



“产品+服务”协同发展，打造“诊断+”生态圈

2017.03.06

强烈推荐

唐爱金(分析师) 陈家华(研究助理)  
电话: 020-88836115 020-88836115  
邮箱: tangajj@gzgzhs.com.cn Chenjiahua@gzgzhs.com.cn  
执业编号: A1310516100001

现价: 31.28  
目标价: 40  
股价空间: 28%

投资要点:

● 公司业绩4年复合增长率44.69%优质高成长,借助资本优势有望快速扩张。  
从2012年-2016年,公司归母净利润从6018.77万元增长至2.63亿元,4年复合增长率44.69%,表现出高成长。2016年公司通过定向增发、发行公司债、中期票据、超短期融资券等多种方式融资近30亿,我们认为公司有望借助资本优势继续加快产业投资并购进度,实现快速扩张。

● 推进独立实验室的连锁化、分级化布局,内生性成长有望达30%。

2016年公司加快推进实验室全国布局,预计全年新增实验室有望达近10家,年末实验室网点数量有望达近30家,同时计划每年新建不少于4家投资额1000万的区域ICL中心。

我国医学检验市场空间超2200亿,第三方独立实验室渗透率仅5%,远低于美国的38%,2015年市场规模约100多亿元。目前国内四大龙头ICL(金域、艾迪康、迪安、达安)市占率约60%,我们认为随着医改推动医院检查费下调和医保支付改革,第三方独立实验室(ICL)市场有望持续扩容,预计未来ICL行业有望保持25-30%增速,迪安作为行业龙头,随着其服务网络日趋完善,其诊断服务收入有望保持30%增长。

● 大力整合上游渠道商,增厚业绩,实现“产品+服务”协同发展。

2016年至今完成了6项渠道并购、2次增资和1个医学检验所收购,预计16、17年能增厚利润约1.59、1.91亿元,相当于15年净利润的90.86%、109.14%。同时,向上游整合渠道商有助于发挥产业链优势:1)发展集约化采购有效降低采购成本;2)渠道共享降低销售费用率;3)对渠道商“产品+服务”捆绑式考核带动服务收入持续成长;4)战略储备优质客户资源,有利于内部共享客户促进诊断服务与诊断产品业务协同发展。

● 对比金域:盈利能力更优,打造“诊断+”多元化健康产业生态圈。

对比金域检验,我们认为迪安具有以下竞争优势:1)盈利能力强,净利率比金域高出3个百分点,财务表现出色;2)“产品+服务”的商业模式,有助增强客户粘性,未来有望借助渠道商的优质资源更好地承接公立医院检验外包业务;3)打造“诊断+”多元化生态圈,通过打通产业链上下游实现业务协同,具成本优势。

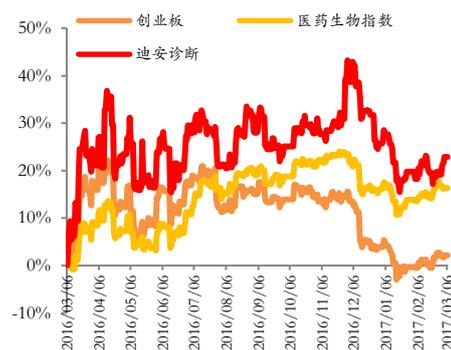
● 盈利预测与估值:根据公司业务情况,我们测算公司16-18年EPS分别为0.48、0.74、0.98元,对应65/42/32倍PE。考虑到公司已完成全国省级实验室布局,正进一步推动渠道下沉,外延预强烈,给予公司“强烈推荐”评级。

● 风险提示:公司扩张速度不及预期;渠道整合风险;行业政策风险;

主要财务指标	2015	2016	2017E	2018E
营业收入	1858.18	3827.66	4821.49	6304.11
同比(%)	39.18%	105.99%	25.96%	30.75%
归属母公司净利润	174.79	263.23	407.10	540.45
同比(%)	40.30%	50.59%	54.66%	32.76%
ROE(%)	19.86%	13.66%	23.22%	24.98%
每股收益(元)	0.65	0.48	0.74	0.98
P/E	150.63	65.17	42.27	31.91
P/B	8.88	11.60	9.43	7.43
EV/EBITDA	93.97	34.85	24.12	17.87

医药生物行业

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
迪安诊断	3.92	-14.07	-3.99
医药生物	2.42	-3.72	-2.26
创业板	2.61	-10.02	-11.15

基本资料

总市值(亿元)	172.35
总股本(亿股)	5.51
流通股比例	60.04%
资产负债率	52.61%
大股东	陈海滨
大股东持股比例	39.60%

相关报告

广证恒生-迪安诊断(300244)-业绩快报点评-业绩增速超50%，“产品+服务”协同模式凸显竞争优势-2017.2.27

广证恒生-第三方诊断专题-第三方诊断受益医保支付改革,看好平台化ICL-2016.12.18



## 目录

目录	2
图表目录	3
1. 国内领先的第三方医学诊断专家，借助资本优势快速扩张	4
1.1 公司的基本情况及股权结构	4
1.2 “产品+服务”协同发展，4年复合增长率44.69%	4
1.3 借助资本融资平台，加快外延式扩张	6
2. 推进独立实验室的连锁化、分级化布局，内生性成长有望达30%	7
2.1 快速推进实验室连锁化，全国布局近30家省级独立实验室	7
2.2 分级诊疗助渠道下沉，公司正加大力度建设区域实验室	9
2.3 受益“检查费下调+医保支付改革”，ICL市场有望扩容	10
3. 整合上游渠道商，实现“产品+服务”协同的产业链优势	12
3.1 IVD流通企业内外交困，行业加速整合成趋势	12
3.2 加快渠道整合，打造产业链优势，实现“产品+服务”协同	14
4. 对比金城：盈利能力突出，业务拓展及产业链整合更强	16
4.1 公司业务对比：迪安盈利能力更强，业务拓展较快	16
4.2 发展战略对比：迪安更重视产业链的上下游整合，形成“产品+服务”的产业布局	19
5. 盈利预测	22



## 图表目录

图表 1.	公司股权结构图和业务布局 .....	4
图表 2.	产品收入占比逐步超过服务 .....	5
图表 3.	诊断服务仍然是公司主要的毛利来源 .....	5
图表 4.	营业收入从 7.06 亿增长至 38.28 亿元 .....	5
图表 5.	归母净利润连续 5 年增速超 40% .....	5
图表 6.	公司三项费用增速低于收入增速 .....	6
图表 7.	公司的期间费用率呈下降趋势 .....	6
图表 8.	公司 16 年直接融资额达 30 亿元 .....	6
图表 9.	公司 2016 年至今的资金使用情况 .....	6
图表 10.	公司参与成立了多个产业基金，加快产业并购 .....	7
图表 11.	公司已建成 28 家独立一级实验室 .....	8
图表 12.	公司医学诊断服务的收入状况：预计未来仍将保持 30% 增长 .....	9
图表 13.	大型综合实验室和专业化实验是主要经营模式 .....	9
图表 14.	公司客户以基层医疗机构为主 .....	10
图表 15.	国内独立实验室的市场渗透率较低，成长空间大 .....	10
图表 16.	多方政策出台严控医院检查费用，避免“大检查”等过度医疗 .....	11
图表 17.	医保支付制度改革的重要政策 .....	12
图表 18.	器械流通监管政策趋严 .....	13
图表 19.	IVD 流通企业经营压力较药品经营企业大 .....	13
图表 20.	公司逐步加大渠道整合力度，促进整合式竞争战略的实施 .....	14
图表 21.	迪安诊断 2014 年诊断服务营业成本构成 .....	15
图表 22.	迪安诊断 2015 年诊断服务营业成本构成 .....	15
图表 23.	渠道共享有助于降低整体销售费用占比 .....	15
图表 24.	迪安的综合盈利能力更强 .....	16
图表 25.	金域对上游的控制能力更强，规模效应更明显 .....	17
图表 26.	金域的运营能力比迪安略胜一筹 .....	17
图表 27.	两者销售商品提供劳务收到的现金占总收入的比例：迪安的现金流质量更稳定 .....	18
图表 28.	金域的特色检验项目为病例诊断和基因组学检验 .....	18
图表 29.	迪安的特色检验项目主要为免疫检验 .....	18
图表 30.	迪安的业务区域以华东为主，其他区域快速增长 .....	19
图表 31.	金域的业务区域分布较为均匀（2015Q3） .....	19
图表 32.	迪安的供应商集中度较高（2015 年 Q3） .....	19
图表 33.	金域未来三年的发展目标 .....	20
图表 34.	多元化战略定位，保证公司持续稳定发展 .....	20
图表 35.	公司体检收入规模 16 年有望突破 2500 万元 .....	21
图表 36.	公司收入预测 .....	22

