

第三方医学诊断开拓者

——迪安诊断（300244）

2011年7月19日

建议申购

迪安诊断

新股定价

摘要:

- **第三方医学诊断市场空间大。**美国医学诊断市场规模为550亿美元，独立实验室占据约33%的份额。我国2009年诊断市场规模约为1000亿，独立诊断市场仅占1%，市场规模约为8—10亿元。未来我国独立诊断实验室有望占据诊断市场10%的市场份额，成长为200亿规模的大市场。
- **公司“服务+产品”商业模式领先。**公司的商业模式为“产品+服务”，医学诊断服务外包业务和体外诊断产品代理业务之间互相关联，体外诊断产品代理业务不仅可以共享营销渠道资源，增强客户粘度，同时也可为公司医学诊断服务外包业务带来采购成本优势，具有明显的协同效应，“服务+产品”可以实现医学诊断服务整体解决方案。
- **诊断服务市场有望快速复制。**公司目前有8家独立医学实验室，主要集中在长三角地区和黄渤海地区，其中公司在华东地区市场份额较高。2011年，公司将在黑龙江、广东、湖北、天津建立独立医学实验室；2012年，公司计划在重庆、江西、云南、湖南建立独立医学实验室；2013年公司计划在安徽、河南、陕西建立独立医学实验室。未来3年公司将建立11家独立医学实验室，实现快速扩张。
- **公司研发实力强，有望向上游进军。**公司通过多年的行业实践与持续研发，形成了主要核心技术：细菌快速鉴定技术；肝炎病毒分型及耐药突变检测技术；细菌耐药基因检测技术。研发产品的成功有望使公司向上游进军，打通行业产业链，使公司的核心竞争力有进一步提高。
- **合理估值区间为27.6元—32.2元。**我们预计公司2011-2013年的EPS分别为0.92元、1.31元、1.80元，考虑到公司所处的市场成长空间大以及作为第三方医学诊断第一股，我们给予公司30—35倍估值，合理估值区间为27.6元—32.2元。

财务指标预测

百万元	2011E	2012E	2013E
营业收入	468.30	636.26	859.07
(+/-)%	36.42%	35.87%	35.02%
经营利润 (EBIT)	53.90	75.60	105.08
(+/-)%	30.01%	40.27%	39.00%
净利润	46.86	66.71	91.85
(+/-)%	44.58%	42.36%	37.69%
每股净收益 (元)	0.92	1.31	1.80

陈恒

执业证书编号：S1480510120015

医药行业分析师

010-66554018

chenheng@dxzq.net.cn

苏进进

联系人

010-66554020

sujj@dxzq.net.cn

发行上市资料

总股本 (万股)	5110
发行量 (万股)	1280
发行日期	
发行方式	网上、网下
保荐机构	平安证券
预计上市日期	

发行前财务数据

每股净资产 (元)	4.15
净资产收益率 (%)	24.11
资产负债率 (%)	1.59

目 录

1. 公司概况.....	4
2. 行业分析.....	4
2.1 医学诊断服务外包业务符合医疗体制改革的方向	4
2.2 我国第三方医学诊断实验室刚刚起步	5
2.3 医学诊断服务项目为高投入、高成本、高风险、新技术项目	6
3. 公司业务分析.....	7
3.1 连锁式诊断服务外包有望快速复制	7
3.2 重点发展病理诊断	8
3.3 司法鉴定是新的增长点	8
3.4 注重研发，未来业务有望向上游延伸	8
4. 公司竞争优势.....	9
4.1 “服务+产品”一体化的专业服务体系	9
4.2 高效的管理，全面、卓越的诊断服务	10
5. 盈利预测与估值.....	10
6. 风险提示.....	11

表格目录

表格 1: 现代医学诊断介绍.....	6
表格 2: 迪安诊断正在研发的项目.....	9
表格 3: 迪安诊断业务模式.....	10
表格 4: 迪安诊断收入预测.....	10
表格 5: 迪安诊断财务预测指标.....	11

