



分析师：魏贇

Tel: 021-53686159

E-mail: weiyun@shzq.com

SAC 证书编号：S0870513090001

研究助理：杜臻雁

Tel: 021-53686162

E-mail: duzhenyan@shzq.com

SAC 证书编号：S0870115070022

基本数据 (2016Q1)

报告日股价 (元)	32.42
12mth A 股价格区间 (元)	24.13-53.07
总股本 (百万股)	551
无限售 A 股/总股本	60.04%
流通市值 (亿元)	107.3
每股净资产 (元)	6.42
PBR (X)	5.05
DPS (Y2015, 元)	10 转 8 派 1

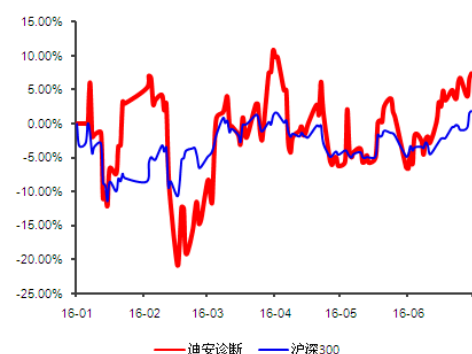
主要股东 (最新)

陈海斌	39.92%
-----	--------

收入结构 (Y2015)

医学诊断服务	58.10%
体外诊断产品	41.04%
冷链物流	0.02%
健康体检	0.85%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号：DZY16-CR03

首次报告日期：2016 年 3 月 15 日

相关报告：

横向拓展检验大平台，纵向打造诊断生态圈

■ 投资摘要

公司 ICL 业务加速发展，2016 年的扩张目标有望提前完成

公司第三方独立诊断实验室规模扩张迅速，公司计划在近 2-3 年，建成 30 家左右一级中心，覆盖中国 28 个以上的省市，并将顺应分级诊疗趋势，有计划地下沉资源，布局基层市场，以各省 1 家一级中心、多家二级中心、遍地快速反应点的网络布局深扎诊断服务市场。2016 年，公司出资 1.15 亿元收购江西最大规模独立医学实验室-江西华星医学检验中心 55% 股权，在内蒙古、新疆、成都、福建等地新设的实验室也在快速建设中，公司已建或在建实验室网点超过 26 家，2016 年的扩张目标有望提前完成。目前公司平均每家 ICL 的年收入在 5000 万元左右，按照不断加快的扩张步伐和实验室盈利能力的不断提升，预计公司 ICL 业务收入增速可达 35-40%。

渠道整合加速，实现“服务+产品”一体化业务模式的横向扩展

2015 年开始，公司以战略投资或战略合作的方式，分别在北京、广州、浙江、云南、新疆等区域选择当地最优秀的渠道商进行融合发展，目前业务遍布全国 20 多个省，拥有超过 12000 家医疗机构客户。渠道整合一方面使公司通过合并报表大大增厚业绩，另一方面有利于公司打造大规模的集采平台，进一步降低成本，形成一体化的供应链服务体系，并利用渠道商在当地的网络资源协同发展当地 ICL 业务，真正实现“服务+产品”一体化业务模式的横向扩展。

多领域协同发展，积极纵向打造“诊断+”生态圈

公司近年逐步布局健康管理、基因测序、司法鉴定、临床研究实验室等新领域，积极纵向打造“诊断+”生态圈，在不断拓展公司产品影响力的同时，也为公司打造更多的利润增长点。

风险提示

公司扩张速度不及预期；整合风险；行业政策风险；市场竞争加剧风险。

■ 估值与投资建议

预计公司 16、17 年实现 EPS 为 0.51、0.68 元，以 7 月 24 日收盘价 32.42 元计算，动态 PE 分别为 63.24 倍和 47.45 倍。医疗服务行业上市公司 16、17 年预测市盈率中位值为 62.79 倍和 48.78 倍。公司的估值接近于医疗服务行业的平均值。

公司的第三方医学诊断业务处于行业发展初期，竞争格局良好，且医保控费、分级诊疗、社会办医等政策环境为公司发展打开了更为宽广的市场；产品渠道整合有利于公司“产品+服务”一体化战略的推进；基因测序、健康体检、临床研究检测等新业务与公司传统业务有较强的协同性。我们看好公司未来一段时期的发展，维持“谨慎增持”评级。

■ 数据预测与估值

至 12 月 31 日(¥.百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1858.18	3076.75	4434.17	5869.06
年增长率	39.18%	65.58%	44.12%	32.36%
归属于母公司的净利润	174.79	282.47	376.52	505.77
年增长率	40.30%	61.60%	33.30%	34.33%
每股收益(元)	0.32	0.51	0.68	0.92
PER (X)	106.49	63.24	47.45	35.32