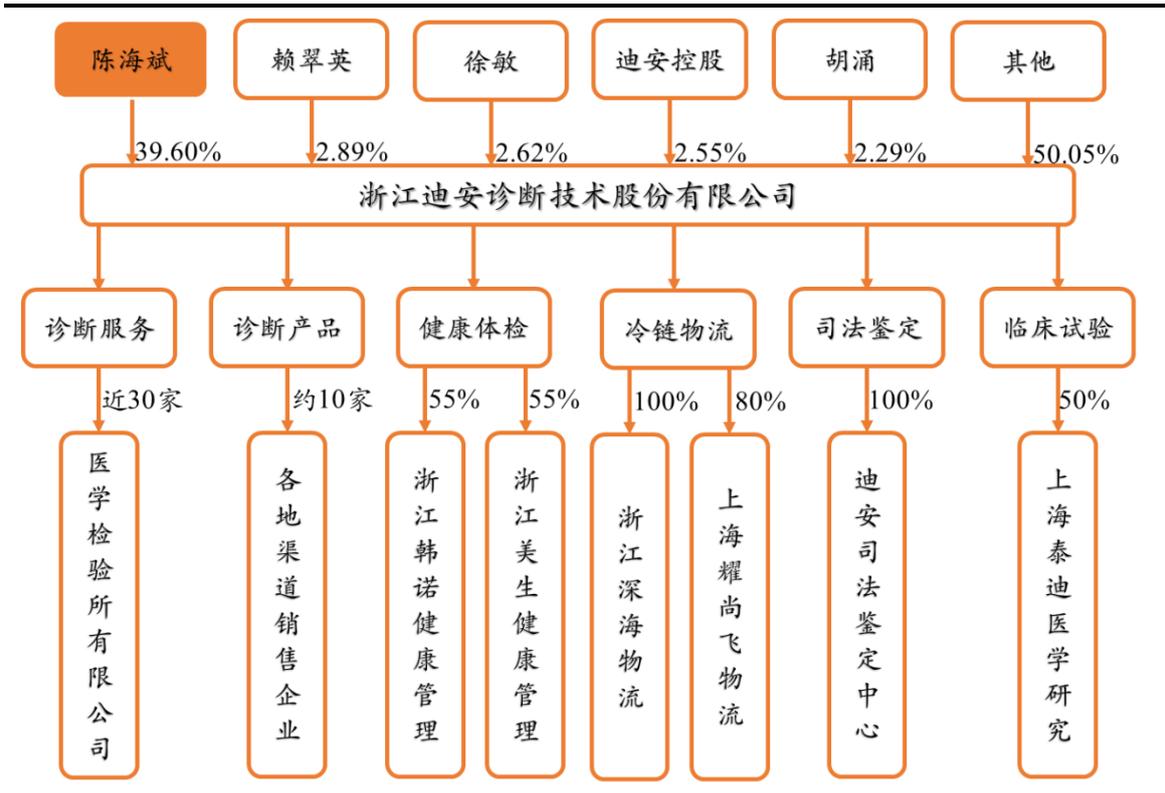
# 1. 领先的第三方医学诊断专家，有望借助资本优势快速扩张

## 1.1 公司的基本情况及股权结构

公司成立于2001年，是一家以提供诊断服务外包为核心业务的独立第三方医学诊断服务机构。凭借独具特色的“服务+产品”一体化商业模式，公司成功发展成为医院检验科整体服务解决方案提供商，并于2011年成为国内首家上市的独立医学实验室企业，目前是A股市场最为纯正的第三方诊断标的。

公司控股股东和实际控制人为董事长陈海斌先生，直接持股比例为39.60%。目前，公司的主营业务是第三方诊断服务，旗下共有医学检验所28家，同时通过并购整合积极拓展上游IVD试剂生产和销售（目前约10家），并向下游健康体检、冷链物流、司法鉴定、临床试验等领域积极布局。

图表1. 公司股权结构图和业务布局



资料来源：公司公告、广证恒生

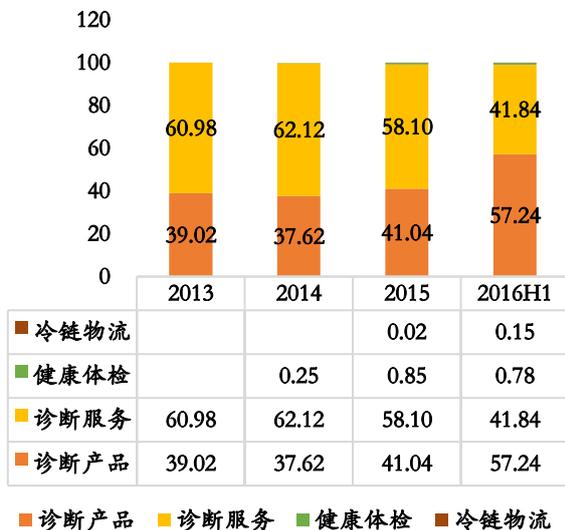
## 1.2 “产品+服务”协同发展，4年复合增长率44.69%

从收入占比来看，诊断服务占比接近60%，IVD产品约占40%，其他业务如健康体检和冷链物流由于尚处市场培育期，合计占比不到1%。公司从2015年开始加大渠道整合力度，已先后在浙江、北京、新疆、云南、内蒙、陕西、广州等地区联合具有优势渠道资源的区域最优秀产品经销商协同发展，产品收入占比逐步提升，2016年营收占比首次超过服务占比。



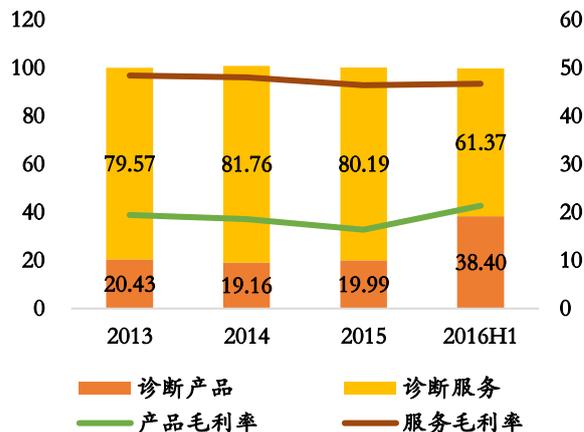
从毛利贡献来看，尽管产品收入已超过服务收入，但是诊断服务板块毛利占比仍然超过 60%，是公司的主要毛利来源；相比产品代理 20%左右的毛利率，诊断服务毛利率在 45-50%之间，我们认为，公司未来有望通过内部共享渠道商客户促进诊断产品和诊断服务协同发展，实现渠道价值最大化。

图表2. 产品收入占比逐步超过服务



资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

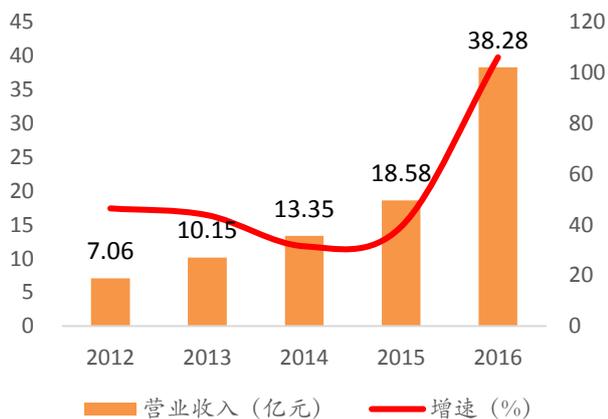
图表3. 诊断服务仍然是公司主要的毛利来源



资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

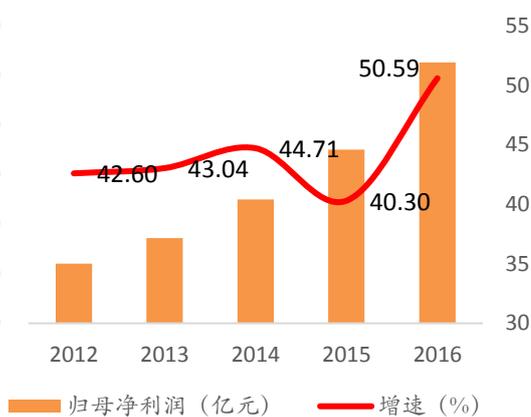
从 2012 年-2016 年，公司营业收入从 7.06 亿增长至 38.28 亿元，4 年时间增长了 260% 以上；同时归母净利润从 6018.77 万元增长至 2.63 亿元，4 年复合增长率 44.69%，显示稳定的高成长性。

图表4. 营业收入从 7.06 亿增长至 38.28 亿元



资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

图表5. 归母净利润连续 5 年增速超 40%

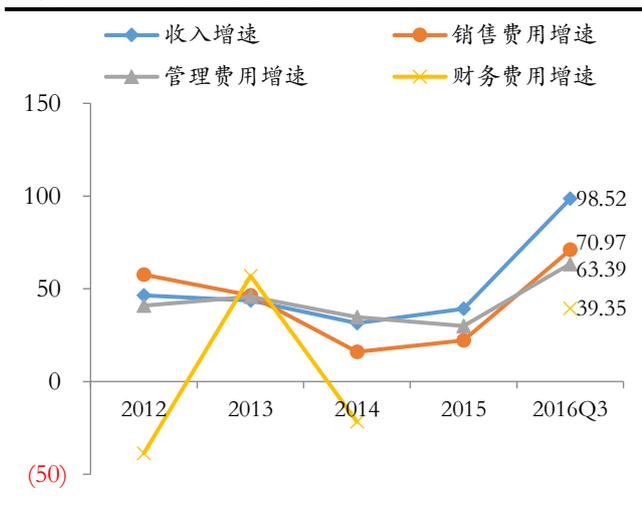


资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

最近几年，公司的期间费用率呈下降趋势，从 2012 年的 25.03% 下降至 2016 年 Q3 的 20.69%，销售费用率和管理费用率得到有效控制，两项费用增速都低于收入增速。一方面说明随着公司营业收入的提高，其规模优势和成本优势越发明显，盈利能力提升；另一方面充分体现公司出色的并购整合和项目管理能力，大量的并购和对外投资并没有增加公司的整体费用率，其中仅财务费用略有增加，原因是增加银行借款导致利息支出增加。

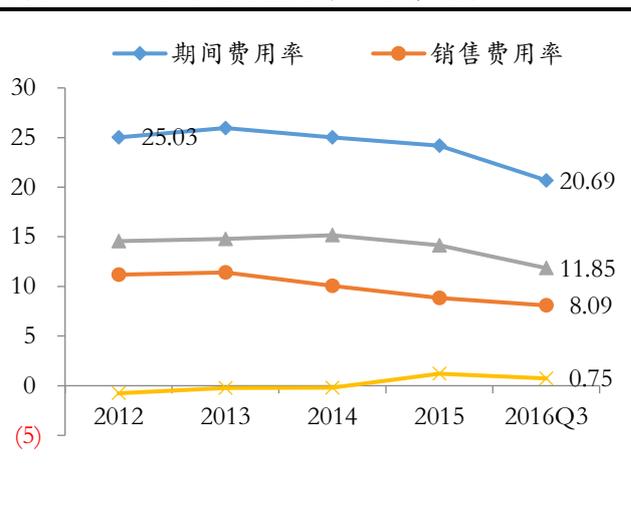


图表6. 公司三项费用增速低于收入增速



资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

图表7. 公司的期间费用率呈下降趋势



资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

### 1.3 借助资本融资平台，加快外延式扩张

为加快外延式扩张速度、实现技术资源储备与强化投资能力，2016年公司通过定向增发、发行公司债、中期票据、超短期融资券等多方式融资近30亿元。

图表8. 公司16年直接融资额达30亿元

公告日期	融资方式	发行价 (元)	融资净额 (亿元)	进度	资金用途
2016.9.23	公司债券	100.00	8.00	完成	补充流动资金
2016.4.13	中期票据	尚未确定	4.00	获准注册	置换金融机构借款及交易商协会认可的其他用途
	超短期融资券	尚未确定	8.00	获准注册	
2016.2.3	增发	29.68	9.87	完成	偿还银行贷款，补充流动资金
融资总额			29.87		

资料来源：公司公告、广证恒生

我们统计公司2016年至今的资金使用情况，包括收购并购（17.88亿元）、对子公司增资（5.85亿元）、新设子公司（0.6亿元）、股票回购（≤2亿元）等项目，总资金量达26.33亿，借助资本平台，2017年我们预计公司有望加快产业投资并购进度，继续实现快速扩张。

图表9. 公司2016年至今的资金使用情况

项目	日期	标的	金额 (亿元)
收购 并购	2017-1	深圳一通 43.5%的股权	0.87
	2016-11	杭州德格医疗设备 100%股权	3.16
	2016-11	江西华星医学检验中心 100%股权	2.55
	2016-9	继续受让博圣生物部分股权，公司合计持股比例增至 35%	1.8
	2016-6	陕西凯弘达 60%股权	1.5
	2016-5	内蒙古丰信医疗 65%股权	2.53
	2016-4	新疆元鼎医疗器械 60%股权	3.94
	2016-2	云南盛时科华 51%的股权	1.53
	合计		



对子公司增资	2016-5	向杭州迪安增资	1.0
	2016-4	向迪安证鉴增资	0.4
	2016-3	以溢价方式向金华福瑞达单方增资	0.45
	2016-2	向杭州迪安增资	2.0
	2016-2	向迪安基因增资	2.0
	合计		
新设子公司	2016-8	筹建“复星联合保险”获批，公司出资 4000 万元，持有复星联合保险股权比例为 8%	0.4
	2016-1	与杭州泰格合资设立上海泰迪医学研究所	0.2
	合计		
股票回购	2016-11	计划以自筹资金进行股份回购，回购金额最高不超过 2 亿元	2.0
总资金需求			26.33

资料来源：公司公告、广证恒生

同时，为加快产业并购，推动产业链上下游的资源整合，公司自 2014 年起参与成立了多个产业基金，包括韩国 DIAN—SV 医疗健康产业基金、迪安—高特佳医疗健康产业基金、迪安—蓝桂医疗产业并购基金、卓奇股权投资基金，通过股权投资等方式专项投资医疗大健康等领域。

图表10. 公司参与成立了多个产业基金，加快产业并购

公告日期	基金名称	认缴金额(万元)	基金规模(亿元)	投资方向
2016.11.16	卓奇股权投资基金	10,500	4.20	围绕迪安诊断产业上下游及相关产业进行优质控股或参股投资
2015.11.27	迪安—蓝桂医疗产业并购基金	5000	10.01	与公司业务扩张密切相关的投资、经营、管理等 IVD 企业
2015.5.8	迪安—高特佳医疗健康产业基金	6000	3.00	医疗大健康相关领域的产业整合和战略投资
2014.2.7	韩国 DIAN—SV 医疗健康产业基金	3000	约 1.20-180	符合公司战略规划的医疗大健康行业中的优良企业，及其他生物创业企业和生物优良企业

资料来源：公司公告、广证恒生

## 2. 推进独立实验室连锁化、分级化布局，内生性成长有望保持 30%

### 2.1 快速推进实验室连锁化，全国布局近 30 家省级独立实验室

在实验室建设方面，公司采取“4+4”的连锁化扩张战略，即每年以新建或并购方式完成 4 家实验室的运营，同时启动 4 家拟建实验室的选址与筹备。

2016 年公司加快推进实验室全国布局，通过自建、合资共建或投资并购等方式，预计全年新增省级实



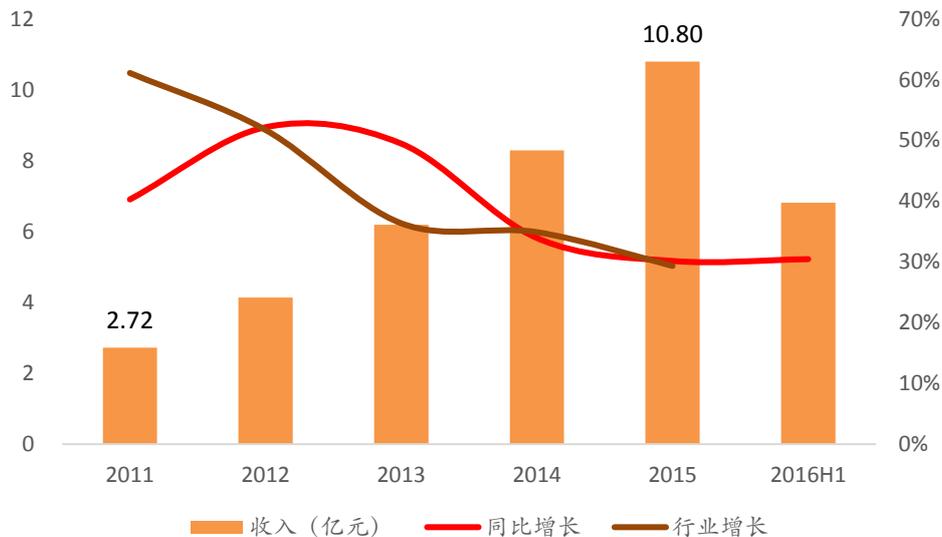
实验室（即一级实验室）近 10 家。梳理公司的公告信息，2016 年新增并表了江西、内蒙、四川、福建、新疆五省共 6 间检验实验室（已建成 28 家），2017 年新增宁夏迪安乐嘉医学检验中心（已经与 4 家医院签约），同时浙江、山东等地也在积极推动二级区域中心实验室建设，目前实验室网点数量达到近 30 家，基本完成全国 28 个省的一级实验室布局。每家一级实验室平均投入成本 2000-2500 万，以往需要 2-2.5 年开始盈利，由于成本上升一般需要 3-3.5 年，竞争压力加大，但同时也提高了行业壁垒。

图表11. 公司已建成 28 家独立一级实验室

省份/直辖市	实验室	成立时间	是否盈利
浙江	杭州迪安	2004 年 7 月	是
	温州迪安	2009 年 2 月	是
	湖州浙北	2016 年 5 月	新建
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
福建	泉州迪安	2016 年 1 月	新建
	福州迪安	2016 年 3 月	新建
内蒙	呼和浩特迪安	2016 年 3 月	新建
四川	成都迪安	2016 年 4 月	新建
江西	江西华星	2016 年 5 月	新建
新疆	新疆迪安	2016 年	新建
宁夏	宁夏迪安乐嘉	2017 年 1 月	新建
共计	29 家		

资料来源：公司公告、广证恒生

过去几年，公司的医学诊断服务从 2011 年的 2.72 亿元增长至 2015 年的 10.80 亿元，预计 2016 年有望达 14 亿元，年均增速保持 30% 以上，显示出良好的增长势头。未来第三方诊断行业仍有望保持 25-30% 增长，公司作为行业龙头，借助资本优势大幅扩张服务网点，同时医改政策将持续推动医院检验科外包，预计公司诊断服务收入未来有望继续保持 30% 的较快增长。

**图表12. 公司医学诊断服务的收入状况：预计未来仍将保持 30%增长**


资料来源：公司年报、广证恒生

## 2.2 分级诊疗助渠道下沉，公司正加大力度建设区域实验室

目前，包括公司在内的四大龙头 ICL 已占领了近 60% 的市场份额，以布局的省级（一级）实验室为主，数量超过 90 家，基本完成全国布局，主要覆盖二三级医院（享有一定的规模优势，外包率相对较低），我们认为省级一级独立实验室市场已趋于饱和。

**图表13. 大型综合实验室和专业化实验是主要经营模式**

公司	检验项目数量	一级实验室数量	优势区域	收入规模(亿元)	上市情况
金城检测	2200	33	西南、华南	超 30	IPO 中
艾迪康	1100	20	华东	15	未上市
迪安诊断	2000	30	华东、华北	约 14	创业板
达安基因	1400	8	广东	6	中小板

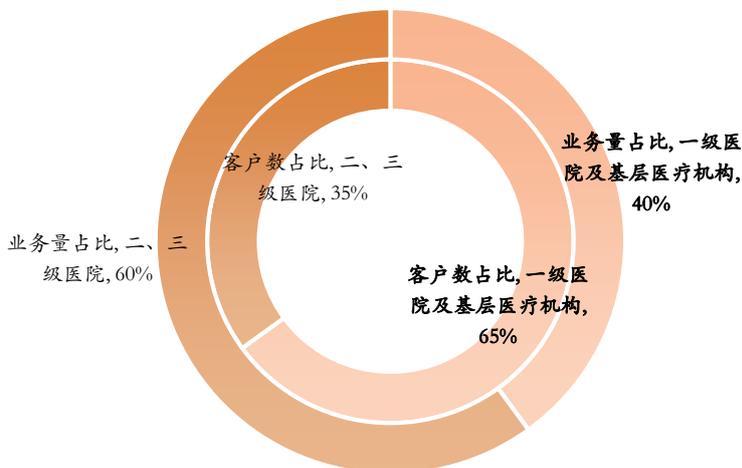
资料来源：公开资料、公司公告整理

对比国内外产业发展现状，美国 ICL 与医院主要是“分级式”合作，根据不同地区人口结构和经济水平的不同，分级设立不同规模的服务网点，基本上覆盖了全国市场，而我国主要采取与三级医院的“补缺式”合作模式，基层市场覆盖率较低。现阶段国家加快推行分级诊疗，要求到 2017 年基层医疗卫生机构诊疗量占总诊疗量比例要大于等于 65%，意味着更多的医患资源从三级医院下沉到基层，基层第三方诊断市场有望扩容；同时，为了实现区域内医疗资源共享，国家将鼓励社会力量积极参与开办独立设置医疗机构（医学影像诊断中心、医学检验实验室、血液净化机构、病理诊断中心等），并向集团化、连锁化方向发展，引入社会力量，增加优质资源数量。因此，在三甲医院检验科存量市场短期内不会发生大规模转移的前提下，布局覆盖基层诊断市场的第三方区域实验室（即二级实验室）是未来行业发展趋势和行业增长点，目前仍处于跑马圈地阶段，尚未完成全国布局。

公司紧跟行业发展趋势，下一步战略是通过全国范围的一级实验室为医院检验科提供设计、引导以及精细化诊断分析服务；同时推动渠道下沉，加大力度推广区域中心创新商业模式，通过为医疗机构提供整体解决方案进一步提升诊断服务渗透率，全面建设覆盖一二线城市基层社区医院和三四线城市普通医院的区域检验中心，计划每年新建不少于 4 家投资额 1000 万的区域 ICL 中心。

公司服务于二级（不含二级）以下医疗机构数增至公司总客户数的 65%以上，业务贡献占比 40%左右。随着分级诊疗的推进，首诊患者就医下沉，未来增量空间有望进一步放大。

图表14. 公司客户以基层医疗机构为主



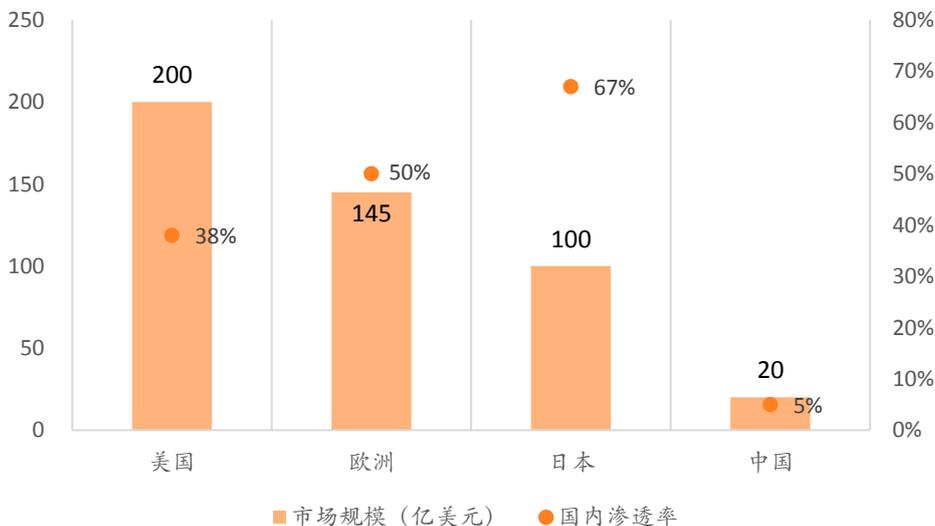
资料来源：公司公告、广证恒生

随着公司从一级实验室向区域实验室下沉，逐步在全国范围内形成“分级式”服务模式，未来在分级诊疗和医保控费的政策推动下，公司有望承接更多的检验科外包订单，逐步提高市场覆盖率。我们认为，公司的诊断服务未来具有较好的持续成长力。

### 2.3 受益“检查费下调+医保支付改革”，ICL 市场有望持续扩容

根据卫生部的数据，我国公立医院医学检验市场规模 2200 多亿元，第三方诊断提供的检测项目收入占比仅 5%左右，2015 年市场规模约 20 亿美元；相比之下，美欧日独立实验室市场规模分别为 200 亿美元、145 亿美元和 100 亿美元，渗透率分别为 38%、50%、67%。假设未来随着检查价格下调和医保支付方式改革推进，国内独立实验室的市场渗透率达 30%，则理论市场空间将达 600 亿以上，成长空间巨大。

图表15. 国内独立实验室的市场渗透率较低，成长空间大



资料来源：中投顾问产业研究中心、广证恒生

为了进一步控制医疗费用的不合理增长，在严控药占比的同时，需要对检查费用进行调整，控费压力将逐步从药费向检查费蔓延，部分检查项目的价格将会逐步下调，避免“大检查”等过度医疗，防止从“以药养医”变成“以检查补医”。检验项目价格下调，而医院检验科的成本支出不变，导致检验项目的利润减少，盈利性降低，医院倾向于选择具有成本优势的独立医学实验室。

**图表16. 多方政策出台严控医院检查费用，避免“大检查”等过度医疗**

日期	政府部门	相关政策	主旨内容
2012-4	国务院办公厅	《深化医药卫生体制改革2012年主要工作安排》	降低大型设备检查价格，政府投资购置的公立医院大型设备按扣除折旧后的成本制定检查价格；及时查处为追求经济利益的不合理用药、用材和检查及重复检查等行为。
2015-5	国务院办公厅	《国务院办公厅关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》	经科学测算，在降低药品、医用耗材费用和取消药品加成的同时，降低大型医用设备检查治疗价格。
2015-10	卫生部、发改委、财政厅、社保局、中医药管理局	《关于控制公立医院医疗费用不合理增长的若干意见》	逐步降低检查和化验收入占医疗收入比重；实行同级医疗机构医学检查检验结果互认；医务人员个人薪酬不得与医院的药品、耗材、大型医用设备检查治疗等业务收入挂钩等。
2016-5	国务院、卫计委	《医疗器械监督管理条例修正案（送审稿）》	医疗机构不得未经许可擅自配置使用大型医用设备，防止从“以药养医”转变为“以械补医”。
2016-7	国务院、发改委、卫计委、社保局、财政部	《推进医疗服务价格改革的意见》	重点是降低大型医用设备检查治疗和检验价格。
2016-11	中共中央办公厅、国务院办公厅	《国务院深化医药卫生体制改革领导小组关于进一步推广深化医药卫生体制改革经验的若干意见》	降低大型医用设备检查治疗和检验等价格；通过综合施策，逐步增加医疗服务收入（不含药品、耗材、检查、化验收入）在医院总收入中的比例等。

资料来源：政府官网、广证恒生

我们在我们外发的专题报告《第三方诊断受益医保支付改革，看好平台化 ICL》一文中提出，过去几年我国的医保控费方式主要以“降价”为主，严格的价格管制极大地扭曲了中国的医疗服务业和药品产业。为了进一步促使公立医院主动控制医疗成本，我国正逐步加大医保支付方式改革力度，医保支付方式由按项目支付向按病种支付过度，相应地检查项目从“收入项”转变成“成本项”，医院为获取更多的结余利润有动力主动控制医疗成本，与具有成本优势的第三方诊断机构合作，从而促使医院检验科外包率逐步提高，ICL 市场有望持续扩容。



