

达安基因 (002030): 一个个性化医疗的领跑者

深度报告

编辑: 韩彦斌
电话: 0311-66006381
执业证书: S0400511080001
报告日期: 2014-06-24 星期二

摘要

测序成本下降 分子诊断领跑 IVD: 分子诊断近 5 年复合增速均超过 12%，高于全球 IVD 行业 5% 平均增速。预计 2015 年复合增速将达 11.1%，市场规模达到 62 亿美金，成为诊断市场的增长点。国内分子诊断行业增速保持在 20%，高于其他子行业。随基因测序费用的下降以及人们对个性化医疗的关注，2013 年全球基因表达分析的市场规模达 26 亿美元，2018 年有望达到 43 亿美元，复合年平均增长率 10.4%。药物基因组学、疾病预后和肿瘤诊断与研究将继续促进分子诊断市场强劲发展。

业绩改善，全产业布局优势突出: 2013 年公司营业收入和净利润增速均超过 45%，2014 年一季报实现营业收入 2.09 亿元，同比增长 30.14%，主营业务业绩大幅改善。公司是国内第一家开发荧光 PCR 检测技术的公司，立足技术平台优势，积极布局全产业链。近日，公司与大股东广州中大控股有限公司共同投资设立中山大学医院投资管理集团有限公司，将填补达安基因在医院投资管理领域的空白，未来想象空间巨大。

携手 life Tech，迎接高通量测序新时代: 分子诊断产业机遇与挑战并存，针对当前分子诊断领域现状，伴随相关企业市场扩张和自身创新的需求，达安与 Life Tech 积极合作，包括一些最新技术的引进和分享，将是公司未来发展的长期看点。

盈利预测:

个体化医疗即将迎来一个高速发展的时期，我们认为基于“中心法则”最核心的分子诊断将展现其独特魅力，同时公司作为第一家股权激励草案获批的校办企业，彰显了公司对行业未来发展前景的信心。预测 14-16 EPS 0.32/0.38/0.50，对应目前 19.29 元的动态 PE 为 60/50/38 倍，给予“增持”评级。

风险提示:

产品研发风险；试剂产品销售增速低于预期。

002030 [达安基因] 评级: 增持

主要数据

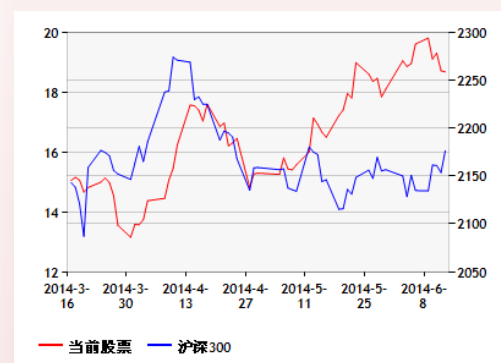
股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
0.10/0.03	0.34/0.06	0.55/0.14
总股本	457651814.000	
流通 A 股	457651814.000	
近 3 月日均成交量	9415274.378	

主要股东

广州中大控股有限公司	20.173952
广州生物工程中心	15.000000
何蕴韶	2.421053

股价表现



公司动态



目录

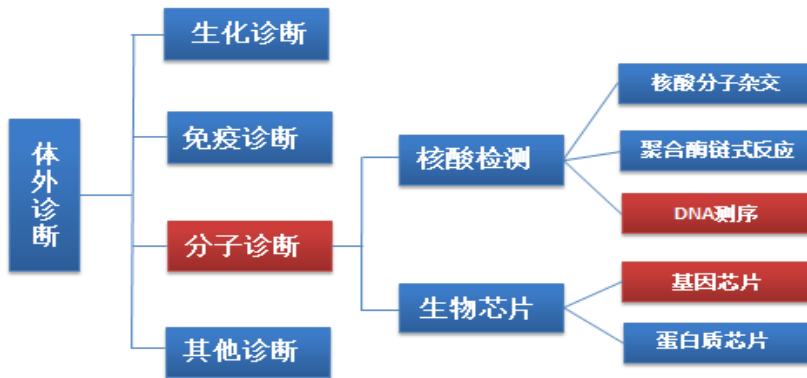
1. 分子诊断：后起之秀迎来黄金发展期.....	3
1.1 医学诊断的前沿领域 份额小 增长快.....	3
1.2 基因测序成本下降 个性化医疗时代即将到来.....	4
2 达安基因：分子诊断的领跑者.....	5
2.1 仪器设备收入大幅增长 业绩释放积极信号.....	4
2.2 积极布局全产业链 医院终端实现重大突破.....	4
3 携手 Life Tech 迎接高通量测序新时代.....	5
4 盈利预测及投资建议.....	5
5 风险分析.....	5
6 指标分析.....	5
7 报表预测.....	5

