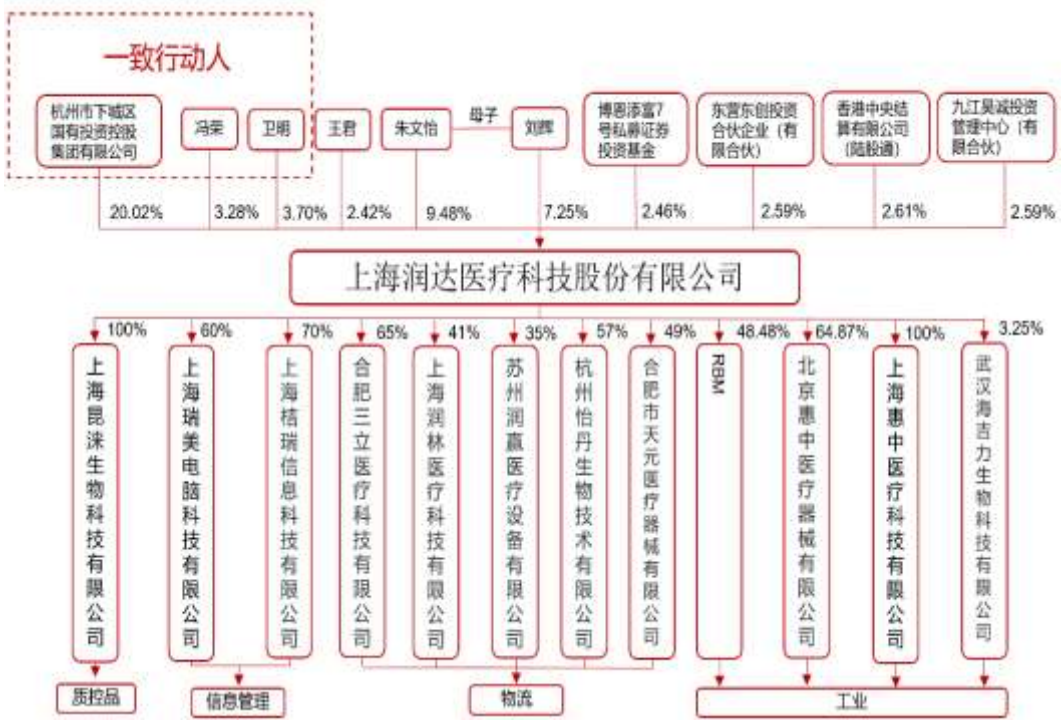
图 2：企业发展历史



数据来源：公司官网、公司公告，西南证券整理

国有资本加入，助力业务拓展。截至 2020 年上半年，杭州市下城区国有投资控股集团有限公司为公司第一大股东，持股比例 20%。公司于 2019 年引入国资控股股东杭州市下城区国有投资控股集团有限公司，国有战略投资人的加入有助于公司巩固和开拓融资渠道，降低融资成本，同时在国家医改政策推进的过程中，有助于公司与公有制医疗机构更好的开展合作，扩展核心业务的深度与广度。在本次股权转让变更中，双方约定，公司将继续聚焦主营业务、加强资源投入、保持发展战略的持续性和稳定性。

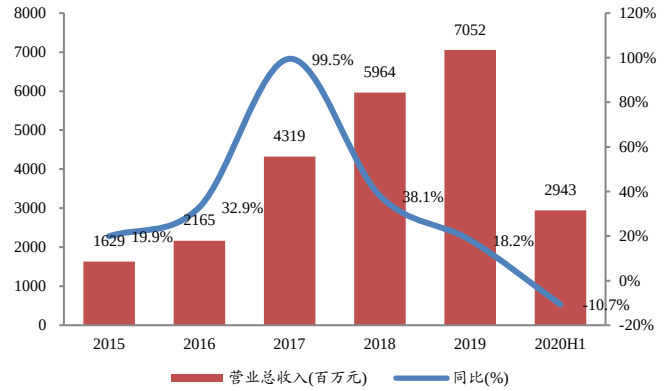
图 3：公司股权结构情况（截止 2020H1）



数据来源：wind，西南证券整理

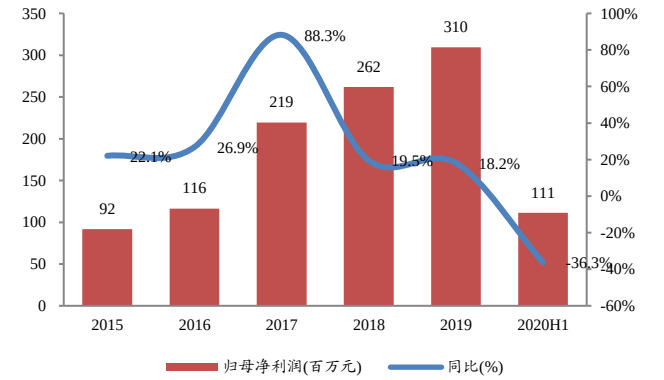
营收与净利润总体延续较快增长。2015 年以来，公司营业收入与净利润总体实现加速稳步增长，公司业绩的增长主要来源于核心产品销量的提升。2017 年公司充分利用收购国内外子公司的契机，强化管理团队建设，引进专业优秀人才，加强渠道协同能力，横向拓展业务，实现了快速发展和巩固提高的良好平衡。2015-2019 年间，公司的营收、归母净利润整体保持了良好的增长态势，复合增速达到 44%；2020 上半年营业收入为 29 亿元，同比降低 10.7%；归母净利润为 1 亿元，同比降低 36%。2020 上半年增速断崖式下滑与新冠病毒疫情影响有关，但是我们预计在疫情结束后将会逐步恢复快速增长的态势。

图 4：2016-2020H1 公司营业总收入情况



数据来源：wind，西南证券整理

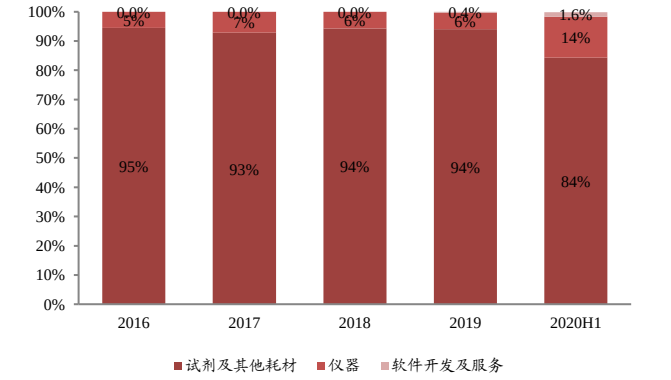
图 5：2016-2020H1 公司归母净利润情况



数据来源：wind，西南证券整理

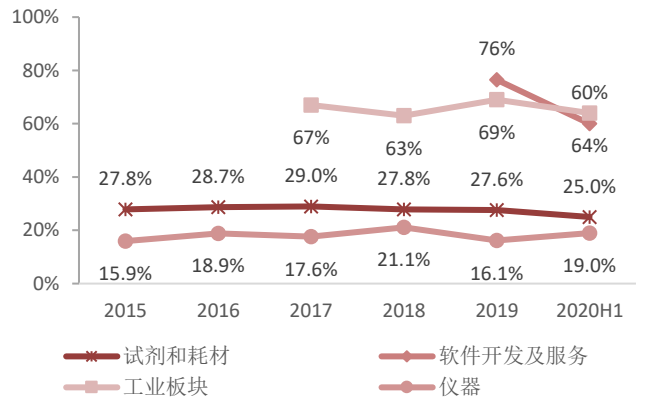
IVD 相关试剂及其他耗材的销售为核心业务。从业务收入占比来看，IVD 试剂及其他耗材的销售是公司的核心业务，在 2016-2019 年间业务收入始终占公司总收入九成以上，2019 年的销售收入占比约 95%，而 2020 年上半年的试剂及其它耗材的占比略有下降变为 84%，原因是仪器的销售收入占比上升到 14%。

图 6：2016-2020H1 公司主要业务收入情况



数据来源：wind，西南证券整理

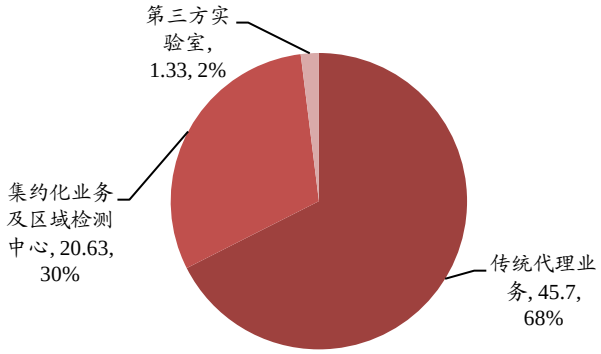
图 7：2016-2020H1 公司主要业务毛利率情况



数据来源：wind，西南证券整理

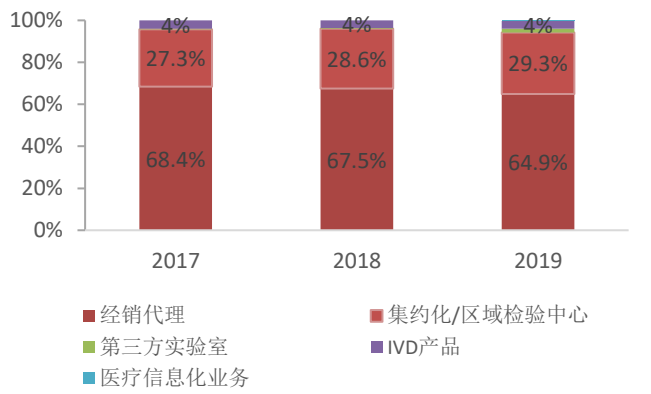
传统代理业务是公司商业板块收入主要来源，集约化/区域检验中心业务占比提升。传统代理业务是以 IVD 产品的流通配送为基础，为各类医学实验室提供包括丰富的产品组合服务、先进的冷链仓储物流、定期维护保养及属地化快速响应维修服务在内的全产业供应链服务。2019 年公司商业板块实现销售收入 67.7 亿元，同比增长 17.9%，毛利率为 25.4%。目前公司商业板块业务有三大类：传统代理业务、集约化业务及区域检测中心和独立第三方实验室，2019 年公司传统代理业务收入为 45.7 亿元，仍然是收入主要来源的，但是集约化/区域检验中心业务已提升至 29.3%。

图 8：2019 年度公司商业板块收入及占比（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：各项业务占比情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

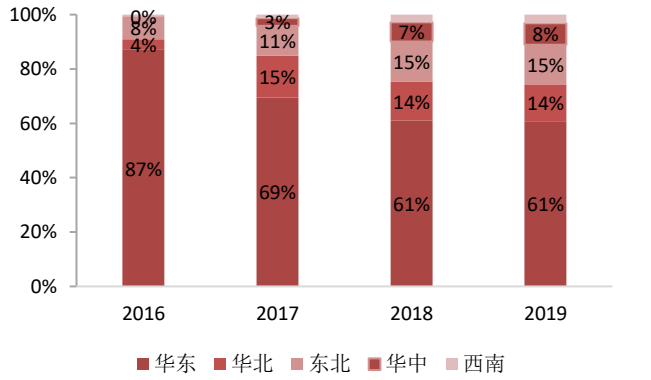
业务基本实现全国布局。公司主要服务区域已经覆盖华东、东北、华北、西南、华南、华中等地区，使公司能够为全国范围内的客户提供稳定、及时、高效的体外诊断产品与贴身服务。公司上市前的主要收入和利润来源于华东地区，上市之后借助资本实现全国的扩张步伐，将业务拓展至全国，公司通过全国不断并购，先后并购了杭州怡丹生物、山东鑫海润邦、苏州润赢、北京东南、长春金泽瑞等公司，拓展全国业务布局。从销售区域类别来看，主要集中在华东，其次是东北和华北，华东区域收入占比从 2016 年的 87%，逐渐下降至 2019 年的 61%。华中、西南地区营业收入显著增长，增速均超过 30%，为公司打造全国院内 ICL 独立第三方实验室检测综合服务平台奠定基础。

图 10：2019 年公司分地区收入及增速情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

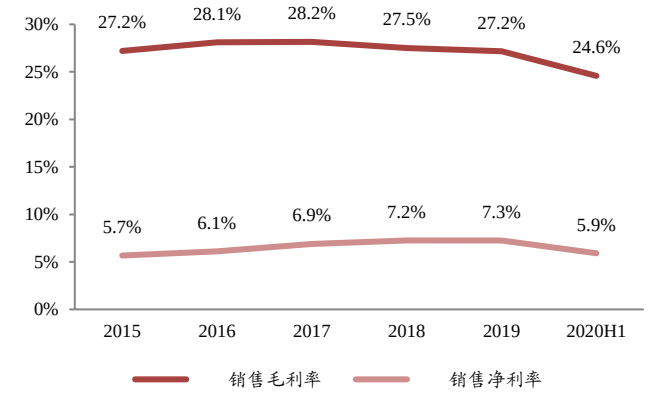
图 11：公司各个地区的收入占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

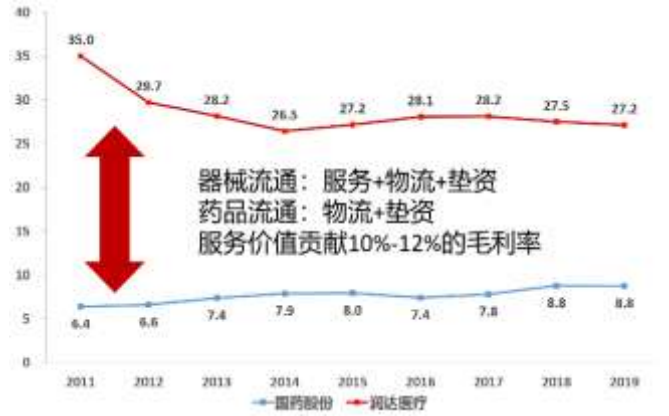
毛利率水平有望持续提升。2019 年润达医疗的销售毛利率为 27.6%，相较于一般流通性企业 7%-10%的毛利率而言，较为可观，这与润达自身的高附加值业务有关。传统药品流通企业的毛利率主要来源于物流配送与垫资服务所带来的价值，因此毛利率相对较低，保持在 5%-10%之间。公司作为 IVD 流通服务商，与传统的药品流通企业不同，除了从上游生产企业采购相关检测仪器及试剂，还需要参与从试剂采购到检测报告成品产出的各环节工作，仪器试剂的物流配送只是其承担的部分工作，还需为医学实验室提供系列包括质量控制、技术维修、实验室运营管理等综合服务，服务属性更强。因此公司的毛利率能维持在 25%-30%之间。

图 12：2016-2020H1 公司毛利率、净利率情况



数据来源：wind，西南证券整理

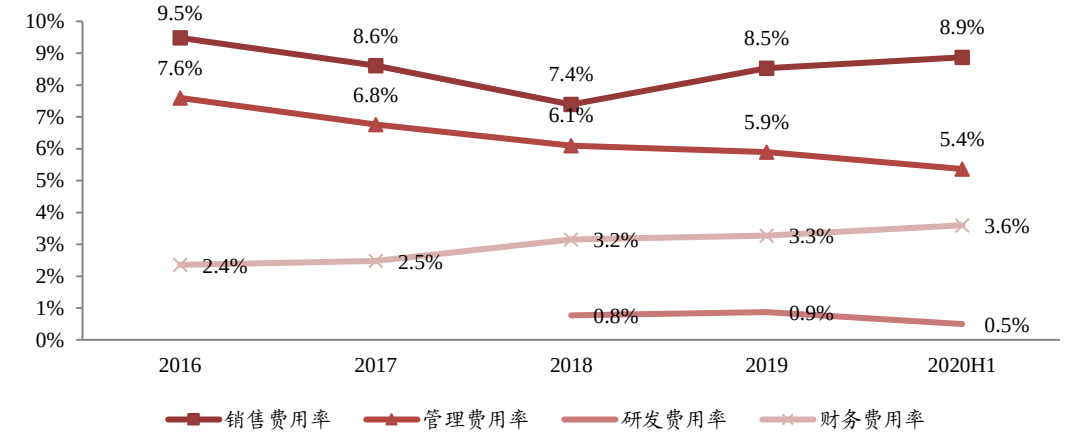
图 13：药品流通企业与器械流通企业的毛利率对比（%）



数据来源：wind，西南证券整理

销售费用率逐年下降，财务费用压力有望缓解。公司四项费用中，销售费用率比重最高。2020 上半年销售费用率、管理费用率、财务费用率、研发费用率分别为 8.9%、5.4%、3.6%、0.5%。相较于同类公司，润达医疗近 5 年四费率较为稳定，经营状况平稳。公司管理费用率自 2016 年开始总体逐年下降，其主要原因除了政策倾斜，促使各医院检验科选择大型代理商外，还与公司集约化服务逐渐完善、区域服务能力增强有关。公司引入国有股东后，公司与公立医疗合作将会更加密切，共建区域检验中心有望争取更大的政府支持力度，公司的销售成本将明显下降，资金压力与现金流将得到有效缓解。融资成本也凭借着国资背景，财务费用有望能够大幅下降。

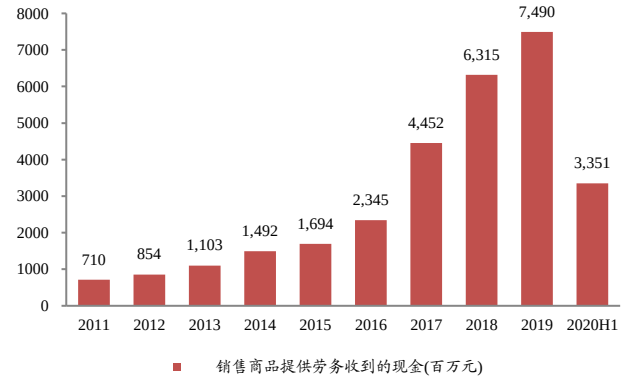
图 14：2016-2020H1 公司四项费用率情况



数据来源：wind，西南证券整理

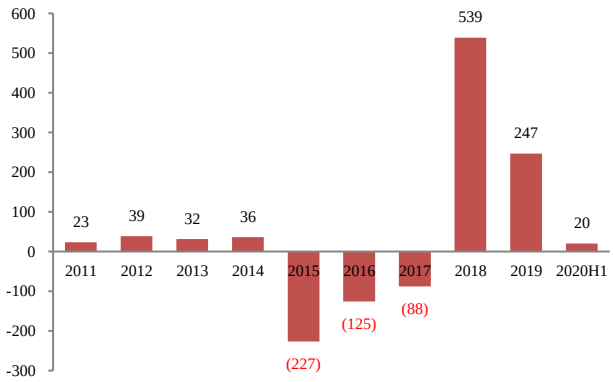
现金流持续稳健增长，资金状况近年来明显改善。2015 年后，公司逐步并购其他公司，实现公司业务多样化、全面化发展。2018 年公司优化产业结构，调整供货流程，提高了渠道供应能力，对上游供应商的议价能力提高较大，应付账款进一步增加。公司资金状况得到了进一步好转，现金净流量连续两年为正。2020 年由于疫情影响，华中等地销售额存在波动，但随着疫情好转，湖北、上海等主要市场已逐渐恢复，预计对公司财务状况的影响不大。

图 15：2011-2020H1 营销售商品收到现金情况



数据来源：wind，西南证券整理

图 16：2011-2020H1 经营活动产生现金流量净额（百万元）



数据来源：wind，西南证券整理

2 院内第三方实验室综合服务的模式、壁垒与成长性

2.1 院内第三方实验室综合服务商的业务模式是什么？

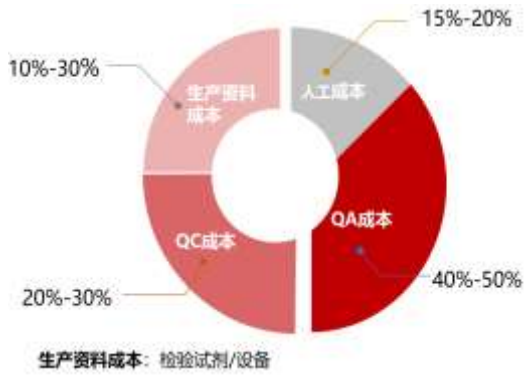
院内第三方实验室检测服务商的收入来源于检验科的成本。假设检验科是一个生产检验报告单的工厂，一张检验报告单的成本包括试剂，设备等生产资料成本（大概占比 10-30%），人工成本（15%~20%），还包括生产报告单过程中的过程管理（QA）和质量控制成本(QC)，占比为 60%~80%。院内实验室综合服务商的收入来源分为两方面：1）生产资料：为检验科提供试剂和设备；2）为实验室提供 QA 与 QC 成本管理服务。根据检验科的不同发展历程，从一个小型作坊，到中型实验室，最后到巨型工厂，通过院内第三方实验室检测服务商提供试剂/设备、QA 和 QC 成本集约化管理，可以极大提高检验科效率。

