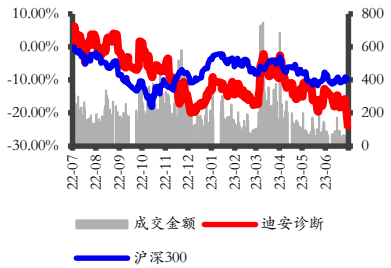
实验室建设+市场拓展，协同发展突破山海

投资评级：买入（首次）

报告日期： 2023-07-21

收盘价（元）	23.75
近 12 个月最高/最低（元）	33.23/22.66
总股本（百万股）	627
流通 A 股（百万股）	503
流通股比例（%）	80.22
总市值（亿元）	149
流通市值（亿元）	119

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：

- **实验室+产品持续拓展，第三方检测一体化服务先行者**

迪安诊断成立于 2001 年，成立初期以代理国外知名体外诊断产品为业务基础，凭借自身扎实的业务能力不断向服务和产品端延伸，目前已形成了“产品+服务”的“一体两翼”发展模式，从预防、筛查、诊断、治疗、监测、研究等多方面提供检测、产品供应和增值服务。截至 2022 年底，公司经营 42 家连锁化医学实验室，覆盖全国 90%的省份和地区，服务医疗机构超过 20000 家，服务人数超过 3 亿人，拥有分子诊断、细胞病理、质谱诊断三大自产产品线。

- **诊断服务：业务规模稳定增长，解决方案能力持续提升**

目前公司从三个方面进行业务布局：**1）实验室布局：**公司已形成“1 家总部实验室+4 家大区中心实验室+35 家省/自治区/直辖市实验室+43 家精准中心实验室+650 家合作共建实验室”的伞状网络化布局。**2）精准中心布局：**公司围绕三级医院，导入多组学技术平台，全面升级精准中心的建设，帮助医院打造一体化的精准诊疗模式，2022 年，公司新增 13 家精准中心，24 年预计有望整体达到 70 家。**3）合作共建：**公司推动共建实验室的运营效率提升并帮助进行资源整合与信息共享，推进城县乡卫生一体化。2022 年，公司合作共建实验室增至 650 余家，累计协助 10 家医院通过了 ISO15189 现场评审，持续对外赋能。

- **产品业务：发展迅速，加速布局海外市场**

公司以客户需求及临床为导向，通过技术创新和机制创新，不断打造内生高成长性价值链，公司现已完成了三大生产线的布局。**1）迪安生物：**目前已形成分子诊断、病理诊断和 POCT 三大产品转化平台，可以提供宫颈癌“筛查闭环”整体解决方案、新冠自动化、规模化快速检测全场景解决方案等。**2）凯莱谱：**重点围绕临床诊断、多组学研究、生物标志物发现和转化三大应用方向，将多组学数据研发转化、临床质谱试剂与仪器自主研发生产及中心实验室服务等业务模式融合创新。**3）迪谱诊断：**在病原微生物鉴定与耐药检测、药物基因组学、肿瘤早筛与伴随诊断等诸多应用领域形成“四位一体”解决方案。

- **需求持续膨胀，特检市场规模具备较大提升空间**

中国 ICL 市场发展较晚，目前仍处于起步阶段。至 2021 年底，中国有 2,100 余家 ICL，而美国有超 7,500 家。若剔除 COVID-19 检测，中国的 ICL 市场由 2017 年的人民币 147 亿元增至 2021 年的人民币 223 亿元，并预计于 2026 年增至人民币 513 亿元，在疫情影响消散后，中国的 ICL 市场预期将以更快的速度发展。随着经济社会的发展及疫情等事件的冲击，民众对于个人健康关注度持续提高，特检需求未来有望持续增长。

- **投资建议**

公司是以第三方检验服务为基础、“产品+服务”全产业链覆盖的医学

检验平台，精准中心数量的增加推动特检业务占比提高，业务结构的优化为公司长期高质量发展保驾护航。我们看好公司在医学检验领域的技术优势和服务口碑，预计 2023～2025 年将实现营业总收入 142.29/161.54/180.73 亿元，同比-29.8%/+13.5%/+11.9%；实现归母净利润 10.58/13.77/16.80 亿元，同比-26.2%/+30.2%/22.0%；对应 PE 14.08/10.81/8.86x。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

政策风险；应收账款管理不及预期；诊断质量控制不及预期；行业竞争加剧风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	20282	14229	16154	18073
收入同比（%）	55.0%	-29.8%	13.5%	11.9%
归属母公司净利润	1434	1058	1377	1680
净利润同比（%）	23.3%	-26.2%	30.2%	22.0%
毛利率（%）	37.2%	35.4%	38.1%	40.6%
ROE（%）	19.3%	12.5%	14.0%	14.6%
每股收益（元）	2.30	1.69	2.20	2.68
P/E	10.92	14.08	10.81	8.86
P/B	2.12	1.76	1.51	1.29
EV/EBITDA	3.80	4.01	3.99	2.94

资料来源： wind，华安证券研究所

正文目录

1 一体两翼发展模式，第三方检测一体化服务者 6
1.1 “产品+服务”提供整体化解决方案服务体系 6
1.2 业绩稳定增长，应收账款与商誉减值风险可控 7
2 政策+市场空间双驱动，迪安诊断优势渐显 10
2.1 市场前景广阔，呈现寡头竞争格局 10
2.2 国产替代政策加持，拥有强竞争力产品的企业或将迎春风 14
3 精准中心建设与海外市场拓展协同发展 19
3.1 三大业务齐头并进，同业对比彰显优势 19
3.2 诊断服务业务稳定增长，解决方案能力持续提升 21
3.3 产品业务快速发展，进一步布局海外市场 24
4 盈利预测与投资建议 27
4.1 盈利预测 27
4.2 投资建议 28
风险提示： 29
财务报表与盈利预测 30

图表目录

图表 1 迪安诊断发展历史 6
图表 2 迪安诊断股权结构（截至 2022 年报） 7
图表 3 管理团队人才济济（截至 2022 年年报） 7
图表 4 公司营收稳步增长（单位：百万元） 8
图表 5 公司净利润持续增长（单位：百万元） 8
图表 6 2017-2023Q1 公司三费逐渐稳定 8
图表 7 公司研发投入持续增长（单位：RMB MN） 8
图表 8 2020-2022 年公司三大业务占比（单位：%） 9
图表 9 2020-2022 年公司业务营收（单位：百万元） 9
图表 10 2018-2022 年各地区营收情况（单位：百万元） 9
图表 11 2018-2022 年各地区营收占比情况（单位：%） 9
图表 12 应收账款风险可控（RMB 亿元） 10
图表 13 商誉减值风险可控（单位：亿元） 10
图表 14 医学检验产业链 11
图表 15 中国 ICL 市场及临床检测市场规模逐步上升（单位：RMB BN） 11
图表 16 剔除新冠后 ICL 市场规模（单位：百万元） 12
图表 17 包含新冠的 ICL 市场规模（单位：百万元） 12
图表 18 我国 ICL 发展程度与美国相比仍有一定提升空间 12
图表 19 ICL 市场明细中，特检市场占比不断上升（单位：百万元） 12
图表 20 特检细分赛道市场规模不断提升 13
图表 21 国内 ICL 市场竞争格局情况 14
图表 22 政策赋能医疗健康行业发展，医学检验发展受政策支持 14
图表 23 国产替代将成为医疗器械发展的主旋律 15
图表 24 全球质谱仪规模预计呈现逐步扩张的趋势 15
图表 25 全球质谱仪市场竞争格局 16
图表 26 2020 年质谱仪进口国家分布较为集中 16
图表 27 我国质谱仪市场构成较为集中 17
图表 28 国内质谱仪市场规模不断扩大 17
图表 29 进口规模增加，进口依赖度降低（单位：亿元） 17
图表 30 2015-2021 年 11 月我国其他质谱仪进出口金额情况 18
图表 31 DP-TOF 飞行时间质谱检测系统 19
图表 32 DP-TOF 工作流程及配套 19
图表 33 不同公司 ICL 业务拆分对比（亿元，2022 年） 19
图表 34 金域医学与迪安诊断毛净利率对比 20
图表 35 金域医学与迪安诊断服务收入占比（单位：百万元） 20
图表 36 金域与迪安研发投入对比情况（单位：百万元，%） 20
图表 37 金域医学与迪安诊断新建实验室数量对比 21
图表 38 金域医学与迪安诊断实验室累计数量对比 21
图表 39 医学诊断服务收入及增速（单位：百万元，%） 21
图表 40 公司诊断服务临床解决方案 22
图表 41 2020-2022 年公司连锁化实验室数量 22

图表 42 精准医学中心建设与运营整体解决方案 23
图表 43 2019-2022 年公司精准中心建设数量 23
图表 44 公司合作共建业务模式 23
图表 45 晓飞检健康业务模式 24
图表 46 公司渠道产品业务收入及增速（单位：百万，%） 24
图表 47 公司自产产品业务收入及增速（单位：百万元，%） 24
图表 48 2017-2022 年公司研究成果落地情况 25
图表 49 金迪安宫颈癌筛查整体解决方案 25
图表 50 金迪安女性生殖道感染精准检测方案 25
图表 51 凯莱谱液相色谱串联质谱检测系统 26
图表 52 基于多组学驱动的精准用药整体解决方案 26
图表 53 公司收入预测（RMB MN） 27

1 一体两翼发展模式，第三方检测一体化服务者

1.1 “产品+服务”提供整体化解决方案服务体系

以第三方诊断为核心主业，致力于提供整体解决方案。迪安诊断创立于 1996 年，于 2011 年 7 月上市，业务涵盖医学诊断服务、诊断技术研发、诊断产品生产及营销、CRO、司法鉴定、健康管理、冷链物流等领域。截至目前，公司共经营有 42 家连锁化医学实验室，覆盖全国 90%的省份和地区，服务医疗机构超过 20000 家，服务人数超过 3 亿人。公司的发展大致分为五个阶段：

创业期：1996-2002 年公司处于初创时期，根本任务在于锚定事业基因。1996 年公司开展 PCR（分子诊断）投放业务，1999 年与罗氏诊断形成战略合作，以销售检测产品业务起家。

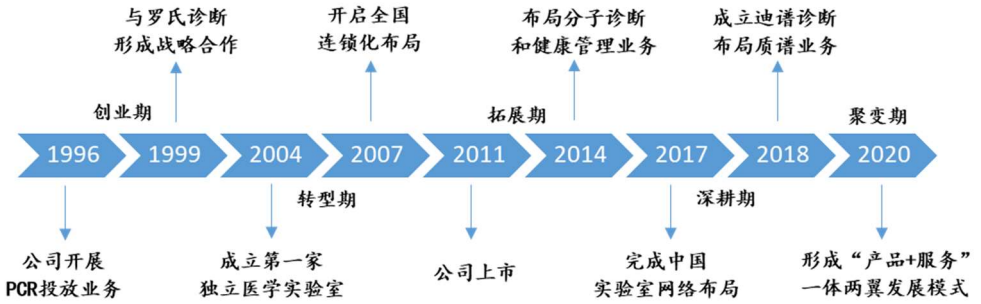
转型期：2003-2008 年公司处于转型时期，开创“产品+服务”商业模式。2004 年公司在杭州市成立第一家独立医学实验室，2007 年南京迪安诊断医学检验所成立，标志着公司正式开启全国连锁布局。2008 年公司获得司法鉴定资质，成立迪安司法鉴定所，业务范围持续扩展。

拓展期：2009-2016 年公司处于拓展时期，主要目标是做宽度、拼速度。2011 年公司在深交所创业板上市，开启新征途；2014 年公司成立迪安健检和迪安生物，开始布局分子诊断和健康管理，业务范围进一步扩大。

深耕期：2017-2019 年公司处于深耕时期，主要目标是做深度、拼精度。2017、2018 年公司分别成立凯莱谱、迪谱诊断，开始布局质谱相关业务，大力打造自产产品板块，业务领域由提供服务扩展至研发。2017 年公司完成中国实验室网络布局（共 38 家 ICL 实验室）。

聚变期：2020 年至今公司处于聚变时期，定位为诊疗一体化服务者。公司自 2020 年已经形成了“产品+服务”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，协同效应逐步显著。

图表 1 迪安诊断发展历史



资料来源：公司年报、wind，华安证券研究所

股权结构集中。公司实际控制人为创始人陈海斌先生，截至 2022 年报，陈先生掌握 26.23%的公司股份；第二大股东为香港中央结算有限公司，掌握公司 7.91%的股份。公司董事长陈海斌先生于 2001 年 9 月创办迪安诊断，任董事长兼总经理；2014 年 12 月起兼任杭州迪安控股有限公司董事长。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”的企业定位。

图表 2 迪安诊断股权结构（截至 2022 年报）

资料来源：公司年报、wind，华安证券研究所

公司管理层经验丰富，各有所长。副总经理姜傥女士 2010 年加入迪安诊断，医学专业出身经验丰富，曾担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；副总经理郭三汇先生市场经验丰富，曾历任杭州迪安医学检验中心有限公司大区经理、总经理、南京迪安医学检验所有限公司总经理等职位。

图表 3 管理团队人才济济（截至 2022 年年报）

姓名	职务	履历
陈海斌	迪安诊断董事长、兼任杭州迪安控股有限公司董事长	中欧国际工商学院 EMBA，浙江省政协常委，上海长三角商业创新研究院副理事长兼大健康研究所所长，并先后获得“2013 年上市公司最受尊敬董事长”、“2014 年度风云浙商”等荣誉。
黄柏兴	现任迪安诊断董事、总经理	1981 年 5 月至 1985 年 4 月任新加坡美国医院公司检验科主任等职；1985 年 5 月至 2019 年 4 月任罗氏诊断中国区总经理等职；2019 年 5 月至今担任公司董事，2019 年 10 月至今担任公司总经理。
沈立军	现任迪安诊断董事、副总经理	曾任太古饮料旗下多家子公司的会计经理、供应链总监、财务行政总监；中粮可口可乐饮料有限公司财务总监，中国食品财务部总经理，贝因美婴童食品股份有限公司副总经理、CFO 兼董事会秘书。
郭三汇	现任迪安诊断董事、副总经理	2000 年 10 月至 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；2011 年 12 月至 2014 年 8 月任南京迪安医学检验所有限公司总经理；2014 年 9 月至 2017 年 6 月任迪安诊断技术集团股份有限公司大区总经理、总裁助理等职。
姜傥	现任迪安诊断董事、副总经理	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；2008 年至 2010 年任美国 MD Anderson Cancer Center 研究员；2010 年 10 月至 2013 年 12 月任本公司独立董事；2013 年 10 月至今任广州阳普医疗科技股份有限独立董事。

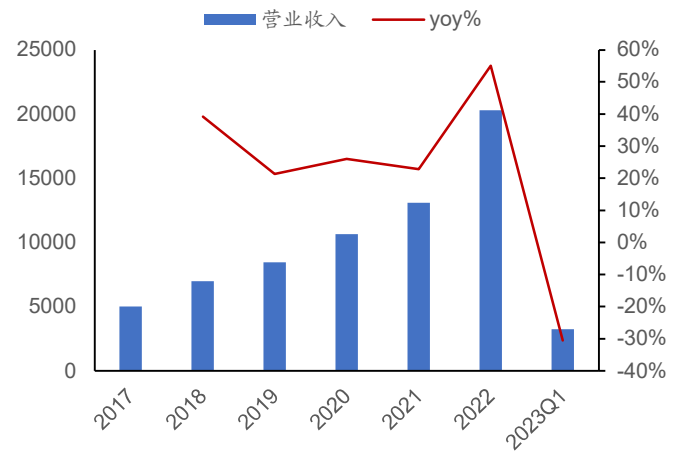
资料来源：公司官网、公司公告、wind，华安证券研究所

1.2 业绩稳定增长，应收账款与商誉减值风险可控

2017 年以来，公司营收及利润实现稳步增长。2022 年公司实现营业收入 202.82 亿元，同比增长 55.03%，增速远高于 2018-2021 年，主要得益于新冠核酸检测收入的增长；2023 年一季度公司营收 32.32 亿元，同比下降 30.48%，主要系新冠核

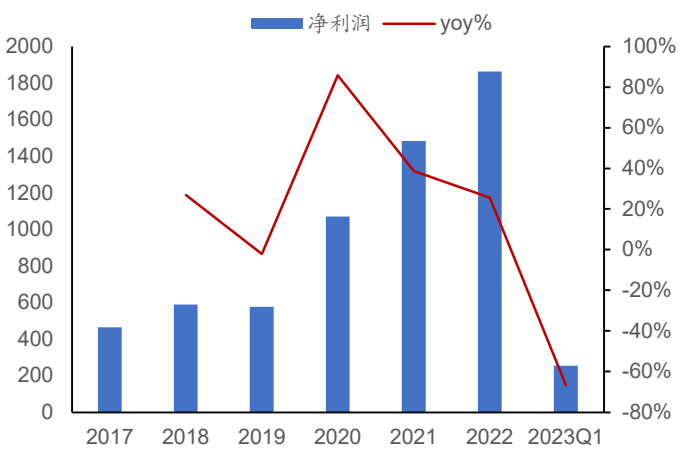
酸检测的下降引起的营收下降。2022 年公司新开检测项目 270 个，扣除新冠核酸检测业务，公司 22 年诊断服务业务收入 46.35 亿元（+15.47%）。公司特检业务收入占传统诊断收入的比例提升至 39.80%，主要得益于公司持续深耕精准检验领域，22 年新增 13 家精准中心（总计 43 家）。公司 2022 年实现净利润 18.62 亿元，同比增长 25.54%，23Q1 公司净利润 2.55 亿，同比下降 72.2%；变化较大主要系核酸检测影响。

图表 4 公司营收稳步增长（单位：百万元）



资料来源： wind，华安证券研究所

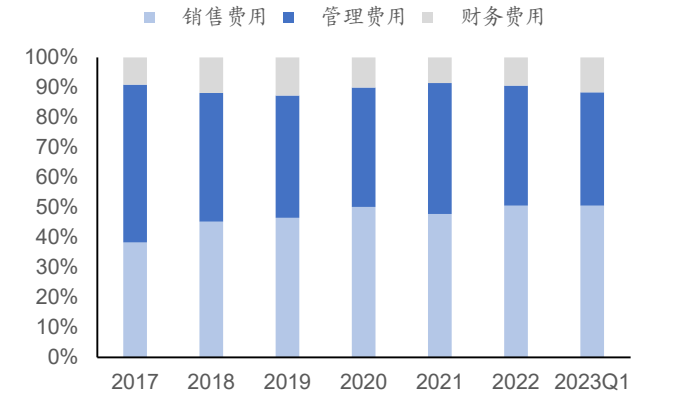
图表 5 公司净利润持续增长（单位：百万元）



资料来源：wind，华安证券研究所

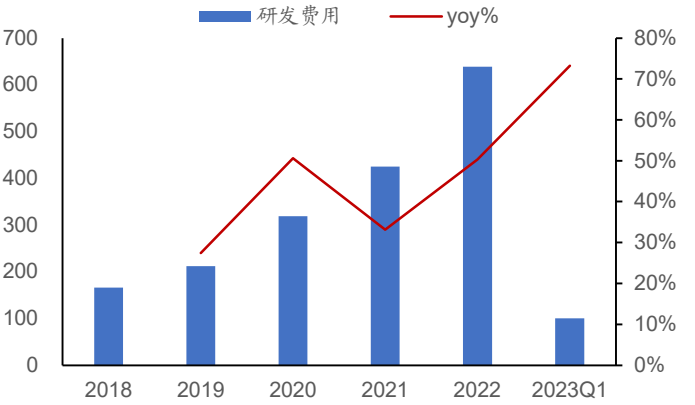
2017 年以来，公司控费成果逐步显现，研发投入不断增加。近年来公司管理费用占比逐渐减少，由 2017 年的 6.39 亿元降至 2023 年一季度的 1.96 亿元，在新冠疫情结束之后，公司进行进一步的人事调整，预计未来的管理费用会进一步下降。公司财务费用占比一直稳定在 2.02%的水平，财务费用从 2017 年的 1.12 亿元上升至 2022 年的 2.98 亿元，主要系报告期内借款总额增加及汇率变动的影响。公司持续布局自研产品，2018 年以来研发投入不断增加，2022 年公司研发费用 6.38 亿，同比增长 50.32%，2023 年一季度研发费用将近 1 亿，同比增长 73.29%，在研发的加持下公司自产产品矩阵有望持续提高影响力，贡献收入利润。

图表 6 2017-2023Q1 公司三费逐渐稳定



资料来源： wind，华安证券研究所

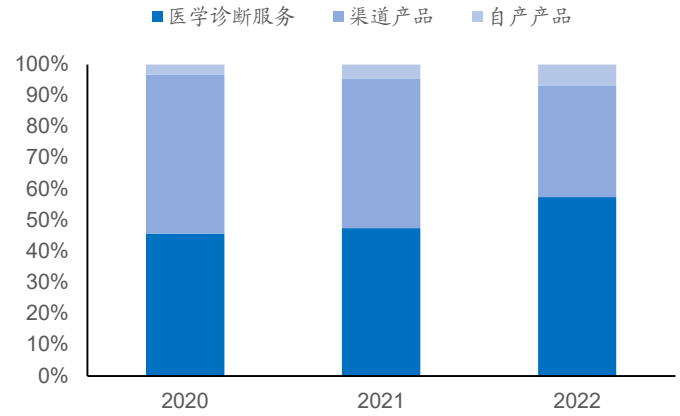
图表 7 公司研发投入持续增长（单位：rmb mn）



资料来源：wind，华安证券研究所

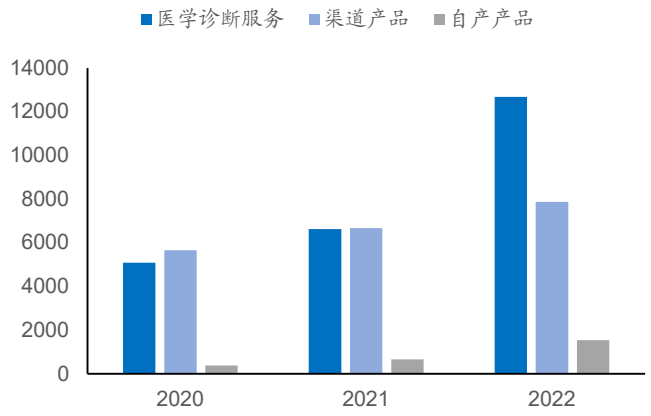
三大业务收入齐升，医学诊断服务占比增加。2022 年公司三大业务同比去年均呈现显著增长，其中公司诊断服务业务总收入 126.74 亿元，较去年同期增长 91.46%；其中新冠核酸检测收入 80.39 亿元，剔除新冠核酸检测收入后的诊断服务业务收入 46.35 亿元，较去年同期增长 15.47%。公司自产产品新增 19 个二类证和 44 个一类证，借助全国布局的渠道网络，产品业务实现总收入 93.98 亿元，较去年同期增长 28.37%；其中，自产产品业务收入 15.33 亿元，较去年同期增长 132.78%；渠道产品业务收入 78.65 亿元，较去年同期增长 18.05%。

图表 8 2020-2022 年公司三大业务占比（单位：%）



资料来源：弗若斯特沙利文，华安证券研究所

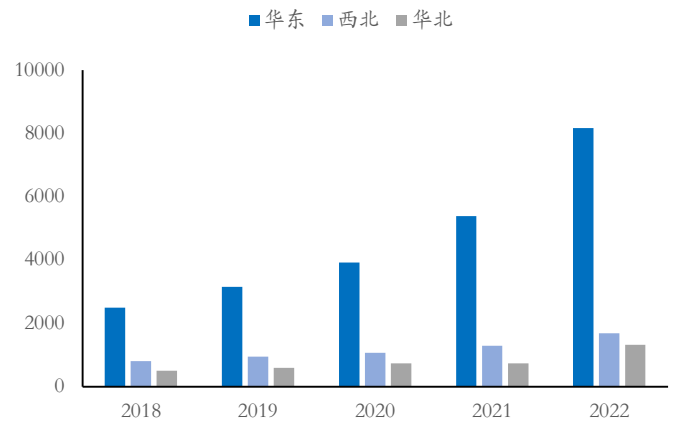
图表 9 2020-2022 年公司业务营收（单位：百万元）



资料来源：弗若斯特沙利文，华安证券研究所

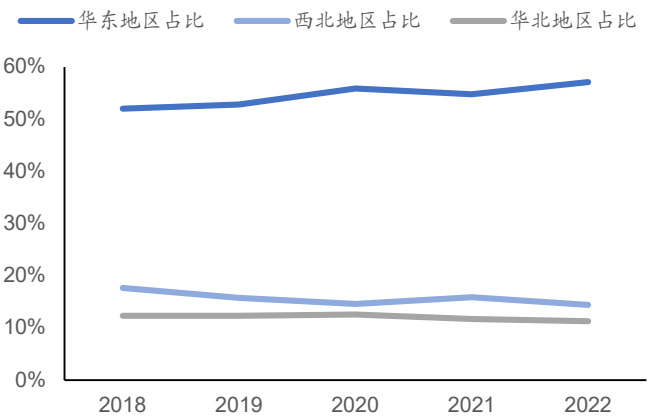
地区发展集中化，华东地区市场占有率逐年提升。公司业务分布相对集中，主要分布在华东、西北以及华北地区，并且三个地区收入占比均呈现逐渐增加的趋势，其中华东地区收入增速最快。近两年西北和华北地区的收入占比呈现递减的趋势，华东地区营收占比不断增加，地区发展不断集中化。除此之外，公司在新加坡成立了海外国际总部，参加了一些有影响力的国际展会，“金迪安”产品外销至全球 9 大国家和地区，在国际市场上开始建立自己的品牌知名度。

图表 10 2018-2022 年各地区营收情况（单位：百万元）



资料来源：wind，华安证券研究所

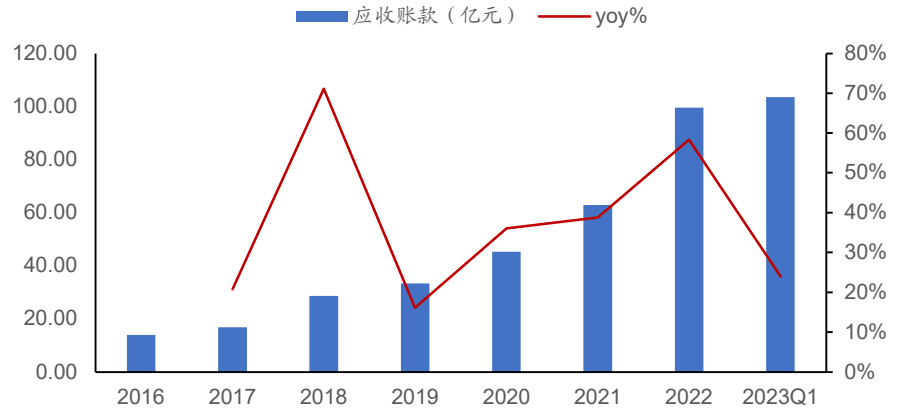
图表 11 2018-2022 年各地区营收占比情况（单位：%）



资料来源：wind，华安证券研究所

分季度来看，应收账款呈现递增趋势，一季度后将有所缓和。2022 年公司表观应收账款 99 亿、2023 年一季度末上升至 103 亿，主要系公司一季度并表了一家渠道公司用来在大湾区拓展业务、打造产品加服务的协同效应，故有 8 亿应收账款并入。若按同口径计算，公司 23Q1 应收账款整体下降，集团层面应收账款质量有所改善。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 年公司计提商誉减值损失 4.59 亿元，计提后商誉大幅下降为 8.20 亿元。考虑到公司影响应收账款的因素逐步消散，之后公司商誉减值风险较小。

图表 12 应收账款风险可控（rmb 亿元）



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 13 商誉减值风险可控（单位：亿元）

主要指标	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
商誉	15.03	15.8	18.59	16.94	12.79	12.79	8.20
商誉-减值准备	0.03	0.41	1.16	2.93	7.35	7.35	13.25
商誉-减值损失	0.03	0.38	0.75	1.77	4.46	0	4.59

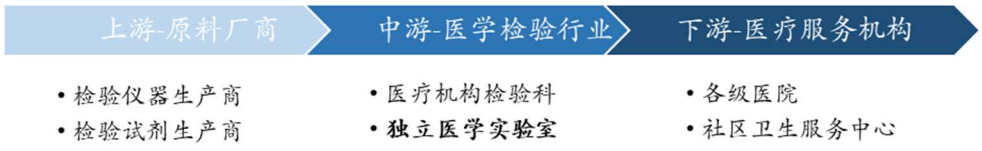
资料来源：公司公告，华安证券研究所

2 政策+市场空间双驱动，迪安诊断优势渐显

2.1 市场前景广阔，呈现寡头竞争格局

独立医学实验室（Independent Clinical Laboratory，ICL）诞生于检验项目扩容和专业化的分工。早期的医学检验业务均由医院的检验科及病理科完成，随着民众对医疗健康需求的提高和检验技术的不断发展，检验服务需求不断上升、检验项目日益增多，医院作为医学检验业务的唯一实现主体已无法满足检验及诊断业务发展的实际情况。独立医学实验室将原本属于医院检验科、病理科的检验业务外包进行集中检验，具有显著的规模效应，通过规模化经营、专业化分工提升了检验效率及检验水平。

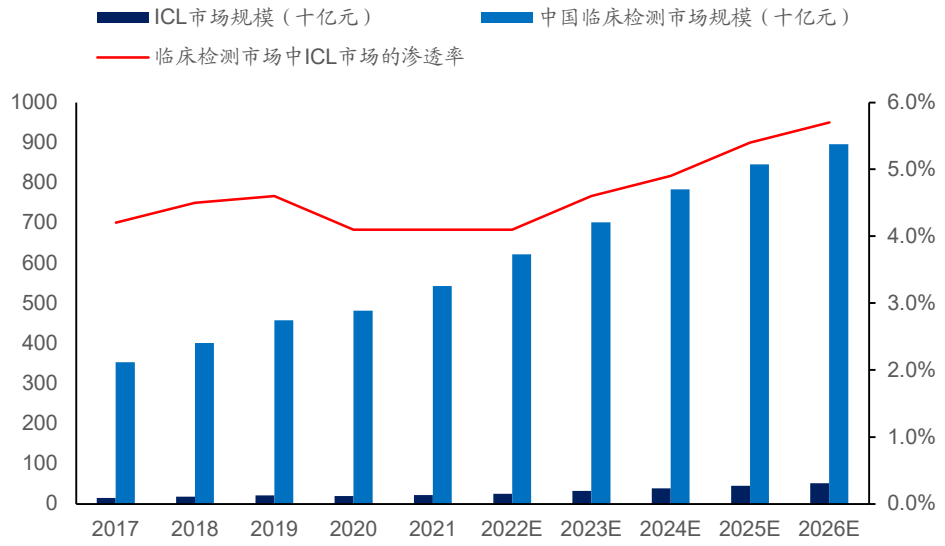
图表 14　医学检验产业链



资料来源：弗若斯特沙利文，华安证券研究所

临床检测市场持续扩容，ICL 行业增速快于整体检测。中国的临床检测行业市场规模由 2017 年的人民币 3528 亿元增至 2021 年的人民币 5,424 亿元，年复合增长率为 11.4%，并预计于 2026 年达到人民币 8964 亿元，年复合增长率为 10.6%。同时，中国的 ICL 市场（不包括 COVID-19 检测）由 2017 年的人民币 147 亿元增至 2021 年的人民币 223 亿元，年复合增长率为 10.9%，并预计于 2026 年增至人民币 513 亿元，2021 年至 2026 年的年复合增长率为 18.2%，快于整体临床检测行业。ICL 市场的持续扩容和高增长率为第三方检测企业提供了广阔的市场空间。

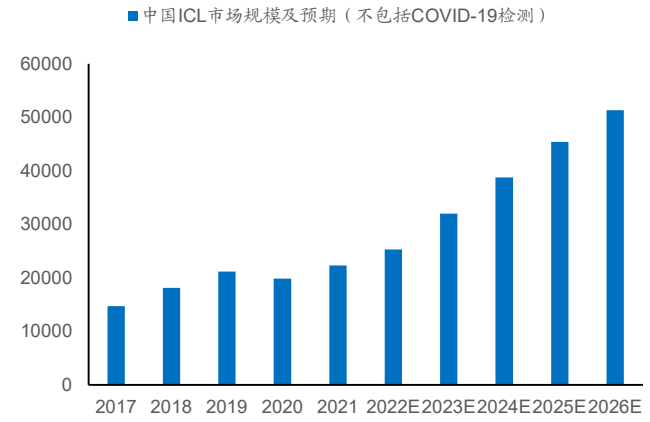
图表 15 中国 ICL 市场及临床检测市场规模逐步上升（单位：rmb bn）



资料来源：弗若斯特沙利文，华安证券研究所

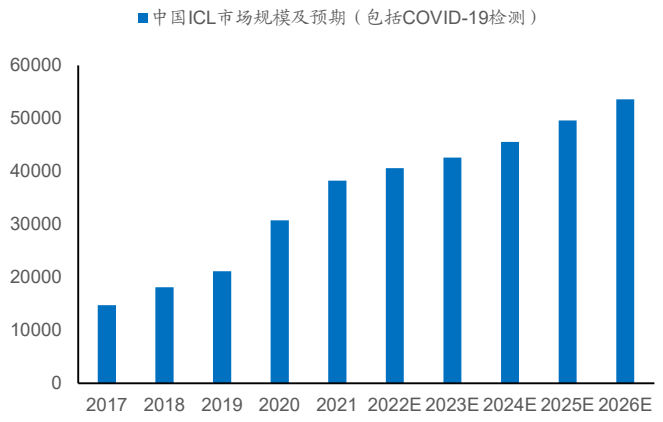
中国 ICL 市场增速相较疫情前仍有提升。新冠检测对 ICL 的行业规模造成一定扰动，若剔除 COVID-19 检测，中国的 ICL 市场由 2017 年的人民币 147 亿元增至 2021 年的人民币 223 亿元，年复合增长率为 10.9%，并预计于 2026 年增至人民币 513 亿元，2021 年至 2026 年的年复合增长率为 18.2%。在疫情带来的负面影响逐步消散后，中国的 ICL 市场预期将以更快的速度发展。

图表 16 剔除新冠后 ICL 市场规模（单位：百万元）



资料来源：弗若斯特沙利文，华安证券研究所

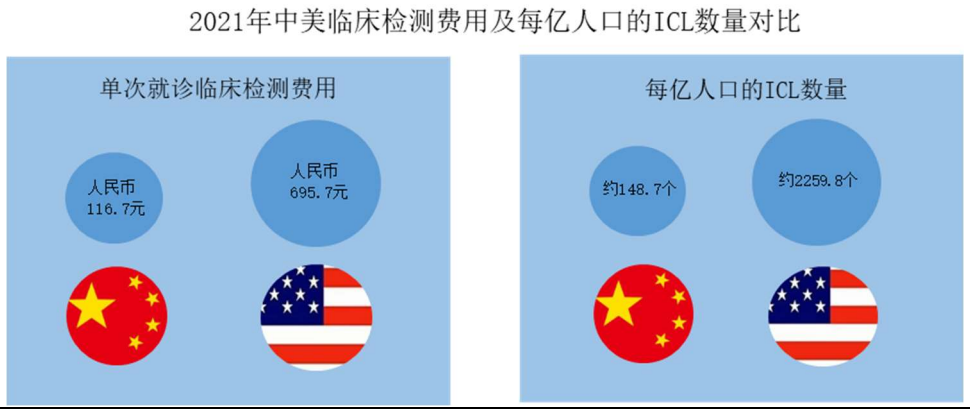
图表 17 包含新冠的 ICL 市场规模（单位：百万元）



资料来源：弗若斯特沙利文，华安证券研究所

与其他发达国家相比，中国 ICL 市场仍处于起步阶段。ICL 起源于 1920 年代的美国。经过近百年的发展，ICL 已发展成为一个独立运营的医学实验室平台，且已成为医疗服务体系中不可或缺的一部分。中国的第一家 ICL 于 1994 年成立，ICL 行业发展相对较晚。至 2021 年底，中国有 2,100 余家 ICL，而美国有超 7,500 家。中国在单次就诊临床检测费用方面也较为落后，2021 年此数据仅为美国的六分之一。中国的 ICL 市场仍有市占率提升预期。

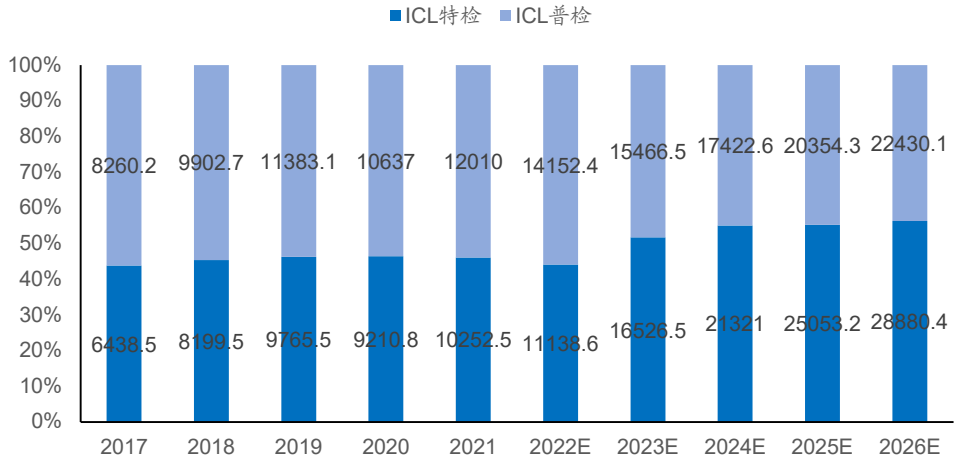
图表 18 我国 ICL 发展程度与美国相比仍有一定提升空间



资料来源：国家卫生健康委员会，弗若斯特沙利文，华安证券研究所

中国的 ICL 市场可被分为普检及特检。中国 ICL 普检市场由 2017 年的人民币 83 亿元增至 2021 年的人民币 120 亿元，年复合增长率为 9.8%，并预计于 2026 年达到人民币 224 亿元，2021 年至 2026 年的年复合增长率为 13.3%。相较于 ICL 普检，特检的增长速度更快，由 2017 年的人民币 64 亿元增至 2021 年的人民币 103 亿元，年复合增长率为 12.3%，并预计将于 2026 年达到人民币 289 亿元，年复合增长率为 23.0%。

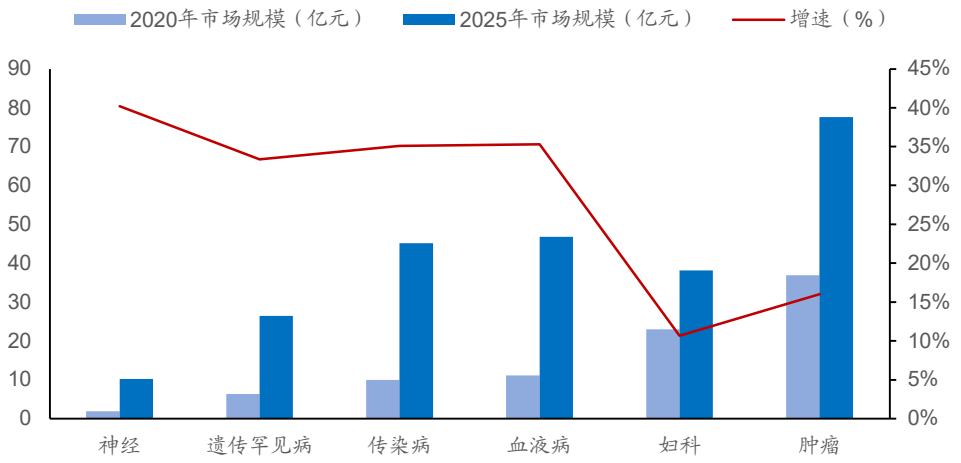
图表 19 ICL 市场明细中，特检市场占比不断上升（单位：百万元）



资料来源：弗若斯特沙利文，华安证券研究所

特检市场呈现细分赛道高速发展，形成寡头竞争格局，驱动行业增长。特检龙头高速发展：MAYO Clinic 的许多医学成果在全球范围内产生影响，包括心脏移植术、心脏起搏器的应用、多发性硬化症的诊断和治疗等领域；ARUP 是美国主要的临床基准实验室，处于国际创新研发实验室的领先地位，从常规的筛查到复杂的分子和遗传分析，包括基因测序、片段分析和基因组检测可以实现高度自动化。此外也有专注某类细分科室的特检实验室快速突破：CRL 的业务主要由研究模型和服务、发现和安全评估和制造解决方案构成，其中，研究模型和服务主要分为研究模型的生产和销售业务、研究模型服务、符合 GMP 的细胞研究业务；NEO GENOMICS 运营着一个以癌症为中心的检测实验室网络，临床服务部门为基于社区的病理学实践、肿瘤学实践、医院病理学实验室、参考实验室和学术中心提供各种临床测试服务，制药服务部门通过为临床试验和研究提供测试服务和数据分析，支持制药公司的药物开发计划。根据海外 ICL 行业格局，中国特检外包的市场未来有望与海外类似，逐渐形成寡头的竞争格局，几家头部企业输出差异化的检验项目，各自占据较大份额，后进入行业的企业很难赶超。

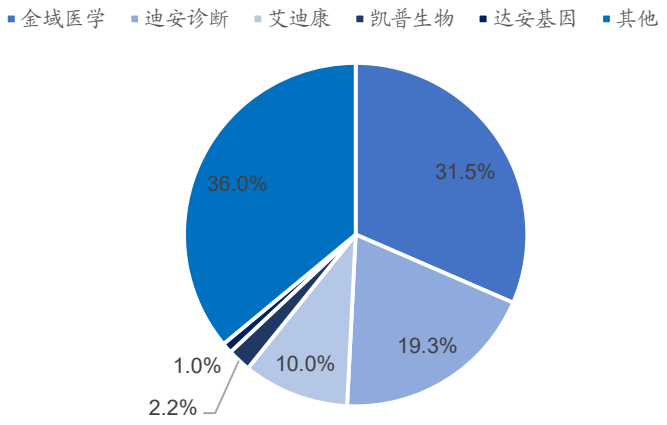
图表 20 特检细分赛道市场规模不断提升



资料来源：头豹研究院，华安证券研究所

ICL 市场发展迅速，国内竞争格局基本形成。国内 ICL 行业的主流模式是面向医院收样检测后反馈结果给医院，因此集约化经营和专业化分工是独立医学实验室的核心竞争。凭借着先发优势，金域医学、迪安诊断、艾迪康在全国各主要城市进行网点布局，率先形成集约化经营优势，连续多年成为该行业市场占有率前三的企业。金域医学和迪安诊断两者市占率已达 50%，作为行业龙头的竞争优势明显，ICL 行业也已形成寡头垄断格局。

图表 21 国内 ICL 市场竞争格局情况



资料来源：众成医械，华安证券研究所

2.2 国产替代政策加持，拥有强竞争力产品的企业或将迎春风

政策加持推动医疗健康产业升级扩容。国家高度重视医疗健康，持续出台相关政策及措施推动医疗健康行业发展，其中基因检测、医学检测等概念被重点提及，如党的二十大报告明确提出推进健康中国建设，把保障人民健康放在优先发展的战略位置，从全方位全周期健康服务到中国特色医疗卫生服务体系，进一步推进健康中国建设。

图表 22 政策赋能医疗健康行业发展，医学检验发展受政策支持

政策名称	发布时间	发布机构	政策内容
《国家卫生健康委办公厅关于开展社区医院建设试点工作的通知》	2019 年 12 月	国家卫生健康委办公厅	在医技等科室方面，至少设置医学检验科（化验室）、医学影像科、心电图室、西（中）药房。有条件的可设置胃镜室等功能检查室。影像诊断、临床检验等科室可由第三方机构或者医联体上级医疗机构提供服务。
《关于做好新冠肺炎疫情常态化防控中医药各项工作的通知》	2020 年 5 月	国家中医药管理局办公室	各地暂不具备新冠病毒检测能力的中医医院可与当地疾控机构或第三方医学检验实验室合作开展核酸检测。
《关于印发进一步规范医疗行为促进合理医疗检查的指导意见的通知》	2021 年 1 月	国家卫生健康委等 8 个部门	鼓励有条件的地区按照标准独立设置医学影像中心、医学检验中心、病理诊断中心,并统一纳入卫生健康部门医疗质量控制体系,为区域内医疗机构提供检查服务,实现资源共享。

“十四五”生物经济发展规划	2022 年 5 月	国家发改委	“基因检测技术覆盖率持续提高，生物领域第三方服务机构数量稳步增长”；围绕药品、疫苗、先进诊疗技术和装备、生物医用材料、精准医疗、检验检测及生物康养等方向，提升原始创新能力”
“十四五”国民健康规划	2022 年 5 月	国务院办公厅	提高医疗卫生机构实验室检测能力，引导促进医学检验中心、医学影像中心等独立设置机构规范发展，加快推动县域综合医改，推进紧密型县域医共体建设。

资料来源：中国政府网，国家中医药管理局，国家发展和改革委员会，华安证券研究所

受益进口替代政策，国产 IVD 需求迎来持续提升。2021 年 12 月，《“十四五”医疗装备产业发展规划》围绕诊断检验装备、治疗装备、监护与生命支持装备、中医诊疗装备、妇幼健康装备、保健康复装备、有源植介入器械等重点发展领域，提出了“十四五”期间重点任务；2022 年 9 月，卫健委发布通知，拟使用财政贴息贷款更新改造医疗设备，进一步刺激医疗设备更新改造需求，为国产品牌医疗设备厂家带来重大机遇；2022 年 12 月，《扩大内需战略规划纲要（2022－2035 年）》围绕 11 个方面出台 38 条举措，其中医疗行业在扩大内需方面，提出要“支持社会力量提供多层次多样化医疗服务”、“补齐乡镇卫生院、村卫生室等基础医疗设备配备”等内容，点明未来十年发展方向，国产替代将会是医疗器械发展的主旋律。

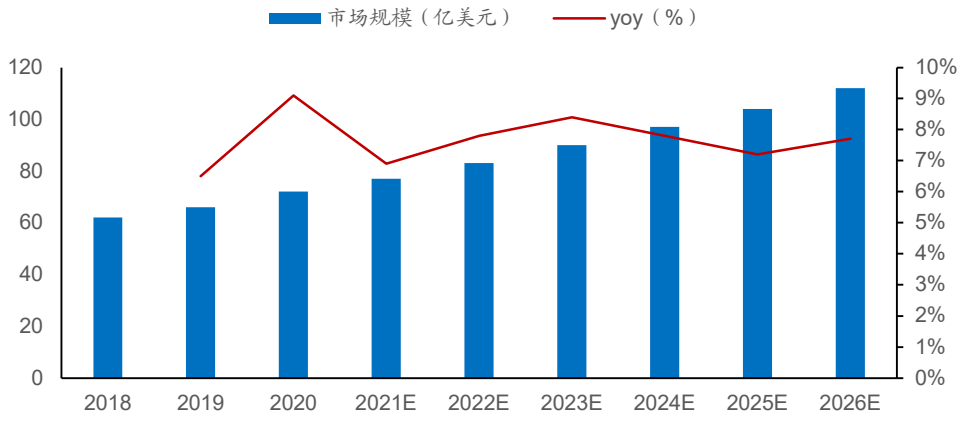
图表 23 国产替代将成为医疗器械发展的主旋律

政策	内容
“十四五”医疗装备产业发展规划	围绕诊断检验装备、治疗装备、监护与生命支持装备、中医诊疗装备、妇幼健康装备、保健康复装备、有源植介入器械等重点发展领域，提出了“十四五”期间重点任务
卫健委发布通知	拟使用财政贴息贷款更新改造医疗设备，进一步刺激医疗设备更新改造需求，为国产品牌医疗设备厂家带来重大机遇
扩大内需战略规划纲要（2022－2035 年）	围绕 11 个方面出台 38 条举措，其中医疗行业在扩大内需方面，提出要“支持社会力量提供多层次多样化医疗服务”、“补齐乡镇卫生院、村卫生室等基础医疗设备配备”等内容

资料来源：公司公告，华安证券研究所

需求程度持续提高，质谱仪市场未来发展空间广阔。近年来，随着全球药品研发投入不断增加、药品安全监测法规不断完善、市场食品安全质量关注度日益提升、全球生态环境监测及防污防治等方面措施持续增加，质谱仪在药品研发、临床治疗、食品质量监测、环境检测等领域市场应用需求程度逐渐提升，不断推动全球质谱仪产业市场呈现高速增长态势。根据 Transparency 的测算，2020 年全球质谱仪市场规模为 72 亿美元，预计到 2025 年全球市场规模将超百亿美元，2018-2026 年全球市场规模 CAGR 为 7.70%，全球市场潜力空间仍巨大。

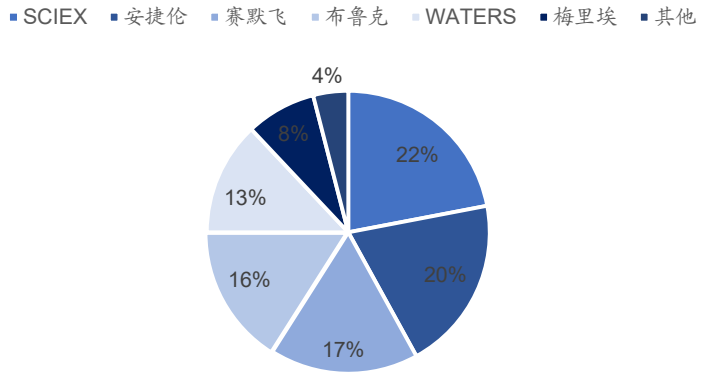
图表 24 全球质谱仪规模预计呈现逐步扩张的趋势



资料来源：Transparentcy Market Research，华安证券研究所

全球质谱仪市场竞争格局已然形成寡头垄断的局面。根据 Kalorama Information 的统计和预测，2016 年全球质谱产品销售市场总规模达到 18 亿美元，预计到 2021 年达到 32 亿美元，年均复合增速在 12%。从市场竞争格局来看，目前质谱仪市场被海外巨头垄断。目前全球质谱仪生产商主要被欧美日本等发达国家所占据，包括国际巨头赛默飞、丹纳赫、岛津、安捷伦、布鲁克、梅里埃等。

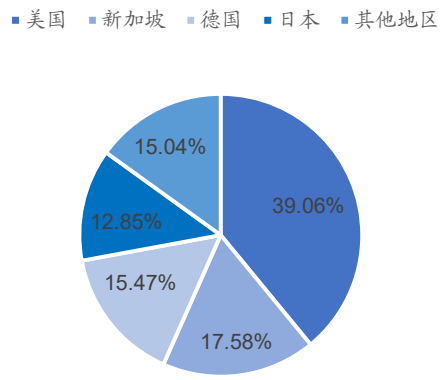
图表 25 全球质谱仪市场竞争格局



资料来源：Kalorama Information，中商产业研究院，华安证券研究所

使用需求逐渐提高，亚洲质谱仪增速预计超预期。从全球质谱仪地区市场情况看，由于北美地区生物医学和工业领域的政府投资不断增加及代谢组学领域研发力度加大，在推动了该地区质谱技术发展的同时，使得该地区成为全球质谱仪市场销售规模最大的地区。美国、新加坡、德国、日本是我国质谱仪进口数量靠前的国家，2020 年从美国进口质谱仪 4538 台，位居第一。随着亚洲的经济发展，中国、印度、日本等国家对于质谱仪的需求不断提高，据市场预测，未来亚洲市场预计将成为全球质谱市场中增速最高的地区，其中，中国预计将成为亚洲地区增长最快的质谱仪市场。

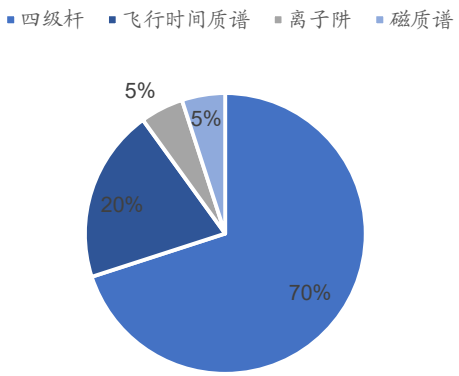
图表 26 2020 年质谱仪进口国家分布较为集中



资料来源：海关总署，中商产业研究院，华安证券研究所

我国质谱技术水平不断提升。我国质谱仪产业市场主要由四极杆质谱仪器及飞行时间质谱仪器产品组成，占比分别为 70%和 20%。细分至下游应用需求领域，在我国 2022 年 32 款取得注册证的国产临床质谱仪器中有 16 款为飞行时间质谱、12 款为液相色谱-串联质谱、4 款为电感耦合等离子体质谱，73 个获批临床质谱试剂盒中串联质谱试剂盒占比达 93%，进口试剂盒仅有 Wallac Oy2 款产品获批，其余均为国产试剂盒。

图表 27 我国质谱仪市场构成较为集中

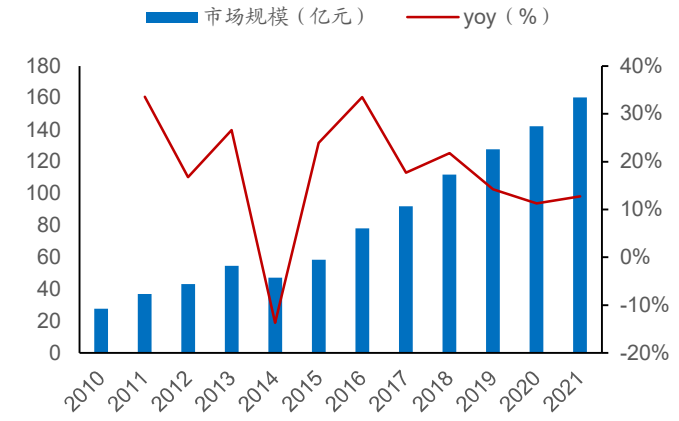


资料来源：观研天下，华安证券研究所

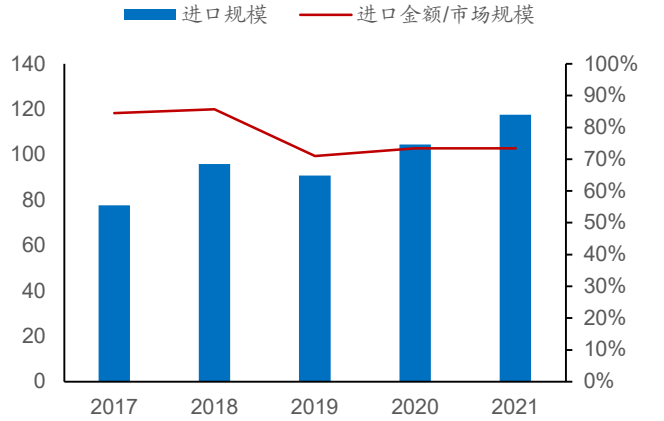
国内质谱仪市场不断扩大，国产替代趋势明显。根据智研咨询统计，2021 年我国质谱仪市场规模约 160.3 亿元，约占全球总规模的三分之一。近年国内不仅受到中美贸易摩擦、国内技术不断精进的影响，同时我国的高端设备进口也受到阻碍，加上国内政策的加持，我国质谱仪的进口依赖度从 2017 年的 84.47%下降到 2021 年的 73.36%。国内质谱仪行业发展节奏加快，国产替代进程加速。

图表 28 国内质谱仪市场规模不断扩大

图表 29 进口规模增加，进口依赖度降低（单位：亿元）



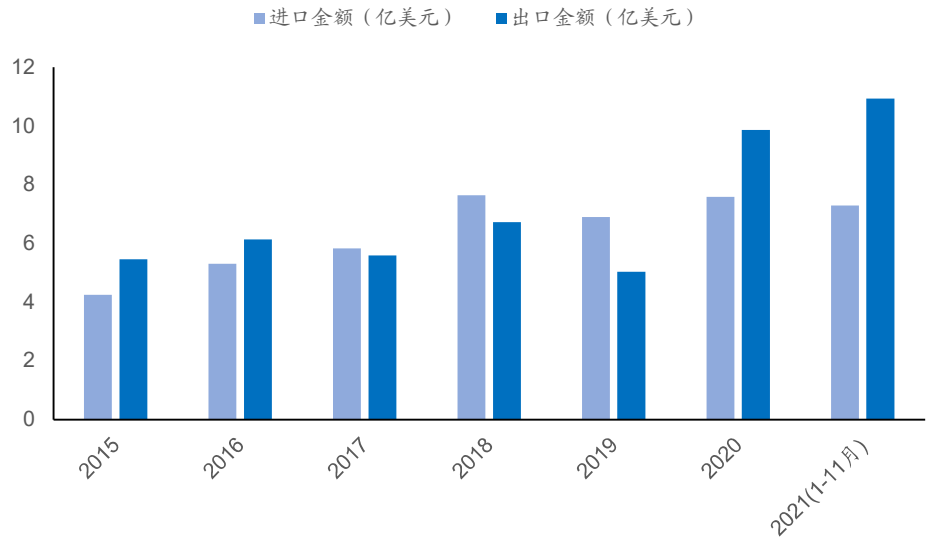
资料来源：智研咨询，华安证券研究所



资料来源：wind，华安证券研究所

目前我国质谱仪国产产品多为中低端产品，而高端产品进口依赖度较大。我国国内高端质谱仪市场被国际行业巨头垄断，主要因为我国质谱仪行业起步较晚，在该领域的研发、产业化及应用技术水平均落后于西方发达国家，国内掌握质谱仪所涉及的原理、模拟、计算、设计、应用开发及维护等各环节专业技术的专业类公司较少。据观研天下数据统计，2021 年 1-11 月我国质谱仪进口金额为 7.29 亿美元，出口金额为 10.93 亿美元。

图表 30 2015-2021 年 11 月我国其他质谱仪进出口金额情况



资料来源：观研天下，华安证券研究所

迪谱诊断推出 DP-TOF 飞行时间质谱产品，是国内首款获批的通用型核酸质谱。DP-TOF 完美整合了 PCR 技术的高灵敏度、芯片技术的高通量、质谱技术的高精确度和计算机智能分析的强大功能，从而为市场提供一个覆盖多应用领域，具有显著成本优势、简易工作流程和高样本通量的全自动解决方案。DP-TOF 基于基质辅助激光解析电离飞行时间质谱技术，与配套试剂用于对生命体来源（如血液、体液、组织）样本中已知核苷酸的检测。应用范围覆盖生物学的各个领域，如感染性疾病防控、遗传病检测（出生缺陷防控）、药物基因组学（精准用药）、癌症分析实体瘤和液

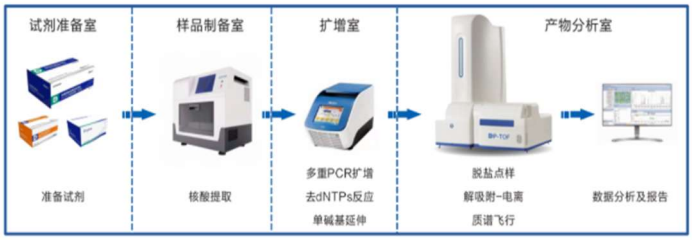
体活检（肿瘤防控）、健康管理（功能医学）、临床转化医学研究等。

图表 31 DP-TOF 飞行时间质谱检测系统

产品	 DP-TOF 飞行时间质谱检测系统
优势	·多基因多位点检测 ·高度自动化，操作简单，报告周期短 ·高准确度，高灵敏度，抗干扰性能强 ·高灵活性，无需凑样，兼容各种样本类型 ·高性价比，运行成本较低 ·通用型平台，提供临床分子检测全套解决方案
应用范围	·遗传病筛查（遗传性耳聋、地中海贫血、G6PD 等） ·药物基因组学（心脑血管药物、精神类疾病药物、儿童安全用药等） ·肿瘤防治（甲状腺良恶性鉴别、肿瘤化疗药物等） ·传染性疾病（结核鉴定与多重耐药基因检测等） ·健康管理（肿瘤易感、心脑血管易感、运动营养、体重管理、易栓症等） ·转化医学研究

资料来源：CACLP 体外诊断资讯，华安证券研究所

图表 32 DP-TOF 工作流程及配套



核酸质谱配套设备	核酸质谱核心设备	核酸质谱检测试剂
·板式离心机、迷你离心机 ·涡旋振荡器 ·纯水仪 ·分光光度计 ·核酸提取仪 ·PCR 仪 ……	·迪谱 DP-TOF ·服务器 ……	·核酸样本预处理试剂 ·心脑血管药物基因核酸样本预处理试剂 ·精神类药物基因核酸样本预处理试剂 ·肿瘤基因检测核酸样本预处理试剂 ……

资料来源：CACLP 体外诊断资讯，华安证券研究所

3 精准中心建设与海外市场拓展协同发展

3.1 三大业务齐头并进，同业对比彰显优势

试剂、人工成本同比提升，盈利水平仍有上升空间。从收入规模来看，迪安诊断与金域医学、康圣环球相比 ICL 市场规模仍有一定差距；从毛利率水平来看，迪安诊断与金域医学、康圣环球整体相接近，并且随着新冠疫情政策放开，预计公司未来毛利率水平会进一步提高。从主要成本构成来看，公司试剂成本与其他公司相比较高，并且试剂成本与人工成本较 2021 年同期相比也有所上升，主要系实验室与产品的拓展。预计未来随着公司扩张节奏逐渐稳定，成本管控能力进一步提升，盈利水平仍有上升空间。

图表 33 不同公司 ICL 业务拆分对比（亿元，2022 年）

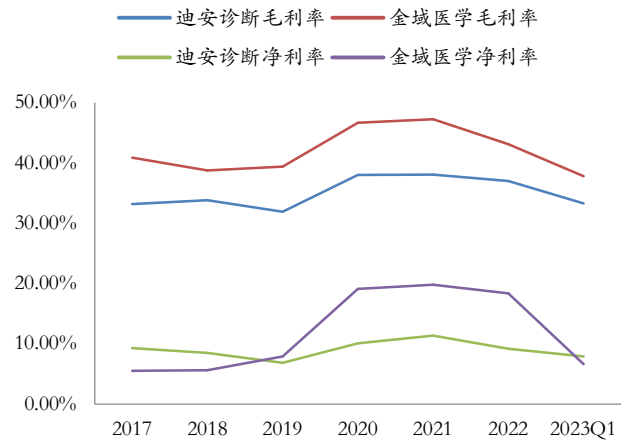
	迪安诊断	金域医学	康圣环球	艾迪康
ICL 规模	126.74	145.29	138.66	44
毛利率	41%	42.94%	43.49%	39%
试剂成本	44.36	42.93	3.34（实验室产生的成本）	18.21
试剂成本占比	63.04%	51.78%	42.6%（实验室产生的成本占比）	61.5%
人工成本	11.73	10.48	1.34	5.94
人工成本占比	16.67%	12.64%	17.1%	21%

资料来源：迪安诊断公司公告，金域医学公司公告，康圣环球公司公告，艾迪康公司公告，华安证券研究所

盈利能力较为平稳，收入增速有所提升。医学诊断服务收入上，迪安诊断虽然低于金域医学，但近两年增速更快。2017-2022 年，由于迪安起步较晚，在医学诊

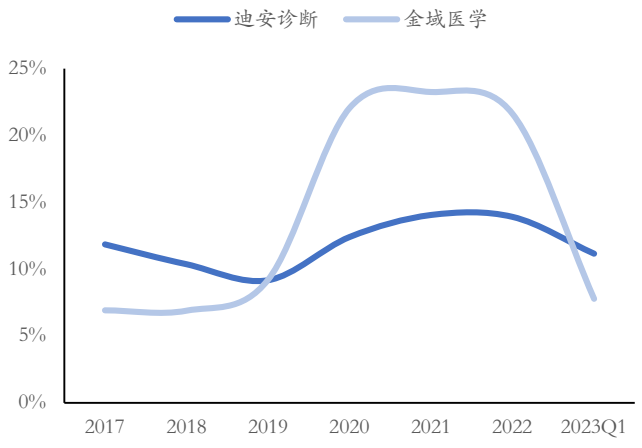
断服务方面的收入不及金域（23Q1 已赶超），但近年增速明显提升且高于金域。从盈利能力角度看，与金域相比，虽然 2019-2022 年迪安的毛利率较金域略低，但整体呈上升趋势，且 23Q1 迪安净利率高于 19 年同收入规模下的金域，迪安整体收入利润增速未来发展趋势良好。

图表 34 金域医学与迪安诊断毛净利率对比



资料来源： wind，华安证券研究所

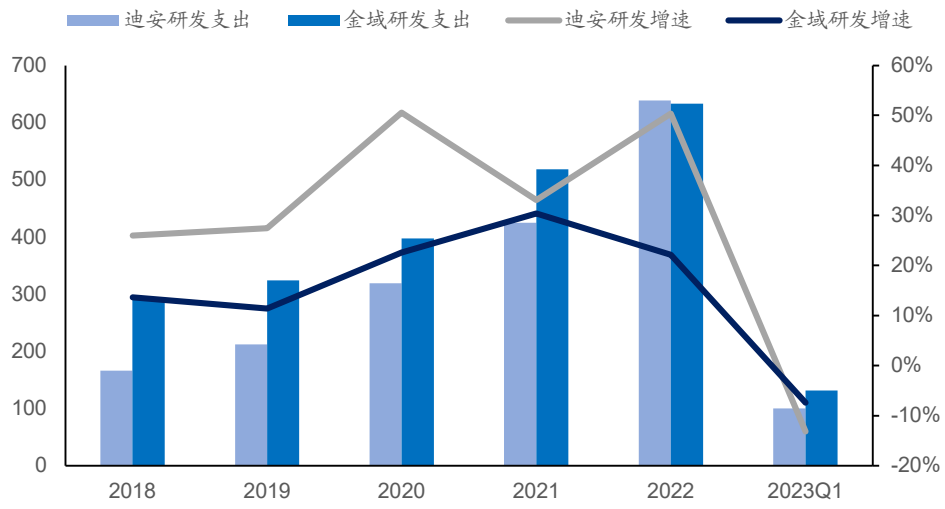
图表 35 金域医学与迪安诊断服务收入占比(单位: 百万元)



资料来源：wind，华安证券研究所

金域研发投入更高，迪安研发投入增速更快。整体来看，金域持续高研发投入，可检验项目数量稍领先于迪安诊断，但是迪安诊断近年研发投入增速远高于金域，2022 年迪安诊断研发支出已经赶超金域医学，达到 6.38 亿元。金域医学近几年神经及临床免疫疾病的发展非常迅速，迪安诊断未来将通过临床的需求来补足自身产品的研发，在近期也有神经疾病领域相应的研发诉求，比如共建实验室、新项目的开发，与蛋白组学、梅毒转神经疾病领域相应检测的合作等等，迪安诊断未来的研发投入将会继续保持增长的趋势。

图表 36 金域与迪安研发投入对比情况（单位：百万元，%）

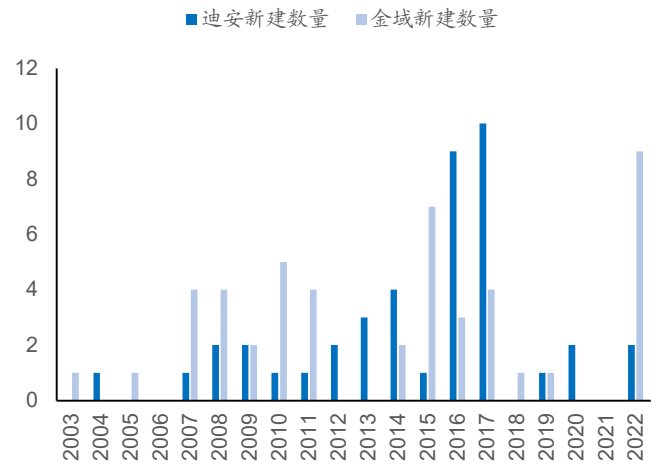


资料来源：wind，华安证券研究所

迪安诊断与金域医学实验室数量大体相当。金域医学布局稍早，且进展相对平

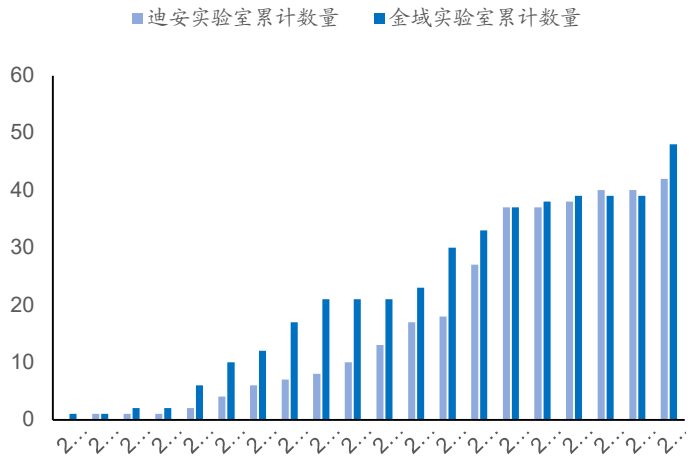
稳，2015 年前后有一个小高峰，2022 年金域医学实验室数量达到 48 家，开始反超迪安诊断。相比之下，迪安诊断布局时间相对晚 4~5 年，新设实验室也更为密集，集中在 2015-2017 年。2022 年，继北京迪安升级扩建成为北大区中心实验室，公司进军以广州为中心的粤港澳大湾区，创新与政府紧密型的股权合作，加速在新区域的业务突破，完善全国布局。

图表 37 金域医学与迪安诊断新建实验室数量对比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 38 金域医学与迪安诊断实验室累计数量对比

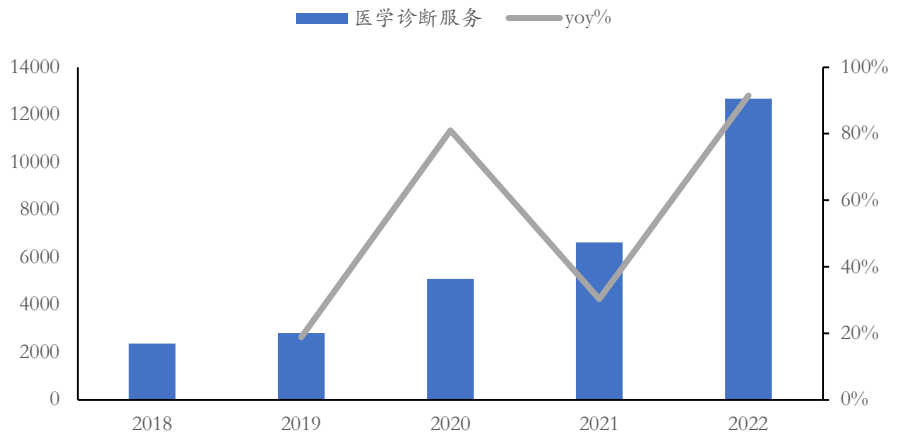


资料来源：公司公告，华安证券研究所

3.2 诊断服务业务稳定增长，解决方案能力持续提升

医疗诊断服务收入增势迅速。2022 年，公司诊断服务业务总收入 126.74 亿元，较去年同期增长 91.46%；其中新冠核酸检测收入 80.39 亿元，剔除新冠核酸检测收入后的诊断服务业务收入 46.35 亿元，较去年同期增长 15.47%。

图表 39 医学诊断服务收入及增速（单位：百万元，%）



资料来源：wind，华安证券研究所

专注重点项目，持续更新疾病解决方案。在实体瘤肿瘤领域，公司持续更新实体瘤整体解决方案，围绕肺癌、甲状腺癌、肝胆胰肿瘤等疾病相关检测需求进行项目更新，累计开展项目超过 40 项。在慢病学科领域，围绕内分泌高血压、内分泌激

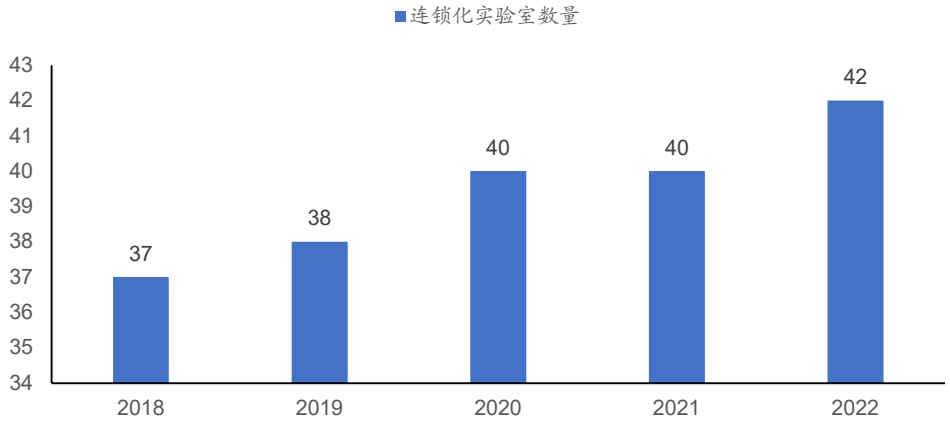
素和精准治疗领域的安全用药等重点项目，分别与湖南省湘雅三院高血压中心、陕西省西交大一附院、山东齐鲁医院、北京阜外医院等进行合作。在罕见遗传病领域，公司开发了基于全外显子、家系全外显子以及全基因组测序分析与遗传病分析流程，能够完成各类遗传性疾病的筛查与诊断，共 10 个大类约 6000 余种遗传性疾病。

图表 40 公司诊断服务临床解决方案

资料来源：公司公告，华安证券研究所

实验室扩建，开启全国化布局。作为国内第三方医学诊断行业的领军企业之一，公司在全国布局了 42 家连锁化实验室，服务网络覆盖全国 90%以上人口所在区域，为超过 20000 家医疗机构提供 3000 余项医学检测项目，已获得 59 张国内外认证认可证书，检验结果被全球 70 多个国家和地区认可。目前，公司已形成“1 家总部实验室+4 家大区中心实验室+35 家省/自治区/直辖市实验室+43 家精准中心实验室+650 家合作共建实验室”的伞状网络化布局，从省市区延伸至乡镇和社区一级，满足全国一线临床精准检测需求。

图表 41 2020-2022 年公司连锁化实验室数量



资料来源：公司公告，华安证券研究所

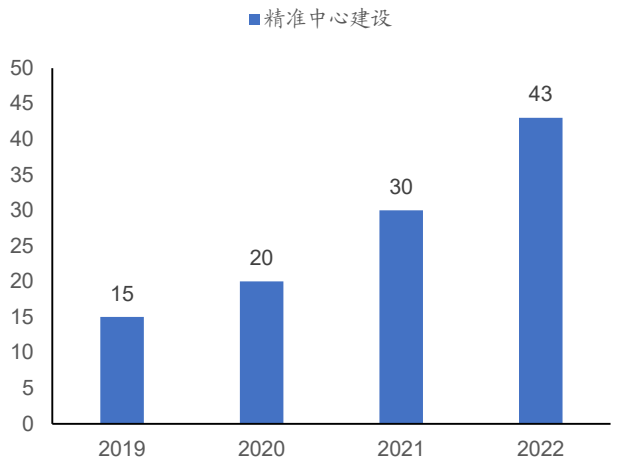
“精准中心”，是公司与三甲医院就综合性特检平台的院内合作共建。公司围绕三级医院，导入领先的基因组学、代谢组学及蛋白组学等多组学技术平台，全面升级精准中心的建设，帮助医院打造一体化的精准诊疗模式，以专业化运营提升管理效益、以规模化供应链实现有效降本、以齐全检验项目扩容检测能力、以领先技术

平台增进学科影响力。2022 年，公司新增 13 家精准中心，其中省内 1 家，省外 12 家；2022 年，公司共有 43 家精准中心，已有 24 家实现盈利，业务收入较去年同期增长 67%。

图表 42 精准医学中心建设与运营整体解决方案

资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 43 2019-2022 年公司精准中心建设数量



资料来源：公司公告，华安证券研究所

“合作共建”，是公司与医院就科室/区域中心实验室综合运营的整体化解决方案业务模式。公司凭借近 20 年实验室运营经验，运营项目 600 余家，运营人员 2000 余人，为 200 余家医院导入 ISO15189 体系。公司以实施“智慧实验室”工程为切入口，导入远程病理会诊平台与病理 AI 辅助诊断系统，通过供应链云平台及自主开发的迪智云文库系统，推动共建实验室的运营效率不断提升；升级区域中心信息管理系统，实现资源整合与信息共享，推进城县乡卫生一体化。2022 年，公司合作共建实验室增至 650 余家，累计协助 10 家医院通过了 ISO15189 现场评审，达成合作共建五年战略规划目标的突破。

图表 44 公司合作共建业务模式

资料来源：公司官网，华安证券研究所

打造线上线下全链路的 O2O 一体化医学诊断平台。“晓飞检”创新性地将“医院检验科”完整地搬到了线上，通过居家、上门、采血点三种服务形式，可提供 3000 多个诊断项目。正着力打造贯穿健康评估、风险预测、疾病诊断，到复发随访、预后判断、慢病管理全周期的医学级诊断产品和整体解决方案。2022 年，晓飞检取得互联网医院资质，共开发上线近 3000 个检验项目，并在 30 个省 202 个市完成 1100+家采血（样）点的建设，并且获“直通乌镇”全球互联网大赛总决赛“数字医疗”一等奖。

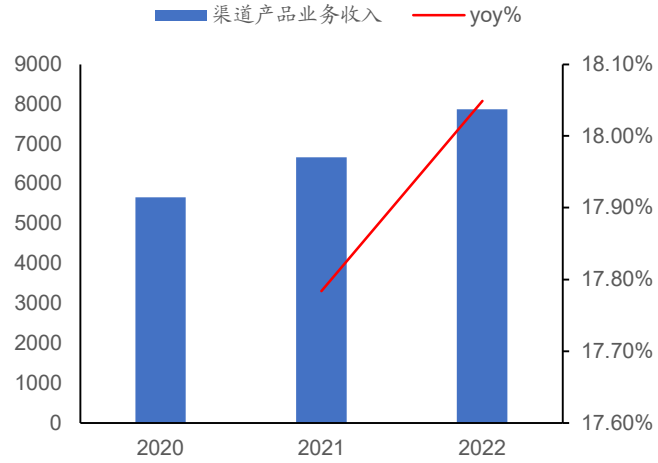
图表 45　晓飞检健康业务模式

资料来源：电商报，华安证券研究所

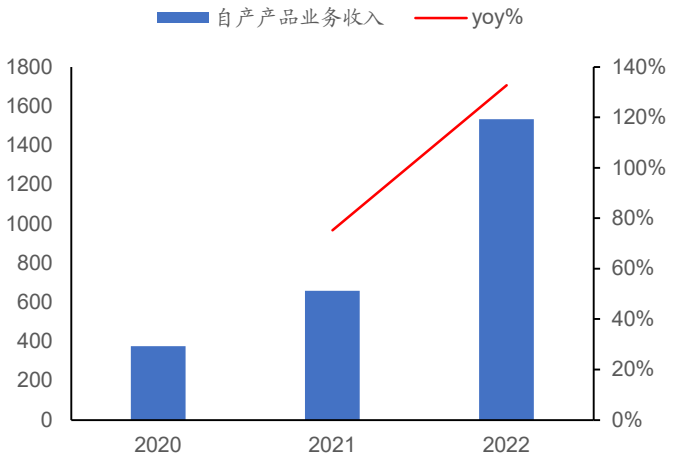
3.3 产品业务快速发展，进一步布局海外市场

自产产品+渠道产品全面布局，营收快速增长。公司产品经销网络在全国覆盖了 16 个省市，拥有分子诊断、细胞病理、质谱诊断三大自产产品线，代理产品覆盖罗氏诊断、希森美康、法国梅里埃等国内外品牌产品约 1000 种，终端客户超 4000 家。2022 年，公司借助全国布局的渠道网络，产品业务实现总收入 93.98 亿元，较去年同期增长 28.37%；其中，自产产品业务收入 15.33 亿元，较去年同期增长 132.78%；渠道产品业务收入 78.65 亿元，较去年同期增长 18.05%。

图表 46 公司渠道产品业务收入及增速（单位：百万，%）　**图表 47 公司自产产品业务收入及增速（单位：百万元，%）**



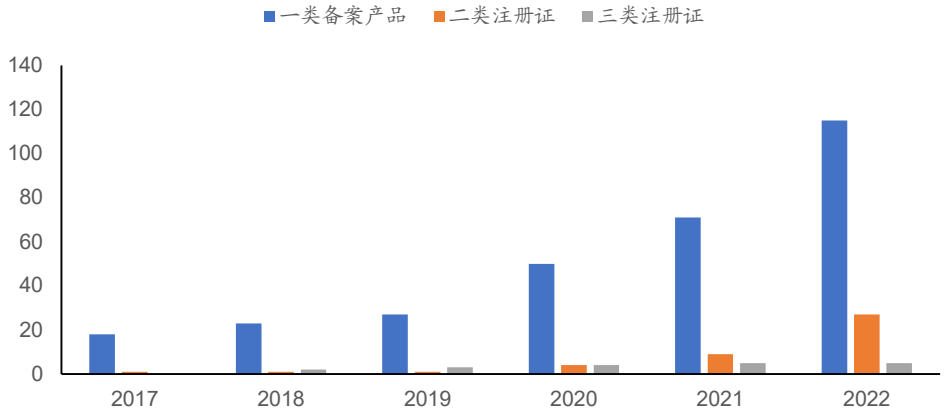
资料来源：wind，华安证券研究所



资料来源：wind，华安证券研究所

公司以客户需求及临床为导向，通过技术创新和机制创新，不断打造内生高成长性价值链，已初步完成“研产销检”一体化产业链的转型。在上游，公司聚合资源，集中突破产品瓶颈，以特检项目牵引产品，以国产替代定位产品，经过多年的摸索和匠心打造，现已完成了三大生产线的布局，在液相质谱、核酸质谱、分子诊断及细胞病理等领域均有强劲市场竞争力的产品，截至 2022 年，公司已取得三类注册证 5 项，二类注册证 27 项，一类备案产品 115 个。

图表 48　2017-2022 年公司研究成果落地情况



资料来源：公司年报，华安证券研究所

迪安生物，2014 年成立于杭州未来科技城。通过“金迪安产品+渠道商网络+实验室配套检测服务”的综合竞争优势，积极开拓国内外市场，在欧洲完成 20 款产品的 CE 认证，在澳洲完成本土化公司布局，在东南亚设立代表处，并启动多个国家多条产品线的注册工作。公司致力于体外诊断设备及相关试剂、耗材的自主研发、生产和销售，目前已形成分子诊断、病理诊断和 POCT 三大产品转化平台，可以提供宫颈癌“筛查闭环”整体解决方案、新冠自动化、规模化快速检测全场景解决方案以及金迪安“数字病理”整体解决方案。

图表 49 金迪安宫颈癌筛查整体解决方案

图表 50 金迪安女性生殖道感染精准检测方案

资料来源：中华检验医学网，华安证券研究所

资料来源：中华检验医学网，华安证券研究所

以创新质谱应用为核心技术，致力于多组学数据驱动产品创新战略。凯莱谱在临床质谱产业化与多组学创新诊断双赛道上均高速发展，重点围绕临床诊断、多组学研究、生物标志物发现和转化三大应用方向，将多组学数据研发转化、临床质谱试剂与仪器自主研发生产及中心实验室服务等多种业务模式融合创新，推动多组学技术在中国临床精准诊疗领域的应用。此外，凯莱谱战略收购国产标准物质技术标杆企业“天津阿尔塔”控股权，自有产品线实现全面涵盖核心原材料、试剂耗材产品、仪器硬件及应用方案。

图表 51 凯莱谱液相色谱串联质谱检测系统

图表 52 基于多组学驱动的精准用药整体解决方案

资料来源：中华检验医学网，华安证券研究所

资料来源：公司官网，华安证券研究所

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

我们将公司的业务拆分为诊断服务、商业和其他主营业务，其中诊断服务即公司 ICL 业务收入，商业可细拆为渠道产品收入和自产产品收入，其他主营业务主要包括 CRO、司法鉴定等。诊断服务方面，公司由于 2022 年有新冠检测带来的服务收入，2023 年预计不再贡献收入，故诊断服务板块 2023 年同比我们预计将下滑，2024~2025 年将恢复正常增长，增速对标疫情前公司历史平均增速。商业板块方面，渠道产品作为公司传统业务板块，未来将保持稳定增速，对标历史增速水平；自产产品为公司强势发展的新业务板块，同时考虑到公司在该业务线的研发上投入较大，我们预计未来收入将有望依托研发实现技术转化而保持高速增长，增速有望为渠道业务线增速的 2~3 倍；内部关联抵消为公司自产产品板块与公司其他业务的协同而产生的收入抵消项，我们认为其增速将与自产产品保持联动。其他主营业务方面，由于不是公司主要业务，我们预计未来将以稳定平缓的中低速增长，对标历史增速。

图表 53 公司收入预测（rmb mn）

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	20,282.47	14,228.63	16,153.77	18,073.04
总营收 yoy%	*55.03%*	*-29.85%*	*13.53%*	*11.88%*
其中：诊断服务	12,674.24	5,747.40	7,040.57	8,519.08
诊断服务 yoy%	*91.46%*	*-54.65%*	*22.50%*	*21.00%*

其中：商业收入	9,937.83	11,582.55	14,129.69	17,075.85
商业收入 yoy%	*27.56%*	*16.55%*	*21.99%*	*20.85%*
其他主营业务	98.96	109.85	121.38	133.52
其他主营业务 yoy%	*70.53%*	*11.00%*	*10.50%*	*10.00%*
内部关联抵消	-1888.92	-3211.16	-5137.86	-7655.41
内部关联抵消 yoy%	*-106.20%*	*-70.00%*	*-60.00%*	*-49.00%*

资料来源：wind，华安证券研究所

4.2 投资建议

从公司角度，迪安诊断业务涵盖医学诊断服务、诊断技术研发、诊断产品生产及营销、CRO、司法鉴定、健康管理、冷链物流等领域。截至目前，公司共经营有 42 家连锁化医学实验室，覆盖全国 90%的省份和地区，服务医疗机构超过 20000 家，服务人数超过 3 亿人。公司已经形成了“产品+服务”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，协同效应逐步显著。目前，公司产品经销网络在全国覆盖了 16 个省市，拥有分子诊断、细胞病理、质谱诊断三大自产产品线。1）迪安生物，致力于体外诊断设备及相关试剂、耗材的自主研发、生产和销售，目前已形成分子诊断、病理诊断和 POCT 三大产品转化平台，可以提供宫颈癌“筛查闭环”整体解决方案、新冠自动化、规模化快速检测全场景解决方案以及金迪安“数字病理”整体解决方案。2）凯莱谱：在临床质谱产业化与多组学创新诊断双赛道上均高速发展，重点围绕临床诊断、多组学研究、生物标志物发现和转化三大应用方向，将多组学数据研发转化、临床质谱试剂与仪器自主研发生产及中心实验室服务等多种业务模式融合创新，推动多组学技术在中国临床精准诊疗领域的应用。3）迪谱诊断：以创新型诊断技术服务于生命健康领域，致力于实现高端分子诊断设备及其创新型诊断试剂盒的研发生产、NMPA 注册与临床应用，开发与建立遗传病、药物基因组学、肿瘤、传染病、健康管理等领域的专家联盟，推动高端基因检测技术应用标准、临床应用共识及指南的制定。

从行业角度，我国 ICL 行业市场处于起步阶段，仍有巨大提升空间。中国的第一家 ICL 于 1994 年成立，ICL 行业发展相对较晚。至 2021 年底，中国有 2,100 余家 ICL，而美国有超 7,500 家。中国在单次就诊临床检测费用方面也较为落后，于 2021 年，此数据仅为美国的六分之一。中国的 ICL 市场（不包括 COVID-19 检测）由 2017 年的人民币 147 亿元增至 2021 年的人民币 223 亿元，年复合增长率为 10.9%，并预计于 2026 年增至人民币 513 亿元，2021 年至 2026 年的年复合增长率为 18.2%，快于整体临床检测行业。ICL 市场的持续扩容和高增长率为第三方检测企业提供了广阔的市场空间。此外，政策的加持助推医疗健康产业升级扩容，其中医学检测等概念被重点提及，公司作为第三方诊断行业的佼佼者，有望乘政策东风，持续快速发展。我们看好公司在医学检验领域的技术优势和服务口碑，预计 2023-2025 年将实现营业总收入 142.29/161.54/180.73 亿元，同比-29.8%/+13.5%/+11.9%；实现归母净利润 10.58/13.77/16.80 亿元，同比-26.2%/+30.2%/22.0%；对应 PE 14.08/10.81/8.86x。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：

政策风险；应收账款管理不及预期；诊断质量控制不及预期；行业竞争加剧风险。

财务报表与盈利预测

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	16789	16673	18686	20944
现金	4200	10621	8377	9793
应收账款	9956	3483	7287	8075
其他应收款	119	39	140	61
预付账款	352	325	339	358
存货	1434	1628	1874	2060
其他流动资产	728	578	669	597
非流动资产	4267	4149	4046	3953
长期投资	1084	1084	1084	1084
固定资产	1238	1154	1095	1056
无形资产	57	53	50	49
其他非流动资产	1889	1859	1818	1765
资产总计	21056	20822	22732	24897
流动负债	7748	6206	6350	6361
短期借款	1941	1741	1541	1341
应付账款	2866	2136	2200	2330
其他流动负债	2940	2329	2609	2691
非流动负债	3806	3806	3806	3806
长期借款	2968	2968	2968	2968
其他非流动负债	838	838	838	838
负债合计	11554	10012	10156	10167
少数股东权益	2054	2352	2741	3214
股本	627	625	625	625
资本公积	1913	1867	1867	1867
留存收益	4908	5966	7343	9023
归属母公司股东权	7448	8458	9835	11515
负债和股东权益	21056	20822	22732	24897

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1639	7363	-1303	2401
净利润	1862	1356	1765	2154
折旧摊销	889	419	453	494
财务费用	275	240	231	222
投资损失	-49	-43	-48	-54
营运资金变动	-2661	5194	-3911	-632
其他经营现金流	5847	-3640	5883	3002
投资活动现金流	-1072	-455	-509	-564
资本支出	-933	-503	-564	-626
长期投资	-224	5	6	8
其他投资现金流	85	43	48	54
筹资活动现金流	1428	-487	-431	-422
短期借款	-568	-200	-200	-200
长期借款	2081	0	0	0
普通股增加	6	-2	0	0
资本公积增加	258	-46	0	0
其他筹资现金流	-349	-240	-231	-222
现金净增加额	2002	6421	-2243	1415

资料来源：公司公告，华安证券研究所

利润表 单位:百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	20282	14229	16154	18073
营业成本	12746	9188	10006	10728
营业税金及附加	56	43	57	70
销售费用	1597	1295	1535	1807
管理费用	1268	1195	1454	1717
财务费用	298	225	193	192
资产减值损失	-624	0	0	0
公允价值变动收益	-56	0	0	0
投资净收益	49	43	48	54
营业利润	2823	1914	2441	2943
营业外收入	2	3	3	3
营业外支出	281	200	210	220
利润总额	2544	1717	2234	2726
所得税	681	361	469	573
净利润	1862	1356	1765	2154
少数股东损益	428	298	388	474
归属母公司净利润	1434	1058	1377	1680
EBITDA	4620	2514	3039	3575
EPS（元）	2.30	1.69	2.20	2.68

主要财务比率

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	55.0%	-29.8%	13.5%	11.9%
营业利润	53.6%	-32.2%	27.6%	20.6%
归属于母公司净利	23.3%	-26.2%	30.2%	22.0%
获利能力				
毛利率（%）	37.2%	35.4%	38.1%	40.6%
净利率（%）	7.1%	7.4%	8.5%	9.3%
ROE（%）	19.3%	12.5%	14.0%	14.6%
ROIC（%）	17.6%	10.0%	11.2%	12.1%
偿债能力				
资产负债率（%）	54.9%	48.1%	44.7%	40.8%
净负债比率（%）	121.6%	92.6%	80.8%	69.0%
流动比率	2.17	2.69	2.94	3.29
速动比率	1.91	2.36	2.58	2.90
营运能力				
总资产周转率	1.11	0.68	0.74	0.76
应收账款周转率	2.50	2.12	3.00	2.35
应付账款周转率	5.40	3.67	4.62	4.74
每股指标（元）				
每股收益	2.30	1.69	2.20	2.68
每股经营现金流	2.62	11.74	-2.08	3.83
每股净资产	11.88	13.49	15.69	18.37
估值比率				
P/E	10.92	14.08	10.81	8.86
P/B	2.12	1.76	1.51	1.29
EV/EBITDA	3.80	4.01	3.99	2.94

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述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；

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。