

迪安诊断 (300244)

领跑第三方医学实验室，打造质谱+NGS平台

推荐 (首次)

现价: 22.90 元

主要数据

行业	生物医药
公司网址	www.dazd.cn
大股东/持股	陈海斌/38.09%
实际控制人	陈海斌
总股本(百万股)	551
流通 A 股(百万股)	342
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	126.19
流通 A 股市值(亿元)	78.34
每股净资产(元)	4.28
资产负债率(%)	59.16

行情走势图



证券分析师

魏巍	投资咨询资格编号 S1060514110001 021-20632019 WEIWEI093@PINGAN.COM.CN
叶寅	投资咨询资格编号 S1060514100001 021-22662299 YEYIN757@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

平安观点:

- **领跑第三方实验室，商业模式向 3.0 版不断优化升级，抢占行业制高点。**
1) 以医学诊断服务外包为核心，打造“服务+产品”一体化商业模式。自 2011 年上市，营收及净利润保持高增长，2011-17 年 CAGR48%和 42%。体外诊断产品与医学诊断服务为收入主要贡献和驱动力。2) 打造中心实验室、区域检验中心与合作共建三级联动的 3.0 版。合作共建始于集采配送模式，倾向于检验科/病理科整体打包共建，与区域龙头医院或医联体共建区域中心实验室，并通过提供“专家资源+技术平台+临床推广+学科建设”服务，推动与大型三甲医院共建精准医疗中心，抢占行业制高点。
- **省级实验室全覆盖，区域中心发展提速，ICL 渗透率和集中度提升空间大。**
1) 2017 年已完成全国省级中心 38 家的布局，合作共建客户数量已超过 300 家。医学诊断服务 2017 年收入 19.06 亿 (+34.23%)，2011-17 年 CAGR38%，内生增长动力强劲；成熟实验室（杭州、南京、上海、北京）保持高增长，过半数实验室进入盈利期。2) 分级诊疗+医联体等医改纵深推进，ICL 市场渗透率有望从 5%提升至 15%，预计市场规模从 2016 年的 105 亿元增长到 2020 年的 300 亿元，复合增速超 30%。3) 对比美国 ICL 巨头 Lapcorp 和 Quest 长达 70-80 年的发展历程，ICL 市场集中度提升、特检、诊疗一体化是趋势。
- **两票制下加速 IVD 渠道整合，共同开发实验室建设，进一步巩固渠道优势。**
1) 自 2015 年战略投资整合了北京、广东、云南、新疆、内蒙古、陕西、山东等地的 IVD 代理商，覆盖 25 个省市 10000 家医院终端；公司体外诊断产品 2017 年收入 29.96 亿 (+27.22%)，2011-17 年 CAGR56%。2) 持续收购罗氏代理商，未来仍有提升空间，建成集团统一的供应链。2016

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3824	5004	6559	8627	11482
YoY(%)	105.8	30.9	31.1	31.5	33.1
净利润(百万元)	263	350	444	578	766
YoY(%)	50.3	33.0	27.1	30.0	32.6
毛利率(%)	31.5	33.4	34.0	34.7	35.3
净利率(%)	6.9	7.0	6.8	6.7	6.7
ROE(%)	13.3	15.7	16.4	17.6	19.0
EPS(摊薄/元)	0.48	0.63	0.81	1.05	1.39
P/E(倍)	48.0	36.1	28.4	21.8	16.5
P/B(倍)	6.0	5.4	4.7	3.9	3.2

年公司采购罗氏产品 30-40 亿元（占罗氏 26%），罗氏诊断市场份额有望从 18%提升至 25%，预计销售额从 2016 年的 104 亿元增长到 2020 年的 250 亿元，复合增速近 20%。3）打造“深海冷链”专业化品牌的冷链仓配一体化服务体系，拥 200 多家物流网点，提升集中采购供应链能力。

- **推动上游产品产业化，打造“质谱+NGS”平台，开拓下一个百亿新市场。** 1）控股凯莱谱 55.32%，与 SCIEX 合资公司（持股 51%），与 Metabolon 战略合作，已搭建液相色谱-串联质谱（LC-MS/MS）等质谱平台。2016 年我国质谱市场规模近 10 亿元，渗透率不到 1%，装机量约 150 台，相比美国约 100 亿美元的质谱市场，近 10%的渗透率，800-1000 台的装机量，未来有望通过 LDT 走向临床。2）战略参股优生遗传领域引领者博圣生物 25.25%，整合双方从基层（迪安诊断近 2000 家）到三甲医院（博圣生物 200 余家三级医院）客户资源，开拓孕筛、产筛、新筛百亿级别的市场。2016 年博圣生物营收和净利润分别为 6.28 亿和 1.43 亿，同比 65%和 20%。3）以遗传学与肿瘤基因组学为核心，NGS(高通量测序技术)平台通过全国外周血胎儿染色体非整倍体高通量测序检测室间质评、全国肿瘤体细胞突变检测室间质评。
- **构建“诊断+”生态圈，健康体检和司法鉴定先行。** 1）整合 To B 渠道资源优势，与医院共同开拓健康管理，打造“体验感最佳健检机构”。健康体检 2017 年收入 72.61 亿（+76.13%），增长迅速；已有韩诺健康、美生健康、苍南健检、温州健检 4 家运营，杭州健检、桐庐健检处于筹建期；参与的 Medical Mall-全程国际是全国首家“医疗共享平台”综合体。2）开启“鉴定服务+平台服务”双轮驱动战略。推进鉴定机构连锁化发展，目前已经建成 5 个；“鉴识专家”正式上线，汇聚资深专家近 200 人，创建迪安鉴定科学研究院心理评估基地。
- **投资建议。** 1）领跑第三方实验室，商业模式向 3.0 版不断优化升级，抢占行业制高点；2）省级实验室全覆盖，区域中心发展提速，ICL 渗透率和集中度提升空间大；3）两票制下加速 IVD 渠道整合，共同开发实验室建设，进一步巩固渠道优势；4）打造质谱+NGS 平台，开拓下一个百亿新市场，构建“诊断+”生态圈。不考虑定增，我们预计公司 2018-20 年 EPS 分别为 0.81/1.05/1.39 元，同比 27%/30%/33%，对应 PE28/22/17X，首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示：** 1）政策落地进度低于预期。医改进一步深化，医保控费、分级诊疗、两票制、阳光采购、医联体等出台执行成为常态化。2）新模式推进及并购整合低于预期。公司连锁化运营的快速复制，不同区域实验室盈利时间不达预期。3）应收账款管理风险。公司处于快速增长阶段以及行业竞争加剧，均有可能导致客户结算周期延长，应收账款增加有可能存在坏账的风险。4）诊断质量控制风险。公司业务规模不断扩大，分析前阶段样本的质量控制是检验全过程中最容易出现问题及最难控制的环节。

正文目录

一、	领跑第三方医学实验室，商业模式不断优化升级	6
1.1	高成长铸就第三方医学检验龙头，打造“服务+产品”一体化商业模式	6
1.2	商业模式三级进化，中心实验室、区域检验中心与合作共建三级联动	7
二、	实验室三级联动，ICL 渗透率提升空间大	7
2.1	加速推进实验室连锁化扩张，布局区域中心和精准医疗中心	7
2.2	ICL 市场渗透率有望提升至 15%，集中度提升、特检、诊疗一体化是趋势	9
2.3	分级诊疗+医联体等医改纵深推进，持续催生 ICL 发展	10
三、	加速 IVD 渠道整合，进一步巩固渠道优势	11
3.1	投资驱动渠道整合，浙江模式向全国推广	11
3.2	持续收购罗氏代理商，未来仍有提升空间	12
3.3	打造“深海冷链”专业化品牌，提升集中采购供应链能力	13
四、	推动上游产品产业化，打造质谱+NGS 平台	14
4.1	推动质谱技术走向临床，开拓下一个百亿新市场	14
4.2	战略参股博圣生物，提升孕筛、产筛、新筛领域优势	17
4.3	以遗传学与肿瘤基因组学为核心，打造全方位 NGS 平台	19
五、	构建“诊断+”生态圈，健康体检和司法鉴定先行	20
5.1	整合 To B 渠道资源优势，打造“体验感最佳健检机构”	20
5.2	开启“鉴定服务+平台服务”双轮驱动战略	21
六、	盈利预测	22
七、	投资建议	23
八、	风险提示	23