图 17：检验科发展的实质



数据来源：公司公告、公司宣传资料，西南证券整理

图 18：检验科成本的构成



数据来源：公司公告、公司宣传资料，西南证券整理

表 1：公司集约化服务的服务类型

项目	具体服务
1）仪器设备等基础技术服务	装机调试、应急维修、预防性周期保养、操作培训、应用问题处理、设备校准、现场检修及技术支持
2）实验室 QA 过程管理服务	实验室装修布局设计、样本采集/传输优化、实验室信息化服务、发票管理、人员绩效考核管理、SOP 文件建立、溯源性证明文件、性能验证试验服务
3）实验室 QC 管理服务	提供第三方质量控制服务、ISO15189 质量标准认证服务，保证实验室快速高效的产出质量可靠的检测报告单。

数据来源：公司公告，西南证券整理

检验科成本控制需求带来院内第三方实验室检测服务商需求快速提升。润达的业务由传统的经销代理（1.0 版），演变到集约化业务（针对大中型实验室工厂，2.0 版本），区检中心业务（3.0 版，医联体，医共体），未来院内巨型 ICL 独立第三方实验室工厂。润达在实验室建设运营过程中的角色是一个监工和管理的角色，保证实验室产出的报告成本最低，质量可靠。公立医院检验科可以分为院内实验室和 ICL 独立第三方实验室，但我国医疗卫生资源主要集中在大型公立医院，天然决定了公立医院检验科为我国医改的主阵地。

图 19：公司业务模式的演变过程



数据来源：公司公告、公司宣传资料，西南证券整理

公司未来发展定位于院内第三方实验室检测服务商，主要是为医院检验科提供服务，通过集约化业务和区域检验中心业务为公立医院检验科提供全面的解决方案以达到公立医院实验室降本增效的目的。公司是国内较早一批从 IVD 流通企业转型为院内第三方实验室检测服务商的企业，我们认为市场对于公司盈利模式有三点认知偏差：

- **市场认为流通企业盈利能力较差，**但我们认为器械流通企业相较于药品流通企业具备更高壁垒，因为除了具备渠道价值之外，还需要具备售后服务能力，专业化的服务能力提升了器械流通企业的盈利水平；
- **市场认为传统器械流通企业对下游客户粘性低，对下游的议价能力弱导致账期较长，**我们认为公司打造院内第三方实验室检测服务商能够实现下游机构利益深度绑定，极大提升下游客户粘性。公司的集约化业务及区域检验中心业务收入占比已经提升至 29%，未来呈现不断扩大趋势，目前已经转型为一家院内第三方实验室检测服务商；
- **市场认为院内综合服务商的市场前景不大，**我们认为院内第三方实验室检测服务商相对于 ICL 独立第三方实验室具有两点优势，第一市场规模大，我国医疗体系以公立医院为主，院内实验室检测成本控制需求更大；第二具备院内第三方实验室检测服务商具备轻资产经营的优势，可复制能力更强。

表 2：不同商业模式对比

		药品流通	器械流通	院内第三方实验室检测服务商	ICL 独立第三方实验室
模式		垫资+配送	垫资+配送+服务	垫资+配送+服务+管理	重资产投入+管理+服务
核心公司代表		九州通	瑞康医药	润达医疗	金域医学
毛利率		5-10%	10%-25%	25%	40%
价值来源		渠道	渠道+服务	渠道+服务+管理+产品	服务+产品+人力
核心壁垒		资金 仓储物流	资金 仓储物流 基础服务	资金 仓储物流 基础服务 运营管理能力 上游产品资源 下游客户资源	资金 专业人才 运营管理 行业准入 质量控制 技术
药品流通	上海医药	✓	◯		
	国药一致	✓	◯		
	九州通	✓	◯		
	柳药股份	✓	◯		
器械流通	瑞康医药	✓	✓		
院内第三方实验室检测服务商	润达医疗		✓	约 350 家	2 家
ICL 独立第三方实验室	迪安诊断		✓	500 家	38 家
	金域医学				37 家

数据来源：公司公告，西南证券整理。注：√代表收入占比高，◯代表收入占比小

2.1.1 器械流通 VS 药品流通：服务价值凸显

器械流通器械相对于药品流通企业从商业模式壁垒更高、盈利能力更强，但与此同时对下游账期较长，对资金周转形成较大压力。

第一，从商业模式上看，器械流通企业具备更高的壁垒。药品流通企业的商业模式为“垫资+配送”，器械流通的商业模式为“垫资+配送+服务”。垫资与配送相对是容易形成标准化，但差异化的服务可以带来额外的附加值。服务价值体现在售前产品组合推荐比较、售中设备安装调试，售后定期维修保养、快速响应的售后服务等，因此相对于药品流通企业更容易形成差异化的核心壁垒。

图 20：器械流通企业的服务价值



数据来源：wind，西南证券整理

第二，从盈利能力来看，器械流通企业的利润价值来源于“资金+仓储物流+服务”，相较于药品流通的毛利率更高。瑞康医药的器械配送和润达医疗的传统 IVD 流通的毛利率接近 30%，以药品流通为主的上海医药商业板块的毛利率仅为 6.5%。柳药股份和瑞康医药在器械和药品配送不同板块业务的毛利率也存在较大差异。瑞康医药的器械配送业务的平均毛利率超过药品配送毛利率 9 个百分点，柳药的器械配送也要比药品配送的毛利率高出 3 个百分点。平均来看，器械流通企业相较于药品流通企业的毛利率要高 5%~15%。

表 3：药品流通企业和器械流通企业的毛利率对比（%）

		2015	2016	2017	2018	2019	2015-2019 年平均毛利率
器械流通	瑞康医药-器械	26.9	30.7	31.5	31.2	31.1	30.3
	柳药-器械	14	11.5	13.6	13.3	13.3	13.1
药品流通	瑞康医药-药品	9	12.2	12.4	11.7	11.7	11.4
	柳药-药品	8.1	9.2	9.4	10.5	11.8	9.8
	上海医药	6.1	6	6.3	7	7	6.5
院内第三方实验室检测服务商	润达医疗	27.2	28.1	28.2	27.5	27.2	27.6
	塞力医疗	34.9	34	32.1			33.7

数据来源：公司公告，西南证券整理

第三，从资金周转来看，器械配送对下游的账期更长。器械流通的下游账期普遍在 4-5 个月左右，而药品流通企业的应收账款的账期在 2-3 个月之间，器械流通企业对下游的账期更长。其背后反映的是器械流通企业竞争格局更为分散对于下游的议价能力相对药品流通企业较弱。因此对下游客户的议价能力决定了是否能够将账期转移至上游，从整体来看器械流通企业的“销售商品提供劳务收到的现金/营业收入”占比较低，现金流相对要差一些。

表 4：器械流通企业与药品流通企业的应收账款周转天数（天）

主营业务类别	公司名称	2015	2016	2017	2018	2019
器械流通	瑞康医药	141.9	141.3	155.8	156.6	167.5
	柳药股份	114.5	124.8	127.6	135.5	133.5
药品流通	上海医药	75.3	76.8	80.7	83.2	86.3
	九州通	46.8	49.3	56.4	71.9	78.9
	国药一致	91.2	60.3	66.5	70.7	69
院内第三方实验室检测服务商	润达医疗	104.3	124.3	116.4	129.1	132.6

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 5：器械流通与药品流通企业的销售商品提供劳务收到的现金/营业收入（%）

	证券简称	2015	2016	2017	2018	2019
药品流通	九州通	115	109	110.9	108.6	110
	上海医药	110.7	112.5	113.6	113.6	109.7
	国药一致	112.1	109.7	112.5	108.5	107.2
器械流通	瑞康医药	94.2	88.5	90.4	94.1	99.7
院内第三方实验室检测服务商	润达医疗	104	108.3	103.1	105.9	106.2

数据来源：公司公告，西南证券整理

2.1.2 器械流通 VS 院内第三方实验室检测服务商：下游客户深度绑定

公司从传统 IVD 经销代理商转变为院内第三方实验室检测服务商过程中形成两种业务模式，分别是集约化业务和区域检验中心业务。

1）集约化业务：是指在传统的体外诊断产品供应链服务基础上，配合各级医疗机构构建实验室整体检验系统和提升运营管理综合服务，实现降低实验室整体运营成本的目的。

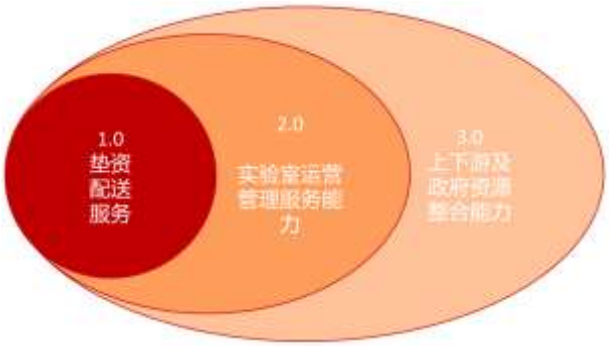
2）区域检验中心：从服务于单体医院的检验科转变为通过辐射区域内多家医院检验科的“中心实验室”模式，为实验室提供起到支撑作用的区域信息化产品、设备、试剂耗材的物流供应和中心实验室的运营管理服务。