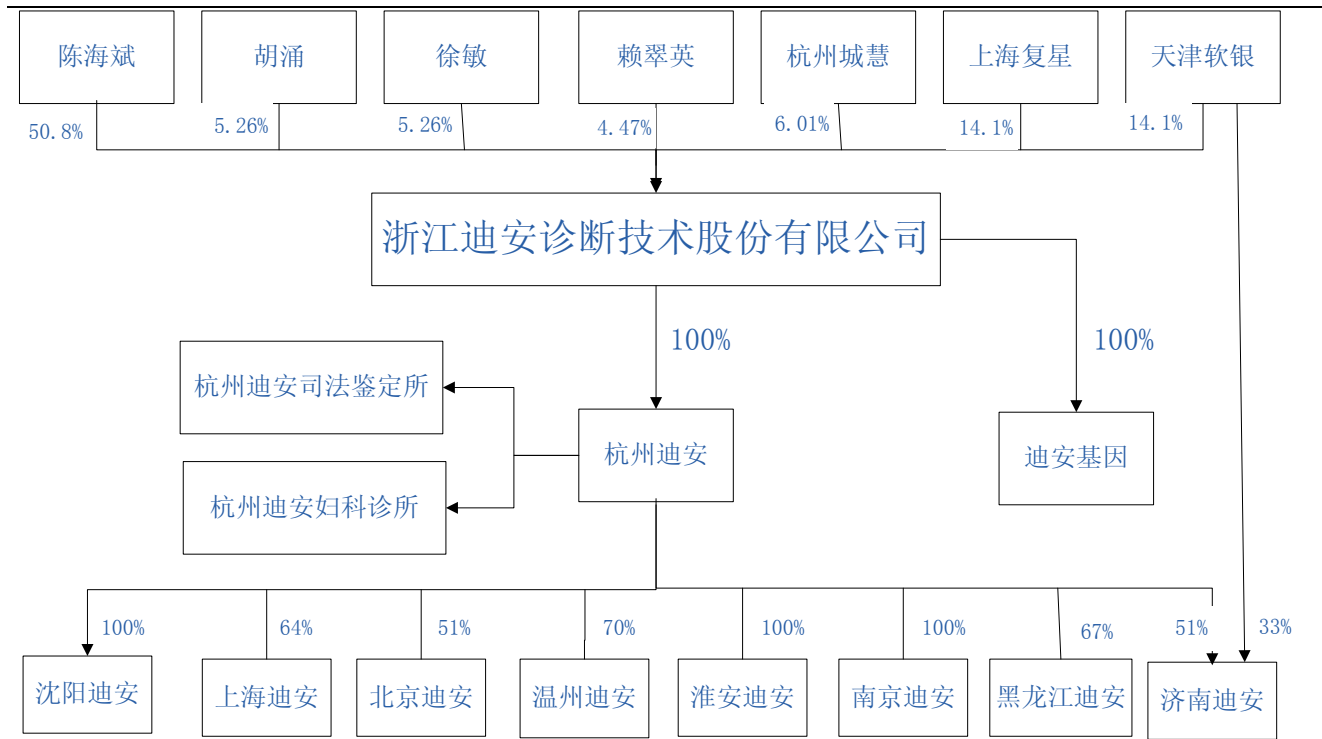
插图目录

图 1: 迪安诊断发行前股权结构.....	4
图 2: 美国诊断细分市场.....	6
图 3: 中国诊断细分市场.....	6
图 4: 国内、国外企业诊断项目对比.....	6
图 5: 美、加、日独立诊断龙头企业 2010 销售额.....	6
图 6: 国内独立诊断龙头企业市场份额.....	7
图 7: 华东地区各独立诊断企业占市场份额.....	7
图 8: 病理、生化、免疫、PCR 诊断毛利率比较.....	8
图 9: 病理诊断所占收入比重.....	8

1. 公司概况

公司为管理层持股的民营企业，是目前行业内少数可同时提供医学诊断服务外包业务和体外诊断产品代理业务的具有规模化和竞争优势的独立医学实验室之一。目前公司可开展 1,000 余项的医学诊断服务，包括生化、酶免、放免、PCR、荧光免疫、微量元素、微生物、染色体检测、骨髓细胞分析和组织病理、细胞病理及分子病理诊断等。公司在杭州、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，其中杭州迪安、上海迪安和北京迪安均获得 ISO15189 认可资质，所出具的医学诊断报告被世界上 40 多个国家所认可。

图表 1：迪安诊断发行前股权结构



资料来源：招股说明书，东兴证券整理

2. 行业分析

2.1 医学诊断服务外包业务符合医疗体制改革的方向

公司所提供的医学诊断服务外包业务顺应了我国医疗卫生事业和医疗体制改革的发展方向，具有以下现实意义：

1、独立医学实验室通过集中检验的方式，可以促进医疗卫生资源的优化配置，真正实现资源共享，有效提升诊断资源的利用效率，缩短诊断周期，节约医疗费用，同时也可以提高诊断结果的准确性与可比性；