图表目录

图表 1	2011-2017 年公司营业收入及增速	6
图表 2	2011-2017 年公司归母净利润及增速	6
图表 3	2017 年公司主营业务结构	6
图表 4	2011-17 年公司主营业务收入结构（百万元）	6
图表 5	公司商业模式进化阶段	7
图表 6	公司医学诊断服务收入及增速	7
图表 7	公司医学诊断服务毛利润及增速	7
图表 8	公司第三方医学实验室完成省级布局	8
图表 9	公司第三方医学实验室布局创新模式	9
图表 10	国际第三方医学实验室（ICL）市场规模及渗透率	9
图表 11	我国第三方医学实验室（ICL）市场规模及增速	10
图表 12	我国第三方医学实验室（ICL）市场分布	10
图表 13	我国分级诊疗相关政策	10
图表 14	我国医联体相关政策	11
图表 15	公司体外诊断产品收入及增速	11
图表 16	公司体外诊断产品毛利润及增速	11
图表 17	公司渠道整合收购及战略合作	12
图表 18	公司持续收购罗氏代理商	12
图表 19	公司冷链物流收入及增速	13
图表 20	公司冷链物流毛利润及增速	13
图表 21	“深海冷链”全国布局	14
图表 22	公司已搭建主要的质谱平台	14
图表 23	凯莱谱中心实验室检测业务平台	15
图表 24	Metabolon Discovery HD4 代谢组学技术平台	16
图表 25	主要基因检测方法对比	16
图表 26	2016 年中美质谱临床应用对比	17
图表 27	博圣生物历史沿革	17
图表 28	博圣生物三级预防业务体系	18
图表 29	博圣生物收入及增速	18
图表 30	博圣生物净利润及增速	18
图表 31	公司与博圣生物战略高度协同	19
图表 32	全国肿瘤体细胞突变检测室间质评分布	19
图表 33	公司健康体检收入及增速	20
图表 34	公司健康体检毛利润及增速	20
图表 35	公司健康体检模式	21
图表 36	公司司法鉴定布局	21

图表 37 “鉴定服务+平台服务”双轮驱动战略	22
图表 38 公司收入构成及预测	22

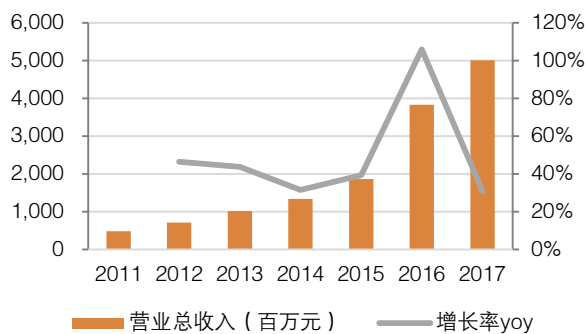
一、领跑第三方医学实验室，商业模式不断优化升级

1.1 高成长铸就第三方医学检验龙头，打造“服务+产品”一体化商业模式

公司以医学诊断服务外包为核心业务，凭借迪安特色的“服务+产品”一体化商业模式成为体外诊断行业的领先者，依托全国连锁化医学实验室的平台，致力于技术创新与商业模式创新，通过纵向与横向的有效资源整合，加快全国布局。

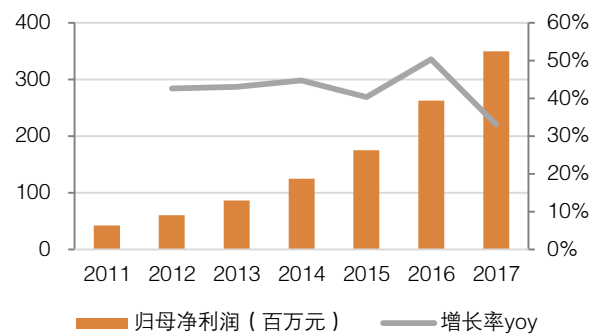
公司自2011年上市以来，营业收入及净利润保持高速增长，2011-2017年CAGR分别为48%和42%；2017年营收50.04亿元，同比增长30.86%；净利润3.50亿元，同比增长33.05%。

图表1 2011-2017年公司营业收入及增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

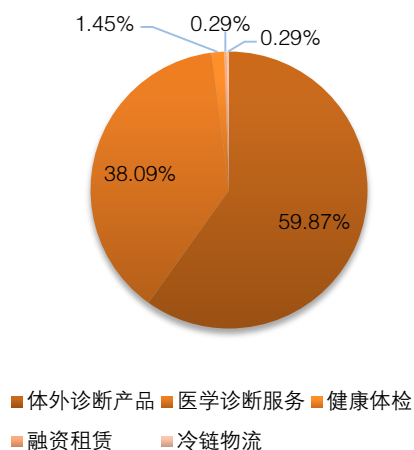
图表2 2011-2017年公司归母净利润及增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

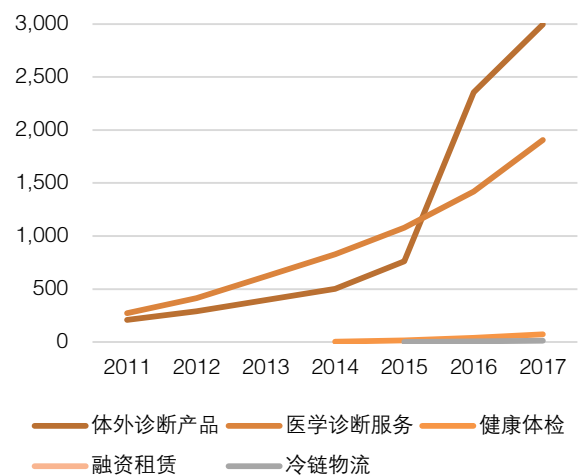
公司主营业务包括体外诊断产品、医学诊断服务、健康体检、冷链物流、融资租赁五部分。其中体外诊断产品与医学诊断服务为公司收入主要贡献和驱动力，2017年占比分别为59.87%、38.09%。健康体检、融资租赁、冷链物流尚处于培育期。

图表3 2017年公司主营业务结构



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表4 2011-17年公司主营业务收入结构 (百万元)



资料来源：公司公告，平安证券研究所

1.2 商业模式三级进化，中心实验室、区域检验中心与合作共建三级联动

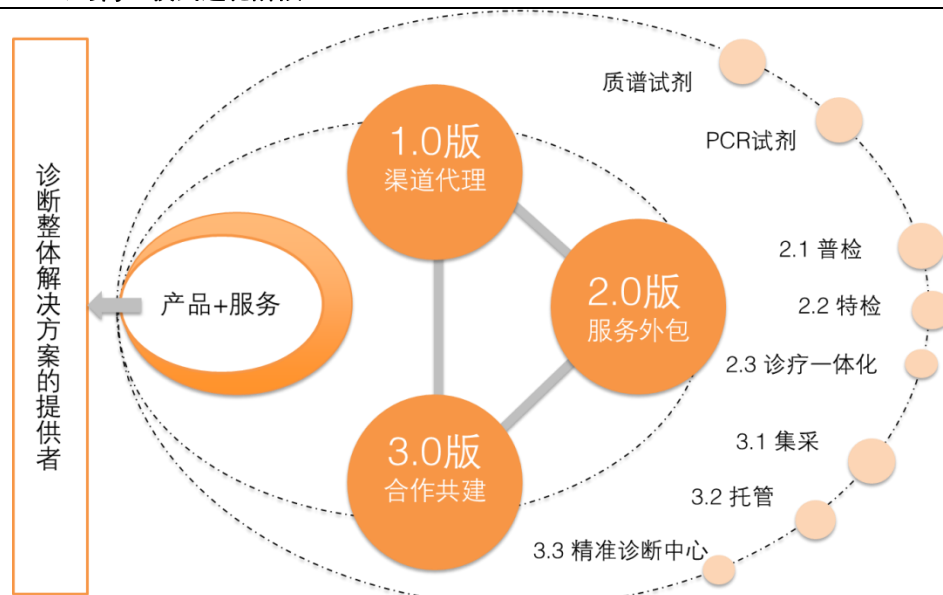
公司的商业模式进化历经三个阶段：1.0 版的传统代理业务、2.0 版的诊断外包服务、3.0 版的合作共建模式，打造中心实验室、区域检验中心与合作共建实验室三级联动，实现“产品+服务+运营管理”模式多元融合，推动公司从“服务+产品”双轮驱动战略向“医学诊断整体化服务提供者”战略转型。

1.0 版的传统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；

2.0 版的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；

3.0 版的合作共建起始于集采配送模式，更倾向于提供检验科/病理科整体打包共建模式，与区域龙头医院或医联体合作共建区域中心实验室，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，抢占行业制高点。

