

迪安诊断(300244)/医疗服务

检验科产业链中即将崛起的新“霸主”

评级：买入(首次)

市场价格：30.6

目标价格：38

分析师：江琦

执业证书编号：S0740517010002

电话：021-20315150

Email: jiangqi@r.qlzq.com.cn

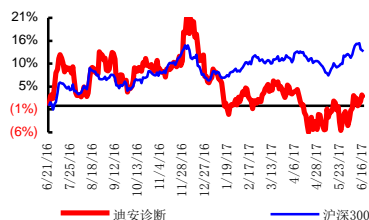
联系人：谢木青

电话：021-20312302

Email: xiemq@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	551
流通股本(百万股)	331
市价(元)	30.6
市值(百万元)	16,862
流通市值(百万元)	10,123

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1858.18	3823.98	5294.92	6689.33	8525.97
增长率 yoy%	39.18%	105.79%	38.47%	26.33%	27.46%
净利润	174.79	262.76	374.39	526.10	734.27
增长率 yoy%	40.30%	50.33%	42.48%	40.52%	39.57%
每股收益(元)	0.32	0.48	0.68	0.95	1.33
每股现金流量	0.49	0.24	0.34	0.71	1.01
净资产收益率	18.86%	12.59%	15.29%	17.69%	19.80%
P/E	96.46	64.17	45.04	32.05	22.96
PEG	2.39	1.28	1.06	0.79	0.58
P/B	8.91	8.08	6.89	5.67	4.55

投资要点

- 我们认为迪安诊断是国内 A 股中优质且稀缺的标的：1、稀缺性：公司过去连续五年业绩增速超过 40%，且熊市中战略布局并不随股价下跌而放慢；2、分级诊疗是十三五医改最重要的政策，迪安诊断 70% 客户来自于一二级医院，我们认为有望直接受益于政策发展；3、上市后两大变化：(1) 独立医学实验室由 4 家增加到 31 家的快速扩张，预计 2017 年覆盖所有省份；(2) 由罗氏浙江最大的代理发展成全国最大的代理，在人才与业务上相互融合协同，进一步促进实验室的发展。
- 国内检验外包率 3.84% 远低于国外 35%。根据卫计委数据，我们计算出国内当前外包率仅 3.84%，对比国外第三方实验室发展进程，我国仍处于发展初期，未来在政府控费等一系列政策引导下，外包率有望进一步提升，其中分级诊疗作为医改最重要政策，有望带来基层检验量的大幅上升，外包需求增强，我们假设 2019 年外包率达 10%，则独立医学实验室市场有望达到 250 亿元。
- 渠道代理+服务外包+合作共建，“三段式”商业模式抢占行业制高点。公司的商业模式涵盖了目前市场上出现的包括集采、托管、第三方检测等多种形式。上游产品端凭借下游产品使用者身份获得上游产品议价权，下游通过战略投资经销商，获得终端渠道资源，成为检验科全产业链的新霸主。
- 公司连锁实验室全国布局加速，我们预计公司有望于 2017 年完成省级中心的布局，3 年内有望建成 30 家左右的区域检验所。公司 2016 年新增实验室 10 家，实验室网络布局达到 31 家，其中 12 家已经开始盈利。从实验室建设周期来看，2014-2015 年新建的实验室有望于 2017-2018 年盈利，为未来三年利润增长打下基础，我们认为随着盈利实验室增多，诊断服务业务占比有望扩大。
- 罗氏是公司的金矿。公司战略投资多地区的罗氏代理商，收获多个经营经验和渠道资源丰富的地区中心管理人才；同时罗氏在中国的销售额中 26% 来自于迪安，迪安已成为罗氏国内最大代理商，每年向罗氏采购金额占总采购额比例 30%，成本优势有望进一步扩大，两者之间强强联手，利益绑定。
- 盈利预测与估值：我们预计 2017-2019 年公司收入 52.95、66.89、85.26 亿元，同比增长 38.47%、26.33%、27.46%，归属母公司净利润 3.74、5.26、7.34 亿元，同比增长 42.48%、40.52%、39.57%，对应 EPS 为 0.68、0.95、1.33。目前公司股价对应 2017 年 45 倍 PE，考虑到公司管理层执行力强，新建实验室有望快速进入收获期，整体盈利能力持续提高，我们给予公司 2018 年 40 倍 PE，目标价 38 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：实验室盈利时间不达预期风险，质量控制风险，应收账款管理风险。

内容目录

检验巨头迎来最好的发展时期.....	- 4 -
技术创新+模式创新，打造医学诊断整体化服务提供商.....	- 4 -
国内检验外包率 3.84% 远低于国外 35%，提升空间较大.....	- 7 -
分级诊疗落地实施有望带来检验外包率提高，迪安诊断有望直接受益.....	- 10 -
差异化优势：从第三方检验服务拓展到检验科打包共建新模式.....	- 12 -
中心实验室+区域检验中心+合作共建三级联动，形成“打包”新业态.....	- 12 -
连锁化实验室全国布局加速，运营体系逐渐成熟.....	- 15 -
布局上游精准诊断，多服务平台提高检验深度.....	- 18 -
母婴检测+肿瘤+质谱，丰富特检项目提高竞争优势.....	- 18 -
健康体检+司法鉴定，检测服务多元化发展.....	- 20 -
金域即将上市，未来和迪安有望共同做大第三方实验室市场.....	- 22 -
盈利预测与估值.....	- 25 -
盈利预测.....	- 25 -
投资建议.....	- 26 -
风险提示.....	- 27 -

图表目录

图表 1：迪安诊断股权结构.....	- 4 -
图表 2：迪安诊断由代理商到综合服务商的转型之路.....	- 4 -
图表 3：迪安诊断历次融资情况.....	- 5 -
图表 4：迪安诊断上市以来分红情况.....	- 5 -
图表 5：迪安诊断两次员工持股计划情况.....	- 5 -
图表 6：迪安诊断高管增减持情况.....	- 5 -
图表 7：迪安诊断产品和服务收入占比变化.....	- 6 -
图表 8：迪安诊断产品和服务毛利占比变化.....	- 6 -
图表 9：2016 年营收实现翻倍增长.....	- 6 -
图表 10：公司净利润增速保持在 40%左右.....	- 6 -
图表 11：公司服务毛利率高于产品毛利率.....	- 7 -
图表 12：迪安诊断利润率变化情况.....	- 7 -
图表 13：迪安诊断大健康产业链布局.....	- 7 -
图表 14：美国独立医学实验室发展历程.....	- 8 -
图表 15：中国检验外包率的测算.....	- 8 -
图表 16：Quest 收入利润规模及外延情况（百万美元）.....	- 9 -
图表 17：LabCorp 收入利润规模及外延情况（百万美元）.....	- 10 -
图表 18：分级诊疗政策进入落地阶段.....	- 11 -
图表 19：2016 年 1-6 月一级医院诊疗人次增长显著.....	- 11 -
图表 20：分级诊疗实施落地前后检验科产业链发生较大变化.....	- 12 -
图表 21：独立医学实验室市场空间测算.....	- 12 -
图表 22：迪安诊断商业模式进化阶段.....	- 13 -

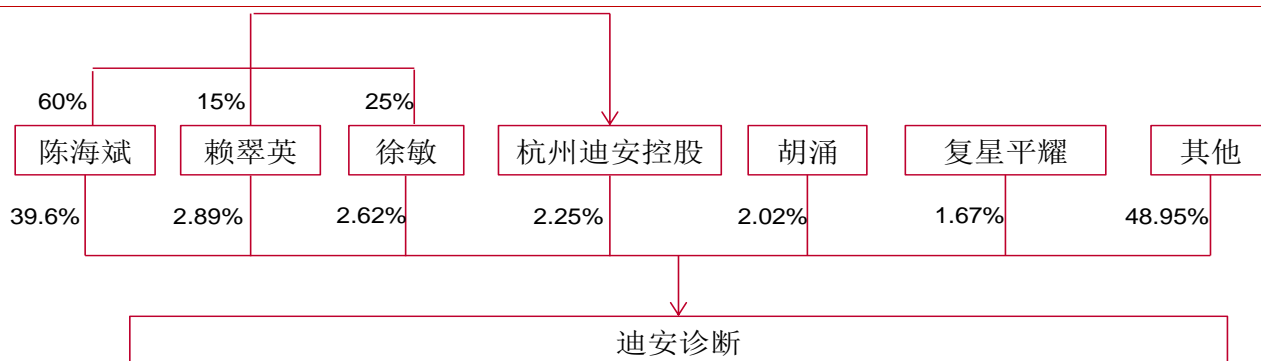
图表 23: 迪安诊断经销商整合情况.....	- 14 -
图表 24: 迪安诊断获得罗氏在中国多地代理权.....	- 14 -
图表 25: 罗氏中国 26% 销售额来自迪安诊断.....	- 14 -
图表 26: 深海冷链物流硬件设施及运营情况.....	- 15 -
图表 27: 迪安诊断每年新增实验室数量.....	- 16 -
图表 28: 迪安诊断全国实验室网络布局.....	- 16 -
图表 29: 上海迪安收入利润变化 (单位: 百万元).....	- 16 -
图表 30: 南京迪安收入利润变化 (单位: 百万元).....	- 16 -
图表 31: 北京迪安收入利润变化 (单位: 百万元).....	- 17 -
图表 32: 杭州迪安收入利润变化 (单位: 百万元).....	- 17 -
图表 33: 迪安诊断各地区检验所持股比例及盈利情况.....	- 17 -
图表 34: 博圣生物股权结构.....	- 18 -
图表 35: 博圣生物出生缺陷防控一站式综合解决方案.....	- 19 -
图表 40: 全国各地肿瘤试点分布.....	- 19 -
图表 41: 凯莱谱商业模式.....	- 20 -
图表 42: 凯莱谱中心实验室检测业务平台.....	- 20 -
图表 43: 迪安诊断体检业务的发展.....	- 21 -
图表 44: 迪安诊断司法鉴定业务模式.....	- 21 -
图表 45: 国内独立医学实验室规模较大四家企业.....	- 22 -
图表 46: 金城检测全国布局情况.....	- 23 -
图表 47: 金城检测营收利润情况.....	- 23 -
图表 48: 2012 年金城检测检验类别占比.....	- 23 -
图表 49: 2012 年迪安诊断检验类别占比.....	- 23 -
图表 50: 2016 年金城检测全国各区域收入占比.....	- 24 -
图表 51: 2016 年迪安诊断全国各区域收入占比.....	- 24 -
图表 52: 迪安检验服务毛利率高于金城.....	- 24 -
图表 53: 迪安净利率水平高于金城.....	- 24 -
图表 54: 金城检验历年融资情况 (单位: 亿元).....	- 25 -
图表 55: 迪安诊断产品分拆预测 (单位: 百万元).....	- 26 -
图表 56: 可比公司估值.....	- 27 -
图表 57: 迪安诊断财务报表预测.....	- 28 -

检验巨头迎来最好的发展时期

技术创新+模式创新，打造医学诊断整体化服务提供商

- 迪安诊断是独立第三方医学诊断服务平台，主要向各级医疗卫生机构提供以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，也是目前A股中唯一一家纯正的独立医学实验室标的。公司股权相对集中，董事长陈海斌先生通过直接和间接持有公司40.95%的股权。

图表 1：迪安诊断股权结构



来源：公司 2016 年年报，中泰证券研究所

- **IVD 代理商逐步向综合服务商的成功转型。**公司创立初期主要是罗氏产品的代理商，2004 年公司第一家独立医学实验室成功设立，标志着公司由单纯的产品代理向下游检验外包服务转型，2007 年第一家省外实验室成立，开启了全国连锁化布局之路，2011 年公司上市后充分利用资本市场优势，迅速扩大服务范围（司法鉴定、体检等），并通过合作、外延的方式向上游延伸，一跃成为国内领先的技术创新者，进一步扩大服务的广度和深度。

图表 2：迪安诊断由代理商到综合服务商的转型之路



来源：公司官网，中泰证券研究所

- 上市多年仅一次定增，实际控制人认购 57.69%，员工持股认购 12%。公司主要业务独立医学实验室的全国多点布局需要大量的资金支持，其他包括实验室共建、上游特检项目研发等也需要资金。上市以来共计 3 次融资，除 IPO 外分别是通过定增和发债来实现，融资目的除了 IPO 时的实验室扩建和新增，主要用于补充流动资金。

图表 3：迪安诊断历次融资情况

方式	融资总额 (亿元)	融资净额 (亿元)	发行对象	募资用途	发行价格 (元/股)	发行价格 (元/股, 复权)	
2011年	IPO	3.01	2.7	二级市场	1、实验室的扩建与新增； 2、信息化管理平台改进	23.5	4.19
2016年	定增	10.03	9.87	陈海斌57.69%，迪安控股 19.23%，员工持股 11.54%，中信资管11.54%	补充流动资金	29.68	16.43
2016年	发债	8	8	-	补充流动资金	100	-

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 上市以来每年现金分红，累计分红率达 14%，同时高管多次增持，彰显对公司发展信心。公司自 2011 年上市以来每年进行现金分红，截止至 2016 年报告期，累计分红率 13.54%；与此同时，上市以来大股东多次增持股票，两期员工持股（一次定增，一次回购）彰显对公司未来发展的信心。

图表 4：迪安诊断上市以来分红情况

报告期	每股派息（元，含税）	现金分红总额（百万元）	占当期净利润比重	每股转增（股）
2011	0.3	15.33	36.87%	0.8
2012	0.1	9.2	15.49%	0.3
2013	0.2	23.91	26.56%	0.7
2014	0.1	20.56	16.08%	0.3
2015	0.1	30.37	16.99%	0.8
2016	0.025	13.78	4.08%	-

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 5：迪安诊断两次员工持股计划情况

年份	股份来源	持股数量	成交均价
2015年	定增	390万	29.68元/股（16.43元/股，复权）
2016年	回购	505万	31.00元/股

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 6：迪安诊断高管增减持情况

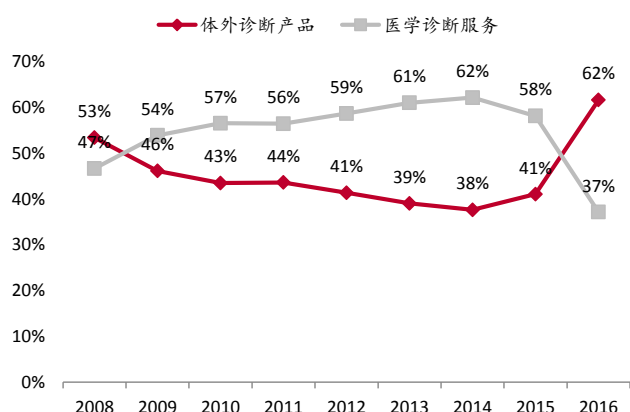
日期	股东增减持
2015年8月	公司实际控制人陈海斌先生分三次通过定向资产管理计划增持公司股份80.82万、20万和10万股，占公司总股本的0.41%
2015年9月	公司董事、副总经理、财务总监兼董事会秘书徐敏女士通过二级市场增持公司股份110,000股，成交均价47.44元/股，占公司总股份的0.04%
2016年1月	公司董事、副总经理、财务总监兼董事会秘书徐敏女士通过二级市场增持公司股份60,000股，成交均价49.54元/股，占公司总股份的0.02%
2016年2月	董事长参与认购定增股份1950万股，占总定增股份的57.69%

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 短期产品端发展快于服务端，长期服务占比将进一步提升，回到主力地

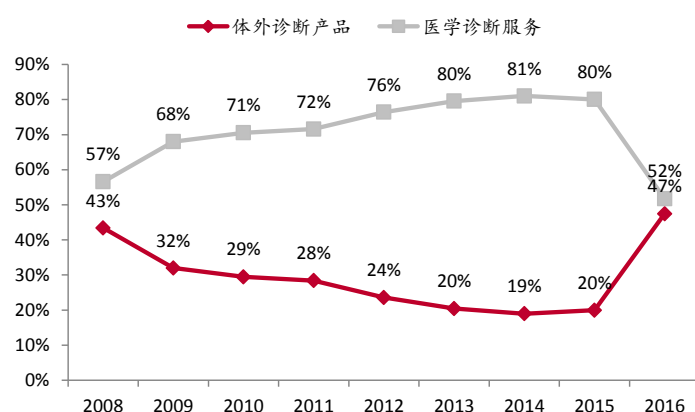
位。公司业务主要分为四个板块：体外诊断产品、医学诊断服务、健康体检和冷链物流，健康体检和冷链物流均处于培育期。从公司业务构成来看，2015 年诊断服务收入占比约 58%，2016 年诊断产品收入占比迅速上升的 62%，主要原因在于连锁化实验室仍处于扩张期，大多实验室运营时间较短，而 2015-2016 年公司在渠道整合的过程中，战略投资了多家 IVD 代理商（包括罗氏等在其他省份的经销商），并表收入使得产品收入占比迅速上升，但是从毛利部分来看，服务仍是利润的主要来源。我们预计产品收入占比高于服务收入的情况中短期仍将持续，但是随着省级/区域检验中心布局完善并陆续开始盈利，服务将是公司增长更快的业务，未来成为利润的主要贡献者。

图表 7：迪安诊断产品和服务收入占比变化



来源：wind，中泰证券研究所

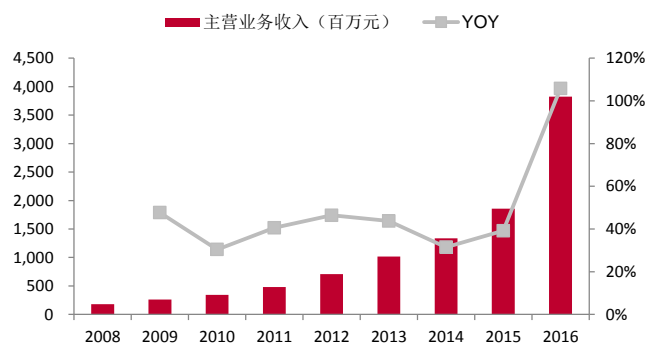
图表 8：迪安诊断产品和服务毛利占比变化



来源：wind，中泰证券研究所

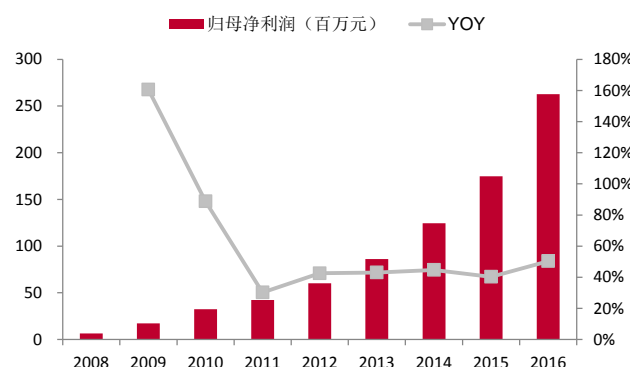
- 收入利润持续保持 30-40% 高增长，短期整合渠道商有贡献，长期内生增长将更快。从公司近年来收入和利润的增长情况来看，公司收入端一直保持 30% 以上增长，2016 年翻倍增长（106%）主要是因为公司在 2016 年新增了 5 家经销商并表，同时 2015 年下半年并表的两家经销商在 2016 年也实现了全年并表。经销商并表业务主要是 IVD 产品代理，毛利率低于诊断服务（代理产品毛利率平均在 20% 左右，诊断服务毛利率在 40% 以上），因此虽然经销商并表带来收入大幅增长，但公司整体毛利率微幅下降。长期来看，我们认为随着服务占比提高，公司整体毛利率有望缓慢回升。

图表 9：2016 年营收实现翻倍增长



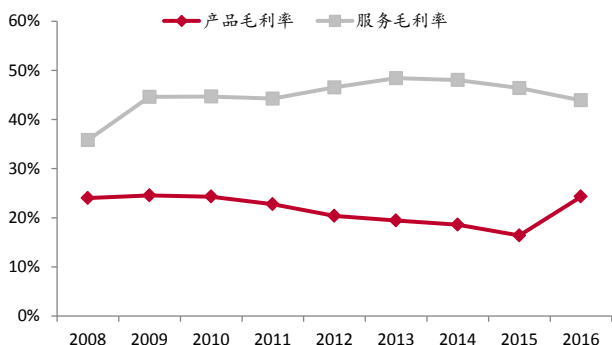
来源：wind，中泰证券研究所

图表 10：公司净利润增速保持在 40% 左右



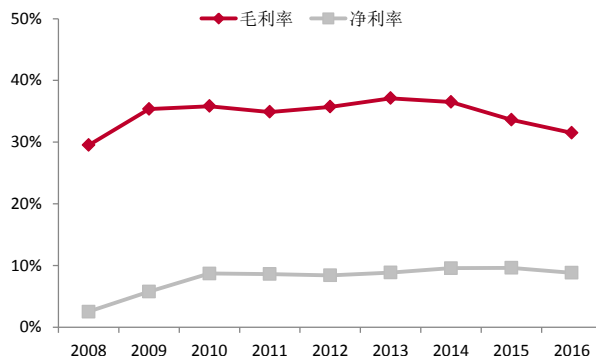
来源：wind，中泰证券研究所

图表 11：公司服务毛利率高于产品毛利率



来源：wind，中泰证券研究所

图表 12：迪安诊断利润率变化情况



来源：wind，中泰证券研究所

- 整体来说，我们认为公司已在检验科产业链各个环节发力，上游布局基因、质谱等高科技产品以增强公司特检实力，中游不断探索打包业务新模式以应对新医改的各项政策并借此扩大市场份额，下游立足全国连锁化第三方诊断平台并向司法鉴定、体检的广义检验服务延伸，各链条间辅以冷链物流、移动医疗、投融资平台等工具，公司检验科产业链“霸主”地位初显。

图表 13：迪安诊断大健康产业链布局



来源：公司官网，中泰证券研究所

国内检验外包率 3.84% 远低于国外 35%，提升空间较大

- 我国正处于独立医学实验室发展早期。参考美国独立医学实验室发展历程，我们可以看到实验室最早出现在医疗开支快速增长期，政府开始提出“合理利用资源，减少医疗开支”，随着医疗支出大幅增长，政府支付和商业医保纷纷修改政策，这一阶段促使美国的外包率提高到 20%。反观国内，我们认为现阶段类似于美国的实验室早期发展阶段，分级诊疗等新医改政策正是为了合理利用资源，降低医疗开支，根据卫计委统计

数据，2015年全国公立医院检验市场总规模接近2000亿元，我们测算出当前检验外包率仅3.84%，与国外35%左右外包率有着较大差距。

图表 14：美国独立医学实验室发展历程

<ul style="list-style-type: none"> ➢ 接近一半的医院设立了专门的临床检验实验室，由技术实力较强、设备较齐全的医院承接其他医院的检验项目； ➢ 这类早期独立实验室的雏形约占14%左右的临床检验市场份额 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 国民医疗开支快速增长，美国政府推出“合理利用资源，减少医疗开支”的策略，促使各类医疗卫生机构将诊断服务外包； ➢ 检验技术高速发展，独立医学实验室的规模化运营优势凸显； ➢ LabCorp的前身National Health Laboratories和Quest的前身MetPath出现 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 年医疗总支出持续大幅增长，政府和商业医保先后修改政策，医院将更多的检验项目外包给运营成本更低的独立医学实验室； ➢ 医院附属实验室占临床检验市场60%左右份额，私人诊所实验室占20%左右，而独立医学实验室占20%左右 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 美国于1988年通过了《临床实验室改进修正案》，极大地提高了私人诊所实验室进行临床检验的成本； ➢ 独立医学实验室占据临床检验市场36%的市场份额，医院附属实验室占56%的份额，私人诊所实验室下降到8% 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 美国的医学诊断服务行业逐步发展成熟，监督管理体制不断完善，出现兼并收购的高潮，市场集中度提高，Quest和LabCorp两家的经营规模最大，均可开展3,000余项的诊断项目； ➢ 独立医学实验室份额稳定在35%左右
1920-50s	1950-60s	1960-80s	1980-90s中期	1990s中期至今

