



**买入**

**45% ↑**

目标价格:人民币 41.10

300244.CH

价格:人民币 28.30

目标价格基础:40倍 18年市盈率

板块评级:未有评级

# 迪安诊断

## 医学检验行业领军者，渠道整合+外延并购待腾飞

公司是第三方检验行业龙头企业，以医学诊断整体解决方案提供商为目标，致力于打通上下游产业链，通过现有渠道整合和延伸实现区域资源共享，有望受益于分级诊疗的政策推进而实现快速成长，预期未来几年内公司业务可实现持续高速增长。现在公司股价处于较低水平，考虑其后续高成长性，维持买入评级，目标价格 41.10 元。

### 支撑评级的要点

- 第三方实验室建设提速加快全国化布局，规模化和盈利能力迅速提升。截至 2017 年 3 月已建实验室 31 家，在建 4 家，其中 2016 年新增实验室 10 家，扩张速度大大加快。预计 2017 年内可实现全国省会城市全覆盖，有利于借助实验室网络建设区域检验中心。受益分级诊疗政策推行，检验科外包和区域检验中心将带来更大增值空间。
- 率先开展渠道整合，全产业链布局将叠加效应放大。公司向医学诊断整体化解决方案提供商转型升级，抢先渗透优质渠道资源，重构服务和产品的资源和利益分配体系。并且通过完善产业链，更好地发挥协同效应。
- 开拓特检市场，技术领先打造新的创新增长点。利用先进的分子诊断平台布局特检，检测项目不断扩增；同时开办遗传咨询师培训班及遗传咨询门诊，解决特检后端服务缺口，未来有望开拓新的增长空间。
- 外延并购加快增长，积极构建“诊断+”生态系统。参与设立多个健康产业并购基金，同时以诊断业务为核心积极向外延伸。目前健检业务快速增长且已开始贡献利润；司法鉴定 2020 年预计达 10 家。公司的技术实力和领先布局将优先占领市场。

### 评级面临的主要风险

- 检测质量控制风险；并购整合的管理风险；技术人才流失的风险。

### 估值

- 预计 2017-2019 年净利润达 3.91、5.57、7.36 亿元，对应每股收益分别为 0.71、1.01、1.34 元，考虑到市场仍处于成长初期，公司作为行业标杆企业未来具有巨大可持续增长空间，维持买入评级，目标价 41.10 元。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	1,858	3,824	5,323	7,178	9,495
变动(%)	39	106	39	35	32
净利润(人民币 百万)	175	263	391	557	736
全面摊薄每股收益(人民币)	0.648	0.477	0.710	1.011	1.336
变动(%)	6.9	(26.4)	48.8	42.5	32.2
市场预期每股收益(人民币)			0.684	0.929	1.206
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.705	0.995	
调整幅度(%)			0.71	1.61	
全面摊薄市盈率(倍)	43.7	59.3	39.9	28.0	21.2
价格/每股现金流量(倍)	58.2	117.9	35.9	(50.2)	14.1
每股现金流量(人民币)	0.49	0.24	0.79	(0.56)	2.00
企业价值/息税折旧前利润(倍)	69.7	34.1	28.9	20.0	14.5
每股股息(人民币)	0.113	0.000	0.121	0.167	0.220
股息率(%)	0.4	n.a.	0.4	0.6	0.8

资料来源: 公司数据及中银证券预测

### 股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(11.8)	(10.3)	(7.2)	(7.3)
相对深证成指	(11.5)	(7.0)	(9.0)	(7.9)

发行股数(百万)	551
流通股(%)	60
流通股市值(人民币 百万)	9,363
3个月日均交易额(人民币 百万)	97
净负债比率(%) (2017E)	34
主要股东(%)	
陈海斌	40

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券  
以 2017 年 4 月 27 日收市价为标准

### 相关研究报告

《2017 年医药行业春季投资策略报告》  
2017.3.10

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

医药生物: 医疗服务

王军\*

(8621)20328310

jun.wang\_sh@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300511070001

\*高睿婷为本报告重要贡献者

## 目录

全国化布局提速，打造第三方医学检验行业标杆 .....	4
公司发展概况：第三方检验龙头企业 .....	4
平面拓展事业版图，计划年内完成第一轮全国化布局 .....	8
纵深推动实验室网络下沉，区域医疗资源共享促进区域检验中心的建设 .....	9
国内第三方医学诊断市场仍在发育期，受益政策推动市场规模有望快速提升 .....	11
我国独立医学检验起步较晚，仍处发展初期 .....	11
我国 ICL 检测项目和体量都有较大提升空间 .....	13
渠道融合完善产业链，将各环节协同效益最大化 .....	16
渠道整合+价值重构，合作共建获取优质渠道资源 .....	16
冷链物流平台完善全产业链布局 .....	17
诊疗一体发展特检市场，技术领先打造新的创新增长点 .....	18
创建基因健康产业生态圈，完善后端服务 .....	20
探索产业协同发展路径，构建“诊断+”新生态 .....	21
健检业务：打造高端健康管理平台 .....	21
司法鉴定：以技术竞争力建立连锁化新模式 .....	21
积极开展外延并购，多渠道融资保障增长动力 .....	22
盈利预测及估值 .....	23
风险提示 .....	24
研究报告中所提及的有关上市公司 .....	26

## 图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 公司主要业务版块.....	4
图表 2. 公司营业模式进化历程.....	5
图表 3. 公司现有主要业务模式.....	5
图表 4. 公司主要股东及持股比例.....	6
图表 5. 上市以来收入保持高速稳定增长.....	6
图表 6. 上市以来净利润增速保持在 40% 以上.....	6
图表 7. 各部业务均保持快速增长.....	7
图表 8. 2016 年各部分业务收入占比.....	7
图表 9. 诊断产品收入及毛利率.....	7
图表 10. 医疗诊断服务收入及毛利率.....	7
图表 11. 营业收入地区分布.....	8
图表 12. 公司独立实验室及检验机构建设速度不断加快.....	9
图表 13. 我国独立医学实验室数量增长情况.....	11
图表 14. 独立医学实验室相关政策.....	12
图表 15. 公立医院检验市场规模.....	12
图表 16. 不同类别机构可提供检验项目数量对比.....	13
图表 17. 美国卫生总支出及 GDP 占比.....	14
图表 18. 目前美国三种实验室市场占有率.....	15
图表 19. 迪安诊断主要代理产品.....	16
图表 20. 在渠道整合方面开展的投资并购及战略合作.....	17
图表 21. 部分投资渠道商的业绩承诺额.....	17
图表 22. 博圣生物服务体系.....	19
图表 23. 博圣生物战略合作伙伴.....	19
图表 24. 杭州博圣生物业绩承诺.....	19
图表 25. 迪安诊断参与设立的投资平台.....	22
损益表(人民币 百万).....	25
资产负债表(人民币 百万).....	25
现金流量表(人民币 百万).....	25
主要比率 (%).....	25

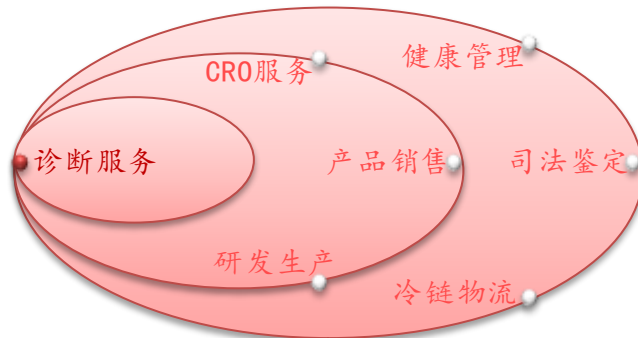
## 全国化布局提速，打造第三方医学检验行业标杆

### 公司发展概况：第三方检验龙头企业

浙江迪安诊断技术股份有限公司成立于 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。迪安诊断依托全国连锁化独立医学诊断平台，致力于技术创新与商业模式创新。目前已建连锁实验室 31 家，在建实验室 4 家，并获得了 ISO15189、CAP、NGSP 的实验室认证资质，拥有亚洲面积最大、项目最全的独立实验室，可提供 2,000 余项医学检测项目，每日接收样本量超 10 万个、检测量可达 30 万项次，已服务检测人数超 2 亿次，为全国 12,000 多家医疗机构提供精准的诊断服务，拥有丰富的生物样本资源库和医疗信息大数据。

公司创立之初以代理诊断产品为主要业务，是德国宝灵曼和罗氏诊断的浙江地区代理商。公司坚持“产品+服务”一体化营销，形成了自己在体外诊断领域完善的一体化服务体系，并通过近年来的不断快速复制扩张，成为了最大的连锁医学实验室之一。

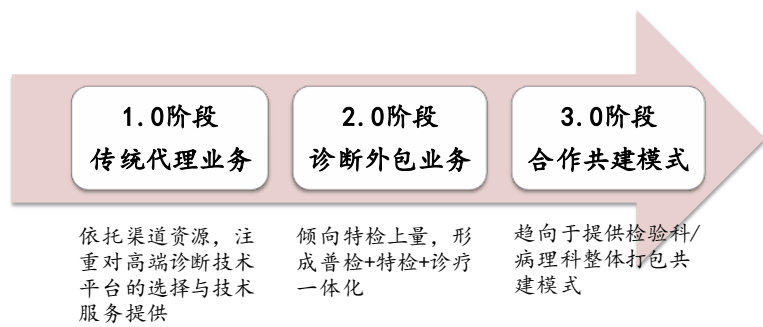
图表 1. 公司主要业务版块



资料来源：公司官网，中银证券

迪安依托全国连锁化实验室的平台，长期致力于技术开发和商业模式创新，业务涉及诊断产品和服务营销、司法鉴定、健康管理、CRO、生物样本库等领域。公司还开始前瞻性地整合供应渠道，为客户提供包括产品、服务、管理咨询、集中采购、冷链物流、遗传咨询师培训、远程病理等在内的一站式解决方案服务体系，进行全产业链布局，向医学诊断整体化解决方案提供商转型升级。

公司经历了由单一代理产品到诊断服务到合作共建的三种商业模式，现在公司在利用这三种模式相互补充满足不同级别客户需求的同时，还将其升级融合，发挥协同效应，在原有“产品+服务”模式基础上与区域龙头医院或医联体合作共建区域中心实验室，并发挥特检优势推动与三甲医院合作共建精准医疗中心，实现普检和特检的诊疗一体化，真正形成中心实验室、区域检验中心与合作共建实验室三级联动、“产品+服务+运营管理”模式多元融合的新业态，抢占行业先机。

**图表 2. 公司营业模式进化历程**


资料来源：公司公告，中银证券

在与医院检验科的合作方面，除了传统的检验服务外包模式，迪安诊断还以更多创新模式参与医疗机构的改革和检验升级过程。对于新建检验科，迪安可以以委托新建或检验科托管的模式，实现多年检验室运营管理能力的向外输出，提供优化管理方案，并在人员、设备、流程设计等方面提供一体化解决方案，减少医院投入的同时提升实验室的整体水平。

在区域医疗资源集中共享的大趋势下，迪安还通过参与区域性第三方检测大平台的搭建，深化检测网络的布局。迪安通过与公立医院等机构合作，通过公建民营、民办公助等方式，建立区域性的公共医学检验平台，同时借助互联网等手段，构建配套的远程医疗体系，整合区域内医疗资源并实现有限资源最大化，为区域提供标准化、高质量、可共享互认的检测服务。

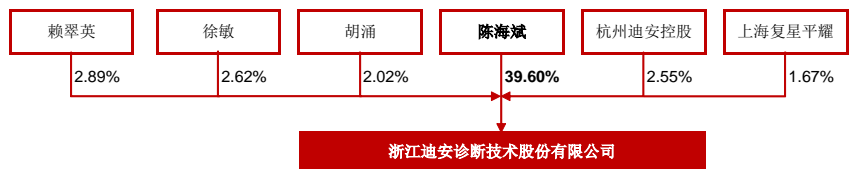
**图表 3. 公司现有主要业务模式**

“产品+服务”整体解决方案	“ <b>第三方医学诊断外包检测服务</b> ”+“ <b>医学诊断设备、试剂销售代理业务</b> ”：“双轮驱动”商业模式，为处于不同发展阶段的医疗机构提供个性化的医学实验室整体解决方案。
实验室合作共建模式	<b>管理能力或管理方式的输出</b> ：提出优化管理的一体化方案，在质量体系建设、评审支持、质控平台引进、人员绩效方案、人员梯队建设、信息化建设、新技术平台建设、科研等方面开展合作，资源共享、降低运营成本，提升市场竞争力，完善检验科/病理科建设，降低医院医疗风险。
区域性平台合作模式	深度试水 <b>区域性第三方检测平台</b> 的搭建，服务于区域的医学检验与病理诊断，并搭建远程诊疗平台，以整合、发挥区域的有限医疗资源，统一区域内质量标准，实现检测结果互认，使民众获得平等的健康照护。
混合所有制模式（PPP模式）	顺应国家新医改趋势，参与公有医疗机构的改革， <b>与公立医疗机构合作组建混合所有制企业或联合体</b> ，形成伙伴式的合作关系，实现“利益共享、风险共担、全程合作”。
委托新建实验室	<b>新建医院检验科委托迪安筹建</b> ，迪安为 <b>新建检验科建设提供整体解决方案</b> ，引进专业实验室管理，减少医院投入，缩短医院投资回收期。
“3+N”多业务整合推进模式	<b>打造集合第三方医学检验、病理诊断、影像诊断的“三位一体”大诊断服务平台</b> ，为医疗机构和患者提供囊括体内诊断和体外诊断的整体化解决方案，同时嫁接健康管理、遗传咨询、移动医疗等延伸服务，从而为患者和客户提供更多元化的增值服务，实现诊断与健康、诊断与治疗、诊断与互联网的互动，打造业态多样化、服务内容丰富的大健康生态圈。
疾病管理+健康管理模式	当今医学正在逐渐由疾病治疗向健康管理前移。通过 <b>加强疾病早期诊断技术平台的建设</b> ，开发功能医学诊断技术，拓展现有治疗服务链，为疾病管理向治未病、健康管理的演化、延伸提供技术支持。
健康医疗社区下沉模式	伴随医改向社区的深入，以慢性病、老年病的防治为切入点，结合 <b>社区医疗</b> ，以移动医疗为载体、第三方检测中心为平台，探索健康医疗在社区医疗中的新模式。

资料来源：公司网站，中银证券

公司股权较为集中，董事长及总经理陈海斌为公司实际控制人，持股比例39.60%。其他股东股份占比均低于3%。自然人股东中徐敏为公司副总、财务总监及董事会秘书，持股2.62%；胡涌为公司副董事长，持股2.02%。杭州迪安控股有限公司为实际控制人名下公司，持股2.55%。股权结构稳定。

图表 4. 公司主要股东及持股比例



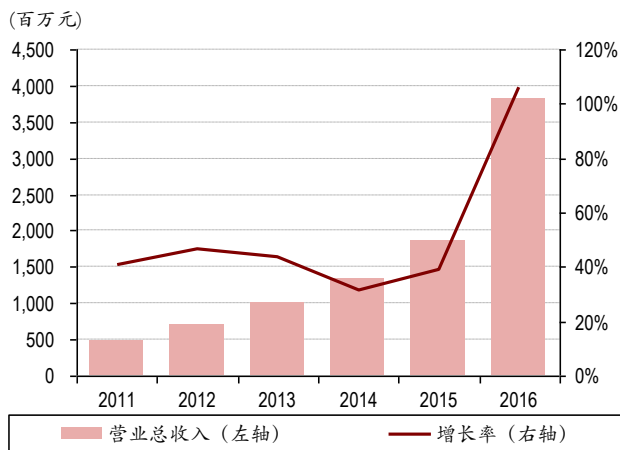
资料来源：公司公告，中银证券

### 主营业务保持持续性增长，盈利能力有望提升

自上市以来迪安诊断一直表现出稳定的高增长趋势，收入和净利润增速基本保持在40%以上，五年的复合增长率均达52%左右。2016年度由于积极通过合资共建和并购等手段实现快速扩张，因此收入实现同比翻番，归母净利润也有超过50%的增长。

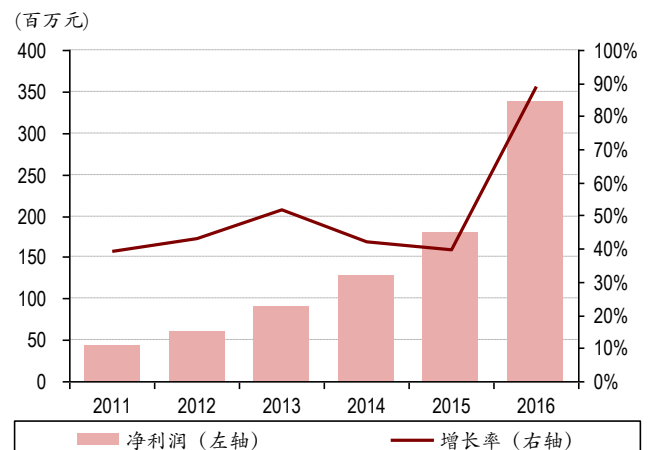
鉴于年内公司将完成全国化布点，并继续完成二级区域检验中心，且旗下大半的实验室已度过前期亏损阶段开始贡献盈利，成熟实验室也开始进一步向大型化、综合化、智能化升级改造，有望扩大在当地区域的渗透能力和盈利能力，预期合作共建模式将通过渠道资源共享带动服务和产品的持续性增长潜力。

