

迪安诊断 (300244.SZ)

保健产品及服务行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

市价(人民币): 50.20元

目标(人民币): 70.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

| | |
|--------------|-------------|
| 已上市流通A股(百万股) | 136.94 |
| 总市值(百万元) | 10,320.58 |
| 年内股价最高最低(元) | 83.88/39.31 |
| 沪深300指数 | 3355.16 |



相关报告

- 《进军智慧医疗,凸显模式优势与大数据价值;》, 2015.1.12
- 《收购母婴检测龙头,大股东高比例认购定增;》, 2015.1.9
- 《三季报靓丽,诊断服务高增长;》, 2014.10.23

燕智 分析师 SAC 执业编号: S1130513080009
(8621)60230222
yanz@gjzq.com.cn

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
(8621)60230221
lijingl@gjzq.com.cn

黄挺 分析师 SAC 执业编号: S1130511030028
(8621)60230220
huangting@gjzq.com.cn

诊断外包高歌猛进, 平台化发展求新求变;

公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元) | 0.654 | 0.730 | 0.606 | 1.002 | 1.403 |
| 每股净资产(元) | 5.54 | 4.82 | 5.66 | 7.34 | 9.72 |
| 每股经营性现金流(元) | 0.28 | 0.63 | 1.58 | 1.61 | 2.58 |
| 市盈率(倍) | 42.64 | 80.39 | 89.49 | 54.12 | 38.63 |
| 行业优化市盈率(倍) | 25.49 | 51.29 | 63.15 | 63.15 | 63.15 |
| 净利润增长率(%) | 42.60% | 44.99% | 42.69% | 86.27% | 40.09% |
| 净资产收益率(%) | 11.82% | 15.13% | 18.39% | 26.41% | 27.95% |
| 总股本(百万股) | 91.98 | 119.57 | 205.59 | 231.59 | 231.59 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **公司是我国诊断外包行业的领导者:** 自 2011 年上市至今, 公司诊断外包主业保持 45% 的年复合增长; 实验室数量从上市时的 8 家增长到 19 家, 盈利实验室从 6 家提升到 10 家, 2015 年达到 13 家。盈利实验室的大幅增加证明了公司的异地复制能力, 同时也使得公司的经营稳健性大幅提升。
- **大股东大幅增持, 彰显股价信心:** 公司公告拟非公开发行 2600 万股, 募集资金 10 亿元, 发行价格为 38.69 元/股。发行对象为董事长陈海斌 (1500 万股)、杭州迪安控股 (500 万股)、迪安员工共赢 1 号定向资产管理计划 (300 万股)。增发完成后大股东持股比例从 37.64% 提升至 42.05%。
- **战略投资博圣生物, 夯实母婴检验细分市场:** 公司以 2.325 亿现金收购母婴检测市场龙头博圣生物 25% 股权, 并公告有权在 2015 年度继续增持博圣生物股权比例至不低于 55%, 收购估值相当于 2015 年 11 倍。我们预计博圣生物 2014 年实现收入 3.5 亿, 实现利润 7500 万左右, 公司未来三年对赌净利润保持 30% 复合增长。通过此次收购, 公司获得华东 6 省妇幼领域优质高端渠道和技术平台, 为弯道超车无创唐筛基因检测市场打下基础。
- **打造大健康闭环, 平台化布局打开长期成长空间:** 2014 年公司先后在诊断试剂生产、CRO 中心实验室、体检中心、海外产业基金、商业医保、智慧医疗等领域作出布局。在迪安诊断迎来检验十周年之际, 公司除了专注于主业独立实验室连锁外, 将通过平台化、国际化运作打造大健康闭环, 这为公司的长期成长性和市值打开空间。

投资建议

- 我们假设公司 2015 年完成博圣生物 55% 股权收购; 保守预测公司主业保持 40% 高增长, 预计 2014-2017 年净利润为 1.25 亿, 2.25 亿, 3.10 亿 (存超预期可能), 同比增长 43%, 80%, 40%, 考虑增发摊薄后对应 2014-2016 年 EPS 0.60 元, 1.00 元, 1.40 元。公司是我国医疗服务民营化浪潮的绝对受益者, 鉴于公司独立实验室确定性高增长, 博圣生物主业成长与基因测序试点弹性, 以及公司其他大健康领域布局均存在超预期可能, 维持“买入”评级, 目标价 70 元。

风险

- 发改委对诊断服务价格下调对短期利润产生压制, 估值风险。

内容目录

| | |
|--------------------------------|----|
| 公司是体外医学检验整体解决方案提供商 | 4 |
| 国内诊断外包行业：空间大，起步晚 | 5 |
| 发达国家：独立实验室产业地位举足轻重 | 5 |
| 国内市场：正走在行业腾飞的起跑线上 | 7 |
| 商业模式的优越性：轻资产、马太效应明显、需求稳定 | 8 |
| 发展战略：聚焦核心主业，打造“大健康生”生态圈 | 10 |
| 寡头竞争格局确立，公司后程发力 | 10 |
| 迪安的竞争优势：狼性文化，精细管理，有效激励 | 12 |
| 上下游延伸战略：识大势、谋大篇、布大局 | 13 |
| 战略入股杭州博圣生物，夯实大妇幼诊断产业 | 14 |
| 博圣生物：母婴检测领域一体化服务的领导者 | 14 |
| 母婴检测市场空间巨大，成长性突出 | 15 |
| 充分整合，战略协同价值大 | 17 |
| 经营情况分析 & 盈利预测 | 17 |
| 盈利实验室逐步增加，连锁体系更加稳健 | 17 |
| 盈利能力快速提升 | 19 |
| 综合业绩持续高增长，发展提速明显 | 19 |
| 附录：三张报表预测摘要 | 24 |

图表目录

| | |
|----------------------------|----|
| 图表 1：公司各业务分类和占比 | 4 |
| 图表 2：迪安诊断收入增长情况 | 4 |
| 图表 3：迪安诊断历年利润增长情况 | 4 |
| 图表 4：全球发达国家独立实验室发展现状 | 5 |
| 图表 5：部分诊断外包上市公司列表 | 5 |
| 图表 6：美国医疗服务板块市值排行 | 6 |
| 图表 7：中美诊断外包渗透率对比 | 6 |
| 图表 8：我国诊断外包市场才刚刚起步 | 7 |
| 图表 9：医改政策对诊断外包行业的推动 | 7 |
| 图表 10：各地分级诊疗制度文件梳理 | 8 |
| 图表 11：独立实验室市场份额 | 9 |
| 图表 12：杭州迪安实验室收入利润情况 | 9 |
| 图表 13：南京迪安实验室收入利润情况 | 9 |
| 图表 14：上海迪安实验室收入利润情况 | 10 |
| 图表 15：北京迪安实验室收入利润情况 | 10 |

| | |
|--------------------------------------|----|
| 图表 16: 不同医疗服务领域的对比 | 10 |
| 图表 17: 独立实验室龙头 | 11 |
| 图表 18: 连锁化独立实验室区域布局 | 11 |
| 图表 19: 独立医学实验室主要竞争者连锁规模比较 | 12 |
| 图表 20: 公司商业合作体系 | 13 |
| 图表 21: 公司健康检验全产业链战略布局 | 14 |
| 图表 22: 全球出生缺陷发生率统计 | 15 |
| 图表 23: 母婴检测全过程检测 | 16 |
| 图表 24: 迪安诊断 NIPT 市场布局 | 17 |
| 图表 25: 迪安诊断实验室设立与盈利情况 | 18 |
| 图表 26: Quest 美国实验室分布 | 19 |
| 图表 27: LabCorp 美国实验室分布 | 19 |
| 图表 28: 迪安诊断各单体实验室净利润率与收入规模变化情况 | 19 |
| 图表 29: 连锁化医疗服务上市公司估值表 | 20 |
| 图表 30: 美国诊断外包市场分析 | 21 |
| 图表 31: 美国医学诊断需求承接方拆分 | 21 |
| 图表 32: 美国医院数量 (按规模分布) | 22 |
| 图表 33: 中国医院数量 (按规模分布) | 22 |
| 图表 34: 2010 年我国诊疗人次数按医院级别分类 | 22 |
| 图表 35: 2010 年我国入院人次数按医院级别分类 | 22 |
| 图表 36: 公司诊断外包收入按医疗机构分类 | 23 |
| 图表 37: 美国诊断外包收入按医疗机构分类 | 23 |

公司是体外医学检验整体解决方案提供商

- 迪安诊断是一家以诊断服务为主业的综合性连锁独立医学实验室。公司目前可向各级医疗卫生机构提供生化、病理、免疫、分子领域的 1200 余项医学诊断外包服务。
- 公司主要经营的诊断外包商业模式，即通过每天一次的自建物流系统，在全省范围内将试验样本搜集到所在地独立实验室，并进行即时检测，在次日将试验结果通过信息系统反馈到医院，并提供客户咨询服务。
- 同时，公司从上海罗氏在浙江区的诊断产品代理商发展而来，2004 年开始进入诊断外包服务行业，形成了“服务+产品”的一体化商业模式，这为公司与竞争对手差异化竞争带来了独特的优势。

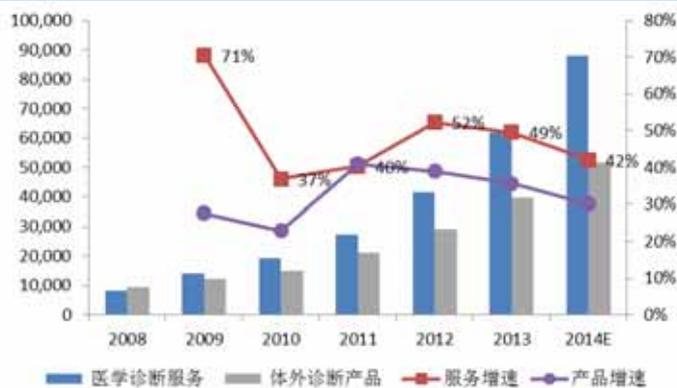
图表1: 公司各业务分类和占比

| 业务类别 | 主要服务及产品 | 具体内容 | 分项服务及产品 | 主要用途 | 收入占比 |
|----------|---------------------|--|---------|---------------------------------------|------|
| 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、科研外包服务、公正、独立的司法鉴定服务 | 生化检验 | 肝、肾、心脑血管性疾病及电解质紊乱等代谢性疾病 | 62% |
| | | | 病理诊断 | 肿瘤诊断及预后判断 | |
| | | | 免疫检验 | 激素、肿瘤、不孕不育、感染性疾病及自身免疫性疾病等 | |
| | | | PCR 检验 | 感染性疾病、遗传性疾病等 | |
| | | | 综合检验 | 包括自身免疫性疾病、感染性疾病、血液病及遗传性疾病等 | |
| 体外诊断产品代理 | 检验仪器、诊断试剂、耗材等体外诊断产品 | 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 | 上海罗氏产品 | 上海罗氏的生化、发光免疫、分子诊断仪器体外诊断及试剂代理销售及技术支持服务 | 38% |
| | | | 生物梅里埃产品 | 华东区微生物诊断仪器和试剂仪器及试剂代理销售及技术支持服务，以及华北区配送 | |
| | | | 德国欧蒙产品 | 自身免疫和过敏源检测仪器及试剂代理销售及技术支持服务 | |
| | | | 复星科技产品 | 复星科技的生化、免疫、分子诊断、微生物仪器及试剂代理销售及技术支持服务 | |

来源：2012 年年报。国金证券研究所

- 公司目前在全国设有 19 家独立医学实验室，市场覆盖了长三角地区、环渤海、华南、华中地区，其中杭州迪安、上海迪安、北京迪安和南京迪安均获得 ISO15189 医学实验室认证。
- 公司的主营业务包括诊断外包服务和诊断产品销售两类，公司 2014 年预计实现销售收入 14 亿元，同比增长 35%，其中诊断服务营业收入约 8.5 亿元；诊断产品营业收入 5.2 亿元。