- 2、中小型医院无须建立“大而全”的医学诊断系统，它们可以将标本量有限的诊断项目，或者需要大量资源投入而效益并不高的诊断项目外包给独立医学实验室，而不必配置利用率不高、价格昂贵的检验仪器，节约了运营成本；
- 3、独立医学实验室是发展基层医疗服务体系的保证，为基层医疗机构发展和实现社区首诊制提供诊断技术保障，使基层医疗机构获得先进的诊断服务，方便居民就近看病，同时也是通过社会力量办医，帮助公立基层医疗机构提升诊断技术水平的一种方式，实现各级医疗卫生机构、患者及社会共赢的目标；
- 4、具有一定规模的独立医学实验室具有专业性和全面性的特点，其全部资源与精力均集中投入至医学诊断领域，有助于国内外高新诊断技术的及时引进，使独立医学实验室成为我国医学诊断领域的技术高地和研发平台之一，从而促进我国医学诊断技术水平和诊断科研水平的提升，有效缓解检验医学发展滞后于临床医学的矛盾；
- 5、近年来，政府大力提倡和普及一些有助于提高居民健康水平及身体素质的检验项目，如妇女的两癌筛查、先天性疾病的产前诊断、新生儿遗传性疾病筛查和体检普查等，由于这些项目的技术要求较高，检验量较大，而规模较大的独立医学实验室恰好具有承接该类项目的的能力，且符合国家鼓励政府买单项目选择符合条件的非公立医疗机构的相关政策，其带来的社会价值远远大于经济利益。

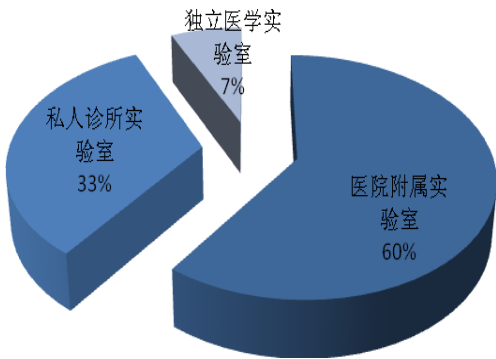
2.2 我国第三方医学诊断实验室刚刚起步

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质量，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。

2009 年我国医学诊断收入约为 800-1,000 多亿元，其中独立医学实验室所占的份额在 1%左右，为 8-10 亿元左右。如果未来我国独立医学实验室的市场份额占全部医学诊断服务规模的 10%，并考虑到我国医疗服务市场的持续快速发展，估计未来我国第三方医学诊断行业的市场容量将超过 200 亿元。

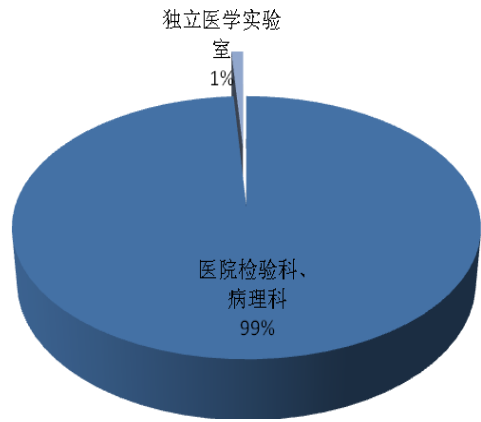
目前，国外企业可以进行的临床诊断项目达到 3000 余项，而我国企业可以进行的临床诊断项目仅为 1000 余项，与国外的差距较大。在企业规模上，我国与发达国家的差距更大。美国前两位的第三方医学诊断公司 Quest 2010 年的收入约为 73 亿美元，labcorp 2010 年的销售额为 50 亿美元。加拿大最大的第三方临床诊断公司 Nordion 2010 年的销售额约为 2.4 亿美元，日本最大的第三方临床诊断公司 BML 2010 年的销售额为 10.17 亿美元。而迪安诊断作为国内领先的第三方临床诊断公司一年诊断服务外包收入不到 2 亿元，与国外先进公司的差距还非常大，这说明我国的第三方临床诊断公司还处在发展的初期。

图表 2：美国诊断细分市场



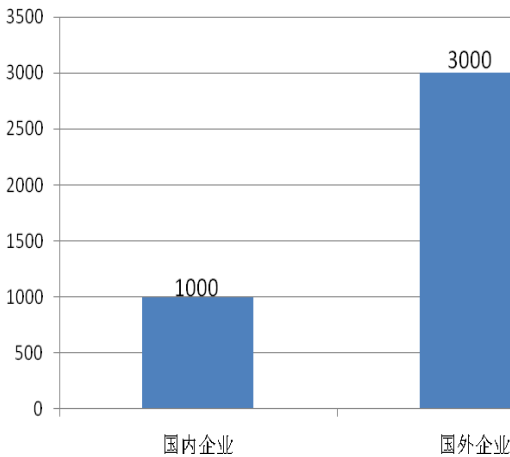
资料来源：招股说明书，东兴证券整理

图表 3：中国诊断细分市场



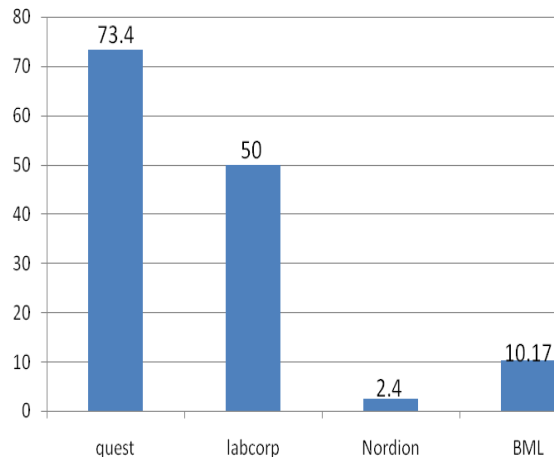
资料来源：招股说明书，东兴证券整理

图表 4：国内、国外企业诊断项目对比 (个)



资料来源：东兴证券整理

图表 5：美、加、日独立诊断龙头企业 2010 销售额 (亿美元)



资料来源：东兴证券整理

2.3 医学诊断服务项目为高投入、高成本、高风险、新技术项目

医学诊断服务行业具有技术水平高、知识密集型、多学科交叉综合的特点。过去的 20 年，随着科技的发展，尤其现代生物技术、单克隆抗体技术、微电子处理器、光化学等方面的重要发展和进展，医学检验方法学先后经历了生化检验、酶联免疫检验、化学发光免疫检验和基因诊断等四次技术革命，不仅灵敏度、特异性有了极大地提高，而且应用范围迅速扩大，操作门槛逐步降低，在疾病预防、疗效和愈后的判断、治疗药物的筛选检测、健康状况的评价以及遗传性预测等领域。

表格 1：现代医学诊断介绍

诊断技术名称	优点	缺点	疾病类型
生化检验	简单方便、快	检验范围、特异性与	肝、肾、心脑血管

	捷、成本低廉等	灵敏度有限等	性疾病及电解质紊乱等代谢性疾病等
酶联免疫检验	简单方便、特异性高、适用范围广泛以及检验仪器便宜等	影响因素较多、定量结果重复性较差等	感染性疾病、肿瘤、不孕不育及自身免疫性疾病等
化学发光免疫检验	快速、准确、重复性好并安全无毒等	诊断试剂昂贵、检验范围有限等	肿瘤、自身免疫、甲状腺与糖尿病等内分泌疾病等
基因诊断	快速、准确、特异性高、灵敏度高	技术要求较高、检验范围有限等	感染性疾病、遗传性疾病等