图表 5. 上市以来收入保持高速稳定增长



资料来源：公司公告，中银证券

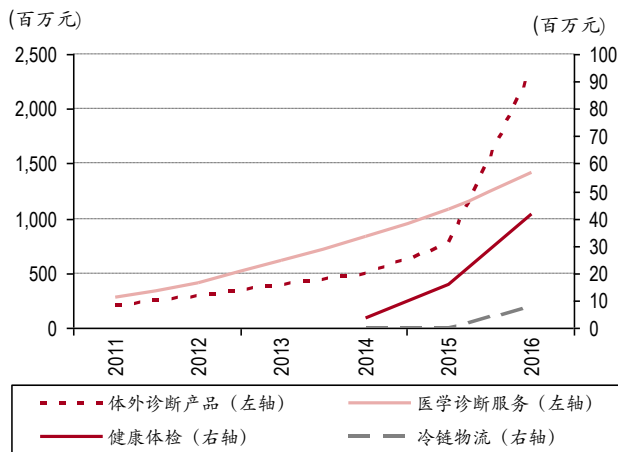
图表 6. 上市以来净利润增速保持在40%以上



资料来源：公司公告，中银证券

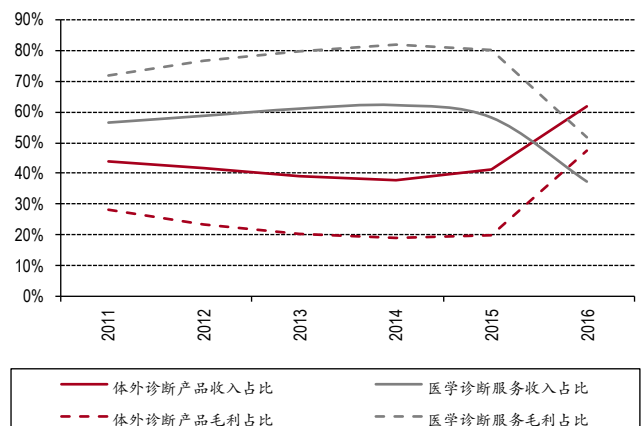
公司传统业务以诊断产品和医学诊断服务为主，以“产品+服务”一体化的营销模式大力推进，形成协同效应。由于公司近两年开始渠道整合，与具有优势渠道资源和优秀经销团队的 IVD 经销商开展合作共建，以经销商端优质的渠道资源带动产品销售和诊断服务的增长，且并购公司并表也大幅增厚公司业绩。去年体外诊断产品销量涨幅迅猛，2016 年贡献收入比上年度增加两倍以上；医学诊断服务的收入增长也在 30% 以上。另外健康体检业务发展顺利，已经开始盈利，2016 年收入同比增长 161.9%，作为公司未来新的收入增长点有望开拓新的市场。冷链物流业务作为供应链条上的重要环节，完善了全产业链布局，将与其他业务产生协同效应贡献价值。

**图表 7. 各部业务均保持快速增长**



资料来源：公司公告，中银证券

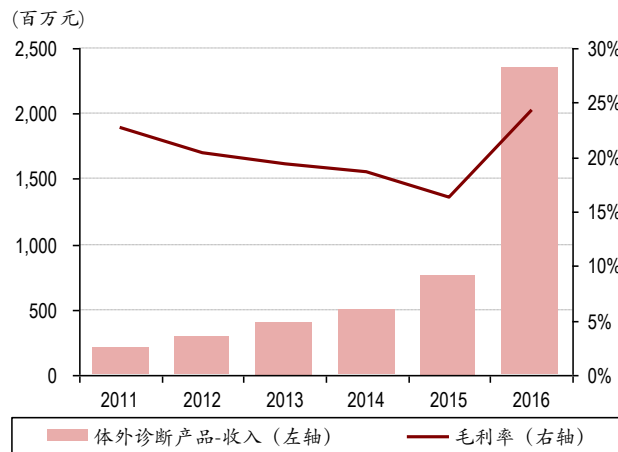
**图表 8. 2016 年各部分业务收入占比**



资料来源：公司公告，中银证券

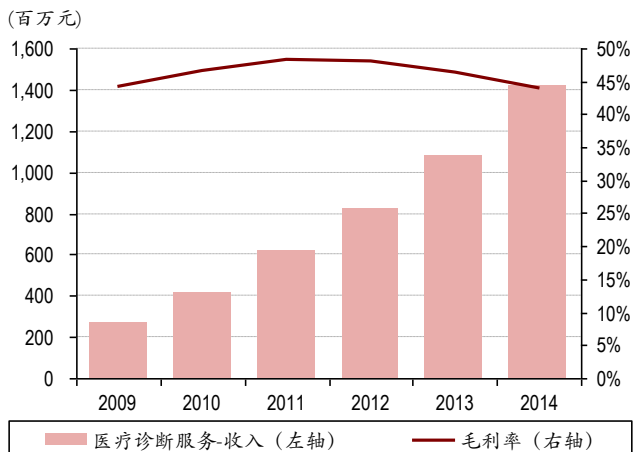
诊断产品板块过往的收入占比一直在 40% 左右，2016 年由于渠道经销并表及内生支持实现大幅跳跃式增长，收入金额达 23.55 亿元，达总收入的 61.6%。而医学诊断业务虽然也有大幅增长，但由于产品销售为去年销售收入的 309%，收入占比首次下降至 40% 以下。虽然去年诊断产品的收入规模超过医学诊断服务，但服务贡献的毛利仍占总毛利的一半以上。

**图表 9. 诊断产品收入及毛利率**



资料来源：公司公告，中银证券

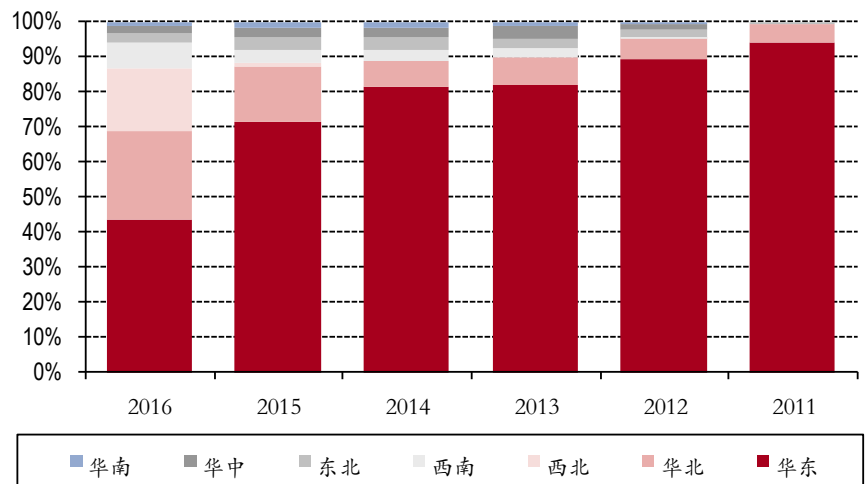
**图表 10. 医疗诊断服务收入及毛利率**



资料来源：公司公告，中银证券

医疗诊断服务的毛利率较高，长期稳定在 44%-48% 的水平，高于诊断产品。而产品业务的毛利率在 2016 年度由于新增优质渠道商并表有大幅提升，达到 24.3%，比 2015 年提高了近 8 个百分点。随着后面优质渠道的并入，渠道开拓加强，产品销售的规模优势进一步凸显，集约化使成本下降，毛利率有继续提升的空间。

图表 11. 营业收入地区分布



资料来源：万得，中银证券

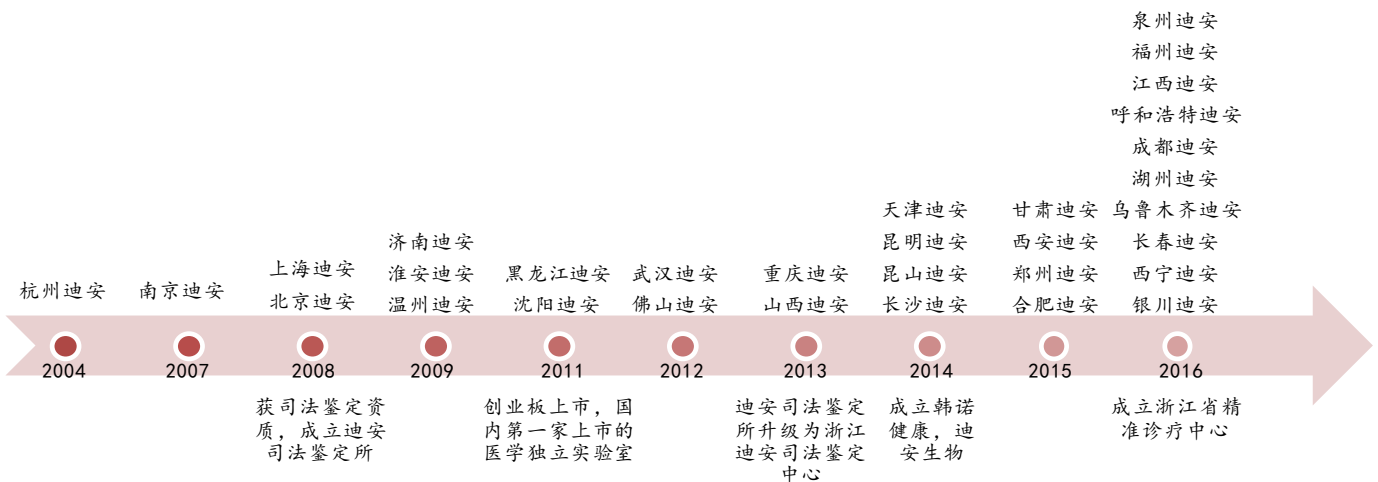
公司业务从杭州本部开始向外发展，因此华东一直是公司主要收入来源地区，2015 年及之前华东区域营收占比一直在 70% 以上，2016 年公司开始加快在其他地区外延并购速度，尤其是在西北和华北地区实现了快速增长，华东地区收入占比降至 43.9%，收入的区域性分布更趋均衡，全国化布局也扩大了业务的增长空间并降低区域性风险。