图表2: 迪安诊断收入增长情况



来源：公司年报、国金证券研究所

图表3: 迪安诊断历年利润增长情况



国内诊断外包行业：空间大，起步晚

发达国家：独立实验室产业地位举足轻重

- 医学诊断外包已经是欧美、日韩等发达国家成熟的商业模式。在美国诊断外包市场高达 200 亿美元，日本接近 100 亿美元，均已在当地医学诊断市场占据了重要地位。

图表4：全球发达国家独立实验室发展现状

| 欧美 | 亚洲 | 中国 |
|--|---|--|
| <ul style="list-style-type: none"> - 产生： - 上世纪50~60年代 - 销售收入(2012年) QUEST：74亿美元，占检测市场的13%； Labcorp：50亿美元 - 市场份额： 欧洲（如德国）、美国分别占检验市场份额的50%和35%以上 - 检验项目： QUEST与Labcorp等大型第三方医学实验室可提供30000多项检测项目 | <ul style="list-style-type: none"> - 日本SRL： 销售收入70亿人民币，有140余家分支实验室 - 日本BML： 有40多家分支机构，检测项目超过4000项 - 韩国SCL： 30年历史，检测项目超过3000项 - 香港： 有150余家医学独立实验室... | <ul style="list-style-type: none"> - 初步探索： 90年代初 - 数量： 据有关部门统计，全国有百余家医学独立实验室 - 市场规模： 医学独立实验室占全国医疗检验服务市场比例为2%-3%，检验项目仅有1000多项 - ... |

来源：国金证券研究所

- 全球诊断外包行业不乏优秀的上市公司。如 Quest 和 LabCorp 都是 2000 年前后的大牛股，而 Bio-Reference 则在新诊断技术的推动下成为近 10 年美国医疗服务板块的领头羊。

图表5：部分诊断外包上市公司列表

| 公司名称 | 证券代码 | 公司介绍 | 总市值(美元) | 2012年度 | | 2013年1-9月 | |
|----------------------------|--------------|---|---------|-----------|------------|-----------|------------|
| | | | | 收入(美元, 亿) | 净利润(美元, 亿) | 收入(美元, 亿) | 净利润(美元, 亿) |
| Quest | NYSE: DGX | Quest是全球最大的独立临床检验提供商，在美国之外，公司在墨西哥、波多黎各、印度和英国等地也设有临床检验实验室。 | 79.3 | 73.8 | 5.6 | 53.9 | 7 |
| LabCorp | NYSE: LH | LabCorp是美国第二大的独立临床检验提供商。目前主要在美国、波多黎各、加拿大提供服务。 | 79.6 | 56.7 | 5.8 | 43.71 | 4.46 |
| Sonic Healthcare | ASX:SHL | 公司成立于1987年，总部位于悉尼，目主要为病理及放射性同位素检验。业务主要分布于澳大利亚，新西兰，美国和欧洲。 | 59.36 | 34 | 3.26 | | |
| Genomic Health | NASDAQ: GHDX | 公司成立于1998年，总部位于加利福尼亚。专注于研发基于基因诊断的癌症检测。此外，公司还提供乳腺癌和结肠癌的检测。 | 9.18 | 2.35 | 0.083 | 1.92 | -0.034 |
| Bio-Reference Laboratories | NASDAQ: BRLI | 公司成立于1981年，主要在纽约地区附近提供临床诊断测试服务， | 6.89 | 6.62 | 0.42 | | |
| BML Inc | TYO:4694 | 公司成立于1955年，总部位于东京，目所提供的检验服务有生化测试，血液测试，放射性同位素检验，细胞测试，DNA分析等。 | 6.96 | 11.81 | 0.42 | 7.5 | 0.36 |

来源：Bloomberg、国金证券研究所

- 从市值空间的角度，美国诊断外包板块是即商业医保、医院管理集团、投资服务之后的第四大医疗服务板块，美国最大的医院管理集团 HCA 市值不过是 2 家诊断外包龙头的 2 倍，足以说明诊断外包行业在医疗服务领域的重要地位。

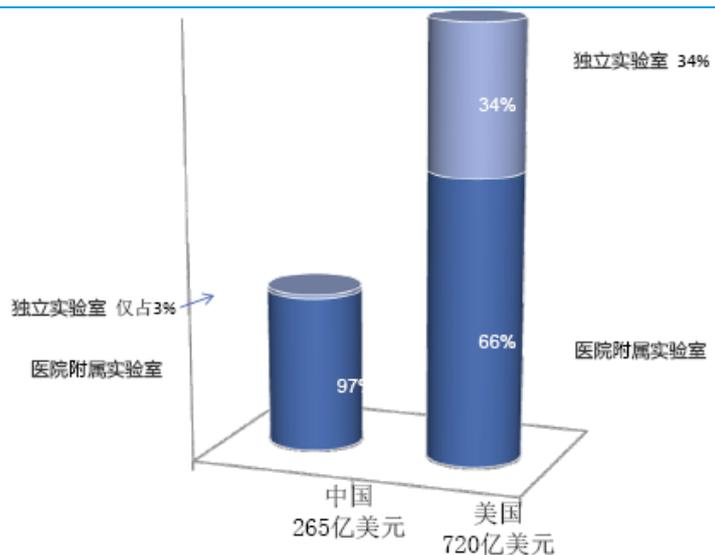
图表6: 美国医疗服务板块市值排行

| 排名 | 名称 | 代码 | 细分市场 | 市值 (亿美金) | 市盈率 |
|----|-------------------------------------|-----|---------|----------|-----|
| 1 | 美国联合健康集团 | UNH | 商业医保 | 742.70 | 14 |
| 2 | 考文垂保健 | CVH | 商业医保 | 439.96 | 1 |
| 3 | 维朋 | WLP | 商业医保 | 265.03 | 10 |
| 4 | 安泰保险 | AET | 商业医保 | 243.73 | 13 |
| 5 | 信诺 | CI | 商业医保 | 225.11 | 16 |
| 6 | HCA Holdings | HCA | 医院连锁 | 208.22 | 15 |
| 7 | Fresenius medical care AG & Co KGaA | FMS | 透析产品+服务 | 196.38 | 39 |
| 8 | 休曼纳公司 | HUM | 商业医保 | 149.69 | 10 |
| 9 | Davita Health Partners | DVA | 透析服务 | 123.20 | 21 |
| 10 | 实验美控 | LH | 诊断外包 | 90.53 | 17 |
| 11 | 奎斯特诊断 | DGX | 诊断外包 | 88.28 | 17 |
| 12 | Universal Health Services Inc | UHS | 医院连锁 | 76.29 | 16 |
| 13 | Mednax | MD | 专科医院 | 52.79 | 20 |
| 14 | Covance Inc | CVD | CRO | 47.86 | 30 |
| 15 | 泰尼特健保 | THC | 专科医院 | 46.95 | -- |
| 16 | Community Health Systems Inc | CYH | 医院连锁 | 41.26 | 18 |
| 17 | Centene Corp | CNC | 商业医保 | 36.04 | 49 |
| 18 | Health Management Associates Inc | HMA | 医院连锁 | 33.93 | 27 |
| 19 | Brookdale Senior Living | BKD | 养老机构 | 33.48 | -- |

来源: Bloomberg、国金证券研究所

- 与发达国家成熟市场不同，我国诊断外包行业由于从 2004 年才起步，现在仍然属于医疗服务的新兴领域。2013 年我国医学诊断外包市场规模达到 40 亿元，仅占我国 1500 亿元医学诊断服务市场的 3%。

图表7: 中美诊断外包渗透率对比



来源: 国金证券研究所

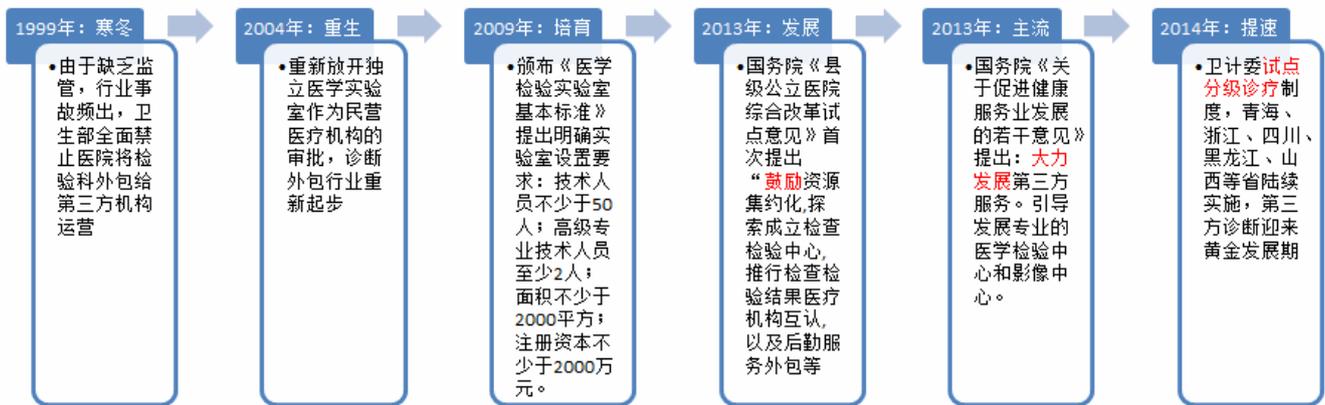
- 我们经过测算 (详见附录) 得出结论: (1) 按照我国现有医疗体系和就诊制度不变, 我国诊断外包渗透率有望达到 10% 以上, 对应市场规模 500

亿元，相当于目前的 10 倍。（2）若在未来十年的医改过程中，国家全面实施分级诊疗（基层医疗机构首诊制），或大幅下调检验项目收费标准，则诊断外包渗透率有望达到 30%，对应 1200 亿以上市场规模，相当于目前市场规模的 25 倍。

国内市场：正走在行业腾飞的起跑线上

- 我国诊断外市场虽然起步较晚，但从 2013 年以来国务院两次关于医药行业的重大文件当中均提到第三方医学检验这个细分领域，而且态度一次比一次积极，说明我国诊断外包行业已经从自然发展进入了政府助力发展的新时期。

图表8：我国诊断外包市场才刚刚起步



来源：国金证券研究所

- 我们认为诊断外包行业将直接和间接的受益于本次医改浪潮，以下行业政策均为我国诊断外包行业的发展提供了新的动力和更加优越的发展环境。

图表9：医改政策对诊断外包行业的推动

| 三大行业发展背景 | 相关政策 | 行业现状 |
|-------------|--|---|
| 医疗服务行业民营化发展 | 国务院2013[40号]文提出加快形成多元化办医格局。鼓励企业、慈善机构、基金会、商业保险机构等以出资新建、参与改制、托管、公办民营等多种形式投资医疗服务业。各地要清理取消不合理的规定，加快落实对非公立医疗机构和公立医疗机构在市场准入、社会保险定点等方面同等对待的政策。 | 各地掀起厂矿医院改制，整合的投资热潮 |
| 医疗需求下沉 | 医改文件多次提到：加快推进基本医疗保障制度建设，推动各地加快建立分级诊疗制度，要实行基层医疗机构首诊制。 | 计划2014出台家庭医生和基层首诊制的地区包括：黑龙江、浙江、北京等7各省 |
| 严格质量监管 | 国家完成新版GMP认证，新版GSP认证，下一步是否会提升检验科认证标准？ | - |
| 三大行业推动力 | 相关政策 | 行业现状 |
| 医学检验利润受压 | 国家发改委、原卫生部、国家中医药管理局2012年发布的《关于规范医疗服务价格管理及有关问题的通知》的要求，医院应尽快调整管理思路，检验科应根据临床需求积极开展试验成本和收费最低、直接、有效、快速的适宜技术；在考虑试验成本和价格的同时，还要考虑不同试验方法、检验周期的长短对疾病诊治的特殊价值。 | 浙江省从2006年开始试点不按方法学收费，若全国推广则检验项目价格制定办法将发生重大变化，医院检验科盈利大幅下降。 |
| 技术驱动的专业化 | 随着国内体检行业和商业医保的逐步成熟，大量新技术在国内有望得到运用 | 国内三甲医院1000项检验项目，美国达到3万项 |
| 行业整合的动力 | 行业处于成长初期，大范围行业整合时机未到 | - |