1. 分子诊断：后起之秀迎来黄金发展期

1.1 医学诊断的前沿领域 份额小 增长快

体外诊断（IVD），是指将样本血液、体液、组织等从人体中取出后进行较为快速的检测进而判断疾病或机体功能的诊断方法，涉及分子生物学、基因诊断学、转化医学等众多学科，是生物技术在医疗领域最集中的体现之一，目前临床上 80% 以上的疾病诊断依靠体外诊断完成，是医疗服务和医学变革的前沿。其中生化诊断、免疫诊断、分子诊断是体外诊断主要的三大领域，其中诊断试剂市场份额分别为 27%，33% 和 5%。

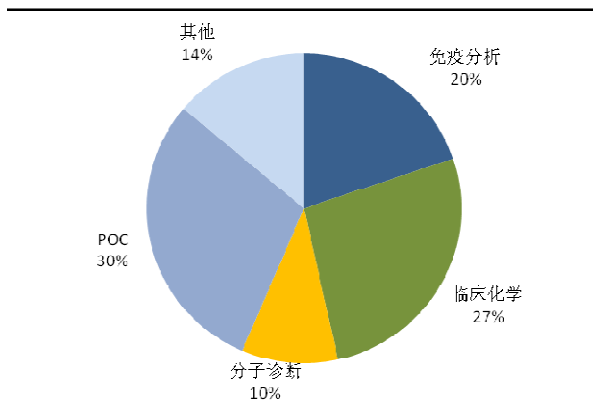
图 1：体外诊断分类



资料来源：互联网公开资料整理 财达证券

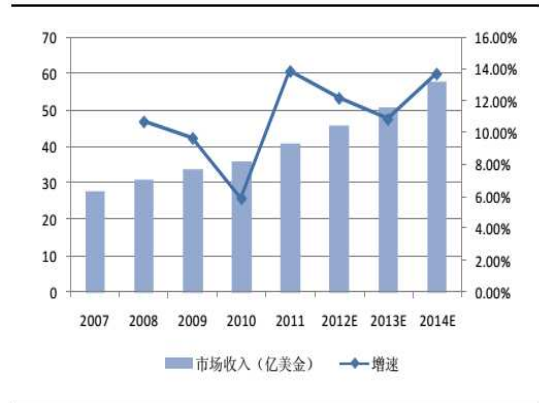
仅占全球体外诊断行业 10% 的分子诊断的销售金额从 1995 年的 3.6 亿美金，增长到 2007 年的 28 亿美金，到 2011 年的 41 亿美金，复合增速达 15%，近 5 年复合增速均超过 12%，明显高于全球 IVD 行业 5% 的平均增速。预计 2011-2015 年的复合增速将达到 11.1%，2015 年市场规模将达到 62 亿美金，将成为诊断市场的增长点。

