

2011年11月29日

黎莹
C0051@capital.com.tw
目标价(元) 57.00

迪安诊断(300244.SH)

Buy 买入

医学诊断服务领先企业，享行业未来巨大发展空间

公司基本资讯

产业别	医药
A 股价 (11/11/28)	51.00
深证成份指数(11/11/28)	9884.70
股价 12 个月高/低	58/35.93
总发行股数 (百万)	51.10
A 股数 (百万)	12.80
A 市值 (亿元)	6.53
主要股东	陈海斌(38.07%)
每股净值 (元)	8.85
股价/帐面净值	5.76
	一个月 三个月 发行价
股价涨跌(%)	16.97 -1.90 21.57

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
--	--	--

产品组合

医学诊断服务	56%
医学诊断产品	44%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	14.52
券商集合理财	1.94
一般法人	3.37
阳光私募	9.92

股价相对大盘走势



结论与建议:

- 公司概况:** 浙江迪安为国内领先的医学诊断服务外包企业，全国市场占有率位列前三，为长三角地区的龙头企业。公司主要业务为医学诊断服务和诊断产品，营收占比分别为 56% 和 44%，毛利收入占比分别为 69% 和 31%。公司 2008-2010 年发展快速，营业收入 CAGR 为 38.7%；净利润 CAGR 为 122%。
- 国内独立医学诊断实验室未来有 10 倍以上的增长空间:** 独立医学实验室优化医疗资源配置，未来医疗机构更多选择诊断检验外包是发展趋势。2009 年我国各类卫生机构业务收入为与 10000 亿元，医学诊断收入约 1000 亿元（占比~10%），独立医学实验室份额占比在 1% 左右，收入约 10 亿元，处于发展起步阶段。参考美国 35% 的独立医学实验室份额占比，并考虑到各国医疗体制等方面的差异，悲观假设未来独立医学实验室份额占比 10%，未来行业仍然有 10 倍的增长，达到 100 亿元；中性假设占比 20%，行业未来将有 20 倍的增长，达到 200 亿元；乐观假设占比 35%，行业未来将有 35 倍的增长，达到 350 亿元；同时，行业本身还将随我国医疗卫生费用投入的不断加大而成长。
- 未来行业格局——齐享行业发展红利，借力先发优势和资金品牌实力，强者恒强:** 目前位列国内前三的独立医学诊断服务机构为广州金域检验，杭州迪安诊断和杭州艾迪康。我国独立医学诊断行业尚处于起步阶段，目前市场规模还很小，参照国外已发展成熟行业的发展历程，未来几年将是行业快速膨胀发展期，行业内企业更多的将齐享行业发展红利。由于行业特点以规模化、低成本的商业模式为优势，借力先发优势和资金品牌实力强的企业，在未来将强者恒强。我们认为目前处于行业格局前列企业均有较好的发展潜力，将是行业未来的胜出者。看好迪安诊断借助上市提升融资能力和品牌效应。
- 迪安南京、上海、北京检验子公司进入收获期:** 迪安南京、上海、北京检验子公司先后于 2007,2008 年成立，经过了 3 年左右的培育期，均已度过扭亏平衡点（北京在 2011 年上年年实现）。其中，上海迪安、和北京迪安在 2011 年 H1 期间的增速显著，分别为 70.58% 和 58.11%；南京迪安 2012 年有望突破 9000 万的营收。参考杭州迪安的发展资料（盈亏平衡点过后，迎来高速增长期，2008,2009,2010 年的利润总额增速分别为 408%,107% 和 72%，CAGR 为 162%），以上三家子公司未来几年将是业绩爆发期，是公司整体业绩高速成长的有力保障。
- 稳健的扩张策略，持续长久的发展前景:** 济南、沈阳迪安分别成立于 2009，2010 年底，目前还处于市场培育期；同时，公司采取稳健的扩张策略，每年的新建或收购的数量保持在 2-3 家。通过稳健的外延式扩张，使公司保持长久的发展。
- 盈利预计:** 预计 2011/2012/2013 年公司实现净利润 0.46 亿元 (YOY+42.7%) /0.65 亿元 (YOY+41.4%) /0.93 亿元 (YOY+42.8%)，EPS 分别为 0.91 元 /1.28 元 /1.83 元，对应 PE 分别为 55 倍/39 倍/27 倍，虽然目前估值偏高，但是结合行业未来巨大的发展空间和公司的高成长性，以及标的资源的稀缺性，可享受高溢价，看好公司的未来发展，给予“买入”建议。目标价 57.00 元（2012 PEX45）。

..... 继续下页.....

年度截止 12 月 31 日		2009	2010	2011 F	2012 F	2013 F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	17	32	46	65	93
同比增减	%	160.54	88.78	42.68	41.39	42.77
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.34	0.64	0.91	1.28	1.83
同比增减	%	160.54	88.78	42.68	41.39	42.77
A 股市盈率(P/E)	X	149	79	55	39	27
股利 (DPS)	RMB 元	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20
GON 股息率 (Yield)	%	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40

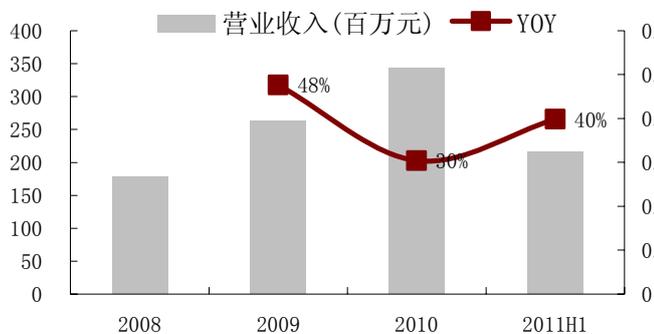
迪安诊断简介

浙江迪安为国内领先的医学诊断服务外包企业。公司成立于 2001 年，总部位于杭州，主要面向各种综合医院与专科医院、社区卫生服务中心（站）、乡（镇）卫生院、体检中心、疾病预防控制中心等各级医疗卫生机构，提供医学诊断服务外包为核心业务，同时提供国内外知名的诊断产品。公司采用“服务+产品”的商业模式。

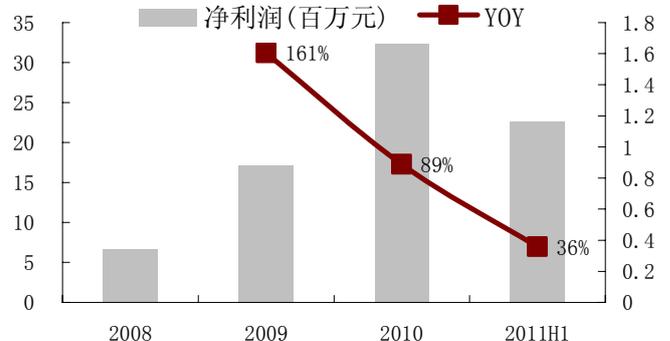
公司主要业务为医学诊断服务（以独立实验室为载体）和诊断产品（检验仪器、体外诊断试剂、耗材等），营收占比分别为 56%和 44%，毛利收入占比分别为 69%和 31%。医学诊断服务方面，迪安已在杭州、南京、上海、北京、温州、淮安、济南、沈阳等地设立了八家实验室，市场覆盖了长三角地区和环渤海地区。

公司 2008-2010 年发展快速，营业收入分别为 1.78 亿、2.63 亿(YOY+48%)、3.43 亿(YOY+30%)，CAGR 为 38.7%；净利润分别为 659 万、1717 万(YOY+161%)、3241 万(YOY+89%)，CAGR 为 122%。