图表5 公司商业模式进化阶段



资料来源：公司公告，平安证券研究所

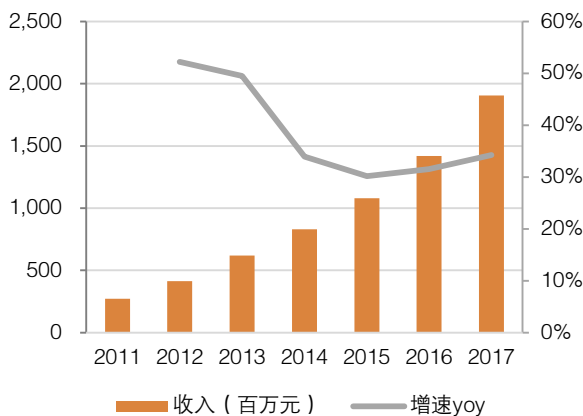
二、 实验室三级联动，ICL 渗透率提升空间大

2.1 加速推进实验室连锁化扩张，布局区域中心和精准医疗中心

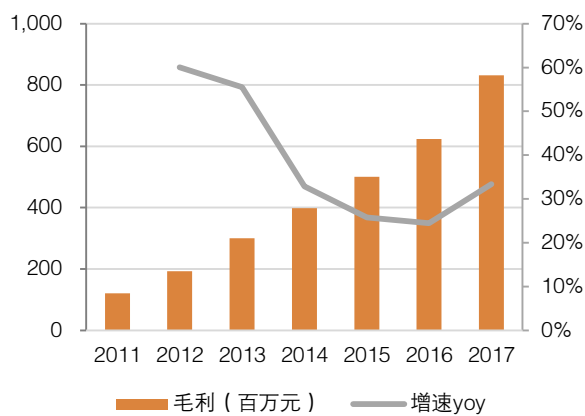
公司医学诊断服务 2017 年收入 19.06 亿 (+34.23%)，2011-2017 年 CAGR38%，内生增长动力强劲；毛利率保持在 40%以上，毛利占比近 50%；成熟实验室（杭州、南京、上海、北京）保持高速增长，各培育期实验室逐步贡献利润。

图表6 公司医学诊断服务收入及增速

图表7 公司医学诊断服务毛利润及增速



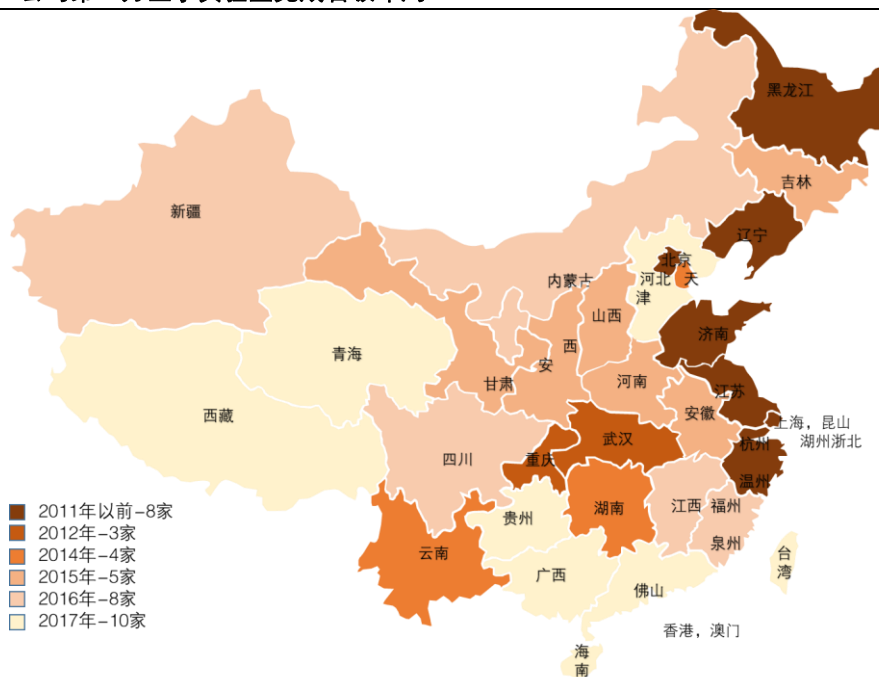
资料来源：公司公告，平安证券研究所



资料来源：公司公告，平安证券研究所

实验室网络全覆盖提速，积极发展区域中心与二级中心下沉。2017年已完成全国省级中心 38 家的布局，合作共建客户数量已超过 300 家。例如：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；温州、昆山区域中心已全面承接辖区内 80% 以上的检验外包服务以及区域基层两癌筛查、慢病管理等政府采购类项目，成为区域集中检验共享服务平台。截至 2017 年底，已有过半数实验室进入盈利期，先前开设的实验室需 1500-2000 万元即可盈亏平衡，现在场地、人员配备要求更高，需要 3000-4000 万元达到盈亏平衡。

图表8 公司第三方医学实验室完成省级布局



资料来源：公司公告，平安证券研究所

推行“精准医疗合作共建平台+学科建设+临床推广”战略。公司在全国已经建立了多家精准诊断中心（邵逸夫医院、金华市中心医院和泰州医院等），利用质谱+NGS 平台，推动会诊中心、临床咨询等模式，与国际药企在伴随诊断领域展开合作。

公司拥有以海外优秀科学家领衔的遗传咨询师队伍，与浙江省卫计委联合建立临床咨询师培训班，已培训医生 200 多名，并在其所在 8 家医院建立遗传咨询门诊。

图表9 公司第三方医学实验室布局创新模式

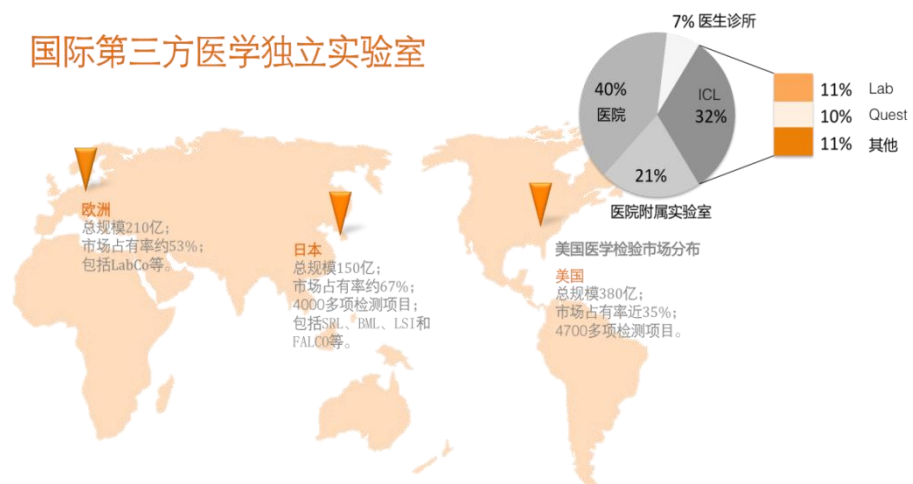


资料来源：公司公告，平安证券研究所

2.2 ICL 市场渗透率有望提升至 15%，集中度提升、特检、诊疗一体化是趋势

我国第三方医学实验室（ICL）市占率仅 5%，相比海外市场渗透率有非常大的提升空间，有望提升至 15%。2016 年，美国第三方检验市场总规模达 380 亿美元，市占率近 35%；欧洲总规模 210 亿，市占率约 53%；日本总规模 150 亿，市占率更高达 67%。

图表10 国际第三方医学实验室（ICL）市场规模及渗透率

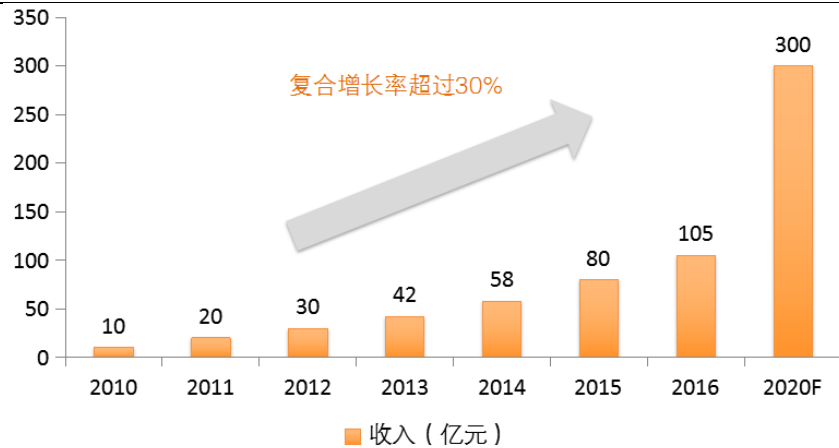


资料来源：Kalorama Information，平安证券研究所

目前行业处于快速扩张期，未来行业集中度提升是必然趋势。2016 年我国 ICL 市场规模 105 亿元，预计 2020 年将达到 300 亿元，复合增速超过 30%；ICL 数量近 500 家，但市占率仅 5%。对比美国 ICL 巨头 Lapcorp 和 Quest 长达 70-80 年的发展历程，同样经历了 3 个阶段：早期（40-50 年）

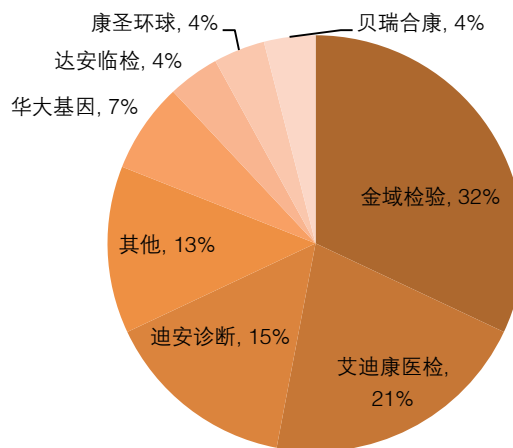
基本为跑马圈地为主；中期（近 20 年）重点发展高附加值的特检；近期（近 5 年）方向与药厂合作开发诊疗一体化的解决方案。

图表11 我国第三方医学实验室（ICL）市场规模及增速



资料来源: Kalorama Information, 平安证券研究所

图表12 我国第三方医学实验室（ICL）市场分布



资料来源: Kalorama Information, 平安证券研究所

2.3 分级诊疗+医联体等医改纵深推进，持续催生 ICL 发展

健康中国 2030 战略引导发展专业的医学检验中心、医疗影像中心、病理诊断中心和血液透析中心等第三方医疗服务。海外 ICL 行业渗透率高正是受益于严格的成本核算制度和完善的分级诊疗制度。实验室网络下沉，布局区域中心，正是顺应分级诊疗政策的加快实施。

图表13 我国分级诊疗相关政策

<p>2016年4月 国务院办公厅印发《国务院办公厅关于印发深化医药卫生体制改革2016年重点工作任务的通知》</p> <ul style="list-style-type: none"> 明确提出全面深化公立医院改革、加快推进分级诊疗制度建设、巩固完善全民医保体系等改革措施。 	<p>2016年8月 卫计委发布《关于推进分级诊疗试点工作的通知》</p> <ul style="list-style-type: none"> 明确提出为了推进分级诊疗，国家卫生计生委和国家中医药管理局确定270个分级诊疗城市。 	<p>2016年8月和11月 卫计委发布《国家卫生计生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》等四个通知</p> <ul style="list-style-type: none"> 明确指出设置医学检验实验室、病理诊断中心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，推进分级诊疗具有重要作用。 	<p>2016年10月 卫计委发布《卫计委发布医学检验实验室基本标准和管理规范(试行)》</p> <ul style="list-style-type: none"> 明确提出医学检验实验室可根据其他医疗机构和执业医师提出的检验申请，接收其提供的标本或者直接采集受检者相关标本，并向申请者提供检验报告。标志着独立实验室模式创新升级的又一个新起点。
----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

资料来源：政府文件，平安证券研究所

医改支持医联体内可建立医学影像中心、检查检验中心、消毒供应中心、后勤服务中心等，实现区域资源共享，能够为医联体内各医疗机构提供全方位的诊断服务整体解决方案，“供应链管理+增值服务”的打包模式更能凸显差异化竞争优势。

图表14 我国医联体相关政策

发布时间	政策文件	发布单位
2015年8月1日	《关于市级医院与主城区社区卫生服务中心开展紧密型医联体工作的实施意见（试行）》	浙江省卫计委
2016年12月29日	《关于开展医疗联合体建设试点工作的指导意见》	国家卫生计生委
2017年4月23日	《关于推进医疗联合体建设和发展的指导意见》	国务院办公厅

资料来源：政府文件，平安证券研究所

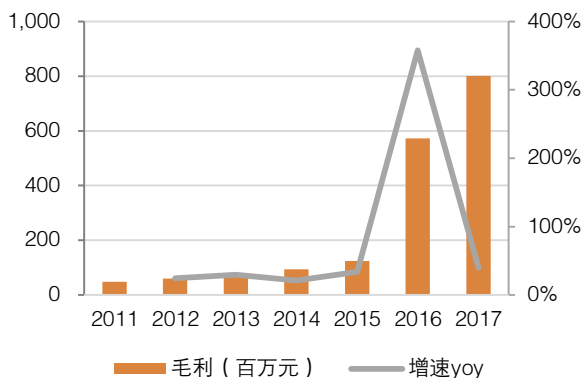
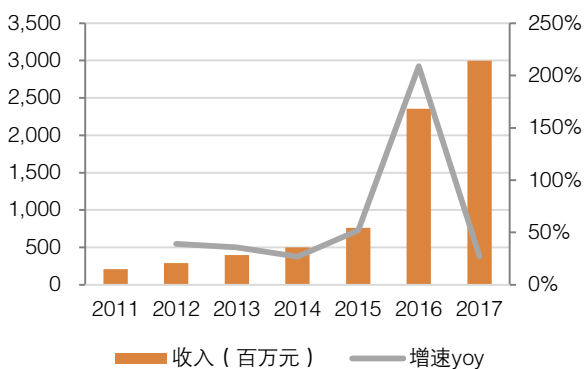
三、加速 IVD 渠道整合，进一步巩固渠道优势

3.1 投资驱动渠道整合，浙江模式向全国推广

公司体外诊断产品 2017 年收入 29.96 亿（+27.22%），2011-2017 年 CAGR56%；毛利率从 20% 提升至 25%，毛利占比也从 20% 左右上升至 40% 以上，主要由于收购渠道公司新增并表所致。

图表15 公司体外诊断产品收入及增速

图表16 公司体外诊断产品毛利润及增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

资料来源：公司公告，平安证券研究所

投资驱动渠道整合，形成全网络多层级的覆盖体系。公司已建成遍布全国 25 个省市的 IVD 渠道网络，覆盖 10000 家医院终端，精耕细作基层医疗 IVD 市场；自 2015 年战略投资整合了北京、广东、云南、新疆、内蒙古、陕西、山东等地的 IVD 产品代理商，打通了当地医院的检验科渠道，实现了省内各级医院的全渠道布局，进一步巩固渠道优势。

“两票制”下渠道变短、变窄导致渠道价值链重构，渠道商转型意愿与动力加大，将浙江模式向全国推广，通过组织变革提升综合竞争力。公司以浙江与云南为试点，率先选择具有区域优势渠道商。一方面开放原有实验室股权，共同开发中心实验室或区域新中心，通过资源共享获取增量客户，优化自检与外送检测项目结构，降低整体运营成本；另一方面推动区域组织架构整合，打通资源共享与利益分配机制，形成集团统一管控模式下的规范化运营机制。

图表17 公司渠道整合收购及战略合作



资料来源：公司公告，平安证券研究所

3.2 持续收购罗氏代理商，未来仍有提升空间

持续收购罗氏代理商，建成集团统一的供应链。2016 年中国 IVD 市场规模约 550 亿元，预计未来 5 年有望达到千亿规模，复合增速 13%，其中检验科诊断占 80% 以上。罗氏诊断 2016 年销售额 104 亿元，市场份额 18%，未来五年有望提升到 25%，达到 250 亿元的销售，复合增速 19%。2016 年公司采购罗氏产品总额大概 30-40 亿元，占罗氏中国总销售额的 26%，通过持续收购罗氏代理商，未来仍有提升空间。

图表18 公司持续收购罗氏代理商

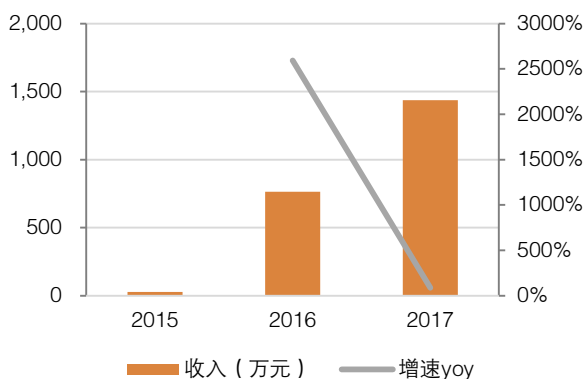


资料来源：公司公告，平安证券研究所

3.3 打造“深海冷链”专业化品牌，提升集中采购供应链能力

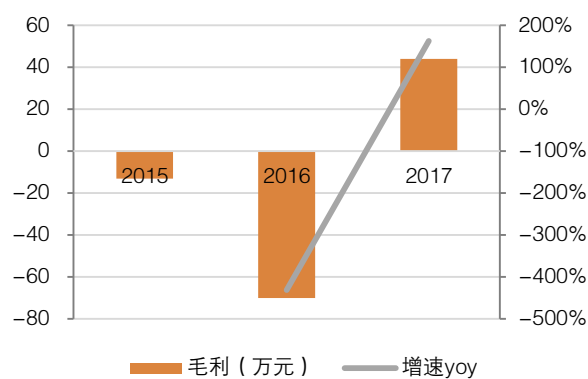
公司打造“深海冷链”的专业化品牌，拥有 200 多家物流网点，60 余项药品冷链运营管理体系，实现了以 24 小时为响应周期的高效冷链物流网络，已获得业内第一张第三方冷链物流资质。深海物流在提升公司集中采购供应链能力的同时，将进一步拓展第三方冷链物流服务商业业务，为生物制药企业、CRO、科研机构等 400 余家客户提供优质高效的生物冷链物流服务。