资料来源：招股说明书，东兴证券

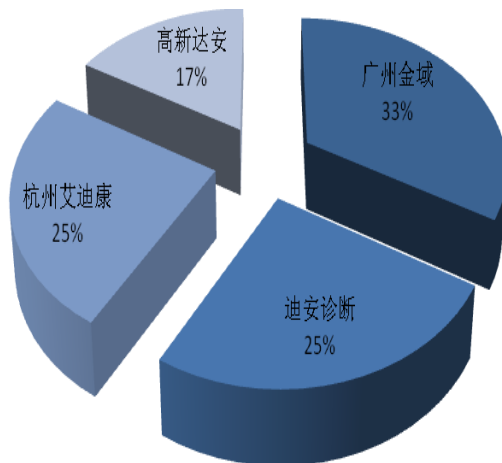
3. 公司业务分析

3.1 连锁式诊断服务外包有望快速复制

迪安的营业模式为“产品+代理”的盈利模式。一方面可以代理销售体外诊断产品，另一方面可以为各级医院提供医学诊断服务。

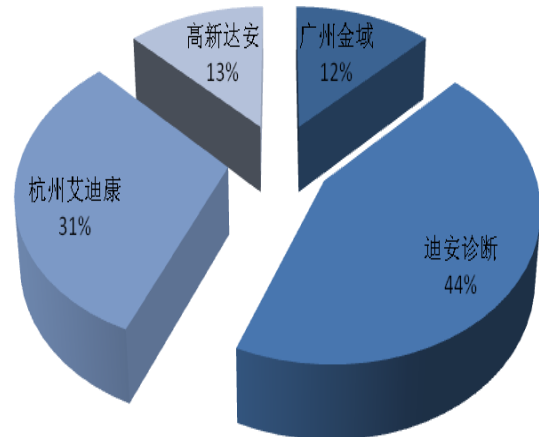
公司目前有 8 家连锁独立医学实验室，分布在长三角地区和环渤海地区。杭州是公司独立实验室的大本营，公司在华东地区实力较强，占据大约 35% 的市场份额。未来公司可以借鉴这种建立好的成熟的商业模式，快速向全国复制。公司此次募集资金在天津、沈阳、南昌建立独立医学实验室，未来通过内生的增长或者外延收购，业务将走向全国。

图表 6：国内独立诊断龙头企业市场份额



资料来源：招股说明书，东兴证券整理

图表 7：华东地区各独立诊断企业占市场份额



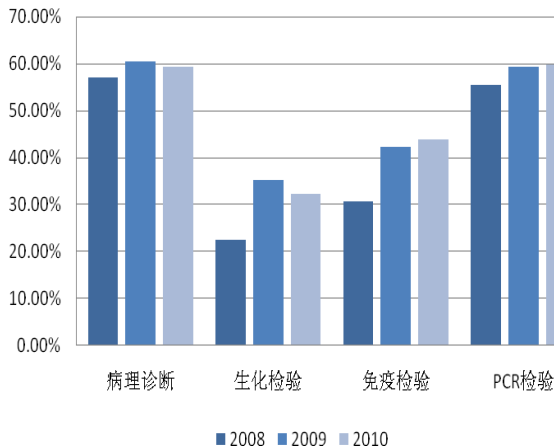
资料来源：招股说明书，东兴证券整理

3.2 重点发展病理诊断

病理诊断项目是公司的重点发展项目，该诊断项目的开展较大程度依赖于病理医生的经验和技术水平，公司通过完善病理质控体系确保了诊断质量，通过开设病理培训班，建立了病理医生培养和储备机制，以确保公司病理诊断项目开展的需要，增加了公司病理诊断项目开展的能力与水平，从而使病理诊断收入额保持较快增长。

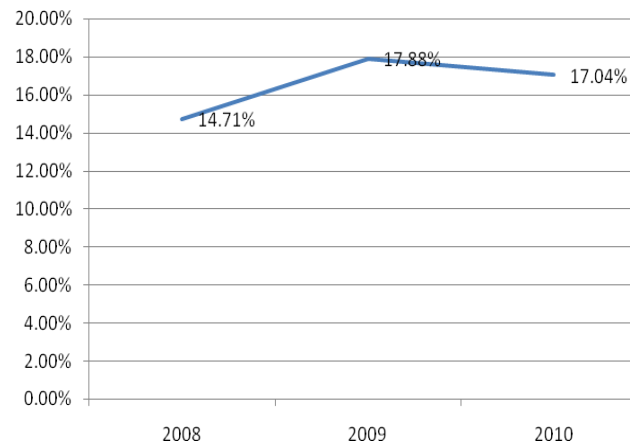
公司在确保生化检验、免疫检验等传统优势项目，重点发展病理诊断业务的前提下，为最大程度地满足各级医疗卫生机构的需求，不断推出新的诊断服务项目，公司在报告期内努力提高染色体检验、骨髓检验等其它医学诊断服务收入，近三年公司的综合检验项目得到了较快发展，2009 年度较 2008 年度增长了 1,590.5 万元，增幅为 156.32%，2010 年度较 2009 年度增长了 1,990.19 万元，增幅为 76.31%。