来源：国金证券研究所

- 开展分级诊疗工作是深化医改的重要内容之一，新一轮医改启动以来，国家把建立完善分级诊疗模式作为公立医院改革的一项重要抓手，从而解决看病难的问题。2014年多个省份已经针对分级诊疗制度发布专门文件，并指定病种进行积极试点。

图表10: 各地分级诊疗制度文件梳理

| 省份 | 日期 | 文件 | 实施方案 |
|------|----------|--|--|
| 甘肃省 | 2014年11月 | 《甘肃省分级诊疗工作实施方案》 | 2015年起施行。为县级医疗机构确定了100个分级诊疗病种，为乡镇卫生院（社区卫生服务中心）确定了50个分级诊疗病种。2015年新农合资金按照该病种在转出医疗机构定额标准的50%报销，2016年按照20%的比例报销，2017年不予报销。未按规定办理转诊手续，擅自外出就诊患者，新农合资金不予报销。 |
| 湖北省 | 2014年10月 | 《关于湖北省分级诊疗试点工作的指导意见》 | 制定了首批12个专科113种常见疾病的分级诊疗指南 |
| 四川省 | 2014年9月 | 《关于建立完善分级诊疗制度的意见》 | 2014年10月起全面实施。在医疗服务方面，将双向转诊作为关键环节，明确了9种可转往上级医院治疗的情况。新农合政策方面，完善县外转诊和备案制度，除急诊外未履行转院手续的越级诊治原则上不予报销。 |
| 浙江省 | 2014年8月 | 《浙江省分级诊疗试点工作实施方案》 《浙江省分级诊疗服务规范（试行）》 | 2015年3月前24个县启动试点，3个市启动试点，力争3-5年全省推广 |
| 黑龙江省 | 2014年7月 | 《关于分级诊疗的指导意见》 | 到2015年，乡村卫生机构门急诊量占当地门急诊总量的比例稳定在80%以上，50%左右的住院服务由乡镇卫生院提供；社区卫生服务机构门急诊总量占当地总量的比例达35%以上。县域内就诊率达到90%，社区卫生服务机构门急诊总量占比稳定在45%以上。 |
| 山西省 | 2014年7月 | 《关于新农合实行住院按病种分级诊疗的指导意见（试行）》 | 首批确定18个试点县（市、区）的县级医疗机构，选择诊断明确，合并症、并发症较少的40种常见病、多发病先行开展试点。在农村通过新农合开展分级诊疗工作。 |
| 青海省 | 2013年9月 | 《青海省城镇职工和城乡居民基本医疗保险分级诊疗制度》 《进一步完善分级诊疗制度的若干意见》 | 从当年10月1日起，在全省四级医疗机构全面实施分级诊疗制度。建立分级诊疗、转诊审批、异地转诊程序和双向转诊机制，以四项转诊机制的落实推动分级诊疗制度的实施。 |

来源：国金证券研究所

- 我们认为，分级诊疗制度是发达国家普遍使用的医疗制度，在中国由于基层医疗体系建立较晚，所以一直未能执行分级诊疗，导致大医院看病难，造成医疗资源的错配和浪费。
- 若分级诊疗制度能在中国全面推行，则中小医院的就诊人次将有望大幅提升，从而带来第三方诊断业务的大爆发。

商业模式的优越性：轻资产、马太效应明显、需求稳定

- 轻资产扩张，高净资产收益率。独立实验室的轻资产扩张模式，公司对于省外扩张的省级实验室设置采用标准化的方案，即 2000 平方米场地租借，2000 万注册资本，其中 1000 万流动资金，500 万装修费用，500 万设备投入。
- 按照正常经营节奏，3 年能够扭亏为盈，5 年左右收回投资，经营第 6-7 年单体实验室达到满产状态，能够支撑 7000 万元收入的试验体量，对应净利润 1200 万左右，即成熟实验室的总资产回报率达到 50%以上。
- 规模化构筑竞争壁垒，马太效应显著。独立医学实验室是一个具有极强马太效应的商业模式，在美国、日本、澳大利亚、西欧和南美都不约而同的出现了寡头竞争的格局，其中的奥妙就在其商业模式的特殊性。

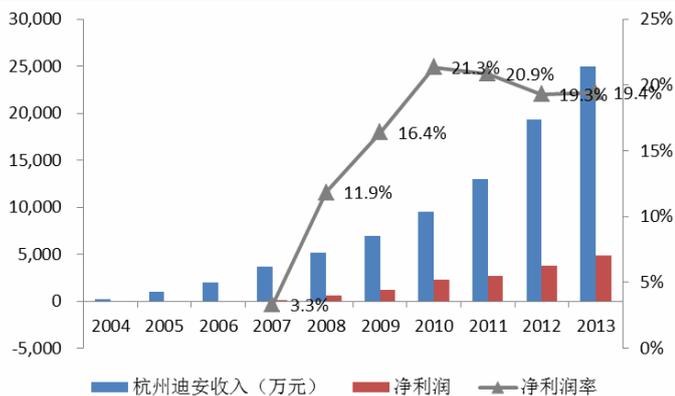
图表11: 独立实验室市场份额

| 公司名称 | 检测量 (百万) | 市场份额 |
|--------------------------------|----------|-------|
| Quest Diagnostics | 375 | 30.1% |
| LabCorp | 294 | 23.6% |
| Sonic Healthcare | 70 | 5.6% |
| Bio-Reference Laboratories | 47 | 3.8% |
| Spectrum Laboratory Network | 38 | 3.1% |
| Spectra East Inc | 33 | 2.7% |
| TotalRenalLaboratories | 16 | 1.2% |
| Spectra Laboratories | 15 | 1.2% |
| ARUP Laboratories | 14 | 1.1% |
| Trigh ton Medical Laboratories | 13 | 1.0% |
| CR10 | | 73.5% |

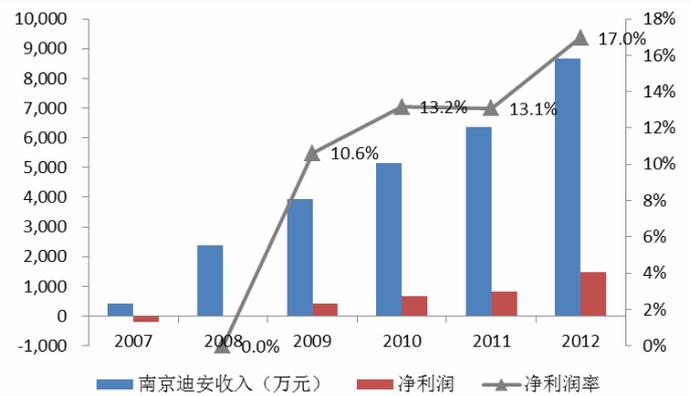
来源: Washington G-2 Report、国金证券研究所

- 独立医学实验室存在极强的规模效应，美国 Quest 和 LabCorp 两家寡头虽然实验室数量仅占到全面实验室总数的 2%，但检验量却占到全美检验量的 20%，其运营效率的显著提升体现在：（1）物流成本的不断摊薄（2）人工成本的不断摊薄（3）原材料采购的议价能力逐步提升。
- 目前国内单体实验室只有收入超过 2000 万才可能扭亏，这个要求使得众多想要依靠个人关系背靠几家医院而生存的单体实验室长期亏损。
- 面对迪安诊断这样单体实验室净利润已经大幅盈利，甚至利润率达到 20% 的强大竞争对手，弱小的实验室无法加大市场投入，无法提升技术水平，最终只有被淘汰或者被并购

图表12: 杭州迪安实验室收入利润情况

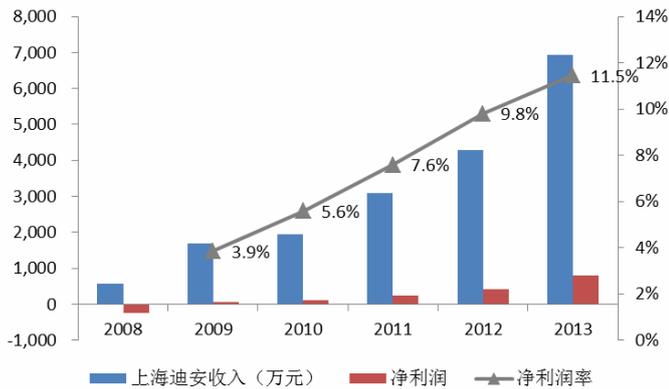


图表13: 南京迪安实验室收入利润情况

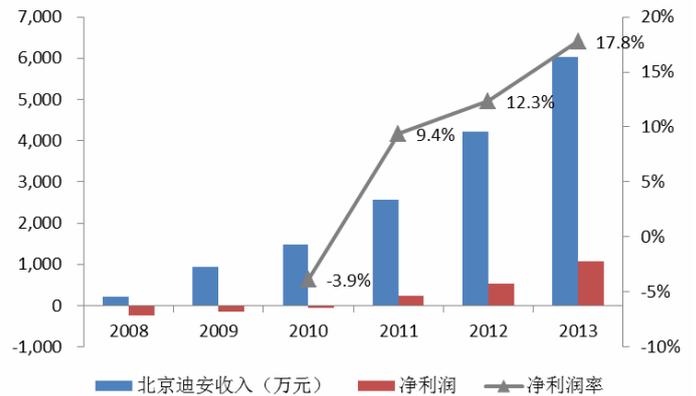


来源: 国金证券研究所

图表14: 上海迪安实验室收入利润情况



图表15: 北京迪安实验室收入利润情况



来源: 国金证券研究所

- 跨区域连锁化难度大。由于诊断外包是针对医院客户的 B2B 业务，而我国的卫生服务系统地域性极强，行政色彩浓厚，这对目标实现连锁化经营的独立医学实验室公司提出了极高的要求，尤其是对于新地区商业环境的适应能力，管理输出的能力等。因此，只有极少数优秀的行业竞争者能够有这样的雄心壮志，并将跨区域扩张真正落实。
- 医疗服务前端需求，增长稳定性高。与一些新生的消费性医疗需求不同，医学诊断作为临床路径最前端的需求，具有极强的刚性需求属性，因此诊断外包行业是真正具有抗经济周期波动的防御性行业，这在 2008 年美国进入危机是医疗服务各子版块的走势就能得出结论。

图表16: 不同医疗服务领域的对比

| | 独立实验室连锁 | 牙科连锁 | 眼科连锁 | 体检连锁 | 综合医院 |
|----------|---------|-------|-------|-------|----------|
| 商业模式 | B2B | B2C | B2C | B2B2C | B2C |
| 定价能力 | 弱 | 强 | 强 | 中 | 中 |
| 投资属性 | 轻资产 | 轻资产 | 轻资产 | 轻资产 | 重资产 |
| 投资回收期 | 5 | 5 | 5 | 3 | 10 |
| 成功要素 | 销售/成本控制 | 品牌/选址 | 技术/品牌 | 品牌 | 技术/品牌/选址 |
| 行业集中度 | 高度集中 | 分散 | 集中 | 集中 | 区域集中 |
| 单体进入壁垒 | 低 | 低 | 高 | 低 | 高 |
| 跨区域连锁化难度 | 高 | 中 | 中 | 中 | 高 |

来源: 上市公司公告、国金证券研究所

发展战略: 聚焦核心主业, 打造“大健康生”生态圈

寡头竞争格局确立, 公司后期发力

- 我国诊断外包市场有超过 100 家独立医学实验室，其中大多数都是单体实验室，真正有能力做到连锁化经营的只有广州金域、迪安诊断、艾迪康这三家。其中广州金域检验从收入规模和实验室数量上都是行业老大，从杭州起家的迪安诊断和艾迪康不相伯仲。

图表17: 独立实验室龙头

| | 广州金域 | 迪安诊断 | 艾迪康 | 高新达安 | 康圣环球 |
|-------|-------|------|-----|------|------|
| 总部所在地 | 广州 | 杭州 | 杭州 | 广州 | 武汉 |
| 实验室数量 | 23 | 19 | 16 | 6 | 4 |
| 销售收入 | 20亿 | 14亿 | 9亿 | 3.5亿 | 不详 |
| 优势区域 | 华南/西南 | 长三角 | 长三角 | 广东 | 武汉 |
| 扩张步伐 | 前快后慢 | 加快 | 停滞 | 停滞 | 停滞 |
| 盈利能力 | 微利 | 8% | 微利 | 微利 | 微利 |

来源: 上市公司公告、网络新闻。国金证券研究所

- 从全国实验室布局来看, 广州金域和艾迪康前期均展现出跑马圈地的战略思路, 在省份覆盖已经较为全面, 希望通过先发优势在这些省份维持强者恒强的局面。

图表18: 连锁化独立实验室区域布局

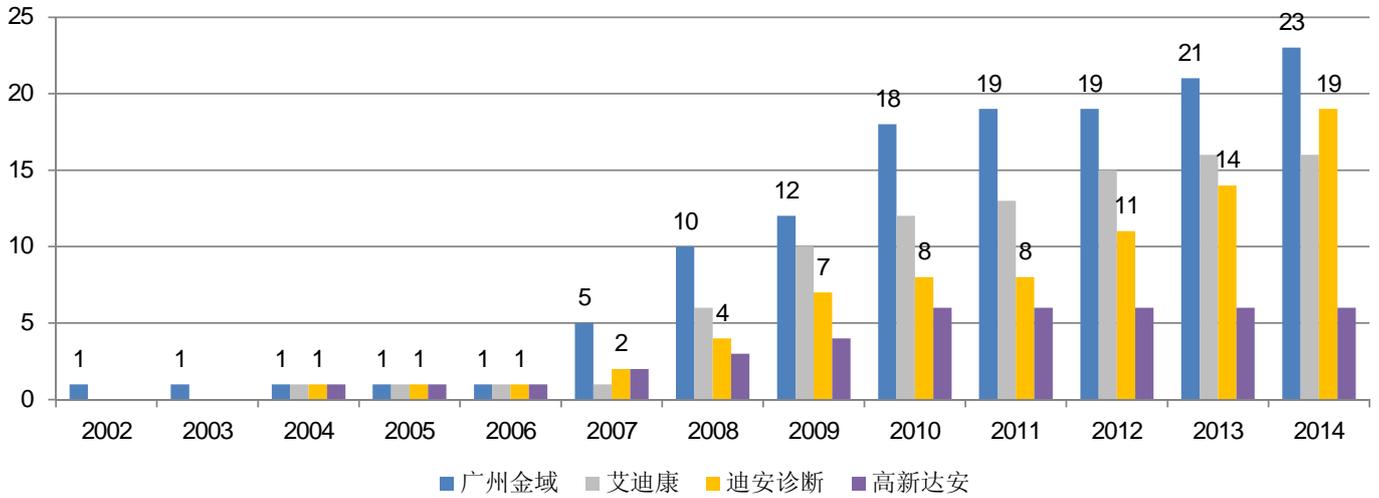
| | | 广州金域 | 艾迪康 | 迪安诊断 | 高新达安 |
|----|-----|------|-----|------|------|
| 华东 | 江苏 | ● | ● | ●●●● | |
| | 上海 | ● | ● | ● | ● |
| | 浙江 | ● | ● | ●● | |
| | 安徽 | ● | ● | | ● |
| | 福建 | ● | ● | | |
| | 山东 | ●● | ● | ● | |
| 华中 | 湖南 | ● | ● | ● | |
| | 江西 | | ● | | ● |
| | 湖北 | | ● | ● | |
| | 河南 | ● | ● | | |
| 西北 | 陕西 | ● | | | |
| | 甘肃 | | | ● | |
| 华南 | 广东 | ● | ● | ● | ● |
| | 香港 | ● | | | |
| | 海南 | ● | | | |
| | 广西 | ● | | | |
| 西南 | 云南 | ● | | ● | ● |
| | 贵州 | ● | | | |
| | 重庆 | ● | | ● | |
| | 四川 | ● | ● | | ● |
| 东北 | 吉林 | ● | ● | | |
| | 黑龙江 | | | ● | |
| | 辽宁 | ● | ● | ● | |
| 华北 | 天津 | ● | ● | ● | |
| | 北京 | | ● | ●● | |
| | 河北 | ● | | | |
| | 山西 | ● | | ● | |
| | 总数 | | 23 | 16 | 19 |

来源: 公司网站、国金证券研究所

- 迪安诊断则奉行“不从 0 开始”的扩区域发展策略, 坚持在当地找到合适资源以后再进入市场, 发展步伐更加稳健。另一方面, 迪安诊断更加聚焦于利基市场, 在强势区域通过增开二级实验室提高响应速度降低成本, 进一步扩大优势。
- 迪安诊断是国内唯一上市的独立医学实验室企业, 自从 2011 年成功 IPO 以来, 公司以每年 3-4 家新开实验室的速度大步追赶行业龙头。2014 年底公司运营开业实验室 19 家, 距离行业老大仅一步之遥。

- 公司未来 2 年仍将计划保持每年 4 家的新开实验室节奏，在 2016 年底基本完成全国主要省份的省级实验室布局。我们判断 2016 年以后公司的跨区域扩张压力将逐步减小，公司将进入一个新的发展阶段。

图表19：独立医学实验室主要竞争者连锁规模比较



来源：公司网站、国金证券研究所

迪安的竞争优势：狼性文化，精细管理，有效激励

- 首先，我们必须提示大家从投资的角度，我们没有必要去比较是金域更好还是迪安更好，因为在一个高速增长的行业，龙头公司都会有足够的成长空间，核心是如何把后来者甩在身后，持续扩大领先优势。
- 从迪安诊断的角度，我们认为以下几点是公司得以脱颖而出的竞争优势。
 - 狼性文化，即敏锐的商业嗅觉和拼搏精神。作为一个从传统医疗体系的夹缝中逆势长成的商业模式，公司必须对潜在商业机会具有极高的敏锐度，并借助更多的外部资源来提升自己，这种能力体现在公司的政府公关实力，技术资源整合，渠道合作等方方面面。这种商业直觉和谈判能力与公司领导者的个人特质与创始团队背景不无关联。

图表20: 公司商业合作体系

| | 合作方 | 合作领域 |
|------|-----------------------------|------------|
| 技术合作 | 协和医院肿瘤研究中心 | 病理学 |
| | UCLA国际远程病理会诊中心 | 病理学 |
| | 比利时BARC | CRO |
| | 韩国SCL健康管理集团 | 体检与体外诊断 |
| | 美国NMS实验室 | 司法鉴定 |
| | Johns Hopkins医学院 | 病理学 |
| | 美国埃默里大学 | 基因诊断技术 |
| | 哈佛大学波士顿儿童医院遗传病诊断中心 | 遗传学 |
| 产品合作 | 罗氏诊断 | 生化、免疫、分子检验 |
| | 法国生物梅里埃 | 微生物检验 |
| | 德国欧蒙 | 血清学诊断 |
| | PerkinElmer | 产前诊断 |
| | Waters 沃特世 | 色谱、质谱技术 |
| | Affymetrix 昂飞 | 基因芯片技术 |
| | Leica | 精密光学仪器 |
| 投资合作 | 韩国SVI投资公司 | 产业基金 |
| 渠道合作 | 上海、北京、黑龙江、云南、山东试剂代理商, 温州医学院 | 合资共建实验室 |

来源: 国金证券研究所

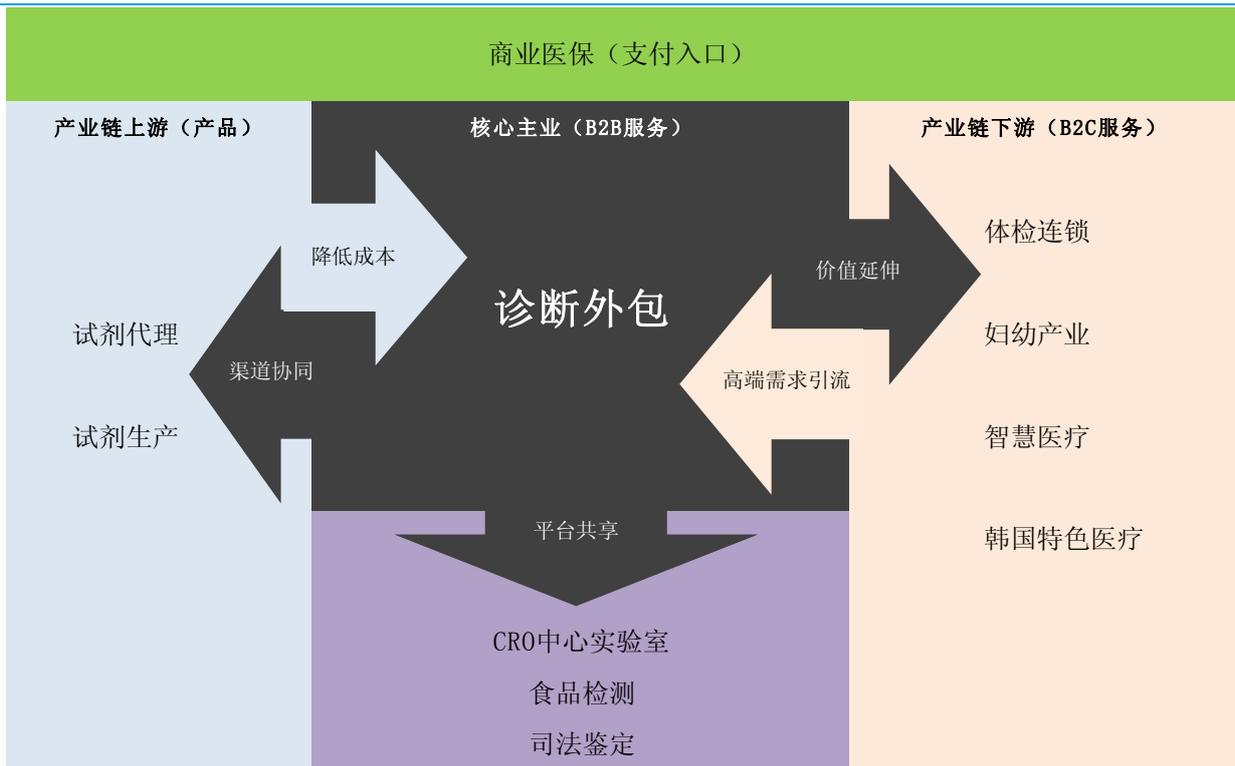
- 精细化管理能力。独立医学实验室作为一个以规模效应获得利润的技术劳动密集型行业, 精细化的流程管理和严格的成本控制是制胜的关键。浙江省是全国检验价格定价最低的省份, 公司作为一家从浙江发展起来的独立实验室, 其所具备的成本控制能力是其他竞争对手所无法比拟的。
- 有效的激励政策, 保持团队的稳定性。公司各地实验室主要管理者在上市前通过参股杭州慧诚投资已经完成第一轮股权激励, 杭州慧诚持有上市公司 230 万股。此外, 公司 2013 年-2014 年向 273 名中层管理和技术人员授予总计 384.2 万份股票期权激励, 从而完成第二轮股权激励。此次定向增发, 公司设立迪安员工共赢 1 号定向资产管理计划认购 300 万股, 完成第三轮激励。对于行业内唯一的上市平台来说, 公司充分借助上市平台完成员工激励, 与竞争对手拉开差距。