图表19 公司冷链物流收入及增速



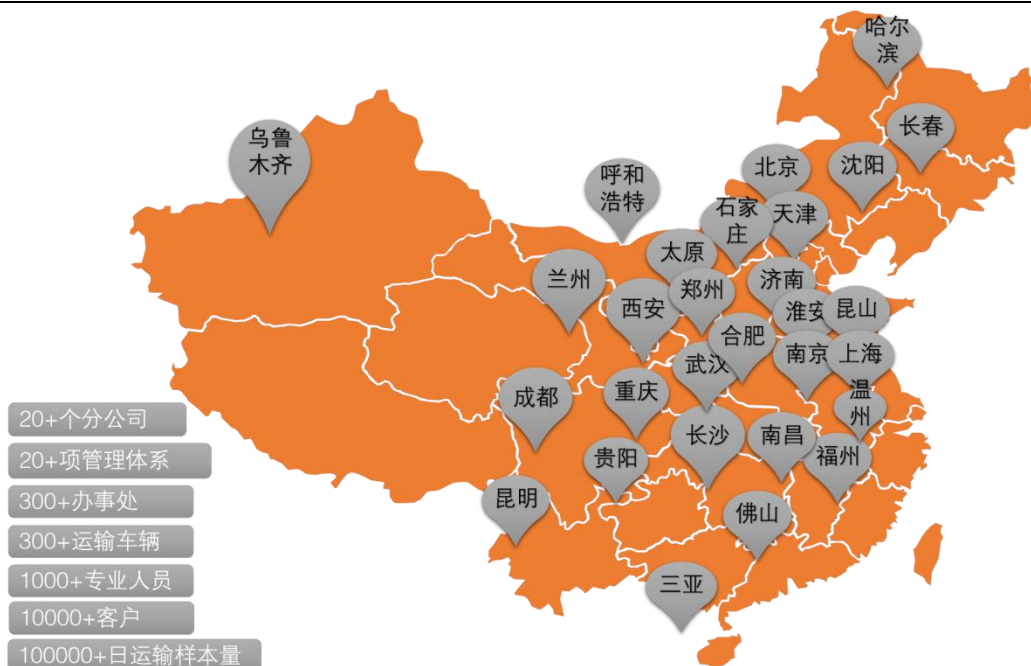
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表20 公司冷链物流毛利润及增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表21 “深海冷链”全国布局



资料来源：公司公告，平安证券研究所

四、 推动上游产品产业化，打造质谱+NGS 平台

4.1 推动质谱技术走向临床，开拓下一个百亿新市场

公司已搭建主要的质谱平台以及配套试剂盒正在注册备案：液相色谱-串联质谱（LC-MS/MS）、气相色谱-串联质谱（GC-MS）、飞行时间/轨道离子阱分析器（QTOF MS/Orbitrap）、基质辅助激光解吸电离飞行时间质谱（MALDI-TOF MS）、电感耦合等离子体质谱（ICP-MS）。

图表22 公司已搭建主要的质谱平台

序号	质谱类型	中文名	临床应用领域
1	LC-MS/MS	液相色谱-串联质谱	小分子定量分析
2	GC-MS	气相色谱-串联质谱	挥发性化合物检测，尿液有机酸分析
3	QTOF MS/Orbitrap	飞行时间/轨道离子阱分析器	多肽、蛋白、未知物鉴定
4	MALDI-TOF MS	基质辅助激光解吸电离飞行时间质谱	多肽、蛋白、寡核苷酸检测；微生物鉴定；SNP 基因检测
5	ICP-MS	电感耦合等离子体质谱	元素分析

资料来源：公司公告，平安证券研究所

2017年11月，公司出资2550万元与SCIEX旗下上海爱博才思设立合资公司（持股51%），第一阶段将专注开发、注册和制造与SCIEX Triple Quad 4500MD LC-MS/MS系统或其他SCIEX的仪器配套使用的临床试剂盒。SCIEX Diagnostics作为全球最大仪器跨国公司丹纳赫集团的一员，成立于1973年，毛细管电泳和液相色谱-质谱全球领先，2016年市占率22%。此次合作将奠定公司在国内临床质谱技术领域的行业引领地位。

2017年3月公司增资3700万元持有子公司凯莱谱股权至55.32%，加大质谱技术平台建设与海外专家团队引进，致力于共同打造中国一流的多项质谱应用平台，围绕临床检测与研究、代谢组学、Pharma CRO和司法毒理服务四大应用方向，已自主研发并开展包括新生儿遗传代谢病筛查、维生素谱检测、药物浓度检测等实验室检测项目100余项。

图表23 凯莱谱中心实验室检测业务平台

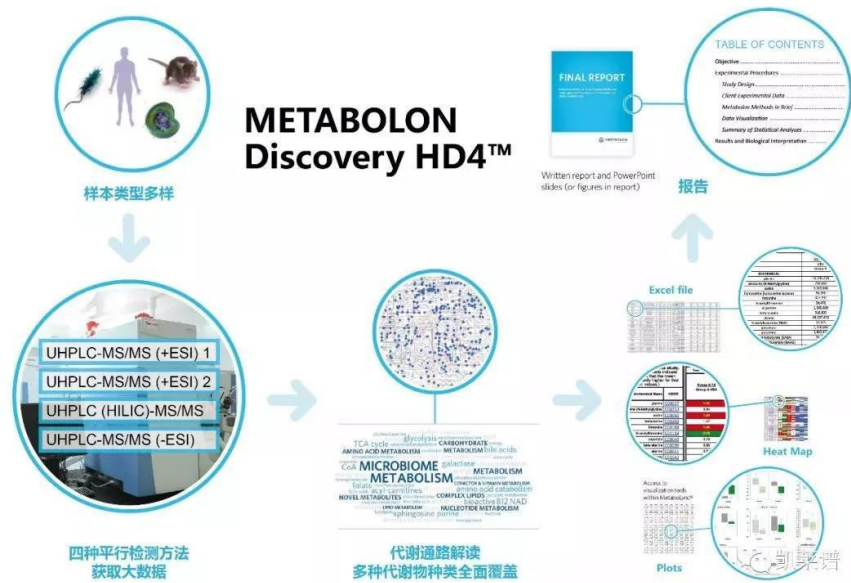


资料来源：凯莱谱，平安证券研究所

2017年2月公司与国际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（可以筛选行业中最大、最多样化的代谢物库，并利用Metabolon的专有软件提供最准确和全面的代谢组学数据）基础上，发现、开发并商业化代谢组学质谱检测产品与服务，开展科研和临床应用等质谱检测领域的全方位合作。

2018年2月凯莱谱与Metabolon合作建立的Discovery HD4代谢组学平台，已通过Metabolon严格的能力测试、质量管理和认证程序，成为其在亚洲首个通过完全认证，并唯一授权的实验室。并与Metabolon充分共享其独有的包含4000余种标样化合物在该平台上建立的精确质量数据库与二级谱图库。

图表24 Metabolon Discovery HD4 代谢组学技术平台



资料来源: Metabolon, 平安证券研究所

质谱技术于 80 年代开始产品化，最早广泛应用于制药行业，质谱仪可以做定性（如化合物的结构、元素组成）和定量检测（如同时定量分析几百个化合物）。由于质谱技术具有特异性高、精确度高、灵敏度高、线性范围宽、简便性高以及高通量的特点，使得临床检测分析更加准确可靠，质谱技术走向临床。

图表25 主要基因检测方法对比

指标	荧光定量 PCR	一代测序	高通量测序	数字 PCR	质谱
灵敏度	中	低	高	高	高
准确性	中	高	高	高	高
数据分析	中	易	难	中	易
仪器操作	易	中	难	中	中
样本成本	低	中	高	中高	低
检测通量	低	中	高	低	中

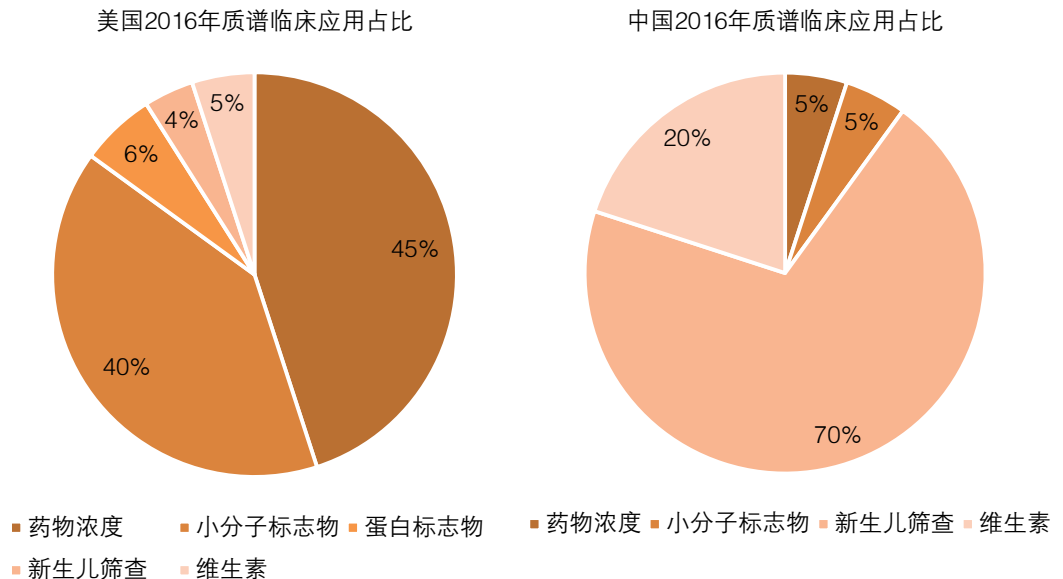
资料来源: SCIEX Diagnostics, 平安证券研究所

目前美国临床质谱检测项目已达 400 余项，涉及优生产前检测、新生儿筛查、代谢物检测（氨基酸、脂肪酸等）、滥用药物监测、微生物检测和维生素检测等。每年有约 400 万的新生儿在将近 25 万个 CLIA 实验室接受疾病筛查。

而国内尚处于起级阶段，临床应用潜力巨大，未来有望通过 LDT 进行开发。目前仅在少数第三方医学检验机构和三甲医院开展临床质谱，主要用于优生产前检测和新生儿筛查等。

2016 年我国质谱市场规模近 10 亿元，渗透率不到 1%，装机量约 150 台，相比美国约 100 亿美元的质谱市场，近 10%的渗透率，800-1000 台的装机量，市场提升空间还非常大。

图表26 2016 年中美质谱临床应用对比

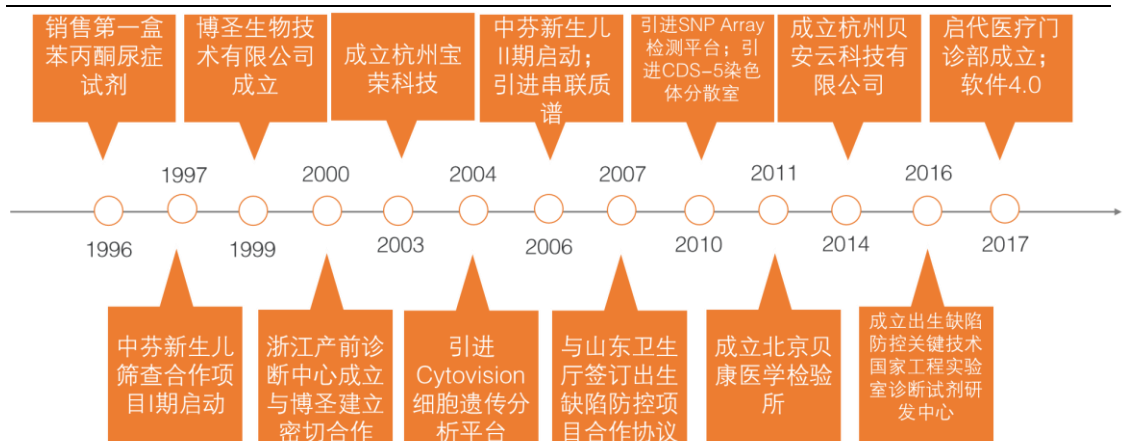


资料来源: Kalorama Information, 平安证券研究所

4.2 战略参股博圣生物，提升孕筛、产筛、新筛领域优势

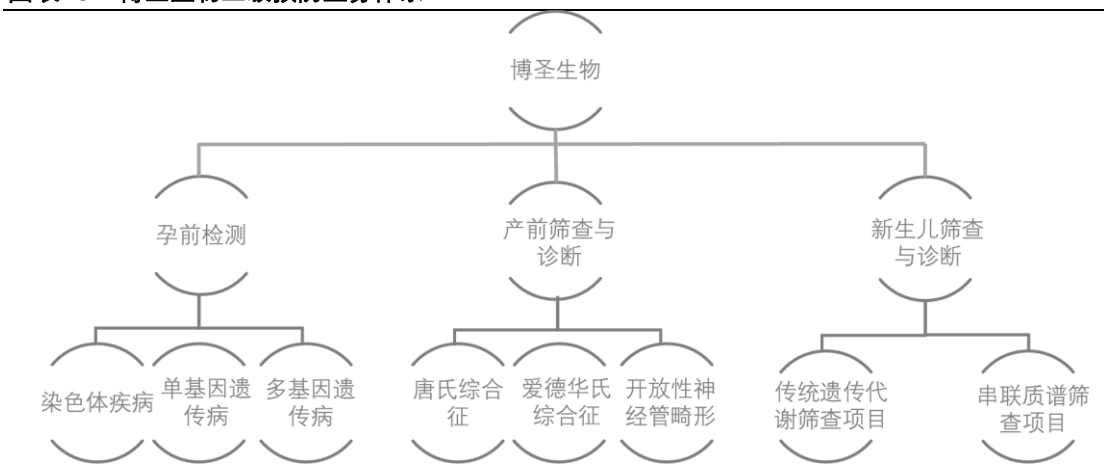
博圣生物是国内最早最大的出生缺陷干预一体化解决方案提供商，是优生遗传领域的行业先行者和引领者。搭建了完整的免疫学筛查技术、基因芯片技术、高通量基因测序技术和串联质谱技术等多层次技术平台。提供从婚前及孕前筛查、产前筛查及产前诊断、新生儿遗传代谢病筛查全流程的优生遗传整体解决方案，通过不同的产品组合实现高中低端妇幼健康机构客户全覆盖。

图表27 博圣生物历史沿革



资料来源: 博圣生物, 平安证券研究所

图表28 博圣生物三级预防业务体系

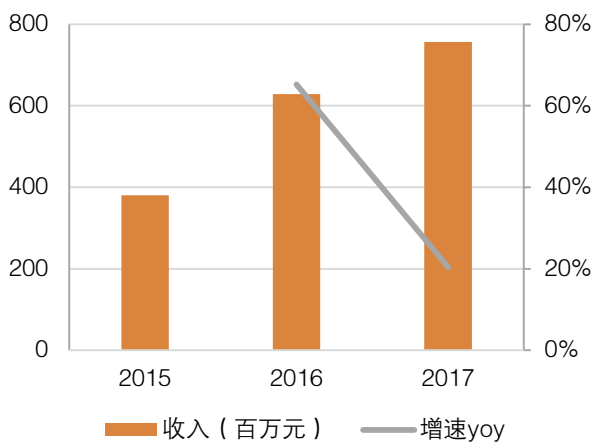


资料来源：博圣生物，平安证券研究所

公司及全资子公司杭州意峥投资于2015年1月、2016年9月先后以约4.1亿元战略投资博圣生物共计35%股权。为加快推动博圣生物IPO上市进程，降低发行审核风险，2017年12月以2.9亿元转让博圣生物9.75%股权，持股比例下降至25.25%。