注：有关指标按最新股本摊薄

目 录

一、公司是国内领先的第三方医学诊断服务平台	4
1.1 公司基本情况	4
1.2 公司拥有独具特色的商业模式	5
1.3 公司股权结构	6
1.4 公司主营业务突出，业绩保持稳定高增长	6
1.5 公司销售毛利率保持稳定，期间费用率逐年下降	7
二、ICL 业务快速推进	7
2.1 国内 ICL 行业面临良好的发展环境	7
2.2 公司 ICL 业务快速发展壮大	8
2.3 随分级诊疗推行，公司未来网络布局将下沉	10
三、产品渠道并购整合加速	11
3.1 公司加快渠道扩张对公司未来发展具有重要意义	11
3.2 公司近两年渠道并购情况	11
四、多领域协同发展，打造“诊断+”生态圈	12
4.1 健康管理业务	12
4.2 CRO 业务	13
4.3 司法鉴定业务	13
4.4 冷链物流业务	14
4.5 移动医疗业务	14
五、盈利预测	14
5.1 预测假设	14
5.2 盈利预测	14
六、投资评级	14
七、风险提示	15
7.1 公司扩张速度不及预期	15
7.2 整合风险	15
7.3 行业政策风险	15
7.4 市场竞争加剧的风险	15
八、附表	16

一、公司是国内领先的第三方医学诊断服务平台

1.1 公司基本情况

公司成立于 2001 年，最开始作为罗氏的代理商起步，2004 年开始转型进入第三方医学诊断服务外包领域，2014 年升级成为为检验科提供整体解决方案的服务商。目前，公司已成为国内经营规模最大、诊断项目开展最齐全的优秀医学诊断服务运营商之一，公司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，以提供医学诊断服务外包为核心业务的医学诊断服务整体解决方案，致力于先进的医学诊断技术的临床应用及技术创新，打造具有迪安特色的“服务+产品”一体化的专业服务体系。

目前公司确定了全国连锁化、规模化的扩张策略，并且近两年公司提高了跑马圈地速度，以“4+4”速度向全国扩张，即每年新开 4 个独立医学实验室，再为下一年筹备 4 个点。公司不断加快“产品+服务”的产业布局，全国已建或在建实验室网点超过 26 家，并通过投资整合 IVD 行业内最优秀的代理商，迅速补充诊断产品渠道覆盖。通过内生增长和产业整合，公司已成为国内规模最大的体外诊断整体解决方案供应商，拥有客户数量超过 12000 家，实现了从高端三甲医院到基层医疗机构的全渠道覆盖。

表 1 公司主要服务及产品

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。

数据来源：公司公告 上海证券研究所

公司在加快全国连锁化步伐的同时，也实行横向拓展检验检测大平台，纵向打造医学诊断产业链的战略，依托全国连锁化医学实验室的平台，致力于技术创新与商业模式创新，目前，公司业务已涉及诊断服务、诊断产品销售、诊断技术研发生产、司法鉴定、健康管理、CRO 等众多领域。

图 1 公司主要业务范围



数据来源：公司公告 上海证券研究所

1.2 公司拥有独具特色的商业模式

第一，公司拥有特有的“服务+产品”一体化服务体系。目前国内医学诊断服务外包企业约有200-300多家，但成规模的仅4家，而在这4家中，迪安又拥有唯一特有的“服务+产品”商业模式。“服务+产品”模式的优势在于，一般服务产品的合同只能一年一签，而诊断产品的合同可以五年一签，迪安将服务和产品打包签订合同可以做到五年一签，客户对迪安的依赖性更强，形成整合营销的竞争优势。

第二，公司从2-3年前就开始探索与医院实验室的创新业务模式，公司特有的共建模式有别于一般的托管，能保持医院人员、设备独立性。主要共建内容包括向医院输入迪安长达十余年在实验室管理方面的处于行业领先地位的质量体系的建设，帮助医院实验室获取各项实验室体系认证的支持；通过自己的集中采购平台，帮助医院降低采购成本；协助医院建立实验室人员绩效方案、实验室信息化管理系统及新旧平台合一；与医院实验室进行一些科研合作等。

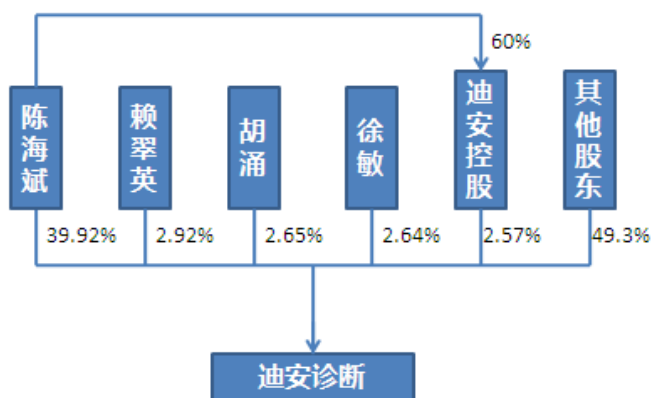
第三，公司发挥自身优势，开始尝试区域中心共建模式。公司已经在温州、昆山、重庆等地搭建了区域性检测平台，通过区域性公共检测平台，不再需要一对一和医院去谈一个项目，而是可以打包整个区域的某些检测项目。另外，公司基于新技术搭建了远程的诊疗平台，