图表 8：病理、生化、免疫、PCR 诊断毛利率比较



资料来源：招股说明书，东兴证券整理

图表 9：病理诊断所占收入比重



资料来源：招股说明书，东兴证券整理

3.3 司法鉴定是新的增长点

随着司法鉴定启动权的社会化（如浙江省高级人民法院已经明确将医疗事故技术鉴定与司法鉴定平等对待），司法鉴定行业将会有新的鉴定业务来源，包括鉴定项目有医疗损害、工伤、非正常死亡案件的尸体检验、保险行业要求鉴定的大量保险案件、毒物毒品、药物鉴定等，市场空间将进一步扩大。今后五年，杭州迪安司法鉴定所将充分发挥公司在全国拥有 2,000 多家客户的优势，将司法鉴定所的检验、鉴定业务服务范围从浙江扩展到全国，成为全国领先的司法鉴定机构。本项目实施后，预计杭州迪安司法鉴定所的业务量和业务收入都将逐年增加，到 2016 年年营业收入超过 3,000 万元。

3.4 注重研发，未来业务有望向上游延伸

公司通过多年的行业实践与持续研发，形成了主要核心技术：细菌快速鉴定技术；肝炎病毒分型及耐药突变检测技术；细菌耐药基因检测技术。

细菌快速鉴定技术是应用新一代测序技术并结合多重 PCR 技术，开发了用于细菌快速鉴定的核酸检测方法，打破了传统培养技术耗时 3-5 天或更长的时间瓶颈。本技术

已有 5 项发明专利已获受理，达到国内领先水平。肝炎病毒分型及耐药突变检测技术以套式 RT-PCR 方法来扩增特异性 HCV 基因片段，然后进行核苷酸序列测定分析确定基因型别，具有通量更高，检验更简单，速度更快等优点，结果准确可靠。适宜于临床常见肝炎病毒耐药突变位点的检验。本技术已有 2 项发明专利已获受理，达到国内领先水平。细菌耐药基因检测技术，能更好地为临床治疗方案的制定提供参考依据，达到国内领先水平。

表格 2：迪安诊断正在研发的项目

序号	正在研发的项目	项目进展情况	拟达到的目标
1	呼吸道病毒快速鉴定	临床验证	5 小时完成常见呼吸道病毒的鉴定
2	高效液相色谱电化学测定血、尿中儿茶酚胺	预实验	建立快速、准确、灵敏度高、选择性强的高效液相色谱电化学检验方法，为临床儿茶酚胺类物质的测定提供一项新的测试技术
3	华法林用药指导的基因检测	临床验证	为华法林个体化用药提供一种快速、准确的分子检验手段
4	真菌耐药基因检测	临床验证	建立快速检验临床真菌耐药基因检验的方法
5	肿瘤个性化用药	临床验证	建立肿瘤相关基因突变检测体系，为肿瘤个性化用药提供依据

资料来源：招股说明书，东兴证券

4. 公司竞争优势

4.1 “服务+产品”一体化的专业服务体系

公司业务发展方向是伴随着我国医疗卫生体制改革以及医疗卫生机构经营理念和市场需求的变化而逐渐演变的。医学诊断服务外包业务和体外诊断产品代理业务之间互相关联，体外诊断产品代理业务不仅可以共享营销渠道资源，增强客户粘度，同时也可为公司医学诊断服务外包业务带来采购成本优势，具有明显的协同效应。在激烈的市场竞争中，对于那些有意愿接受医学诊断服务整体解决方案的客户，公司通常采用整合营销的方式，先签订《合作意向协议书》，确定合作的框架，然后再由公司下属具有相关经营资质的子公司与客户签订标准业务合同，这种“服务+产品”一体化商业模式已表现出明显的竞争优势，公司对公司销售收入贡献最大的几大客户均是公司医学诊断服务外包业务和体外诊断产品代理业务的共同客户，即医学诊断服务整体解决方案的客户。

表格 3：迪安诊断业务模式

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、耗材等体外诊断产品及技术支持服务等	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

资料来源：招股说明书，东兴证券

4.2 高效的管理，全面、卓越的诊断服务

公司拥有技术优势，通过核心技术团队的打造、研发的持续投入与技术创新机制的运行，已构建了较强的技术平台，其主要表现在卓越的诊断技术应用、全面系统的诊断服务以及强大的科研开发能力等方面。其中杭州迪安、北京迪安和上海迪安 3 家实验室均已获取了 ISO15189 认可资质，南京迪安也已申报了认可申请。公司将“标准化、成本领先、管理创新”作为管理宗旨，建立了涵盖战略、营销策略、质量管理、财务管理、供应链管理、授权体系等标准化的管理体系，公司的管理优势体现在：高效的信息化管理平台、快速的专业物流服务、整合式的成本策略、标准化的质量管理