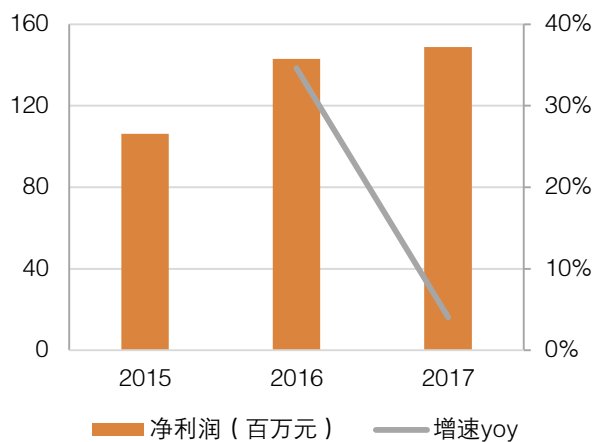
2016-2017年博圣生物实现营业收入分别为6.28亿元、7.56亿元，同比分别为65%、20%；2016-2017年净利润分别为1.43亿元、1.49亿元，同比分别为35%、4%。

图表29 博圣生物收入及增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

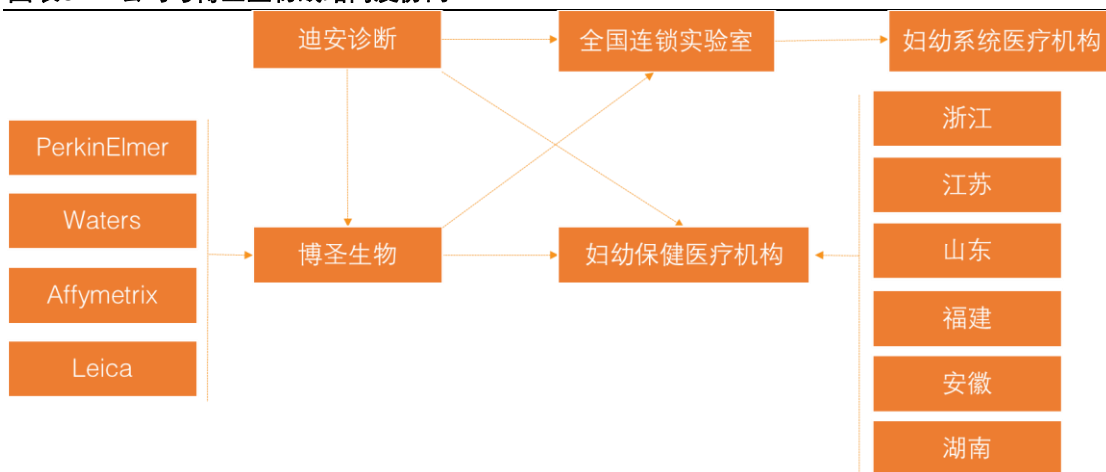
图表30 博圣生物净利润及增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

公司与博圣生物战略高度协同，将原先的“产品+服务”模式贯彻到母婴筛查市场，包括体外诊断产品代理（PerkinElmer、Waters、Affymetrix、Leica）、实验室共建、第三方医学诊断；同时有效地整合双方的客户资源，从基层（迪安诊断近2000家）到三甲医院（博圣生物覆盖浙江、江苏、山东、福建、安徽、湖南六省的200余家三级医院）的全覆盖。

图表31 公司与博圣生物战略高度协同



资料来源：公司公告，平安证券研究所

《中国出生缺陷防治报（2012）》指出中国当前出生缺陷发生率 5.6%，每年新增缺陷 90 万例，在新增缺陷中唐氏综合征的综合发生率 14.7/万，听力障碍 21.9/万，每年新出生的唐氏儿生命周期总负担超过 100 亿。目前血清学筛查率仅为 22~25%，产前诊断覆盖水平低，而婚前和孕前筛查市场仍是空白。

2014 年单独二胎政策放开，以及《中国妇女儿童发展纲要 2010-2020》明确提出要落实出生缺陷三级防治措施。以高通量测序、基因芯片和串联质谱为主的高、新技术平台的迅速推广将大大提升筛查和诊断的准确性与筛查率。我们预计，婚前及孕前筛查、产前筛查及产前诊断、新生儿遗传代谢病筛查市场有望达百亿级别。

4.3 以遗传学与肿瘤基因组学为核心，打造全方位 NGS 平台

公司拥有 NGS 高通量基因测序、FISH、数字 PCR、基因芯片分子诊断平台，并建有基因组、转录组、宏基因组等生物信息分析流程与本地全外显子频率数据库，可开展包括肿瘤组织突变基因检测、肿瘤 ctDNA 液态活检和遗传性基因相关检测的几百种检测项目。NGS 平台通过全国外周血胎儿染色体非整倍体高通量测序检测室间质评、全国肿瘤体细胞突变检测室间质评。

图表32 全国肿瘤体细胞突变检测室间质评分分布

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

地区	医院	第三方实验室
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

资料来源：卫计委，平安证券研究所

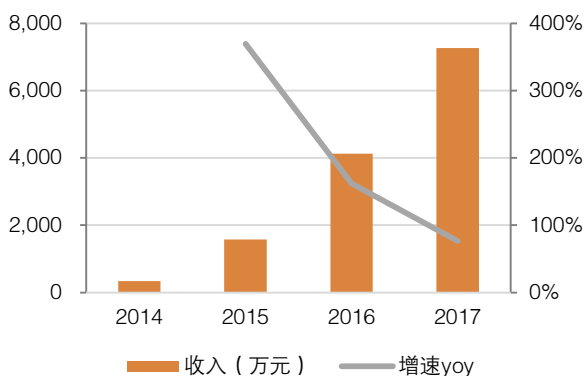
五、构建“诊断+”生态圈，健康体检和司法鉴定先行

5.1 整合 To B 渠道资源优势，打造“体验感最佳健检机构”

整合公司 To B 渠道资源优势，与医院共同开拓健康管理服务新模式，打造“体验感最佳健检机构”。公司健康体检 2017 年收入 72.61 亿（+76.13%），毛利率 35%左右，增长迅速。已有韩诺健康、美生健康、苍南健检 3 家特色体检中心正式运营，温州健检已于 2018 年 3 月份开业，杭州健检（即杭师大附院国际健康中心）、桐庐健检（即桐庐体检中心）目前处于筹建期。

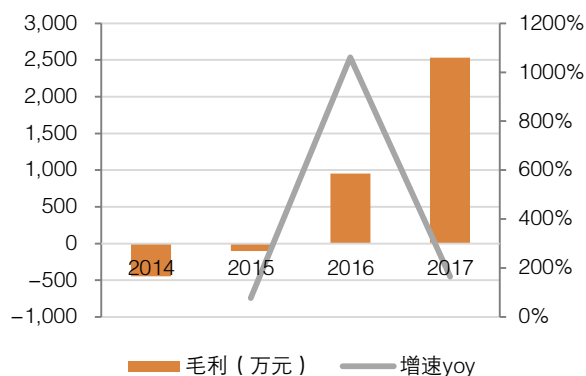
公司参与的 Medical Mall-全程国际健康管理中心于 2017 年 9 月正式启动试运营，作为国内首家“医疗共享平台”的全新综合体模式，已入住邵逸夫国际医疗中心、方回春堂、张强医生集团、大学眼科等多家医疗机构和专家门诊。

图表33 公司健康体检收入及增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表34 公司健康体检毛利润及增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表35 公司健康体检模式



资料来源：公司公告，平安证券研究所

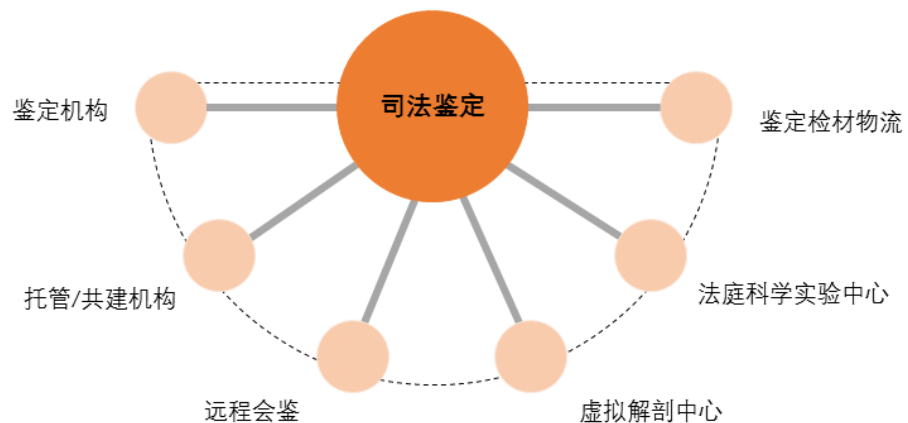
5.2 开启“鉴定服务+平台服务”双轮驱动战略

公司于 2016 年 11 月成立了司法鉴定事业部，业务涵盖法医临床、法医物证、法医病理、法医毒物、痕迹鉴定、声像资料鉴定等。作为国内率先市场化运营的第三方司法鉴定机构，公司依托医学实验室网络，形成平台资源与产业规模协同效应，开启“鉴定服务+平台服务”双轮驱动战略。