### 平面拓展事业版图，计划年内完成第一轮全国化布局

公司以全国化、连锁化、规模化复制作为扩张策略，实验室网络遍布全国，并通过横向和纵向的有效资源整合，加快全国布局速度。2016 年公司通过投资自建、合作共建或并购整合的方式新增实验室 10 家，完成了在四川、江西、福建、内蒙、新疆、吉林、青海、宁夏等 8 个空白省份的布局，实现了远超以往的扩张速度。

至 2017 年 3 月底，公司已建成实验室 31 个，在建实验室 4 个，预期 2017 年内将完成第一轮对全国所有省会城市的实验室网络全覆盖，并计划在 2019 年前完成新一轮的对地级市二级实验室的建设，通过下沉式布局推进基层医疗机构的资源集中和共享，从而带动区域外包检验的释放，进一步提高市场渗透率。



**图表 12. 公司独立实验室及检验机构建设速度不断加快**


资料来源：公司官网，公司公告，中银证券

目前公司已建实验室中有多半已进入盈利阶段，单体营业收入可超 5,000 万，杭州、南京、北京、上海等成熟实验室收入过亿，有能力通过自身盈利及丰富的经营管理经验支撑新建实验室的建设；部分新设实验室为公司与战略合作伙伴合资共建，在减少投入支出的同时也能借助合作方资源，使新建实验室尽快度过培育期，实现盈利。同时成熟实验室已进入下一发展阶段，在去年陆续启动实验室升级改造或搬迁，为成为行业内先进、智能的大型综合连锁实验室做好前期布局。新建成的杭州总部实验室将成为亚洲单体面积最大、项目最齐全的大型综合实验室，带动其他区域的一级实验室及二级实验中心的向上发展。

由于行业内竞争有变大趋势，新建实验室的盈亏平衡点提高到 3,000 万左右，投资回收期更长，新实验室的进入壁垒变高。同时区域内检验业务集中外流有渠道资源和规模化大型检验中心的趋势变强，因此对于已通过战略合作伙伴掌握优质渠道且已进行区域资源集约化管理的迪安来说，发展优势更为明显，将分享市场成长的更大红利。

### 纵深推动实验室网络下沉，区域医疗资源共享促进区域检验中心的建设

随着国家分级诊疗政策的全力推进以及医保控费压力由药端不断延伸至服务端，未来医疗诊断服务区域的集中和外包将是大势所趋。迪安在完成一级省会实验室的网点覆盖之后，加快对地级市的二级实验室中心的纵向布局的深入建设，精耕市场，深挖需求，并在合适时机在各地建设快速反应点。未来将以 **1 家省级一级中心+多家地级二级中心+密集的快速反应中心** 的服务网络深入市场，完成检验科一体化解决方案服务商的角色。

迪安已经开始将资源下沉，布局基层医疗市场，现在二级以下的医疗机构已占总客户数的六成以上，公司计划在三年内完成对二级实验中心的建设布局。现已有近十家的县、市级区域中心正在全面推进建设，已建成的温州和昆山区域检验中心已达成区域医疗资源集中共享的职能，已承接辖区内八成以上的医疗机构检验外包服务以及基层医疗机构中癌症筛查、慢病管理等政府采购类项目，成为区域内医学检验服务的集中共享平台。深圳地区和罗湖医联体的合作项目也在有序推进，其他地区的多家区域检验中心也在积极建设当中。

我国分级诊疗政策中明确把整合区域优势医疗资源，进而向辖区内基层卫生医疗机构和慢病医疗机构开放作为重点工作之一，并大力倡导独立的区域医学检验机构的建设。未来以第三方检验中心和大型三甲医院检验科为技术主体搭建区域医疗整合体系，向区域内各级医疗机构开放输出将是大势所趋。而区域检验中心的率先试水和抢先布局以及技术和管理的输出实力将成为行业竞争的决定因素。

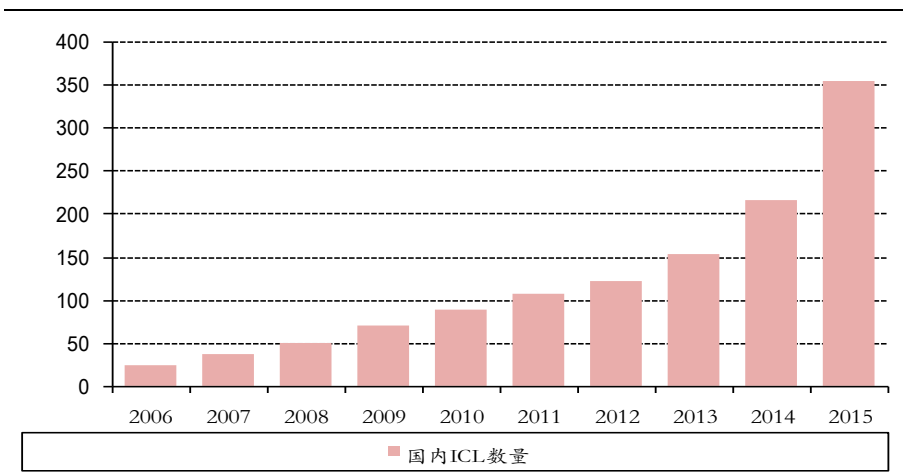
区域性医疗诊断中心在中国还处于探索阶段，相关政策有待完善，但未来随分级诊疗和医保政策推进，区域集中检验中心建设将成为医学检验服务的发展趋势，检验外包的市场占比也会越来越高。对于基层医疗机构而言，基层首诊催生了大量检验检测需求，但绝大多数的基层医疗机构设备和资源有限，没有能力满足检测项目的数量和质量要求，只能集中向三甲医院及第三方检测中心输出。而对于三甲等大型医院来说，控费压力增大，大型检测检验设备的购置费用及人员成本又极高，检验服务外包给第三方医学实验室的动力会越来越强。迪安可以满足医院在集中采购平台的共享、实验室管理的输入、远程诊断技术的支持、样本库的管理和分析、标本及药品的运输和仓储等各个方面的需求，作为规模化、前期服务网络布局完善的大型连锁实验室将在时代趋势推动下获得崛起发展的机会。

## 国内第三方医学诊断市场仍在发育期，受益政策推动市场规模有望快速提升

### 我国独立医学检验起步较晚，仍处发展初期

独立医学实验室（Independent Clinical Laboratory, ICL）为独立于医院体系之外的临床检验医学机构，可以满足医院无法提供的检测项目和检验数量需求，同时通过规模化降低检验成本、提高检测质量，最早于 20 世纪 30 年代在美国兴起，但由于体制和政策原因在我国直到上世纪 90 年代才有医学检验外包实验室出现，2004-2005 年陆续成立了多家独立医学实验室并向连锁化发展。

图表 13. 我国独立医学实验室数量增长情况



资料来源：中银证券

和其他商业化运营的企业相比，第三方实验室必须具有医疗机构执业许可的资质，还需遵照 ISO15189 标准纳入当地医疗质量控制体系进行管控，因此前期政策壁垒较高。2005 年独立医学检验机构出现在市场中时尚无明确行业规范，2009 年卫生部颁布《医学检验所基本标准（试行）》，首次将独立医学检验机构添加到医疗机构分类中，并对人员、设施设备、资金等条件做了初步规定，独立医学实验室才步入正轨。2016 年 12 月，卫计委发布了《医学检验实验室基本标准（试行）》和《医学检验实验室管理规范（试行）》，强调了设置医学检验实验室等医疗机构对于实现区域医疗资源共享、提升基层医疗机构服务能力、推进分级诊疗的重要作用，并鼓励医学检验实验室和其他医疗机构建立协作关系，由医学检验实验室为基层医疗卫生机构等提供检查检验服务，连锁化、规范化的政策导向将使已成规模的大型连锁实验室受益而快速扩大规模。