表 6：公司主营业务形态对比

	1.0 传统经销代理业务	2.0 集约化业务	3.0 区域检验中心
商业模式	以 IVD 产品的流通配送为基础，为各类医学实验室提供产品组合服务、冷链仓储物流、定期维护保养及属地化快速响应维修服务在内的全产业供应链服务	在传统的体外诊断产品供应链服务基础上，配合各级医疗机构构建实验室整体检验系统和提升运营管理综合服务，实现降低实验室整体运营成本的目的。	从服务于单体医院的检验科转变为通过辐射区域内多家医院检验科的“中心实验室”模式，为实验室提供起到支撑作用的区域信息化产品、设备、试剂耗材的物流供应和中心实验室的运营管理服务。
核心价值来源	垫资 配送 基础服务	垫资 配送 基础服务 实验室运营管理服务	垫资 配送 基础服务 实验室运营管理服务 上下游及政府资源整合能力
下游合约签订时间	短 （通常一年一签）	长 (合同 5-8 年一签)	长 (合同 5-8 年一签)
内容	供应链业务 质量管理体系 设备维修、售后服务支持	供应链业务 质量管理体系 设备维修、售后服务支持 信息化建设服务 现场管理绩效管理 实验室标准化/诊断流程优化服务 实验室成本/损耗管理 人才培训 特色专科整体解决方案服务 实验室设计、装修	基础功能建设服务 运营能力提升服务 基层医院诊断能力提升服务 特色“润医行动”服务

数据来源：公司公告，西南证券整理

图 21：传统器械经销代理、集约化业务、区域检验中心的核心价值来源



数据来源：公司官网，西南证券整理

集约化业务实现下游客户的绑定。集约化业务及区域检验中心业务具有合作周期长、服务项目多、服务能力要求高等特点。相较于传统代理商业务模式，集约化服务对于信息化系统、第三方质控、专业售后、实验室设计等方面具有更高的要求，公司目前在质量体系管理、设备维修、信息化建设、实验室运营管理能力等方面形成了核心的竞争优势，因此相对于传统器械配送可以实现下游客户的绑定。

表 7：集约化服务的内容及核心优势

	集约化服务项目	服务内容及核心优势
1	平台供应链服务	1.9 万个品种，全国冷链物流仓储
2	质量管理体系建设服务	子公司为全国第三的独立第三方质控公司
3	设备维修、售后支持服务	掌握 50 个主流品牌的仪器设备售后技术服务
4	信息化建设服务	拥有 240 余人的 IT 团队，自主研发多个信息化系统
5	现场管理/绩效管理	拥有医院驻场管理服务人员 400 余人
6	实验室病患/标本/诊断流程优化服务	实现工序优化、视觉优化，达到实验室精益管理的目标
7	实验室成本/损耗管理	量身打造实验室设备优化、更换、配置方案
8	学术交流/人才培训	组织医院检验科参加学术培训
9	特色专科整体解决方案服务	提供特色专业技术解决方案一体化服务
10	实验室设计装修	提供实验室整体规划与装修

数据来源：公司官网，西南证券整理

共建区域检验中心模式将政府、医院、实验室综合服务商形成利益共同体，实现下游客户的进一步深度绑定。公司建设的区域检验中心一般以地级市或县级为区域，由当地卫生部门牵头，依托该区域较权威的医院平台为主体医院，联合该区域下级医院形成紧密的医院联合体。通过对卫生管理部门、主体医院和基层医院进行充分协调，对主体医院检验科再造或升级，同时在区域范围内进行信息、质控平台和物流建设，收集合作医院的检验样本至主体医院进行检测，并统一出具检验报告。检验中心范围内资源共享、数据互传、报告互认，提升区域整体检验水平、管理水平、人员水平，实现既强中心，又强区域的建设目标。

图 22：公司区域检验中心主要服务内容



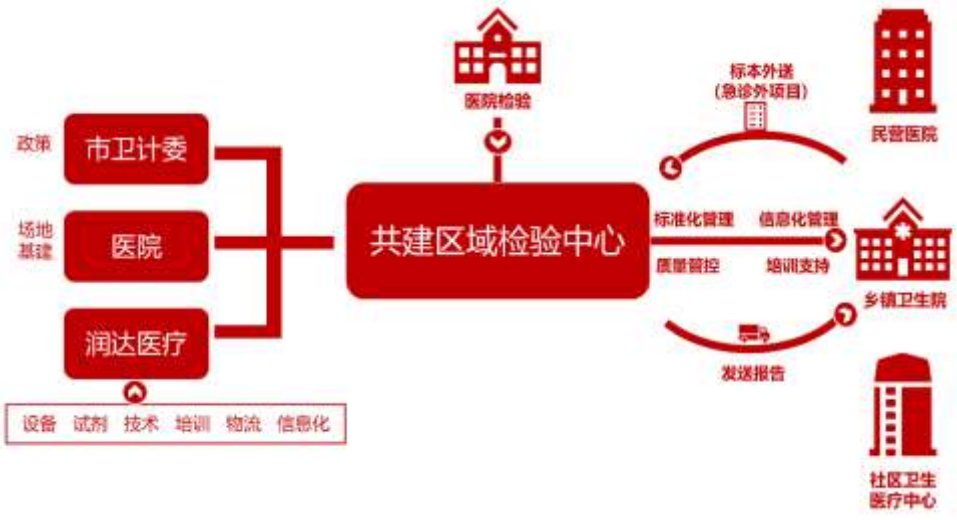
数据来源：公司官网，西南证券整理

1）从医院来看，医保控费带来检验科成本端收缩压力增大，对于节约成本的需求增长，集约化的服务以及区域检验中心能够实现成本大幅下降；

2）从院内第三方实验室检测服务商来看，传统“垫资+物流+服务”的商业模式难以形成独特核心壁垒，因此对于下游客户议价能力较低。提供差异化的增值服务，在传统代理业务基础上增加管理职能，比如通过信息化管理、质量管控、培训支持等方式实现与下游企业的利益深度绑定；

3）从政府来看，院内第三方实验室检测服务商通过集约化服务和共建区域检验中心实现了医院检验科成本的大幅缩减，既符合了医保控费的大趋势，也顺应了医联体、医共体的政策方向。

图 23：公司区域检验中心服务模式



数据来源：公司官网，西南证券整理

2.1.3 院内第三方实验室检测服务商 VS 独立第三方实验室：轻资产投入，具备可复制能力

院内第三方实验室检测服务商相较于 ICL 独立第三方实验室服务商来说具有独特的优点：轻资产运营风险小、院内市场规模大、市场竞争格局相对较好的特点。

第一，从业务模式上来看，院内第三方实验室检测服务商不需要投入实验室场地，ICL 独立第三方实验室前期自建实验室投入巨大，新设实验室注册成本约在 2000 万元左右，根据公司招股说明书披露，新实验室需要 5 年才能实现盈亏平衡，预计在 10-15 年才能达到成熟期，因此相对于院内第三方实验室检测服务商来说投资风险较大。

第二，从市场规模来看，2018 年我国 ICL 独立第三方实验室的渗透率仅有 5%，我国绝大部分医学检验市场集中在公立医院，根据 2020 年发布的《中国卫生健康统计年鉴》的统计数据，2019 年国内医疗卫生机构收入为 3.75 万亿，其中医学检验收入约占医疗卫生收入的 8%左右。据此估算 2019 年医学检验市场规模接近 3000 亿。院内第三方实验室检测服务商的收入是公立医院检验科的成本，2019 年公立医院检验科成本如果按照 40%左右测算，则院内第三方实验室检测服务商的潜在市场规模约 1200 亿元。

第三，从市场竞争格局来看，ICL 独立第三方实验室目前已经初步形成了寡头垄断，2018 年金域的市占率约为 34%、迪安诊断的市占率约为 18%、艾迪康的市占率约为 12%，达安基因的市占率约为 5%。而院内第三方实验室检测服务商目前竞争格局较为分散，行业竞争者主要以润达医疗、迪安诊断、国控润达和塞力医疗为主，2019 年润达医疗院内实验室综合服务收入 21 亿元，塞力医疗 2019 年收入约 14 亿元，2019 年市场规模 130~150 亿元，公司作为行业较早一批市场进入者具有良好的先发优势。

表 8：院内第三方实验室检测服务商及第三方实验室综合服务商的对比

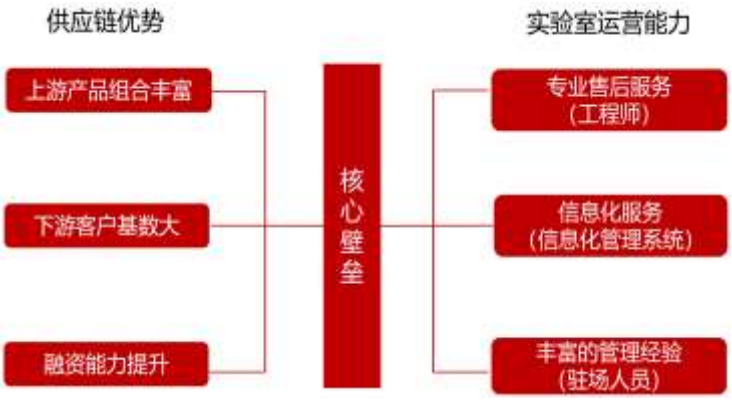
	院内第三方实验室检测服务商	ICL 独立第三方实验室
业务模式	医院提供实验室场地，为医学实验室提供体外诊断产品、技术服务支持、实验室运营管理等等全方位的服务	具有独立法人资格从事医学检测，类似于医院检验科
客户群体	B 端：各级公立医院的检验科	B 端：医疗服务机构 C 端：消费者个体
盈利模式	收入=公里医院检验科收入*40%	收入=终端检验收费*扣率
毛利率	25%	40%
核心价值来源	渠道+服务+管理+产品	服务+产品+人力
壁垒	资金 仓储物流 基础服务 实验室运营管理能力 上游产品资源 下游客户资源	资金 专业人才 运营管理 行业准入 质量控制 技术
特点	轻资产运营	重资产投入 （金域盈亏平衡周期 3-5 年）
市场规模	130~150 亿元	140 亿
市场竞争格局	润达医疗、迪安诊断、国控润达、美康生物、塞力医疗等	金域、迪安诊断、艾迪康、达安基因初步形成寡头垄断

数据来源：公司官网，西南证券整理

2.2 公司打造院内第三方实验室检测服务商的核心优势在哪里？

公司具备开展院内实验室综合服务业务两大核心优势：第一，公司具有供应链优势，而供应链服务优势体现在上游丰富的产品组合、下游庞大的客户基础和国资背景转换后融资能力的大幅提升；**第二，公司具有更强的实验室运营管理服务能力。**实验室运营服务能力体现为专业的售后服务工程师，行业领先的信息化系统和驻场人员丰富的实验室管理经验。