5. 盈利预测与估值

假设一：主要产品销售增长稳定，毛利率保持稳定

假设二：公司募投项目顺利完成并投产

表格 4：迪安诊断收入预测

产品收入（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
医学诊断服务	194.01	277.00	391.43	545.72
增长率	36.81%	42.78%	41.31%	39.42%
诊断产品代理	149.02	191.19	244.73	313.25
增长率	228%	28.3%	28%	28%
合计	343.23	468.30	636.26	859.07
增长率	30.40%	36.44%	35.87%	35.02%
综合毛利率	35.82%	36.50%	37.05%	37.52%

资料来源：东兴证券

基于已上假设，我们预测冠昊生物 2010-2012 年的 EPS 为分别 0.92 元、1.31 元、1.80 元。给予公司 2011 年 EPS 30-35 倍，合理估值区间为 **27.6 元—32.2 元**。

表格 5：迪安诊断财务预测指标

百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	343.27	468.30	636.26	859.07
(+/-)%	30.40%	36.42%	35.87%	35.02%
经营利润 (EBIT)	41.46	53.90	75.60	105.08
(+/-)%	50.87%	30.01%	40.27%	39.00%
净利润	32.41	46.86	66.71	91.85
(+/-)%	88.78%	44.58%	42.36%	37.69%
每股净收益 (元)	0.49	0.92	1.31	1.80

资料来源：东兴证券。

6. 风险提示

第三方医学诊断行业竞争加剧风险；对上海罗氏产品的依赖风险；质量控制风险；销售区域集中风险；。

利润表 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	343.27	468.30	636.26	859.07
营业成本	220.30	297.36	400.55	536.75
营业费用	33.43	45.61	61.97	83.67
管理费用	53.20	72.59	98.62	133.16
财务费用	0.96	1.07	-0.33	-0.11
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	33.86	49.68	72.79	102.04
利润总额	37.86	54.53	77.64	106.89
所得税	7.95	7.67	10.92	15.04
净利润	29.92	46.86	66.71	91.85
归属母公司所有者的净利润	32.41	46.86	66.71	91.85
NOPLAT	27.51	43.61	62.26	87.59

资产负债表 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	84.00	14.05	19.09	51.86
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收帐款	76.26	103.92	141.20	190.64
预付款项	4.07	4.07	4.07	4.07
存货	24.87	33.40	44.99	60.29
流动资产合计	192.45	179.88	235.37	335.00

非流动资产	41.80	78.48	75.33	72.19
资产总计	234.25	258.36	310.71	407.19
短期借款	15.00	53.20	20.07	0.00
应付帐款	38.15	48.88	65.84	88.23
预收款项	0.29	2.63	5.81	10.11
流动负债合计	72.07	119.53	106.82	113.81
非流动负债	2.27	3.00	4.68	6.91
少数股东权益	8.22	8.22	8.22	8.22
母公司股东权益	151.69	150.40	213.78	301.04
净营运资本	120.38	60.35	128.55	221.19
投入资本 IC	50.92	157.78	182.98	257.41

现金流量表(百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
净利润	29.92	46.86	66.71	91.85
折旧摊销	6.64	0.00	3.15	3.15
净营运资金增加	38.98	-60.03	68.20	92.64
经营活动产生现金流	41.23	23.40	39.62	55.21
投资活动产生现金流	-17.01	-60.12	-0.12	-0.12
融资活动产生现金流	1.66	-33.23	-34.46	-22.32
现金净增(减)	25.88	-69.95	5.04	32.77

分析师简介

陈恒

先后毕业于南昌大学生物工程系、北京工商大学金融工程系，从事医药行业研究 2 年。曾任职于汇源果汁集团研发中心、汇鑫期货经纪有限公司、天相投资顾问有限公司。2010 年加盟东兴证券研究所。近期发表的研究报告有《医药行业 2010 年下半年投资策略：物以稀为贵》、《医药行业点评：深谷能容水 空箱好纳物》、《九安医疗：小荷才露尖尖角》、《天方药业：寒冬过会再逢春》、《科伦药业：最大的价值在于管理》、《仁和药业：外延式扩张为公司增长添动力》等。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。