来源：迪安诊断招股说明书，中泰证券研究所

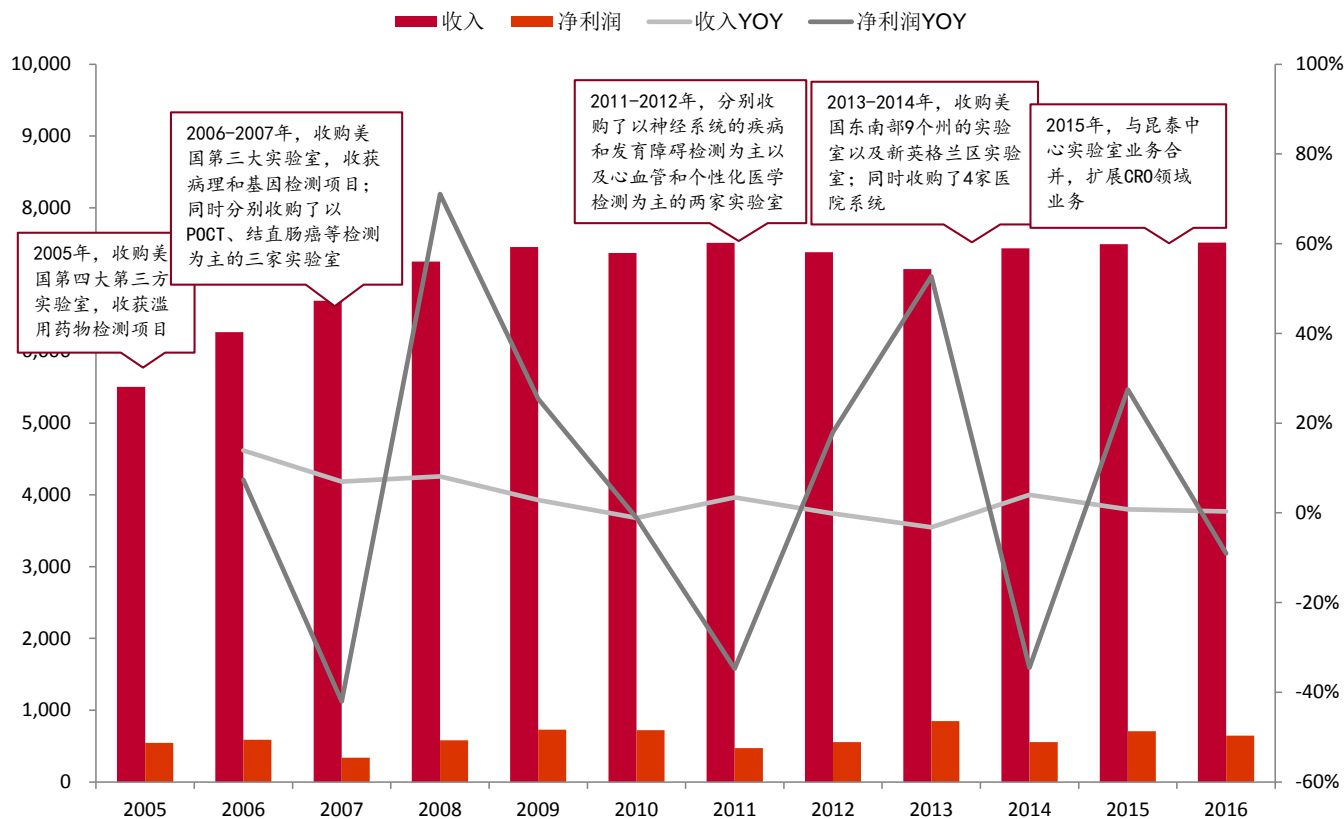
图表 15：中国检验外包率的测算

	三级医院	二级医院	一级医院
机构数	1833	5854	2630
平均每所医院医疗总收入（万元）	60658	8972	916
医院医疗总收入（亿元）	11118.61	5252.21	240.91
IVD占比		11%	
2015年亿元检验市场总规模（亿元，假设医院检验市场年增长率7%）		1955.20	
2015年ICL市场规模（亿元）		75	
2015年ICL外包率		3.84%	

来源：卫计委，中泰证券研究所

- 检验外包服务企业集中度提升+特色项目丰富，成就美国两大独立医学实验室巨头。结合美国两大独立医学实验室巨头的成长路径和外延并购战略，我们认为诊断服务类企业的发展方向：1、产业链的整合，比如CRO业务拓展；2、追求高精尖项目检验，比如微生物检测、肿瘤检测、基因检测等：

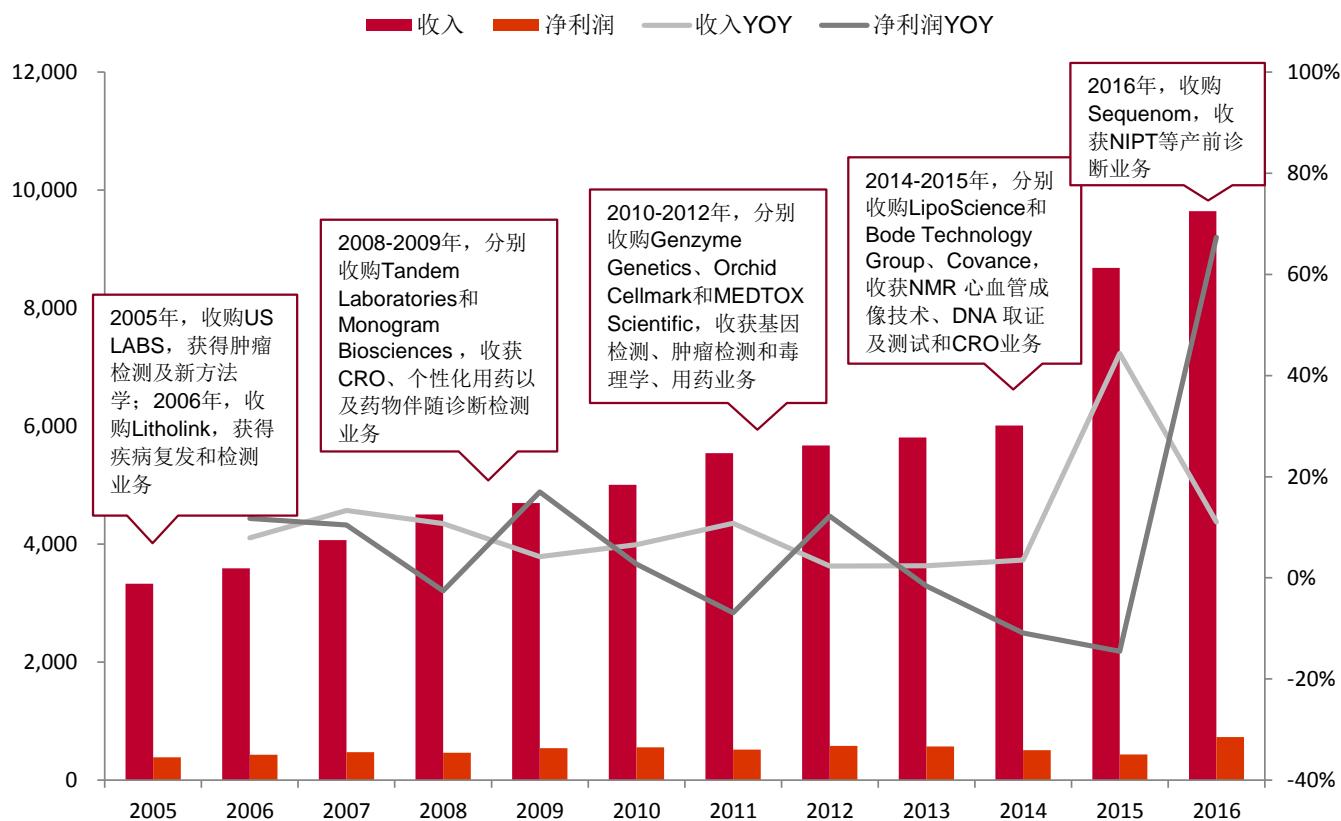
- **Quest**：倾向于收购实验室资产，实现检验项目丰富和服务范围扩大。根据Quest年报信息，Quest早在1998年开始通过外延方式扩展实验室规模，收购了包括美国佛罗里达州、科罗拉多州、弗吉尼亚州和加利福尼亚州等地规模领先的实验室，并于2005年和2007年收购美国总规模第四和第三的连锁实验室Labone和AmeriPath，保持检验收入的稳定增长；同时收购了多家拥有特色项目的实验室，包括POCT、癌症检测、个体化医学等，以提高公司的利润率水平。2016年Quest收入规模达到75亿美元，利润规模6.45亿美元，净利率8.58%。

图表 16: Quest 收入利润规模及外延情况 (百万美元)


来源: Quest 历年年报, 中泰证券研究所

- LabCorp: 倾向于收购拥有新项目的检验技术型企业。** LabCorp 自 2000 年开始通过外延等方式收获了病理诊断 (US labs、PA labs)、基因检测 (Bode、Lipo、Genzyme、Path、Esoterix) 等特色检验项目, 2015 年凭借 2014 年底以 61 亿美元收购 CRO 企业 Covance 开始在收入规模上超越 Quest, 但是从利润规模上两者不相上下。2016 年 LabCorp 收入规模高达 96 亿美元, 利润规模 7.32 亿美元, 净利率和 Quest 接近, 为 7.59%。

图表 17: LabCorp 收入利润规模及外延情况 (百万美元)



来源: LabCorp 历年年报, 中泰证券研究所

分级诊疗落地实施有望带来检验外包率提高, 迪安诊断有望直接受益

- 2015 年国务院和国家卫计委分别发布《国务院办公厅关于推进分级诊疗制度建设的指导意见》和《关于推进分级诊疗试点工作的通知》, 要求到 **2017 年, 分级诊疗政策体系逐步完善, 2020 年, 基本建立符合国情的分级诊疗制度**。追溯来说, 1997 年中共中央和国务院首提双向转诊制度, 20 年来分别从基药基层运行、社区服务、村医签约和养老、慢病诊治等方面为 2015 年分级诊疗政策明确提出作铺垫, 2013 年开始进入分级诊疗相关政策的密集发布期, 我们认为这意味着分级诊疗配套政策基本完善, **2017 年分级诊疗有望实质性落地**。

图表 18：分级诊疗政策进入落地阶段



来源：中国政府网，卫计委，中泰证券研究所

- **分级诊疗试点区域效果显著。**根据卫计委的数据统计，我们看到 2016 年 1-11 月一级医院诊疗人次增长 15.6%，而二级和三级医院分别仅增长了 4.9%和 7.9%，出院人数中一级医院 19%的增长也显著高于二、三级医院，这也证实了分级诊疗执行情况良好，由于 2016 年仅在部分区域试点分级诊疗政策，我们预计在全国全面推行后，效果会更显著。

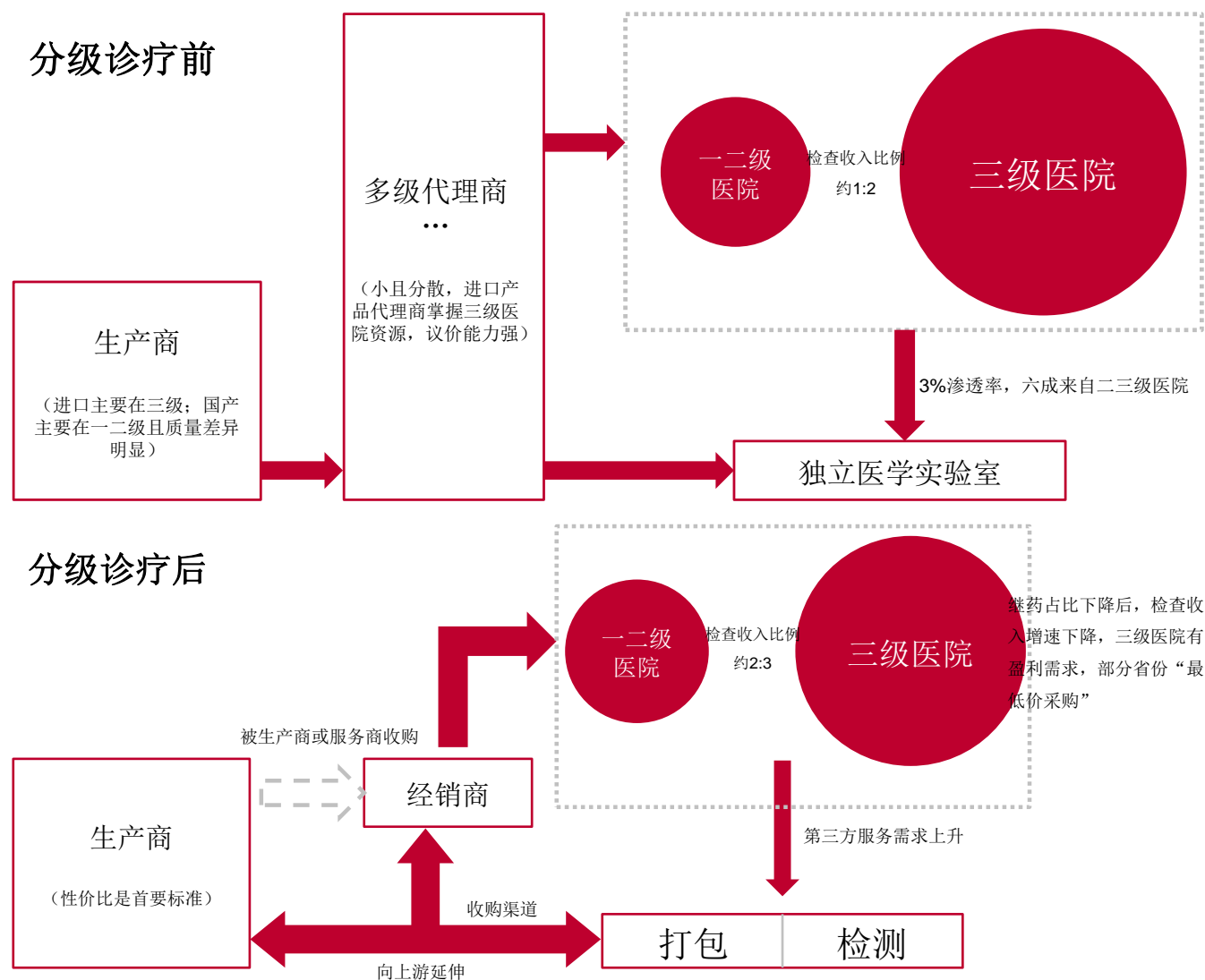
图表 19：2016 年 1-11 月一级医院诊疗人次增长显著

2016年1-11月	诊疗人次增长	出院人数增长
三级医院	7.9%	11.5%
二级医院	4.9%	7.0%
一级医院	15.6%	19.0%

来源：卫计委，中泰证券研究所

- **分级诊疗实施后检验科对打包/第三方检测服务的需求大幅上升。**分级诊疗出台落地时间点恰好伴随着新医改的深入，政策间的相互影响将对检验科整体产业链产生极大影响，较明显的就是中游渠道和下游第三方实验室：中游流通企业将由传统经销逐渐向综合服务倾斜，当前多且分散的代理商由于掌握了大部分终端资源，在耗材两票制、终端检查降价等影响下可能逐渐被生产、流通服务、第三方检测企业整合，未来集中度会进一步提高；下游由于一二级医院检测能力的匮乏导致对区域检验中心的需求提高，三级医院处于成本端的控制，也会提高对第三方检测服务的需求。

图表 20：分级诊疗实施落地前后检验科产业链发生较大变化



来源：中泰证券研究所

- 综合我国医改背景和行业发展阶段，我们假设 2019 年检验外包率达 10%（鉴于美国在政府控费和商业保险共同发展下外包率达 20%，我们只考虑政府控费情况），测算出 2019 年独立医学实验室市场有望达 250 亿元左右，我们认为迪安诊断作为国内独立医学实验室龙头企业之一，同时积极探索各种打包新模式及扩展服务范畴，将直接受益于分级诊疗带来的政策及独立医学实验室行业红利。

图表 21：独立医学实验室市场空间测算

	2015	2016	2017	2018	2019
医院检验市场 (亿元)	1955	2092	2238	2395	2563
外包率假设	3.84%	4%	5%	8%	10%
ICL 市场规模 (亿元)	75	84	112	192	256

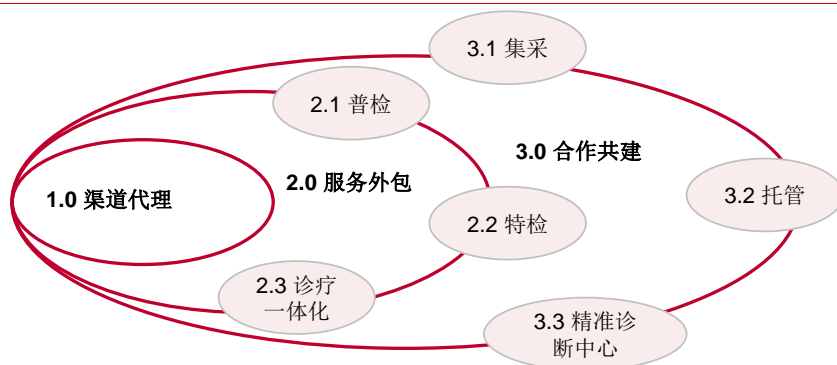
来源：卫计委，中泰证券研究所

差异化优势：从第三方检验服务拓展到检验科打包共建新模式

中心实验室+区域检验中心+合作共建三级联动，形成“打包”新业态

- **渠道代理+服务外包+合作共建，“三段式”商业模式抢占行业制高点。**
公司的商业模式进化历经三个阶段，1.0 版的渠道代理业务、2.0 版的诊断外包服务、3.0 版的合作共建模式，现阶段三种商业模式互为补充有效满足各级医疗机构客户的服务需求。
 - 渠道代理业务依托渠道资源，代理产品线更侧重于增加对高端诊断技术平台的选择与技术服务提供，包括 PCR 试剂、质谱试剂等；
 - 诊断外包服务的业务重心更趋向于特检上量，形成普检+特检+诊疗一体化模式，这也是公司最擅长的模式；
 - 合作共建业务起始于集采配送，公司更倾向于提供检验科/病理科整体打包共建模式（目前合作共建实验室预计在 200+家左右），与区域龙头医院或医联体单位合作共建区域中心实验室（已有 5 家，未来发展重心之一），并通过提供“专家资源+技术平台+临床推广+学科建设”等服务，推动与大型三甲医院合作共建精准医疗中心模式（邵逸夫医院等）。

图表 22：迪安诊断商业模式进化阶段



来源：公司年报，中泰证券研究所

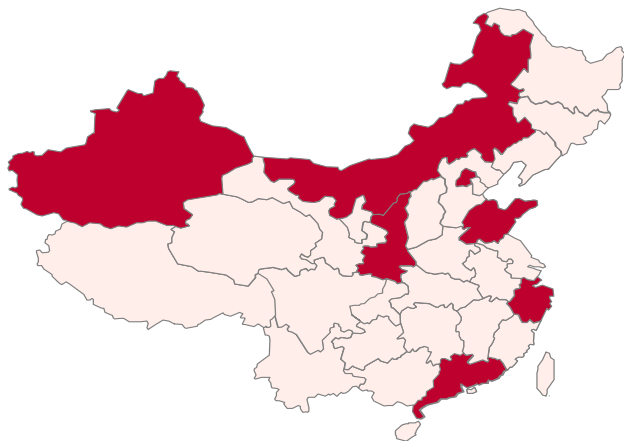
- IVD 行业整体进入集中采购或打包模式阶段，以“供应链管理+增值服务”成为行业普遍竞争模式，不管是独立第三方实验室、区域医检所、检验科集成业务等核心目的都是对检验科的打包，差别在于留在院内还是送到院外，公司立足于中心实验室，同时顺应分级诊疗等政策趋势，自 2015 年起，先后战略投资了北京、新疆、金华等区域的经销商，借助经销商渠道资源积极探索包括区域检验中心、检验科集成业务等“打包”业务。我们认为公司整合的经销商多为从业多年、经验丰富的专业人才，在负责区域拥有强大的渠道资源，除了为公司带来丰厚的并表收益，还为公司收获了管理人才以及模式异地扩张的基石。

图表 23：迪安诊断经销商整合情况

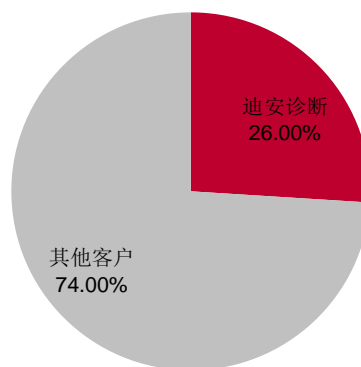
时间	事件	目的
2015.8.20	使用自筹资金人民币 26400 万元收购北京联合执信 55% 的股权； 业绩承诺：2015-17 年净利润不低于 4160/5408/7030 万元	渠道商整合（北京）
2015.11.9	使用自筹资金人民币 5300 万元收购金华福瑞达 55.79% 的股权； 业绩承诺：2015-17 年净利润不低于 1400/1700/2000 万元	渠道商整合（浙江金华）
2016.2.3	使用自筹资金人民币 33150 万元收购新疆元鼎 51% 的股权； 业绩承诺：2015-17 年净利润不低于 5600/8000/10000 万元	渠道商整合（新疆）
2016.2.4	使用自筹资金人民币 15300 万元收购云南盛时科华 51% 的股权； 业绩承诺：2016-18 年净利润不低于 2600/3380/4400 万元	渠道商整合（云南）
2016.3.21	使用自筹资金 4500 万元，向控股子公司金华福瑞达进行单方增资，持有股权达 70%	增资
2016.5.16	使用自筹资金人民币 25350 万元收购内蒙古丰信医疗 65% 的股权； 业绩承诺：2016-18 年净利润不低于 3500/4500/5486 万元	渠道商整合（内蒙古）
2016.6.22	使用自筹资金人民币 15,000 万元对陕西凯弘达进行收购和增资，共计持有 60% 股权； 业绩承诺：2016-18 年净利润不低于 2300/3000/3900 万元	渠道商整合（陕西）
2016.11.18	使用自筹资金人民币 31610 万元收购杭州德格 100% 股权	渠道商整合（浙江杭州）
2017.1.25	两次分别使用自筹资金 8700 万元和 3630 万元收购深圳一通 43.5% 和 16.5% 股权	渠道商整合（深圳）

来源：公司公告，中泰证券研究所

- **借鉴云南模式，通过开放股权和调整组织架构，实现各地产品和服务企业的一体化。**以云南模式为例，公司于 2013 年 11 月，子公司杭州迪安与云南昊邦医药销售有限公司在昆明合资设立云南昊邦迪安医学检验所，杭州迪安占注册资本的 51%，同时公司于 2016 年 2 月收购云南盛时科华 51% 股权，完成云南地区“产品+服务”的布局，公司将于 2017 年将盛时科华和云南昊邦由同一负责人统一管理，实现产品和服务有机结合，未来公司将借鉴云南的组织架构，将其复制到其他区域。
- **罗氏是迪安的金矿。**公司成立早期是罗氏浙江区域代理商，公司下属各实验室在仪器和试剂方面较多地选用罗氏的产品，虽然公司向罗氏采购的产品金额占总采购额的比例已从 2008 年的 60+% 下降到如今的不到 30%，但是仍然是公司产品采购中比重最大的品牌，而公司战略投资的经销商多为罗氏其他区域的代理商（包括新疆、内蒙古、北京、山东等地），目前罗氏在中国的销售额中 26% 来自于迪安诊断，两者互相依赖建立了紧密的合作关系。

图表 24：迪安诊断获得罗氏在中国多地代理权


来源：2016 年度股东大会资料，中泰证券研究所

图表 25：罗氏中国 26% 销售额来自迪安诊断


来源：2016 年度股东大会资料，中泰证券研究所

- **设置物流公司，打通多地冷链物流运输环节障碍。**2015 年，公司组建“深

海冷链物流”公司，目前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）运输准运证以及“药品冷链物流运作规范”国家标准试点企业等资质，并在全国建有 200 多个物流网点，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合解决方案提供商，协助公司各地产品服务子公司在当地的检验科“打包”业务。

图表 26：深海冷链物流硬件设施及运营情况



来源：深海冷链官网，中泰证券研究所

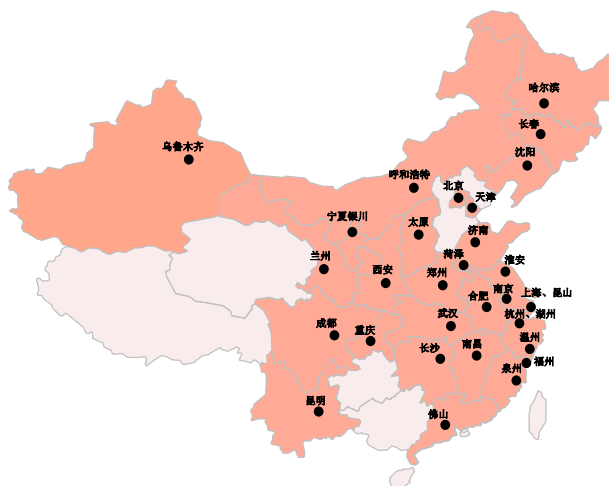
- 总的来说，公司在上游产品端凭借下游产品使用者身份获得上游产品议价权，下游通过战略投资经销商，获得终端渠道资源，在整个产业链保证较强的话语权，逐渐奠定在检验科全产业链的霸主地位。