图 2：全球体外诊断试剂市场



资料来源：财达证券整理

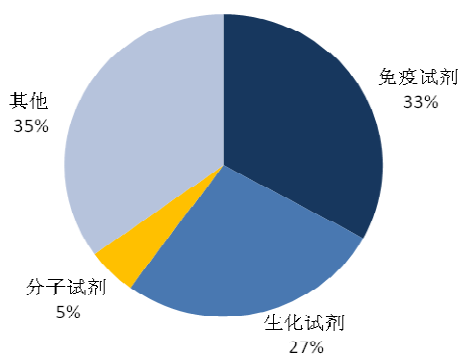
图 3：全球体外分子诊断行业增速



资料来源：Kalaroma 财达证券

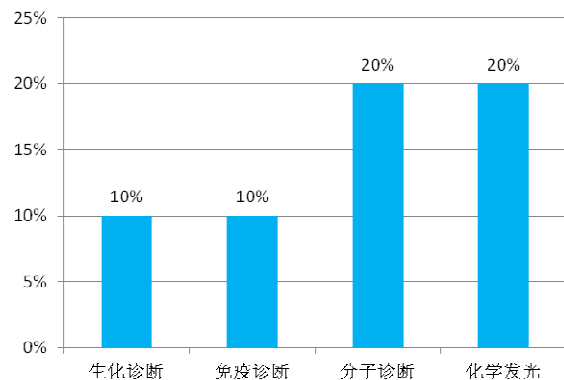
中国是人口大国，仅占体外诊断市场份额 5% 的分子诊断在中国具有广阔的应用和发展前景。以传染性疾病的分子诊断为例：据《2006 年中国卫生事业发展情况统计公报》的统计，中国有三级医院 1045 个（其中：三甲医院 647 个），二级医院 5151 个。平均一家三级医院每年检测 30000 份样品，一家二级医院年检测 5000 份样品。如果使用传统细菌培养和 ELISA 技术检测，每份样品收费约 100 元人民币，每一项化验通常只能确定一种病原体，需 3-7 天才能得到结果；如果在人力和设备资源可以完成分子诊断的二、三级医院中采用分子诊断技术，不仅可在 1 天内完成检测，且平均每份检测的成本可控制在 50 元左右，从社会效益来看，发展分子诊断对传染性疾病的预防控制，除快速准确外，至少可以节约 20 亿的成本，其重要性可见一斑。近年来，国内分子诊断行业增速保持在 20%，高于其他子行业。

图 4：全球体外诊断试剂市场



资料来源：财达证券整理

图 5：2010-2013 中国体外诊断行业增速全



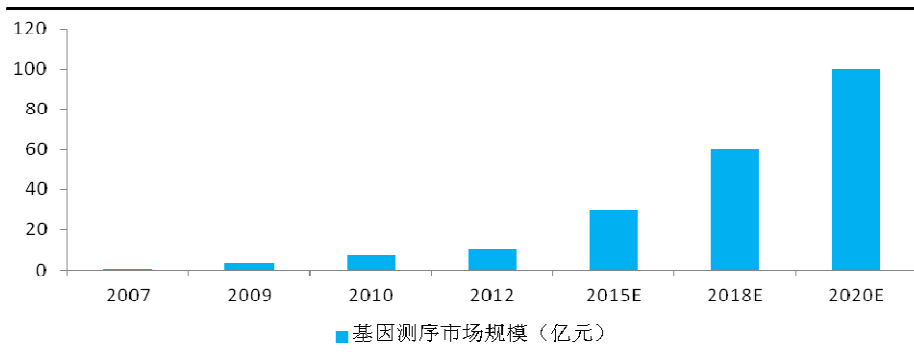
资料来源：Bioon.com 财达证券

全球体外诊断试剂的应用领域不断拓展，不仅在疾病预防发挥重要作用，而且在疗效和预后的判断、治疗药物的监测、健康状况的评价以及遗传性预测等领域开始发挥其技术优势。同时，体外诊断呈现出自动化、便携化以及与计算机网络技术相结合趋势，这些技术的结合正不断扩宽行业应用方向和研究领域。

1.2 基因测序成本下降 个性化医疗时代即将到来

Markets and Markets 发布的基因表达分析市场的报告指出，随着基因测序费用的下降以及人们对个性化医疗的关注，2013 年全球基因表达分析的市场规模达 26 亿美元，而 2018 年有望达到 43 亿美元，2013-2018 年的复合年平均增长率为 10.4%。近日基因测序成为市场投资热点，全球诊断试剂巨头罗氏近日发表声明以 3.5 亿美元的出价购买测序企业 Genia，进一步扩大基因测序市场份额。同时美国国立卫生研究院（NIH）将不再要求基因治疗临床试验接受联邦特别咨询委员会的审查，这将成为基因治疗领域的里程碑。