鉴定服务方面，推进鉴定机构连锁化发展，目前已经建成 5 个（杭州、上海、安徽、甘肃、天津），在建 2 个（吉林、长沙），拟建 3 个，共建 1 个（山西）。以三大类内鉴定项目为基础，打造远程会鉴、虚拟解剖中心和法庭科学实验室中心等特色鉴定服务项目。

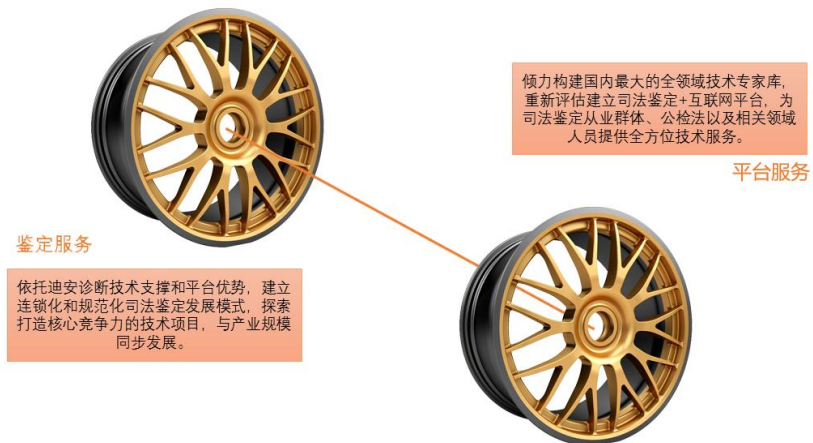
平台服务方面，“鉴识专家”正式上线，汇聚资深专家近 200 人，创建迪安鉴定科学研究院心理评估基地，与人社部合作品性评估师培训项目，成为国内第一家专业测谎培训基地及品性评估师专业能力培训证书授予机构。

图表36 公司司法鉴定布局



资料来源：公司股东大会资料，平安证券研究所

图表37 “鉴定服务+平台服务”双轮驱动战略



资料来源：公司股东大会资料，平安证券研究所

六、盈利预测

基于公司主营业务收入由体外诊断产品、医学诊断服务、健康体检、冷链物流、融资租赁五部分构成，我们对收入分拆并预测如下表：

图表38 公司收入构成及预测

		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
体外诊断产品	销售收入	2,354.94	2,996.07	3,805.00	4,832.36	6,185.42
	YOY	209%	27%	27%	27%	28%
	毛利率	24.29%	26.73%	27.00%	27.50%	28.00%
医学诊断服务	销售收入	1,420.17	1,906.31	2,573.52	3,474.26	4,724.99
	YOY	32%	34%	35%	35%	36%
	毛利率	43.90%	43.63%	44.00%	44.50%	45.00%
健康体检	销售收入	41.23	72.61	130.71	235.27	423.49
	YOY	161.94%	76.12%	80%	80%	80%
	毛利率	23.18%	34.85%	35.00%	35.00%	35.00%
冷链物流	销售收入	7.65	14.38	27.32	51.91	98.63
	YOY	2632.14%	87.98%	90%	90%	90%
	毛利率		3.06%	3.00%	3.00%	3.00%
融资租赁	销售收入		14.75	22.12	33.19	49.78
	YOY			50%	50%	50%
	毛利率		93.21%	95.00%	95.00%	95.00%
营业收入	营业收入	3,823.98	5,004.12	6,558.68	8,626.98	11,482.31

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
YOY	106%	31%	31%	32%	33%
毛利率	31.49%	33.41%	33.96%	34.66%	35.33%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

七、投资建议

1) 领跑第三方实验室，商业模式向 3.0 版不断优化升级，抢占行业制高点；2) 省级实验室全覆盖，区域中心发展提速，ICL 渗透率和集中度提升空间大；3) 两票制下加速 IVD 渠道整合，共同开发实验室建设，进一步巩固渠道优势；4) 打造质谱+NGS 平台，开拓下一个百亿新市场，构建“诊断+”生态圈。不考虑定增，我们预计公司 2018-20 年 EPS 分别为 0.81/1.05/1.39 元，同比 27%/30%/33%，对应 PE28/22/17X，首次覆盖给予“推荐”评级。

八、风险提示

- 1) 政策落地进度低于预期。医改进一步深化，医保控费、分级诊疗、两票制、阳光采购、医联体等出台执行成为常态化。
- 2) 新模式推进及并购整合低于预期。公司连锁化运营的快速复制，不同区域实验室盈利时间不达预期。
- 3) 应收账款管理风险。公司处于快速增长阶段以及行业竞争加剧，均有可能导致客户结算周期延长，应收账款增加有可能存在坏账的风险。
- 4) 诊断质量控制风险。公司业务规模不断扩大，分析前阶段样本的质量控制是检验全过程中最容易出现问题及最难控制的环节。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	3506	3483	5655	6452
现金	755	984	1294	1722
应收账款	1873	1771	3022	3357
其他应收款	12	28	25	45
预付账款	157	156	251	285
存货	679	524	1042	1021
其他流动资产	708	545	1063	1042
非流动资产	3884	3689	3665	3596
长期投资	836	956	1076	1196
固定资产	674	701	699	667
无形资产	23	25	26	27
其他非流动资产	2352	2008	1865	1706
资产总计	7390	7172	9320	10048
流动负债	2442	2888	3957	4517
短期借款	1039	933	1866	1474
应付账款	618	1067	1125	1763
其他流动负债	785	888	966	1280
非流动负债	2001	900	1271	500
长期借款	726	0	571	0
其他非流动负债	1274	900	700	500
负债合计	4443	3788	5228	5017
少数股东权益	595	706	850	1042
股本	551	551	551	551
资本公积	759	652	652	652
留存收益	1042	1475	2038	2785
归属母公司股东权益	2352	2678	3242	3989
负债和股东权益	7390	7172	9320	10048

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	39	1779	-716	1884
净利润	464	444	578	766
折旧摊销	155	132	163	195
财务费用	113	110	137	159
投资损失	-197	-50	-50	-50
营运资金变动	-840	1031	-1689	622
其他经营现金流	344	111	144	192
投资活动现金流	-1117	-9	-115	-115
资本支出	-9	-165	-165	-165
长期投资	-212	0	0	0
其他投资现金流	-896	156	50	50
筹资活动现金流	1289	-1541	1141	-1341
短期借款	376	-106	933	-392
长期借款	445	-726	571	-571
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-72	-107	0	0
其他筹资现金流	540	-602	-362	-378
现金净增加额	210	228	310	428

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	5004	6559	8627	11482
营业成本	3332	4331	5637	7426
营业税金及附加	19	25	33	44
营业费用	464	578	798	1117
管理费用	639	818	1103	1504
财务费用	112	110	137	159
资产减值损失	49	30	30	30
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	197	50	50	50
营业利润	593	716	939	1253
营业外收入	42	30	30	30
营业外支出	5	6	6	6
利润总额	629	740	963	1277
所得税	165	185	241	319
净利润	464	555	722	958
少数股东损益	114	111	144	192
归属母公司净利润	350	444	578	766
EBITDA	815	959	1240	1607
EPS (元)	0.63	0.81	1.05	1.39

主要财务比率

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入(%)	30.9	31.1	31.5	33.1
营业利润(%)	42.6	20.8	31.0	33.4
归属于母公司净利润(%)	33.0	27.1	30.0	32.6
获利能力				
毛利率(%)	33.4	34.0	34.7	35.3
净利率(%)	7.0	6.8	6.7	6.7
ROE(%)	15.7	16.4	17.6	19.0
ROIC(%)	15.5	13.6	21.9	19.5
偿债能力				
资产负债率(%)	60.1	52.8	56.1	49.9
净负债比率(%)	30.1	16.4	23.7	15.9
流动比率	1.4	1.2	1.4	1.4
速动比率	1.2	1.0	1.2	1.2
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.9	1.0	1.2
应收账款周转率	3.0	3.6	3.6	3.6
应付账款周转率	7.9	7.8	7.9	8.0
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.63	0.81	1.05	1.39
每股经营现金流(最新摊薄)	0.07	3.23	-1.30	3.42
每股净资产(最新摊薄)	4.3	4.9	5.9	7.2
估值比率				
P/E	36.1	28.4	21.8	16.5
P/B	5.4	4.7	3.9	3.2
EV/EBITDA	18.7	14.2	11.9	8.4

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PINGAN SECURITIES

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号荣超大厦 16 楼	厦 25 楼	中心北楼 15 层
邮编：518048	邮编：200120	邮编：100033
传真：（0755）82449257	传真：（021）33830395	