上下游延伸战略: 识大势、谋大篇、布大局

- 公司依托目前的独立实验室平台, 将逐步建立围绕自身核心竞争力的大健康产业集群。我们认为公司从一个技术劳动密集型的低毛利产业向附加值更高的上下游延伸, 将对公司的产业链价值定位带来显著的提升。
- 2013 年公司公告投资设立杭州迪安生物科技有限公司, 主营体外诊断试剂的研发和生产。这是公司建立的首个工业平台, 将致力于具有技术领先优势的分子诊断试剂以及高毛利试剂耗材的生产。公司此举一方面能够降低实验室的试剂成本, 另一方面通过公司强大的销售和服务网络实现自产试剂的对外销售。
- 2014 年公司与韩国 SCL 合资设立健康管理公司, 并计划于今年 5 月在杭州开设首家中高端体检中心, 这是公司借助自身检验技术平台优势向下游 B2C 服务领域的大胆尝试, 一方面 B2C 领域服务盈利能力更强, 一方面也能够为公司未来的特检业务筛选有效的目标人群。
- 公司全资子公司杭州司法鉴定中心近年来实现高速增长, 去年升级为浙江省司法鉴定中心; 上海迪安获得司法鉴定资质; 收购甘肃同享获得当地司法鉴定资质, 公司计划今年起借助司法鉴定领域向民营开放的春风, 实现全国扩张。

- 2014年12月，公司公告拟出资7250万元（持股比例14.5%），与复星集团及其他合作方共同设立复星联合健康保险股份有限公司。从而布局。公司通过设立商业医保，将打造诊断服务+健康管理+健康保险服务，三大平台互动共赢的大健康生态体系
- 2014年上海迪安获得CAP认证，正式进军CRO中心实验室业务，目前订单量已经超过千万。
- 公司未来还将通过收购，自建，合作等多种方式进入食品检测、环境检测、影像中心、特色医疗服务等领域，全面延伸公司的产业链布局，并实现协同发展。

图表21：公司健康检验全产业链战略布局



来源：国金证券研究所

战略入股杭州博圣生物，夯实大妇幼诊断产业

博圣生物：母婴检测领域一体化服务的领导者

- 2015年1月迪安诊断公告以2.325亿现金收购博圣生物25%股权，同时公告有权在2015年度以增资或继续受让股权方式，继续增持博圣生物股权比例至不低于55%。博圣生物2014年前三季度收入2.07亿，净利润4746万元，并承诺2014年净利润不低于7000万元，未来三年对赌净利润保持30%复合增长。博圣生物此次评估价格8.5亿元，增资后10.5亿，相当于2014年15倍PE，2015年11倍PE。
- 博圣生物是我国母婴检测领域一体化服务的领先企业。公司一方面通过代理试剂获得收入和盈利，另一方面通过为妇幼系统建立完善的新生儿筛查学科体系、技术平台和信息管理系统，成为权威医疗机构值得信赖的合作伙伴。
- 公司于1996年成立，早期专注于诊断产品的代理，是最早把免疫学筛查技术、高通量基因芯片技术和二代基因测序技术引入中国临床出

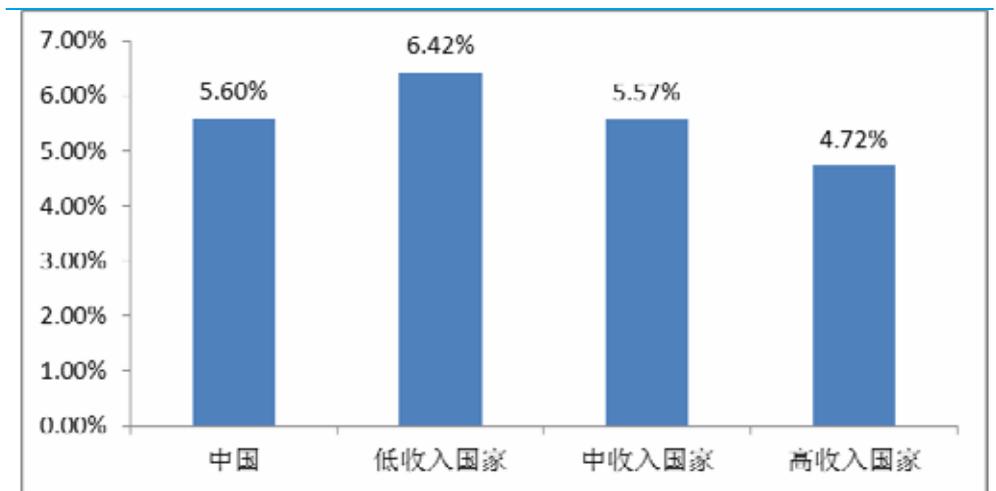
生缺陷防控应用的公司，现已成为多家跨国公司（PerkinElmer、Waters、Affymetrix、Leica 等）的合作伙伴。为谋求进一步发展并加强客户粘性，公司摸索出一套独特的商业模式，发展为专注于母婴检测细分市场的整体化解决方案提供商。

- 创新商业模式。公司主要服务于产前筛查中心、产前诊断中心和新生儿遗传代谢病筛查中心等，为其提供多样性筛查、诊断技术平台、项目信息化管理、人员培训以及科研服务等整体解决方案。公司凭借强大的学科建设能力，“产品+服务”一体化的商业模式和完善的项目整体解决方案，在国内拥有广泛的妇幼保健医疗机构客户资源和较高的市场认可度。
- 服务网络和客户资源优势。公司目前为 200 余家妇幼保健医疗机构（三甲为主）提供出生缺陷综合防治提供全方位支持，累计受益人群超过 3000 万，2014 年筛查人次达到 460 万人。博圣生物凭借着专业的学科建设能力和完善的项目整体解决方案，在浙江、江苏、山东、福建、安徽、湖南六省占据了新生儿筛查领域的主导市场份额。
- 近年来随着国家加大对于优生优育的投入，母婴检查市场呈现爆发性增长。博圣生物厚积而薄发，从 2011 年开始销售收入每年保持 35% 以上增长，我们预计未来 3 年公司仍将保持高速增长态势。

母婴检测市场空间巨大，成长性突出

- 母婴检测市场空间巨大。我国出生缺陷病种繁多，目前已知的至少有 8000-10000 种。据估计，我国出生缺陷总发生率约为 5.6%，以全国年出生数 1600 万计算，每年新增出生缺陷约 90 万例，其中出生时临床明显可见的出生缺陷约 25 万例。

图表22：全球出生缺陷发生率统计

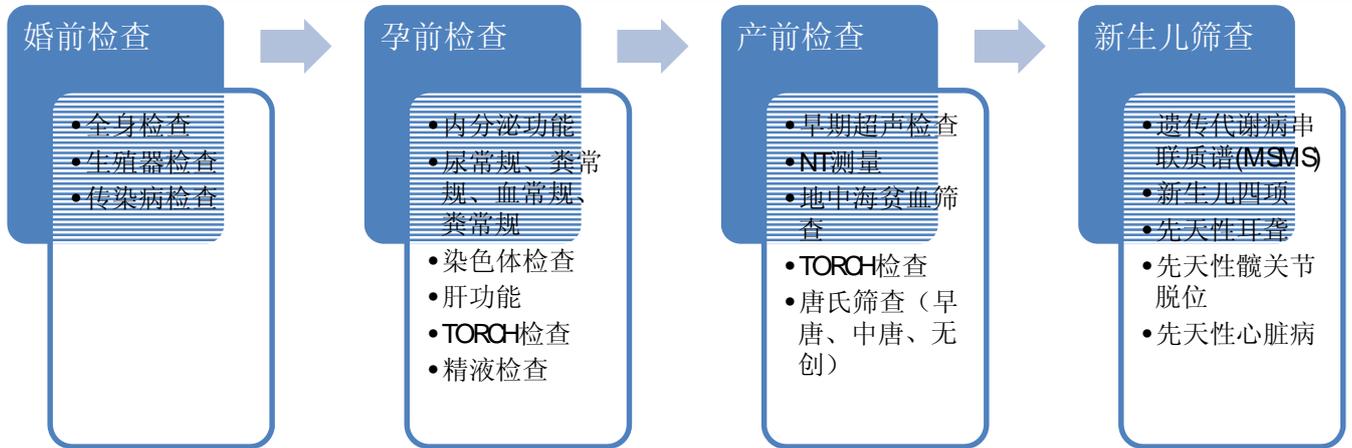


来源：WHO、国金证券研究所

- 据测算，我国每年将新增先天性心脏病超过 13 万例，神经管缺陷约 1.8 万例，唇裂和腭裂约 2.3 万例，先天性听力障碍约 3.5 万例，唐氏综合征 2.3 万-2.5 万例，先天性甲状腺功能低下症 7600 多例，苯丙酮尿症 1200 多例。新生儿缺陷每年为国家带来上百亿的经济负担。
- 母婴检测市场主要可分为婚前检查、孕前检查、产前筛查和新生儿筛查四部分。未来五年，以高通量测序、基因芯片和串联质谱为主的高、新技术平台的迅速推广将大大提升筛查和诊断的效率与准确性，大幅降低出生缺陷患儿的发生率；同时全国范围的产前筛查率和新生儿筛查率也将大幅提高；以遗传风险检测和流产组织物鉴定为代表的婚前与孕前筛查手段将进一步得到普及，尽早的预知出生缺陷风险。

- 保守估计，婚前及孕前筛查、产前筛查及产前诊断市场在未来 5 年具备发展成百亿级市场的潜力，新生儿遗传代谢病筛查的市场容量在未来 5 年也将超 20 亿元，市场发展潜力巨大。
- 博圣生物的现有业务正是聚焦于产前筛查和新生儿筛查两大领域，且具有独特的渠道资源和先发优势。

图表23：母婴检测全过程检测

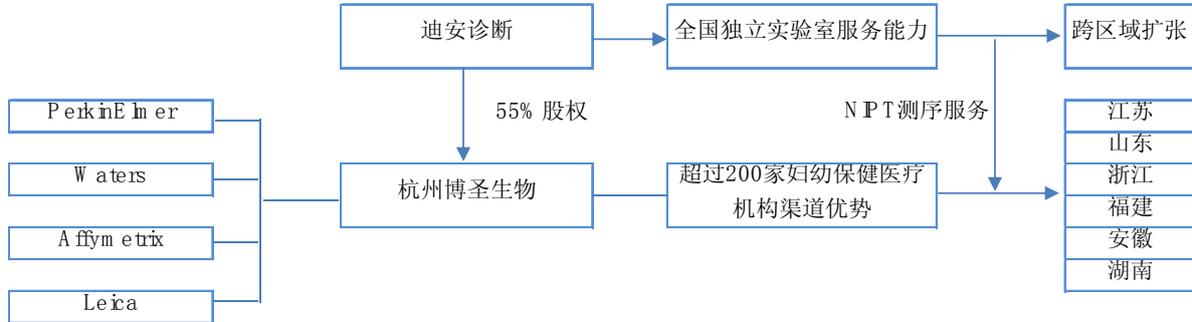


来源：国金证券研究所

- 全国目前有 185 个新生儿遗传代谢疾病筛查中心，新生儿疾病筛查网络扩大到 22598 个血片采集机构。公司通过为各省和地区妇幼保健系统提供包括技术平台建设、大数据采集在内的一体化解决方案，以省为单位帮助政府完成了全省新筛中心网络的建立，因此在已经合作的 6 个省份获得 90% 左右的市场份额，在妇幼系统具有强势的渠道资源。
- 目前全国有 600 多个机构开展了产前筛查和产前诊断服务。产筛市场的服务主体是妇幼保健院以及三甲医院妇产科。博圣生物依托在妇幼系统的渠道优势，也掌握了妇幼保健院的产筛市场，但对于三甲医院妇产科的渠道则面临和华大、贝瑞和康等独立实验室的竞争。
- 新筛市场发展机遇：看好串联质谱技术的推广和筛查率的提升，新筛市场未来 5 年市场规模超 20 亿。
 - 目前全国传统血清学筛查率仅为 22~25% 左右，产前诊断能力严重不足，新生儿遗传代谢病筛查以常规 4 项（TSH/PKU/CAH/G-6PD）为主，覆盖水平低，平均每个出生人口用于出生缺陷干预的费用不足百元。
 - 近年来串联质谱技术检测新生儿遗传代谢病获得快速发展，目前国内串联质谱技术可同时检测十几种新生儿遗传代谢疾病，迪安诊断通过技术引进未来检测疾病种类将有望达到 60 种，临床筛查意义大幅提升。
 - 目前新生儿四项筛查收费标准仅为每人 35 元，而串联质谱技术的检测收费为每人 100 元左右。因此，我们判断随着筛查率的提升和先进技术的替代，新生儿筛查市场将有望继续呈现高速增长的态势。
- 产筛市场发展机遇：NIPT 无创唐筛的产业浪潮，产筛市场未来 5 年规模超百亿。
 - NIPT 于 2011 年底开始作为国内第一个基因测序技术的临床应用开始推广，2013 年市场规模达到 10 亿元，按照每人 2500 元计算，年检测人次达到 40 万人，渗透率为 2.5%。我们预计在国家全面放开 NIPT 之后，市场规模有望达到 100 亿规模。