图：迪安诊断营业收入及增长情况



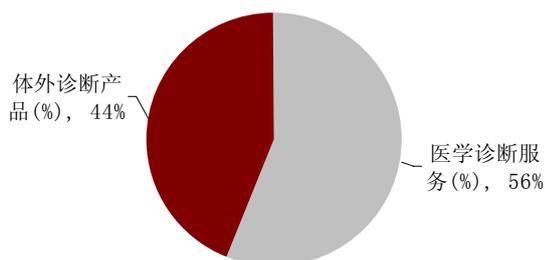
图：迪安诊断净利润及增长情况

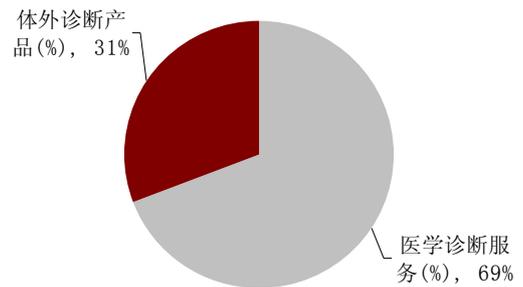


来源：公司报告，群益证券

图：迪安诊断分产品营业收入及增长情况

图：迪安诊断分产品毛利润结构





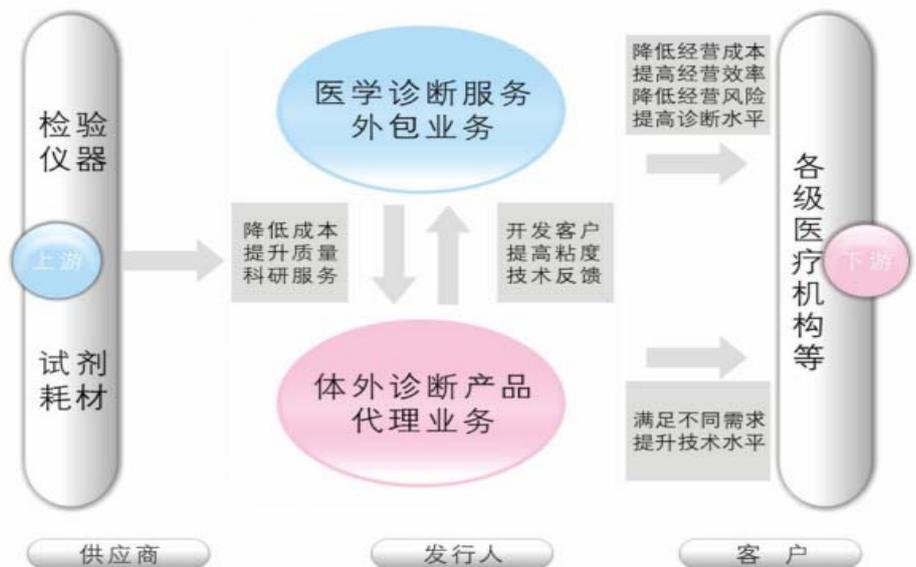
来源：公司报告，群益证券

表：公司主要业务介绍

业务类别	主要服务及产品	具体内容
医学诊断服务外包	医学诊断服务	通过建设连锁化的独立医学实验室，为各级医疗卫生机构等提供精准、及时的医学诊断外包服务以及科研外包服务；并依托医学诊断服务平台，获取司法鉴定特许经营资质，接受个人的委托，提供公正、独立的司法鉴定服务。
体外诊断产品代理	检验仪器、体外诊断试剂、耗材等体外诊断及技术支持服务等	与上海罗氏等国内外领先医学诊断产品供应商建立战略合作关系，由本公司在部分区域内代理销售或租赁检验仪器，以及销售试剂耗材和提供技术支持服务。

来源：公司报告，群益证券

图：公司业务之间以及与上下游之间的关系图



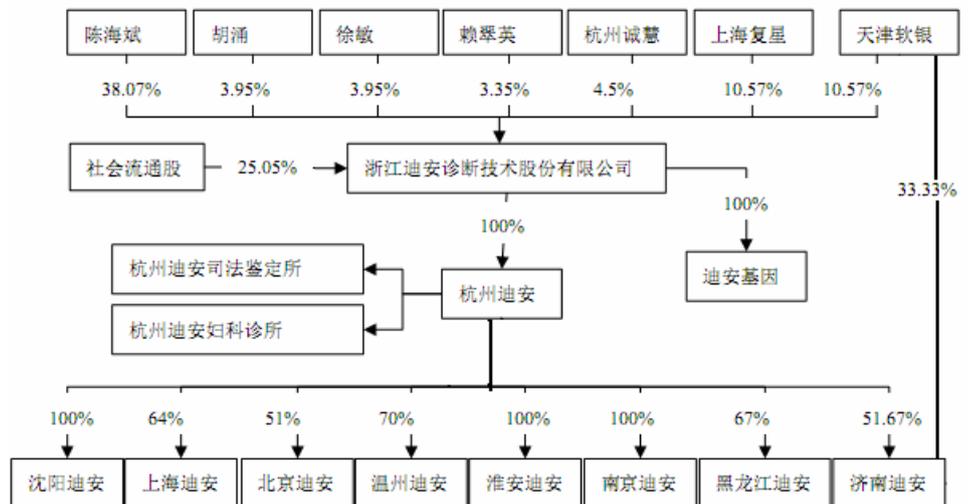
来源：公司报告，群益证券

公司股权结构

公司控股股东为陈海斌先生，持有公司上市后 38.07%的股权，为公司实际控

制人。上海复星和天津软银分别持有 10.57%，同为第二大股东。

图：公司股权结构图



来源：公司报告，群益证券

医疗诊断服务行业---未来 10 倍以上的增长空间

独立医学实验室优化医疗资源配置，成为未来发展趋势：

➤ **第三方独立医学实验室定义：**是指在卫生行政部门的许可下，具有独立法人资格的，从事医学核对和总服务的医疗机构。第三方医学检测机构与医院建立业务合作，集中收集并检测合作医院采集的标本；检验后将检验结果送至医院，应用于临床。其最大的特点是实现资源共享，达到与医院、病人、会赢的目标。

➤ 独立医学实验室优势

- i. 独立医学实验室通过集中检验的方式，提升诊断资源的利用效率，缩短诊断周期；
- ii. 独立医学实验室帮助基层医院诊疗水准的提升以及诊疗病种的扩展，反过来又促进了医院检验业务的增长；
- iii. 中小型医院可以将标本量有限的诊断专案，或者需要投入昂贵仪器的诊断专案外包给独立医学实验室，节约了运营成本。