图表17. 医保支付制度改革的重要政策

日期	政府部门	相关政策	主旨内容
2009	中共中央 国务院	新医改	强化医疗保障对医疗服务的监控作用，完善支付制度，积极探索实行按人头付费、按病种付费、总额预付等方式，建立激励与惩戒并重的有效约束机制。
2011	人社部	《关于进一步推进医疗保险付费方式改革的意见》	以医保付费总额控制为基础，结合门诊统筹探索按人头付费，针对住院和门诊大病探索按病种付费。
2012	资源社会保障部、财政部、卫生部	《关于开展基本医疗保险付费总额控制的意见》	要用两年左右的时间，在所有统筹地区范围内开展总额控制。
2015	国务院办公厅	《关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》	2015年医保支付方式改革要覆盖区域内所有公立医院，并逐步覆盖所有医疗服务。同时，到2015年底，扩大按病种付费的病种数和住院患者按病种付费的覆盖面，实行按病种付费的病种不少于100个。
2016	国务院办公厅	《关于深化医药卫生体制改革2014年工作总结和2015年重点工作任务的通知》	明确深化医保支付制度改革，支付方式改革要覆盖县域内和试点城市区域内所有公立医院，并逐步覆盖所有医疗服务。
2017	发改委、人社部、卫计委	《关于推进按病种收费工作的通知》	逐步扩大按病种收费范围：各地二级及以上公立医院都要选取一定数量的病种实施按病种收费，城市公立医院综合改革试点地区2017年底前实行按病种收费的病种不少于100个。

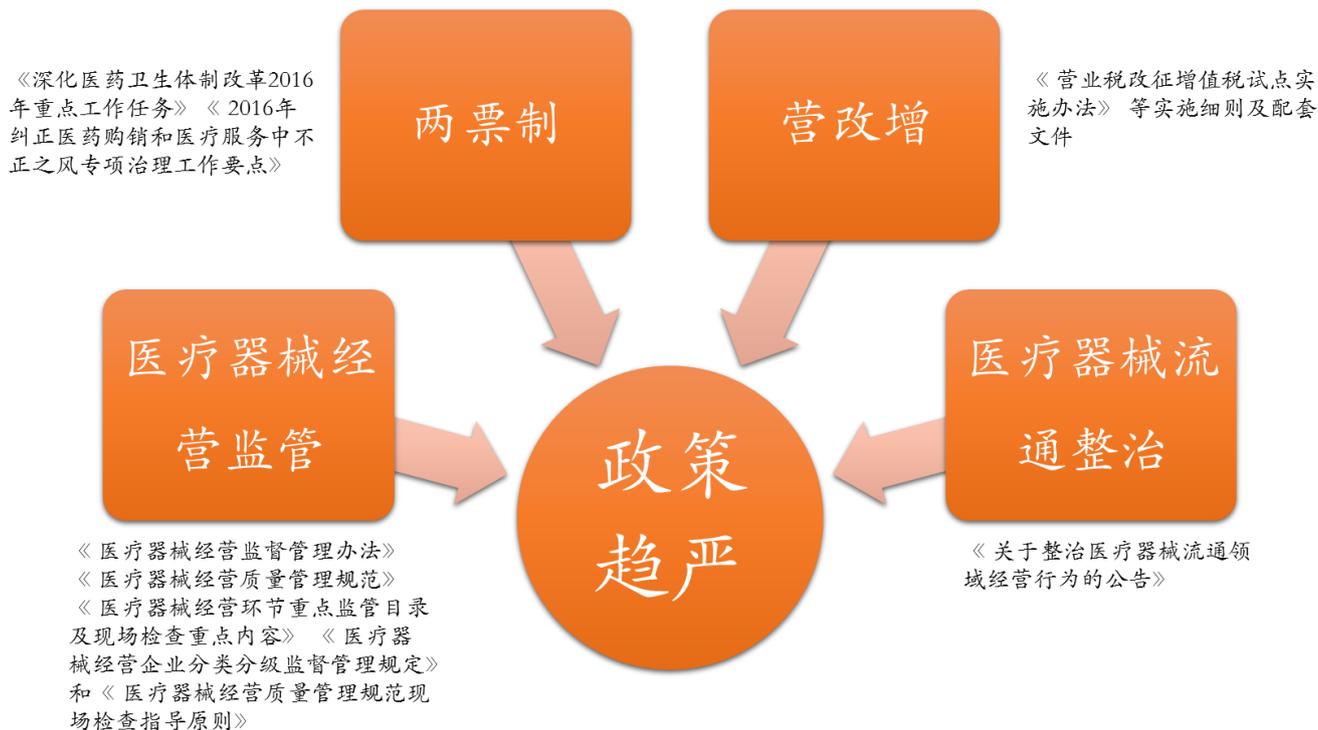
(资料来源：政府官网、广证恒生)

## 3. 整合上游渠道商，实现“产品+服务”协同发展

### 3.1 IVD 流通企业内外交困，行业加速整合成趋势

在政策监管方面，2014年以来，新版GSP、营改增、两票制、器械流通整治等监管政策密集出台，对器械流通的经营管理提出更严格的要求，进一步压缩流通领域的利润空间，自上而下倒逼行业改革、去污存清，提升行业发展水平：

图表18. 器械流通监管政策趋严



资料来源：CFDA、广证恒生

在企业经营方面，与药品流通相比，IVD 流通企业面临更大的经营压力：药品流通前三强占 1/3 以上的市场份额，账期 3-6 个月，存货周转天数 40 天，应收账款周转天数 70 天；而 IVD 流通领域前四强（润达、迪安、合富、塞力斯）仅占不到 10% 的市场份额，行业集中度较低，账期 6 个月左右，存货周转天数 70 天，应收账款周转天数 170 天，资金压力较大；同时，与药品集中招标采购不同，医院采购 IVD 产品自主性更高，议价能力更强，且医保控费压力正逐步从药费向检查费蔓延，终端产品降价压力逐步加大，流通领域的利润空间将被进一步压缩，企业经营压力加剧，大量中小型 IVD 流通商面临被淘汰或被并购的命运。因此，通过并进上市公司体内而获取资金优势和降低经营压力成为不少地方性经销商的选择。

图表19. IVD 流通企业经营压力较药品经营企业大

比较项目	药品	IVD
行业集中度	CR3 > 1/3	CR4 < 10%
采购方式	集中招标	医院自主采购
账期	3-6 个月	6 个月左右
存货周转天数	40 天	70 天
应收账款周转天数	70 天	170 天
降价压力	边际效应逐步减少	降价压力逐步加大

资料来源：2015 药品流通行业运行统计分析报告、广证恒生

基于政策规范趋严、流通企业经营压力加大、竞争加剧以及资本推动资源的集中与垄断等因素，IVD 流通行业整合成为大趋势。



### 3.2 加快渠道整合，打造产业链优势，实现“产品+服务”协同

公司自 2015 年率先在 IVD 行业内推动渠道整合战略，已先后在浙江、北京、新疆、云南、内蒙、陕西、广州等地区联合具有优势渠道资源的区域经销商协同发展：公司于 2015 年完成 3 起渠道商并购，总投资额 5.75 亿元，预计 16、17 年分别新增归母净利润 0.72、0.92 亿元；2016 年至今并购进度明显加快，共完成了 6 起渠道并购、2 起增资和一起医学检验所收购，总投资额 20.66 亿元，预计 16、17 年新增归母净利润 1.59、1.91 亿元，相当于 15 年净利润规模的 90.86%、109.14%。

图表20. 公司逐步加大渠道整合力度，促进整合式竞争战略的实施

收购日期	标的公司	投资金额	股权比例 (%)	完成进度	净利润 (亿元)			归母净利润 (亿元)	
					2015	2016E	2017E	2016E	2017E
2015 年 2 月	博圣生物	2.58	25%	已并表	1.01	1.32	1.71	0.33	0.43
2015 年 8 月	北京执信	2.64	55%	已并表	0.42	0.54	0.70	0.30	0.39
2015 年 11 月	金华福瑞达	0.53	56%	已并表	0.15	0.17	0.20	0.09	0.11
<b>合计</b>		<b>5.75</b>						<b>0.72</b>	<b>0.92</b>
2016 年 2 月	盛时科华	1.53	51%	已并表	0.23	0.26	0.34	0.13	0.17
2016 年 3 月	金华福瑞达	0.45	14%	已并表	0.15	0.17	0.20	0.02	0.03
2016 年 4 月	新疆元鼎	3.94	60%	完成工商登记	0.63	0.80	1.00	0.48	0.60
2016 年 5 月	内蒙古丰信	2.53	65%	完成工商登记	0.30	0.35	0.45	0.21	0.27
2016 年 6 月	陕西凯弘达	1.5	60%	完成工商登记	0.17	0.23	0.30	0.14	0.18
2016 年 9 月	博圣生物	4.13	10%	工商变更中	1.01	1.32	1.71	0.13	0.17
2016 年 11 月	德格医疗 <sup>1</sup>	3.16	100%	签署协议	0.15	0.27	0.27	0.27	0.27
2016 年 11 月	江西华星 <sup>2</sup>	2.55	100%	签署协议	N/A	0.12	0.12	0.12	0.12
2017 年 1 月	深圳一通	0.87	44%	签署协议	N/A	0.20	0.23	0.09	0.10
<b>合计</b>		<b>20.66</b>						<b>1.59</b>	<b>1.91</b>

资料来源：公司公告、广证恒生

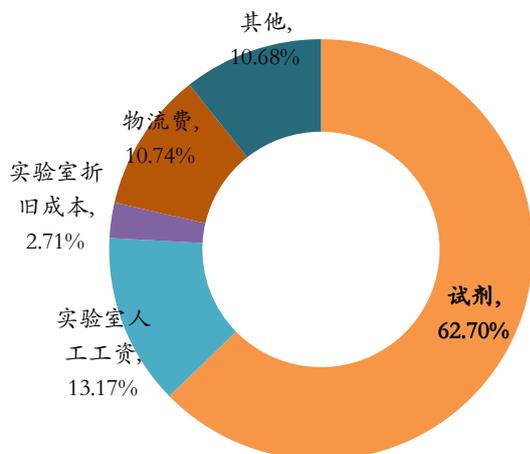
注 1：未公告业绩承诺，仅公告了 16 年 1-9 月净利润 0.20 亿元，故假设 16 年净利润=0.20/0.75=0.27 亿元，且 17 年净利润=16 年净利润；

注 2：未公告业绩承诺，仅公告了 16 年 7-9 月净利润 0.03 亿元，故假设 16 年净利润=0.03\*4=0.12 亿元，且 17 年净利润=16 年净利润。

公司从下游服务向上游渠道延伸，形成强大的业务协同，有利于内部共享客户资源，促进诊断服务与诊断产品业务的协同发展，进一步完善产品经销体系，获得更多上游产品资源，实现渠道价值最大化：

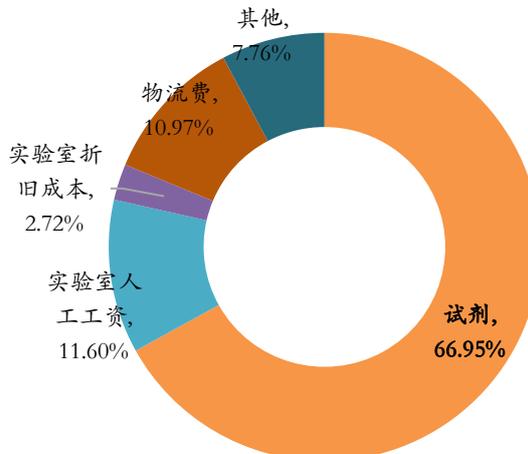
① **集约化采购有望降低服务成本**：公司的试剂采购成本占诊断服务成本的比例最高，接近 70%，而且有明显的增长趋势（2015 年比 2014 年增长了超过 4 个百分点），未来随着渠道整合的推进，基于规模化与集约化的集中采购平台逐步建立，进一步提升了供应商议价能力与产品资源储备能力，整体服务成本有望降低。

图表21. 迪安诊断 2014 年诊断服务营业成本构成



资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

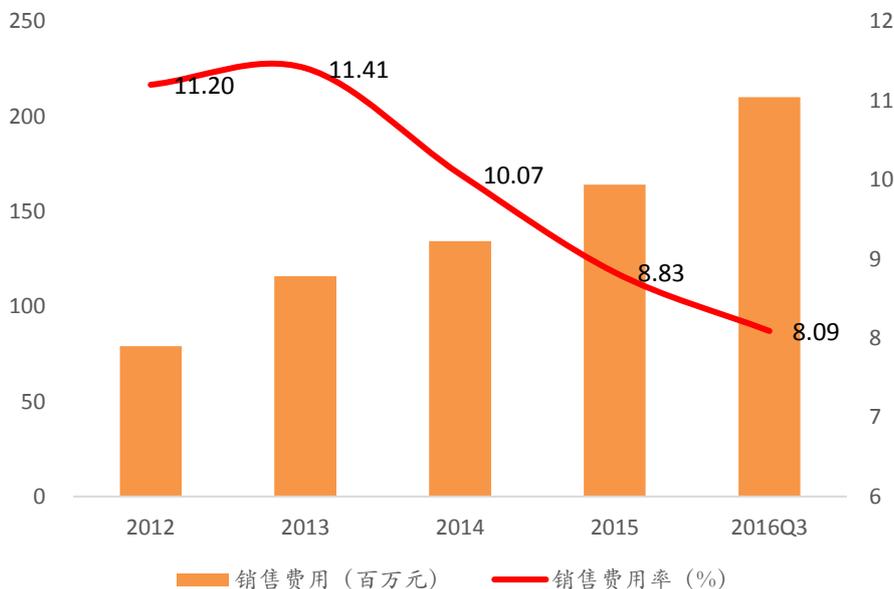
图表22. 迪安诊断 2015 年诊断服务营业成本构成



资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

② 第三方医学诊断服务业务与体外诊断产品销售业务之间可共享营销渠道资源，以产品驱动服务增长：一方面，两者的终端客户一致，都是医院检验科，共享渠道有助于降低整体销售费用占比；另一方面，根据行业惯例，服务和医院是一年一签，而产品则是五年一签，公司将会对收编的渠道商实施“产品+服务”的捆绑式考核，以产品集采为切入口开拓更多医学检验服务市场。

图表23. 渠道共享有助于降低整体销售费用占比



资料来源：公司年报、广证恒生

③ 战略储备优质客户资源：我国 90% 以上的医学诊断市场集中在二三级医院，尽管目前外包率偏低（我们测算三级医院 1-2%，二级医院 5-10%），但未来随着检查价格下降，二三级医院出于成本考虑其外包率有望提高。而公司收编的渠道商主要覆盖二三级医院检验科市场，储备了大量优质客户资源，未来有望逐步转化为诊断服务客户。

## 4. 对比金域：盈利能力突出，业务拓展及产业链整合更强

2016年2月19日，国内最大的第三方诊断机构金域检测披露IPO申报稿，拟在上海证券交易所上市。截至2017年2月16日，金域在主板申报企业中排名第150位，审核状态是“已反馈”，按照一个月20天工作日、一天三家上市公司获批的速度计算，预计将于今年6月份登录主板，有望成为继迪安诊断和达安基因之后第三家登陆资本市场的第三方医学检验企业。与龙头金域相比，公司虽然在技术水平和市场份额方面略有不足，但我们认为其“诊断+”生态圈战略未来有望为公司赢得竞争优势。

### 4.1 公司业务对比：迪安盈利能力更强，业务拓展较快

(1) 在财务上，我们从盈利能力、资产结构、运营能力、现金流质量等方面进行比较：

从盈利能力来看，迪安的整体毛利率低于金域超过10个百分点，但净利率高出3个百分点，主要原因是金域的期间费用率更高，其销售费用率(18.67%)几乎是迪安(9.40%)的两倍。同时，两家公司2012-2014年的年均营收增长率相近，但迪安的年均利润增长率高出金域约18个百分点，说明迪安的费用控制能力更强，综合盈利能力和成长性更好。

图表24. 迪安的综合盈利能力更强

比较项目	金域		迪安	
	2014A	2015Q3	2014A	2015Q3
毛利率 (%)	45.48	46.25	整体: 36.50 服务: 48.04	整体: 35.07 服务: 47.03(中报)
期间费用率 (%)	40.91	38.01	25.01	24.87
销售费用率 (%)	18.73	18.67	10.07	9.40
管理费用率 (%)	21.10	18.06	15.16	14.39
财务费用率 (%)	1.08	1.29	-0.21	1.07
净利率 (%)	4.32	6.60	<b>9.58</b>	<b>9.56</b>
2012-2014 年收入年均增速 (%)	36.61		37.48	
2012-2014 年利润年均增速 (%)	26.04		<b>43.87</b>	

资料来源：公司公告、广证恒生

从资产结构来看，两家公司的资产负债率接近，但金域的资产负债率一路走低，相反迪安对资本的需求不断攀升，其负债率从2014年的36.70%增加至2015年Q3的52.52%，其中短期借款占总资产的比例最高，为25.23%，可以看出**迪安对外扩张步伐正更快**；另外，金域的应付账款占比(22.23%)明显高于迪安(14.00%)，说明金域对上游的控制能力更强，规模效应更明显。



图表25. 金域对上游的控制能力更强，规模效应更明显

比较项目	金域		迪安	
	2014A	2015Q3	2014A	2015Q3
资产负债率 (%)	72.12	51.73	36.70	52.52
有息负债资产占比 (%)	29.12	19.23	11.81	29.03
短期借款资产占比 (%)	14.47	7.38	11.81	25.23
长期借款资产占比 (%)	14.65	11.85	0	3.80
应付债券资产占比 (%)	0	0	0	0
无息负债资产占比 (%)	33.76	25.83	17.97	17.23
应付票据资产占比 (%)	0	0	0	0.90
应付账款资产占比 (%)	20.59	22.23	16.43	14.00
预收账款资产占比 (%)	0.25	0.39	0.66	0.36
其他应付款占比 (%)	12.92	3.21	0.88	1.97

资料来源：公司公告、广证恒生

从运营能力来看，金域比迪安略胜一筹，主要原因是迪安采取“产品+服务”的商业模式，近年来大范围收购渠道商导致应收款项和存货增长快于营业收入增长，且产品的账期比服务长，从而导致资产周转率下滑明显。

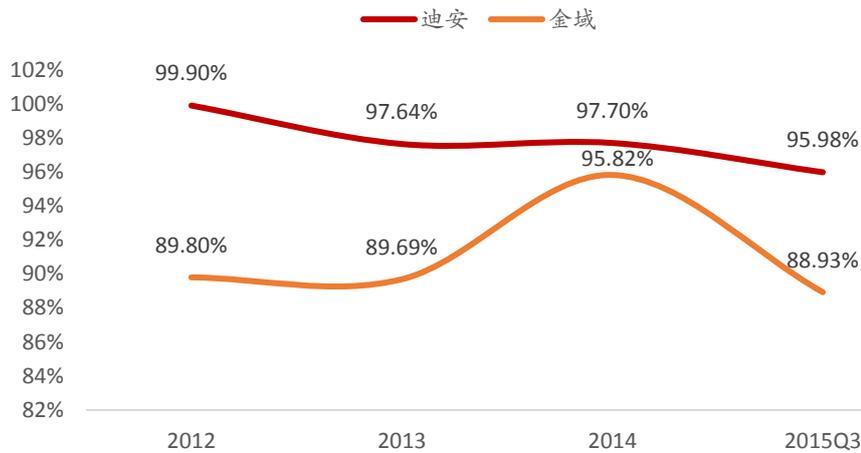
图表26. 金域的运营能力比迪安略胜一筹

比较项目	金域		迪安	
	2014A	2015Q3	2014A	2015Q3
资产周转率 (%)	1.63	1.02	1.39	0.82
应收账款同比增长 (%)	23.14	36.56	41.75	67.12
预付款项同比增长 (%)	-14.17	-	16.62	147.98
其他应收款增长率 (%)	5.68	-	19.61	104.48
存货同比增长 (%)	-18.16	-	24.51	144.95

资料来源：公司公告、广证恒生

从现金流来看，迪安销售商品提供劳务收到的现金占总收入的比例基本保持在 95% 以上，而金域除了 2014 年以外其他年份均在 90% 以下，因此迪安的现金流质量更稳定。

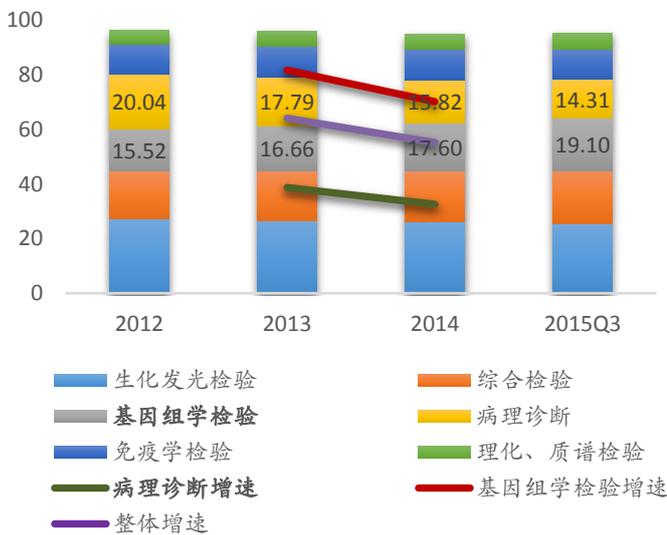
图表27. 两者销售商品提供劳务收到的现金占总收入的比例：迪安的现金流质量更稳定



资料来源：公司公告、广证恒生

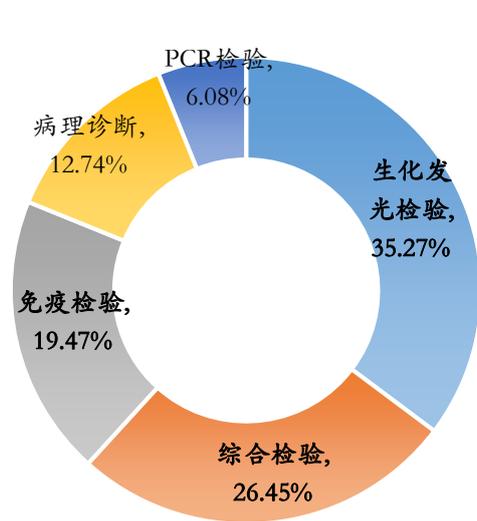
(2) 在业务结构上，金城专注于第三方医学检验及病理诊断服务，而迪安则定位为第三方检验的综合服务商，同时涉足诊断试剂的销售和检验外包服务业务。在体外诊断服务内容方面，两家公司占比最大的检验项目均为生化发光检验和综合检验，不同点在于金城特色项目为病理诊断（2012年占比约20%，但增速低于其他项目，因此占比逐渐减少）和基因组学检验（近几年增速最快的项目之一，增速超40%）；而迪安的传统项目（生化发光检验+综合检验）占比超过60%，特色项目占比较少，主要为免疫检验（2012H1占比19.17%），因此在高端检验项目占比上与金城有一定差距。

图表28. 金城特色检验项目为病理诊断和基因组学检验



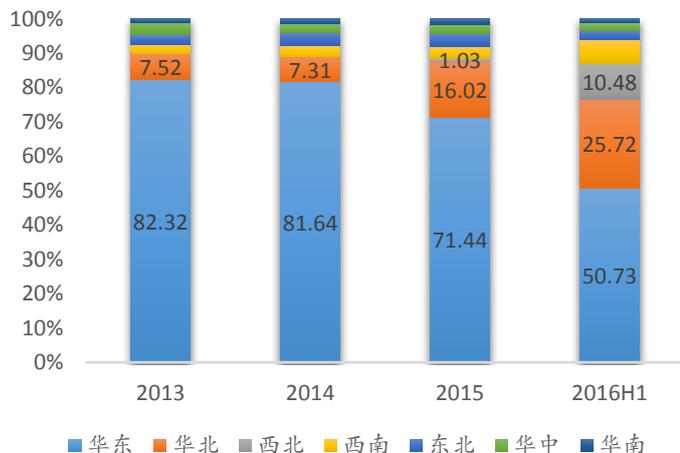
资料来源：公司招股书、广证恒生

图表29. 迪安的特色检验项目主要为免疫检验

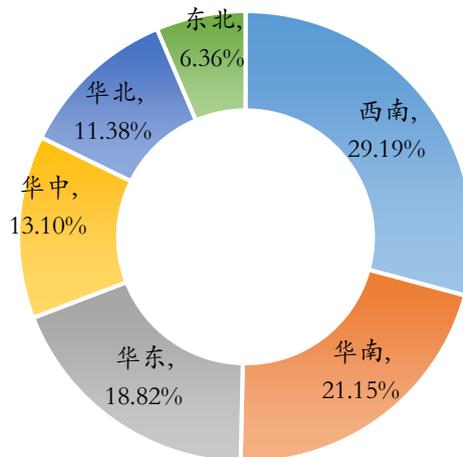


资料来源：公司招股书（2012H1数据）、广证恒生

(3) 在业务的区域分布上，金城业务分布相对比较均匀，主要在西南(29.19%)、华南(21.15%)、华东(18.82%)地区；而迪安的业务主要集中华东地区，近年来随着公司的全国扩张，华东地区的占比从80%以上下降至50%，同时华北(25.72%)、西北(10.48%)地区也实现了较快增长，对单一业务区域依赖度过高的风险有望逐步消除。

**图表30. 迪安的业务区域以华东为主，其他区域快速增长**


资料来源：公司年报、广证恒生

**图表31. 金域的业务区域分布较为均匀（2015Q3）**


资料来源：公司招股书、广证恒生

(4) 在采购占比方面，金域对单一供应商依赖较低，第一大供应商罗氏诊断占2015年前三季度总采购金额的14.61%，同期迪安前五大供应商的占比高达67.51%，其中罗氏诊断占采购总额的51.71%，存在对单一供应商依赖较高的风险，从而导致公司对上游供应商的把控能力不强。

**图表32. 迪安的供应商集中度较高（2015年Q3）**

供应商	金域	迪安
罗氏诊断	14.61%	51.71%
上海曼贝	8.84%	-
凯杰企业	4.77%	-
前五大供应商合计	35.30%	67.51%

资料来源：公司公告、广证恒生

## 4.2 发展战略对比：迪安更重视产业链的上下游整合，形成“产品+服务”的产业布局

金域的战略是“检验+”，进一步拓展服务客户的种类和协同业务，同时探索医疗大数据开发、医疗冷链物流、互联网等业务。其未来三年的发展目标如下：

图表33. 金域未来三年的发展目标

# 发展目标

- 1.加速四级实验室的网络建设，覆盖基层医疗机构，同时择机向海外市场进军
- 2.加大检验技术平台的投入，大力拓宽检验检测项目的种类
- 3.推动战略性大客户市场开发，重点开拓政府与基金会、商保与银行、连锁医疗集团、健康管理集团等检验外包服务
- 4.引进高级专业技术人才，巩固公司现有检验技术的领先性
- 5.积极探索B2C业务模式，挖掘医学大数据服务附加值
- 6.加速生物样本库建设，探索第三方生物样本和信息管理服务

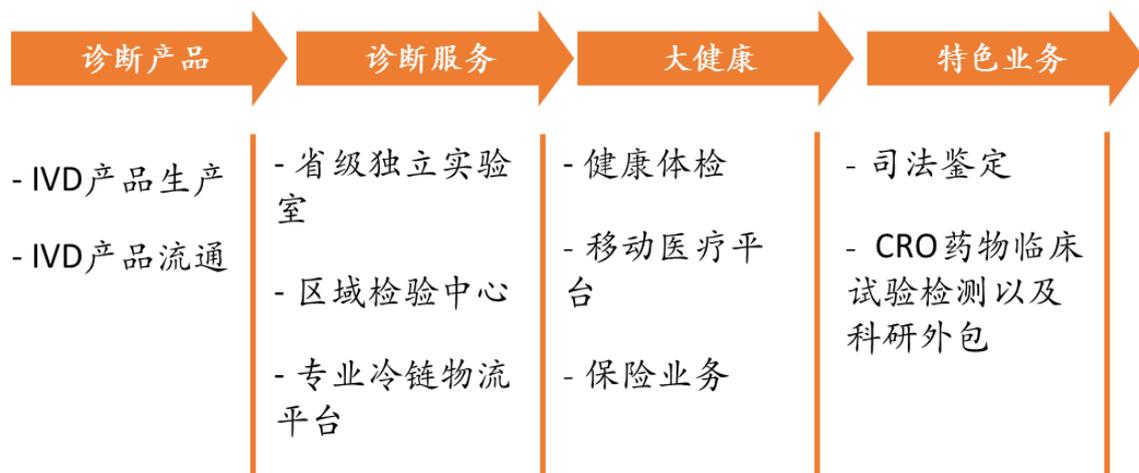
资料来源：公司招股书、广证恒生

可以看出，金域的战略重点是现有检验服务的强化（如提高基层覆盖率、增加检验项目、加大研发投入等）和相关协同业务的拓展（如商业客户的检验外包服务、B2C业务、第三方生物样本信息化管理业务等），实际上是更为纯粹的检验实验室，旨在借助金域检验现有的优势资源，打造开放的检验检测平台，尝试与其他行业进行融合，拓展检验检测技术的应用范围，让检验离普通大众越来越近，从而打造检验检测的全新业态。

迪安的战略是打造“诊断+”生态圈，开展“诊断产品+医学诊断服务+大健康”的业务组合，更重视上下游产业链的打通与整合，并形成“产品+服务”的产业布局。

公司以诊断服务业务及诊断产品业务为核心，向体外诊断产品生产业务、高端健康体检、移动医疗、保险业务、司法鉴定、冷链物流、CRO药物临床试验检测以及科研外包服务业务延伸，以保证公司未来持续稳定发展。

图表34. 多元化战略定位，保证公司持续稳定发展



资料来源：公司年报、广证恒生



① **体外诊断产品生产业务**：公司设立生命科学研究院与转化医学研究院，并建成试剂生产基地，目前金迪安产品稳步推广，已获取 8 类产品批文，并有 8 个产品进入临床验证与注册评审阶段。公司正积极推进测序技术、质谱技术等相关产品的产业化，也将积极尝试与国外顶尖体外诊断仪器厂家进行联合报证或授权 OEM 生产等方式。

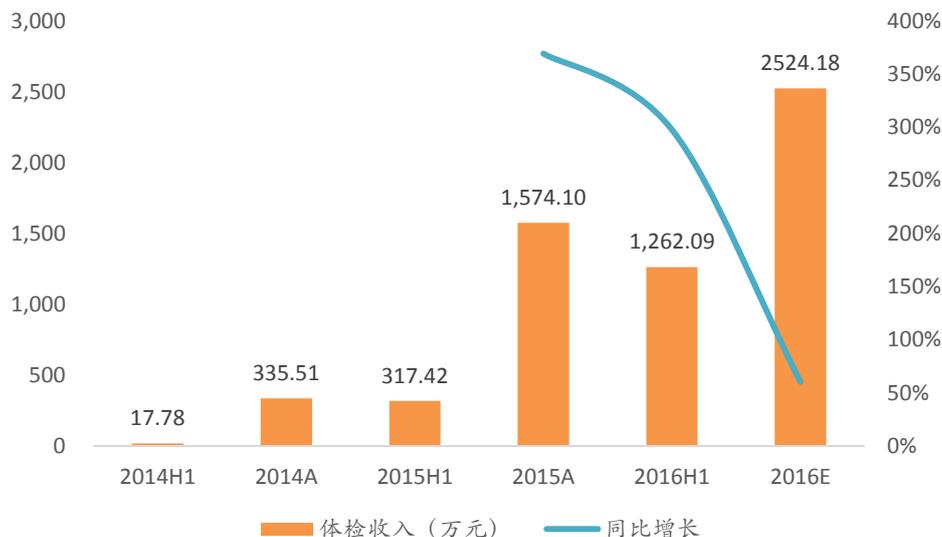
② **冷链物流**：下设全资子公司“深海冷链”，专注于生物制品、疫苗、血液制品、诊断试剂、临床样本、病毒微生物、CRO 等生命科学领域为客户提供一站式冷链解决方案。15 年略有亏损，但目前已逐步开始盈利，2016 年实现营收 237.27 万元，同比增长 100%，贡献毛利 139.49 万元。

③ **保险业务**：2016 年 8 月，公司参与发起复星保险公司，目前已获保监会的核准批文，后续将积极推进探索医疗服务的创新保险支付模式。

④ **移动医疗**：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；公司尝试 B2C 的社区云诊室模式，直接介入居民个人的慢病管理市场；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。

⑤ **高端健康体检**：利用韩诺健检平台，重点打造无痛内窥镜、基因检测、功能医学全套检测等特色体检项目；用美生健检平台，快速在温州地区布局区域连锁，提供检后高端的健康管家和私人医生服务；携手百大、杭州大厦等传统商贸企业共同打造的高端健康管理平台，探索 Medical Mall 健康综合体新模式。目前体检业务尚未实现盈利，收入规模增长迅速，2016 年有望突破 2500 万，同比增长超 60%。

图表35. 公司体检收入规模 16 年有望突破 2500 万元



资料来源：公司年报、广证恒生

⑥ **司法鉴定**：依托医学实验室平台资源与专业学科建设推动发展司法鉴定业务，未来三年连锁机构网点布局有望超过十家。鉴定范围以法医临床、法医病理、法医物证、文检检验鉴定及交通事故鉴定等三大类为基础，同时积极拓展三大类外鉴定项目（知识产权、环境检测、食品安全检测等）。16 年上半年该项业务收入同比增长 12.25%。

⑦ **CRO 业务**：CRO 业务版块是迪安“诊断+”生态圈上为制药企业提供中心实验室服务的 To B 服务平台，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。目前与阿斯利康、辉瑞、华东医药等国内外各大药厂建立了长期合作关系，并与杭州泰格医药合资设立上海泰迪医学研究所有限公司，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。公司 CRO 业务获得重大突破，15 年业务收入同比增长 186.32%。



综合来看，我们认为两家公司作为行业龙头和标杆，其发展战略代表了行业未来的发展趋势。相比较而言，我们认为迪安具有以下竞争优势：

- 一、企业市场化程度高，盈利能力强，净利率比金域高出3个百分点，财务表现更出色。
- 二、“产品+服务”的商业模式，有助增强客户粘性。在医保控费的政策导向下，未来医院检验科实行集中采购是大势所趋，公司通过整合上游渠道商降低医院采购成本的同时，向客户提供各种诊断服务，成为医学实验室的综合服务商，未来有望借助渠道商的优质资源承接更多的公立医院检验外包业务。
- 三、产业链上下游整合，业务协同效应明显，获取成本优势。试剂的采购成本占到总的诊断服务成本的60%以上，如果能实现部分试剂的自主生产，企业经营成本将得到有效控制，盈利空间更大，有助于在未来激烈的价格竞争中赢得发展机会。

## 5. 盈利预测

假设前提：

1. 健康体检业务稳步推进，未来三年收入分别100%、90%、80%增长，毛利率逐步提升，达20%；
2. 冷链物流业务快速增长，医院需求巨大，未来三年收入分别1500%、100%、100%增长，毛利率保持58%；
3. 公司的体外诊断产品业务依靠“并购+内生”保持快速增长，尤其16年以来已完成了6起渠道商并购，按照业绩承诺如果全部并表16、17年新增归母净利润1.59、1.91亿元，同时未来并购渠道商会逐步减少，预计未来三年收入分别140%、60%、30%增长，同时规模效应使得销售费用率下跌，毛利率有所提高，保持18%左右；
4. 随着全国实验室服务网点不断增加，医学诊断服务收入未来三年仍能保持30%的增长，由于新建实验室需要2-3年的盈利周期，毛利率略有下滑。

图表36. 公司收入预测

收入 (百万元)		2015A	2016E	2017E	2018E
健康体检	收入	15.74	31.48	59.82	107.67
	同比增长	369%	100%	90%	80%
	毛利率	N/A	N/A	10%	20%
冷链物流	收入	0.28	4.48	8.96	17.92
	同比增长	N/A	1500%	100%	100%
	毛利率	N/A	58%	58%	58%
体外诊断产品	收入	762.54	1830.10	2928.17	3806.62
	同比增长	52%	140%	60%	30%
	毛利率	16%	18%	18%	18%
医学诊断服务	收入	1079.61	1403.50	1824.55	2371.91
	同比增长	30%	30%	30%	30%
	毛利率	46%	46%	45%	45%
营业收入合计	收入	1858.18	3267.32	4817.01	6295.15
	增长率	39%	76%	47%	31%





### 广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 4 楼  
电 话：020-88836132，020-88836133  
邮 编：510623

### 股票评级标准：

强烈推荐：6 个月内相对强于市场表现 15%以上；  
谨慎推荐：6 个月内相对强于市场表现 5%—15%；  
中 性：6 个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；  
回 避：6 个月内相对弱于市场表现 5%以上。

### 分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

### 重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。



廣證恒生  
GUANGZHENG HANG SENG