发挥区域内有限的医疗资源，统一区域内的检测标准，实现检测结果互相分享，通过远程医疗来解决一些地方医疗资源有限的限制。目前已有越来越多地区的主管部门已经在鼓励和开放这块业务，未来会赢得更好的发展。

1.3 公司股权结构

公司前身为杭州迪安基因技术有限公司（后改名为杭州迪安医疗控股有限公司），于 2010 年整体变更为股份公司。根据公司 2016 年一季报，公司董事长兼总经理陈海斌直接持有公司 39.92% 的股权，并通过杭州迪安控股有限公司间接持有公司 2.57% 的股权，为公司的控股股东和实际控制人。

图 2 公司股权结构图



数据来源：公司公告 上海证券研究所

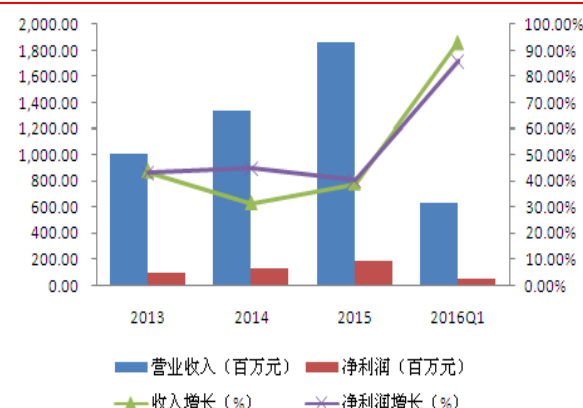
1.4 公司主营业务突出，业绩保持稳定高增长

公司的主要业务是医学诊断服务和体外诊断产品，医学诊断服务在 2013-2015 年占营业收入之比分别为 60.98%、62.12% 和 58.10%，体外诊断产品在 2013-2015 年占营业收入之比分别为 39.02%、37.62% 和 41.04%，两者是公司最主要的收入来源。

公司自 2011 年上市以来，业务发展良好，净利润多年来一直可以保持 30% 以上的较快速度增长。2013-2015 年公司营业总收入分别为 10.15 亿元、13.35 亿元和 18.58 亿元，营业总收入增长率分别为 43.75%、31.48% 和 39.18%。2013-2015 年，公司净利润分别为 9,003.42 万元、12,785.26 万元和 17,878.54 万元，净利润增长率分别为 51.59%、42.00% 和 39.84%。7 月 12 日，公司公告 2016 年上半年业绩预告，实现归属于上市公司股东的净利润 12,453 万元-14,232

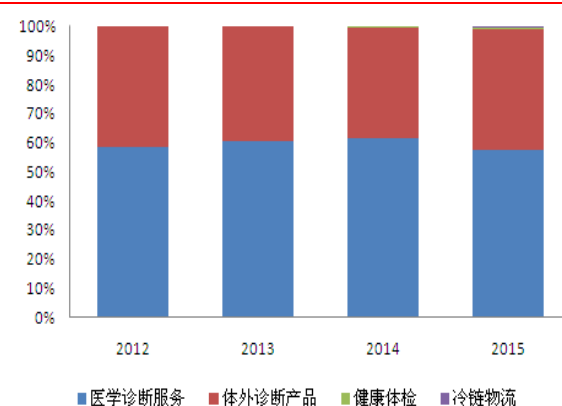
万元，预增 40-60%，仍然保持了较高的增长速度。

图 3 公司近年收入和利润变化



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 4 公司近年主营收入结构

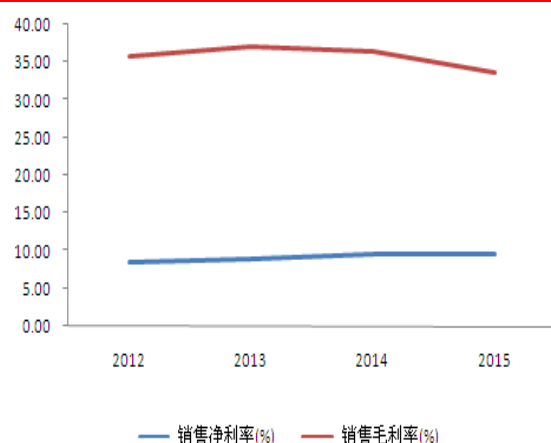


数据来源: Wind 上海证券研究所

1.5 公司销售毛利率保持稳定，期间费用率逐年下降

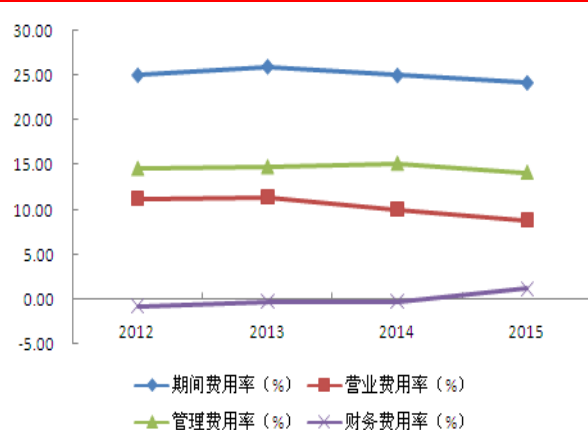
公司 2013-2015 年销售毛利率分别为 37.11%、36.50% 和 33.62%，基本保持平稳。2013-2015 年期间费用率分别为 25.96%、25.01% 和 24.19%，逐年呈下降趋势。公司销售净利率保持平稳。

图 5 公司近年销售净利率和毛利率变化



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 6 公司近年期间费用率变化



数据来源: Wind 上海证券研究所

二、ICL 业务快速推进

2.1 国内 ICL 行业面临良好的发展环境

随着人口老龄化、消费升级以及新医改带来的支付能力持续提升，医疗服务市场目前仍然处于长期稳定增长的趋势当中。根据中

华人民共和国国家卫生和计划生育委员会发布的《2015 年 1-9 月全国医疗服务情况》统计：2015 年 1-9 月，全国医疗卫生机构总诊疗人次达 56.8 亿人次,同比提高 2.8%，全国医疗卫生机构出院人数达 15190.9 万人，同比提高 3.8%。需求端的持续放量趋势未发生改变。医疗服务行业的持续发展为第三方医学诊断服务行业带来越来越大的市场需求。

同时，新医改浪潮也为第三方医学诊断服务行业提供了优越的发展环境。随着分级诊疗的推进，国家政策鼓励开设区域性的第三方医学诊断中心，实现区域资源共享，基层医院由于资源不足、检测能力不够，会将部分检测业务外包给检测项目齐全、质量可靠的第三方。医保控费加强，结合医疗服务价格改革，国家在取消药品价格加成后将进一步降低公立医院检查和检验费用，医疗机构出于控制成本的需求会将更多的检测项目外包给具有规模化优势、成本更低的 ICL。这些都为国内 ICL 行业带来更多的发展机遇。

另外，目前国内医学检验服务的外包占比还不到 5%，相较欧美等发达国家还存在很大的差距，随着业务模式的不断发展成熟，ICL 行业的成长空间非常巨大。

2.2 公司 ICL 业务快速发展壮大

在 ICL 业务方面，近年来公司推行“4+4”的扩张战略，即每年新开 4 个独立医学实验室，再为下一年筹备 4 个点，力争实验室布局尽早实现全国区域全覆盖。在此战略的影响下，第三方独立诊断实验室规模扩张迅速，2015 年新增甘肃、安徽、河南、陕西 4 个实验室，服务范围扩至西北部，目前公司已建或在建实验室网点超过 26 家。2016 年，公司出资 1.15 亿元收购江西最大规模独立医学实验室-江西华星医学检验中心 55%股权，在内蒙、新疆、成都、福建等地新设的实验室也在快速建设中，2016 年的扩张目标有望提前完成，全国网络布局不断加快。

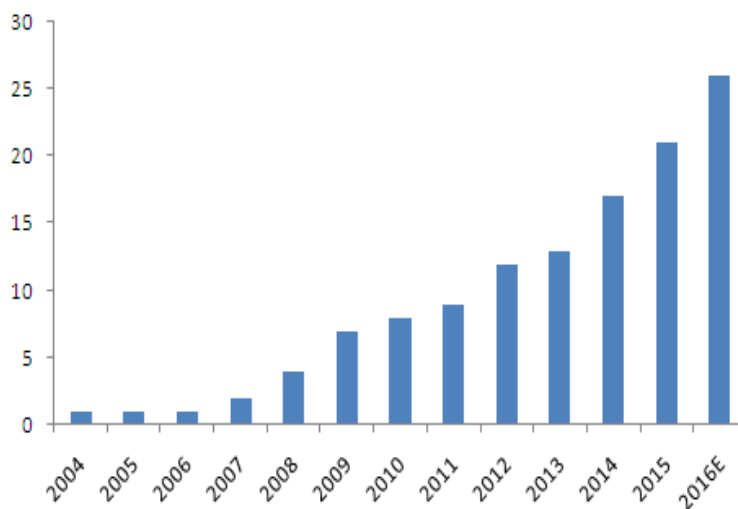
表 2 公司主要诊断实验室

省份	诊断实验室	建立时间	是否盈利
浙江	杭州迪安	2004 年 7 月	是
	温州迪安	2009 年 2 月	是
江苏	南京迪安	2007 年 4 月	是
	淮安迪安	2009 年 6 月	是
上海	上海迪安	2008 年 3 月	是
	昆山迪安	2014 年 6 月	否
北京	北京迪安	2008 年 4 月	是
山东	济南迪安	2009 年 9 月	是
辽宁	沈阳迪安	2010 年 11 月	是

黑龙江	黑龙江迪安	2011 年 1 月	是
广东	佛山迪安	2012 年 2 月	是
湖北	武汉迪安	2012 年 5 月	是
重庆	重庆迪安圣莱宝	2012 年 10 月	是
山西	山西迪安	2013 年 5 月	是
天津	天津迪安执信	2014 年 3 月	否
云南	云南昊邦迪安	2014 年 7 月	否
湖南	长沙迪安	2014 年 10 月	否
甘肃	甘肃迪安同享	2015 年 1 月	否
安徽	合肥迪安	2015 年 6 月	否
河南	郑州迪安	2015 年 10 月	否
陕西	西安迪安	2015 年 10 月	否
江西	江西华星	2016 年	在建
新疆	新疆迪安	2016 年	在建
内蒙古	内蒙古迪安	2016 年	在建
成都	成都迪安	2016 年	在建
福建	福州迪安	2016 年	在建
	泉州迪安	2016 年	在建

数据来源：公司公告 上海证券研究所

图 7 公司 ICL 增长情况



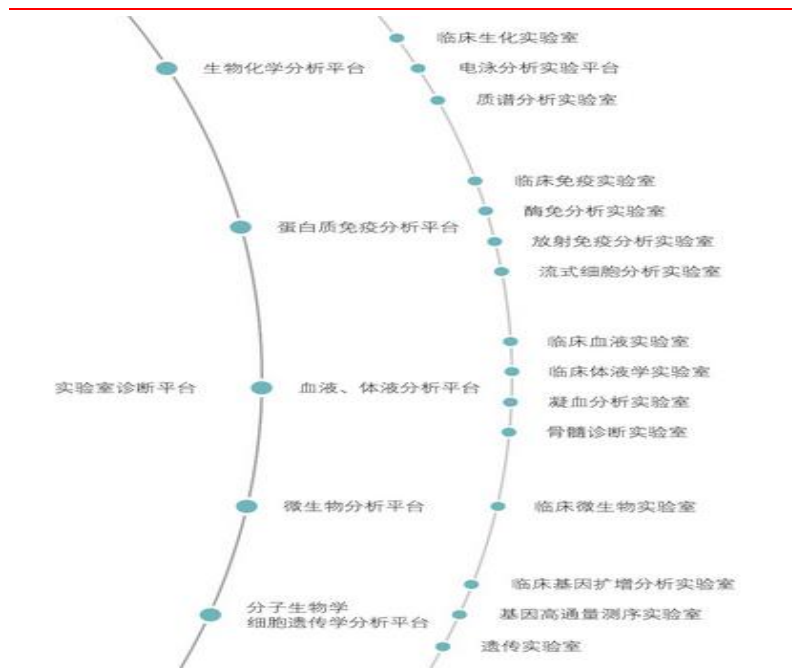
数据来源：公司公告 上海证券研究所

公司以技术为引领，整合技术与业务合作资源，持续优化检测项目结构与加大特检技术在临床应用的全面推广，着重建设基因测序、质谱、FISH 平台、分子病理、数字 PCR、基因芯片等高精尖诊断技术平台，重点打造大遗传、精准医疗、大病理、慢性病、大妇幼、营养代谢与内分泌、感染性疾病等多个疾病综合诊断与健康管理平台，促使公司从大型普检实验室向普、特检均衡发展的大型综合性实验室升级。公司目前可以开展的临床诊断项目种类已超过 2000 项，处于国内领先地位。

公司的特检项目包括肿瘤检测和遗传学检测等。在肿瘤检测方面，公司与美国的约翰霍普金斯大学进行合作，并在 2015 年 4 月获批开展“高通量基因测序技术肿瘤诊断与治疗临床应用试点”，目前公司所提供的综合检测方案包括遗传性肿瘤风险检测，恶性肿瘤相关蛋白标志物及代谢变化检测、结直肠癌早期筛查，覆盖所有已上市及绝大多数处于 III 期临床阶段的 70 余种化疗、靶向、内分泌、免疫药物的精准用药检测套餐，循环肿瘤细胞（CTC）检测，以及乳腺癌、结直肠癌等常见恶性肿瘤诊断预后等，可为 30 余种常见肿瘤的临床防控、治疗和管理提供相关依据。

遗传学检测方面，公司战略入股了博圣生物和华因生物，重点推出了孕前 14 种单基因病携带者基因检测、地中海贫血等常见遗传病检测、叶酸代谢能力遗传检测、溶酶体病基因检测、无创产前筛查、遗传性耳聋基因检测、DMD 等遗传罕见病基因检测、新生儿遗传代谢病筛查等一系列检测项目，以及在高通量基因测序平台上开发和推出了用于重大疾病风险筛查的遗传性肿瘤 39 基因、遗传性乳腺癌与卵巢癌风险 19 基因、遗传性结直肠癌风险 19 基因、遗传性心律失常 170 基因、遗传性综合肿瘤风险 155 基因等多个检测项目。

图 8 公司检验服务平台



数据来源：公司网站 上海证券研究所

2.3 随分级诊疗推行，公司未来网络布局将下沉

公司在两年前，就已经有计划地下沉资源，布局基层医疗市场。到 2015 年，二级以下的医疗机构已占公司总客户数 65%以上，业

务贡献占比在 40%左右，随首诊人群就医行为下沉，未来增量空间将有望进一步放大。但检验外包行业在中国仍处于起步阶段，空白市场还比较大，公司目前仍在加速跑马圈地，以“4+4”的节奏扩张建立一级中心。公司计划在近 2-3 年，建成 30 家左右一级中心，覆盖中国 28 个以上的省市，然后，提速建设二级中心，精耕地级市场，精益服务质量，挖掘外包需求，并且，在合适时机建设各快速反应点。未来，迪安将以检验科一体化解决方案服务商的角色，以各省 1 家一级中心、多家二级中心、遍地快速反应点的网络布局深扎诊断服务市场。

三、产品渠道并购整合加速

3.1 公司加快渠道扩张对公司未来发展具有重要意义

公司近年在 IVD 领域的战略投资，主要基于行业渠道资源整合加剧、“服务+产品”一体化商业模式在全国快速推广的战略需求。从 2015 年开始，公司通过快速并购，整合了各地区优质的渠道资源与优秀的团队，形成协同发展，将公司成熟的“服务+产品+运营管理”整体解决方案模式进行全面复制与推广。加快渠道扩张有利于公司实现对原有渠道代理业务的服务升级与范围拓展，快速推进遍布全国的网络建设，并有效提升市场占有率；有利于公司加大引进新技术与新产品，实现渠道为王的产品资源叠加效应；有利于公司打造大规模的集采平台，实现平台集聚效应与规模优势，进一步降低成本，并形成一体化的供应链服务体系。

公司在进行渠道扩张时，对渠道经销商的选择主要关注的是企业文化的整合匹配度、产品的市场竞争优势及占有率、终端客户与公司现有客户的互补性以及创始团队转型再创业大健康平台的决心等。目前，公司战略投资的经销商中以罗氏诊断产品的代理商为主，他们与公司的企业文化本身就具有较强的融合性，彼此认可度及协同度较高，且这些企业在地均建立了广泛的业务服务网络，销售业绩稳定增长，客户资源优质，覆盖了当地绝大多数的三级及二级医疗机构。与这些企业携手后，公司将在产品线、服务模式、供应链、物流等多领域，进一步提升检验科一体化解决方案的市场竞争力。

3.2 公司近两年渠道并购情况

2015 年开始，公司以战略投资或战略合作的方式，分别在北京、

广州、浙江、云南、新疆等区域选择当地最优秀的渠道商进行融合发展。通过快速的渠道扩张，目前公司诊断产品覆盖了罗氏、SYSMEX、欧蒙、梅里埃、Sebia 等世界优秀品牌产品，业务范围已遍布全国 20 个省市，终端客户超过 12000 家各级医疗机构，真正实现了“服务+产品”一体化业务模式的横向扩展。另外，快速的外延式发展也为公司带来了良好的业绩增长，2015 年因投资驱动，公司诊断产品业务较上年同期增长 50%以上，后续仍将保持稳定的增长态势。

表 3 公司近两年渠道并购情况

年份	收购公司	目前占股比例	覆盖区域	业绩承诺（万元）			
				2015	2016	2017	2018
2015 年	金华福瑞达	70%	浙江	1,400	1,700	2,000	
	北京执信	55%	北京、河北、山西、陕西、内蒙古等北方地区	4,160	5,408	7,030	
	新疆元鼎	60%	新疆	6,000	8,000	10,000	
2016 年	盛世科华	51%	云南		2,600	3,380	4,400
	丰信医疗	65%	内蒙古		3,500	4,500	5,486
	陕西凯弘达	60%	西北地区		2,300	3,000	3,900

数据来源：公司公告 上海证券研究所

四、多领域协同发展，打造“诊断+”生态圈

4.1 健康管理业务

健康管理板块是迪安“诊断+”生态圈延伸到 C 端的窗口，基于优质的服务体系与领先的诊断技术支持，公司以高品质服务理念从高端体检业务切入，通过搭建基于检测、分析、评估和干预的全面健康管理体系，进一步探索诊疗一体化业务模式的市场机会。

2015 年，公司与韩国 SCL 集团合资设立了韩诺健康，以个性化的设计、七星级服务与先进诊断技术为特色，成功切入了高端健康管理领域。公司与杭州解百、百大集团共同设立健康管理中心，融合公司的快速反应实验室模式、定制化健检筛查、移动医疗平台与遗传性疾病咨询等特色专科，向高净值客户群提供覆盖整个生命周期的全过程健康管理和医疗服务。公司战略投资浙江美生，立足温州市场，定位中高端人群，在二线城市实施差异化定位策略和区域性精密连锁布局，并选聘温州医科大学、温州医学会等各学科专家教授，联手打造了“温州名医会诊中心”，提供检后高端的健康

管家和私人医生服务，率先创立了“预防+诊疗+养护”为一体的个性化订制健康管理体系。

2015 年，公司健康体检业务收入已突破了 1500 万元。

4.2 CRO 业务

CRO 业务板块是迪安“诊断+”生态圈中为制药企业提供中心实验室服务的平台，定位为服务于新药临床试验的中心实验室和服务于全球多中心临床试验与国家重大科研项目的中心实验室。

2014 年公司取得 CAP 认证，之后不断强化和提升实验室技术和质量管控水平，与阿斯利康、辉瑞、华东医药等国内外各大药厂建立了长期合作关系，CRO 业务获得重大突破，业务收入较去年同期增长 186.32%。

2015 年，公司与泰格医药合资成立观合医药，为 I~IV 期药物临床试验提供严格和复杂的实验室解决方案。观合医药将严格按照美国 CAP 和 ISO15189 要求建立质量体系，为客户提供中心实验室、基因组学和生物分析等复杂的实验室服务，业务范围包括参与研究方案设计，为研究中心提供检测服务，及相配套的实验物资、临床研究中心实验室项目管理、标本管理与长期储存、样本物流服务、实时在线报告服务、数据分析与转移及系统对接等服务。

4.3 司法鉴定业务

公司的司法鉴定业务是基于独立实验室平台建立的社会第三方司法鉴定机构，现有浙江迪安司法鉴定中心和上海迪安医学检验所法医物证司法鉴定所，业务主要包括法医物证鉴定、法医临床鉴定、法医病理鉴定、法医毒物鉴定、痕迹鉴定和图像鉴定几大类。2015 年，公司与美国马里兰法医局合作，引进国际先进技术，不断提高鉴定水平与质量；完善鉴定人等级及组别管理制度，优化项目类别；积极拓展法医物证业务渠道，重点打造优势项目；推动强学科建设，比如，法医临床学鉴定，探索建立医疗损害司法鉴定组，设计研发鉴定智能软件；法医病理学鉴定，建立疑难案件会诊中心；法医生物学鉴定，把握法医生物技术创新成果，参与生物数据库建设，与毒物分析共同成立法庭科学实验室（中心）；通过设立法庭科学研究院作为技术支撑，集聚鉴定领域专家资源，组织技术创新与标准建立，并推动鉴定人职业培训机制，提升行业竞争力与科学管理水平。2015 年公司司法鉴定业务量比上年增长 43.77%。

4.4 冷链物流业务

公司的冷链物流业务是基于迪安十几年标本运输物流团队的专业能力而重点打造的。2015 年公司正式组建的“深海冷链物流”公司已取得第三类医疗器械经营许可证，专注于临床标本、诊断试剂、医药、实验动物、疫苗、高致病菌株等领域的冷链运输，采用“绿色、环保、优质、集约”的保温蓄冷技术，实施多温共配、实时监测、全程封闭一体化的智能冷链物流运作模式。目前已与国外多家温控包装和温控设备供应商合作，并取得了部分产品在中国的独家代理权，已经开始逐步探索和承接其他医疗机构的存储和运输，预计今年下半年可开始向其他医疗机构服务。

4.5 移动医疗业务

公司建立智慧医疗研究院与大数据研究院，自建云检验平台，并携手国内著名的互联网公司，比如阿里健康、腾讯丁香园等，实现基于互联网、利用移动化技术的 B2B2C 点对点的互联网医疗服务；公司尝试 B2C 的社区云诊室模式，直接介入居民个人的慢性变管理市场；并尝试通过在线商城或线下采血点布局，以进一步探索医学诊断 O2O 服务模式的整体解决方案与医疗信息的价值挖掘。

五、盈利预测

5.1 预测假设

- 1、公司业务按预期扩张；
- 2、公司各项费用率保持稳定；
- 3、公司毛利率保持稳定。

5.2 盈利预测

我们预计，2016-2018 年，公司的净利润将实现年递增 61.60%、33.30%和 34.33%，相应的每股收益为 0.51 元、0.68 元和 0.92 元（按最新股本摊薄）。

六、投资评级

预计公司 16、17 年实现 EPS 为 0.51、0.68 元，以 7 月 24 日收

盘价 32.42 元计算，动态 PE 分别为 63.24 倍和 47.45 倍。医疗服务行业上市公司 16、17 年预测市盈率中位值为 62.79 倍和 48.78 倍。公司的估值接近于医疗服务行业的平均值。

公司的第三方医学诊断业务处于行业发展初期，竞争格局良好，且医保控费、分级诊疗、社会办医等政策环境为公司发展打开了更为宽广的市场；产品渠道整合有利于公司“产品+服务”一体化战略的推进；基因测序、健康体检、临床研究检测等新业务与公司传统业务有较强的协同性。我们看好公司未来一段时期的发展，维持“谨慎增持”评级。

七、风险提示

7.1 公司扩张速度不及预期

公司业绩的快速增长一部分依赖于公司业务范围的扩张，如果公司扩张速度不能达到预期，可能会影响公司的业绩增长，存在一定风险。

7.2 整合风险

公司近年来为加快全国范围内的布局，并购整合速度加快，公司与新并购企业能否达到良好整合效果存在一定不确定性，也将对公司的管理能力、项目执行能力等提出更高的要求，存在一定的整合风险。

7.3 行业政策风险

医疗卫生行业受政策面影响较大，若目前行业政策发生变化，可能对公司的经营产生一定的影响，存在政策风险。

7.4 市场竞争加剧的风险

公司所处的第三方医学诊断行业虽然存在一定的进入壁垒，目前国内竞争对手不多，但随着行业发展的逐渐成熟及市场需求的快速增长，第三方医学诊断行业的潜在进入者将增多，加之现有竞争对手技术水平和服务能力的不断提高，第三方医学诊断行业将面临激烈的市场竞争。如果公司不能正确判断、把握行业的市场动态和发展趋势，不能持续保持并提升其技术水平、管理水平和服务质量，公司的业务发展将遭受不利影响。

八、附表

附表 1 损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
一、营业总收入	1,335.10	1,858.18	3,076.75	4,434.17	5,869.06
二、营业总成本	1,187.47	1,689.15	2,756.15	3,999.51	5,277.63
营业成本	847.78	1,233.46	2,066.96	2,975.21	3,921.88
营业税金及附加	2.48	3.21	6.15	8.87	11.74
销售费用	134.38	164.11	258.45	376.90	498.87
管理费用	202.34	262.92	424.59	620.78	821.67
财务费用	-2.81	22.52	-6.15	8.87	11.74
资产减值损失	3.30	2.93	6.15	8.87	11.74
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.59	25.51	15.00	15.00	15.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	150.22	194.54	335.60	449.67	606.42
加: 营业外收入	6.62	20.86	10.00	10.00	10.00
减: 营业外支出	4.53	4.95	3.00	3.00	3.00
五、利润总额	152.31	210.46	342.60	456.67	613.42
减: 所得税	24.46	31.67	51.39	68.50	92.01
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
六、净利润	127.85	178.79	291.21	388.17	521.41
减: 少数股东损益	3.27	3.99	8.74	11.64	15.64
归属于母公司所有者 的净利润	124.58	174.79	282.47	376.52	505.77
七、摊薄每股收益(元)	0.23	0.32	0.51	0.68	0.92

资料来源: Wind 上海证券研究所

附表 2 公司分业务增速与毛利预测（单位：万元人民币）

分业务收入测算	2015A	2016E	2017E	2018E
医学诊断服务	107,961.26	151,145.76	208,581.15	281,584.56
体外诊断产品	76,254.35	152,508.70	228,763.05	297,391.97
健康体检	1,574.10	3,935.25	5,902.88	7,673.74
冷链物流	28.38	85.14	170.28	255.42
合计	185,818.09	307,674.85	443,417.36	586,905.68
分业务成本测算	2015A	2016E	2017E	2018E
医学诊断服务	57,866.36	80,107.25	108,879.36	146,423.97
体外诊断产品	63,764.55	122,769.50	183,467.97	239,400.53
健康体检	1,673.59	3,738.49	5,017.44	6,138.99
冷链物流	41.59	80.88	156.66	224.77
合计	123,346.09	206,696.13	297,521.43	392,188.26
分业务增速	2015A	2016E	2017E	2018E
医学诊断服务	30.16%	40.00%	38.00%	35.00%
体外诊断产品	51.81%	100.00%	50.00%	30.00%
健康体检	369.17%	150.00%	50.00%	30.00%
冷链物流		200.00%	100.00%	50.00%
分业务毛利率	2015A	2016E	2017E	2018E
医学诊断服务	46.40%	47.00%	47.80%	48.00%
体外诊断产品	16.38%	19.50%	19.80%	19.50%
健康体检	-6.32%	5.00%	15.00%	20.00%
冷链物流	-46.55%	5.00%	8.00%	12.00%

数据来源：Wind 上海证券研究所

附表 3 公司历年财务指标

指标名称	2011-12-31	2012-12-31	2013-12-31	2014-12-31	2015-12-31
销售毛利率(%)	34.88	35.71	37.11	36.50	33.62
EBIT/主营业务收入(%)	9.31	9.58	10.75	11.18	12.34
销售净利率(%)	8.62	8.41	8.87	9.58	9.62
净资产收益率(全面摊薄)(%)	13.70	12.37	15.86	19.77	21.70
流动比率	4.62	3.29	2.92	2.00	1.00
速动比率	4.29	2.74	2.59	1.78	0.83
资产负债率(%)	20.59	25.32	27.32	36.70	53.81
存货周转率	9.84	6.71	7.63	10.62	8.48
应收账款周转率	4.92	4.68	4.55	4.18	3.74
总资产周转率	1.16	1.08	1.34	1.39	1.09
净利润同比增长率(%)	30.23	42.60	43.04	44.71	40.30
每股收益(全面摊薄)	0.83	0.65	0.72	0.61	0.65
每股经营性现金流量	0.40	0.28	0.63	0.57	0.49
每股未分配利润	1.86	1.50	1.78	1.50	1.68
每股资本公积金	6.19	2.99	1.99	0.77	0.68

数据来源: Wind 上海证券研究所

分析师承诺

分析师 魏贇 杜臻雁

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及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，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。