图 6: 中国基因测序市场规模及预测



资料来源: 财达证券整理

2004 年全球分子诊断市场的热点集中在传染病、移植配型检测领域; 2008 年热点转移到肿瘤、遗传病的筛查与诊断; 2012 年分子诊断产品被大量用于肿瘤个体化诊疗、昂贵药物治疗检测、药物代谢基因组学研究等流域, 今后, 药物基因组学、疾病预后和肿瘤诊断与研究将继续促进分子诊断市场强劲发展。另外, 快速床旁检测 (POCT)、法医学、人群健康体检与疾病筛查、重大疾病预警与诊断、人群基因档案等也将成为分子诊断产品的重要应用领域。

2 达安基因: 分子诊断的领跑者

2.1 仪器设备收入大幅增长 业绩释放积极信号

公司在 2013 年的营业收入和净利润增速均超过 45%, 其中自产仪器的生产量较去年同期增加 254.65%, 库存量较去年同期下降了 77.16%, 销售收入达到 2.14 亿元, 同比增速 209%, 业绩表现好于预期。从公司公布的 2014 年一季报业绩来看, 收入端呈现稳定增长的态势, 实现营业收入 2.09 亿元, 同比增长 30.14%, 营业利润 2617 万元, 同比增长 31.30%; 利润总额 3068 万元, 同比增长 24.62%; 母公司净利润 2541 万元, 同比增长 4.36%。基本每股收益 0.06 元。报告期扣除非经常性损益后的净利润为 980 万元, 去年同期为亏损 58 万元, 主营业务业绩大幅改善。

图 7: 2009-2013 年营业收入和净利润

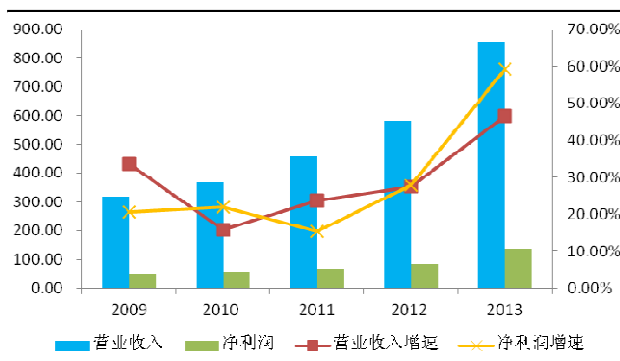
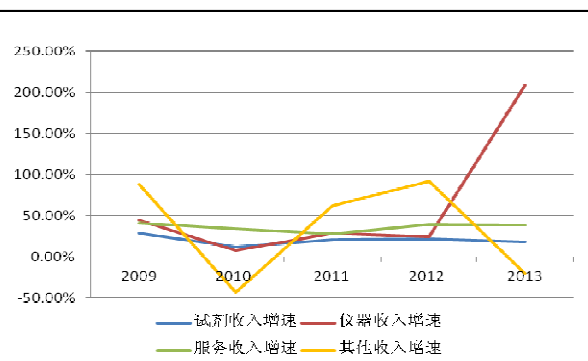


图 8: 2009-2013 年各项产品收入增速



资料来源：公司年报 财达证券

资料来源：公司年报 财达证券

公司的收入继续保持了较快的增长势头，诊断试剂业务保持了稳定的增长。分子诊断试剂是公司试剂产品的核心，我们认为这项业务首先将受益于分子诊断行业的整体扩容，其次将受益于公司仪器布局的扩大，未来这项业务至少将保持 20%左右的增长。