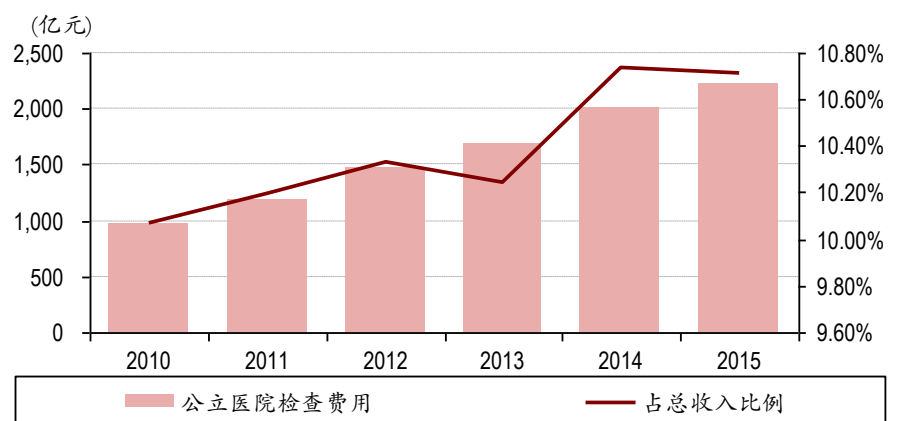
图表 14. 独立医学实验室相关政策

- 2009.12 卫生部《医学检验所基本标准（试行）》**
  - 将医学检验所添加到医疗机构类别中，对行业设置进行初步规定
- 2012.06 国务院发布《县级公立医院综合改革试点意见》**
  - 提出鼓励资源集约化，探索成立检查检验中心，推行检查检验结果医疗机构互认
- 2013.10 国务院发布《关于促进健康服务业发展的若干意见》**
  - 提出医疗服务领域向社会资本开放，鼓励第三方医学检验等民营医疗机构发展
- 2015.09 国务院办公厅《关于推进分级诊疗制度建设的有关通知》**
  - 整合推进医疗资源共享，整合二级以上医院现有的检查检验中心等资源，向基层医疗卫生机构和慢性病医疗机构开放
- 2016.03 卫计委《关于临床检验项目管理有关问题的通知》**
  - 放开引入新的临床检验项目，及时论证，合理审核
- 2016.08 卫计委《关于推进分级诊疗试点工作的通知》**
  - 探索设置医学检验实验室等独立医疗机构，实现区域资源共享
- 2016.12 卫计委《关于印发医学检验实验室基本标准和管理规范（试行）的通知》**
  - 对人员、设备设施、规章制度等进一步规范，鼓励独立实验室连锁化、集团化发展

资料来源：政府官网，中银证券

我国目前的医学检验市场还主要在医院中，以医疗机构临床检验的 1,462 项普检为主，新增的新型检验业务市场仍待发掘。2015 年公立医院检查费用总额 2,232 亿元，约占医院总收入的 10.7%，以此占比估算医院端检验总收入约为 2,450 亿，加上基层医疗机构和独立医学检验机构的检验收入，我国医学检验市场规模约为 2,700 亿元。而独立医学检验机构的收入规模目前不到百亿，仅占检验市场的 3% 左右。反观国外成熟市场，美国独立实验室的市场占比为 35-40%；欧洲的独立实验室市场份额达 60%；而在日本已达到 67%，国内市场还处于发展前期，仅存量市场就具有巨大增长空间。

图表 15. 公立医院检验市场规模



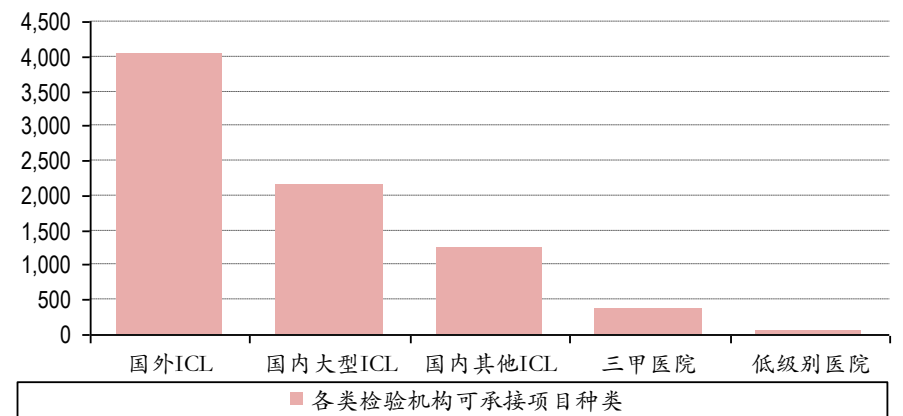
资料来源：国家卫计委，中银证券

第三方检测企业由于将检验服务集约化处理，规模更大、覆盖率更高的实验室更易吸引业务，强者愈强，因此市场集中度往往较高。美国独立医学检验市场中 LabCorp 和 Quest 两大巨头瓜分了近 70% 的市场份额。虽然我国的独立实验室集中度也较高，未来可能继续保持寡头垄断，但未来分级诊疗政策推动及控费压力下，医院检验业务外包及检验科托管是大趋势，将有大量业务由现有的医院存量转移到独立医学检验机构，基层医疗机构也会催生更多的第三方检验需求。另外区域检验中心的建立和特检业务的开拓也将为第三方检验实验室尤其是大型连锁实验室打开更大的发展空间。

### 我国 ICL 检测项目和体量都有较大提升空间

独立医学检验机构通过承接区域内的检验任务达成规模化服务，将精力集中于检测业务，检测质量更高，同时可以通过采购更全、更先进的设备来提高可承接检测项目数量。医院检验科一般最多只有几百项检测项目，而独立医学检验机构一般能达到 1,000 项以上甚至 2,000 项以上。但距离国外成熟实验室仍有距离，美国和日本的大型独立检验机构能够实现 4,000 项以上的检测项目。单体规模而言，国内行业龙头占检验服务市场的份额尚不足 1%，而美国独立实验室龙头的市占比可达 16% 左右。2016 年 LabCorp 营业收入达 94.37 亿美元，预计今年可突破百亿美元规模。

图表 16. 不同类别机构可提供检验项目数量对比



资料来源：新经济导刊，中银证券

另外目前医院可承接和外包的项目还局限于《医疗机构临床检验项目目录》中的普检项目，随着检验需求的提高和对肿瘤诊断、基因检测、微生物诊断等多种特检项目的需求，临床实验室自建项目进一步放开，医学诊断实验室的项目数及潜力市场将进一步增加。

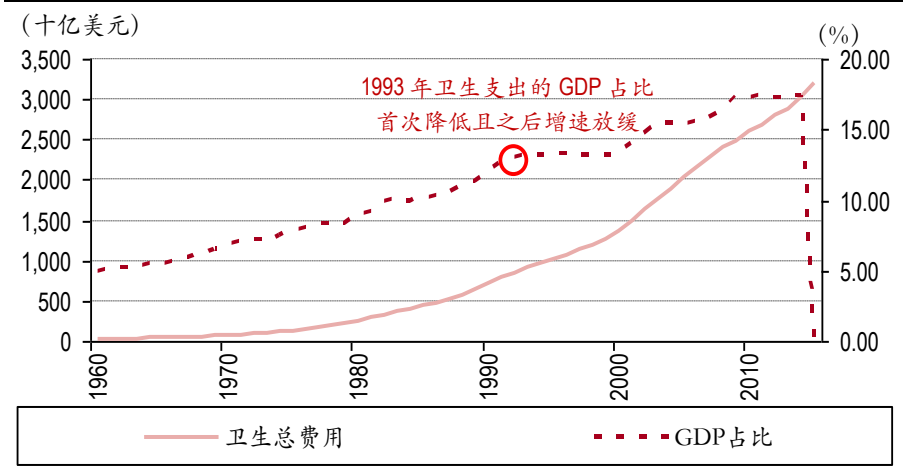
#### 国外成熟独立检验市场发展路径：

独立医学检验机构由于其具有医疗属性，受政策影响较大。美国的临床检验实验室兴起较早、发展较快，也和他们的医疗体系高度商业化以及后续政策推动有关。

美国医学检验实验室共有三种：医院内部实验室、独立医学实验室和诊所附设实验室。医院内商业化运营的临床检验实验室于1925年就已出现，当时已占据**14%左右的检验市场**。60年代末，独立于医院之外的医学检验实验室开始出现，例如LabCorp和Quest的前身NHL(National Health Laboratories)和MetPath都出现于这个时期。到80年代，美国的医疗支出不断增加，在20年间增长近10倍；其GDP占比也在不断提高，政府负担过重，于是从八十年代初开始修改医保政策，控制医疗费用，使医院有压力将检验项目外包给成本更低的独立医学检验实验室。至九十年代，第三方实验室的市场份额大幅增加，而通过提高外包比例控费也初见成效，虽然医疗支出仍在不断上涨，但至1993年GDP占比首次降低，且之后的涨势已缓。

在此期间独立医学检验实验室进入了第一个快速成长期，在80年代末市场占有率扩大到**20%左右**，而同期医院附属实验室的市场份额下降至56%。

**图表 17.美国卫生总支出及 GDP 占比**

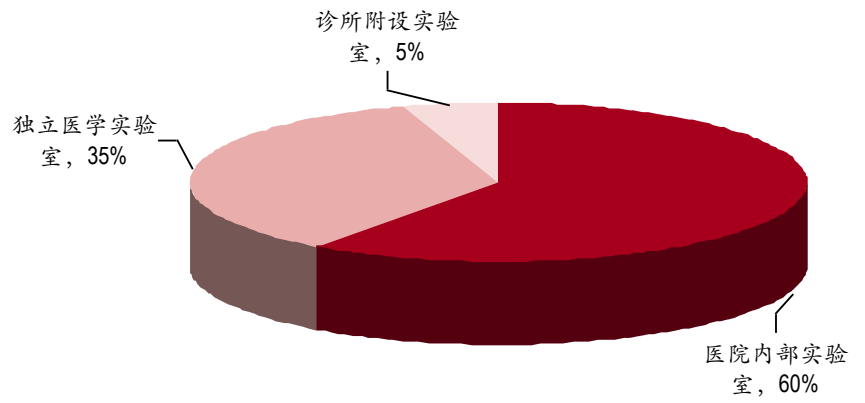


资料来源：美国卫生及公共服务部，中银证券

1988年，美国国会颁布《临床实验室改进修正案》CLIA88，对私人诊所实验室和独立医学实验室实行了更加严格的行业监管标准，规定诊所附设实验室的临床检验操作需经过卫生监管部门的审查和认证，这使得诊所实验室的成本大大提高，同时也给规模较大、检测质量和效率较高的独立医学实验室提供了第二个快速成长的机会，突围而出。90年代中期，独立医学检验机构的市占率达到**36%左右**。在之后便进入行业整合期，大型连锁实验室利用资本优势大肆并购，以完成自身的快速扩张。

对比而言美国独立实验室行业的前两次增长均源于政府对于费用和质量管控政策变化的驱动，我国同样面临着医保控费和检测质量提升的需求，行业快速增长正在酝酿中。例如LabCorp和Quest等巨头则在之后的第三次整合发展期中抓住时机脱颖而出。迪安诊断有望通过先期迅速扩张并购占领市场，再乘政策东风顺势而起获得最大的行业成长性红利。

图表 18. 目前美国三种实验室市场占有率



资料来源：智研研究中心，中银证券

## 渠道融合完善产业链，将各环节协同效益最大化

公司前瞻性地提出“产品+服务+运营管理”的新业态模式，向医学诊断整体化解决方案提供商转型升级，抢先渗透优质渠道资源，重构服务和产品的资源共享和利益分配体系，扩充客户资源的同时也加强了公司在一体化解决方案服务方面的综合竞争力。并且通过上游技术研发、精准医疗项目推广、生物样本管理、以及供应链上冷链物流等环节的加强，完善医学诊断的全产业链布局，将各个环节的叠加效益最大化。

### 渠道整合+价值重构，合作共建获取优质渠道资源

迪安奉行“产品+服务”的一体化营销模式，医疗诊断服务和体外诊断产品同步发展，现代理产品覆盖国内外的主流品牌，在8个省份展开代理经销业务，为成为第三方检验龙头企业奠定了基础。为应对医药流通领域的政策变化，顺应行业整合的大趋势，公司提出通过整合渠道的战略，实施整合式营销的差异化竞争策略，提高公司的可持续发展能力，实现向综合解决方案提供商的转型。

图表 19. 迪安诊断主要代理产品



资料来源：公司官网，中银证券

公司采取和具有优势渠道资源和优秀经营团队的产品经销企业合作共建实验室的方式，一方面快速扩张布点，更重要的是通过共享资源带动产品和实验室业务的协同发展。自2015年下半年开始，公司动作密集，先后与9家渠道商展开战略合作，并推动各地区组织架构的重组整合，重构资源和利益的分配机制，与战略合作伙伴双向分享各自优势与成长红利。其中浙江和云南地区已经通过试点完成了产品经销和检验服务中心的创新性融合，在一体化模式下的协同效应和医学诊断服务整体化解决方案提供商的竞争力都大大提升。合作共建中，通过打通产品和服务的利益分配机制，用渠道资源拓展客户，带来增量服务，优化产品成本结构，同时让合作伙伴参与新建中心实验室或检验中心的建设，双向提升收益及综合实力。



**图表 20. 在渠道整合方面开展的投资并购及战略合作**

投资项目名称	投资或增资时间	主要业务	总出资金额	股权比例
北京联合执信医疗科技有限公司	2015年8月19日	医疗器械销售；货物进出口等	26,400万元	55%
广州市执信医疗科技有限公司	2015年11月6日	体外诊断产品销售		合作共建区域性医学检验综合服务平台
金华市福瑞达科技有限公司	2015年11月9日, 2016年3月21日增资	医疗器械销售；医疗器械的研发, 电子产品、计算机软硬件的开发及技术服务。	9,800万元	70%
云南盛时科华经贸有限公司	2016年2月4日	医用仪器及设备, 体外诊断试剂, 6845体外循环及血液处理系统等	15,300万元	51%
新疆元鼎医疗器械有限公司	2016年1月19日, 2016年4月13日增资	医疗器械（二、三类）	39,360万元	60%
内蒙古丰信医疗科技有限责任公司	2016年5月16日	部分二、三类体外诊断设备, 二、三类体外诊断试剂	25,350万元	65%
陕西凯弘达医疗设备有限公司	2016年6月22日	二、三类医疗器械的销售；医疗器械的租赁及售后服务	15,000万元	60%
杭州德格医疗设备有限公司	2016年11月23日	二、三类医疗器械的销售	31,610亿元	100%
深圳市一通医疗器械有限公司	2017年1月24日	体外诊断血细胞分析、尿液分析及免疫产品相关代理	12,330万元	60%

资料来源：公司公告，中银证券

同时公司在选取并购标的时均选择当地具有丰富代理产品线和优质经销渠道、已在当地市场具有相当话语权的渠道商，有较强盈利能力，当期即可大幅增厚公司利润。

**图表 21. 部分投资渠道商的业绩承诺额**

(万元)	业绩承诺				总承诺金额
	2015	2016	2017	2018	
<b>投资公司</b>					
北京联合执信医疗科技有限公司	4,160	5,408	7,030		16,598
金华市福瑞达科技有限公司	1,400	1,700	2,000		5,100
云南盛时科华经贸有限公司		2,600	3,380	4,400	10,380
新疆元鼎医疗器械有限公司		6,000	8,000	10,000	24,000
内蒙古丰信医疗科技有限责任公司		3,500	4,500	5,486	13,486
陕西凯弘达医疗设备有限公司		2,300	3,000	3,900	9,200

资料来源：公司公告，中银证券

### 冷链物流平台完善全产业链布局

公司专业冷链物流品牌“深海冷链”是少数取得第三类医疗器械经营许可证的物流企业之一，现已获得第三方医疗器械存储与运输、疾控中心（高致病性样本）运输准运证，拥有国内国际危险品运输的资质，并成为《药品冷链物流运作规范》国家标准试点企业。在全国建有200多个物流网点，与国外多家温控包装和温控设备供应商建立了合作关系，并取得了部分产品在中国的独立代理权。

深海冷链专注于临床样本、诊断试剂、生物制品、CRO、病毒微生物、成品血液、活体动物、液氮运输等生命科学领域，服务产品包括诊断试剂、疫苗、药品、医疗器械、临床标本、实验活体、高致病菌株等多个领域，可以提供常温、冷藏、冷冻等多环境存储运输，致力于成为行业领先的高端国际标准和智能化管理的冷链物流整体解决方案服务商。

深海冷链拥有近千人的专业生物样本冷链物流服务队伍，以及完善的冷链物流服务体系，负责标本质量审核、标本收取及转运、报告单发送等职责。深海冷链建立了20多项GSP专业冷链物流管理体系，已服务于全国10,000多家医疗机构客户，物流网络涉及全国23个省4个直辖市，在血样的专业医学接收上、全程冷链质量时限的风险控制上，均处于行业领先地位，可迅速响应标本接收与检测服务，做到常规项目检测一般次日早上8点可出报告。公司还搭建了智慧物联网平台，以全国各个一级省级中心、二级地级中心和各快速反应中心为据点，搭建了完善的省际、城际物流干线和地区支线，能快速调整路线，针对客户需求灵活提供最优、最快的服务。

冷链物流平台的建立使供应链上的重要一环得以完善，利于借助原有的供应商资源集中优势，发挥全产业链的协同效应，在打造行业内领先的高端冷链物流平台的同时，也增加了迪安诊断作为医学检验整体解决方案提供商的综合竞争力。

### 诊疗一体发展特检市场，技术领先打造新的创新增长点

公司自主研发实力突出，拥有自己的质谱分析平台、高通量基因测序平台、个性化诊断平台、血液病诊断平台、自身免疫性疾病诊断平台、过敏性疾病诊断平台、婴幼儿疾病诊断平台、妇科疾病诊断平台等优势平台，同时与国内外包括约翰·霍普金斯在内的多所高校及罗氏、EUROIMMUN等机构展开合作。

公司基于所获批的国家级基因检测技术临床应用示范中心与特许试点资质，连续两年通过卫计委临检中心组织的外周血胎儿染色体非整倍体基因测序检测、肿瘤诊断与靶向治疗高通量基因测序检测项目的室间质评，实验室检测服务能力获得客户高度认可。

### 质谱平台：与 Metabolon 共建实验室扩大代谢组学转化实力

公司现有质谱平台可进行维生素族、氨基酸族、类固醇激素、有机酸、脂肪酸、营养与毒性元素、血药浓度等七大类检测项目，后续将扩大代谢组学领域的技术研发力度，并积极利用公司渠道资源加大临床应用范围。

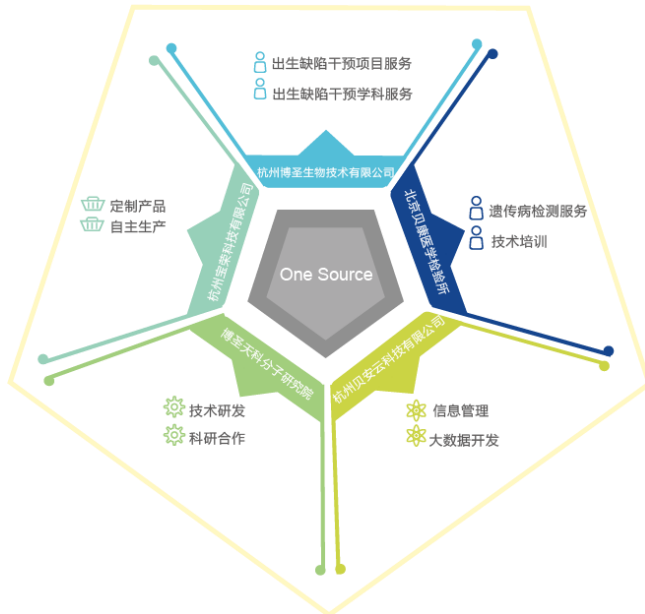
2017年2月6日迪安与全球质谱技术领先的代谢组学服务商 METABOLON 签署了独家的《中国代谢组学共建实验室协议》约定双方在 Metabolon 的质谱专利平台 Discovery HD4 基础上，开发并商业化代谢组学质谱检测产品与服务，并在中国科研和临床应用等质谱检测领域开展全方位合作，迪安将获得 Metabolon 在产品专门技术上的独家授权及相关技术支持。

Discovery HD4 平台可筛选的代谢物库是行业中最大最全的，并有准确全面的代谢组学数据支持。这项合作增强了公司在代谢组学的研究和产品开发方面的技术实力，并可以为健康体检机构增加功能医学的检测内容。未来迪安在慢病管理，尤其是糖尿病的早期干预和控制中，以及肿瘤的精准确诊过程中，将可以通过更全的检测项目，提供更有预见性和更准确的诊断结果。

### 遗传检测：收购博圣生物布局优生遗传检测市场

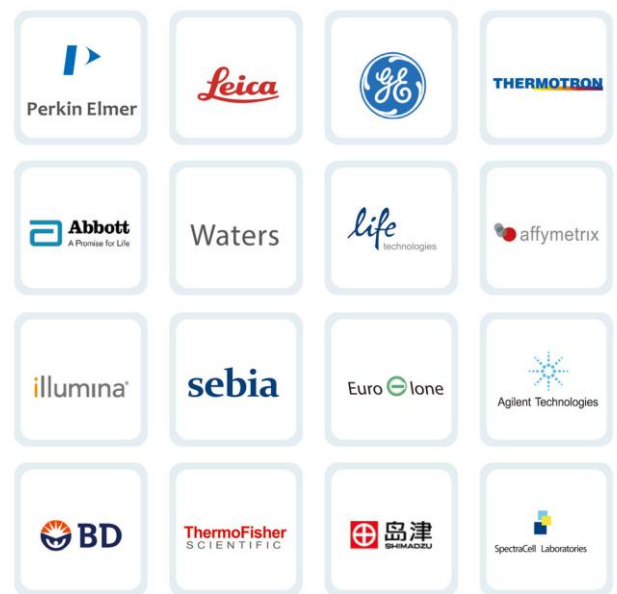
公司于 2015 年通过战略收购博圣生物布局优生遗传检测领域，全面渗透大妇幼健康领域的各级网络与实现诊断业务链融合。博圣生物是提供出生缺陷防控一站式综合解决方案的专业机构，以遗传病筛查和诊断技术为基础，集医学遗传领域项目运营、研发、销售与学科服务、患儿救助于一体的全国性的“出生缺陷防控”综合服务商，是中国出生缺陷防控领域的开拓者和领导者，在国内拥有强大的妇幼保健系统产业资源和广泛的妇幼保健医疗机构客户资源，并与国际顶尖技术的跨国公司：PerkinElmer、Waters、Leica、Affymetrix、illumina、Agilent 等建立战略合作，专注于提供产前筛查、产前诊断、新生儿遗传代谢病筛查，遗传诊断等项目的技术与服务，提供筛查与诊治一体化解决方案，每年的检测量达到 3500 万人份，累计受益人群超过 1 亿，减轻了 5 万多名出生缺陷患儿的社会负担，在业内享有较高的市场影响力。

图表 22. 博圣生物服务体系



资料来源：公司公告，中银证券

图表 23. 博圣生物战略合作伙伴



资料来源：公司公告，中银证券

随业务规模和市场渗透率的不断扩大，博圣生物的收入及利润贡献保持稳定上升趋势。2016 年实现营业收入 6.28 亿，营业利润 1.84 亿，净利润 1.43 亿，较上年度均有大幅增长。预期未来随市场接受度提高，将有更大增长潜力。

图表 24. 杭州博圣生物业绩承诺

(万元)	2015	2016	2017
业绩承诺	10,140	13,182	17,136.6
实际净利润	10,660.91	14,301.13	

资料来源：公司公告，中银证券

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仅以常规 4 种疾病为主，覆盖水平还处于较低水平。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。

### **利用分子诊断平台布局特检，并解决后端服务缺口痛点**

另外公司围绕已经建立的血液病诊断平台，在几大技术基础上进行了产品的重点研发和突破，包括血液病高通量测序产品、荧光定量 PCR 产品和 FISH 诊断产品等。并专门建立了血液病、实体瘤的特检营销团队，深入临床和血液病专科，为医院和患者提供更精准的诊断服务。

公司利用先进的分子诊断平台，在肿瘤、遗传、血液病及个体化用药等方面布局特检，检测项目不断扩增；同时开办遗传咨询师培训班及遗传咨询门诊，解决特检后端服务缺口。公司与国外多家知名高校及业内领先研究机构建立长期合作，推动技术产品化以及高端技术国产化，未来有望开拓新的增长空间。

### **创建基因健康产业生态圈，完善后端服务**

为解决检测后咨询服务的痛点，提高医学检验后端服务质量，公司在增大遗传咨询师培养力度的同时建设了基因小镇，力争打造以基因检测、健康管理为中心，融诊断咨询、研发制造、产业孵化、健康管理、大数据共享为一体的基因健康产业链生态圈，并建设成为浙江省乃至国家级的基因健康示范基地。该平台既是科普教育阵地，通过生命科技馆的展览展示，让更多青少年、市民接受基因与健康、环境与健康等科普教育；也是创业基地，可作为生物医药研发公共服务平台，吸收与引进创新技术团队或创业团队进行项目孵化或培育，进一步助推公司技术升级与产业集聚。

## 探索产业协同发展路径，构建“诊断+”新生态

### 健检业务：打造高端健康管理平台

迪安健检是公司立足于诊断为核心，对健康体检、健康管理、医疗服务的延伸体系，致力于健康产业领域的全面发展，2016年已开始贡献盈利。现已在浙江省内开设有5家机构：韩诺体检中心、温州美生体检中心、苍南体检中心、温州南山楼健康综合体以及全程国际医疗中心。

- 韩诺健检：获得医保资质，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。
- 美生健检：首家门店实现盈利，并在温州地区快速实现区域联动覆盖，3家门店均成为公务员体检定点机构。
- 苍南体检中心：与苍南县中医院合作，首创医疗健康PPP模式。
- 全程国际医疗中心：携手百大、解百等传统商贸企业共同打造基于“D2B2C”的高端健康管理平台，并依托邵逸夫的医疗资源打造集高端门诊中心、高端体检中心、医美中心、扩衰老中心等国际化医疗健康综合体，并将健康医疗、商业、体育等板块有机结合，成为具有品牌效应的健康领域新座标。

### 司法鉴定：以技术竞争力建立连锁化新模式

司法鉴定业务是公司创新性的检测平台，已具有较高的社会影响力与公信力。目前已有六家鉴定机构运行或在建，未来三年连锁机构布局有望超过10家。鉴定内容涵盖法医临床、法医物证、法医病理、法医毒物、痕迹鉴定、声像资料鉴定等。近两年，公司不断的引进高端鉴定专家，建立特色鉴定学科，比如图像鉴定类，是浙江省内唯一能够高水平独立展开声像检验、视频图像鉴定项目的鉴定机构，鉴定技术处于行业领先。

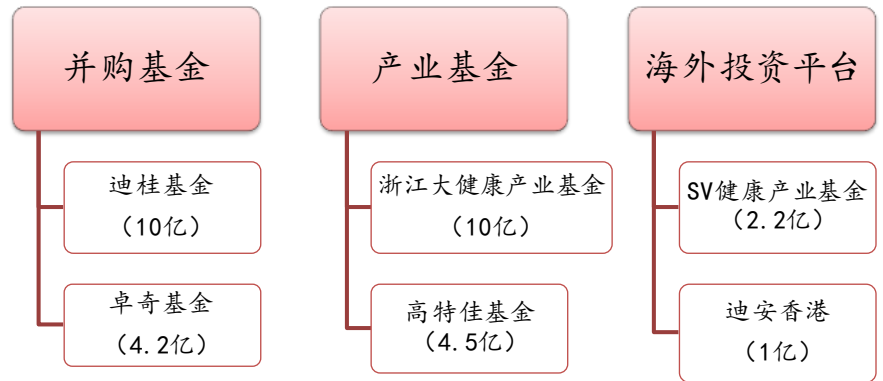
司法鉴定业务的发展基于鉴定类项目与鉴定范围的社会化程度逐步开放，随着政府在这领域政策及业务范围的不放宽，公司将推动以市场化服务模式与技术竞争力力争获得行业发展先机。

公司鉴定业务范围以三大类为基础，积极拓展环境损害鉴定等新领域。技术资源上，将倾力构建国内最大的全领域技术专家库，并将形成鉴识专家、宋慈学校、心理测试基地、鉴定智能助手等鉴定领域权威品牌运营模式，为司法鉴定从业群体、公检法以及相关领域人员提供全方位技术服务。

## 积极开展外延并购，多渠道融资保障增长动力

公司与其他投资机构或战略伙伴合作设立了多个并购产业基金，便于潜在标的的培育、孵化，提前布局有成长潜力的领域。

图表 25. 迪安诊断参与设立的投资平台



资料来源：公司公告，中银证券

虽然 2016 年公司加大并购力度，但资产负债水平并未大幅升高仍保持在 55% 左右；去年新增债务的平均成本为 3.89%，比上年有所下降。另外公司通过非公开发行及公司债等方式实现融资约 30 亿，且有 20 亿银行授信，并购资本充裕，利于公司下一步及时抓住并购时机扩大版图。

## 盈利预测及估值

预计 2017-2019 年净利润达 3.91、5.57、7.36 亿元，对应每股收益分别为 0.71、1.01、1.34 元，考虑公司是第三方检验行业标杆企业，且市场仍处于成长初期，未来几年内会保持连续高增长，且公司通过并购整合、完善产业链将拥有更大协同增值空间；除独立医学实验室业务的网络搭建，医院检验科托管和区域检验中心的建立会给公司注入新的活力；健康体检、司法检验、冷链物流等业务有望开拓新的市场，公司成长确定性较高，维持**买入**评级，目标价 41.10 元。

## 风险提示

- 诊断服务的质量控制风险，尤其是样本的质量控制风险。
- 快速复制及并购整合带来的管理风险。
- 技术人才流失的风险。



**损益表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	1,858	3,824	5,323	7,178	9,495
销售成本	(1,237)	(2,631)	(3,674)	(4,919)	(6,518)
经营费用	(392)	(724)	(1,085)	(1,425)	(1,892)
<b>息税折旧前利润</b>	<b>230</b>	<b>469</b>	<b>564</b>	<b>834</b>	<b>1,085</b>
折旧及摊销	(38)	(61)	(43)	(58)	(69)
<b>经营利润(息税前利润)</b>	<b>192</b>	<b>408</b>	<b>521</b>	<b>776</b>	<b>1,015</b>
净利息收入/(费用)	(23)	(34)	(51)	(75)	(71)
其他收益/(损失)	41	60	57	51	50
<b>税前利润</b>	<b>210</b>	<b>434</b>	<b>528</b>	<b>752</b>	<b>994</b>
所得税	(32)	(96)	(116)	(165)	(219)
少数股东权益	4	75	21	29	39
<b>净利润</b>	<b>175</b>	<b>263</b>	<b>391</b>	<b>557</b>	<b>736</b>
<b>核心净利润</b>	<b>177</b>	<b>267</b>	<b>395</b>	<b>560</b>	<b>740</b>
每股收益(人民币)	0.648	0.477	0.710	1.011	1.336
核心每股收益(人民币)	0.657	0.484	0.716	1.017	1.342
每股股息(人民币)	0.113	0.000	0.121	0.167	0.220
收入增长(%)	39	106	39	35	32
息税前利润增长(%)	32	113	28	49	31
息税折旧前利润增长(%)	34	104	20	48	30
每股收益增长(%)	7	(26)	49	42	32
核心每股收益增长(%)	8	(26)	48	42	32

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**现金流量表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	210	434	528	752	994
折旧与摊销	38	61	43	58	69
净利息费用	23	34	51	75	71
运营资本变动	(50)	(180)	(3)	(593)	117
税金	(28)	(21)	(116)	(165)	(219)
其他经营现金流	(62)	(196)	(68)	(437)	70
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>131</b>	<b>132</b>	<b>435</b>	<b>(311)</b>	<b>1,102</b>
购买固定资产净值	0	2	144	181	131
投资减少/增加	(531)	(1,572)	40	36	35
其他投资现金流	(194)	(283)	(223)	(388)	(264)
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>(725)</b>	<b>(1,853)</b>	<b>(40)</b>	<b>(172)</b>	<b>(99)</b>
净增权益	(30)	0	(66)	(92)	(121)
净增债务	519	301	413	623	(643)
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	26	1,700	(668)	81	(171)
<b>融资活动产生的现金流</b>	<b>515</b>	<b>2,028</b>	<b>(269)</b>	<b>715</b>	<b>(714)</b>
现金变动	(79)	307	126	232	290
期初现金	309	230	539	665	897
公司自由现金流	(594)	(1,721)	395	(483)	1,004
权益自由现金流	(52)	(1,386)	859	215	432

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**资产负债表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	236	550	671	904	1,195
应收帐款	638	1,442	1,371	2,512	2,594
库存	202	464	364	807	751
其他流动资产	68	116	107	223	207
<b>流动资产总计</b>	<b>1,145</b>	<b>2,572</b>	<b>2,513</b>	<b>4,445</b>	<b>4,747</b>
固定资产	283	522	623	746	808
无形资产	12	14	13	12	12
其他长期资产	422	847	1,149	1,465	1,720
<b>长期资产总计</b>	<b>717</b>	<b>1,382</b>	<b>1,785</b>	<b>2,223</b>	<b>2,540</b>
<b>总资产</b>	<b>2,292</b>	<b>5,718</b>	<b>5,641</b>	<b>7,722</b>	<b>8,073</b>
应付帐款	338	649	749	1,180	1,315
短期债务	571	664	1,350	1,686	1,341
其他流动负债	232	566	330	582	636
<b>流动负债总计</b>	<b>1,141</b>	<b>1,879</b>	<b>2,429</b>	<b>3,448</b>	<b>3,291</b>
长期借款	80	1,076	277	651	471
其他长期负债	12	217	79	103	133
股本	270	551	551	551	551
储备	657	1,566	1,826	2,461	3,080
<b>股东权益</b>	<b>927</b>	<b>2,117</b>	<b>2,377</b>	<b>3,012</b>	<b>3,631</b>
少数股东权益	132	458	479	508	547
<b>总负债及权益</b>	<b>2,292</b>	<b>5,718</b>	<b>5,641</b>	<b>7,722</b>	<b>8,073</b>
每股帐面价值(人民币)	3.43	3.84	4.31	5.47	6.59
每股有形资产(人民币)	3.39	3.82	4.29	5.44	6.57
每股净负债/(现金)(人民币)	1.56	0.74	1.26	1.97	0.28

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**主要比率(%)**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	12.4	12.3	10.6	11.6	11.4
息税前利润率(%)	10.3	10.7	9.8	10.8	10.7
税前利润率(%)	11.3	11.4	9.9	10.5	10.5
净利率(%)	9.8	10.8	8.1	8.6	8.6
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.0	1.4	1.0	1.3	1.4
利息覆盖率(倍)	8.5	12.1	10.3	10.4	14.2
净权益负债率(%)	39.7	46.6	33.7	40.9	15.0
速动比率(倍)	0.8	1.1	0.9	1.1	1.2
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	43.7	59.3	39.9	28.0	21.2
核心业务市盈率(倍)	41.2	37.4	35.8	25.2	19.1
目标价对应核心业务市盈率(倍)	59.9	54.3	52.0	36.6	27.7
市净率(倍)	8.3	7.4	6.6	5.2	4.3
价格/现金流(倍)	58.2	117.9	35.9	(50.2)	14.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	69.7	34.1	28.9	20.0	14.5
<b>周转率</b>					
存货周转天数	42.9	46.2	41.1	43.4	43.6
应收帐款周转天数	100.4	99.3	96.4	98.7	98.1
应付帐款周转天数	51.1	47.1	47.9	49.0	47.9
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	16.6	0.0	15.4	14.9	14.9
净资产收益率(%)	22.7	27.1	19.2	22.8	24.5
资产收益率(%)	9.6	7.9	7.2	9.1	10.0
已运用资本收益率(%)	3.4	2.2	2.2	2.7	3.1

资料来源: 公司数据及中银证券预测

## 研究报告中所提及的有关上市公司

迪安诊断 (300244.CH/人民币 28.30, 买入)

以2017年4月27日当地货币收市价为标准  
本报告所有数字均四舍五入

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；  
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；  
未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371