连锁化实验室全国布局加速，运营体系逐渐成熟

- **2016 年新增 10 家实验室，全国布局加速。**公司加速推进全国实验室网点布局战略，2016 年新增实验室 10 家，区域包括：四川、江西、福建、内蒙、新疆、吉林、青海、宁夏等地，较往年每年新增 4 家实验室，速度明显加快。目前全国第三方实验室覆盖 25 个省或直辖市，并开设 5 家区域检验中心，覆盖温州、淮安、昆山、泉州、菏泽，网络下沉更有利于全面覆盖与快速服务于基层医疗机构，2016 年末实验室网络布局达到 31 家。我们预计公司有望于 2017 年完成省级中心的布局，3 年有望建成 30 家左右的区域检验所。

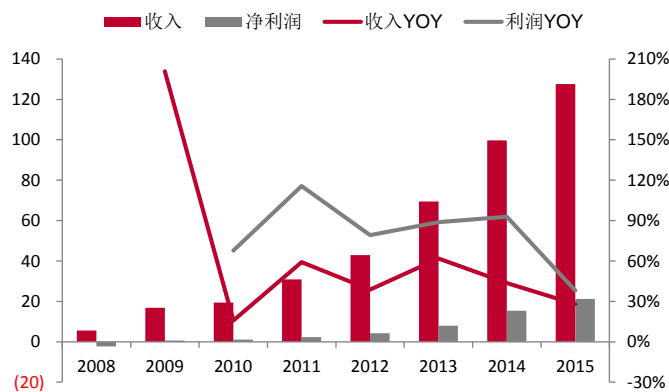
图表 27: 迪安诊断每年新增实验室数量


来源: 公司历年年报, 中泰证券研究所

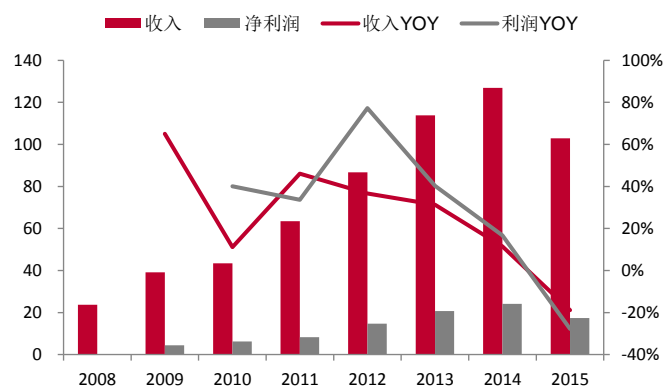
图表 28: 迪安诊断全国实验室网络布局


来源: 公司年报, 公司公告, 中泰证券研究所

- 杭州、南京实验室进入稳定增长阶段, 上海、北京业务增长依然超过 30%。**公司运营时间超过 3 年的省级中心有上海、杭州、北京、南京四家, 其中上海迪安定位于高端特检领域, 推广个体化治疗、肿瘤等特检项目, 因此收入和利润均保持在 30% 左右增速; 南京迪安由于 2014-2015 年单设了昆山和合肥的检验所, 这些区域业务从南京迪安中剥离, 导致 2015 年收入利润均出现了下降; 北京迪安由于 2014 年单设天津检验所, 天津业务剥离导致利润增速下降到各位数, 收入增速仍然保持在 30% 以上说明北京区域业务发展迅速; 总部杭州迪安由于下设技术研发平台, 且 2016 年新设检验所并表收入增加, 导致杭州迪安 2016 年收入高达 13.89 亿元, 同比增长 306%, 但是利润增速仅 18%。

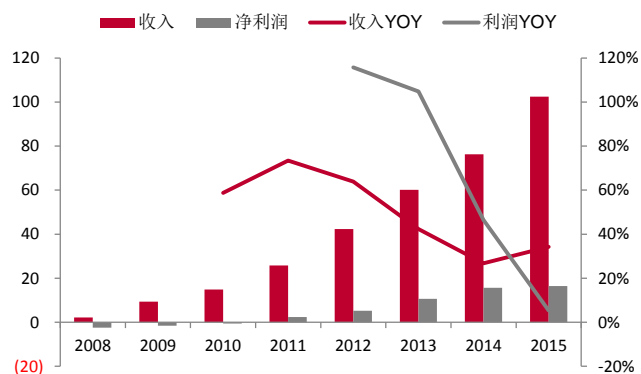
图表 29: 上海迪安收入利润变化 (单位: 百万元)


来源: 公司历年年报, 中泰证券研究所

图表 30: 南京迪安收入利润变化 (单位: 百万元)


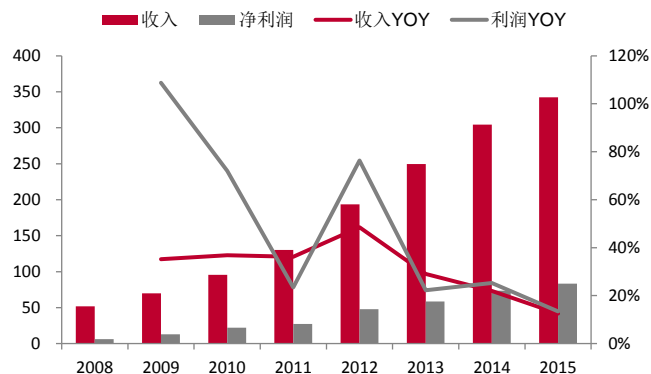
来源: 公司历年年报, 中泰证券研究所

图表 31: 北京迪安收入利润变化 (单位: 百万元)



来源: 公司历年年报, 中泰证券研究所

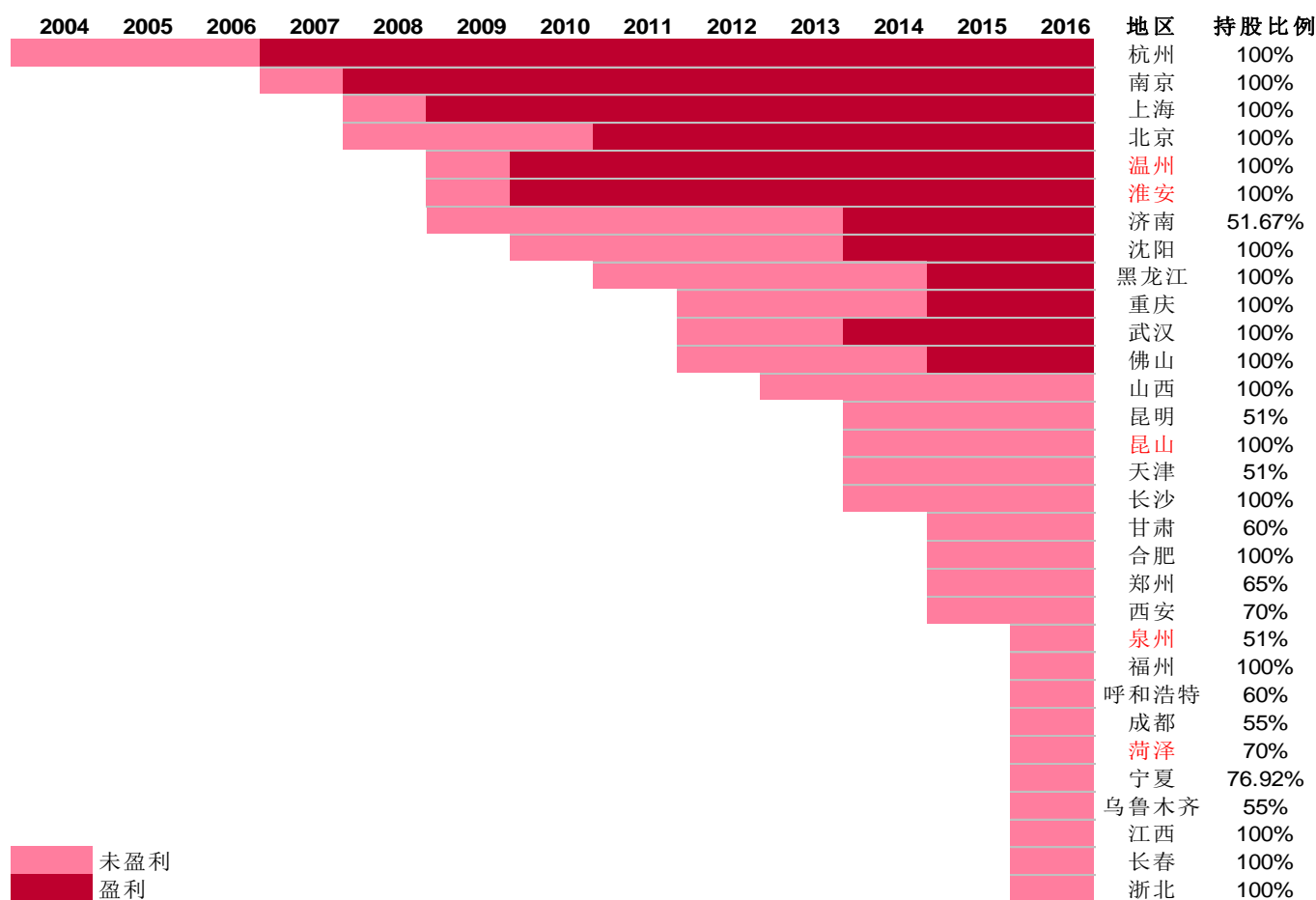
图表 32: 杭州迪安收入利润变化 (单位: 百万元)



来源: 公司历年年报, 中泰证券研究所

- 新检验所平均盈利所需时间在 3 年左右, 盈亏平衡点预计在 3000 万元左右, 通常下半年开业。我们整理公司自成立起不同区域检验所的基本信息及盈利情况, 其中受杭州总部辐射影响, 上海、南京、温州、淮安检验所在 1 年左右开始盈利, 多数检验所盈利时间均在 3 年左右, 目前 31 家检验所中 12 家已经开始盈利。由于各地终端检验费用持续下降, 检验外包服务费用相应走低, 盈亏平衡点持续走高, 预计平均在 3000 万元左右。

图表 33: 迪安诊断各地区检验所持股比例及盈利情况



来源: 公司历年年报, 中泰证券研究所

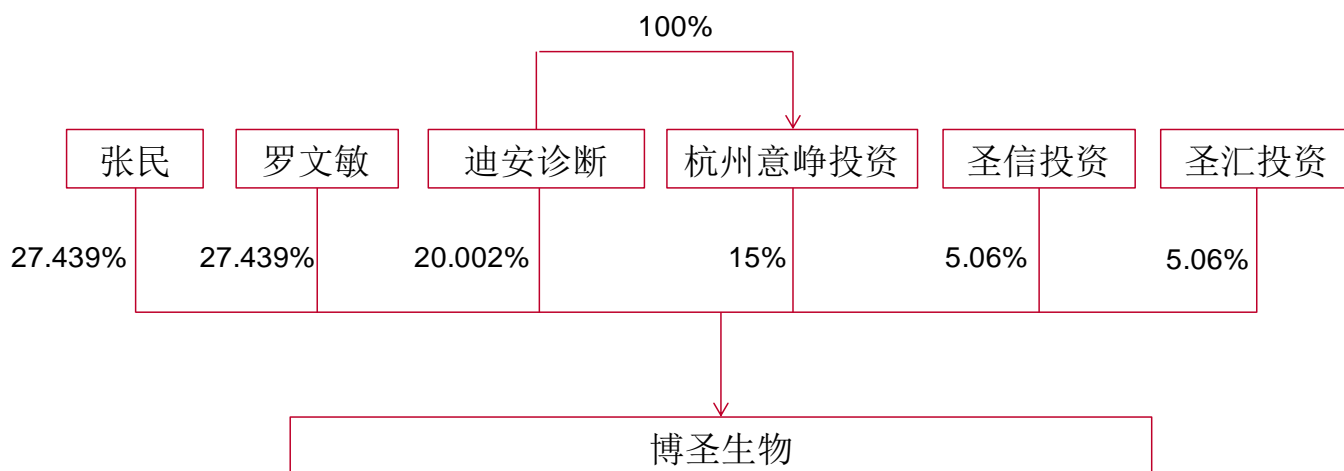
- 独立医学实验室即将进入收获期，诊断服务业务占比有望扩大。从实验室开设的时间梯度来看，2014 年公司新开的 4 家检验所已经运营了 3 年多，有望于 2017 年实现盈利，而 2015 年新开的 4 家则有望于 2018 年盈利，保证了未来三年利润的快速增长。

布局上游精准诊断，多服务平台提高检验深度

母婴检测+肿瘤+质谱，丰富特检项目提高竞争优势

- 公司针对精准医疗时代临床客户对更精准、更全面、更个体化的检测要求，在生物质谱技术、基因测序技术、荧光定量 PCR 技术等主流开发平台，以技术合作或联合报证等方式研发应用于临床的创新诊断项目。
- 布局母婴检测，迈出精准诊断第一步。公司及全资子公司杭州意峥投资于 2015 年 1 月、2016 年 9 月先后以自筹资金总计约 4.1 亿元战略投资杭州博圣生物共计 35.002% 股权，并于 2016 年 12 月内部调整博圣的组织架构，其中 15% 由公司全资子公司杭州意峥持有。博圣生物是国内最早也是服务群体最大的出生缺陷干预一体化解决方案提供商，搭建了完整的免疫学筛查技术、高通量基因芯片技术、二代基因测序技术和串联质谱技术等多层次技术平台，公司战略投资博圣生物，可以全面渗透大妇幼健康领域的各级网络，并与实现诊断业务链融合。

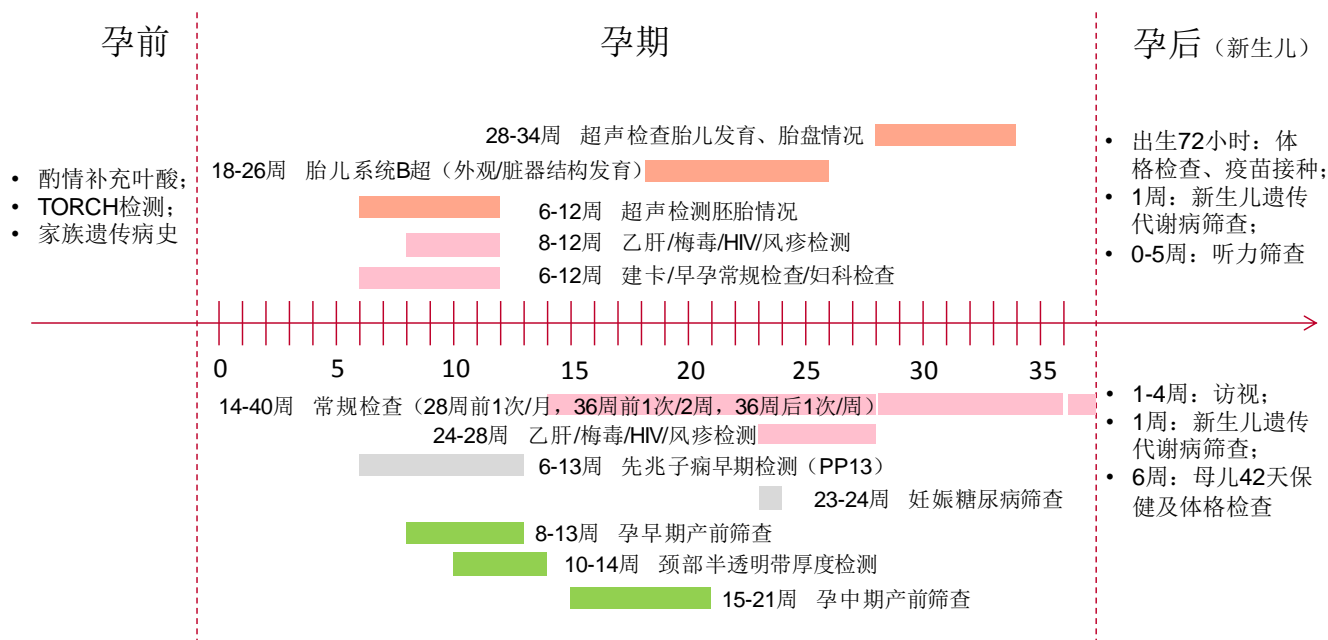
图表 34：博圣生物股权结构



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 长期借助博圣多项技术平台打开更多想象空间。博圣目前专注于提供产前筛查、产前诊断、新生儿遗传代谢病筛查，遗传诊断等技术与服务，从 1999 年开始为全国范围内 200 余家筛查与遗传中心提供产品、技术支持、人才培养和学科服务，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，其免疫筛查、串联质谱等技术有助于公司诊断项目的延伸。

图表 35：博圣生物出生缺陷防控一站式综合解决方案



来源：博圣生物官网，中泰证券研究所

- **获得少有肿瘤高通量测序试点，占据先发优势。**2015年，公司拿到肿瘤高通量测序试点资质，成为5家拥有肿瘤试点的第三方实验室之一，虽然肿瘤检测的NGS临床应用仍处于早期阶段，但是以试点或LDT的方式可以快速积累大量临床样本，我们预计未来肿瘤检测一旦临床应用成熟，公司将具有先发优势。

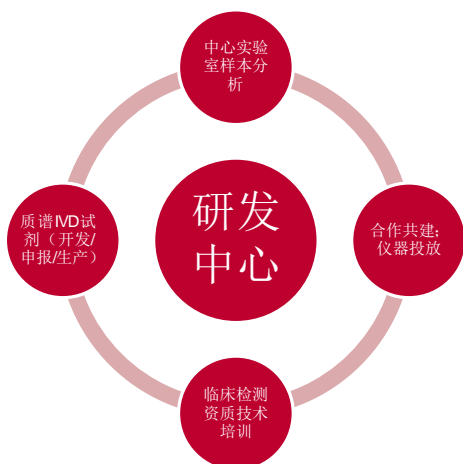
图表 36：全国各地区肿瘤试点分布

地区	医院	第三方实验室
上海	肿瘤医院、中山医院、瑞金医院、长海医院、东方肝胆医院	
浙江	浙江大学医学院附属第一医院	杭州迪安医学检验中心
广东	中山大学附属肿瘤医院	深圳华大临床检验中心、广州达安临床检验中心
湖南	湖南省肿瘤医院	中南大学湘雅医学检验所
北京	北京协和医院、中国医学科学院肿瘤医院、北京大学人民医院、北京肿瘤医院	北京博奥医学检验所
天津	中国医学科学院血液病医院、天津市肿瘤医院	天津华大基因科技有限公司医学检验所

来源：卫计委，中泰证券研究所

- **参股凯莱谱，挖掘临床质谱检测潜力。**2017年3月，公司计划使用自筹资金人民币3700万元对参股公司凯莱谱进行增资，增资后公司持有凯莱谱55.32%的股权。公司通过增资凯莱谱，将加大质谱技术平台建设与海外专家团队引进，打造中国一流的多项质谱应用平台，将覆盖代谢组学平台的建设与技术看服务、Pharma CRO服务和法医毒理检测。与此同时，公司于2016年2月与Metabolon签署独家《中国代谢组学共建实验室协议》，基于质谱专利平台Discovery HD4基础上，发现、开发并商业化代谢组学质谱检测。国内临床质谱市场处于萌芽期，2016年国内销售临床质谱的台数仅是美国的十分之一（美国800-1000台），已开展的包括新生儿代谢遗传病检测、维D及系列、治疗药物监测、肾上腺素、儿茶酚胺类分析等，检测量非常小，我们预计距离临床质谱市场大规模爆发仍需2-3年。

图表 37：凯莱谱商业模式



来源：凯莱谱，中泰证券研究所

图表 38：凯莱谱中心实验室检测业务平台

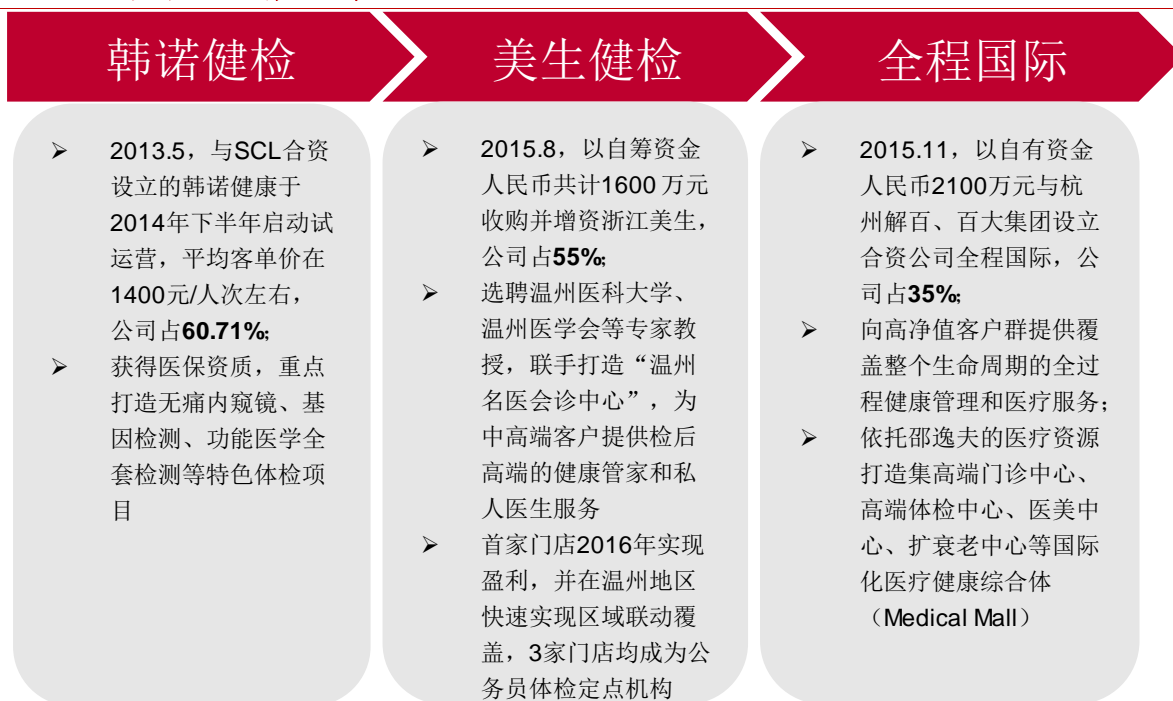


来源：凯莱谱，中泰证券研究所

健康体检+司法鉴定，检测服务多元化发展

- **即将启动连锁化体检中心的异地复制。**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，专注服务于中高净值人群。围绕“一体两翼”格局，截止到 2016 年底，浙江省内已开设有 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，未来有望在省外复制体检中心的连锁化扩张。
 - **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；
 - **全程国际：**公司携手百大、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，并依托邵逸夫医院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，成为极具品牌效应的健康领域新座标。

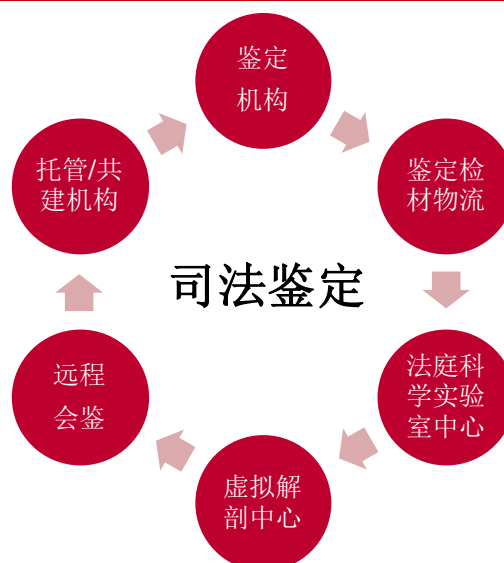
图表 39：迪安诊断体检业务的发展



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **司法鉴定仍处早期。**公司积极探索建立司法鉴定事业规范化和连锁化发展新模式，目前体系内已建4家（浙江、上海、甘肃、安徽）、，在建3家，拟建8家，共建1家（山西），未来三年连锁机构布局有望超过10家。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。

图表 40：迪安诊断司法鉴定业务模式



来源：2016年度股东大会资料，中泰证券研究所

金域即将上市，未来和迪安有望共同做大第三方实验室市场

- 国内独立医学实验室领域强者恒强，看好金域和迪安复制 Quest 和 LabCorp 的快速发展。国内独立医学实验室领域规模较大的有金域、迪安、艾迪康和高新达安四家企业，共计占有总市场 80% 以上份额，截止到 2016 年底，金域和迪安在实验室总数上分别突破 30 家，远高于艾迪康的 18 家和达安的 8 家，基本实现对全国各省份的覆盖布局，且两者发展扩张速度较艾迪康和达安更快，如果金域顺利上市，未来在行业集中度提高的过程中，金域和迪安有望占据先发优势和资本优势。

图表 41：国内独立医学实验室规模较大四家企业

	金域检验	迪安诊断	艾迪康	高新达安
设立时间	1994年	2001年（2004年开始检验外包服务业务）	2004年	2007年
总部	广州	杭州	杭州	广州
客户数	21000+	12000+	15000+	-
实验室数	34家（含香港）	31家	18家	8家
业务领域	常规生化免疫检验、病理检验、基因组学检验等	诊断产品销售、医学检验（病理诊断、临床检验、分子诊断）、司法鉴定、体检以及科研研发	医学检验（病理检验、临床检验及特检）、药物临床试验、健康管理、亲子鉴定（私人）以及科研研发	医学检验以及科研研发
检查项目数	2300+	2000+	2000+	1000+
战略合作	与罗氏、梅里埃、西门子-德普、雅培、QIAGEN、VIRION、赛迪等国际知名公司进行战略合作，并成为罗氏及梅里埃在中国地区新技术与新产品的合作与示范基地，牵手美国临床病理学会（ASCP），共建 ASCP 病理和医学检验教育及认证培训中心（大中华区）	与罗氏深度绑定，同时与美国约翰·霍普金斯大学、美国司法鉴定机构 NMS、美国马里兰州司法局、韩国 SCL 健康管理集团等多家国际知名机构达成战略合作	是 QUEST 在亚太地区临床检验行业中的合作伙伴；获罗氏授权，成为“罗氏中国区示范实验室”与罗氏展开深度合作；与西门子医学诊断、日本的 SRL、韩国的 SCL 独立医学实验室、法国的生物梅里埃公司有多项事业合作	与 Dako 战略合作（免疫组化诊断）
商业模式	服务	代理+服务	服务	产品+服务
扩张速度	快速	快速	一般	一般

来源：各公司官网，中泰证券研究所

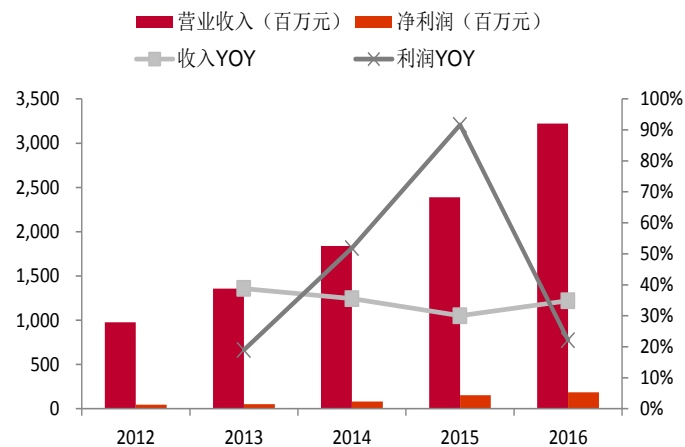
- 金域检测为 21000 多家医疗机构提供医学检验外包服务，年检测标本量超 4000 万例，覆盖全国 90% 以上人口所在的区域（27 个省会城市），可为临床与科研提供 2300 余项检验项目，是我国提供检验项目较全的医疗机构之一；根据金域招股说明书，2016 年实现主营业务收入 32 亿，（2016 年底迪安服务收入 14 亿）；区别于迪安诊断，金域主要从事第三方检验服务，迪安除服务外还有 IVD 产品的销售。

图表 42: 金域检测全国布局情况



来源: 金域官网, 中泰证券研究所

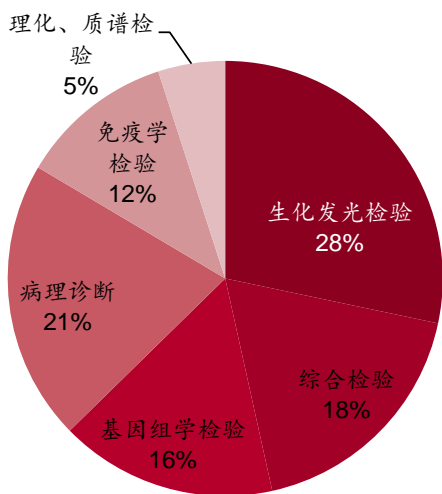
图表 43: 金域检测营收利润情况



来源: 金域招股说明书, 中泰证券研究所

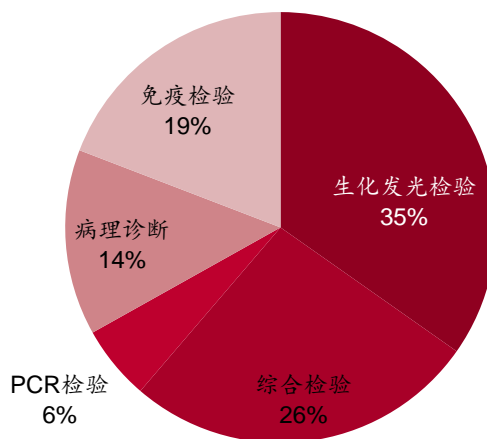
■ **病理诊断是金域检测的优势领域。**我们选取 2012 年对比金域和迪安的检验服务结构(两家均有披露的最新一年),在检验种类上金域略胜一筹,增加了基因组学、质谱等(目前迪安均已布局完备),金域的病理诊断占比(21%)显著高于迪安(14%),这也是金域重要战略发展方向。2016 年金域的病理诊断占比降至 12.47%,与此同时,基因组学和综合检验分别上升到 20%以上。

图表 44: 2012 年金域检测检验类别占比



来源: 金域招股说明书, 中泰证券研究所

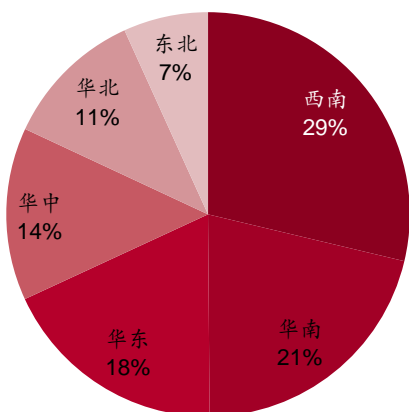
图表 45: 2012 年迪安诊断检验类别占比



来源: 公司年报, 中泰证券研究所

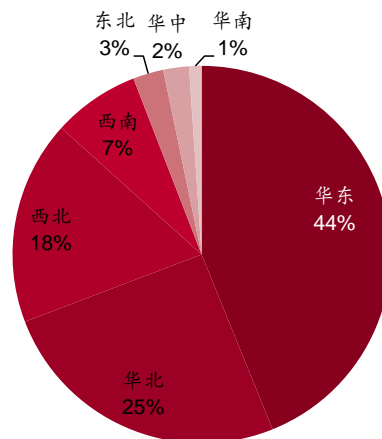
■ **金域全国各区域发展相对均衡。**我们分别选取两家企业 2016 年各区域收入占比进行对比,可以看到金域在华东、华南、西南、华中地区收入占比较高,整体收入较均匀,而迪安业务集中在华东地区(2016 年华东区占比 44%),近年由于异地扩张加速,在华北、西北等地区收入占比逐渐提高。

图表 46: 2016 年金域检测全国各区域收入占比



来源: 金域招股说明书, 中泰证券研究所

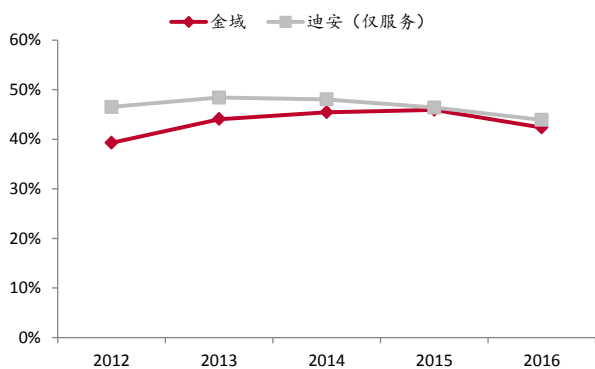
图表 47: 2016 年迪安诊断全国各区域收入占比



来源: 公司年报, 中泰证券研究所

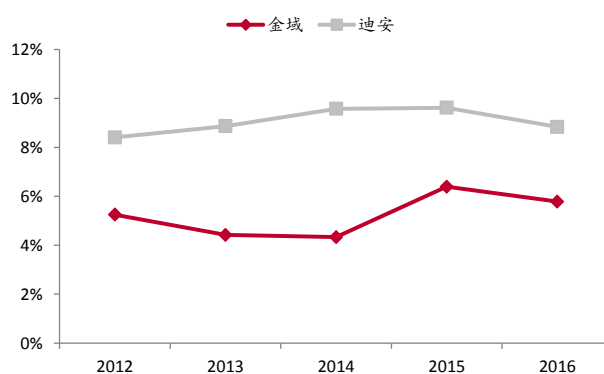
- **迪安盈利能力强于金域。**从毛利率和净利率两个角度来看: 1、从毛利率水平来看, 迪安检验服务毛利率略高于金域, 由金域采购产品情况来看, 罗氏产品占金域总采购额的 15%左右, 再加上其他产品均要采购, 价格上可能会高于作为代理商的迪安, 未来随着金域高毛利率的病理、理化质谱等占比增加, 两者毛利率差异可能缩小; 2、从净利率水平来看, 迪安的净利率显著高于金域, 主要原因在于诊断产品的销售费用低于检验服务, 对整体盈利能力由较好的提升作用。

图表 48: 迪安检验服务毛利率高于金域



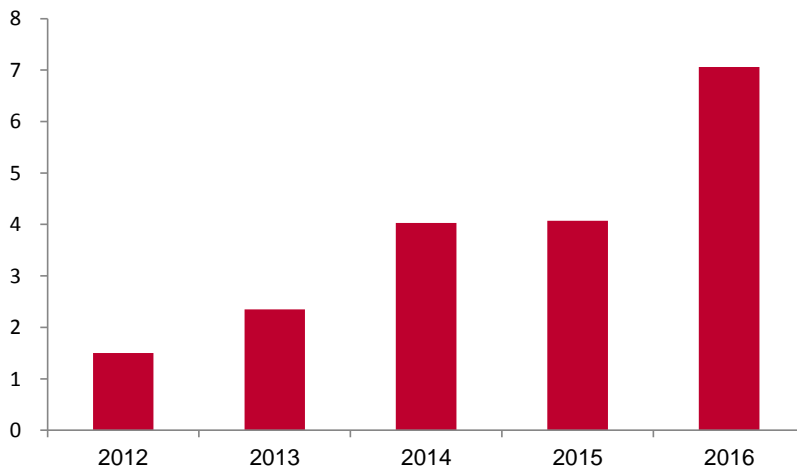
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 49: 迪安净利率水平高于金域



来源: wind, 中泰证券研究所

- **迪安具备上市公司的融资优势。**金域于 2016 年 2 月首次递交 IPO 招股说明书, 2017 年 6 月更新招股书, 由于新增实验室需要较大规模的资金投入, 金域作为非上市公司, 只能通过银行借款的形式融资, 截止 2016 年底, 金域的资产负债率达 57.51%; 而迪安上市以来通过定增、发债形式融资共计超过 20 亿元, 对于实验室网络的布局有较强的促进作用。