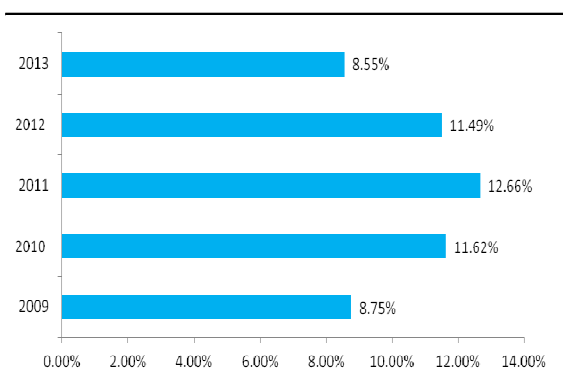
在销售端方面，公司与 2000 多家大型医院建立了合作关系。在国家大力鼓励民营资本办医的大环境下，公司前瞻性布局，民营医院和县级医院成为了公司前五大客户。公司客户结构的改变，使公司客户范围在进一步扩大的同时，向多层次医疗机构渗透，收入端结构更加完善，抵御风险的能力也得到提高。

图 9：2012-2013 年公司前五大客户变化情况

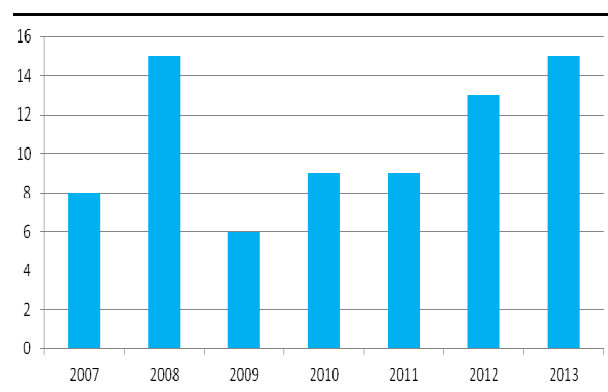
	2013 年前五大客户情况	2012 年前五大客户情况
1	宁夏国龙医疗发展股份有限公司	广州安必平医药科技有限公司
2	福建省龙岩市第二医院	北京陆道培干细胞生物技术有限公司
3	KARMA HEALTHCARE LIMITED	北京市道培医院
4	固始信合医院	杭州安杰思医学科技有限公司
5	DAYA AGUNG MANDIRT,PT	山东千佛医院

资料来源：公司年报 财达证券

公司作为一家生物医药高科技企业，在研发支出方面的投入在去年 6700 百万的基础上，继续提高到 7300 百万，占公司销售额的 8.55%。随着公司近五年随着公司销售规模的扩大，研发投入占销售收入的比例较为稳定，平均保持在 10%以上，可见公司对科技进步的重视程度。在产品储备方面，公司每年获批产品数量呈现增长的趋势，成为新的业绩增长点。同时公司非常注重知识产权，2013 年公司共取得国家专利局授予的发明专利 24 项，其中发明专利 18 项，实用新型 6 项，其中有两项基因芯片技术专利，可见公司在大力推进二代测序技术的同时紧跟检测行业发展趋势，强化了公司的核心竞争力。达安基因旗下的广州爱健生物在 PNAS 发表基于半导体测序平台的唐氏无创检测，由于速度快、成本低等优点，可能更适合医院使用，也许会成为医院的标配。研发的大力投入、丰富的产品以及战略性的布局为公司 2014 年高增长奠定了坚实的基础，同时也彰显体外诊断行业的发展势头迅猛。