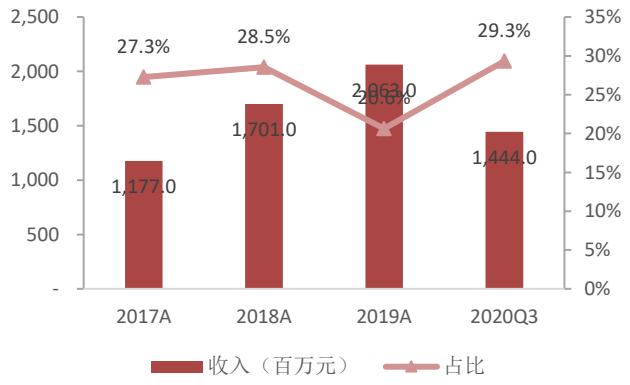
图 24：公司的核心优势



数据来源：西南证券整理

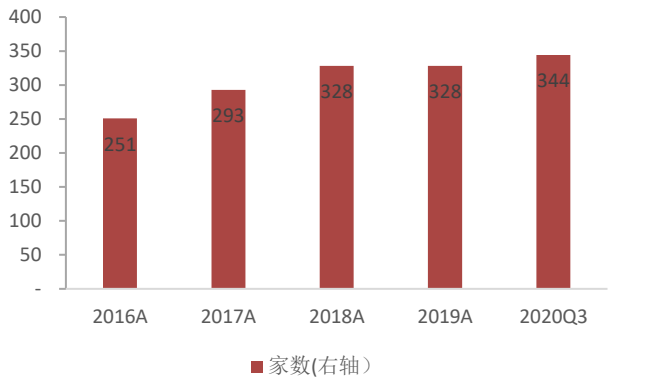
在两大优势下集约化业务和区检中心业务占比快速提升。公司服务型业务收入占比逐年提升，2019 年集约化业务/区检业务收入占公司整体营收约 29%，2019 年公司集约化及区检中心客户超过 328 家，集约化业务及区域检验中心业务已为未来发展奠定基石，将更突出强化公司服务价值，未来集成/区检中心业务每年保持约 30%的增长。

图 25：集约化业务及区域检验中心收入预测



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 26：公司集成/区检中心的数量



数据来源：公司公告，西南证券整理

2.2.1 优势一：供应链服务优势凸显

- **丰富的产品组合**

上游客户资源丰富，能够提供全面丰富的产品组合。公司现有体外诊断产品供应体系基本覆盖了体外诊断领域的全部检验项目，涵盖了包括以雅培、罗氏、OCD、西门子、梅里埃、希森美康、凯杰等全球领先品牌在内的几乎全部主流体外诊断产品品牌，也能为客户提供公

司以糖化血红蛋白分析系统、化学发光免疫分析系统以及生化试剂和第三方质控品为主的自有产品，能够全面满足医学实验室的各项需求。

从上游产品覆盖范围来看，截至 2019 年末公司构建的产品供应体系涵盖了近 1200 家不同厂商提供的近 19000 个品项的体外诊断相关产品，形成 13 大产品系列。目前最大供应商占比不超过 10%，前五大供应商的占比逐年下降，从公司成立至今保持着供应商数量逐年提升的趋势。

表 9：公司提供的主要产品及核心上游供应商品牌

类别	主要品牌
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、昆涞
标本前处理系统	碧迪等

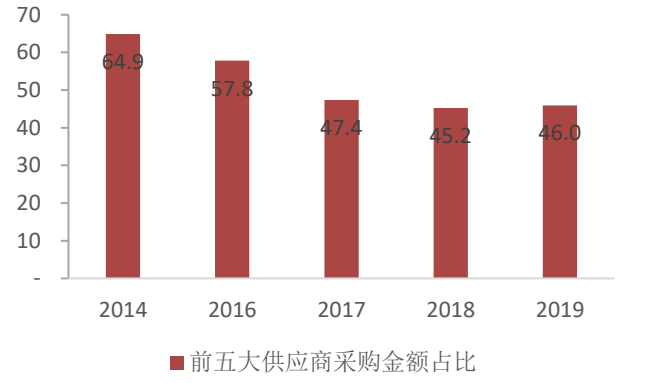
数据来源：《公开发行可转债募集说明书》，西南证券整理

图 27：2003-2019 年公司的上游产品供应商

2003年	强生
2004年	强生、雅培
2005年	强生、雅培、积水
2006年	强生、雅培、积水、伯乐、碧迪
2007年	强生、雅培、积水、伯乐、碧迪、思塔高、普莱默斯、Drew
2008年	强生、雅培、积水、伯乐、碧迪、思塔高、拜耳、普莱默斯、Drew、希森美康
2009年	强生、雅培、积水、伯乐、碧迪、思塔高、普莱默斯、Drew、希森美康
2010年	强生、雅培、积水、伯乐、碧迪、思塔高、普莱默斯、希森美康、科宝、西门子、赛默飞世尔
2011年-2012年	强生、雅培、积水、伯乐、碧迪、思塔高、普莱默斯、希森美康、科宝、西门子、赛默飞世尔、Binding Site
2013年	强生、雅培、积水、伯乐、碧迪、思塔高、希森美康、西门子、赛默飞世尔、Binding Site、迈瑞、生物梅里埃、凯杰
2014年	强生、雅培、积水、碧迪、思塔高、希森美康、西门子、赛默飞世尔、 Binding Site、迈瑞、生物梅里埃、凯杰、索灵、微点、博慧斯
2019年	强生、雅培、积水、碧迪、思塔高、希森美康、西门子、贝克曼、日立、罗氏、赛默飞世尔、普莱默斯、 Binding Site、OCD、生物梅里埃、迈瑞、生物梅里埃、凯杰、索灵、微点、博慧斯、润诺思、九强、华臣、利德曼、昆涞 、伯乐、惠中

数据来源：公司公告，西南证券整理

图 28：前五大供应商采购金额占比（%）

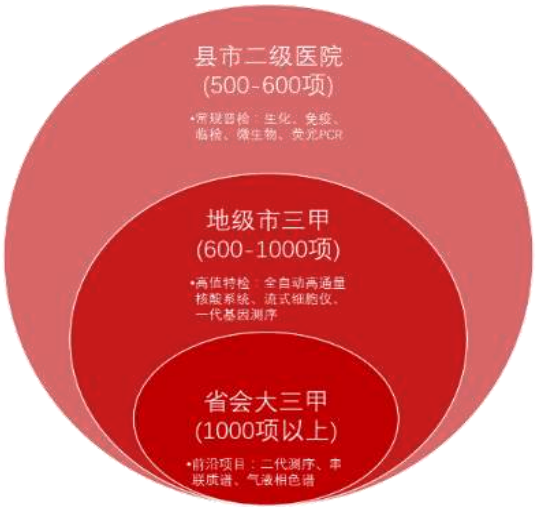


数据来源：公司公告，西南证券整理

➢ **下游客户基数庞大**

下游客户基础庞大，具备从传统经销业务向集约化与区检中心转化的基础。从下游服务的医疗机构来看，公司从 2010 年起为医院客户提供的整体综合服务，凭借产品种类完善、技术服务能力强的优势，积累了大量的优质客户资源，已经累计为全国 4000 余家各级实验室提供专业的体外诊断产品和技术服务支持，服务客户数量位居同行业前列。

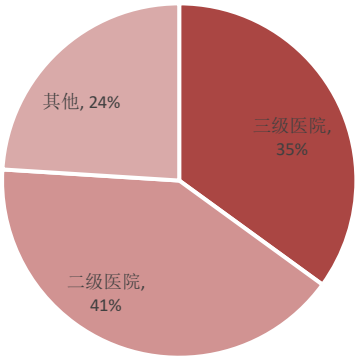
图 29：2019 年公司业务覆盖范围



数据来源：公司公告，西南证券整理

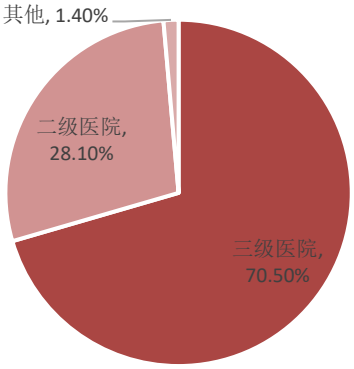
下游 4000 多家经销代理客户中超过 300 多家实现了集成/区域检验中心业务的转变，集成/区检业务客户以二级及二级以上医院为主，二级医院 135 家，三级医院 114 家，占集成客户数量的 76%。公司集成/区检服务业务与客户粘性极强，合约周期 5-8 年，几乎全部续约，截止目前老客户续约率为 99.6%。预计未来每年将会有 30-40 家从传统经销代理转变为集成/区域检验中心，未来将持续为公司业务转型贡献快速增长的业绩。

图 30：公司集约化/区检中心数量等级分布



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 31：公司集约化/区检中心收入等级分布



数据来源：公司公告，西南证券整理

- **国资入股提升融资能力**

引入杭州下城区国有投资控股集团有限公司为公司第一大股东，公司融资能力有大幅提升，融资利率大幅下降，融资额度也大幅提升。原来的融资成本在 6.3-6.7%，现在融资成本可以下降到 4.2-4.3%。

2.2.2 优势二：实验室运营管理服务突出

- **领先的信息化能力**

业内领先的信息化服务能力，对内对外实现了信息化效率提升。实现集约化最核心的能力是有一整套的信息技术系统，2019 年，公司实现了对上海瑞美的控股，进一步增强了实验室信息化服务能力。公司拥有 240 余人的强大 IT 团队，主要针对检验领域信息化平台进行开发，通过以信息化进销存管理系统为基础，以 SIMS、B2B 供应链信息管理平台、LIMS（医学实验室信息管理系统）等为核心，构建信息化服务支撑体系，实现实验室的智能化、简便化、标准化、精细化，提高医院整体管理水平和工作效率，提升医院的服务质量和患者满意度。

图 32：公司实验室信息化业务布局



数据来源：公司公告，西南证券整理

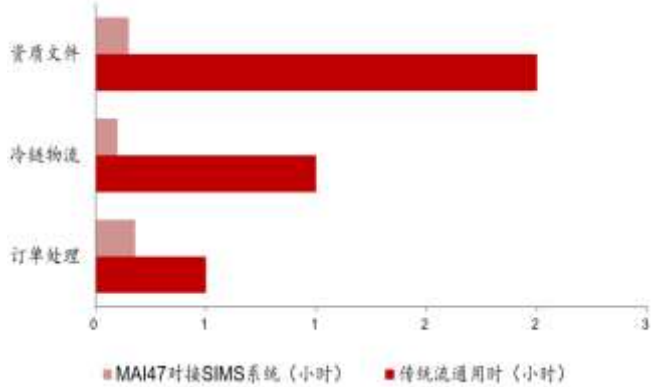
集约化服务能大幅降低医疗机构成本。传统粗放式的流通面临着从订单、库存、采购、协同办公等方面的各种各样的损耗。集约化的服务通过提供一整套的解决方案，能够实现效率的极大提升，成本的大幅下降。据统计，试剂成本占据实验室的成本 50%-60%，而检验试剂损耗率基本在 25%-35%，试剂的损耗主要来源与试剂的流通环节，从订购审批、到货核验、院内流传三个流程，因此实现从人工到数字化系统操作，每年损耗可有 10%的降低空间。吉林大学第一医院检验科自 2019 年 10 月项目启动至今，检测项目的损耗率由之前的 40%，控制到现在常规检测项目损耗率 20%，做到了损耗率降低一半的惊人成绩。公司的 MAI47 与 SIMS 系统对接使用，能够优化检验流程，实现效率大幅提升。

图 33：IVD 流通环节成本损耗



数据来源：公司官方微信公众号，西南证券整理

图 34：MAI47 平台与 SIMS 系统对接大幅提升时效



数据来源：公司官方微信公众号，西南证券整理

以样本案例来看，共建区域检验中心对于医疗检测效率有极大提升。从目前公司推广的两个案例来看，颍上县人民医院开展区域检验中心业务前后经营效率提升显著。其中，标准医疗价格下降 20%，检验科收入增加 100%，新增检验科项目 137 项，检验科人均效能提升 236%，试剂周转天数从 180 天下降为 90 天，试剂耗材损耗率下降 60%。

表 10：颍上县人民医院开展区域工作前后检验科变化及乡镇卫生院加入区域检验中心后变化

颍上县人民医院开展区域工作前后检验科变化		乡镇卫生院加入区域检验中心后变化	
标准医疗价格	下降 20%	服务人次（人次）	10006
检验科业务收入	增长 100%	测试数（个）	33829
新增检验项目	137 项	累计增加检验收入	136.3 万
检验科人均效能	提升 236%	直接增加检验利润	40.95 万
试剂耗材周转天数	180 天下降为 90 天	直接增加检验项目	68 项
试剂耗材损耗率	下降 60%	累计进行临床培训（场次）	152

数据来源：公司内部资料，西南证券整理

- **优质售后服务能力**

公司深耕 IVD 行业 20 余年，拥有丰富的 IVD 产品供应链服务经验。公司拥有设备安装调试和应用培训、属地化快速响应维修保养等服务。拥有国内同行业规模最大的专业化技术服务团队，目前有近四百名专业技术维修工程师，五十人以上厂家认证工程师，可以为现有超过 50 个主流品牌的仪器设备提供技术服务。

- **驻场管理人员经验丰富**

目前公司拥有医院驻场管理服务 400 余人，为各级集成医院客户提供属地化的管理服务。协助医院工作人员进行相关的订货、验收、入库、货票核对及其他各类业务对接管理工作。根据医院实际需求，分析现有库存，合理备货，确保及时供货；定期组织医院高层及相关科室，召开项目沟通会议，汇报进展和问题，确保各环节沟通顺畅。

2.3 院内第三方实验室检测服务商市场成长空间几何？

2.3.1 院内第三方实验室检测服务商市场千亿市场可期

院内第三方实验室检测服务商市场规模发展前景广阔。根据 2019 年发布的《中国卫生健康统计年鉴》的统计数据，2019 年国内医疗卫生机构收入为 3.75 万亿，其中医学检验收入约占医疗卫生收入的 8%左右。据此估算 2019 年医学检验市场规模接近 3000 亿。医院实验室检测成本市场规模约为全国所有医院的检验收入的 40%，约为 1200 亿元。其中院内实验室检测市场规模约为 1060 亿元，院外独立第三方检测市场规模约为 140 亿元。在院内实验室检测市场中，我们测算 2019 年院内第三方实验室检测服务商市场规模为 130-150 亿元，未来渗透率有望快速提升。

图 35：2019 年院内第三方实验室检测服务市场空间测算



数据来源：金域医学 2019 年公司年报，调研数据，西南证券整理

2.3.2 医保控费政策提升院内第三方实验室检测服务需求

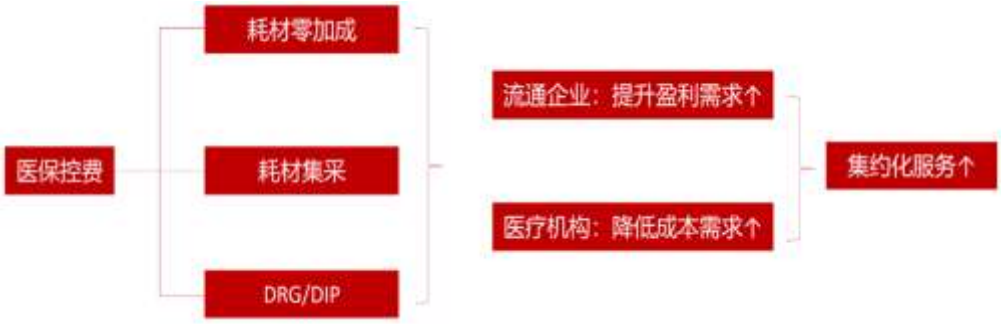
医保控费政策推动集约化与区域检测中心业务发展。耗材零加成、集中采购、DRG/DIP 控费逐渐推进过程中，流通企业利润空间的压缩与医疗机构降低成本需求增加，将进一步加速集约化服务的需求增加。

1）从医院端来看：公立医院在耗材方面的投入将被极大压缩。为了弥补收入下降的损失，未来医院将更多的重视通过集约化的器械耗材采购实现成本压缩。

2）从流通企业来看：流通企业的利润空间在大幅压缩，传统 IVD 流通企业依靠提供物流、现金流、信息流的支持，能够在流通市场中生存的难度加大。只有通过依靠集约化的服务延伸业务，才能抓住下游客户与提升价值。而未来具备流通商和服务商一体化的 IVD 流通企业的价值将进一步凸显。

3）从政府层面来看，集约化和共建区域检验中心符合医保控费和分级诊疗的大趋势，也有利于实现医保控费。

图 36：我国医保控费政策对于集约化服务的推动作用



数据来源：西南证券整理

2.3.3 行业竞争格局分散，先发优势企业有望快速占领市场

我国目前从事院内实验室综合服务的企业有润达医疗、迪安诊断、美康生物，润达医疗由于多年深耕院内市场，在院内实验室综合服务领域具有核心竞争优势。尽管从目前共建区检中心来看，润达医疗和迪安诊断的模式及规模都相差不大，但润达医疗仍然具有相对优势：

1）从产品组合来看，润达医疗上游客户实现了 1200 家厂商的代销业务，相比迪安诊断的 900 多家更具有产品优势，润达能够为下游医疗服务机构提供更加丰富的产品组合。

2）从冷链物流能力来看，润达医疗由于 20 年深耕 IVD 流通领域，在供应链服务商实现了全国网络的覆盖，而迪安诊断的冷链物流相对规模较小，润达医疗已搭建符合 GSP 认证的供应链体系，目前在上海金山区占有 56 亩的物流仓储中心，物流中心冷库面积近 2000 平方米，可调节阴凉库面积 2300 平方米，冷冻库面积 900 立方米，常温库面积 3000 平方米，设计储位 6180 个。

2019 年润达医疗在院内第三方实验室检测服务商的市占率约为 15%，未来有望在院内第三方实验室检测服务商中持续发挥上下游客户资源和供应链优势，快速占领市场。

表 11：主要院内实验室综合服务

	主营业务	2019 年合作共建客户	供应链	上游	下游
润达医疗	IVD 产品生产+IVD 流通+院内第三方实验室检测服务商+ICL	300 余家集成与区域检验中心	基本实现全国覆盖，具有冷链仓储物流	1、产品组合丰富：代销产品涵盖了近 1200 家不同厂商提供的近 19000 个品项的体外诊断相关产品；2、自产产品覆盖生化、糖化、质控、化学发光等领域	下游经销代销合作机构：超过 4000 家
迪安诊断	IVD 产品生产+IVD 流通+院内第三方实验室检测服务商+ICL	合作共建客户 400 余家 邵逸夫精准中心 9 家	冷链物流规模较小	1、上游代理品牌 900 多家 2、自产产品品种数量较少	
美康生物	IVD 生产+区域检验共享中心	设立了 30 余家区域检验共享中心，主要在华东地区和华北地区	无供应链业务	公司本身也在生产检测试剂和检测器械，境内外共取得 352 项注册证，开展区检中心业务有助于加速自产自销	
塞力医疗	IVD 生产+院内第三方实验室检测服务商	2019 年收入 13.9 亿元			

数据来源：资料来源：润达医疗、迪安诊断、美康生物公司公告，西南证券整理

假设未来 5 年医院检验科收入能够保持每年 10%的增速增长，预计到 2025 年我国公立医院检验科收入将超过 5315 亿元，医院实验室检测成本市场规模按照检验科收入的 40%进行测算，预计到 2025 年医院实验室检测成本市场规模将突破 2126 亿元。

公司 2019 年集约/区域检验中心收入约为 21 亿元，在第三方实验室检测服务商市场中的市占率约为 15%。假设公司集约/区域检验中心业务市占率到 2025 年提升至 26%，集约/区域检验中心业务收入将突破 82 亿元。

表 12：公司未来集约/区域检验中心收入增长空间预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
检验科收入（亿元）	2700	3000	3300	3630	3993	4392	4832	5315
yoy		11%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
医院实验室检测成本市场规模（亿元）	1080	1200	1320	1452	1597	1757	1933	2126
院内占比	87%	85%	83%	82%	81%	80%	79%	78%
院内实验室检测服务市场规模	940	1020	1096	1191	1294	1406	1527	1658
渗透率		14%	14%	15%	16%	17%	18%	19%
院内第三方实验室检测服务商市场规模		140	144	179	207	239	275	315
市占率		15%	15%	16%	18%	20%	23%	26%
公司集约/区域检验中心收入预测（亿元）	17	21	22	28	37	48	63	82
yoy		21%	7%	31%	31%	30%	30%	30%

数据来源：西南证券整理

2.3.4 借机医改深化合作，ICL 迎来行业快速发展

院外第三方检测服务机构符合国家医改趋势。2017 年国务院办公厅提出《关于推进医疗联合体建设和发展的指导意见》，表明到 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 年国家卫健委发布《关于进一步做好分级诊疗制度建设有关重点工作的通知》，提出到 2020 年底，在 500 个县（含县级市、市辖区）初步建成目标明确、权责清晰、分工协作的新型县城医疗卫生服务体系。此外根据 2017 年行政区域统计，有人口规模效应和医疗红利在 30 万以上人口，预计在我国符合条件的区县达到 1500 个。

表 13：分级诊疗及医工体建设等政策

时间	部委单位	文件名称	相关内容
2017.4.23	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》	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
2018.7.26	国家卫健委	《关于印发医疗联合体综合绩效考核工作方案（试行）的通知》	逐步实现医联体内外诊疗信息互联互通；开展医联体内医疗机构间检验结果互认
2018.10.16	国家卫健委	《关于进一步做好分级诊疗制度建设有关重点工作的通知》	落实分级诊疗制度艰涩和，推进县城内检验结果互认；依托公立医院建立医学影响震旦、检查检验、病理诊断等中心，推进县城检验结果互认
2019.5.12	国家卫健委	《关于推进紧密型县城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）初步建成目标明确、权责清晰、分工协作的新型县城医疗卫生服务体系，逐步形成服务、责任、利益、管理共同体
2020.7.16	国务院办公厅	《关于印发深化医药卫生体制改革 2020 年下班年工作重点任务的通知》	继续推进区域医疗中心建设；深化县城综合医改，推进紧密型县城医共体试点，促进“县乡一体、乡村一体”

数据来源：政府相关官方网站，西南证券整理

ICL 重大突破，有望打开未来成长新空间。作为院内集成/区检中心业务的补充，公司也布局了院外 ICL 独立第三方实验室检测业务，以满足部分客户特检项目需求。公司已经分别于上海和黑龙江建成 2 家 ICL 独立第三方实验室。其一是 2017 年建立的上海中科润达医学检验实验室，系中国科学院、巨星医疗和润达医疗共同建立的罗氏示范实验室。该实验室已经与虹口区医院实现了结果互认，在 2019 年实现营收 4300 万元，同比增长 115%。2020 年已经实现盈利。其二是黑龙江龙卫精准医学检验中心，是润达医疗与迈瑞医疗和黑龙江省

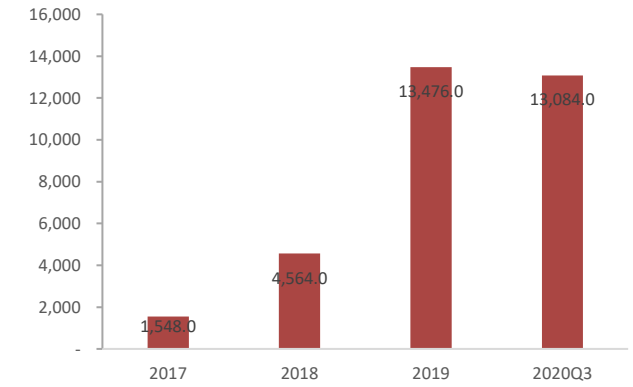
区域检验中心共建的示范实验室，覆盖了当地高端分子检验业务。预计黑龙江龙卫于 2021 年开始实现盈利。

表 14：公司建成 ICL 独立第三方实验室

实验室名称	建立日期	检验项目	合作单位	实验室特点
上海中科润达医学检验实验室	2017.9.26	可开展特检、病理、综合检验等 2000 余项检测项目	中科润达、罗氏、巨星医疗	罗氏示范实验室，上海虹口地区结果互认
黑龙江龙卫精准医学检验中心	2016.5.12	1000 余项	迈瑞医疗、黑龙江省卫健委	黑龙江省级区域检验中心、覆盖高分子诊断业务、迈瑞医疗示范实验室

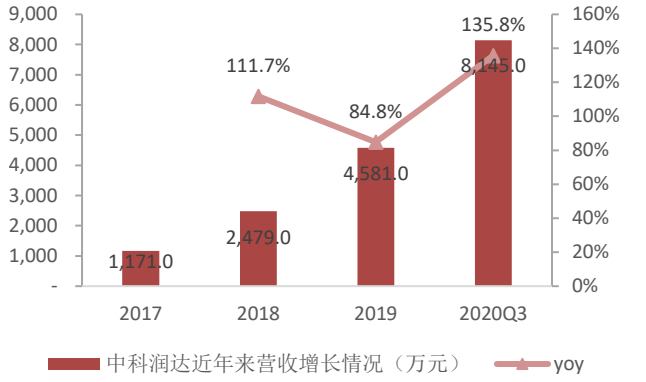
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 37：ICL 独立第三方实验室近年来营业收入（万元）



数据来源：公司官方宣传资料，西南证券整理

图 38：中科润达近年来营业收入增长情况



数据来源：公司官方宣传资料，西南证券整理

实验室综合服务业务全国领先，为基层医院提供完整解决方案。1）公司拥有完善的病理产品供应链，满足病理日常工作需求，集中采购统一物流配送，增效降本。利用润达医疗在病理行业的优势，帮助医院快速开展新技术、新项目，提供针对性、个性化的增值服务。2）公司拥有丰富的病理专家及临床专家资源库、病理云计算网络和病理数字化远程会诊中心资源，完善病理质控体系，将有效提升医院的病理技术与质量管理水平，使医院的病理科、区域病理诊断中心逐步发展成为具有病理诊断服务一体化功能的数字病理诊断中心。

图 39：公司病理中心建设模式



数据来源：公司官网，西南证券整理

新冠疫情增加 PCR 检测需求。国家卫健委提出，全国三级综合医院均应当建立符合生物安全二级以上标准的临床检验试验室，以具备独立的新冠病毒样本检测能力。同时鼓励各级疾控中心和有条件的专科医院、二级医院、独立医学检验机构加强实验室建设和生物安全等级，提高检测能力。按照卫健委要求，预计有 905 家医疗机构有新增实验室的需求，按照当前 PCR 实验室 200 万元的建设成本估算，新增建设投入约 18 亿元，投入使用后，可带动试剂采购收入累计 40.7 亿元。

公司 PCR 实验室服务能力通过疫情检验。新冠疫情期间，公司捐赠火神山雷神山医院设备进入使用，同时还为多所"方舱医院"和全国各级医院提供医疗设备支持。公司提供了包括的生化免疫流水线、血球流水线、PCR 仪在内的多种医疗设备，协助各级医疗机构建立了完备的检测机构，通过了疫情考验。2020 年 3 月，公司与中国科学院共同建立的中科润达实验室被上海市虹口区疾控中心用于进行新冠肺炎检测，在 14 天内检验入境人员 1 万余人次，日检测量最高达 5000 人次。第三方 PCR 实验室检验能力通过疫情考验。

图 40：公司为湖北地区医院捐赠物资



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 41：公司协助雷神山医院搭建检测设备



数据来源：公司官网，西南证券整理

3 差异化布局 IVD 产品，充分实现自产自销

公司研发实力和自主创新能力较强。公司根据市场情况布局差异化的自主品牌产品，覆盖的自产检测产品覆盖生化、糖化、质控、化学发光等领域，用于满足不同类型客户对于产品选择的需求。自主研发的糖化血红蛋白分析仪及配套试剂等产品，于 2011 年成功投放市场。经过多年的市场开拓，逐渐确立了该产品在国内的领先地位。此外，在化学发光免疫产品方面，2018 年实现了自主研发的化学发光检测系统的上市。

表 15：公司自研产品战略分布

自研产品分类	公司代表产品	产品特点	产品图示
生化	糖代谢检测、心肌/心血管检测、特定蛋白检测、肾脏功能检测、肝脏功能检测、血脂/脂蛋白检测	专业团队提供售后保障、举办学术会议交流技术、提供增值培训服务	
糖化	高通量全自动 MQ6000 糖化血红蛋白仪、全自动 MQ2000PT 糖化血红蛋白仪	通过 NGSP 及 IFCC 认证，检验权威；采用进口原料，结果准确；器件精密，结果可靠	

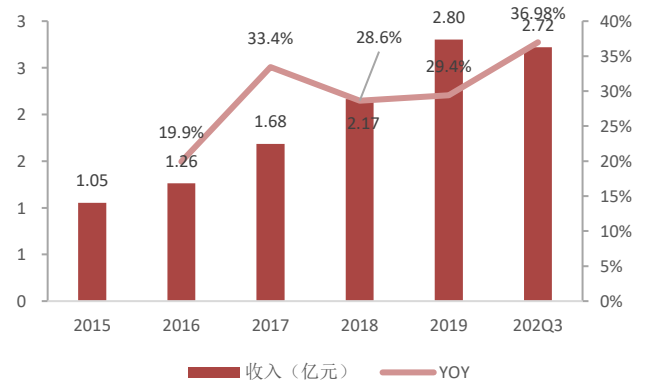
自研产品分类	公司代表产品	产品特点	产品图示
POCT	锐普 100 ®荧光免疫分析系统、锐普 200 ®荧光免疫分析系统	多通道模块化组合，检验快速；智能修正误差，检测精密；锐普比率计算，检测准确	
化学发光系统	全自动化学发光仪	采用酶促反应技术，快速稳定；可同时检测 36 个项目，集约简便；实时监控优化，智能便捷	
分子生物诊断	肿瘤精准基因检测试剂盒、药物代谢基因检测试剂盒、循环肿瘤细胞检测试剂盒、特异性细胞免疫反应检测试剂盒、核酸提取试剂盒	专利检测技术，灵敏度高；无需分装，操作便捷；多种抗体组合，实时监控疗效	