图表 50：金城检验历年融资情况（单位：亿元）


来源：金城招股说明书，中泰证券研究所

盈利预测与估值

盈利预测

- 我们预计 2017-19 年公司收入 52.95、66.89、85.26 亿元，同比增长 38.47%、26.33%、27.46%，归属母公司净利润 3.74、5.26、7.34 亿元，同比增长 42.48%、40.52%、39.57%，对应 EPS 为 0.68、0.95、1.33。
- 假设一：公司营业税金及附加占营业收入百分比不变；
- 假设二：公司各项业务毛利率变化趋势不同，其中体外诊断产品随着公司高毛利的特检产品占比增加，毛利率有望缓慢上升；医学诊断服务虽然受终端服务降价以及部分地区竞争加剧的负面影响，但是随着新检验所逐渐规模化运营，毛利率有望缓慢上升；整体毛利率受高毛利的服务收入占比逐渐回升呈现微幅向上的趋势。
- 对期间费用和所得税的假设：
 - 销售费用率方面，随着各地实验室陆续开始运营并盈利，公司收入大幅上升的同时，销售费用率有望缓慢下降。
 - 管理费用率方面，公司独立医学实验室在全国省级布局基本完成，后续主要针对区域/县级市场，对运营和管理的要求增加，同时公司在上游端布局多种高壁垒项目，未来研发费用仍将持续上升，因此管理费用逐年上升，但是由于收入增加加快，整体管理费用率有望微幅下降。
 - 财务费用率：在不考虑公司未来可能的投资情况下，由于公司经营性现金持续增加，利息收入增加的同时财务费用逐渐下降。
 - 所得税：我们假定未来三年将保持在 22.2%。

图表 51: 迪安诊断产品分拆预测 (单位: 百万元)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
体外诊断产品												
收入	95.15	121.41	149.23	210.25	292.14	396.21	502.32	762.54	2,354.94	3350.20	3998.15	4897.73
YOY		27.60%	22.91%	40.89%	38.95%	35.62%	26.78%	51.80%	208.83%	42.26%	19.34%	22.50%
%总收入	53.37%	46.12%	43.47%	43.58%	41.36%	39.02%	37.62%	41.04%	61.58%	63.27%	59.77%	57.44%
毛利	22.84	29.80	36.26	47.83	59.50	77.00	93.35	124.90	571.97	854.30	1039.52	1297.90
毛利率(%)	23.99%	24.54%	24.29%	22.75%	20.37%	19.43%	18.58%	16.38%	24.29%	25.5%	26.00%	26.50%
医学诊断服务												
收入	83.14	141.85	194.04	272.22	414.28	619.26	829.43	1,079.61	1,420.17	1847.27	2464.77	3251.69
YOY		70.62%	36.79%	40.29%	52.19%	49.48%	33.94%	30.16%	31.54%	30%	33%	32%
%总收入	46.63%	53.88%	56.53%	56.42%	58.64%	60.98%	62.12%	58.10%	37.14%	34.89%	36.85%	38.14%
毛利	29.77	63.28	86.72	120.43	192.77	299.83	398.42	500.95	623.52	810.03	1082.03	1430.75
毛利率(%)	35.80%	44.61%	44.68%	44.24%	46.53%	48.42%	48.04%	46.40%	43.90%	43.85%	43.90%	44.00%
健康体检												
收入							3.36	15.74	41.23	82.46	181.41	326.54
YOY								368.45%	161.94%	100%	120%	80%
毛利							-4.46	-0.99	9.56	19.79	43.54	80.00
毛利率(%)									23.18%	24%	24%	25%
冷链物流												
收入								0.28	7.65	15	45	50
YOY									2632.14%			
毛利								-0.13	-0.70	0.5	2	3
毛利率(%)												
总计												
收入	178.29	263.26	343.27	482.47	706.42	1,015.47	1,335.11	1,858.17	3,823.99	5,294.92	6,689.33	8,525.97
YOY		47.66%	30.39%	40.55%	46.42%	43.75%	31.48%	39.18%	100.22%	38.47%	26.33%	27.46%
毛利	52.61	93.08	122.98	168.26	252.27	376.83	487.31	624.73	1,204.35	1,684.62	2,167.09	2,811.65
毛利率(%)	29.51%	35.36%	35.83%	34.87%	35.71%	37.11%	36.50%	33.62%	31.49%	31.82%	32.40%	32.98%

来源: 公司年报, 中泰证券研究所

图表 40: 迪安诊断期间费用率和所得税率假设 (百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业费用	-134	-164	-327	-429	-535	-665
%销售收入	10.1%	8.8%	8.5%	8.1%	8.0%	7.8%
管理费用	-202	-263	-451	-582	-689	-836
%销售收入	15.2%	14.1%	11.8%	11.0%	10.3%	9.8%
财务费用	3	-23	-34	-38	-44	-43
%销售收入	-0.2%	1.2%	0.9%	0.7%	0.7%	0.5%
所得税	-24	-32	-96	-150	-210	-293
所得税率	16.1%	15.0%	22.2%	22.2%	22.2%	22.2%

来源: 公司历年年报, 中泰证券研究所

投资建议

- 我们选取 A 股 IVD 中下游渠道服务型的企业作为可比公司, 平均估值在 40X2017PE、30X2018PE, 目前公司股价对应 2017 年 45 倍 PE, 2018 年 32 倍 PE, 考虑到公司管理层执行力强, 新建实验室有望快速进入收获期, 整体盈利能力持续提高, 我们给予公司 2018 年 40 倍 PE, 目标价 38 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表 52：可比公司估值

股票代码	公司名称	营收 (2016)	近3年营 收 CAGR(%)	净利润 (2016)	近3年净 利润 CAGR(%)	净利率	PE(2017)	PE(2018)	PE(2019)	总市值
300439	美康生物	1,055.06	32.84	177.49	13.54	16.8%	32.5	24.3	19.3	74.0
603108	润达医疗	2,164.69	26.23	116.43	24.46	5.4%	43.4	31.0	23.0	89.0
603716	塞力斯	627.33	18.73	68.92	10.43	11.0%	48.9	37.1	28.9	47.8
300463	迈克生物	1,488.78	26.20	312.02	17.45	21.0%	34.2	26.8	21.3	135.3
平均值							39.8	29.8	23.1	

来源：wind（截止至 2017 年 6 月 16 日，营收利润单位为百万元，市值单位为亿元），中泰证券研究所

风险提示

- **实验室盈利时间不达预期风险。**从历史数据来看，公司实验室实现盈利的时间在 1-4 年不等，虽然公司运营能力逐渐提高，但是不同区域医院及检验外包意愿不同，导致部分区域检验所实现盈利时间延长。
- **质量控制风险。**独立医学实验室作为第三方诊断服务机构，高质量的诊断服务是客户选择合作伙伴与公司获取持续业务增长的重要因素。一旦出现诊断服务质量问题，既关系到检验结果能否真实客观地反映患者病情，使公司的公信力受到较大损害，也将对公司的正常经营造成不利影响，从而直接影响公司的品牌形象与市场竞争力。
- **应收账款管理风险。**公司业务处在快速增长阶段，随竞争加剧公司的新业务模式推陈出新，均有可能导致客户结算周期延长，应收账款数量增加有可能存在坏账的风险。

图表 53: 迪安诊断财务报表预测

损益表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	1,335	1,858	3,824	5,295	6,689	8,526
增长率	31.48%	39.2%	105.8%	38.5%	26.3%	27.5%
营业成本	-848	-1,233	-2,620	-3,610	-4,522	-5,714
% 销售收入	63.5%	66.4%	68.5%	68.2%	67.6%	67.0%
毛利	487	625	1,204	1,685	2,167	2,812
% 销售收入	36.5%	33.6%	31.5%	31.8%	32.4%	33.0%
营业税金及附加	-2	-3	-11	-16	-20	-25
% 销售收入	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-134	-164	-327	-429	-535	-665
% 销售收入	10.1%	8.8%	8.5%	8.1%	8.0%	7.8%
管理费用	-202	-263	-451	-582	-689	-836
% 销售收入	15.2%	14.1%	11.8%	11.0%	10.3%	9.8%
息税前利润 (EBIT)	148	194	415	658	923	1,286
% 销售收入	11.1%	10.5%	10.9%	12.4%	13.8%	15.1%
财务费用	3	-23	-34	-38	-44	-43
% 销售收入	-0.2%	1.2%	0.9%	0.7%	0.7%	0.5%
资产减值损失	-3	-3	-7	-16	-16	-18
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	3	26	42	52	65	78
% 税前利润	1.7%	12.1%	9.6%	7.7%	6.9%	5.9%
营业利润	150	195	416	655	928	1,303
营业利润率	11.3%	10.5%	10.9%	12.4%	13.9%	15.3%
营业外收支	2	16	19	19	19	19
税前利润	152	210	434	674	947	1,322
利润率	11.4%	11.3%	11.4%	12.7%	14.2%	15.5%
所得税	-24	-32	-96	-150	-210	-293
所得税率	16.1%	15.0%	22.2%	22.2%	22.2%	22.2%
净利润	128	179	338	524	737	1,028
少数股东损益	3	4	75	150	211	294
归属于母公司的净利润	125	175	263	374	526	734
净利率	9.3%	9.4%	6.9%	7.1%	7.9%	8.6%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	128	179	338	524	737	1,028
少数股东损益	0	0	0	150	211	294
非现金支出	39	56	87	112	120	131
非经营收益	-4	10	-2	-20	-22	-31
营运资金变动	-45	-113	-291	-429	-444	-574
经营活动现金净流	118	131	132	337	601	849
资本开支	124	151	311	52	52	52
投资	-15	-582	-1,544	-93	-55	-25
其他	10	8	2	52	65	78
投资活动现金净流	-129	-725	-1,853	-93	-42	1
股权募资	43	46	1,081	0	0	0
债权募资	101	507	1,094	346	159	45
其他	-97	-38	-146	-50	-75	-66
筹资活动现金净流	46	515	2,028	296	84	-21
现金净流量	35	-78	307	539	643	829

资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	309	230	539	929	1,361	1,896
应收款项	384	638	1,442	2,081	2,726	3,473
存货	89	202	464	692	929	1,252
其他流动资产	20	74	126	170	210	263
流动资产	801	1,145	2,572	3,872	5,226	6,885
% 总资产	72.2%	49.9%	45.0%	54.6%	61.8%	68.2%
长期投资	15	435	860	953	1,008	1,033
固定资产	154	283	522	498	464	422
% 总资产	13.9%	12.3%	9.1%	7.0%	5.5%	4.2%
无形资产	87	331	1,618	1,617	1,617	1,616
非流动资产	308	1,148	3,146	3,214	3,235	3,217
% 总资产	27.8%	50.1%	55.0%	45.4%	38.2%	31.8%
资产总计	1,109	2,292	5,718	7,086	8,461	10,102
短期借款	131	571	670	1,016	1,175	1,220
应付款项	199	441	1,036	1,471	1,906	2,397
其他流动负债	70	129	173	249	294	370
流动负债	400	1,141	1,879	2,736	3,375	3,988
长期贷款	0	80	281	281	281	281
其他长期负债	7	12	1,012	1,012	1,012	1,012
负债	407	1,233	3,172	4,029	4,668	5,281
普通股股东权益	684	927	2,088	2,448	2,974	3,709
少数股东权益	18	132	458	608	819	1,113
负债股东权益合计	1,109	2,292	5,718	7,086	8,461	10,102

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益 (元)	0.606	0.648	0.477	0.679	0.955	1.333
每股净资产 (元)	3.326	3.435	3.789	4.443	5.398	6.731
每股经营现金净流 (元)	0.574	0.486	0.240	0.339	0.708	1.007
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.025	0.025	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	18.22%	18.86%	12.59%	15.29%	17.69%	19.80%
总资产收益率	11.24%	7.63%	4.60%	5.28%	6.22%	7.27%
投入资本收益率	24.44%	15.82%	11.16%	15.66%	19.54%	23.88%
增长率						
营业总收入增长率	31.48%	39.18%	105.79%	38.47%	26.33%	27.46%
EBIT增长率	36.11%	31.30%	113.37%	58.50%	40.38%	39.29%
净利润增长率	44.71%	40.30%	50.33%	42.48%	40.52%	39.57%
总资产增长率	37.55%	106.74%	149.44%	23.93%	19.42%	19.39%
资产管理能力						
应收账款周转天数	88.5	99.7	98.0	140.0	145.0	145.0
存货周转天数	34.4	43.1	46.4	70.0	75.0	80.0
应付账款周转天数	63.3	77.0	68.8	95.0	100.0	100.0
固定资产周转天数	25.8	27.7	32.2	33.4	23.8	16.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-25.30%	39.67%	47.42%	38.07%	23.48%	8.31%
EBIT利息保障倍数	-52.7	8.6	12.3	17.2	20.9	30.2
资产负债率	36.70%	53.81%	55.47%	56.86%	55.17%	52.27%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，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“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。