图 10：2009-2013 年研发费用占销售收入比例


资料来源：公司年报 财达证券

图 11：2007-2013 年公司获批产品数量


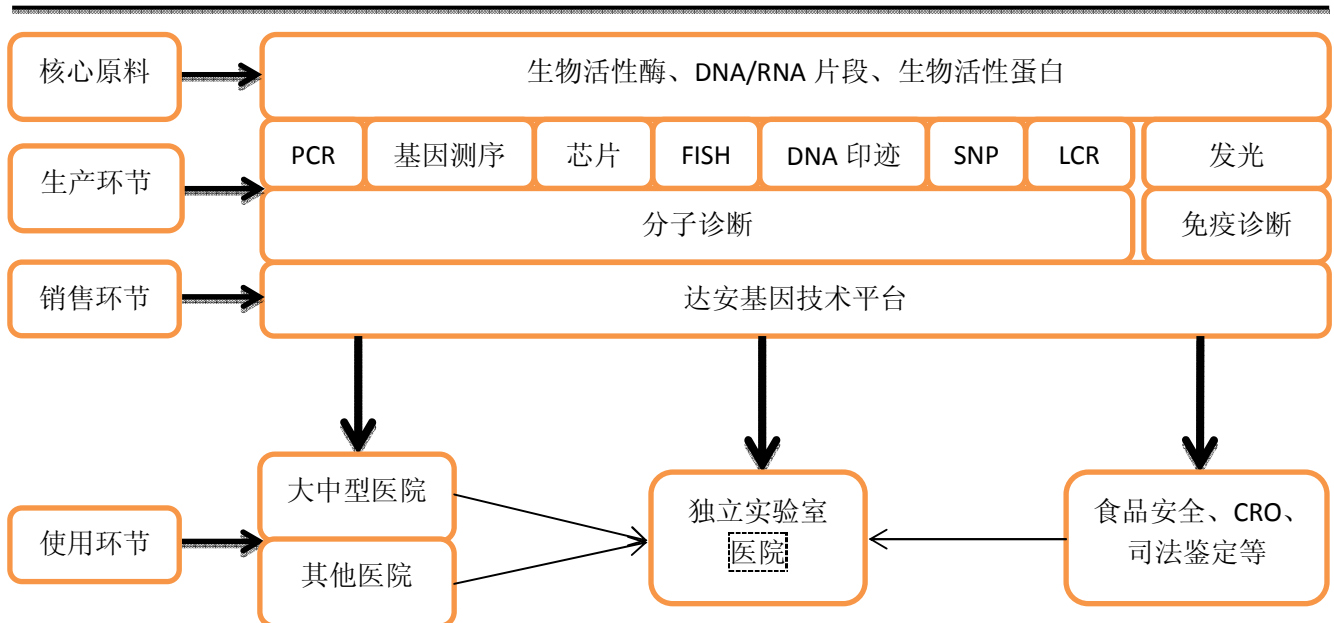
资料来源：公司年报 财达证券

2.2 积极布局全产业链 医院终端实现重大突破

公司与其他涉及体外诊断的A股上市公司最大的不同是其构建了一套完善的分子诊断技术平台,从PCR, FISH, 基因芯片, 到一代测序和二代测序。达安基因一直站在分子诊断技术发展的最前沿, 使公司能够抓住每一次技术升级的先机, 高技术壁垒为公司的发展构筑了护城河。同时达安基因作为国内第一家开发荧光 PCR 检测技术的公司, 背靠第一大股东中山大学, 在科研人员与设备的保障下, 完成了从诊断试剂及核心原料的研发、试剂生产、销售和下游服务的全产业链布局。

国内 IVD 行业, 很少有公司能够实现全产业链布局, 都是覆盖产业链的一环或者有限的几个环节。公司旗下 40 余家子公司, 这些子公司充当着达安基因技术平台和业务平台的角色, 在应用方面不仅涉及科研和临床, 还涉及食品安全, 法医鉴定以及 CRO 服务。他们是公司保持对 IVD 行业热点技术和应用领域持续跟踪的有力保障。

图 12: 公司在分子诊断全产业链的完整布局



资料来源: 财达证券整理

4月21日, 公司拟以自有资金出资 399.80 万元人民币与大股东广州中大控股有限公司共同投资设立中山大学医院投资管理集团有限公司。尽管达安在医院管理合资公司中的股权占比较小, 占注册资本的 19.99%, 但合资公司的设立已经表明了中山大学整合其旗下医疗资源的意愿, 达安作为中山大学下属唯一一个上市公司平台, 将会作为唯一的资本平台来整合相关医疗资源。中山大学旗下医疗资源丰富, 到目前为止拥有八家直属三甲医院及八家非直属三甲医院。直属医院床位总数 11076 张, 非直属医院床位总数 14186 张, 是广东地区最有影响力的医院品牌。公司成立专业的业务平台, 将填补达安基因在医院投资管理领域的空白, 未来想象空间巨大。

图 13: 中山大学旗下医疗资源

直属医院	非直属医院
中大附属第一医院	佛山市第一人民医院
中大附属第二医院	汕头市中心医院
中大附属第三医院	江门市中心医院
中大附属第五医院	东莞东华医院
中大附属第六医院	中山市人民医院
中大附属肿瘤医院	惠州市中心人民医院
中大附属口腔医院	梅州市人民医院
中大附属眼科医院	揭阳医院

资料来源： 财达证券整理

基于“中心法则”的分子诊断技术，直接检测最核心的遗传物质 DNA 和 RNA，可见分子诊断必定是未来 IVD 行业中最具活力的细分领域。我们认为达安基因的全产业链发展模式，能够使公司最大限度地抵抗行业风险，把握发展机遇。

3 携手 Life Tech 迎接高通量测序新时代

2014 年全球创新企业 500 强第 1 名的企业是基因测序公司 Illumina，该评比结果也代表了世界视觉对于前沿创新领域的最新聚焦：全球将迎来基因测序的蓝海新时代！4 月，Illumina 来到上海自贸区布局中国市场的基因测序平台，而此举将加速国内基因测序市场的快速发展。我们认为以高通量测序（High-Throughput Sequencing, NGS）为代表的新型分子诊断技术将在未来几年内迎来黄金发展的时期。

世界上基因测序仪的领头羊之一 Life Technologies (Life Tech) 与达安基因一直保持了良好的合作关系，其在与达安基因合资的立菲达安公司以共享收入的合作方式进行一代测序试剂盒的开发。目前有一些测序试剂盒像乙肝、丙肝、结核等已经有注册受理证，正在临床体系考核的最后阶段。在二代测序方面，基因检测技术 NGS 仪器市场被国外几个龙头垄断，2013 年 Illumina 以 53% 的市场份额位列第一，Life Tech 38%，Roche 8%。中山大学达安基因股份有限公司推出的 DA8600，是基于 LifeTech 公司的 Ion Proton 测序平台，目前正在进行申请报证审批。

图 14: Life Tech 两款明星产品 Ion Torrent 和 Ion Proton (唯一的台式基因组测序平台)



资料来源： 公司网站 财达证券

分子诊断产业机遇与挑战并存，针对当前分子诊断领域现状，伴随相关企业市场扩张和自身创新的需求，达安与 Life Tech 的合作，包括一些最新技术的引进和分享，将是公司未来发展的长期看点。所以在这个时点我们认为应该战略性地配置达安基因，并长期持有。

4 盈利预测及投资建议

个性化医疗即将迎来一个高速发展的时期，我们认为基于“中心法则”最核心的分子诊断将展现其独特魅力，同时公司作为第一家股权激励草案获批的校办企业，彰显了公司对行业未来发展前景的信心。预测14-16 EPS 0.32/0.38/0.50，对应目前动态PE 60/50/38倍，给予“增持”评级。

5 风险分析

产品研发风险；试剂产品销售增速低于预期。

6 指标分析

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
关键数字					
营业收入	582.69	854.37	1095.75	1413.28	1831.42
EBITDA	75.77	136.58	177.04	213.46	279.41
EBIT	35.94	96.47	132.54	164.91	225.67
所得税费用/利润总额	8.12%	20.05%	15.00%	15.00%	15.00%
净利润	85.97	136.98	147.69	180.09	234.53
财务费用	7.69	12.45	3.44	3.53	5.18
股东权益合计	626.21	758.10	899.30	1072.18	1297.91
投入资本	766.21	903.10	1170.89	1407.62	1717.27
不含现金的投入资本	566.85	692.32	899.67	1097.58	1365.84
资产总计	912.28	1155.18	1446.92	1774.04	2191.76
成长性指标					
营业收入增长率	27.35%	46.62%	28.25%	28.98%	29.59%
EBITDA 增长率	-16.94%	80.26%	29.62%	20.57%	30.90%
EBIT 增长率	-33.73%	168.39%	37.39%	24.42%	36.85%
净利润增长率	27.84%	59.33%	7.82%	21.94%	30.23%
盈利性指标					
毛利率	55.41%	48.92%	52.00%	55.00%	55.00%
EBITDA/营业收入	13.00%	15.99%	16.16%	15.10%	15.26%
EBIT/营业收入	6.17%	11.29%	12.10%	11.67%	12.32%
净利润率	14.75%	16.03%	13.48%	12.74%	12.81%
净资产收益率 (ROE)	14.57%	19.79%	17.82%	18.27%	19.79%
总资产回报率 (ROA)	10.13%	13.25%	11.35%	11.18%	11.83%
投入资本回报率 (ROIC)	0.11	0.15	0.13	0.13	0.14
偿债能力指标					
流动比率	1.81	1.92	1.91	1.88	1.85
速动比率	1.53	1.66	1.64	1.61	1.58
现金比率	0.25	0.29	0.36	0.34	0.31
EBITDA/财务费用	9.86	10.97	51.45	60.50	53.96
运营能力指标					
应收款项周转率	2.32	2.42	2.31	2.35	2.34
应付款项周转率	11.51	12.19	11.86	11.80	11.84
总资产周转率	0.69	0.83	0.84	0.88	0.92
杠杆比率					
债务权益比率	0.46	0.52	0.61	0.65	0.69
资产负债率	0.31	0.34	0.38	0.40	0.41
杜邦分析					
净利润率	14.75%	16.03%	13.48%	12.74%	12.81%
总资产周转率	0.69	0.83	0.84	0.88	0.92
平均总资产/平均股东权益	1.44	1.49	1.57	1.63	1.67

