迪安诊断(300244)/医疗服务

牵手国际领先肿瘤精准诊断企业，加速向高端产品延伸

评级：买入(维持)

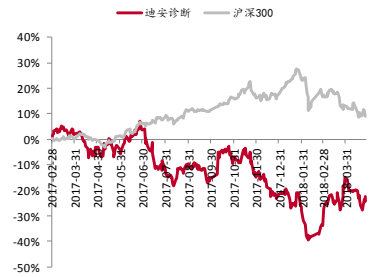
市场价格：22.90

分析师：江琦
执业证书编号：S0740517010002
电话：021-20315150
Email：jiangqi@r.qlzq.com.cn
分析师：谢木青
执业证书编号：S0740518010004
电话：021-20315895
Email：xiemq@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	551.03
流通股本(百万股)	342.08
市价(元)	23.54
市值(百万元)	12,971.23
流通市值(百万元)	8,052.45

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1 迪安诊断（300244.SZ）：整合青岛优质渠道商，完善山东区域服务网络布局

2 迪安诊断（300244.SZ）：模式升级期费用增长较快，省级中心布局完成有望进入收获

3 迪安诊断（300244.SZ）：省级实验室布局完成，模式技术双创新下经营趋势向好

公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	3823.98	5004.12	6503.22	8329.61	10703.92
增长率 yoy%	105.79%	30.86%	29.96%	28.08%	28.50%
净利润（百万元）	262.76	349.59	439.70	586.91	788.01
增长率 yoy%	50.33%	33.05%	25.77%	33.48%	34.26%
每股收益（元）	0.48	0.63	0.80	1.07	1.43
每股现金流量	0.24	0.07	0.60	0.42	0.76
净资产收益率	12.59%	14.86%	15.75%	17.60%	19.39%
P/E	49.37	37.10	29.50	22.10	16.46
PEG	0.98	1.12	1.14	0.66	0.48
P/B	6.21	5.52	4.65	3.89	3.19

备注：

投资要点

- **事件：公司公告分别与 Foundation Medicine 和罗氏签订相关协议，推动 FMI 旗下 FoundationOne®、FoundationOne® Heme 和 FoundationACT®产品在中国市场的商业化。**
- **牵手国际领先肿瘤精准诊断企业，强势进入伴随诊断领域。**Foundation Medicine（FMI）是罗氏控股子公司，也是国际领先肿瘤精准诊断企业，公司产品 Foundation Focus CDxBRCA 和 Foundation One CDx 分别于 2016 年和 2017 年作为首个基于 NGS 的伴随诊断方案以及首个针对泛肿瘤的全面的伴随诊断检测获得 FDA 批准。根据火石创造的统计数据，目前全球伴随诊断市场约 30 亿美元左右，年均复合增速超过 20%，FMI 产品覆盖肿瘤领域中的实体瘤和血液瘤，样本来源包括组织和血液，公司此次获得其 FoundationOne®、FoundationOne® Heme 和 FoundationACT®产品相关服务和商业推广的权利，凭借 2015 年获得的稀缺肿瘤高通量测序试点资质以及罗氏强大的市场推广能力，有望在肿瘤个体化诊疗领域占据先发优势。
- **重点开发以质谱+NGS 为核心的精准诊断技术平台，特检服务能力持续加强。**公司基于质谱和 NGS 两大核心技术平台，在与医院合作共建精准诊断中心平台的同时，推动与国际知名制药企业的伴随诊断领域合作，其中质谱领域已与全球质谱龙头 SCIEX 以及国际领先的代谢组学服务商 METABOLON 达成合作；此次基于 NGS 平台携手 FMI 和罗氏，公司整体特检能力得到持续加强。
- **从第三方检验中心到检验科产业链全布局、从普通检验中心扩展到精准检验中心布局，从地方走向全国。近几年，迪安已经完成了转型，在往新的方向深入发展：**1、公司商业模式转变为代理+外包+合作共建+精准中心，产业链全布局的综合服务供应商；2、检测业务范围由浙江、上海等地区实现了全国范围布局；3、检验项目正在由以传统常规检验为主向以高端精准检验为主跨步。
- **盈利预测与估值：**不考虑青岛收购和定增带来的摊薄和收益，我们预计 2018-2020 年公司收入 65.03、83.30、107.04 亿元，同比增长 29.96%、28.08%、28.50%，归母净利润 4.40、5.87、7.88 亿元，同比增长 25.77%、33.48%、34.26%，对应 EPS 为 0.80、1.07、1.43，目前公司股价对应 2018 年 30 倍 PE，**考虑到公司实验室全国性布局基本完成，未来盈利能力有望持续提高，我们预计公司未来三年伴随着财务费用逐步减少、经营性现金流持续改善等积极变化，业绩有望保持快速增长，我们认为公司 2018 年合理估值区间为 40-45 倍 PE，合理价格区间为 32-36 元，维持“买入”评级。**
- **风险提示：**实验室盈利时间不确定风险，非公开发行风险，应收账款管理风险。

内容目录

牵手国际领先肿瘤精准诊断企业，强势进入伴随诊断领域 - 3 -
Foundation Medicine 是国际领先肿瘤精准诊断企业 - 3 -
伴随诊断处于快速发展期，NGS 平台崭露头角 - 4 -
公司联合 FMI、罗氏共同推动国内肿瘤个体化诊疗发展 - 6 -
基于质谱+NGS 平台，公司特检能力进一步提升 - 7 -
风险提示 - 7 -

图表目录

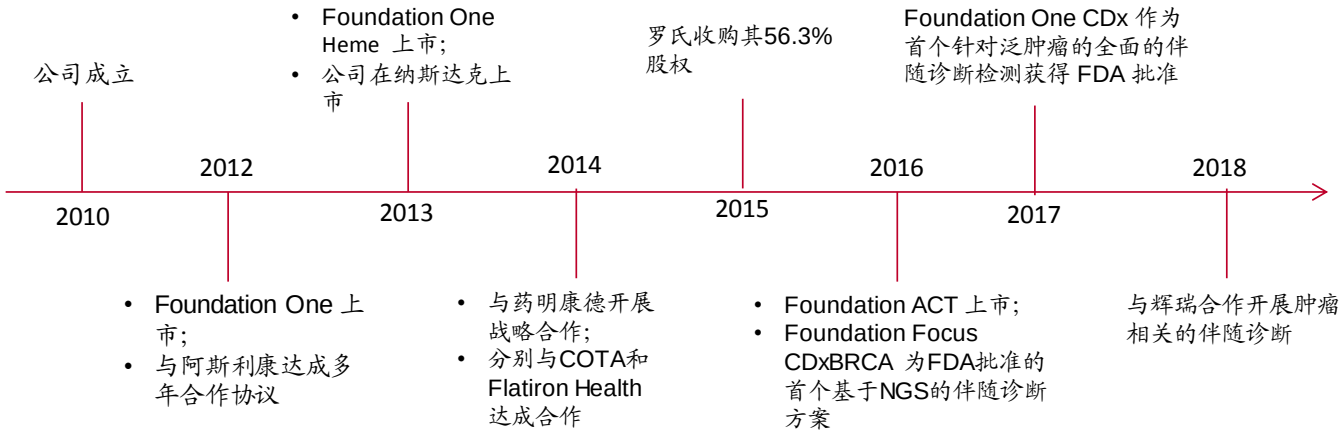
图表 1：Foundation Medicine 发展历程 - 3 -
图表 2：FMI 主要四款产品情况 - 4 -
图表 3：全球每年新增癌症病例数预测（万人） - 5 -
图表 4：肿瘤用药无效率达 75% - 5 -
图表 5：伴随诊断应用场景 - 5 -
图表 6：全球靶向药物销售情况预测（亿美元） - 5 -
图表 7：全球伴随诊断市场保持 20%以上增长 - 5 -
图表 8：伴随诊断集中在北美和欧洲地区 - 5 -
图表 9：伴随诊断产品获批临床适应症情况 - 6 -
图表 10：伴随诊断产品获批技术平台情况 - 6 -
图表 11：全国各地区肿瘤试点分布 - 6 -
图表 12：迪安诊断财务报表预测 - 9 -

牵手国际领先肿瘤精准诊断企业，强势进入伴随诊断领域

Foundation Medicine 是国际领先肿瘤精准诊断企业

- Foundation Medicine（FMI）成立于美国特拉华州，现为 NASDAQ 上市公司，是一家致力于通过深度了解和分析肿瘤相关基因的改变，指导进行肿瘤精准治疗的生物信息公司。FMI 提供一系列全面基因组测序来检测肿瘤患者的分子层面的突变并提供与此相关的靶向治疗、免疫治疗和临床试验。FMI 的分子信息平台旨在服务于临床医生、学术研究员和医药开发者的需求来提高患者日常护理和分子诊断在肿瘤领域的科学发展。
- **FMI 在全球范围基于 NGS 平台的肿瘤伴随诊断领域拥有重要地位。**公司产品 Foundation Focus CDxBRCA 和 Foundation One CDx 分别于 2016 年和 2017 年作为首个基于 NGS 的伴随诊断方案以及首个针对泛肿瘤的全面的伴随诊断检测获得 FDA 批准。截止目前，公司发布了超过 18 万份病人分析报告，在全球范围内拥有超过 30 个合作伙伴。

图表 1：Foundation Medicine 发展历程



来源：FMI 公司官网，wind，中泰证券研究所

- **FMI 四款产品针对实体瘤和血液瘤，样本来源包括组织和血液，全方位覆盖肿瘤伴随诊断领域。**FMI 目前提供四种产品：Foundation One®、Foundation One® Heme、Foundation ACT®和 Foundation One CDx™，其中 Foundation One®和 Foundation One CDx™ 主要针对组织样本，Foundation ACT®针对全血样本，Foundation One® Heme 针对全血和骨髓穿刺液样本。

图表 2：FMI 主要四款产品情况

	Foundation One®	Foundation One® Heme	Foundation ACT®	Foundation One CDx™
适应症	非小细胞肺癌、结直肠癌、黑色素瘤、乳腺癌和卵巢癌	非小细胞肺癌、结直肠癌、黑色素瘤和其他实体肿瘤	肺癌、胃肠癌、乳腺癌和其他实体肿瘤	白血病、淋巴瘤、肉瘤
样本类型	组织	组织	全血	组织、全血和骨髓穿刺液
肿瘤基因突变负荷（TMB）	✓	✓		✓
微卫星不稳性（MSI）	✓	✓		✓

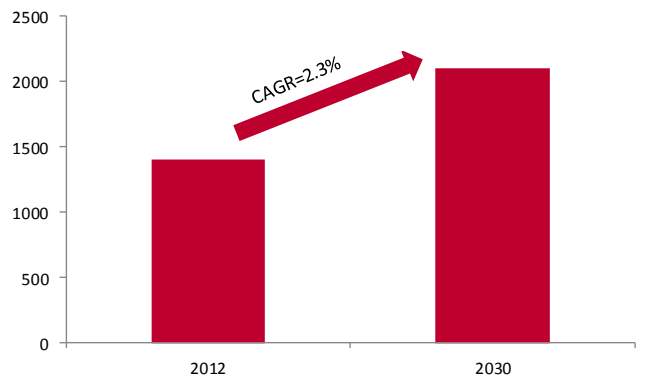
来源：FMI 公司官网，中泰证券研究所

- Foundation One®：通过使用二代测序技术检测与实体肿瘤发生相关的基因改变，检测实体瘤中常见的 315 个癌症相关基因和 28 个经常在实体肿瘤中发生重排或改变的基因选择性内含子，包括但不限于非小细胞肺癌（NSCLC）、结直肠癌、乳腺癌、卵巢癌和黑色素瘤，是一个综合的可提供大量有用信息的基因检测技术；
- Foundation One® Heme：针对血液系统恶性肿瘤（包括白血病、淋巴瘤、骨髓瘤）、肉瘤、儿童癌症的全面基因分析图谱，通过同时进行 RNA 测序和 DNA 测序，除了检测人类癌症中已知的 405 种癌症相关基因外，还对 250 多种基因进行 RNA 测序；
- Foundation ACT®：是 FMI 对实体瘤的液体活检检测，包括 NSCLC、乳腺癌、结肠癌和前列腺癌等，主要检测血液样本中超过 60 个最常见癌症相关突变基因，用于临床上组织样本无法获得，Foundation One 检测的补充。
- Foundation One CDx™：首个获得 FDA 批准的针对泛肿瘤的全面的伴随诊断检测，针对肿瘤相关的 324 个基因进行检测，所检测的突变类型包括替换、插入、缺失、拷贝数变化、基因重排等突变，以及微卫星不稳定性、肿瘤突变负荷检测，总体准确率可达到 94.6％

伴随诊断处于快速发展期，NGS 平台崭露头角

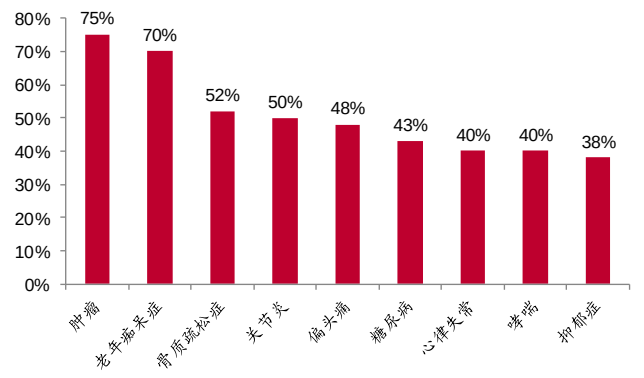
- **癌症发病率高，随之而来的是治疗有效率低，伴随诊断很有必要。**根据世界卫生组织报告，到 2030 年，每年全球癌症新增病例将从 2012 年的 1400 人上升到 2100 万人，与癌症的高发病率和高死亡率相对的，却是非常低的用药有效率，传统的疗法在肿瘤的治疗上无效率高达 75%。伴随诊断，就是通过检测特殊药物在特定患者体内的疗效和安全性来指导治疗方案的制定，在靶向药物越来越多的用于癌症治疗下，伴随诊断显得更加重要。

图表 3：全球每年新增癌症病例数预测（万人）



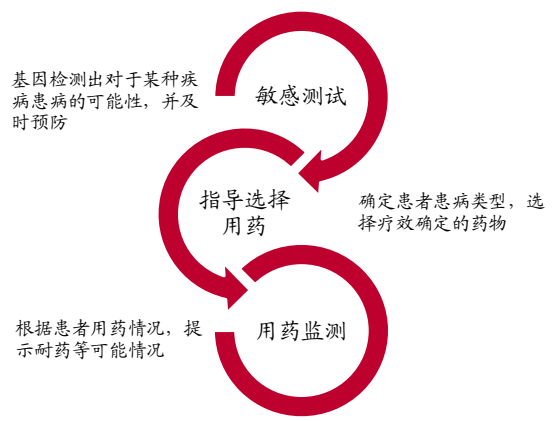
来源：世界卫生组织，中泰证券研究所

图表 4：肿瘤用药无效率达 75%



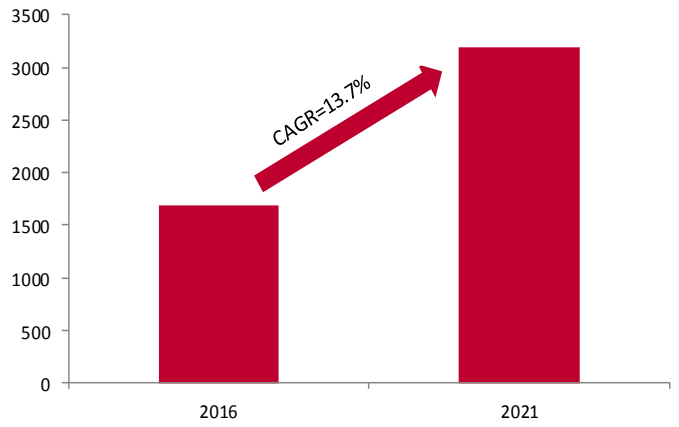
来源：WIN Symposium，中泰证券研究所

图表 5：伴随诊断应用场景



来源：中泰证券研究所

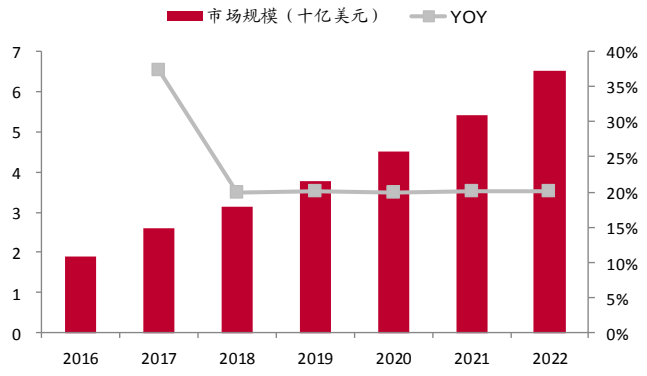
图表 6：全球靶向药物销售情况预测（亿美元）



来源：ReportsnReports，中泰证券研究所

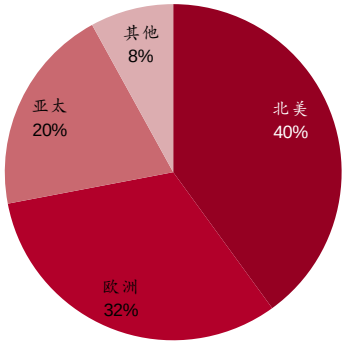
- **伴随诊断目前市场规模较小，但是全球复合增速超过 20%。**伴随诊断在 2016 年的市场规模约 19 亿美元，仅占 IVD 市场的 3.2%，但是增长速度是 IVD 细分领域中较快的，预计在 2022 年有望达到 65 亿美元，年均复合增速为 20%，其中北美和欧洲是市场份额最大的两个区域，分别为 32%和 40%。

图表 7：全球伴随诊断市场保持 20%以上增长



来源：火石创造，中泰证券研究所

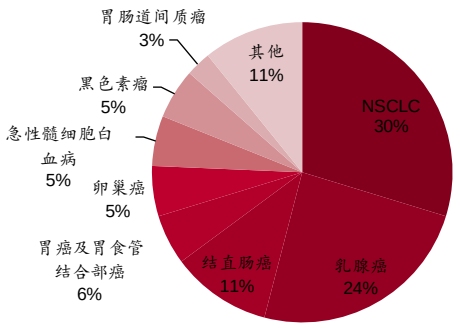
图表 8：伴随诊断集中在北美和欧洲地区



来源：火石创造，中泰证券研究所

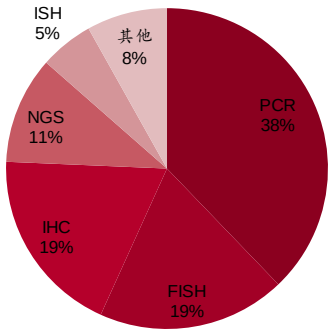
- **已获批的伴随诊断产品主要集中在非小细胞肺癌领域，相关技术平台仍以 PCR 为主。**据不完全统计，FDA 目前批准了 30+个伴随诊断产品，约 30%应用于非小细胞肺癌，25%应用于乳腺癌，其余癌种应用包括结直肠癌、卵巢癌、白血病等，而在产品相关技术平台中由于 PCR 技术的易操作、样本量小、普及率高等特点，是目前市场占比最大也是应用最成熟的一类；而基于 NGS 平台的产品则是在 2016 年 FMI 首次实现突破，现有 4 款 NGS 伴随诊断产品中 2 款来自 FMI。**我们认为由于 NGS 检测的覆盖面更广，随着检测成本的逐渐下降，有望成为肿瘤伴随诊断的主要应用平台。**

图表 9：伴随诊断产品获批临床适应症情况



来源：火石创造，中泰证券研究所

图表 10：伴随诊断产品获批技术平台情况



来源：火石创造，中泰证券研究所

公司联合 FMI、罗氏共同推动国内肿瘤个体化诊疗发展

- **公司是少有的肿瘤高通量测序试点，积累深厚具备先发优势。**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，可以以试点或 LDT 的方式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 11：全国各地区肿瘤试点分布

	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

- **公司联合 FMI、罗氏共同推动肿瘤个体化诊疗在国内发展。**本次公司与 FMI 签订相关协议，约定迪安通过获取 FMI 全面基因组测序分析(CGP)相关技术的独家授权的方式，建立迪安肿瘤精准诊断实验室，构建标准化的全流程质量管理体系，在中国（除澳门、香港和台湾）实现 FMI 旗下 FoundationOne®、FoundationOne® Heme 和 FoundationACT®产品的应用，为肿瘤患者寻找适合的治疗方案；与此同时，公司与罗氏签订相关协议，约定迪安与罗氏进行独家合作，推动上述产品在中国市场

的商业化。具体权利与义务情况如下:

- FMI 独家授予迪安在中国提供与 Foundation One®、Foundation One® Heme 和 Foundation ACT®产品相关的服务的许可。前述许可限于临床测试的应用、对迪安员工进行与该等产品相关的技术培训以及提供后续技术支持;
- 罗氏作为 FMI 的非美国地区商业化合作伙伴，独家授予迪安（但并不排除罗氏）在中国就以上三款产品进行商业化的权利。罗氏将与迪安合作推广上述产品在中国的商业化，并且会承担该等产品的营销和推广工作;
- 迪安将负责建设和运营实验室，以提供以上三款产品相关的实验室服务，并且出具相应的检测报告。

基于质谱+NGS 平台，公司特检能力进一步提升

- **公司重点开发质谱、NGS 两大核心技术平台，精准诊断+精准治疗产业链初见成效。**截止到 2017 年底，公司相继与江苏、天津、陕西等地多家三级医院合作共建精准诊断中心平台，加快“质谱+NGS”两大核心技术开启精准诊断市场步伐，同时推动与国际知名制药企业的伴随诊断领域合作，未来有望分享中国精准医疗市场红利。
  - **质谱：联合国际临床质谱龙头，奠定公司在国内临床质谱技术领域的行业引领地位。**公司以专业质谱平台为基础，围绕临床检验、代谢组学、Pharma CRO 与法医毒理等多个应用方向，已组建一支由多名具有丰富质谱经验且在北美及欧洲临床诊断、医药开发等领域工作多年的高级专家领衔的专业团队，并建立了国内技术水平一流的连锁化质谱应用实验室。**2017 年是公司在质谱领域实现重大突破的一年：**1、公司与丹纳赫旗下国际临床质谱龙头 SCIEX 设立公司控股的合资公司，专注研发生产与其质谱仪器配套使用的相关体外诊断试剂盒,进一步推动高端质谱技术在国内的产业化与国产化;2、公司与国际领先的代谢组学服务商 METABOLON 独家合作，在中国建立的授权实验室成为其在亚洲首个通过完全认证，并唯一授权的实验室。
  - **NGS: 以遗传学与肿瘤基因组学为核心，打造全方位基因测序平台，推动新技术的临床转化。**公司目前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 平台先后通过国家卫计委临检中心组织的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和全国肿瘤体细胞基因突变高通量测序检测生物信息学分析室间质评，验证了公司高通量测序技术的实力。本次牵手 FMI、罗氏通过引入 FMI 国际领先的全基因组测序分析技术与流程体系，有望依托迪安国内体外诊断行业的优势与生态，以及罗氏全球化的商业专家能力，全面推动国际先进测序技术在中国区域的临床应用，助力临床决策，为肿瘤患者提供更多、更合适的治疗方案。

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。
- **非公开发行风险。**公司正在筹备定增事项，时间进度、定增项目以及发行总股本数均有变动的可能，定增发行情况对公司业务开展的资金需求紧密相关。
- **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 12：迪安诊断财务报表预测

资产负债表 单位：百万元

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	3506	4673	6030	7650
现金	755	1301	1666	2141
应收账款	1675	2235	2894	3659
其他应收款	198	63	65	83
预付账款	157	197	256	326
存货	679	825	1090	1377
其他流动资产	41	52	60	64
非流动资产	3884	3810	3710	3619
长期投资	836	836	836	836
固定资产	674	554	435	316
无形资产	19	23	28	33
其他非流动资产	2356	2397	2411	2434
资产总计	7390	8483	9741	11269
流动负债	2442	3366	4098	4750
短期借款	1039	1780	2260	2579
应付账款	618	802	1025	1316
其他流动负债	785	785	814	854
非流动负债	2001	1593	1394	1296
长期借款	726	326	126	26
其他非流动负债	1274	1267	1267	1270
负债合计	4443	4960	5492	6046
少数股东权益	595	732	914	1160
股本	551	551	551	551
资本公积	759	759	759	759
留存收益	1042	1482	2025	2754
归属母公司股东权益	2352	2792	3335	4064
负债和股东权益	7390	8483	9741	11269

现金流量表 单位：百万元

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	39	328	231	417
净利润	464	577	770	1033
折旧摊销	155	155	161	160
财务费用	112	101	102	104
投资损失	-197	-50	-45	-45
营运资金变动	-552	-439	-778	-857
其他经营现金流	58	-16	22	22
投资活动现金流	-1117	5	-5	-2
资本支出	382	10	10	10
长期投资	-588	0	0	0
其他投资现金流	-1323	15	5	8
筹资活动现金流	1289	212	139	60
短期借款	376	740	480	319
长期借款	445	-400	-200	-100
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-101	0	0	0
其他筹资现金流	570	-128	-141	-159
现金净增加额	210	545	365	475

利润表 单位：百万元

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	5004	6503	8330	10704
营业成本	3332	4328	5528	7103
营业税金及附加	19	25	31	40
营业费用	464	566	716	899
管理费用	639	780	983	1231
财务费用	112	101	102	104
资产减值损失	49	8	7	7
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	197	50	45	45
营业利润	593	745	1007	1365
营业外收入	42	42	42	42
营业外支出	5	5	5	5
利润总额	629	782	1044	1402
所得税	165	205	274	368
净利润	464	577	770	1033
少数股东损益	114	137	183	245
归属母公司净利润	350	440	587	788
EBITDA	859	1001	1270	1629
EPS（元）	0.63	0.80	1.07	1.43

主要财务比率

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入	30.9%	30.0%	28.1%	28.5%
营业利润	42.7%	25.7%	35.1%	35.5%
归属于母公司净利润	33.0%	25.8%	33.5%	34.3%
获利能力				
毛利率(%)	33.4%	33.4%	33.6%	33.6%
净利率(%)	7.0%	6.8%	7.0%	7.4%
ROE(%)	14.9%	15.8%	17.6%	19.4%
ROIC(%)	12.0%	13.3%	15.3%	17.8%
偿债能力				
资产负债率(%)	60.1%	58.5%	56.4%	53.6%
净负债比率(%)	43.67%	45.98%	46.62%	45.98%
流动比率	1.44	1.39	1.47	1.61
速动比率	1.16	1.14	1.21	1.32
营运能力				
总资产周转率	0.76	0.82	0.91	1.02
应收账款周转率	3	3	3	3
应付账款周转率	5.26	6.10	6.05	6.07
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.63	0.80	1.07	1.43
每股经营现金流(最新摊	0.07	0.60	0.42	0.76
每股净资产(最新摊薄)	4.27	5.07	6.05	7.38
估值比率				
P/E	37.10	29.50	22.10	16.46
P/B	5.52	4.65	3.89	3.19
EV/EBITDA	17	15	12	9

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。