- 我们认为未来 NIPT 市场将呈现渠道为王的竞争态势。博圣生物通过为各省妇幼医疗系统提供一体化解决方案，牢牢占据各地区妇幼保健院渠道。我们预计迪安诊断强大的服务能力叠加博圣生物的渠道先发优势，将有望成为 NIPT 市场有力的竞争者。

图表24：迪安诊断 NIPT 市场布局



来源：国金证券研究所

充分整合，战略协同价值大

- 博圣与迪安战略协同，综合平台与专业纵深齐头并进。
 - 迪安诊断目前拥有全国妇幼系统医疗机构客户近 2000 家，以二级及以下医疗机构为主；博圣生物拥有妇幼系统医疗机构客户 200 余家，大部分是三级医疗机构，双方的客户资源完全互补、可融合。本次战略投资可有效整合双方的市场客户资源，实现优生遗传检测项目在业务覆盖区域中各层级医疗机构的全面推广，以此扩大该区域市场占有率。
 - 在全国性连锁化的独立医学实验室布局下，迪安诊断目前拥有覆盖我国大部分经济发达地区的冷链物流体系和集约化医学检测服务能力，通过双方协同，可快速提高博圣生物在其业务覆盖区域的服务深度和响应效率，同时提升 NIPT 等高端体外诊断项目的服务能力。
- 获得重要渠道资源，弯道超车基因检测市场。母婴检测领域是目前体外诊断行业最具爆发性增长潜力的细分市场，目前博圣生物所服务患者的人均收入贡献不足 100 元，利润贡献只有 20 元左右。在以无创唐筛为代表的高通量测序技术放开的不久将来，人均贡献将有望大幅提升到几百元，渠道价值得以充分体现。因此公司此次战略收购博圣生物所获得的母婴检测渠道，是公司在基因检测领域实现卡位和弯道超车的重要一步。
- 博圣生物主业成长性突出，静待爆发期到来。博圣生物自 2011 年以来，销售收入每年保持 35% 以上高增长，此次收购博圣生物承诺 2014 年净利润不低于 7000 万元，未来三年复合增长不低于 30%，彰显公司对现有主业的增长信心。
- 博圣生物业绩存在大幅超预期可能。我们判断博圣生物 30% 的增长承诺是基于目前主业的内生增长，并不包含可能的跨省扩张和 NIPT 新业务拓展，若公司新生儿筛查领域获得跨区域扩张的突破或者迪安诊断获得 NIPT 试点，则博圣生物业绩存在大超预期的可能。

经营情况分析 & 盈利预测

盈利实验室逐步增加，连锁体系更加稳健

- 由于诊断外包 B2B 的商业模式和我国各省医疗环境的差异化巨大，连锁化独立实验室最大的经营风险来自于新开实验室的持续亏损。公司一直奉行“不从 0 开始”的扩张理念，以稳健的步伐追求者成长和耐力的平衡。
- 我们预计到 2014 年末，公司布局实验室数量将达到 19 家，其中盈利实验室达到 10 家，到 2016 年公司盈利实验室将有望达到 13 家，这意味着公司独立实验室在全国主要省份都已经站稳脚跟，进入经营的良性循环期。

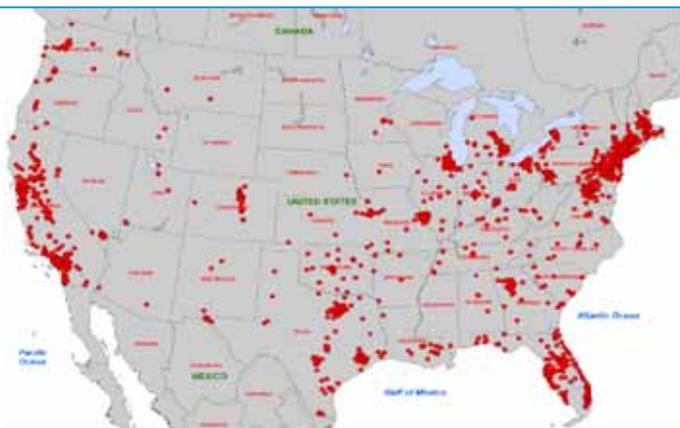
图表25：迪安诊断实验室设立与盈利情况

| 编号 | 名称 | 级别 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|----|--------|----|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| 1 | 杭州迪安 | 省级 | | | | | | | | | | | | | | |
| 2 | 南京迪安 | 省级 | | | | | | | | | | | | | | |
| 3 | 上海迪安 | 省级 | | | | | | | | | | | | | | |
| 4 | 北京迪安 | 省级 | | | | | | | | | | | | | | |
| 5 | 淮安迪安 | 二级 | | | | | | | | | | | | | | |
| 6 | 温州迪安 | 二级 | | | | | | | | | | | | | | |
| 7 | 济南迪安 | 省级 | | | | | | | | | | | | | | |
| 8 | 沈阳迪安 | 省级 | | | | | | | | | | | | | | |
| 9 | 重庆圣宝莱 | 省级 | | | | | | | | | | | | | | |
| 10 | 武汉迪安兰青 | 省级 | | | | | | | | | | | | | | |
| 11 | 佛山迪安 | 省级 | | | | | | | | | | | | | | |
| 12 | 哈尔滨迪安 | 省级 | | | | | | | | | | | | | | |
| 13 | 天津迪安 | 省级 | | | | | | | | | | | | | | |
| 14 | 武汉江北迪安 | 二级 | | | | | | | | | | | | | | |
| 15 | 昆山迪安 | 二级 | | | | | | | | | | | | | | |
| 16 | 昆明迪安 | 省级 | | | | | | | | | | | | | | |
| 17 | 山西迪安 | 省级 | | | | | | | | | | | | | | |
| 18 | 长沙迪安 | 省级 | | | | | | | | | | | | | | |
| 19 | 甘肃同享 | 省级 | | | | | | | | | | | | | | |
| 20 | 博圣(北京) | 特检 | | | | | | | | | | | | | | |
| 21 | HH迪安 | 省级 | | | | | | | | | | | | | | |
| 22 | XX迪安 | 省级 | | | | | | | | | | | | | | |
| 23 | ZZ迪安 | 省级 | | | | | | | | | | | | | | |

来源：上市公司公告、国金证券研究所

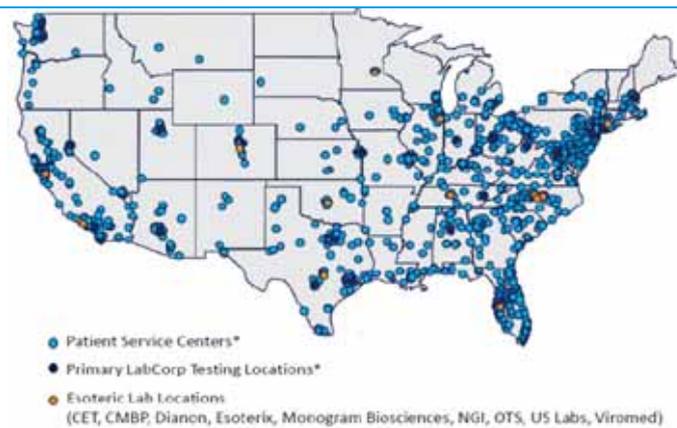
- 再完成各省首家实验室的布局之后，公司将在优势地区开设二级实验室，从而进一步深挖当地潜力市场，提高响应速度和服务质量。
- 以 Quest 和 LabCorp 两家美国两家诊断外包龙头为例，他们通过建设患者服务中心、一级实验室和特殊诊断实验室的方式，将业务足迹逐步扩展至全美所有洲，在人口密集的东西海岸和五大湖区均有密集的布点。
 - LabCorp 在美国拥有 36 个一级实验室和约 1600 个患者服务中心,员工人数超过 28000 人。
 - Quest 在美国拥有 33 个一级实验室和约 2000 个患者服务中心,员工人数超过 42800 人。

图表26: Quest 美国实验室分布



来源: 公司网站, 国金证券研究所

图表27: LabCorp 美国实验室分布

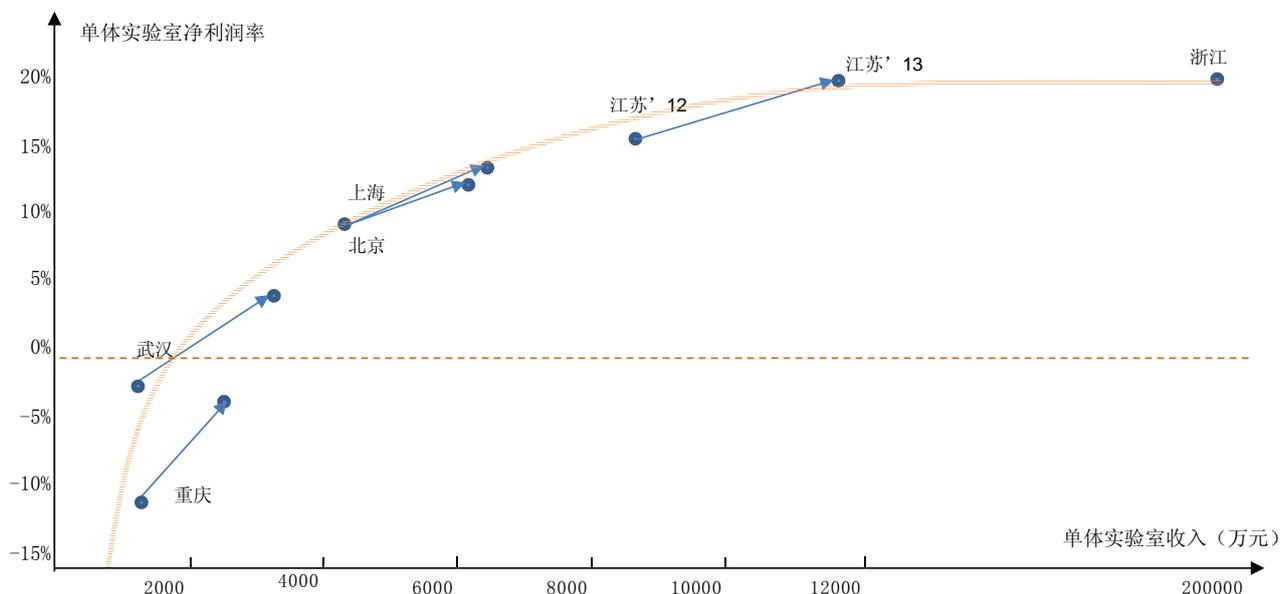


- 二级实验室背靠省级实验室在当地已经获得的渠道和客户资源, 能够快速获得基础业务量实现扭亏, 并且帮助省级实验室降低物流成本。这意味着第二阶段公司的连锁扩张将更加顺利, 失败风险大幅降低。

盈利能力快速提升

- 目前公司的盈利有 70%来自于诊断外包业务, 即意味着公司诊断外包业务的综合净利润率达到 8.5%左右。
- 我们参照公司最成熟的杭州实验室, 在收入超过 1 亿之后, 净利润率接近 20%, 据此推算等到公司各省实验室成熟之后, 综合净利润率水平将有望达到 15%左右。这意味着公司将有一段综合净利润逐步提升的投资黄金期。

图表28: 迪安诊断各单体实验室净利润率与收入规模变化情况



来源: 上市公司公告, 国金证券研究所

综合业绩持续高增长, 发展提速明显

- 我们假设诊断外包行业未来仍将保持 30%以上增长, 公司通过异地扩张和外延将保持 40%以上的快速增长。

- 公司 2014 年收购北京迪安、重庆迪安、山西迪安少数股东权益，将对 2015 年业绩带来明显增厚。
- 随着公司亏损实验室数量的快速增加，以及扭亏实验室纷纷进入业绩高增长期，我们预计公司综合净利润率将有望逐步提升。
- 结合以上对于独立实验室主业的判断，以及杭州博圣生物的业绩承诺，我们预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.60 元、1.00 元、1.40 元，净利润同比增长 43%，80%，40%。
- 公司目前股价对应 2015 年 50 倍（考虑增发摊薄，保守按博圣生物承诺业绩计算）。我们认为公司的主业独立实验室受到分级诊疗推动存在超预期可能，博圣生物若实现异地复制或进军 NIPT 市场将带来巨大业绩弹性，因此业绩超预期将是大概率事件，继续维持“买入”评级。

图表29：连锁化医疗服务上市公司估值表

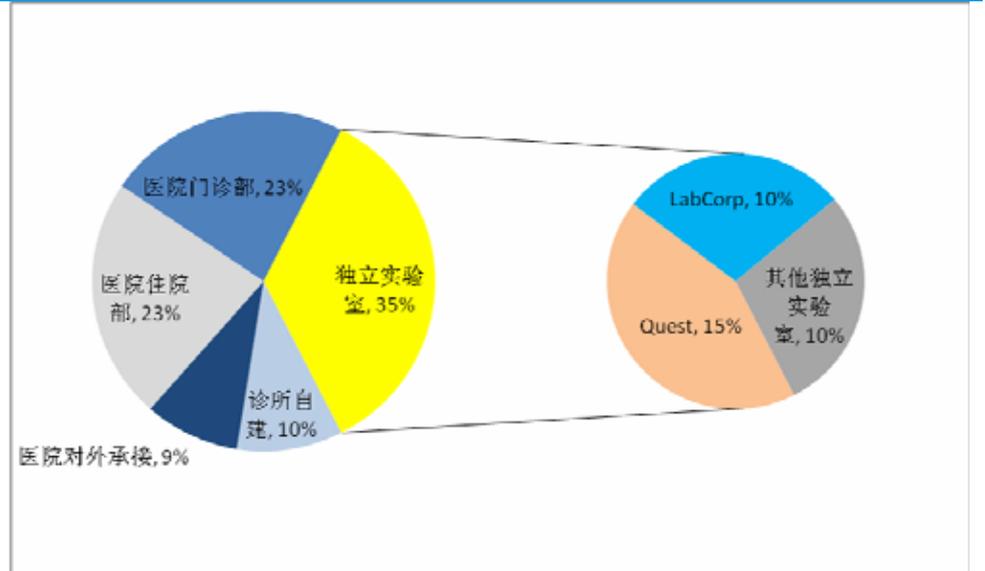
| 证券代码 | 证券名称 | 收盘价 | EPS | | | PE | | 净利润 CAGR | PEG |
|--------|------|-------|------|------|------|------|------|----------|------|
| | | | 2014 | 2015 | 2016 | 2015 | 2016 | | |
| 300015 | 爱尔眼科 | 30.04 | 0.49 | 0.63 | 0.83 | 48 | 36 | 30% | 1.59 |
| 300244 | 迪安诊断 | 50.2 | 0.60 | 1.00 | 1.40 | 50 | 36 | 60% | 0.84 |
| 300347 | 泰格医药 | 30.22 | 0.65 | 0.90 | 1.22 | 34 | 25 | 37% | 0.91 |
| 600763 | 通策医疗 | 48.05 | 0.73 | 0.96 | 1.25 | 50 | 38 | 31% | 1.61 |
| 002030 | 达安基因 | 22.25 | 0.32 | 0.41 | 0.51 | 54 | 44 | 26% | 2.09 |

来源：wind、国金证券研究所，2015 年 1 月 18 日收盘价

附录：中国诊断外包行业规模测算

- 我国诊断外包行业起步于 2004 年，国家正式开放第三方医学检验中心的设立审批，并于 2009 年颁布检验科设立标准，对包括独立实验室在内的医学检验机构提出明确的实验室设置和资金要求，进一步对行业做出规范。
- 中国诊断外包行业经过 10 年的发展，行业收入规模达到 40 亿元，占据我国医学检验整体收入规模的 3%，较美国 35% 的诊断外包渗透率存在巨大差距。
- 美国全国独立实验室年检验量达到 12.5 亿次。按照中国人口是美国的 4 倍推算，国内第三方检验市场的市场空间将达到 50 亿次，相当于目前迪安 2013 年检验量的 166 倍，相当于目前全国诊断外包行业检验量的 40 倍，根据中国平均检验价格是美国的 1/3 推算，我国诊断外包行业的潜力市场空间至少是目前的 10 倍以上，即达到 400 亿元。

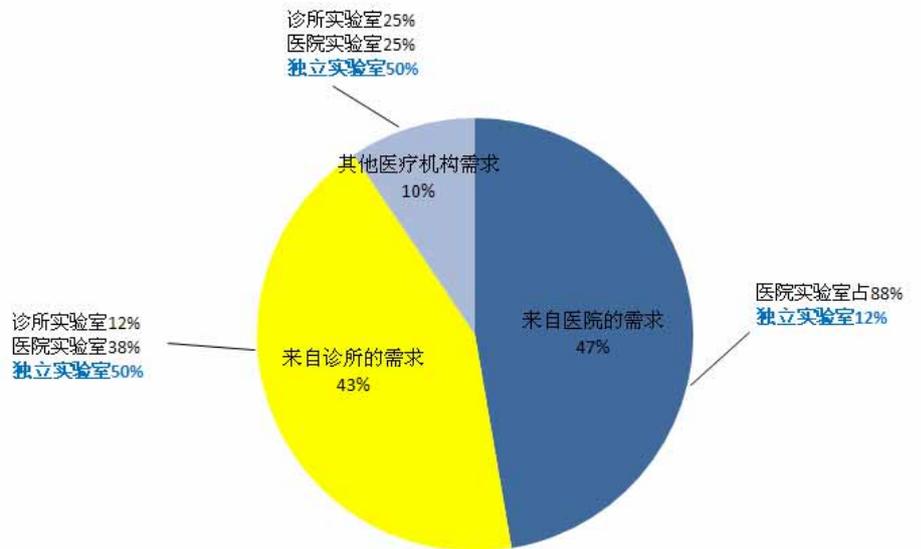
图表30: 美国诊断外包市场分析



来源: Washington G-2 Report、国金证券研究所

- 2010年,美国独立实验室市场 QUEST 和 LabCorp 两家已经占据了超过 50% 的市场份额,年均检测量合计达到 6.7 亿人次;前十家独立实验室的市场份额占据 73%。
- 由于规模效应是独立实验室最大的竞争优势,医院的规模和就诊量决定了医院把诊断外包的动力。以美国为例,综合性医院的诊断外包率仅为 12%,而以诊所所代表的中小医疗机构,诊断外包率则高达 88%,其中独立实验室承接了 50% 的诊断需求。

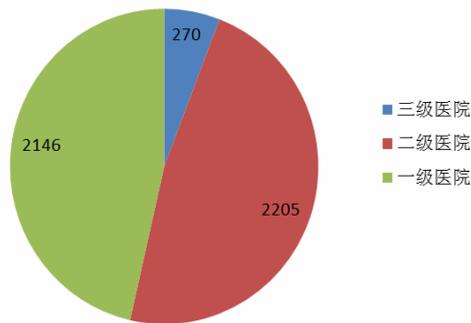
图表31: 美国医学诊断需求承接方拆分



来源: Washington G-2 Report、国金证券研究所

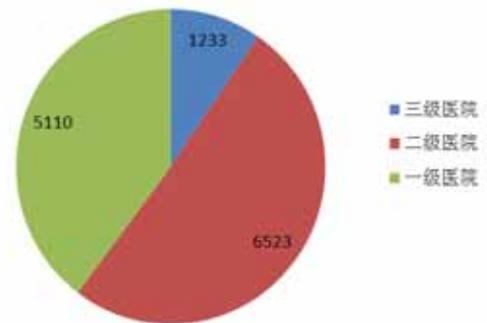
- 通过研究我们发现,美国与中国在 20 张床位以上的医院分布上存在惊人的相似。我们可以据此估计我国诊断外包服务在一级到三级医院当中整体将达到与美国相似的诊断外包渗透率 12%,对应 160 亿的市场规模,相当于目前诊断外包行业市场规模的 4 倍。

图表32: 美国医院数量(按规模分布)



备注: 三级医院为病床数大于 500 张, 二级医院病床数小于 500 大于 100, 一级医院病床数小于 100 大于 20, 为定级医院病床数小于 20

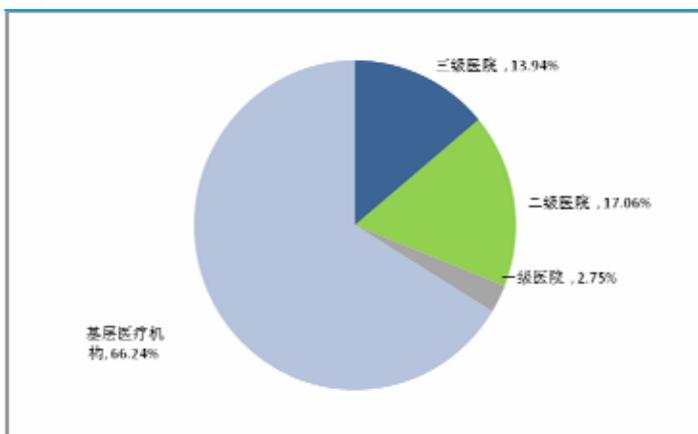
图表33: 中国医院数量(按规模分布)



来源: 中国卫生统计年鉴, Health US 2010、国金证券研究所

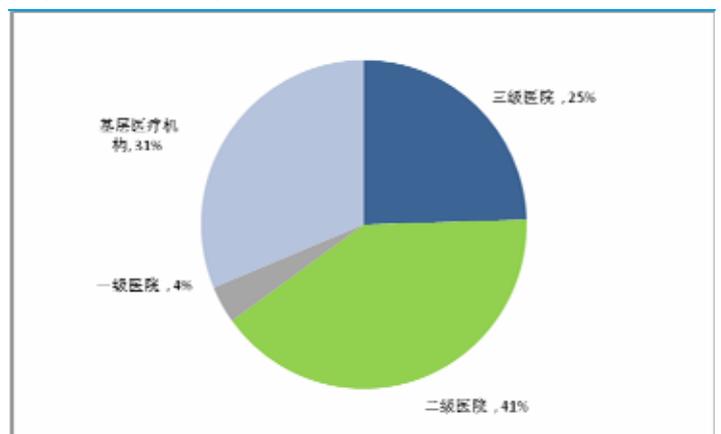
- 我们再来看基层医疗机构部分, 美国的基本医疗服务体系主要依靠完善的个人诊所网络实现, 并依托这些诊所推行了全科医生首诊制度。在美国, 这些诊所由于设备投资有限, 就诊人次数量有限, 将 88% 的检验项目进行外包, 成为第三方医学诊断行业的主要客户。
- 目前, 美国的诊所就诊量占到市场的 80%, 医院占 20%; 而在中国基层医疗机构的就诊量仅占 66%, 入院人次仅占 31%, 且诊断水平较医院差异巨大。随着十二五医改社区首诊制的逐步推行, 我国基层医疗就诊人次占比有望快速向美国靠近。诊断外包将成为我国基层医疗机构提升诊断技术水平的重要支撑。

图表34: 2010 年我国诊疗人次按医院级别分类



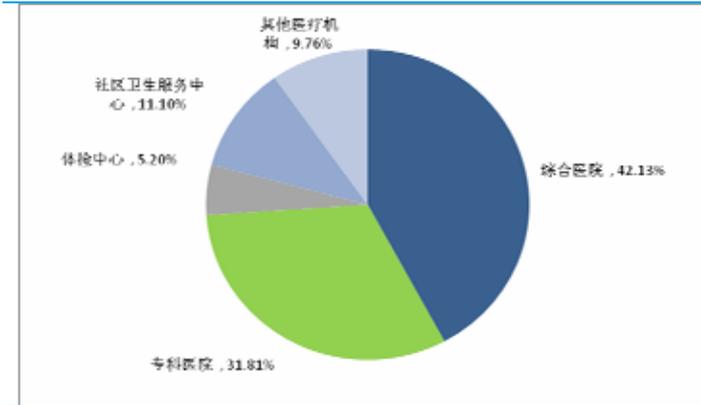
来源: 国金证券研究所

图表35: 2010 年我国入院人次按医院级别分类

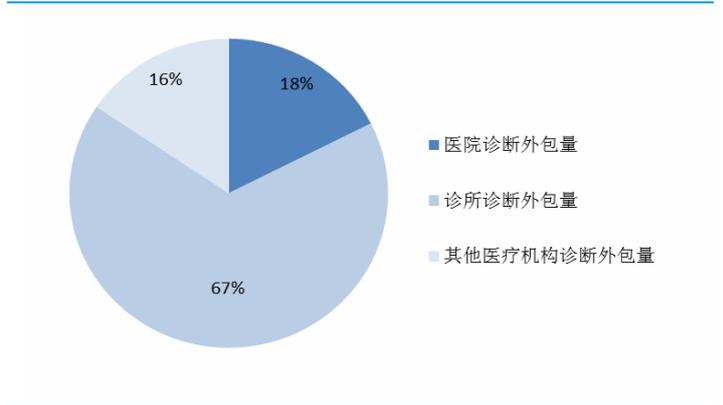


- 美国诊断外包行业的收入 67% 来自于诊所 (相当于国内的社区卫生服务中心), 若按照美国现状, 即诊所的诊断外包量是医院的 3 倍测算, 我国基层医疗市场诊断外包规模将达到 480 亿元, 相当于目前市场规模的 12 倍。

图表36: 公司诊断外包收入按医疗机构分类



图表37: 美国诊断外包收入按医疗机构分类



来源: 卫生统计年鉴、Washington G-2 Report、国金证券研究所

综上所述, 我们认为国内诊断外包市场至少还有 10 倍以上的市场空间。作为一个从 2004 年才放开的新兴行业, 我们认为行业正处于高速成长的前期阶段, 未来还有巨大的潜力市场等到挖掘。

附录：三张报表预测摘要

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | | 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|-----------------------|-------------|------------|------------|------------|-------------|------------|-----------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E | | 2011 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
| 主营业务收入 | 482 | 706 | 1,015 | 1,400 | 2,268 | 3,107 | 货币资金 | 341 | 278 | 272 | 356 | 313 | 723 |
| 增长率 | | 46.4% | 43.7% | 37.9% | 62.0% | 37.0% | 应收款项 | 123 | 188 | 272 | 298 | 483 | 662 |
| 主营业务成本 | -314 | -454 | -639 | -900 | -1,395 | -1,911 | 存货 | 39 | 96 | 71 | 138 | 214 | 293 |
| %销售收入 | 65.1% | 64.3% | 62.9% | 64.3% | 61.5% | 61.5% | 其他流动资产 | 45 | 12 | 16 | 29 | 44 | 59 |
| 毛利 | 168 | 252 | 377 | 500 | 873 | 1,196 | 流动资产 | 548 | 574 | 631 | 821 | 1,053 | 1,737 |
| %销售收入 | 34.9% | 35.7% | 37.1% | 35.7% | 38.5% | 38.5% | %总资产 | 91.2% | 81.2% | 77.8% | 80.7% | 73.3% | 88.7% |
| 营业税金及附加 | -2 | -2 | -2 | -4 | -7 | -9 | 长期投资 | 0 | 0 | 12 | 13 | 12 | 12 |
| %销售收入 | 0.5% | 0.3% | 0.2% | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 固定资产 | 34 | 60 | 78 | 119 | 309 | 149 |
| 营业费用 | -50 | -79 | -116 | -144 | -233 | -318 | %总资产 | 5.7% | 8.5% | 9.6% | 11.7% | 21.5% | 7.6% |
| %销售收入 | 10.4% | 11.2% | 11.4% | 10.3% | 10.3% | 10.3% | 无形资产 | 9 | 48 | 58 | 62 | 60 | 59 |
| 管理费用 | -73 | -103 | -150 | -200 | -295 | -404 | 非流动资产 | 53 | 133 | 180 | 197 | 383 | 222 |
| %销售收入 | 15.2% | 14.6% | 14.8% | 14.3% | 13.0% | 13.0% | %总资产 | 8.8% | 18.8% | 22.2% | 19.3% | 26.7% | 11.3% |
| 息税前利润 (EBIT) | 43 | 68 | 109 | 151 | 338 | 465 | 资产总计 | 601 | 706 | 811 | 1,018 | 1,437 | 1,959 |
| %销售收入 | 8.9% | 9.7% | 10.7% | 10.8% | 14.9% | 15.0% | 短期借款 | 0 | 1 | 30 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | 4 | 5 | 2 | 6 | 7 | 11 | 应付款项 | 99 | 137 | 131 | 208 | 322 | 441 |
| %销售收入 | -0.8% | -0.8% | -0.2% | -0.4% | -0.3% | -0.3% | 其他流动负债 | 20 | 36 | 55 | 115 | 174 | 236 |
| 资产减值损失 | 0 | -2 | -2 | 0 | 0 | 0 | 流动负债 | 119 | 174 | 216 | 323 | 496 | 678 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 长期贷款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 其他长期负债 | 5 | 4 | 5 | 0 | 0 | 0 |
| %税前利润 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 负债 | 124 | 179 | 222 | 323 | 496 | 679 |
| 营业利润 | 46 | 72 | 109 | 157 | 345 | 475 | 普通股股东权益 | 464 | 509 | 577 | 677 | 878 | 1,163 |
| 营业利润率 | 9.6% | 10.1% | 10.8% | 11.2% | 15.2% | 15.3% | 少数股东权益 | 13 | 18 | 13 | 18 | 63 | 118 |
| 营业外收支 | 3 | 2 | 3 | 3 | 3 | 3 | 负债股东权益合计 | 601 | 706 | 811 | 1,018 | 1,437 | 1,959 |
| 税前利润 | 49 | 73 | 113 | 159 | 348 | 478 | 比率分析 | | | | | | |
| 利润率 | 10.2% | 10.4% | 11.1% | 11.4% | 15.3% | 15.4% | | 2011 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
| 所得税 | -7 | -14 | -22 | -30 | -71 | -98 | 每股指标 | | | | | | |
| 所得税率 | 15.1% | 18.9% | 19.2% | 19.0% | 20.5% | 20.5% | 每股收益 | 0.826 | 0.654 | 0.730 | 0.606 | 1.002 | 1.403 |
| 净利润 | 42 | 59 | 91 | 129 | 277 | 380 | 每股净资产 | 9.085 | 5.535 | 4.823 | 5.664 | 7.344 | 9.723 |
| 少数股东损益 | -1 | -1 | 4 | 4 | 45 | 55 | 每股经营现金净流 | 0.395 | 0.279 | 0.631 | 1.577 | 1.613 | 2.579 |
| 归属于母公司的净利润 | 42 | 60 | 87 | 125 | 232 | 325 | 每股股利 | 0.000 | 0.300 | 0.100 | 0.200 | 0.260 | 0.338 |
| 净利率 | 8.7% | 8.5% | 8.6% | 8.9% | 10.2% | 10.5% | 回报率 | | | | | | |
| | | | | 125 | 175 | 245 | 净资产收益率 | 9.09% | 11.82% | 15.13% | 18.39% | 26.41% | 27.95% |
| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | | 总资产收益率 | 7.03% | 8.52% | 10.75% | 12.24% | 16.14% | 16.59% |
| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E | 投入资本收益率 | 7.60% | 10.48% | 14.19% | 17.63% | 28.60% | 28.82% |
| 净利润 | 42 | 59 | 90 | 129 | 277 | 380 | 增长率 | | | | | | |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 主营业务收入增长率 | 40.55% | 46.42% | 43.75% | 37.87% | 62.00% | 37.00% |
| 非现金支出 | 12 | 21 | 30 | 25 | 28 | 32 | EBIT增长率 | 22.29% | 59.77% | 59.43% | 38.95% | 123.65% | 37.37% |
| 非经营收益 | -4 | -1 | -3 | 26 | -3 | -3 | 净利润增长率 | 30.23% | 42.60% | 44.99% | 42.69% | 86.27% | 40.09% |
| 营运资金变动 | -30 | -54 | -42 | 8 | -109 | -101 | 总资产增长率 | 156.43% | 17.56% | 14.92% | 25.41% | 41.19% | 36.34% |
| 经营活动现金净流 | 20 | 26 | 75 | 189 | 193 | 308 | 资产管理能力 | | | | | | |
| 资本开支 | -22 | -43 | -47 | -68 | -212 | 132 | 应收账款周转天数 | 74.2 | 78.1 | 80.3 | 75.0 | 75.0 | 75.0 |
| 投资 | 0 | -32 | 0 | -1 | 0 | 0 | 存货周转天数 | 37.1 | 54.4 | 47.9 | 56.0 | 56.0 | 56.0 |
| 其他 | -182 | 182 | 0 | 0 | 0 | 0 | 应付账款周转天数 | 53.8 | 68.1 | 64.8 | 70.0 | 70.0 | 70.0 |
| 投资活动现金净流 | -204 | 107 | -47 | -69 | -212 | 132 | 固定资产周转天数 | 25.8 | 30.5 | 26.9 | 17.0 | 8.8 | 5.2 |
| 股权募资 | 275 | 3 | 0 | 0 | 0 | 0 | 偿债能力 | | | | | | |
| 债权募资 | -15 | 0 | 29 | -35 | 0 | 1 | 净负债/股东权益 | -71.45% | -52.50% | -41.05% | -51.19% | -33.23% | -56.38% |
| 其他 | -7 | -11 | -50 | -1 | -24 | -31 | EBIT利息保障倍数 | -11.1 | -12.7 | -47.2 | -27.4 | -48.9 | -43.5 |
| 筹资活动现金净流 | 253 | -8 | -21 | -36 | -24 | -30 | 资产负债率 | 20.59% | 25.32% | 27.32% | 31.72% | 34.54% | 34.64% |
| 现金净流量 | 69 | 125 | 8 | 84 | -43 | 410 | | | | | | | |

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|-----|-----|-----|------|------|
| 买入 | 0 | 0 | 0 | 1 | 2 |
| 增持 | 0 | 0 | 0 | 4 | 6 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 0 | 0 | 0 | 1.80 | 1.86 |

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

| 日期 | 评级 | 市价 | 目标价 |
|--------------|----|-------|---------------|
| 1 2013-08-15 | 增持 | 46.47 | N/A |
| 2 2013-10-24 | 增持 | 58.56 | N/A |
| 3 2013-11-01 | 增持 | 55.05 | N/A |
| 4 2014-02-28 | 增持 | 60.48 | N/A |
| 5 2014-08-26 | 增持 | 41.99 | N/A |
| 6 2014-10-23 | 增持 | 43.93 | N/A |
| 7 2015-01-09 | 买入 | 48.32 | 60.00 ~ 65.00 |
| 8 2015-01-12 | 买入 | 53.15 | N/A |

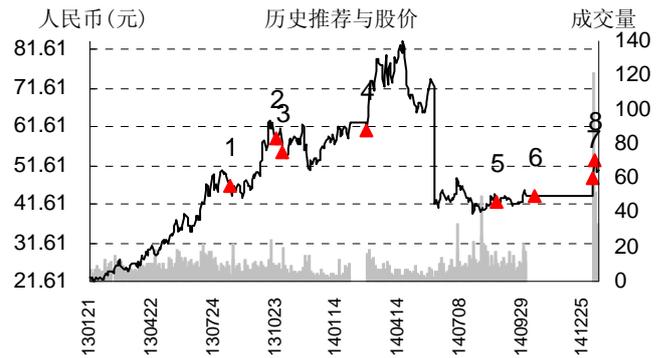
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61620767

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4
层**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7BD