7 报表预测

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
利润表 (百万元)					
营业收入	582.69	854.37	1095.75	1413.28	1831.42
营业成本	259.83	436.40	525.96	635.98	824.14
营业税金及附加	3.86	3.63	5.99	7.70	9.25
销售费用	132.83	162.56	212.10	281.44	369.86
管理费用	150.22	155.32	219.15	323.26	402.50
EBIT	35.94	96.47	132.54	164.91	225.67
折旧	31.00	30.41	37.04	40.10	44.67
摊销	4.62	4.99	3.62	4.19	4.80
EBITDA	75.77	136.58	177.04	213.46	279.41
财务费用	7.69	12.45	3.44	3.53	5.18
利润总额	93.57	171.34	173.75	211.87	275.92
当期所得税	7.60	34.36	26.06	31.78	41.39
净利润	85.97	136.98	147.69	180.09	234.53
归属于母公司股东的净利润	90.16	133.28	144.34	176.00	229.21
每股收益	0.22	0.29	0.32	0.38	0.50
资产负债表 (百万元)					
货币资金	67.89	108.26	190.46	229.28	270.67
应收款项	280.91	425.66	524.77	680.15	887.25
其他应收款	29.69	38.89	68.15	81.60	101.64
流动资产合计	485.40	729.15	1013.83	1285.34	1623.95
固定资产	187.98	208.47	226.22	256.78	303.68
无形资产	62.41	52.81	57.96	65.07	74.92
开发支出	20.90	38.02	40.80	56.03	75.68
商誉	4.20	4.20	4.20	4.20	4.20
资产总计	912.28	1155.18	1446.92	1774.04	2191.76
应付款项	60.47	79.73	105.00	134.63	174.82
预收款项	7.57	50.58	22.43	32.46	48.40
应交税费	7.60	34.36	26.06	31.78	41.39
负债合计	286.08	397.08	547.61	701.86	893.85
股本及资本公积	440.60	482.10	482.29	482.29	482.29
留存收益	132.65	219.33	357.00	525.79	746.20
归属于母公司股东权益合计	626.21	758.10	899.30	1072.18	1297.91
负债和股东权益总计	912.28	1155.18	1446.92	1774.04	2191.76
现金流量表 (百万元)					
经营活动现金流合计			(27.51)	39.39	48.88
投资活动现金流合计			(6.90)	(53.68)	(77.43)
融资活动现金流合计			33.12	(51.71)	(64.49)
净现金流			(1.29)	(66.00)	(93.04)

其他明细条目 **评级定义****【市场指数评级】**

看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%

【行业指数评级】

超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

【公司股票评级】

买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

 **免责条款**

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表财达证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“财达证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

财达证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

 **联系方式**

地址：石家庄市桥西区自强路 35 号庄家金融大厦 25 层

电话：0311-66006330

传真：0311-66006364

邮编：050000