国外独立实验室已是成熟的产业：

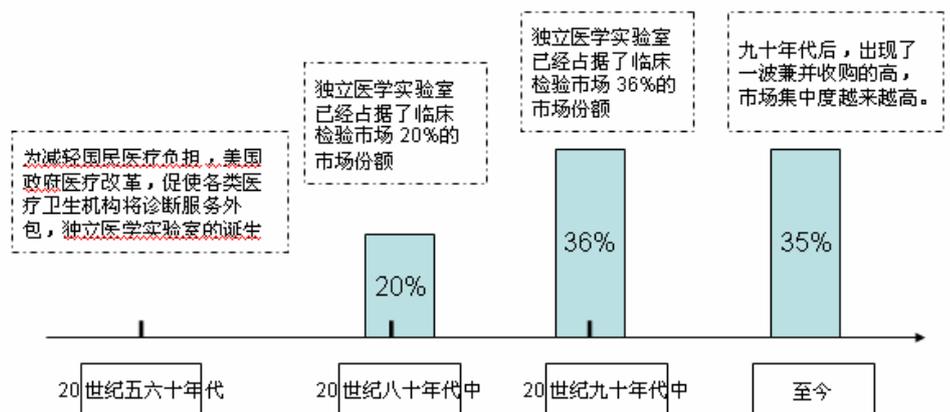
独立医学实验室可以使标本进行集中诊断，大大节省费用，而且可以提高诊断效率和品质，降低诊断的错误发生率，是当前发达国家的医学诊断服务行业发展的重要方向之一。美国独立医学实验室已经占检验市场 35%左右市场份额。

美国独立实验室的发展历程：

- 独立医学实验室的诞生：20 世纪五六十年代，为减轻国民经济负担，美国政府推出“合理利用资源，减少医疗开支”的策略及一系列医疗体制改革进行干预，同时引入市场机制，加剧行业竞争，促使各类医疗卫生机构将诊断服务外包，最终导致医学诊断服务行业中以集约化为核心竞争力的独立医学实验室的诞生。
- 行业高速增长 I 期：到了 20 世纪 80 年代中期，医院附属实验室占临床检验市场 60%左右的份额，私人诊所实验室占 20%左右的份额，而独立

- 医学实验室占 20%左右的份额。
- 行业高速增长 II 期：20 世纪九十年代中期，独立医学实验室已经占据了临床检验市场 36%的市场份额，医院附属实验室占 56%的份额，私人诊所实验室的市场份额已经下降到 8%。
 - 行业集中度提高期：上世纪 90 年代以后，美国的医学诊断服务行业逐步发展成熟，监督管理体制不断完善，出现了一波兼并收购的高潮，市场集中度越来越高，产生了几家大型的独立医学实验室。

图：美国独立医学实验室发展历程



来源：群益证券

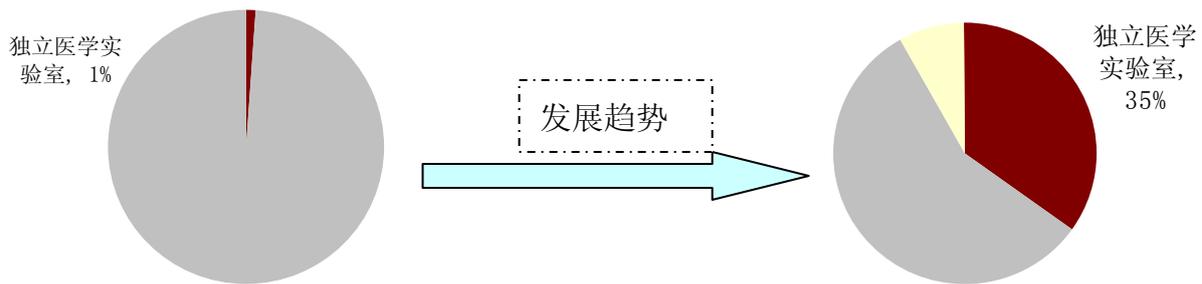
国内独立实验室未来发展空间巨大 ----- 10 倍以上的增长空间

目前，国内独立医学实验室仍处于起步阶段，占据医学诊断服务市场的份额仅在 1%左右。而且规模最大的独立医学实验室，也只能开展 1,000 多项诊断专案，各地区发展也很不平衡，相比发达国家独立医学实验室的业务种类和地域覆盖，我国第三方医学诊断行业还有较大的增长空间。

2009 年我国各类卫生机构业务收入为与 10000 亿元，医学诊断收入约 1000 亿元（占比~10%），独立医学实验室份额占比在 1%左右，收入约 10 亿元。参考美国 35%的独立医学实验室份额占比，考虑各国医疗体制等方面的差异，如美国为转诊制度（先看家庭医生，再推荐至专科医生诊所或医院），所以私人诊所占比较大的国情更利于独立实验室的发展。即便如此，最悲观假设未来独立医学实验室份额占比 10%，未来行业仍然有 10 倍的增长，达到 100 亿元；中性假设占比 20%，行业未来将有 20 倍的增长，达到 200 亿元；乐观假设占比 35%，行业未来将有 35 倍的增长，达到 350 亿元；同时，行业本身还将随我国医疗卫生费用投入的不断加大而成长。

图：国内独立实验室在医学诊断服务市场占比仅为 1%

图：国外独立实验室在医学诊断服务市场占比为 35%



来源：公司报告，群益证券

享行业发展红利，借力先发优势和资金品牌实力，强者恒强：

➤ **目前行业格局：全国分散、区域初步集中**

从全国区域来看，目前位列前三的独立医学诊断服务机构为广州金域检验，杭州迪安诊断和杭州艾迪康，依次在全国的市场占有率分别为 20% 以上，15%-20%，15%-20%，前三大市占率在 50% 左右。

由于独立医学诊断在我国为新兴行业，处在起步阶段，而独立医学实验室具有一定的服务半径，整体为全国分散、区域初步集中的格局。如长三角区域，以迪安诊断和艾迪康为主导企业，两者总和市占率超过 60%，远高于排名第三及之后的企业。

➤ **未来格局：齐享行业发展红利，借力先发优势和资金品牌实力，强者恒强**

- 我国独立医学诊断行业尚处于起步阶段，目前市场规模还很小；参照国外已发展成熟行业的发展历程，未来几年将是行业快速膨胀发展期，行业内企业更多的将齐享行业发展红利。
- 由于行业特点以规模化、低成本的商业模式为优势，决定了独立医学实验室必须建立具有一定覆盖率的连锁网路，并形成一定的规模效应，才能在日益激烈的市场竞争中立足。借力先发优势和资金品牌实力强的企业，在未来将强者恒强。
- 我们认为目前处于行业格局前列企业均有较好的发展潜力，为良好的投资标的。

➤ **迪安诊断优势：**

- 首家上市融资的独立医学诊断服务企业，上市带来资金和品牌优势
- 从公司连锁实验室数量和营业额规模来看，公司单个实验室的营业状况相比较其他两家公司较为优异，说明公司经营能力较强。

表：国内前三大独立医学诊断连锁企业市占率及布局扩张情况（括号中数据为每家公司累计连锁医学检验中心数量）

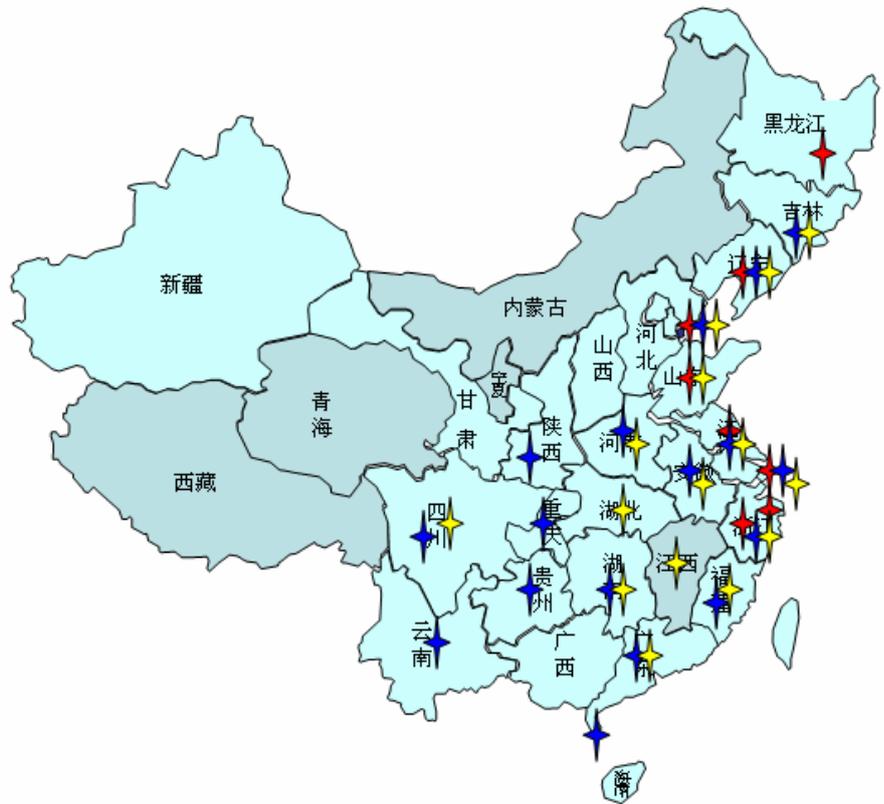
企业名称	市占率 (2009年)	2002	2004	2006	2007	2008	2009	2010	2011
广州金域	>20%	广州总部 (1)		济南 (2)	南京、西安、合肥、郑州 (6)	福建、重庆、吉林、昆明 (10)	长春，贵阳，长沙 (13)	上海、天津、杭州、四川、沈阳 (18)	香港 (19)

杭州艾迪康	15-20%	杭州总部 (1)	济南、上海、合肥 (4)	北京 (5)	南昌 (6)	福州, 长春, 武汉, 南京 (10)	长沙, 成都 (12)	沈阳, 郑州, 广州 (15)
迪安诊断	15-20%	杭州总部 (1)		南京 (2)	上海、北京 (4)	温州、淮安、济南 (7)	沈阳 (8)	

来源：群益证券

附注：广州金域成立于 1994 年，广州金域检验中心获《医疗机构执业许可证》在 2002 年

图：国内前三大医学诊断服务连锁企业分布格局



来源：群益证券

附注：红色标记为迪安，蓝色为金域，黄色为艾迪康

表：主要独立医学实验室在长三角地区的市场占有率情况（2009 年）

企业名称	市场占有率 (%)
迪安诊断	35%以上
杭州艾迪康	20-30%
广州金域、高新达安	10%以下

来源：公司报告，群益证券

迪安诊断未来看点：

- 医改驱动医疗服务收入保持较快增长，分享行业成长：
 - 医疗机构收入增速保持较高水准：随着国家对医改的不断重视和推

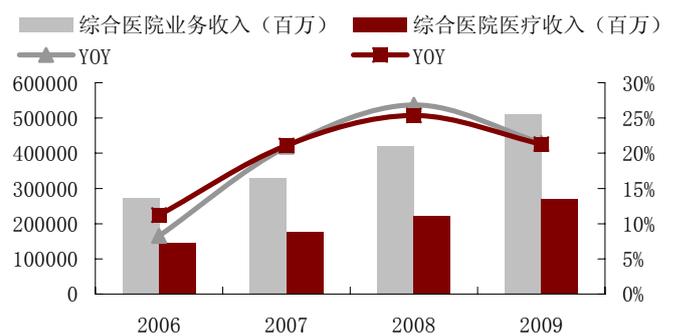
进, 2006-2009 年卫生总费用由 9843 亿元提高至 17205 亿元, CAGR 为 20.5%; 医疗卫生机构的收入水准也保持了较高的增速, 以综合医院为代表, 2006-2009 年业务收入由 2700 亿元提高至 5100 亿元, CAGR 为 23%。我们认为医疗卫生机构的收入水准未来仍将保持 20% 左右的自然增速。

- **未来医疗服务(主要为检查和治疗收入)占比将逐渐提高:** 长期以来, 我国政府对医疗机构的财政补贴严重不足, 药品销售收入成为医疗机构生存和发展的重要经济来源, 占比达到 50%, 远高于美国 7%, 英国 10%, 德国 17%, 日本 30%。我们认为随着制度改革不断深化, 在医院的收入中, 药费的比重还会不降, 而医疗服务的占比结构将趋于合理。2006-2009 年综合医院医疗服务由 1500 亿元提高至 2700 亿元, CAGR 为 23%, 基于占比的提高, 我们对未来医疗收入增速持乐观态度。
- **国内独立实验室在医学诊断服务市场的占比有巨大的提升空间:** 国内独立实验室在医学诊断服务市场的占比仅为 1%, 相比较国外成熟市场 35% 的占比, 有巨大的提升空间。

图: 中国卫生总费用及增长情况

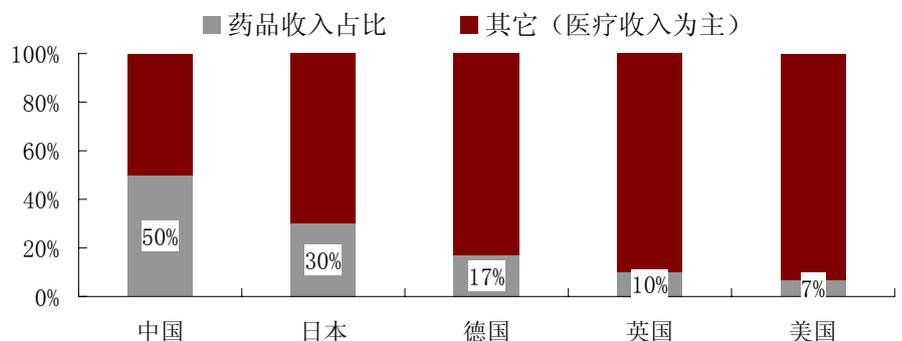


图: 综合医院收入和医疗服务收入及增长情况



来源: 公司报告, 群益证券

图: 国外医学诊断服务市场格局



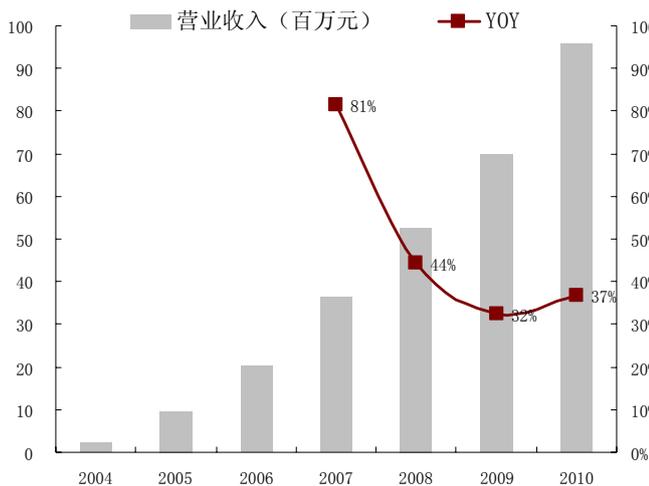
来源: 群益证券

- 迪安诊断目前已设立了八家实验室, 分别为杭州、南京、上海、北京、温州、淮安、济南、沈阳迪安。
- **成熟实验室-杭州迪安的发展进程:** 杭州迪安医学检验中心为公司成

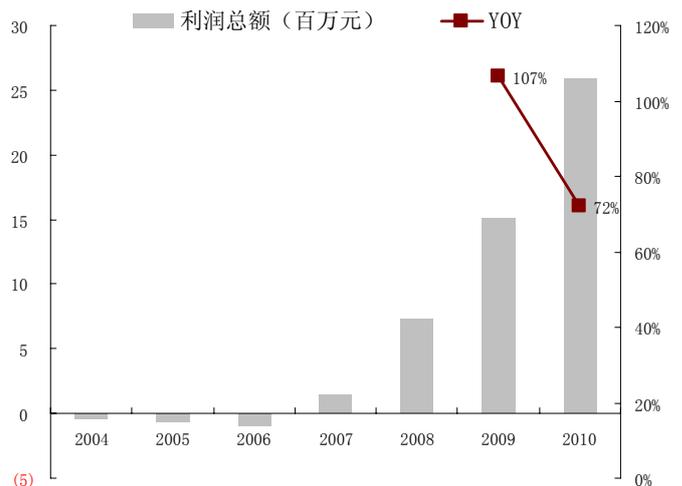
立的首家实验室，成立于2004年7月。经过多年的市场培育期，目前已经进入稳定运营阶段。成立后第3年半，2007年即扭亏为赢实现营收3700万，利润总额140万；盈亏平衡点过后，迎来高速增长期，2008,2009,2010年的利润总额增速分别为408%,107%和72%，CAGR为162%。

- **南京、上海、北京检验子公司进入收获期：**南京、上海、北京检验子公司先后于2007,2008年成立，经过了3年左右的市场培育期，均已度过扭亏平衡点（北京在2011年上半年实现）。其中，上海迪安、和北京迪安在2011年H1期间的增速显著，分别为70.58%和58.11%；南京迪安2012年有望突破9000万的营收。参考杭州迪安的发展资料，以上三家子公司未来几年将是业绩爆发期，是公司整体业绩高速成长的有力保障。
- **稳健的扩张策略，持续长久的发展前景：**济南、沈阳迪安分别成立于2009，2010年底，目前还处于市场培育期；同时，公司采取稳健的扩张策略，每年的新建或收购的数量保持在2-3家。通过稳健的外延式扩张，使公司保持长久的发展。

图：杭州迪安营业收入及增速（2004年成立以来）



图：杭州迪安利润总额收入及增速（2004年成立以来）



来源：公司报告，群益证券

表：各地诊断服务子公司成立至今的营收和利润情况

百万元	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
杭州迪安	7月						
营业收入	2.36	9.67	20.15	36.55	52.80	69.90	95.65
利润总额	(0.46)	(0.66)	(0.96)	1.43	7.29	15.06	25.91
南京迪安	4月						
营业收入				4.08	23.71	39.33	46.79
利润总额				(1.97)	0.32	5.24	6.03
上海迪安	3月						
营业收入					5.58	16.79	19.48
利润总额					(2.76)	0.49	0.97
北京迪安	4月						
营业收入					2.14	9.37	14.88
利润总额					(3.22)	(2.25)	(1.28)
温州迪安	2月						

营业收入	6.43	10.23
利润总额	(0.53)	0.51
淮安迪安	6月	
营业收入	0.38	8.29
利润总额	(0.43)	0.74
济南迪安	10月	
营业收入	0.11	2.34
利润总额	(3.06)	(6.50)
沈阳迪安	11月	
营业收入		0.00
利润总额		(2.43)

来源：公司报告，群益证券

迪安诊断 2011 年 1-3Q 业绩

2011 年 1-3Q 公司实现营收 3.43 亿元 (YOY+39.2%)，实现净利润 0.30 亿元 (YOY+35.8%)，每股收益 0.60 元。其中，毛利率同比下滑 2.3 个百分点至 33.8%，主要为 3Q 毛利率下滑 5 个百分点至 30.0%，由于公司加大质控投入、扩大实验室与物流人员队伍以满足运营需要，同时，诊断产品代理业务快速增长也可能拉低了毛利率，预计第四季度会有所回升；由于扩充和激励销售人员、加大学术推广力度，销售费用率同比提高 1.2 个百分点；管理费用率同比降低 1.8 个百分点；财务费用率降低 0.8 个百分点。

展望未来，随着各地市场的不断培育和开发，运营效率将逐步提高，销售费用率和管理费用率将有望逐步改善。

关键假设

表：关键假设

	2008	2009	2010	2011E	2012F	2013F
医学诊断服务合计 (百万元)	83.14	141.85	194.05	280.69	398.03	533.69
YOY		71%	37%	45%	42%	34%
杭州	51.71	69.9	95.65	129	168	215
YOY		35%	37%	35%	30%	28%
南京	23.71	39.13	43.47	61	90	113
YOY		65%	11%	40%	48%	25%
上海	5.58	16.79	19.43	29	42	55
YOY		201%	16%	50%	45%	30%
北京	2.14	9.37	14.88	22	32	45
YOY		337%	59%	50%	45%	40%
温州		6.43	10.23	15	21	27
YOY			59%	50%	35%	30%
淮安		0.12	8.05	13	19	26
YOY			6608%	60%	50%	35%
济南		0.11	2.34	7.02	15	31
YOY					120%	100%
沈阳			0	4	6	8
YOY					50%	35%
江西新建					2	6
YOY						200%
天津					2	8
YOY						300%
体外诊断产品 (百万元)	95	121	149	187	233	291

	28%	23%	25%	25%	25%
--	-----	-----	-----	-----	-----

来源：群益证券

盈利预测

我们预计 2011/2012/2013 年公司实现净利润 0.46 亿元 (YOY+42.7%) /0.65 亿元 (YOY+41.4%) /0.93 亿元 (YOY+42.8%) ,EPS 分别为 0.91 元/1.28 元/1.83 元, 对应 PE 分别为 55 倍/39 倍/27 倍, 虽然目前估值偏高, 但是结合行业未来巨大的发展空间和公司的高成长性, 以及标的资源的稀缺性, 可享受高溢价, 看好公司的未来发展, 给予” 买入” 建议。

预期报酬(Expected Return: ER)为准, 说明如下:

强力买入 StrongBuy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一: 合并损益表

百万元	2008	2009	2010	2011F	2012F
营业收入	178	263	343	467	631
经营成本	126	170	220	300	401
主营业务利润	53	93	123	167	230
销售费用	16	24	33	49	63
管理费用	21	44	53	68	92
财务费用	3	3	1	0	2
营业利润	7	19	34	49	71
补贴收入	0	1	5	5	5
税前利润	6	20	38	54	76
所得税	2	5	8	11	15
少数股东损益	-2	-2	-2	-3	-5
归属于母公司所有者的净利润	7	17	32	46	65

附二: 合并资产负债表

百万元	2008	2009	2010	2011F	2012F
货币资金	14	59	84	341	198
存货	14	21	25	41	45
应收账款	46	59	76	86	93
流动资产合计	84	147	192	468	336
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	18	21	26	41	48
无形资产及其它资产合计	7	8	11	10	10
资产总计	111	179	234	519	394
流动负债合计	82	65	72	75	84
长期负债合计	1	3	2	2	2
负债合计	83	68	74	77	86
少数股东权益	4	5	8	8	8
股东权益合计	24	105	152	442	308
负债及股东权益合计	111	179	234	519	394

附三: 合并现金流量表

百万元	2008	2009	2010	2011F	2012F
经营活动产生的现金流量净额	-4	4	41	40	45
投资活动产生的现金流量净额	-14	-12	-17	-34	-46
筹资活动产生的现金流量净额	18	54	2	56	62
现金及现金等价物净增加额	0	45	26	62	61

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 不在此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告, 不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。