数据来源：公司公告，西南证券整理

把握进口替代的政策红利，抢占红海市场。对于国产品牌市场竞争较为激烈的生化试剂、化学发光分析系统等产品，公司通过差异化的产品策略和市场推广政策，以及公司的渠道平台优势，力图在国产品牌的红海中争取更大的市场份额，精准把握进口替代的政策红利。同时，公司也积极加强与国际知名 IVD 生产厂商在研发生产领域合作，2019 年 10 月公司与 OCD 签署了战略合作协议，双方就相关检测仪器的临床性能验证研发工作达成战略合作。通过与国际知名的 IVD 生产厂商的战略合作，可进一步提升公司相关产品的技术及性能。

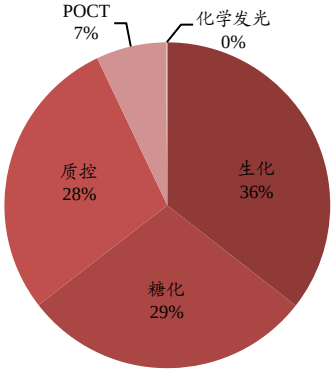
依托院内第三方实验室检测服务商优势实现自产自销。响应国产替代政策，叠加润达自身的销售渠道平台，达成部分产品的“研发/生产/流通/服务”全产业链以实现高速增长。在国内自主品牌中处在市场领先地位的糖化血红蛋白分析系统及第三方实验室质量控制产品方面，加大高端产品市场推广力度、全面提升公司院内实验室综合服务体系对自主品牌产品的带动效应等措施，进一步提高市场占有率和美誉度，巩固市场领先地位。2017-2019 年润达自产产品年收入复合增速持续保持在 29%，2019 年达到 2.8 亿元。

图 42：润达医疗自产产品收入规模



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 43：2018 年润达医疗自产产品占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司自研试剂借道放量。公司于 2020 年 2 月 6 日发布了全资子公司润达榕嘉与北京纳捷诊断共同研发生产的新型冠状病毒 SARS-2019-nCoV 核酸检测试剂盒（荧光 PCR 法），其采取了创新的 RT-PCR“一步法”解决方案，将检测时间从传统方法的 3 小时缩短至 100

分钟，且保证了较高的灵敏度。公司产品已通过欧盟 CE 认证、中国药监局 NMPA 认证，并中标北京市 6 月新冠试剂盒联合集采。公司依托其强大的 IVD 服务能力，自研试剂盒凭借自身实验室的优势借道放量。

4 盈利预测与估值

核心假设：

1）公司传统代理业务将会保持当前市场规模，2020-2022 年试剂和耗材方面收入分别为 0%/15%/13%的增长。

2）随着公司集约化区域检测中心服务不断推广，以及实验室综合服务受政策支持，传统代理服务保持稳定，预计公司 2020-2022 年集约/区检中心收入的增速将维持在 5%/30%/30%。

3）ICL 独立第三方实验室业务预计公司 2020-2022 年板块收入增速分别为 54%/50%/50%。

4）IVD 产品生产 2020-2022 年板块销量增速将维持在 15%/40%/30%。

5）2020 年医疗信息化业务子公司瑞美完全并表，预计 2020 年收入增速为 325%，软件开发和服务预计为公司在 2021-2022 年保持稳定增长，分别带来 30%/30%的业绩增长。

表 16：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
总收入	收入	7052.0	7342.3	8928.2	10772.7
	增速	18.2%	4%	22%	21%
	毛利率	27.1%	27.3%	28.3%	28.7%
商业					
经销代理业务	收入	4573.1	4573.1	5259.1	5942.8
	增速	16.0%	0%	15%	13%
	毛利率	25.4%	24.0%	25.0%	25.0%
院内实验室综合服务					
集约化业务及区域检验中心业务	收入	2063.0	2166.2	2816.0	3660.8
	增速	21.2%	5%	30%	30%
	毛利率	25.4%	26.0%	26.0%	26.5%
ICL 第三方实验室业务	收入	130.0	200.0	300.0	450.0
	增速	115.0%	54%	50%	50%
	毛利率	25.4%	30.0%	30.0%	30.0%
工业					
IVD 产品研发生产业务	收入	254.1	292.3	409.2	531.9
	增速	17.4%	15%	40%	30%
	毛利率	68.6%	68%	68.0%	68.0%

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
医疗信息化业务	收入	26.1	110.8	144.0	187.2
	增速	0.0%	325%	30%	30%
	毛利率	76.5%	75%	75.0%	75.0%

数据来源：Wind，西南证券

我们预计公司 2020-2022 年的营业收入分别为 73.4 亿元、89.3 亿元和 107.7 亿元，归母净利润分别为 3.2 亿元、4.2 亿元和 5.4 亿元。参考可比公司的平均估值水平，给予公司 2021 年 23 倍估值，对应目标价 16.56 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 17：可比公司估值情况

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
603882.SH	金域医学	121.98	0.88	3	2.7	2.86	58.29	40.63	45.14	42.62
300244.SZ	迪安诊断	33.02	0.56	1.36	1.6	1.62	39.54	24.29	20.68	20.44
600511.SH	国药股份	33.20	2.13	1.83	2.37	2.68	12.84	26.91	14.03	12.36
600998.SH	九州通	17.85	0.92	1.60	1.54	1.89	15.39	11.14	11.55	9.46
平均值							31.52	25.74	22.85	21.22

数据来源：Wind（预测时间为 2021 年 3 月 24 日），西南证券整理

5 风险提示

1）政策推进变化风险；

2）研发不及预期风险。

附表：

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	7051.95	7342.30	8928.25	10772.68
营业成本	5136.60	5339.75	6405.10	7679.78
营业税金及附加	27.14	30.15	36.46	43.65
销售费用	601.18	686.51	892.83	1055.72
管理费用	356.40	440.54	535.70	646.36
财务费用	231.01	70.85	89.28	107.73
资产减值损失	-48.50	60.00	60.00	60.00
投资收益	131.12	0.00	20.00	20.00
公允价值变动损益	-11.18	4.00	-5.02	-3.04
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	676.84	718.51	923.87	1196.39
其他非经营损益	8.86	-3.00	3.80	2.38
利润总额	685.69	715.51	927.68	1198.77
所得税	174.59	187.69	239.77	312.15
净利润	511.10	527.82	687.90	886.62
少数股东损益	201.59	208.19	271.33	349.71
归属母公司股东净利润	309.51	319.64	416.58	536.92

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	511.10	527.82	687.90	886.62
折旧与摊销	255.45	159.58	161.44	162.67
财务费用	231.01	70.85	89.28	107.73
资产减值损失	-48.50	60.00	60.00	60.00
经营营运资本变动	-224.95	52.11	-458.17	-583.17
其他	-477.42	-64.66	-74.85	-76.92
经营活动现金流净额	246.68	805.70	465.61	556.93
资本支出	-83.36	-10.00	-10.00	-10.00
其他	-197.46	15.60	14.98	16.96
投资活动现金流净额	-280.82	5.60	4.98	6.96
短期借款	771.65	-158.12	-155.53	-184.17
长期借款	-123.50	0.00	0.00	0.00
股权融资	-52.63	0.00	0.00	0.00
支付股利	-55.06	-65.05	-67.18	-87.55
其他	-281.99	-698.15	-89.28	-107.73
筹资活动现金流净额	258.47	-921.32	-311.99	-379.45
现金流量净额	224.39	-110.02	158.59	184.44

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	844.25	734.23	892.83	1077.27
应收和预付款项	3182.70	3327.57	4028.90	4858.91
存货	1177.24	1224.64	1469.57	1762.75
其他流动资产	432.73	152.58	159.62	167.80
长期股权投资	506.08	506.08	506.08	506.08
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	888.47	750.96	611.58	470.98
无形资产和开发支出	1771.06	1769.24	1767.42	1765.59
其他非流动资产	230.31	220.07	209.83	199.58
资产总计	9032.85	8685.37	9645.82	10808.96
短期借款	2317.41	2159.29	2003.76	1819.59
应付和预收款项	1323.73	1261.51	1560.73	1874.41
长期借款	128.90	128.90	128.90	128.90
其他负债	1746.42	1156.02	1352.06	1586.62
负债合计	5516.46	4705.72	5045.45	5409.52
股本	579.53	579.53	579.53	579.53
资本公积	971.57	971.57	971.57	971.57
留存收益	1207.78	1462.37	1811.76	2261.12
归属母公司股东权益	2758.40	3013.47	3362.87	3812.23
少数股东权益	757.99	966.18	1237.50	1587.21
股东权益合计	3516.39	3979.65	4600.37	5399.44
负债和股东权益合计	9032.85	8685.37	9645.82	10808.96

财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
销售收入增长率	18.24%	4.12%	21.60%	20.66%
营业利润增长率	17.15%	6.16%	28.58%	29.50%
净利润增长率	18.30%	3.27%	30.33%	28.89%
EBITDA 增长率	17.75%	-18.43%	23.78%	24.88%
获利能力				
毛利率	27.16%	27.27%	28.26%	28.71%
三费率	16.85%	16.32%	17.00%	16.80%
净利率	7.25%	7.19%	7.70%	8.23%
ROE	14.53%	13.26%	14.95%	16.42%
ROA	5.66%	6.08%	7.13%	8.20%
ROIC	12.47%	10.39%	13.04%	15.28%
EBITDA/销售收入	16.50%	12.92%	13.16%	13.62%
营运能力				
总资产周转率	0.85	0.83	0.97	1.05
固定资产周转率	8.15	9.16	13.27	20.11
应收账款周转率	2.71	2.55	2.73	2.73
存货周转率	4.40	4.43	4.74	4.74
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.22%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	61.07%	54.18%	52.31%	50.05%
带息债务/总负债	44.35%	48.63%	42.27%	36.02%
流动比率	1.08	1.24	1.38	1.54
速动比率	0.86	0.96	1.07	1.20
股利支付率	17.79%	20.35%	16.13%	16.31%

业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
EBITDA	1163.29	948.95	1174.60	1466.79
PE	21.23	20.56	15.78	12.24
PB	1.87	1.65	1.43	1.22
PS	0.93	0.90	0.74	0.61
EV/EBITDA	7.35	8.30	6.44	4.91
股息率	0.84%	0.99%	1.02%	1.33%

每股指标				
每股收益	0.53	0.55	0.72	0.93
每股净资产	6.07	6.87	7.94	9.32
每股经营现金	0.43	1.39	0.80	0.96
每股股利	0.10	0.11	0.12	0.15

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间 卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn