

迪安诊断 (300244.SZ)
“服务+产品”共振，打造特检、自产第二增长曲线

2023年04月12日

——公司首次覆盖报告
投资评级：买入（首次）
蔡明子（分析师）
古意涵（分析师）

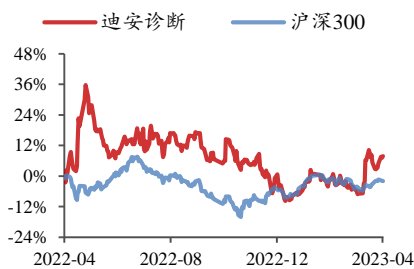
caimingzi@kysec.cn

guyihan@kysec.cn

证书编号：S0790520070001

证书编号：S0790523020001

日期	2023/4/12
当前股价(元)	29.35
一年最高最低(元)	38.66/24.08
总市值(亿元)	183.99
流通市值(亿元)	147.63
总股本(亿股)	6.27
流通股本(亿股)	5.03
近3个月换手率(%)	86.64

股价走势图


数据来源：聚源

● 特检、自产产品业务有望快速增长，首次覆盖，给予“买入”评级

迪安诊断积累多年形成“服务+产品”诊疗一体化业务布局，开创特检新发展模式，通过精准中心实现和三甲医院深度合作，渠道产品业务打下合作基础，自产产品业务结合临床需求加速开发产品，且降本增效，“服务+产品”的业务协同性凸显，我们预计 2022-2024 年公司收入分别为 199.65/149.42/172.61 亿元，归母净利润分别为 13.86/11.69/14.18 亿元，对应 EPS 分别为 2.21/1.87/2.26 元/股，当前股价对应 PE 分别为 13.3/15.7/13.0 倍，预计公司 2022-2024 年估值低于可比公司平均水平，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 精准中心加速拓展，“服务+产品”的业务协同性凸显

三级医院为检验市场绝对主力军，由于其自身已具备规模效应，普检并非其检验外包需求，特检由于样本量少，且部分不在医保支付范围内，成为三级医院主要合作业务。迪安诊断将自身“产品+服务”进行创新融合，提供平台建设、运营服务、科研转化等实验室整体解决方案，在渠道助力下，截至 2022 年 6 月底已和 38 家三甲医院共建精准中心，目标 2024 年合作数量达到 70 家，该业务模式促进公司特检、自产产品业务快速增长。公司自产产品业务能够结合临床需求加速开发产品，同时实现降本增效，“服务+产品”的业务协同性凸显。

● 成本费用管控能力强，应收账款不能回收风险、商誉减值风险皆可控

公司拥有优质成本费用管控能力，目前公司加大浙江省外区域业务扩展，浙江省检测价格在全国处于低水平，省外扩张有利于公司提升诊断检测业务盈利能力。截至 2022 年 6 月公司 70%应收账款为 1-6 个月账期，2022Q3 公司通过销售商品、提供劳务收到现金 50.64 亿，高于 Q3 营业收入体量，现金流好转，且公司业务集中在经济较好的华东地区，我们认为应收账款不能回收风险低，同时，公司 2022 年对部分子公司预计计提商誉减值准备约 5.5 亿元，根据商誉减值测试预计，后续投资公司业绩不及预期可能性较小，商誉减值风险可控。

● 风险提示：IVD 集采下检测项目价格下降；精准中心开拓速度不及预期。
财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	10,649	13,083	19,965	14,942	17,261
YOY(%)	26.0	22.9	52.6	-25.2	15.5
归母净利润(百万元)	803	1,163	1,386	1,169	1,418
YOY(%)	131.2	44.8	19.2	-15.7	21.3
毛利率(%)	38.2	38.3	37.7	33.7	34.3
净利率(%)	7.5	8.9	6.9	7.8	8.2
ROE(%)	17.7	19.8	18.6	13.2	13.9
EPS(摊薄/元)	1.28	1.85	2.21	1.87	2.26
P/E(倍)	22.9	15.8	13.3	15.7	13.0
P/B(倍)	3.9	3.1	2.6	2.2	1.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 渠道起家，转型“服务+产品”整体化解决方案业务布局.....	4
2、“服务+产品”开创特检新发展模式，特检、自产产品有望保持高速增长.....	6
2.1、 行业格局：医保控费下 ICL 渗透率有望加速提升，特检业务发展潜力更大.....	6
2.2、“产品+服务”开创特检独有发展模式，业务协同性显著增强.....	8
3、 IVD 集采下凭借规模效应及优秀营运能力预计整体影响平缓，自身应收账款和商誉减值风险可控.....	17
3.1、 IVD 集采下凭借规模效应及优秀成本费用管控能力预计整体影响平缓.....	17
3.2、 应收账款不能回收风险、商誉减值风险可控.....	19
4、 盈利预测与投资建议.....	22
4.1、 收入与利润拆分.....	22
4.2、 盈利预测与投资建议.....	23
5、 风险提示.....	24
附：财务预测摘要.....	25

图表目录

图 1： 迪安诊断积累多年形成“服务+产品”诊疗一体化业务布局.....	4
图 2： 迪安诊断形成独特“一体两翼”发展模式.....	4
图 3： 实控人股权集中（截至 2022 年 12 月 6 日）.....	5
图 4： 预计 2020-2024 年特检市场规模 CAGR 明显高于普检市场规模 CAGR（市场规模单位：亿元）.....	7
图 5： 金域医学特检收入增速持续高于普检收入增速（收入单位：亿元）.....	7
图 6： 特检项目毛利率更高.....	8
图 7： 精准医学中心提供平台建设、运营服务、科研转化等实验室整体解决方案.....	9
图 8： 精准医学中心整体解决方案的多组学技术平台能够实现相互协同.....	9
图 9： 迪安诊断渠道、产品、服务业务协同性强.....	10
图 10： 2018 年起公司研究成果加速落地.....	11
图 11： 迪安生物、凯莱谱、迪谱诊断皆通过自身技术平台及产品打造整体解决方案.....	12
图 12： 医策科技深度集成人工智能诊断产品.....	13
图 13： 邵逸夫医院头颈外科主治医师陆晓筱在 CSCO 发表甲状腺癌检测相关学术成果.....	14
图 14： 公司精准中心数量加速增加.....	15
图 15： 公司特检、自产产品收入占比持续提升.....	16
图 16： 2020-2021 年特检、自产产品收入保持较高增速.....	16
图 17： 迪安诊断的试剂、直接人工占收入比和金域医学基本一致.....	17
图 18： 浙江、广州的临床检验和血液学检查价格基本一致，广州的体液与分泌物检查、凝血检查价格高于浙江.....	18
图 19： 临床化学检查中，广州的蛋白质、血脂及脂蛋白测定普遍高于浙江，浙江的糖及其代谢物、无机元素测定普遍高于广州.....	18
图 20： 广州的临床免疫学、临床分子生物学及细胞遗传学检验价格普遍高于浙江.....	19
图 21： 2022Q3 公司通过销售商品、提供劳务收到的现金高于营业收入.....	19
图 22： 2022 年 6 月 73%的应收账款账期为 1-6 个月.....	20
图 23： 公司营业收入集中在经济较好的华东地区.....	20
表 1： 公司持续开展员工激励相关计划.....	5
表 2： 常规检验应用较广，特殊检验要求较高.....	6
表 3： 公司快速推进三甲医院精准中心合作（不完全统计）.....	9

表 4: 邵逸夫医院在甲状腺癌诊断领域持续发表研究成果.....	13
表 5: 邵逸夫医院和迪安诊断共同开发了甲状腺癌基因检测系列产品.....	14
表 6: 迪安诊断持续参与和开展甲状腺癌精准诊断相关会议, 并在重磅会议介绍迪佳安系列产品.....	15
表 7: 迪安诊断 ICL 业务毛利率更高.....	16
表 8: 预计 2022 年末商誉减少 5.5 亿元至 7.3 亿元.....	20
表 9: 公司商誉集中于渠道业务板块.....	20
表 10: 公司对服务业和商业投资公司收入预测增速较稳健, 预计达成目标的难度不大.....	21
表 11: 迪安诊断收入和利润拆分.....	22
表 12: 迪安诊断可比公司估值情况 (截至 2023 年 4 月 12 日).....	24

1、渠道起家，转型“服务+产品”整体化解决方案业务布局

迪安诊断创立于1996年，1999年与罗氏诊断形成战略合作，以销售检测产品业务起家，公司于2004年在杭州成立第一家ICL实验室，由此实现“服务+产品”的业务转型，2007年成立第二家ICL实验室南京迪安，自此开启诊断服务的全国连锁化布局。2008-2017年为快速扩张期，渠道通过收购完成了优质资源整合，同时公司也和梅里埃、欧盟医学诊断等上游优质产品公司合作形成丰富检测产品储备，ICL实验室在2017年完成全国布局，共拥有38家ICL实验室。2017年起，公司加大力度打造自产产品板块，除了2014年设立迪安生物布局分子诊断外，2017-2018年分别设立了凯莱谱、迪谱诊断，布局质谱相关业务。基于此，公司自2020年已经形成了“服务+产品”的“一体两翼”发展模式，能够从预防、筛查、诊断、治疗、监测、研究等方面，提供检测服务、产品供应和增值服务。

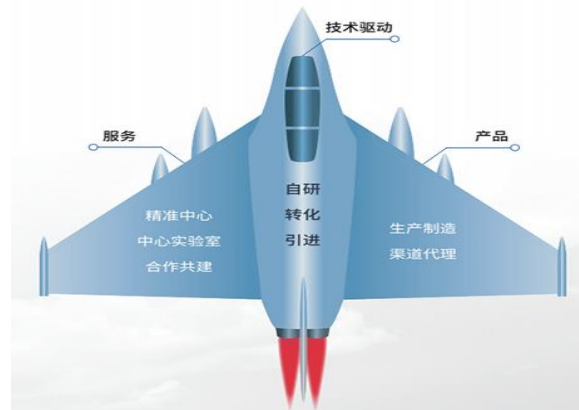
图1：迪安诊断积累多年形成“服务+产品”诊疗一体化业务布局



资料来源：Wind、公司公告、公司官网、开源证券研究所

注：右侧坐标轴对应总市值

图2：迪安诊断形成独特“一体两翼”发展模式

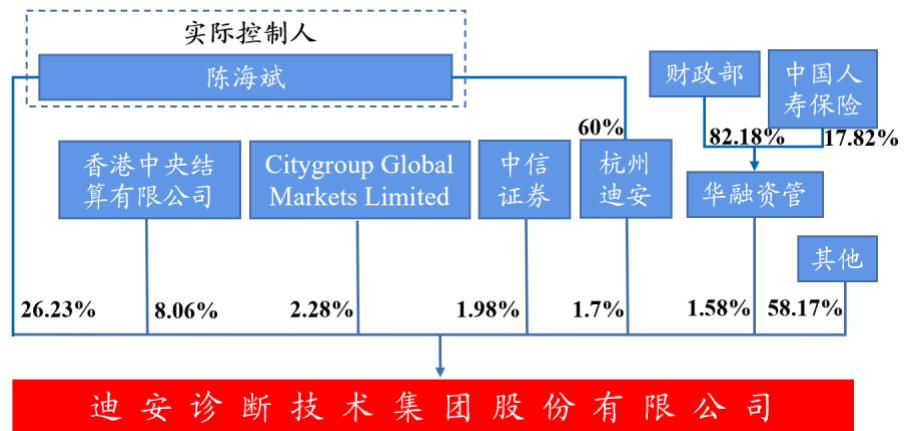


资料来源：公司官网

公司股权集中，总经理拥有资深行业背景及丰富管理经验。实控人陈海斌先生 2001 年创立迪安诊断，一直担任董事长，截至 2022 年 12 月 6 日直接+间接持有公司 27.25% 股份。总经理黄柏兴先生在医学检验领域深耕多年，于 1981 年 5 月至 1985 年 4 月任新加坡美国医院公司检验科主任，2006 年任罗氏诊断中国区总经理，任职 13 年间，开创了罗氏诊断中国市场增长率超 140 倍增长的局面，且年平均增长率稳步维持在 25% 以上，黄柏兴先生于 2019 年进入迪安诊断，基于罗氏诊断和迪安诊断多年的合作，黄柏兴先生对迪安诊断十分熟悉，其资深的专业背景和丰富的管理经验助力迪安诊断持续打造“医学诊断整体化服务提供商”。

公司高管团队成员拥有丰富从业经历，从技术、产品、市场、管理等各个方面助力公司发展：副总经理姜悦女士拥有深度技术背景，于 1988 年至 2014 年 9 月先后任中山大学附属第一医院肾病实验室主任、肾内科副主任、检验医学部主任、检验系主任，2010 年加入迪安诊断；副总经理郭三汇先生拥有丰富市场经验，于 2000 年 10 月-2011 年 11 月任杭州迪安医学检验中心有限公司大区经理、总经理等职，于 2011 年 12 月-2014 年 8 月任南京迪安医学检验所有限公司总经理；副总经理沈立军先生拥有丰富管理背景，曾任中粮可口可乐饮料（新疆）有限公司总经理、贝因美婴童食品股份有限公司副总经理等职位，2017 年加入迪安诊断。副总经理王彦肖女士具备丰富证券市场经验，曾任中信证券股份有限公司投资银行委员会高级经理、副总裁、高级副总裁。

图3：实控人股权集中（截至 2022 年 12 月 6 日）



资料来源：Wind、开源证券研究所

在员工激励方面，公司分别于 2015、2017、2021 年开展员工持股计划，目前第一期、第二期员工持股计划已终止，第一期火车头员工持股计划于 2022 年 1 月完成股票购买，成交均价 29.4 元/股，锁 24 个月。公司在 2020 年开展股票激励计划，以 24.85 元/股授予 1510 万股，其中董事及高管 9 人（授予股数占比 24.16%），中层 133 人（35.81%），核心技术（业务）人员 405 人（26.72%），业绩考核目标已完成。

表1：公司持续开展员工激励相关计划

时间	相关计划	认购/授予股数（万股）	认购/授予价格
2015 年 1 月	2015 年度员工持股计划（草案）	390	29.68
2017 年 6 月	第二期员工持股计划（草案）	505	26.78

时间	相关计划	认购/授予股数 (万股)	认购/授予价格
2021 年 12 月	第一期火车头员工持股计划	71	29.40
2020 年 8 月	2020 年限制性股票激励计划(草案)	1510	24.85

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、“服务+产品”开创特检新发展模式，特检、自产产品有望保持高速增长

2.1、行业格局：医保控费下 ICL 渗透率有望加速提升，特检业务发展潜力更大

在医保控费的大环境下，ICL 显示出较强成本节约能力，促进医院加大检测外包需求。根据国家卫健委卫生发展研究中心测算，2016-2020 年 ICL 节省的检测成本分别为 104、137、176、221、274 亿元。目前我国陆续铺开 DRG 分组医保支付方式，加大医保控费力度、提高医保基金使用效率，ICL 凭借其较强的成本节约能力有望促进医院进一步加大检测外包需求。

检验技术按临床应用频率及应用范围划分，可分为常规检验和高端检验（也称“特殊检验”）两类。常规检验应用范围较广，无论在大型三甲医院还是基层医疗机构均有广泛的应用；特殊检验更偏重于个性化设计，多需要结合多种检验技术手段，对检验设备、试剂和检验人员的经验、操作技术水平都提出了较高的要求。在医学检验技术发展较为成熟的美国市场，常规检验项目的竞争已经非常激烈，因此特殊检验项目的增长已成为成熟医学检验市场发展的驱动力之一。¹

表2：常规检验应用较广，特殊检验要求较高

技术分类	常规检验	特殊检验
特征	技术发展成熟、应用广泛、部分检验项目已实现自动化；利润下降、竞争较为激烈	技术水平要求高、检验方法复杂、对检验人员/病理医生的技术和经验要求较高；利润水平较高
技术平台	生化、免疫、微生物、传统 PCR	质谱、基因组学、病理诊断
应用领域	测定糖类、脂类、蛋白和非蛋白胺类、无机元素类、肝功能、肾功能等	传染病、性病、肿瘤、遗传病（如孕检）、药物检测、疾病诊断
主要客户	基层医疗机构、三甲医院	三甲医院、科研机构、个性化人群

资料来源：金城医学招股说明书、《ABC 第三方医学检验公司竞争力提升对策研究-曹鹏》、开源证券研究所

LDT 政策促进医疗机构创新临床试验，院内特检需求扩大：

2021 年 3 月，国务院发布了《医疗器械监督管理条例》，第五十三条提到“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”。该条例在法律法规层面首次赋予 LDT（Laboratory Developed Test）模式的合法身份，鼓励创新临床试验。

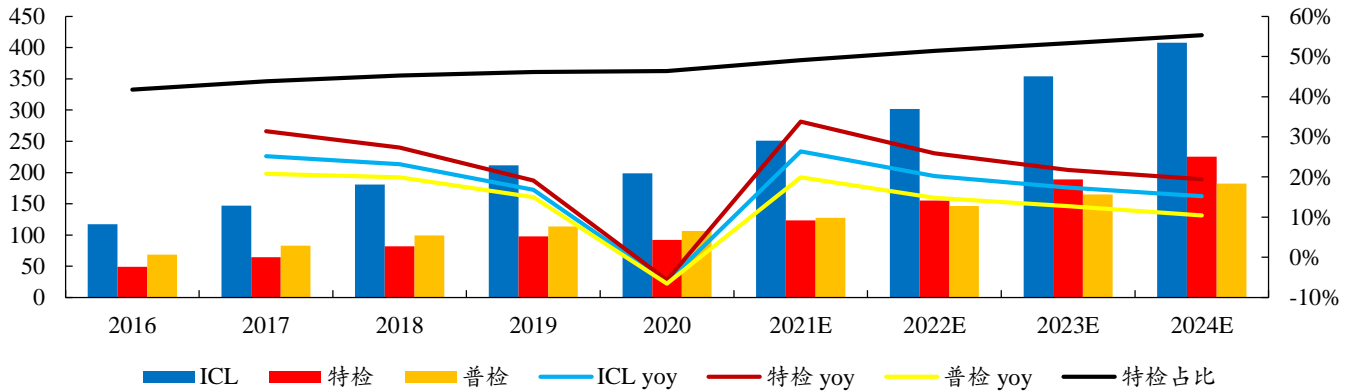
2021 年 4 月，广州市人民政府办公厅印发《广州市战略性新兴产业发展“十四五”规划》，针对医学检测提出“积极支持实验室自建检测方法（LDT）试点，有条件允许 LDT 项目服务于临床推广”，同时还提出“鼓励医检业务外包，将第三方医学检验作为公立医疗机构的补充”。除广州外，上海、杭州等城市皆鼓励 LDT 模

¹ 《金城医学招股说明书》

式开展，以上一二线城市的探索将为全国推广提供借鉴意义，助力 LDT 模式开展。

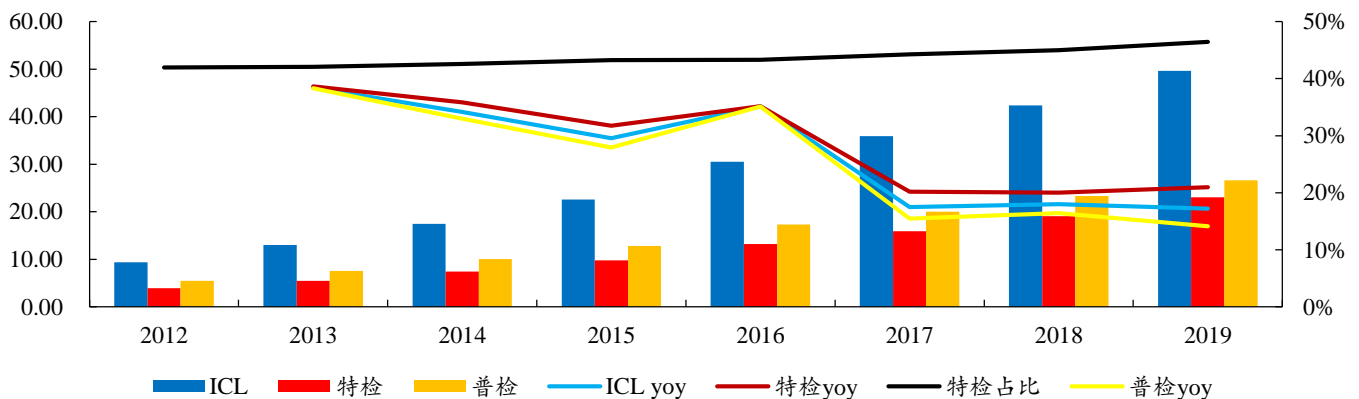
根据艾迪康聆讯资料，2016-2020 年特检市场规模 CAGR 为 17.09%，普检市场规模 CAGR 为 11.68%，预计 2020-2024 年特检市场规模 CAGR 为 25.11%，普检市场规模 CAGR 为 14.42%。

图4：预计 2020-2024 年特检市场规模 CAGR 明显高于普检市场规模 CAGR（市场规模单位：亿元）



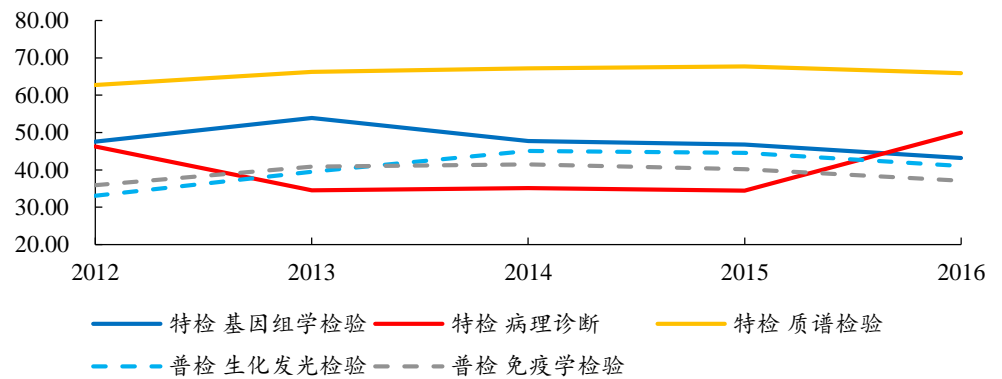
数据来源：艾迪康聆讯资料、开源证券研究所

图5：金域医学特检收入增速持续高于普检收入增速（收入单位：亿元）



数据来源：金域医学公司公告、金域医学公众号、开源证券研究所

特检单项价格更高，毛利率更高。由于特检更偏重于个性化设计，检验要求更高，其单项检验价格更高，且根据金域医学招股说明书，特检中的质谱检验毛利率最高，基因组学检验次之，病理诊断毛利率虽在 2013-2015 年低于普检项目，但 2016 年快速提升超过普检毛利率水平。

图6：特检项目毛利率更高


数据来源：Wind、开源证券研究所

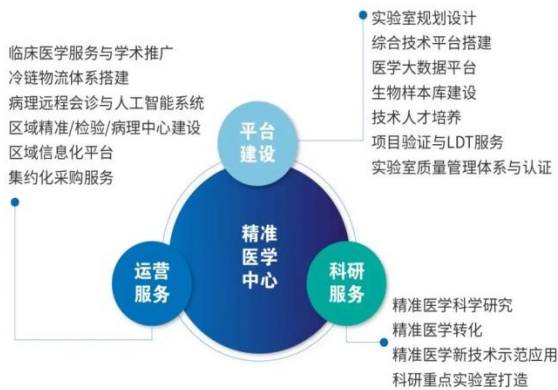
注：以上所指生化发光检验是基于生物化学技术和化学发光技术进行的检验业务，由于在金城医学实验室检测工作中，生物化学和化学发光检测位于同一套流水线自动化检测系统中，所以合并统计

2.2、“产品+服务”开创特检独有发展模式，业务协同性显著增强

从国内医院检查收入分布来看，三级医院占比最高，2021年占一、二、三级公立医院合计检查收入比高达77.2%，是检验市场绝对主力军，但目前ICL的合作医院主要为二级医院，三级医院较难拓展，主要原因包括：（1）三级医院单家医院平均检查收入高，自身已形成较强规模效应，ICL的成本节约能力并不明显，根据国家卫生统计年鉴数据，2021年单家三级医院门急诊和住院检查收入平均值为1.14亿元，和目前较成熟的单家ICL实验室体量相当；（2）检验外包后，检查收入不能通过医保支付。由此，目前三级医院就检验业务对外合作的主要为不在医保支付范围内的检验项目、样本量少不具备规模效应的检验项目。

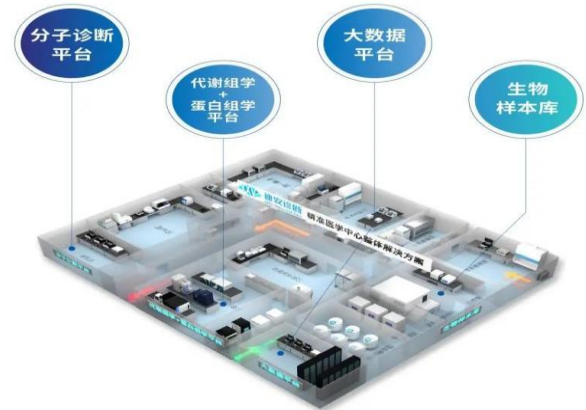
从其他ICL开展特检业务的模式来看，基本是就其优势检测学科进行项目合作，迪安诊断的发展模式则更为独特，迪安诊断将自身“产品+服务”进行创新融合，根据医院需求，创立精准医学中心整体解决方案。该方案以基因组学、代谢组学、蛋白组学等多组学技术平台力量为支撑，结合生物样本库、医学大数据平台资源优势，提供平台建设、运营服务、科研转化等实验室整体解决方案，有效提升医院精准诊断技术，助力精准医学在临床及科研上的应用。从业务进展来看，截至2022年6月底，公司共建设38家精准中心，该模式快速推进。

图7: 精准医学中心提供平台建设、运营服务、科研转化等实验室整体解决方案



资料来源: 公司公众号

图8: 精准医学中心整体解决方案的多组学技术平台能够实现相互协同



资料来源: 公司公众号

表3: 公司快速推进三甲医院精准中心合作 (不完全统计)

合作时间	合作医院	合作项目
2016 12月	浙江大学医学院附属邵逸夫医院	中心下设肿瘤精准诊疗、国际病理、遗传咨询三大中心, 双方在国际远程病理会诊、全国病理医生培训、三级病理远程诊断、肿瘤精准诊疗、遗传咨询、科研与技术转化、生物样本库建设等多方面开展深入合作
3月	台州恩泽医疗中心	配置了高通量测序仪、串联质谱仪、3D 数字 PCR 仪等高端仪器设备, 重点提供遗传咨询、单基因遗传病诊断、个体化用药检测等服务, 是台州首家开展遗传病咨询服务的机构
6月	金华市中心医院	针对生殖遗传、肿瘤、心血管疾病三大领域, 提供新生儿遗传代谢病整体解决方案、出生缺陷防控整体解决方案、遗传疾病基因诊断方案、肿瘤易感基因及伴随诊断、心血管及其他遗传病早期诊断与干预等服务
2017 8月	义乌市中心医院	建设高通量分子检测平台和质谱检测平台, 开展肿瘤伴随诊断、遗传性肿瘤、生殖遗传、心血管疾病精准诊疗、药物浓度检测、健康管理等精准诊断等相关基因检测项目, 为临床者提供分子诊断和质谱检测的全面解决方案, 并为临床研究提供技术支撑
12月	泰达国际心血管病医院	合作共建心血管病精准诊断中心, 为医院各临床科室提供分子诊断的全面解决方案, 并为多中心临床研究提供技术支撑
	宣城市人民医院	共建区域检验中心、病理中心、冷链物流中心、体检中心等
3月	汉中市中心医院	二代测序、质谱检测平台深入开展合作, 项目覆盖肿瘤、产前筛查、新生儿遗传缺陷等多方面检测项目
2018 9月	丽水市人民医院	围绕肿瘤个体化诊断治疗、遗传病筛查与防控、出生缺陷防控、遗传咨询等领域进行建设, 并为医院各临床科室提供分子诊断的全面解决方案, 为临床研究提供技术支撑
10月	浙江省立同德医院	开展更多的二代测序和质谱检测项目, 搭建质谱检测平台、分子诊断平台
6月	嘉兴市第一医院	围绕肿瘤、常见遗传病、罕见病、药物基因组及高端体检等临床应用, 重点打造分子遗传及高通量测序平台、质谱技术平台。
7月	杭州师范大学、杭州师范大学附属医院	开展消化道疾病、心血管疾病、肿瘤及重大疾病、抗衰老、代谢综合征等疾病的精准治疗
2020 8月	浙江萧山医院	以临床质谱研究与应用实验室、分子生物学实验室以及产前筛查与产前诊断实验室为平台, 建立慢病、肿瘤、精神卫生及健康管理中心、感染精准防控中心以及出生缺陷防控中心
12月	楚雄州人民医院	楚雄州人民政府招商引资建设项目, 是云南省地州市级医院首家建立的精准医学中心。精

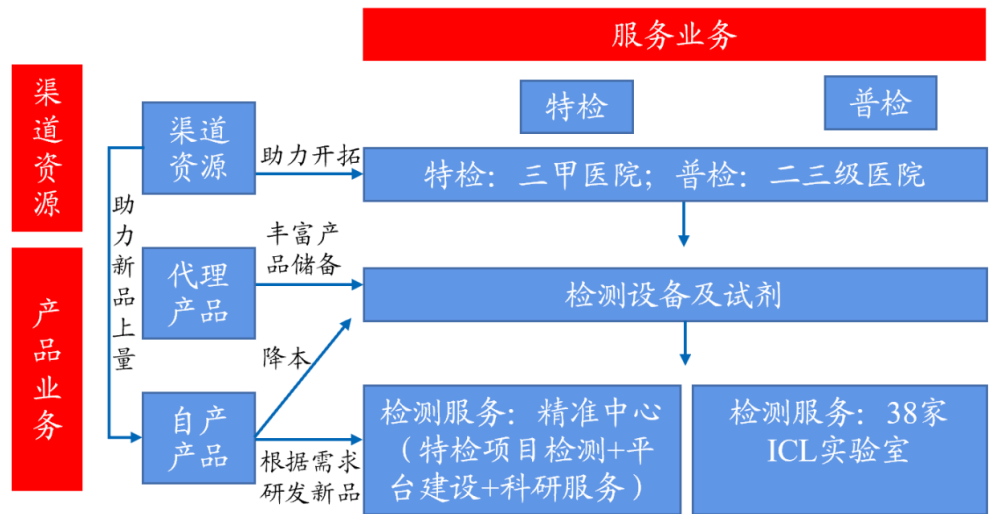
请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

合作时间	合作医院	合作项目
5月	佛山禅医	准医学中心将建成集基因检测、质谱分析、生物信息解读、遗传咨询、临床诊疗、大数据分析和科研转化为一体的综合性多功能医学平台，以分子诊断为核心的精准医疗服务模式成立合资公司，共同建立禅迪精准医学健康促进中心，开启了精准医学合作项目新模式，更深入推动中心建设发展
2021 9月	嘉兴市第二医院	围绕着个性化用药、病原菌精准诊断、儿科遗传病诊断和遗传咨询、肿瘤伴随诊断四大临床应用方向，结合医院四个优势学科，建立个性化药物精准检测平台、宏基因组与临床疑难病原菌检测平台、肿瘤伴随诊断平台、儿科遗传病诊断和遗传咨询平台
11月	宝鸡市中医医院	开展集基因检测、质谱分析、生物信息解读、遗传咨询、临床诊疗、大数据分析和科研转化为一体的综合性多功能医学平台

资料来源：公司公众号、开源证券研究所

我们认为，促进公司能够切入三甲医院业务的原因主要为：（1）公司于快速扩张期整合了较多优质 IVD 渠道公司，渠道公司合作客户多为三级医院，已和三甲医院建立多年业务合作关系；（2）迪安诊断基于宏基因、液相质谱和飞行核酸质谱、NGS 和病理人工智能等先进的技术平台能够和三甲医院开展科研项目，并根据三甲医院需求研发新的检测产品；（3）迪安诊断将国内领先的质谱、分子诊断和病理诊断整体解决方案等自产产品运用到服务端，拥有独有技术及成本优势，更吸引终端医院客户。

图9：迪安诊断渠道、产品、服务业务协同性强



资料来源：公司公告、开源证券研究所

（1）精准医学中心开拓：渠道资源助力

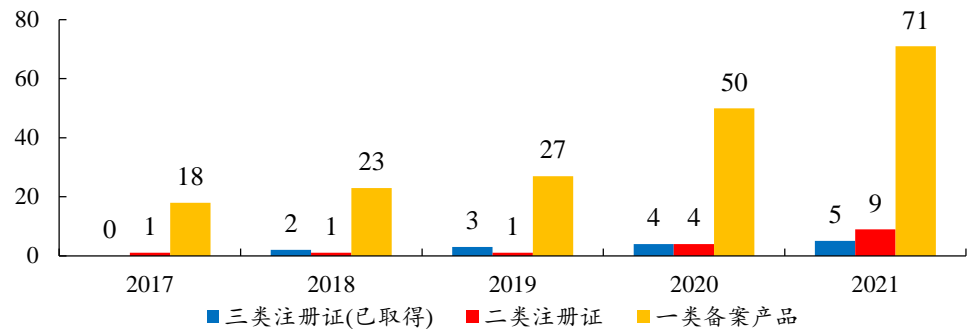
公司渠道网络已覆盖 16 个省份、自治区、直辖市，客户多为各省市龙头医院，三级医院占比达 60% 以上，由此，公司与较多三级医院已建立业务合作关系，在此基础上，就特检业务和三级医院开展合作的难度降低。公司也逐步加大渠道资源赋能，2021 年 8 家渠道公司转型拓展精准中心业务，推进产品与服务合作和融合。

（2）加大精准中心模式优势：结合合作医院临床需求，加速开发自产产品

- 业务开展基础：已搭建符合精准医学发展方向的技术平台

公司自 2011 年上市初期逐步建立病原微生物快速诊断、分子诊断、生物质谱 3 大技术平台，2015 年引进高通量测序系统等，针对肿瘤、慢性病、感染等临床有迫切需求的重点疾病领域，将技术平台进行创新性整合融并，2017 年起陆续取得研究成果，后续公司研究成果加速落地，截至 2022H1，公司共取得三类注册证 5 项，二类注册证 14 项，一类备案产品 94 个。

图10：2018 年起公司研究成果加速落地



数据来源：公司公告、开源证券研究所

承接以上研究成果的主要为公司旗下 3 家参控股子公司：迪安生物、凯莱谱、迪谱诊断。

迪安生物于 2014 年成立，致力于体外诊断试剂及相关设备耗材的研产销，聚焦数字病理和分子诊断领域，凭借其技术平台和自研试剂打造系列整体解决方案。

凯莱谱于 2017 年成立，以质谱技术为主要平台，2022 年 3 月公司自主生产的 CalQuant-S 液相色谱串联质谱检测系统获批上市，在 2022 年内已完成在国内头部三甲医院的装机，且凯莱谱不断扩充自主研发产品管线，旗下迪赛思诊断自主研发的五种类固醇激素联检、醛固酮和皮质醇、抗癫痫治疗药物浓度监测、尿香草扁桃酸和肌酐、脂溶性维生素等多个 II 类试剂产品持续获批上市，其中多个为国内首创产品，2022 年底凯莱谱完成数千万元 C+轮融资。

迪谱诊断于 2018 年成立，致力于核酸质谱检测系统及其创新型诊断试剂盒的研发生产，其自研的 DP-TOF 飞行时间质谱于 2020 年获批上市，获国内首台(套)重大技术装备认定、浙江省工业新产品(新技术)鉴定，同时，公司自研遗传病、药物基因组学、传染病、肿瘤等试剂，形成 DP-TOF 应用临床解决方案，2022 年 3 月迪谱诊断完成超亿元 B 轮融资。

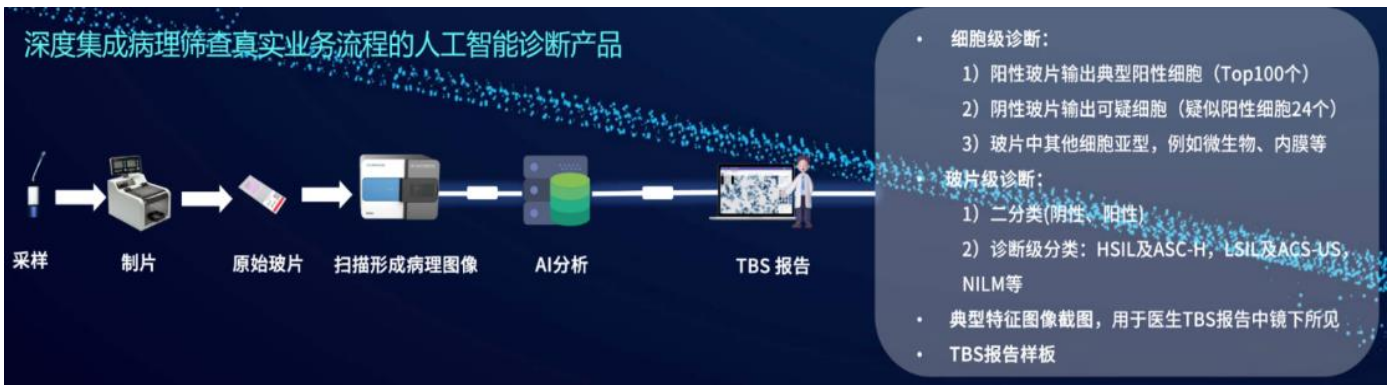
图11：迪安生物、凯莱谱、迪谱诊断皆通过自身技术平台及产品打造整体解决方案



资料来源：迪安生物官网、迪安生物公众号、凯莱谱官网、凯莱谱公众号、迪谱诊断官网、迪谱诊断公众号、开源证券研究所

除了 3 大技术平台，公司还布局了人工智能产品为医生提供高效精准的诊断辅助和科学研究辅助。2021 年 4 月 15 日，迪安诊断与浙江知盛科技合资成立医策科技，医策科技为病理诊断人工智能产品和整体解决方案公司。2022 年 1 月 29 日，医策科技病理领域核心产品-宫颈细胞病理图像处理软件 PathoInsight-T 成功获批二类医疗器械注册证，PathoInsight-T 已经在迪安诊断杭州病理实验室使用，实验室每个病理医生的业务处理量已经从每人每天 200 例提升到 400 例以上。医策科技还拥有其他产品：(1) PD-L1 (肿瘤免疫治疗生物标志物)：基于人工智能算法研发适用于多种克隆号 (22C3、SP263) 的 PD-L1 免疫组织化学检测结果的智能辅助诊断系统，该系统可快速计算 TPS、CPS、TC 等关键指标评分；(2) Ki-67 (衡量肿瘤恶性程度的免疫组化指标)：基于深度学习算法，对全片中所有肿瘤细胞进行定位及种类判别，自动计算阳性肿瘤细胞和阴性肿瘤细胞数目，得出 Ki67 指数和客观可重复计算的评分。

图12: 医策科技深度集成人工智能诊断产品



资料来源: 医策科技官网

- **业务开展模式: 融合技术平台&结合医院临床需求—>开发自产产品—>渠道资源助力产品推广—>增强精准中心业务优势—>加大精准中心布局**

浙江大学医学院附属邵逸夫医院（下称“邵逸夫医院”）和公司于 2016 年合作建立精准诊断中心，在甲状腺癌分子诊断方面，公司和浙江大学医学院附属邵逸夫医院共同开发甲状腺癌基因检测系列项目“迪佳安™”，迪安诊断同时整合自身高端技术平台开发甲状腺基因检测整体化解决方案。

甲状腺癌是最为常见的一种内分泌恶性肿瘤，近 30 年来，甲状腺癌发病率在包括我国在内的全球多个国家和地区呈现持续快速上涨的态势，2020 年全球新发甲状腺癌病例数约为 58 万例，发病率在所有癌症中列第 11 位，预计 2030 年前后甲状腺癌将成为发病率位列第四的常见癌症。

临床需求: 近年来，临床中甲状腺结节被发现时大多直径在 1cm 以下，能否有效判断甲状腺结节的性质，对甲状腺癌诊断准确率有重要影响。目前，超声引导下甲状腺细针穿刺细胞学检查（UG-FNA）为术前首选诊断方式，但 FNA 难以诊断甲状腺滤泡癌(FTC) 和嗜酸细胞癌(HCC)，且对于某些特定基因变异、多基因检测或单一的基因突变检测，需要分子检测辅助。

联合开展相关研究: 根据我们整理的文献资料，邵逸夫医院在甲状腺癌诊断领域持续发表研究成果，且 2021 年公司和邵逸夫医院联合开发甲状腺癌基因检测 panel，panel 可用于甲状腺结节良恶性辅助诊断、甲状腺癌预后评估以及甲状腺癌分子分型的探索，目前已经累计 2000 余例标本检测数据。

表4: 邵逸夫医院在甲状腺癌诊断领域持续发表研究成果

时间	作者	发表机构/期刊	发表文章/演讲	研究方向
2020 年 9 月	邵逸夫医院核医学科宁艳丽、楼岑	2020 年浙江省医学会核医学与放射医学防护分会学术大会	《基于二代基因测序技术的甲状腺乳头状癌患者基因突变研究》	探讨甲状腺乳头状癌患者基因的主要突变基因；甲状腺球蛋白(Tg)与 T 分期对基因突变的概率影响
2021 年 5 月	邵逸夫医院肿瘤外科医生徐闻博、胡文献、滕荣跃	全科医学临床与教育	《隐匿性甲状腺癌：82 例临床分析》	探讨隐匿性甲状腺癌（OTC）这一罕见疾病的临床诊治
2021 年 9 月	邵逸夫医院头颈外科主	第二十四届全国临床肿	《甲状腺乳头状癌原发	原发灶与转移淋巴结的基因突变图谱差

时间	作者	发表机构/期刊	发表文章/演讲	研究方向
	主治医师陆晓筱	瘤学大会暨 2021 年 CSCO 学术年会	病灶与配对转移淋巴结基因突变特征比较》	异；灶、结差异与临床病理特征的关系（分期、侧颈转移、伴随疾病）

资料来源：CNKI、中国临床肿瘤学会、开源证券研究所

图13：邵逸夫医院头颈外科主治医师陆晓筱在 CSCO 发表甲状腺癌检测相关学术成果



检测工作开展概述

头颈外科 2019.07 - 2021.03 131例PTC患者
仅中央区转移43例（中位转移淋巴结数量：4枚）
侧颈转移88例

取材位置：原发病灶+配对淋巴结转移灶
标本类型：手术组织石蜡包埋标本

检测方法：DNA/RNA共提取，目标区域扩增子测序
检测内容：甲状腺相关29个基因185个CDS区域的SNVs, INDELS；
BRAF, RET检测全外显子；
44个融合基因的61种融合方式

拟探讨的临床问题：
✓原发灶与转移淋巴结的基因突变谱差异
✓灶、结差异与临床病理特征的关系（分期、侧颈转移、伴随疾病）

Clinical characteristics		T Category	
Gender		T1	103
Male	38	T1a	55
Female	93	T1b	48
Age		T2	10
Median (range)	37 (20-75)	T3a	8
Tumor Size (cm)		T3b	10
<1	49	N Category	
≥ 1 and <2	63	N1	131
≥ 2	19	N1a	43
Unilateral Multiple PTC		N1b	88
Yes	59	M Category	
No	72	M0	130
Bilateral multiple PTC		M1	1
Yes	49	Staging	
No	82	I	115
Concomitant Disease		II	13
Without	69	III	2
Nodular Goiter	41	IVb	1
Hashimoto's Thyroiditis, HT	23		
Local Invasion			
Yes	18		
No	113		

小结

- ✓ PTC患者的原发灶与配对转移淋巴结之间的体细胞突变和基因融合存在差异；
- ✓ 转移淋巴结的基因变异类型、数量更多更复杂，肿瘤突变负荷更高；
- ✓ 转移淋巴结组出现更加强烈的C>T(Ti)富集，通过signature分析结果显示胞嘧啶的自发脱氨作用在肿瘤的发生发展过程中可能起到重要作用；
- ✓ 无论是在侧颈转移患者组，还是未发生侧颈转移患者组中，淋巴结转移的突变图谱显示出更丰富的基因变异类型和基因变异数量，但两组间的差异未体现显著统计学差异；
- ✓ 未发生侧颈转移患者中，转移淋巴结组出现了更多全阴性结果且患者更多的累积 BRAF, RAS, Fusion之外的基因突变；
- ✓ 本次数据中，伴随疾病（结甲肿，HT）组间未出现显著突变特征差异

资料来源：中国临床肿瘤学会

开发自产产品：结合以上临床需求和研发成果，邵逸夫医院和迪安诊断共同开发了迪佳安™甲状腺癌基因检测系列，该系列产品覆盖了 qPCR、数字 PCR、核酸质谱、NGS 等多个检测技术平台，全面提供包含单基因、双基因、4 基因、11 基因、116 基因等在内的系统解决方案。

表5：邵逸夫医院和迪安诊断共同开发了甲状腺癌基因检测系列产品

现有产品	基因	检测意义	报告周期	样本类型	方法学	突变覆盖率
BRAF V600E 突变组织检测	BRAF	辅助诊断			qPCR	中等
甲状腺 BRAF 和 TERT 双基因突变检测	BRAF+TERT	辅助诊断+预后	3-5 个工作日	FFPE 新鲜组织	qPCR	中等
BRAF/RET 基因变异联合超敏检测	BRAF+RET	辅助诊断+靶向用药	日		ddPCR	中等偏上
迪佳安™Fast-甲状腺癌 4 基因组织检测	BRAF/RET/TERT/TP53	辅助诊断+预后+靶向用药		FFPE	核酸质谱	中上
迪佳安™Basic-甲状腺癌 11 基因组织检测（可加胚系）	BRAF/HRAS/KRAS/NRAS/TP53/RET/TERT/NTRK1/NTRK3/PAX8/THADA	辅助诊断+预后+靶向用药	7-9 个自然日	新鲜组织 HE 染片 外周血	NGS	大部分
迪佳安™Plus-甲状腺癌 116 基因组织检测（可加胚系）	116 个甲状腺癌相关基因	辅助诊断+预后+靶向用药+遗传+科研	日	（检测胚系需要）	NGS	绝大部分

资料来源：公司公众号、开源证券研究所

产品推广：迪安诊断积极参与和组织开展甲状腺癌精准诊断相关会议。邵逸夫医院在 2021 和 2022 年 CSCO 学术年会中展示甲状腺癌精准诊断的研究成果及介绍迪佳安系列产品；同时，迪安诊断通过开展“甲状腺癌精准诊疗学术研讨沙龙”加大在各地推广，且积极参与各地重磅论坛，例如甲状腺癌基因检测临床和科研整体化解决方案于 2022 年 12 月 28 日首次亮相广东省级学术会议-南中国甲状腺癌精准诊疗高峰论坛；此外，公司也通过线上直播加大甲状腺癌精准诊断的知识普及。目前，迪安诊断已累计完成上万例甲状腺肿瘤基因检测。

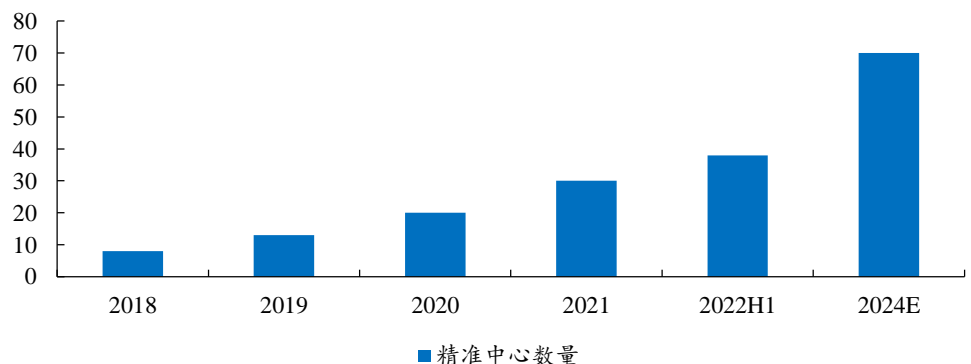
表6：迪安诊断持续参与和开展甲状腺癌精准诊断相关会议，并在重磅会议介绍迪佳安系列产品

日期	推广会议
2020/10/31-11/1	甲状腺疾病超声即分子诊疗一体化解决方案会议
2021/6/26	第一届全国甲状腺肿瘤内科学术大会-卫星会-迪安甲状腺分子诊断研讨会
2021/8/27	精准诊断学术论坛系列之甲状腺癌分子诊断专场讨论会
2021/9/25-9/29	2021 年 CSCO 学术年会：迪安诊断和邵逸夫医院合作的精准诊断中心展示多项成果，包括甲状腺癌基因检测 panel
2021/10/23	第六届“DIAN-HOPKINS 高峰论坛”-分论坛 3：甲状腺癌诊疗新进展
2022/5/28	直播-甲状腺肿瘤精准诊疗研讨会
2022/7/31	甲状腺疾病多学科诊疗一体化解决方案暨甲状腺癌基因突变谱多中心研究启动研讨会
2022/9/4	甲状腺癌精准诊疗云峰会·第一期
2022/9/16	明辨真‘甲’——甲状腺癌精准诊疗学术研讨沙龙(江西站)
2022/11/6	第七届“DIAN-HOPKINS 高峰论坛”-甲状腺癌精准诊疗专场
2022/11/8	2022 年 CSCO 学术年会：邵逸夫医院谢磊教授分享“分子诊断时代甲状腺癌的临床诊疗应用”，同时介绍迪佳安系列项目
2022/12/3	直播-甲状腺结节精准诊断 MDT 学术研讨会
2022/12/28	南中国甲状腺癌精准诊疗高峰论坛-独家卫星会-迪安诊断甲状腺癌基因检测临床和科研整体化解决方案
2023/1/14	明辨真‘甲’——甲状腺癌精准诊疗学术研讨会(东部站)
2023/1/13-1/15	2022 第三届广州精准医学博览会：中山大学肿瘤防治中心头颈外科陈艳峰教授做专题报告并介绍迪安诊断甲状腺癌基因检测整体化解决方案

资料来源：公司公众号、开源证券研究所

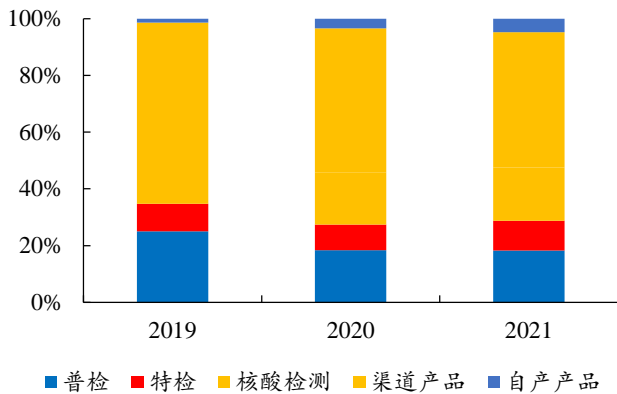
助力精准中心加速建设。基于以上学术论坛开展以及产品推广，迪安诊断在相关诊断领域的研发成果认知度快速提升，为后续公司和其他三甲医院合作建设精准中心打下坚实基础，助力精准中心业务快速开展。截至 2022 年 6 月底，迪安诊断已建立 38 家精准中心，每年新增数量持续提升，公司计划在 2024 年超过 70 家。

图14：公司精准中心数量加速增加



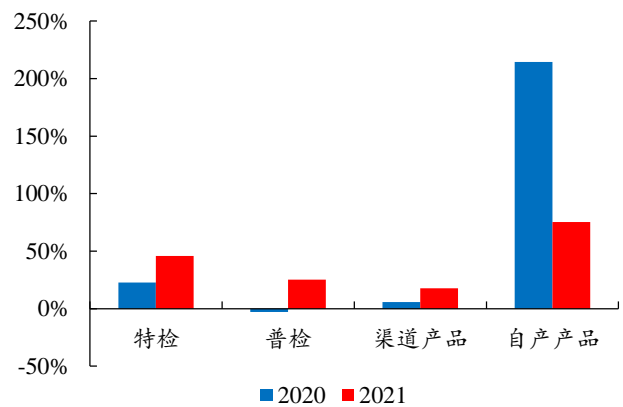
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图15: 公司特检、自产产品收入占比持续提升



数据来源: Wind、公司公告、开源证券研究所

图16: 2020-2021年特检、自产产品收入保持较高增速



数据来源: Wind、公司公告、开源证券研究所

● 自产产品业务协同下，常规 ICL 检测业务盈利能力更强

我们把迪安诊断、金域医学、艾迪康 3 家公司 2021 年的 ICL 业务拆分为常规检测和核酸检测，其中迪安诊断常规检测收入不包括 CRO、司法鉴定等其他检测，根据已知整体业务毛利率，同时假设核酸检测业务毛利率（由于具备规模效应，核酸检测规模更高的假设毛利率更高），得到对应常规 ICL 业务毛利率，迪安诊断常规检测毛利率达到 50.19%，高于另外两家竞争对手。

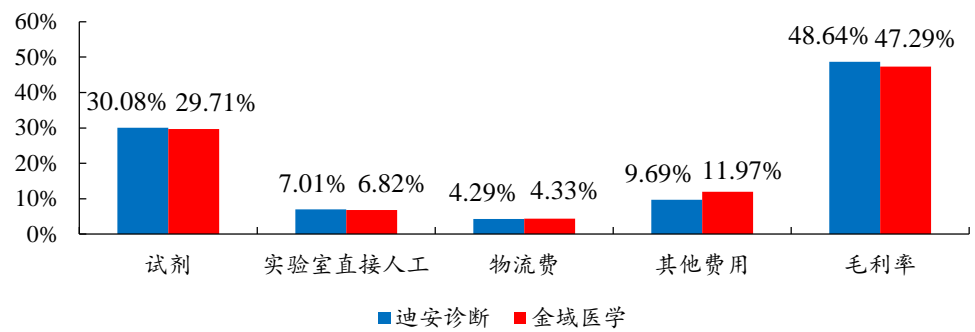
表7: 迪安诊断 ICL 业务毛利率更高

	迪安诊断	金域医学	艾迪康
ICL 规模 (亿元, 2021 年)	62	113	31
毛利率	48.64%	47.29%	43.55%
核酸检测规模 (亿元)	26	47	12
假设毛利率	46.50%	48.00%	43.00%
常规 ICL 规模 (亿元)	36	66	19
对应毛利率	50.19%	46.79%	43.91%

数据来源: 迪安诊断公司公告、金域医学公司公告、艾迪康公司公告、开源证券研究所

注: 迪安诊断 ICL 规模不包括司法鉴定、CRO 等诊断业务收入

ICL 规模相较更低的情况下，试剂、直接人工占收入比和金域医学基本一致。2021 年迪安诊断、金域医学 ICL 规模分别为 62、113 亿元，ICL 规模效应明显，但迪安诊断的试剂、直接人工占收入比和金域医学相差无几，我们认为主要由于迪安诊断的自产产品业务助力 ICL 业务降本，多业态协同的优势已显现。

图17：迪安诊断的试剂、直接人工占收入比和金城医学基本一致


数据来源：Wind、开源证券研究所

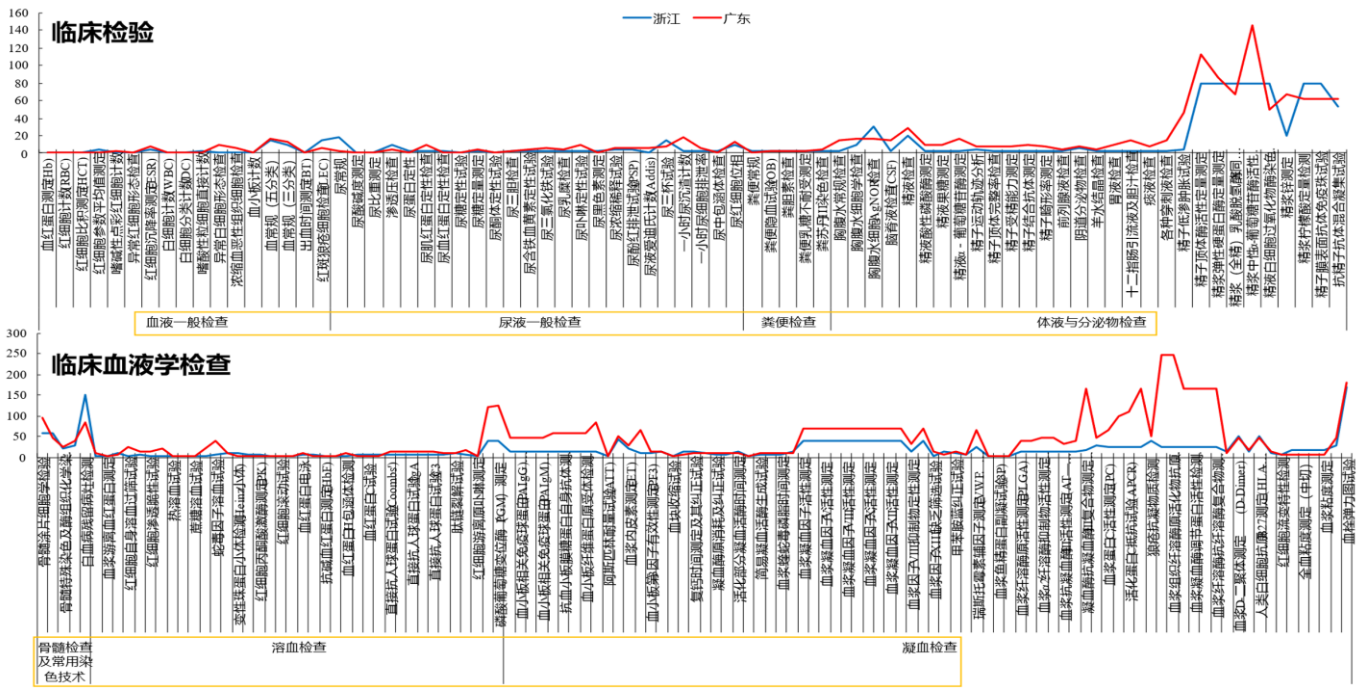
3、IVD 集采下凭借规模效应及优秀营运能力预计整体影响平缓，自身应收账款和商誉减值风险可控

3.1、IVD 集采下凭借规模效应及优秀成本费用管控能力预计整体影响平缓

2021 年安徽开展化学发光集采，开启了 IVD 试剂集中带量采购，2022 年的核酸检测试剂集采加速了 IVD 试剂集采的步伐，2022 年 10 月江西牵头全国 22 省开展肝功生化集采，2022 年底安徽进一步将集采试剂扩围，对凝血 6 项、心梗 3 项（POCT 检测方式）开展集采，我们预计后续将会有更多 IVD 试剂纳入集采。

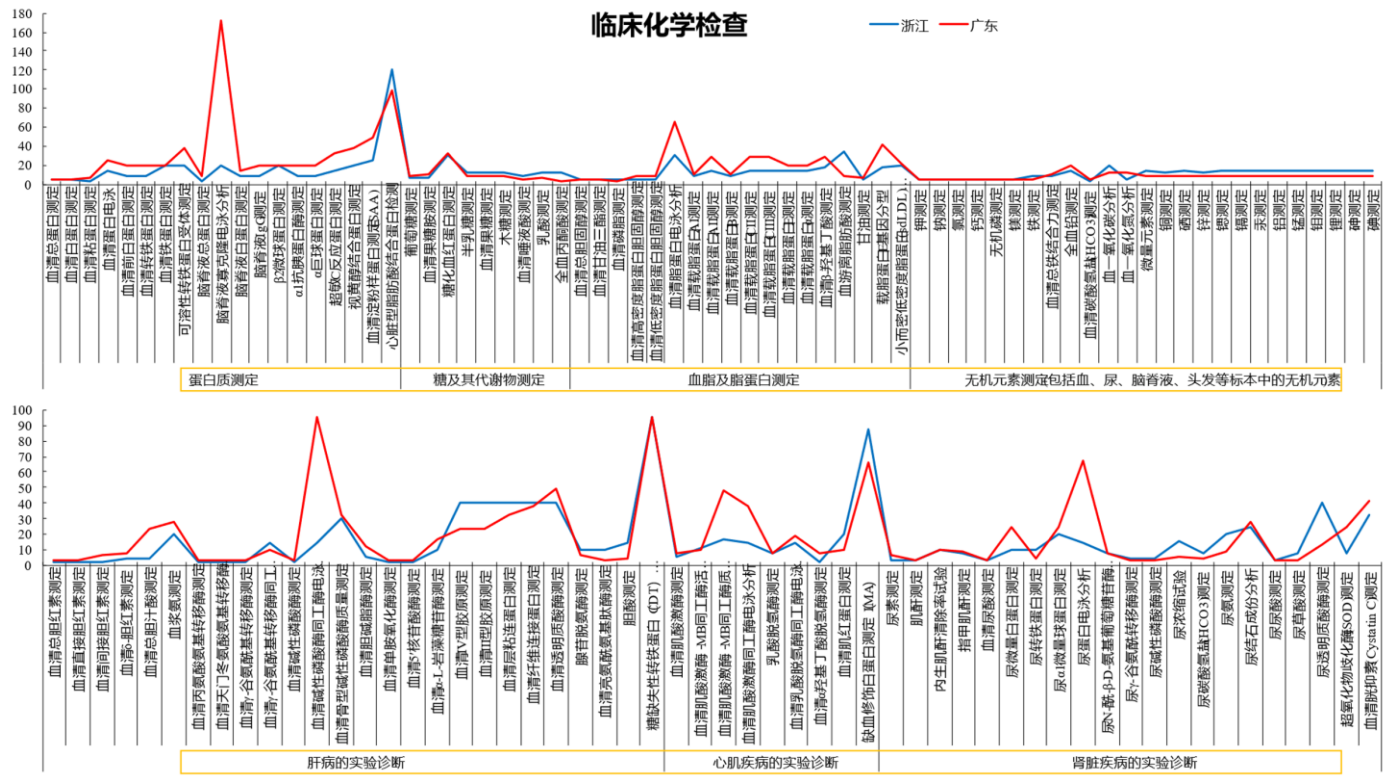
对于 ICL，IVD 试剂成本下降会带来终端服务价格也下调，但该影响会随着检测量的提升得到缓冲，且随着规模效应提升，盈利能力会逐步恢复，短期来看，公司的产品结构决定集采对盈利水平的影响限度，长期来看，公司对成本费用的管控能力对盈利水平起关键作用，迪安诊断自身具备优质成本费用管控能力，公司主要业务聚焦华东地区，尤其浙江省，但浙江省检测项目价格在全国各省市处于较低水平，且在浙江省突出的“打包”合作模式下，ICL 盈利空间进一步压缩，但迪安诊断常规检测服务的毛利率和净利率仍能保持较高水平，表明公司具备优质成本费用管控能力。目前，迪安诊断加大其他地区业务拓展，北京迪安于 2023 年 2 月乔迁新址，场地面积由旧址 4000 平方米扩展至 13000 平方米，公司和深圳市罗湖投资控股（隶属罗湖国有资产监督管理局）合资建立的深圳迪安湖欣医学检验实验室于 2022 年 8 月开业，加大华南地区业务布局，我们对比了浙江和广州的较多检验项目价格，广州价格普遍高于浙江，随着迪安诊断在华北、华南等地区业务量快速提升，有望实现整体 ICL 业务量价齐升。

图18: 浙江、广州的临床检验和血液学检查价格基本一致, 广州的体液与分泌物检查、凝血检查价格高于浙江



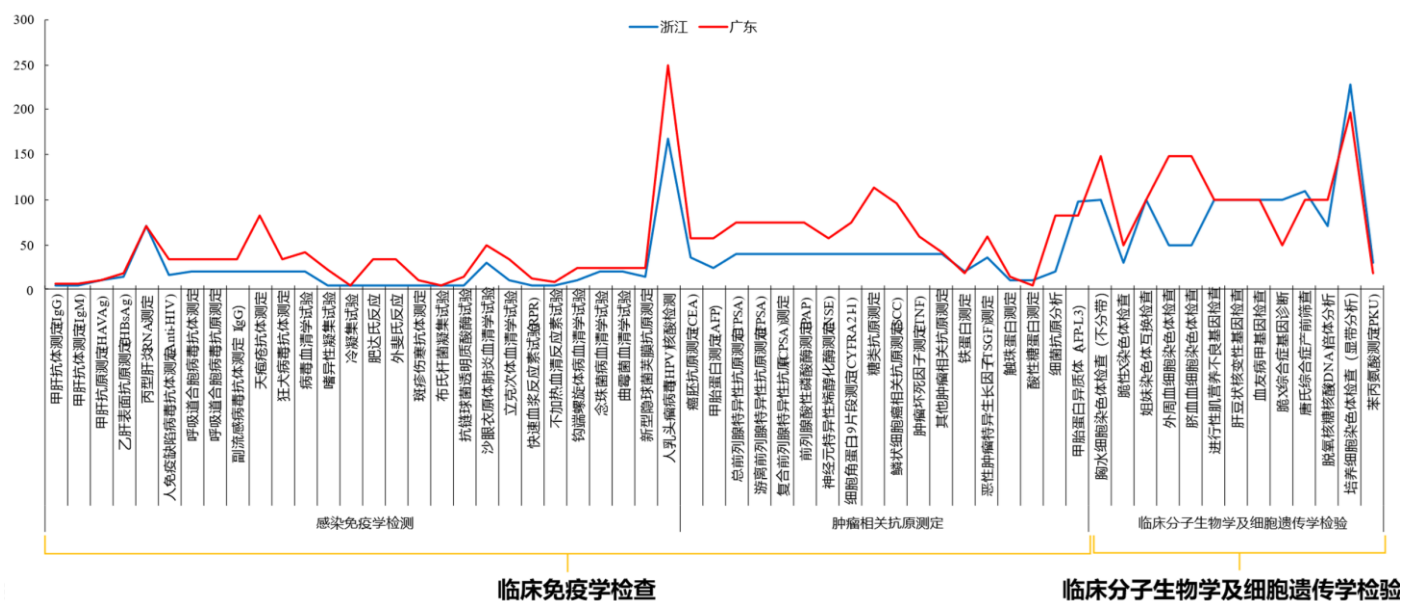
数据来源: 浙江省医保局、广州市医保局、开源证券研究所

图19: 临床化学检查中, 广州的蛋白质、血脂及脂蛋白测定普遍高于浙江, 浙江的糖及其代谢物、无机元素测定普遍高于广州



数据来源: 浙江省医保局、广州市医保局、开源证券研究所

图20：广州的临床免疫学、临床分子生物学及细胞遗传学检验价格普遍高于浙江



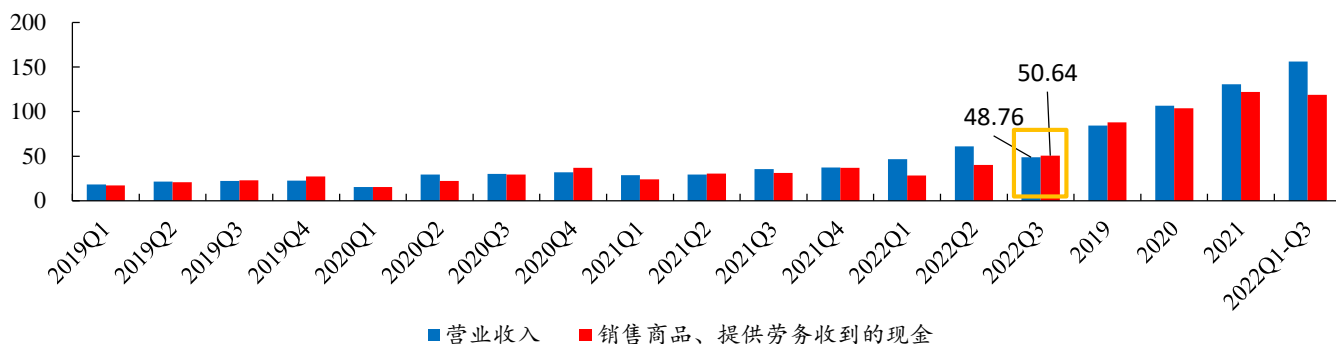
数据来源：浙江省医保局、广州市医保局、开源证券研究所

3.2、应收账款不能回收风险、商誉减值风险可控

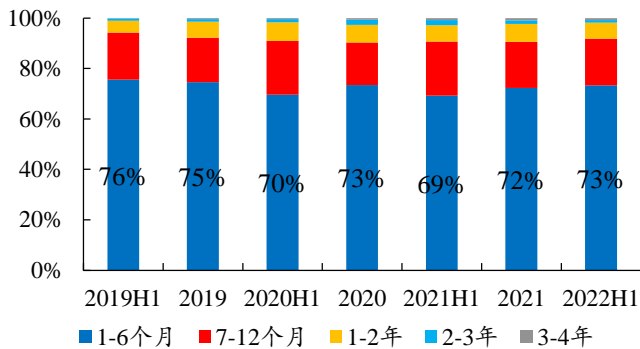
(1) 应收账款不能回收风险低：2022Q3 现金收回趋势向好，截至 2022 年 6 月 70%应收账款为 1-6 个月账期，业务集中在经济较好的华东地区。

分季度看，公司现金收回呈现单年度逐季增加的趋势，2020 年新冠疫情蔓延以来，医疗机构及相关部门现金愈发紧张，导致结算周期延长，公司 2020-2021 年全年通过销售商品、提供劳务收到的现金低于营业收入，2022 年上半年疫情多地散发，核酸检测量快速提升，部分地区财政吃紧，公司现金收回节奏也因此放缓，导致应收账款从 2022 年初的 62.88 亿元快速增至 2022Q3 末的 107.54 亿元（2022Q2 末为 106.73 亿元），从 2022H1 的应收账款账期来看，73%的应收账款 81.66 亿元账期为 1-6 个月，19%的应收账款 20.68 亿元账期为 7-12 个月，即 92%的应收账款账期在 1 年内，考虑到公司业务集中在经济较好的华东地区（2022H1 收入占比 57%），我们认为公司的高额应收账款有望在 1 年内明显下降，不能回收风险低。

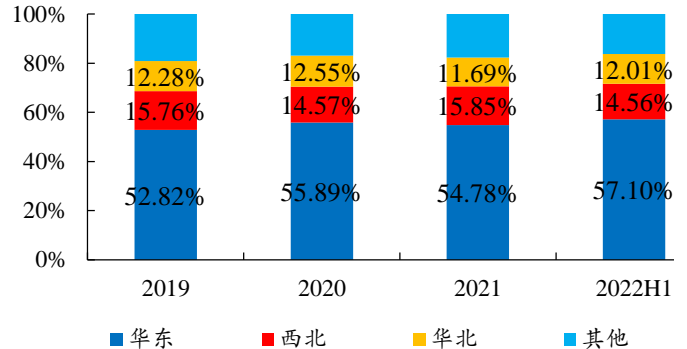
图21：2022Q3 公司通过销售商品、提供劳务收到的现金高于营业收入



数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：2022年6月73%的应收账款账期为1-6个月


数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：公司营业收入集中在经济较好的华东地区


数据来源：Wind、开源证券研究所

(2) 商誉减值风险：2022年计提约5.5亿元商誉减值后商誉大幅下降，后续减值风险较小

公司自2016年加速扩张，商誉随之提升，2016-2020年由于部分投资公司业绩不及预期计提商誉减值，新疆元鼎在2017-2019年业绩皆不达预期，是迪安诊断近几年计提商誉减值额度最大的公司，公司于2019年对新疆元鼎已全额计提商誉减值准备，2020年由于疫情影响较多商业公司运营，公司对7家商业公司计提商誉减值，2022年公司出于谨慎性原则，对部分子公司预计计提商誉减值准备约5.5亿元，预计计提后商誉大幅下降为7.3亿元，根据公司在2021年披露的商誉减值测试预计，大部分ICL实验室收入2023-2025年预计增速分别为10%、8%、6%，商业公司收入2023-2025年预计增速范围分别为3%-9%、2%-6%、1%-5%，皆明显低于近几年ICL 20%+、渠道产品10%+的收入增速（剔除2020年），由此，后续投资公司业绩不及预期可能性较小，公司再次进行商誉减值的风险较小。

表8：预计2022年末商誉减少5.5亿元至7.3亿元

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E
商誉	0.27	0.27	0.32	2.66	15.03	15.80	18.59	16.94	12.79	12.79	7.29
商誉-减值准备					0.03	0.41	1.16	2.93	7.35	7.35	12.85
商誉-减值损失					0.03	0.38	0.75	1.77	4.46	0.00	5.50

数据来源：公司公告、开源证券研究所

表9：公司商誉集中于渠道业务板块

被投资单位名称	2022H1 商誉	2022H1 商誉 账面原值	商誉减值					
			2021	2020	2019	2018	2017	2016
武汉迪安	1455	1455						
重庆迪安	1212	1212						
山西迪安	529	529						
江西迪安华星	23101	23101						
宁夏迪安	462	462						
菏泽迪安	376	376						
甘肃迪安同享	526	526						

被投资单位名称	2022H1 商誉	2022H1 商誉		商誉减值			
		账面原值	2021	2020	2019	2018	2017
凯莱谱	1324	1324					
上海观合医药科技股份	1144	1144					
服务业小计	30128						
澳洲迪安生物科技	6	6					
浙江迪赛思诊断技术	2073	2073					
北京联合执信医疗科技	16828	16828					
陕西凯弘达医疗设备	3060	9127		6067			
云南盛时迪安生物科技	11310	11310					
内蒙古丰信医疗科技	18554	21632		3077			
北京中科执信医疗设备	814	814					
杭州德格医疗设备	3506	26272		22766			
深圳市一通医疗器械	10155	10155					
青岛智颖医疗科技	24707	29671		4964			
杭州恒冠医疗器械	424	424					
厦门迪安福医商贸	638	638					
河北执信雅博医疗器械科技	4651	4651					
河南铸铭科贸	332	332					
辽宁湛恩医疗科技	108	108					
北京迪安执信医疗设备	581	581					
商业小计	97748						
浙江迪安美生健康管理		490		490			
金华市福瑞达科技		4742		4742			
绍兴迪安华因生物科技		2469		2469			
浙江韩诺健康管理		519			519		
新疆元鼎医疗器械		28075			17675	6968	3431
北京迪安开元科技		345					345
上海耀尚飞生物制品冷链物流		0					327
合计	127877						

数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

注：上海耀尚飞生物制品冷链物流公司已于2020年3月股权转让

表10：公司对服务业和商业投资公司收入预测增速较稳健，预计达成目标的难度不大

服务业投资公司	2023	2024	2025	商业投资公司	2023	2024	2025
武汉迪安	10.00%	8.00%	6.00%	北京联合执信医疗科技	4.59%	2.37%	1.55%
重庆迪安	10.00%	8.00%	6.00%	陕西凯弘达医疗设备	7.23%	5.45%	3.64%
山西迪安	10.00%	8.00%	6.00%	云南盛时迪安生物科技	3.26%	2.73%	2.27%
江西迪安华星	8.73%	7.07%	5.35%	内蒙古丰信医疗科技	6.67%	5.74%	5.27%
宁夏迪安	10.00%	8.00%	6.00%	杭州德格医疗设备	4.58%	4.18%	3.78%
菏泽迪安	20.00%	15.00%	10.00%	深圳市一通医疗器械	3.81%	3.61%	2.67%
甘肃迪安同享	10.00%	8.00%	5.00%	青岛智颖医疗科技	6.00%	5.00%	4.00%
凯莱谱	15.00%	12.00%	8.00%	杭州恒冠医疗器械	9.00%	6.00%	5.00%
上海观合医药科技股份	15.00%	12.00%	10.00%	厦门迪安福医商贸	9.00%	6.00%	5.00%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、收入与利润拆分

(1) 收入方面，我们按照诊断服务和诊断产品两部分拆分，其中，诊断服务包括常规 ICL、核酸检测、其他诊断服务 3 类，诊断产品分为渠道产品和自产产品。常规 ICL 方面，我们认为随着公司加速建立精准中心推动特检收入快速提升，2023-2024 年常规 ICL 预计能实现 25%左右增长；核酸检测方面，出于谨慎性考虑，我们假设 2023-2024 年其收入规模大幅下降；其他诊断服务主要包括 CRO、司法鉴定、体检收入，2020 年 3 类业务收入合计 3.36 亿元，我们预计 2023-2024 年保持 10%收入增速。渠道产品方面，我们预计保持 5%-10% 收入增长，自产产品自 2020 年收入口径包含核酸检测相关业务，由此我们根据年度内部抵消额度进行拆分，2023-2024 年不进行内部抵消直接从业务收入体现，导致 2023 年预测收入下降，但预计实际剔除核酸影响后仍保持 50%左右增长。

(2) 利润方面，由于 2020-2022 年核酸检测业务贡献较大业绩，毛利率也处于较高水平，2020 年以前公司毛利率基本为 30%-35%，2020 年至 2022 年前三季度毛利率拉高至 38%-40%，考虑到核酸检测业务规模大幅下降，我们预计毛利率会有所下降；费用方面，公司 4 大费率稳定，我们预计 2022-2024 年保持之前年度的费率水平；根据公司 2022 年业绩预告，公司对新冠相关固定资产及存货进行报废处理，预计金额为 1.5 -2 亿元，对部分子公司预计计提商誉减值准备约 5.5 亿，转回以前年度已确认递延所得税资产约 2 亿元，由此我们假设 2022 年资产减值损失为 5.5 亿元，所得税费用在 15.5%的所得税率基础上加 2 亿元费用，资产处置损失 1.5 亿元，此外，考虑到前三季度各计提 0.8 亿左右信用减值损失，我们假设 2022 全年信用减值损失为 3.2 亿元。

表11：迪安诊断收入和利润拆分

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
1、诊断服务	3137	4746	6220	12249	5916	7179
yoy		51%	31%	97%	-52%	21%
(1) 常规传统诊断服务	3137	2706	3614	4280	5436	6849
yoy			34%	18%	27%	26%
(2) 其他诊断服务 (CRO/司法等)		336	400	500	550	605
yoy			19%	25%	10%	10%
(3) 核酸检测服务		2041	2606	7969	480	330
yoy			28%	206%	-94%	-31%
2、诊断产品	5475	6032	7321	9070	8477	9477
yoy		10%	21%	24%	-7%	12%
(1) 渠道产品	5356	5656	6662	7447	7857	8485
yoy		6%	18%	12%	5%	8%
(2) 自产产品	119	376	659	1623	620	992
yoy		215%	75%	146%	-62%	60%
内部关联抵消	215	517	916	1855		
%	2.50%	4.80%	6.77%	8.70%		
总收入	8453	10649	13083	19965	14942	17261

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
yoy		26%	23%	53%	-25%	16%
营业成本	5735	6579	8077	12435	9913	11342
%	68%	62%	62%	62%	66%	66%
营业税金及附加	29	37	46	72	54	62
%	0.35%	0.35%	0.36%	0.36%	0.36%	0.36%
销售费用	761	966	1210	1897	1494	1726
%	9%	9%	9%	10%	10%	10%
管理费用	667	766	1108	1497	1121	1295
%	8%	7%	8%	8%	8%	8%
财务费用	209	196	217	319	299	345
%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
研发费用	212	319	425	599	448	518
%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
其他收益	36	32	65	50	50	50
投资净收益	100	73	55	50	50	50
公允价值变动损益	15	(3)	83	0	0	0
资产减值损失	(177)	(475)	(272)	-550	0	0
信用减值损失	(39)	(94)	(98)	-320	-50	-50
资产处置收益	(0)	(0)	6	-150	0	0
营业利润	775	1320	1838	2226	1663	2023
营业外收入	4	13	3	5	5	5
营业外支出	7	16	50	30	30	30
利润总额	771	1317	1791	2201	1638	1998
所得税	196	247	307	510	262	330
%	25.4%	18.8%	17.2%	23.2%	16.0%	16.5%
净利润	576	1070	1484	1690	1376	1668
少数股东损益	228	267	321	304	206	250
%	39.7%	25.0%	21.6%	18.0%	15.0%	15.0%
归母净利润	347	803	1163	1386	1169	1418
yoy	-10.6%	131.2%	44.8%	19.2%	-15.6%	21.3%
净利率	4.1%	7.5%	8.9%	6.9%	7.8%	8.2%

数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、盈利预测与投资建议

迪安诊断积累多年形成“服务+产品”诊疗一体化业务布局，开创特检独有发展模式，通过精准中心实现和三甲医院深度合作，渠道产品业务打下合作基础，自产产品业务能够结合医院临床需求加速开发产品，且降本增效，提升诊断检测业务盈利能力，“服务+产品”的业务协同性凸显，我们预计 2022-2024 年公司收入分别为 199.65/149.42/172.61 亿元，归母净利润分别为 13.86/11.69/14.18 亿元，对应 EPS 分别为 2.21/1.87/2.26 元/股，当前股价对应 PE 分别为 13.3/15.7/13.0 倍，预计公司 2022-2024 年估值低于可比公司平均水平，首次覆盖，给予“买入”评级。

表12：迪安诊断可比公司估值情况（截至 2023 年 4 月 12 日）

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	归母净利润增速				P/E			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
603882.SH	金域医学	88.21	47.0%	36.3%	-22.2%	3.8%	18.6	13.6	17.5	16.9
603108.SH	润达医疗	13.19	15.2%	7.3%	27.6%	22.8%	20.1	18.7	14.7	12.0
300676.SZ	华大基因	74.27	-30.1%	-45.1%	4.1%	14.6%	21.0	38.3	36.8	32.1
可比公司平均				10.7%	21.8%	15.8%	13.7%	19.9	23.5	23.0
300244.SZ	迪安诊断	29.35	44.8%	19.2%	-15.7%	21.3%	15.8	13.3	15.7	13.0

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：收盘价日期为 2023 年 4 月 12 日；金域医学、润达医疗、华大基因数据皆来自 Wind 一致预期；华大基因 2022 年归母净利润增速为实际值

5、风险提示

IVD 集采下检测项目价格下降；精准中心开拓速度不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	8174	10852	17191	14514	17095
现金	1743	2189	3340	3958	8645
应收票据及应收账款	4603	6390	11181	8878	5650
其他应收款	68	107	161	39	192
预付账款	254	339	566	111	671
存货	1123	1332	1432	1047	1419
其他流动资产	383	496	511	481	518
非流动资产	4596	4742	4731	3831	3771
长期投资	1288	1011	1061	1111	1161
固定资产	1073	1297	1809	906	793
无形资产	68	49	47	43	36
其他非流动资产	2167	2386	1814	1771	1782
资产总计	12770	15594	21921	18346	20867
流动负债	5745	6639	11340	6275	7445
短期借款	2428	2510	5775	2660	2680
应付票据及应付账款	1528	2173	3825	2186	2895
其他流动负债	1789	1956	1739	1429	1871
非流动负债	996	1479	1499	1677	1437
长期借款	666	888	908	1086	846
其他非流动负债	330	591	591	591	591
负债合计	6741	8118	12839	7952	8882
少数股东权益	1331	1634	1938	2145	2395
股本	620	620	620	620	620
资本公积	1593	1655	1655	1655	1655
留存收益	2485	3567	5071	6270	7768
归属母公司股东权益	4698	5842	7144	8249	9590
负债和股东权益	12770	15594	21921	18346	20867

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1547	1318	-849	3296	5594
净利润	1070	1484	1690	1376	1668
折旧摊销	366	417	358	428	396
财务费用	196	217	319	299	345
投资损失	-73	-55	-50	-50	-50
营运资金变动	-575	-1229	-3636	1193	3185
其他经营现金流	564	484	470	50	50
投资活动现金流	-821	-536	-446	521	-286
资本支出	476	589	296	-521	286
长期投资	-335	-4	-50	-50	-50
其他投资现金流	-10	58	-100	50	50
筹资活动现金流	-256	-310	-829	75	-620
短期借款	799	82	3265	-3115	20
长期借款	-398	222	20	178	-240
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-9	62	0	0	0
其他筹资现金流	-647	-675	-4114	3012	-400
现金净增加额	462	468	-2123	3892	4688

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	10649	13083	19965	14942	17261
营业成本	6579	8077	12435	9913	11342
营业税金及附加	37	46	72	54	62
营业费用	966	1210	1897	1494	1726
管理费用	766	1108	1497	1121	1295
研发费用	319	425	599	448	518
财务费用	196	217	319	299	345
资产减值损失	-475	-272	-550	0	0
其他收益	32	65	50	50	50
公允价值变动收益	-3	83	0	0	0
投资净收益	73	55	50	50	50
资产处置收益	-0	6	-150	0	0
营业利润	1320	1838	2226	1663	2023
营业外收入	13	3	5	5	5
营业外支出	16	50	30	30	30
利润总额	1317	1791	2201	1638	1998
所得税	247	307	510	262	330
净利润	1070	1484	1690	1376	1668
少数股东损益	267	321	304	206	250
归属母公司净利润	803	1163	1386	1169	1418
EBITDA	1822	2353	2758	2246	2400
EPS(元)	1.28	1.85	2.21	1.87	2.26

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	26.0	22.9	52.6	-25.2	15.5
营业利润(%)	70.5	39.2	21.1	-25.3	21.7
归属于母公司净利润(%)	131.2	44.8	19.2	-15.7	21.3
获利能力					
毛利率(%)	38.2	38.3	37.7	33.7	34.3
净利率(%)	7.5	8.9	6.9	7.8	8.2
ROE(%)	17.7	19.8	18.6	13.2	13.9
ROIC(%)	13.6	15.8	12.9	12.2	12.2
偿债能力					
资产负债率(%)	52.8	52.1	58.6	43.3	42.6
净负债比率(%)	37.0	28.0	41.8	3.3	-37.9
流动比率	1.4	1.6	1.5	2.3	2.3
速动比率	1.2	1.4	1.3	2.1	2.0
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	1.1	0.7	0.9
应收账款周转率	2.7	2.4	2.3	1.5	2.4
应付账款周转率	5.9	5.2	4.9	3.8	5.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.28	1.85	2.21	1.87	2.26
每股经营现金流(最新摊薄)	2.47	2.10	-1.35	5.26	8.92
每股净资产(最新摊薄)	7.49	9.32	11.40	13.16	15.30
估值比率					
P/E	22.9	15.8	13.3	15.7	13.0
P/B	3.9	3.1	2.6	2.2	1.9
EV/EBITDA	11.8	9.1	8.5	9.0	6.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn