

独立实验室新业态崛起，未来高增长可期

——达安基因（002030）点评

达安基因（002030.SZ）

暂无评级

核心观点：

1. 事件

近期我们与上市公司进行了交流。公司主营业务处于体外诊断试剂（IVD）领域，分为试剂、仪器和服务三部分。我们预计未来试剂和仪器业务将维持稳定增长，并且由于国内独立实验室的业态逐渐向混营式发展，服务业务将会实现高增长。我们预计公司未来三年整体营业收入将维持30%以上增速。

2. 我们的分析与判断

（一）独立实验室转型混营，服务业务增速上台阶

独立实验室的业态特点正逐渐由过去独立民营的第三方机构演变为具有混营式特点的联合实验室和区域检验中心。像达安基因、迪安诊断、美康生物、金域检验和艾迪康等在2000年前后发展起来的独立实验室被定义为传统的独立实验室，即需要牌照的第三方诊断中心，采取检验科业务外包的模式发展。但国家对于独立实验室的政策一直在演变：2009年独立实验室发展逐渐规范；2013年鼓励公立医院检验科提供检验服务；今年8月卫计委发文，公立医院检验科可以设置独立资质。通过政策的变化我们发现独立实验室的运营模式正逐渐具有公立性质：从原来商业的、民营的第三方诊断中心，发展为在经营权和区域垄断性上具有混营特色的联合实验室与区域检验中心。联合实验室是针对检验科的下游，既提供服务、也通过打包集采提供产品。比如润达和赛里斯通过与医院检验科联合经营，作为混营式的联合实验室，既可以为检验科做打包集采，也可以针对检验科下游提供服务。而区域检验中心则是在已有联合实验室的基础上进一步将当地医疗资源集中。

在新的经营模式下，新型独立实验室的运营核心是如何跟公立医院合作。医院有发展检验科的诉求，在当前国家控制药占比的政策下，检验服务收入是保证医院收入的关键。检验科每年收入占医院总收入的10%，且收入规模远大于传统独立实验室。举例来看，目前最大的独立实验室年营收2亿元，而广东省人民医院检验科10年前的营收已达1亿元，现已接近4亿元。并且医院检验科还有很大的发展空间：目前我国公立医院检验科收费项目不到1100个，而国外同类型的收费项目有5000-6000个。医院有做大检验科的诉求，但缺乏资金，所以厂家与医院建立联合实验室的逻辑是合理的，未来高增长也是可期的。

分析师

李平祝

☎：010-83574546

✉：lipingzhu@chinastock.com.cn

职业资格证书编号：S0130515040001

特此鸣谢

王晓琦 010-66568589

(wangxiaoqi@chinastock.com.cn)

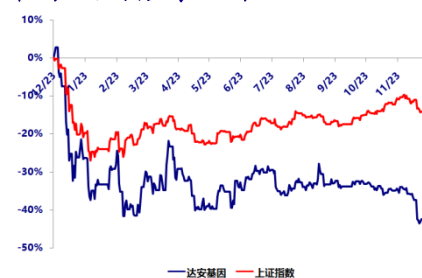
对本报告的编制提供信息。

市场数据

2016-12-22

A股收盘价(元)	23.46
A股一年内最高价(元)	42.09
A股一年内最低价(元)	22.25
上证指数	3139.56
市盈率	158.61
总股本(万股)	72492.05
实际流通A股(万股)	69437.37
限售的流通A股(万股)	3054.68
流通A股市值(亿元)	162.90

相对上证指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

公司服务业务将借助三级分诊疗治下的独立实验室新业态实现高速增长。目前公司已有100-200家联合实验室，计划未来可以逐渐发展为区域检验中心。2016年上半年，公司服务业务实现营收3.4亿元，同比增长78.4%，主要系新模式的独立实验室所致。我们预计公司未来服务业务将保持40%的高速增长。

（二）试剂业务保持稳定增长

公司以PCR为主的试剂业务保持20%以上增速。根据2016年半年报，公司试剂业务实现营收3.1亿元，同比增加24.6%。公司试剂业务分为分子、免疫和生化试剂，其中分子试剂业务主要来自上市公司，免疫试剂业务主要来自控股公司达瑞生物和全资子公司中山生物，生化试剂业务份额较小。公司是IVD行业最大的直销系统，90%的PCR产品采取直销，占试剂总营收约70%。

分子诊断市场由国内企业主导，分子诊断试剂不存在进口替代问题。公司的分子试剂产品按疾病分类可分为传染病（肝炎传染病、呼吸道传染病）、性病、妇科和肿瘤等，按收入由高到低排序依次为传染病、肿瘤、性病检测、优生优育。IVD市场中，唯一由国内企业主导价格和市场的产品就是分子诊断产品。因为分子诊断领域相关仪器国内外差异不大，所以产品的价格取决于试剂。而公司已实现分子诊断试剂的原料100%自产，所以公司的分子试剂产品不存在进口替代的问题，诺华等公司的产品销量远不如国内企业。

公司血筛产品今年营收预计5000-6000万元。血制品是稀缺资源，是今年我国医药行业唯一量价齐升的产品。公司的主要客户是血站，据测算，估计目前市场血液存量2000多袋，每年采血量约5000万吨，每吨血可拆分成1800多个测试，则血筛市场规模约10-20亿。公司产品与罗氏和诺华相比具有价格优势：罗氏和诺华血筛产品价格均在50元以上，公司产品价格按国家标准不超过30元。

（三）NIPT成本控制较好，终端降价将助力产品放量

公司NIPT业务模式虽有一定问题，但成本控制更好。与华大和贝瑞何康相比，公司NIPT业务的覆盖方式处于劣势：华大和贝瑞与政府合作，按省覆盖；公司虽然覆盖了以中心医院和妇幼保健院为主的几十家医院，但是业务量都不大。然而公司的成本控制更好：公司使用Life Tech的Proton测序仪做产筛检测，与Illumina测序仪相比，Pronton具有2个优点：1. 测序通量适用于NIPT，Illumina测序通量太大造成浪费；2. 售价更低。Life Proton售价约200万元/台，Illumina售价超过400万元/台。目前公司贴牌的Life Proton测序仪器每年能卖20-30台，终端价格230-250万元/台，对应4000-5000万销售收入。

NIPT产品终端降价很迅速，若进入医保渗透率将大幅提升。现在NIPT的终端价格已从去年2000多元降到1000多元，比如浙江约1200元/次，湖北约1400元/次。我们预计明年终端售价有可能降到700-800元，待价格降到500-600元时有望进医保。现在省妇幼年均新生儿约2万人，比如南京市去年新生儿2.9万人，按30%参加NIPT，1000元/次计算，则南京的市场份额有600万元。并且各地区NIPT业务不会被1家供应商垄断，至少保证有2-3家供应商。

(四) 增发进展缓慢不会对公司发展构成影响

目前公司非公开发行股票事宜暂时停滞。2015年10月，公司通过定增预案，同意公司实施员工持股计划参与公司2015年非公开发行股票的认购。但目前增发事宜暂时停滞，因为公司是校办企业，大股东和二股东背景特殊：大股东是中山大学，二股东是广州市政府，公司的实质性工作推动需依照国有资产内部管理办法执行，增发事宜尚需取得国家教育部、财政部的批准，公司股东大会的审议通过以及中国证监会的核准后方可实施。

虽然公司自上市以来未有任何增发或员工激励，但未对公司发展构成影响，市值表现可观。公司自上市以来未实施过任何增发或员工激励：2016年3月29日，公司终止实施首期股权激励计划；目前公司非公开发行股票事宜处于暂时停滞状态。但公司自04年上市以来，市值由十几亿发展至近200亿，巅峰时曾高达400亿。并且银行给予公司10亿元的授信额度用于补充流动资金，因此公司对增发的诉求不高，增发进展缓慢不会对公司发展构成影响。

3. 投资建议

预测2016-2018年EPS分别为0.18/0.23/0.31元，对应PE分别为154/120/87倍。公司是国内IVD行业龙头企业，未来三年在试剂和仪器业务保持当前增速的前提下，随着独立实验室业态模式由独立民营的第三方机构逐渐转变为具有混营特色的联合实验室和区域检验中心，公司的服务业务将会实现40%的高速增长。我们看好公司的长期发展前景，建议关注，暂无投资评级。

4. 风险提示

新业态独立实验室与医院合作进展不及预期。

附表1. 主要财务指标

指标	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	854.37	1086.15	1474.34	1958.39	2630.89	3556.00
营业收入增长率	46.62%	27.13%	35.74%	32.83%	34.34%	35.16%
净利润（百万元）	133.28	153.06	101.24	127.60	164.05	225.64
净利润增长率	47.81%	14.84%	-33.86%	26.04%	28.57%	37.54%
EPS（元）	0.18	0.21	0.14	0.18	0.23	0.31
P/E	147.46	128.40	194.12	154.02	119.79	87.10
P/B	28.02	23.08	14.81	13.66	12.42	11.05
EV/EBITDA	56.25	57.51	81.09	67.58	58.23	48.37

资料来源：中国银河证券研究部

附表 2: 公司财务报表 (百万元)

报表预测 (百万元)						
利润表	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	854.37	1086.15	1474.34	1958.39	2630.89	3556.00
减: 营业成本	436.40	631.27	919.51	1214.20	1639.04	2204.72
营业税金及附加	3.63	4.52	5.95	7.90	10.61	14.34
营业费用	162.56	169.26	230.63	306.35	411.55	556.27
管理费用	155.32	168.06	203.49	270.30	363.12	490.81
财务费用	12.45	17.21	21.34	26.01	31.81	40.03
资产减值损失	3.72	7.43	12.13	10.00	10.00	10.00
加: 投资收益	72.16	84.52	5.76	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	152.46	172.91	87.03	123.63	164.74	239.83
加: 其他非经营损益	18.88	23.00	49.59	46.37	48.26	45.75
利润总额	171.34	195.91	136.62	170.00	213.00	285.58
减: 所得税	34.36	37.29	18.87	25.50	31.95	42.84
净利润	136.98	158.62	117.75	144.50	181.05	242.74
减: 少数股东损益	3.70	5.56	16.52	16.90	17.00	17.10
归属母公司股东净利润	133.28	153.06	101.24	127.60	164.05	225.64
资产负债表	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	71.89	107.71	1100.26	1125.01	1159.26	1193.96
应收和预付款项	516.11	730.60	911.21	1128.00	1312.00	1530.21
存货	99.21	142.02	155.54	170.00	185.15	201.25
其他流动资产	5.57	2.02	55.64	20.00	50.00	50.00
长期股权投资	81.69	33.48	58.33	58.33	58.33	58.33
投资性房地产	2.58	20.73	19.80	17.30	14.80	12.31
固定资产和在建工程	208.47	226.09	305.77	237.67	169.57	101.48
无形资产和开发支出	95.03	115.07	149.62	132.34	115.05	97.77
其他非流动资产	20.03	129.99	200.75	191.24	181.73	181.73
资产总计	1100.57	1507.71	2956.92	3079.89	3245.90	3427.03
短期借款	145.00	284.00	616.91	611.91	606.91	601.91
应付和预收款项	180.58	309.07	400.31	399.83	410.43	382.21
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	16.89	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	342.47	593.07	1017.21	1011.74	1017.34	984.12
股本	457.65	549.18	659.02	659.02	659.02	659.02
资本公积	24.64	21.77	423.48	423.48	423.48	423.48
留存收益	219.15	280.65	244.59	356.13	499.54	696.79
归属母公司股东权益	701.44	851.59	1327.09	1438.63	1582.04	1779.29
少数股东权益	56.66	63.05	612.62	629.52	646.52	663.62

股东权益合计	758.10	914.64	1939.71	2068.15	2228.56	2442.91
负债和股东权益合计	1100.57	1507.71	2956.92	3079.89	3245.90	3427.03
现金流量表	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营性现金净流量	27.86	42.06	-5.25	12.81	24.37	33.67
投资性现金净流量	24.71	-81.90	-248.10	39.41	41.02	38.89
筹资性现金净流量	-11.85	86.47	1239.15	-27.48	-31.15	-37.86
现金流量净额	40.16	46.60	987.60	24.75	34.25	34.70

资料来源：中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

李平祝，医药行业分析师。 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

截至本证券研究报告发布之日，本公司持有本篇报告涉及之上市公司的股份达到或超过其已发行股份的1%，特此提醒投资人注意。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究部

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
公司网址: www.chinastock.com.cn

机构请致电:

深广地区: 詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构: 李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区: 王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构: 刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn
上海地区: 何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn