

医药：迪安诊断（300244）

2019年04月18日

医学诊断整体提供商

推荐（首次）

⑤ 立足“产品+服务”模式的医学诊断服务一体化运营商

公司是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，凭借具有迪安特色的“产品+服务”一体化商业模式成为体外诊断行业的领先者，运营模式包括传统的 1.0 版的诊断产品代理服务和 2.0 版的诊断外包服务模式外，近期突出 3.0 版合作共建模式，并形成三种模式有效联动。

⑤ 我国 ICL 市场未来发展空间很大

根据统计数据，美国临床检验行业市场规模为 750 亿美元，其中独立医学实验室约占 35%，欧洲与日本独立医学实验室市场份额占医学检验市场的比重分别为 50%和 67%。根据前瞻产业研究院的数据，我国 2017 年 ICL 市场规模为 144 亿元，与国外 30%甚至 50%以上的渗透率相比，国内 ICL 行业的市场渗透率仍然较低，大概在 5%左右，且从检测项目看，目前我国大型的独立医学实验室可以提供 2,000 余种检验项目，然而美国的独立医学实验室可提供多达 4,000 余种检验项目，未来 ICL 行业有很大的发展空间。

⑤ 盈利预测及投资建议

我们预测公司 2019-2021 年营业收入分别为 88.48 亿元、110.60 亿元和 132.72 亿元；归母净利润分别为 4.71 亿元、6.03 亿元和 7.18 亿元；对应每股收益分别为 0.76 元、0.97 元和 1.16 元；目前股价对应 PE 分别为 27 倍、21 倍和 18 倍，我们给予公司推荐评级。

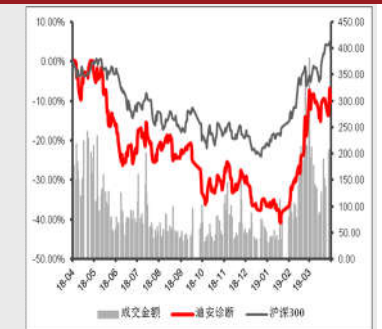
⑤ 风险提示

1、医学检验价格进一步下降风险；2、并购整合的风险；3、药品安全事件的风险；4、整体系统风险等。

图表：财务数据及估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入（百万元）	5,004.1	6,966.9	8,847.9	11,059.9	13,271.9
同比增长(+/-%)	30.9%	39.2%	27.0%	25.0%	20.0%
归母净利润（百万元）	349.6	388.6	471.2	602.9	717.6
同比增长(+/-%)	33.0%	11.2%	21.3%	27.9%	19.0%
每股收益（元）	0.56	0.63	0.76	0.97	1.16
PE	36.99	33.27	27.44	21.45	18.02
PB	5.50	3.52	3.15	2.77	2.42

市场表现 截至 2019.04.17



市场数据 2019-04-17

A 股收盘价（元）	20.84
一年内最高价（元）	24.67
一年内最低价（元）	14.11
上证指数	3,263.12
市净率	3.5
总股本（万股）	62,046
实际流通 A 股（万股）	41,762
限售流通 A 股（万股）	20,284
流通 A 股市值（亿元）	87.0

分析师：张科然

执业证书号：S1490513050001

电话：010-85556193

邮箱：zhangkeran@hrsec.com.cn

证券研究报告

目录

一、公司主营业务及经营模式.....	4
1、产品：主要代理罗氏、日本希森美康等跨国企业体外诊断产品.....	4
2、服务：步入 3.0 版本合作共建模式.....	4
二、公司发展概况及股权结构.....	6
1、发展历程.....	6
2、股权结构.....	7
3、主营业务.....	8
(1) 代理诊断产品，与跨国 IVD 企业利益深度绑定.....	8
(2) 诊断服务三种商业模式有效联动.....	8
(3) 全力打造质谱+NGS 两大技术平台.....	8
(4) 迪安健检：以体检为入口，打造区域连锁健康服务机构.....	9
(5) 司法鉴定高速增长，连锁品牌初具雏形.....	9
(6) 深海冷链：公司业务不可或缺的配角.....	9
(7) 与泰格医药合作，布局 CRO 领域.....	9
三、2018 年底完成定增，增长可期.....	10
四、行业发展空间巨大.....	11
1、国外第三方医学实验室发展情况.....	11
2、我国第三方医学检验起步晚，空间大.....	12
(1) 我国第三方医学检验空间大.....	12
(2) 我国 ICL 市场寡头垄断雏形已现.....	13
五、财务状况.....	13
1、收入与净利润十年间均保持正增长.....	13
2、盈利能力稳健，三项费用率控制得当.....	14
3、加码研发，聚焦“精准医疗、远程医疗、智慧医疗”.....	15
4、诊断服务日趋与诊断产品并驾齐驱.....	16
5、频繁并购形成大额商誉.....	17
六、可比公司情况.....	18
七、盈利预测及投资建议.....	19
八、风险提示.....	19
1、医学检验价格进一步下降风险.....	19
2、并购整合的风险.....	19
3、药品安全事件的风险.....	20
4、整体系统性风险等.....	20

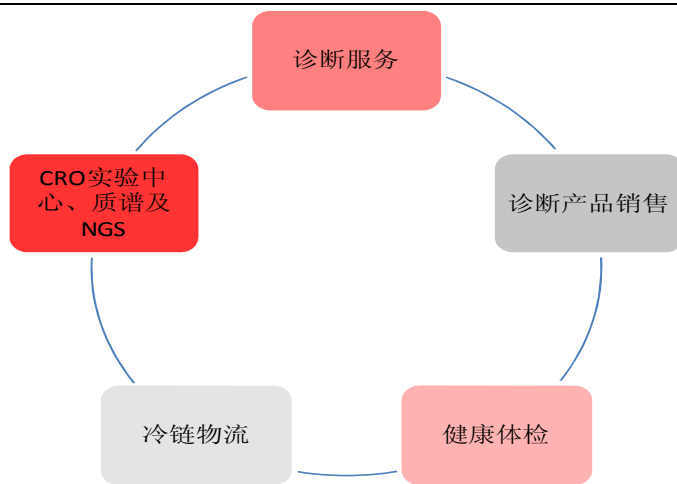
图表目录

图表 1: 公司主要提供的业务模块情况.....	4
图表 2: 公司发展进化阶段.....	5
图表 3: 独立医学实验室诞生于专业化分工.....	6
图表 4: 公司发展进化阶段.....	7
图表 5: 股权结构图.....	7
图表 6: 定增对象及股份情况.....	10
图表 7: 定增募投项目.....	10
图表 8: 美国三类医学检验实验室.....	11
图表 9: 美国 ICL 行业发展历程.....	12
图表 10: 2017 年我国第三方医学检验市场竞争格局.....	13
图表 11: 2017 年四家 ICL 数量与检验项目数量对比.....	13
图表 13: 2008-2018 年营业收入及增速情况.....	14
图表 14: 2008-2018 年归母净利润及增速情况.....	14
图表 15: 2008-2018 年毛利率与净利率情况.....	15
图表 16: 2009-2018 年三项费用率情况.....	15
图表 17: 公司研发投入技术平台项目.....	15
图表 18: 2018 年各项产品收入占比情况.....	17
图表 19: 2018 年各项产品毛利占比情况.....	17
图表 20: 2015-2018 年收购兼并的项目情况.....	17
图表 21: 2009-2018 年公司无形资产情况.....	18
图表 22: 2009-2018 年公司商誉情况.....	18
图表 23: 金城医学营业收入及增速情况.....	18
图表 24: 金城医学归母净利润及增速情况.....	18
图表 25: 2017 年迪安诊断与金城医学对比情况.....	19

一、公司主营业务及经营模式

公司主要面向各类综合医院与专科医院、社区卫生服务中心(站)、乡(镇)卫生院、体检中心、疾病预防控制中心等各级医疗卫生机构, 以提供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, 凭借具有迪安特色的“产品+服务”一体化商业模式成为体外诊断行业的领先者。

图表 1: 公司主要提供的业务模块情况



数据来源: 公司公告、华融证券整理

1、产品: 主要代理罗氏、日本希森美康等跨国企业体外诊断产品

罗氏诊断为世界最大的诊断产品生产商, 产品销往 150 个多个国家, 每年在罗氏诊断平台操作的检测超过 170 亿次, 拥有无与伦比的技术广度和深度, 体外诊断产品涵盖肿瘤、心脏病、代谢疾病、血液病、自身免疫力、女性健康等领域。

日本 SYSMEX (希森美康) 株式会社是一家跨国企业, 主要从事临床检验设备及试剂的研发、生产和销售, 尤其在血液分析、凝血分析、尿沉渣分析领域更处于世界领先地位。

2018 年公司代理体外诊断产品销售收入为 44.71 亿元, 同比增长 49.22%, 其中罗氏的产品占比约为 60%, 为公司核心产品。

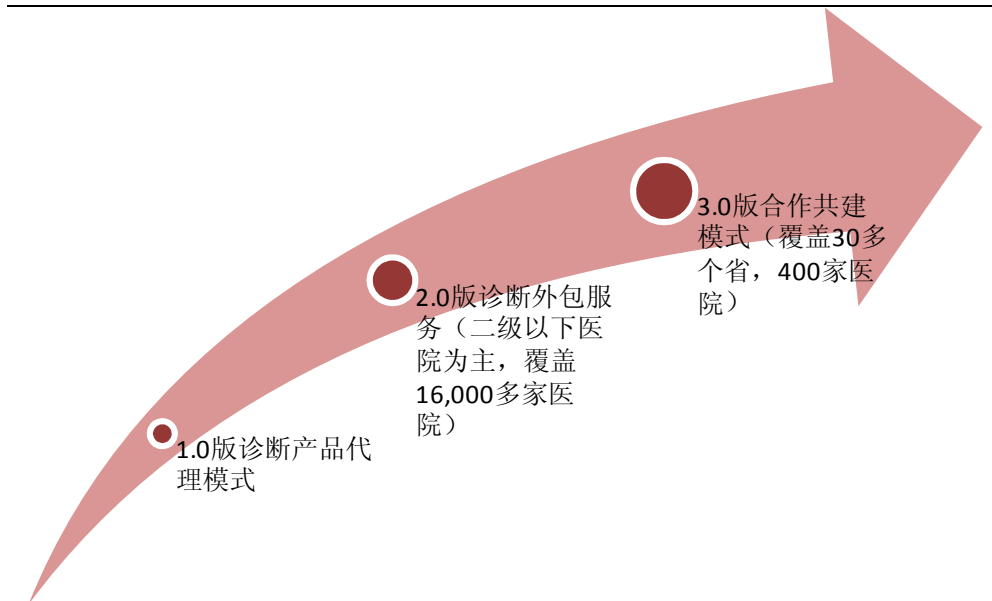
2、服务: 步入 3.0 版本合作共建模式

公司服务除了提供传统的 1.0 版的诊断产品代理服务和 2.0 版的诊断外包服务模式外，近年推出 3.0 版合作共建模式。

所谓合作共建模式，是指在医院实验室人、财、物所有权不变的前提下，公司和医院达成合作协议，为医院实验室提供技术与管理方面的咨询建议和管理输出，对医院实验室的人员、场地、设备、试剂、项目、质量、服务、形象等提供全方位管理建议并协助实施，包括提供检验外包服务、管理咨询服务、试剂及设备销售或集中采购等各类服务，有效提升医院实验室诊断技术水平、质量管理水平，降低运营成本，提高实验室运营效率。

随着分级诊疗、医联体、医共体等政策落地，未来基层医院将承接三甲医院门诊量，而基层医院检验科人员与设备均与三甲标准存在较大差距，检验项目数量与质量跟不上患者需求，由此而衍生出的将检验或病例分析转移到具备较强实力的第三方独立医学实验室，从而解决基层医院燃眉之急，我们认为这一趋势一旦确立，未来想象空间巨大。

图表 2: 公司发展进化阶段

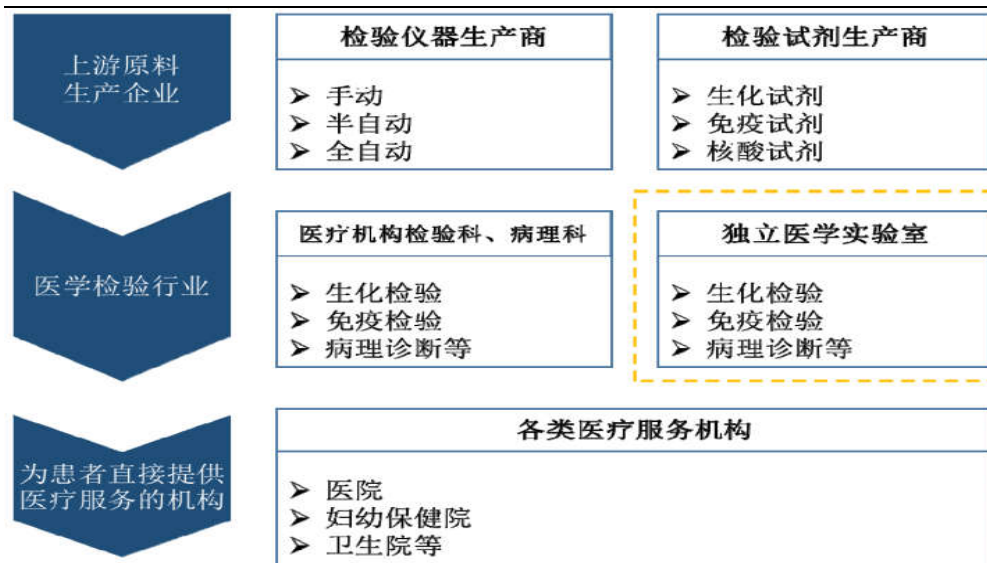


数据来源：公司公告、华融证券整理

公司目前由 2.0 版的诊断外包服务为主，其中主要以独立医学实验室 (Independent Clinical Laboratory, ICL) 的模式运行，截至 2018 年底已经在全国布局 38 家省级 ICL，所谓的 ICL 是指在卫生行政部门许可下，具有独立法人资格，独立于医疗机构之外、从事医学检验或病理诊断服务，能独立承担相应医疗责任的医疗机构。以此为中心向基层下沉，覆盖了 16,000 家二级以下亿元。

ICL 产生于医疗服务的专业化分工并主要专注医学检验服务，早期的医学检验业务均由医院的检验科及病理科完成，随着社会经济和检验技术的不断发展，检验服务需求不断上升、检验项目日益增多，医院作为医学检验业务的唯一实现主体已无法满足检验及诊断业务发展的实际情况。于是医学检验业务成为医疗服务领域专业化分工的先行者，行业分工演化为医院专注于诊疗服务，独立医学实验室将原本属于医院检验科、病理科的检验业务外包进行集中检验，具有显著的规模效应，通过规模化经营、专业化分工提升了检验效率及检验水平，同时也符合“分级诊疗”、“医联体”及“医共体”的发展，能够很好解决未来基层医疗检验服务需求。

图表 3：独立医学实验室诞生于专业化分工



数据来源：金城医学照顾说明书、华融证券整理

2016 年开始推广的合作共建模式，主要是基于 2.0 版的基础上进一步深度挖掘行业机会，增加医院与公司粘性而独立创作的一套运行模式，截至 2018 年底已经拥有 400 家合作共建的二级以下医院。

2018 年公司检测样本量约 3,800 万个，测试数约 1.35 亿例，诊断服务收入 23.62 亿元，同比增长 23.92%。

二、公司发展概况及股权结构

1、发展历程

公司成立于2001年9月5日,以代理上海罗氏诊断试剂和检验仪器起家,2004年成立第一家独立医学实验室(ICL),2010年变更为股份公司,2011年7月19日登陆深交所创业板,2016年转型做平台类公司,建设“诊断+”生态圈模式。

图表4: 公司发展进化阶段

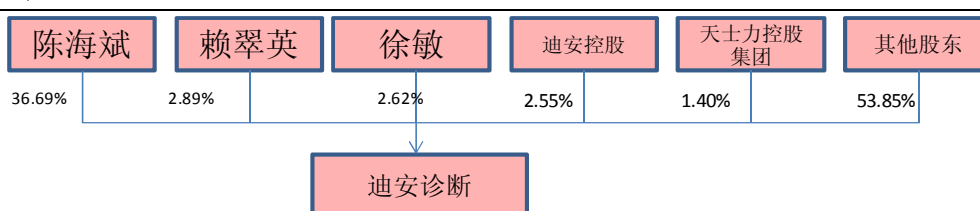


数据来源: 公司网站、华融证券整理

2、股权结构

公司实际控制人为自然人陈海斌,迪安控股的控股股东为陈海斌,具体股权结构如下图所示:

图表5: 股权结构图



数据来源: 公司公告、华融证券整理

2019年2月13日公布大股东陈海斌通过大宗交易减持股票，受让方为天士力集团，本次股权交易主要目的是天士力集团以此为契机，与公司建立长期战略合作关系，在精准医疗、产业投融资、数字化创新资源等领域加强合作。截至2月18日已经实施完毕，天士力集团受让1.40%的股权。

3、主营业务

（1）代理诊断产品，与跨国IVD企业利益深度绑定

公司起家于代理浙江省罗氏体外诊断产品，经过二十多年的经营，已经与罗氏等跨国药企利益深度绑定。公司业务也拓展至全国范围，为了在全国范围更好推广“产品+服务”模式，先后并购了新疆元鼎、青岛智颖等罗氏产品经销商，整合全国罗氏经销商，增加谈判筹码，利益深度绑定，有利于公司业务协同发展。

（2）诊断服务三种商业模式有效联动

公司在1.0和2.0模式下进一步加强“产品+服务”内部协同整合力度，缩短新建实验室的盈亏平衡时间，通过建立中央市场部、打造工程师联盟等举措进一步提升渠道业务能力。3.0模式下将以“精进共建、精心运营”为合作共建总体战略指导，推出创新激励制度，重点推进区域中心的建设，关注区域医疗布局，积极参与与推动分级诊疗、医联体、医共体等相关政策落地。

（3）全力打造质谱+NGS两大技术平台

公司质谱围绕液相色谱串联质谱和核酸质谱两大产品模块进行开发，加快产品转化，实现质谱设备及试剂等新产品的有效推广。公司与美国Agena Bioscience Inc. (Agena) 达成战略合作，合作授权迪安指定生产平台就Agena的核酸质谱相关体外诊断产品进行中国本土化注册与生产，迪谱诊断作为该项目实施平台，已与Agena共同设计完成MassARRAY核酸质谱遗传分析系统在中国的一款型号——迪谱诊断核酸质谱仪DP-TOF 384，这一产品未来将在药物基因组学、遗传病检测、肿瘤防治和微生物多重感染等临床应用方面大显身手。

加大NGS平台的研发与投入，打造覆盖肿瘤、遗传病等诊断的基因测序平台，聚焦发力肿瘤、感染、病理等重点科学领域，加大临床推广力度。2018年4月迪安与Foundation Medicine, Inc. (FMI) 及罗氏制药分别签订独家合作协议，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，

建立 FMI 美国本土以外的第一个实现检测到报告全流程的迪安肿瘤精准诊断实验室，在中国大陆地区实现 FMI 旗下相关产品的应用，同时与罗氏进行独家合作，共同推动国际先进测序技术在中国区域的临床应用。公司推行“3P+3C”项目模式，实行“店长制”保障项目高效运行，将精准诊断中心打造成为临床检测公共平台和科研服务公共平台。

截至 2018 年底，公司已经在省内外建设 10 余家精准诊断中心，精准诊断+精准治疗产业链出现成效。

（4）迪安健检：以体检为入口，打造区域连锁健康服务机构

2018 年公司健康体检收入为 9,824.52 万元，同比增长 35.31%，设立和参与 6 家特色体检中心正式运营，温州健检、桐庐健检、武义健检、与杭州师范大学附属医院合作的国际健康管理中心也相继开业，公司从模式方面调整了健康体检板块，探索与医院合作共建模式。

（5）司法鉴定高速增长，连锁品牌初具雏形

迪安鉴定 2018 年实现收入 6,231.39 万元，同比大幅增长 128.68%，是公司分项业务中增速最快的。迪安鉴定以“鉴定服务+平台服务+产品服务”为发展战略，积极打造并推广迪安鉴定品牌。截至 2018 年底，公司已经在浙江、上海、甘肃、吉林、天津、湖南、内蒙古、北京、山西等 9 个省直辖市建立了直属的司法鉴定机构，连锁化初具雏形。

（6）深海冷链：公司业务不可或缺的配角

深海冷链是第三方医学诊断行业内少数具有第三方医疗器械经营许可、高危病原微生物菌毒种等特殊资质的冷链物流企业。2018 年公司自主研发了深海健康品牌的温控箱、温度计，并建成冷链服务咨询、设备验证等延伸服务，有效推动了公司产品渠道资源的高效协同。

（7）与泰格医药合作，布局 CRO 领域

公司与泰格医药共同成立上海观合医药科技有限公司，布局 CRO 领域，自成立以来，经营状况良好，2018 年预计实现收入 5,000 万元，净利润 1,000 万元，2019 年 2 月份完成并表，预计今年增速保持在 50%以上。

截至 2018 年底观合已累计获得软件著作权 6 项，申请专利 6 项；累计为 200 余项 I-IV 期药物临床试验提供了严格而复杂的实验室解决方案，客户群体

覆盖阿斯利康、辉瑞、默克、葛兰素史克、强生、罗氏等国内外知名药企。

三、2018 年底完成定增，增长可期

2017 年 9 月 23 日公布定增预案，期间修订过两次，最终于 2018 年 12 月 18 日完成发行，增发股份于 2019 年 1 月 15 日上市，发行价格为 15.48 元/股，发行数量 6,942.88 万股，募集资金规模 10.75 亿元。发行对象如下表所示：

图表 6：定增对象及股份情况

序号	发行对象	认购股份 (股)	认购金额 (万元)
1	高盛公司有限责任公司	13,888,888	21,500
2	中国华融资产管理股份有限公司	31,007,751	48,000
3	江苏惠泉天汇苏民投健康产业基金 (有限合伙)	3,227,295	4,995.9
4	财通基金管理有限公司	4,198,966	6,500
5	上海北信瑞丰资产管理有限公司	17,105,943	26,480
合计		69,428,843	107,475.8

数据来源：公司公告，华融证券整理

募投资金主要用于建设公司诊断业务平台、冷链物流、诊断数据存储及诊断试剂产业化项目。

图表 7：定增募投项目

序号	项目名称	项目投资金额 (万元)	拟投入募投资金金额 (万元)
1	诊断业务平台服务能力提升及研发项目	51,156.62	51,156.62
2	冷链物流中心仓储设备技术改造项目	19,932.22	19,932.22
3	医疗诊断数据存储分析应用平台技术开发及设备改造项目	23,178.80	20,856.80
4	诊断试剂产业化项目	15,530.21	15,530.21
合计		109,797.85	107,475.85

数据来源：公司公告，华融证券整理

公司拟通过本次非公开发行，在夯实公司传统普检项目优势的基础上，大力发展分子诊断和质谱检测等特检项目的技术实力，以取得在中高端诊断项目上的先发优势。

我国第三方医学诊断行业由于其订单具有客户分散、数量多、单笔金额小、频率高等特点，呈现出独立医学实验室服务半径较小的特点，所以独立医学实验室的发展往往伴随着连锁化的服务网络建设。为了更好巩固公司行业地位，完善服务网络，拟通过本次定增提升公司杭州、昆山、南昌和佛山子公司的服务质量及服务能力，增强客户粘性。

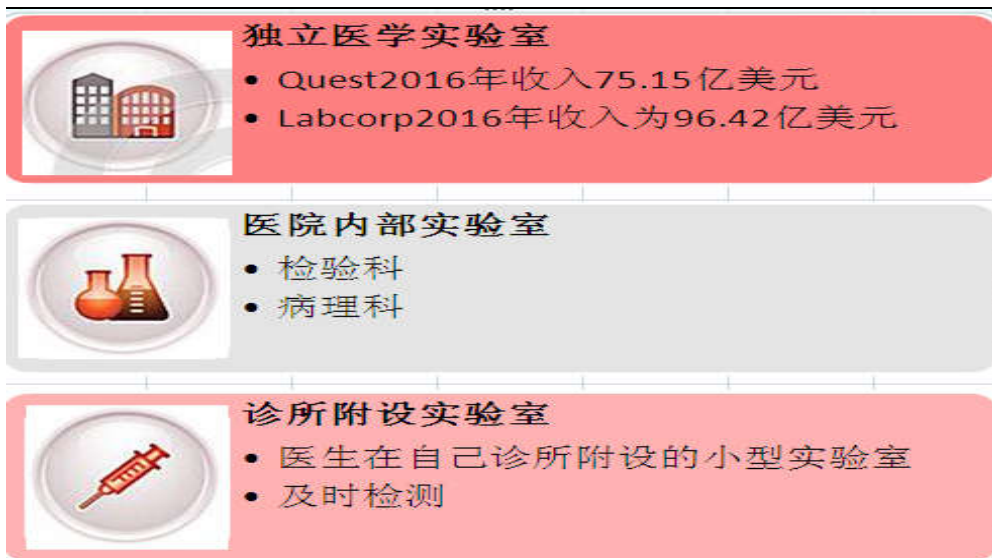
公司上市 7 年时间共定增 2 次，合计募集资金 20.78 亿元，为公司发展注入活力，由于第三方医学诊断行业具有“全国分散，区域集中”的特点，所募集资金均为了提高检测能力，深耕区域市场，完善强势区域的检验设备，打造良好的口碑，扩大渗透率，增强主业所用。

四、行业发展空间巨大

1、国外第三方医学实验室发展情况

第三方医学检验发源于美国，商业化运作则起源于医院内部实验室，通过承接外来医院的项目，为医院增加额外收入，同时 20 世纪 80 年代美国医保支付压力增大为减轻开支，节约成本，使得这种医院诊断外包服务获得较好发展。

图表 8：美国三类医学检验实验室

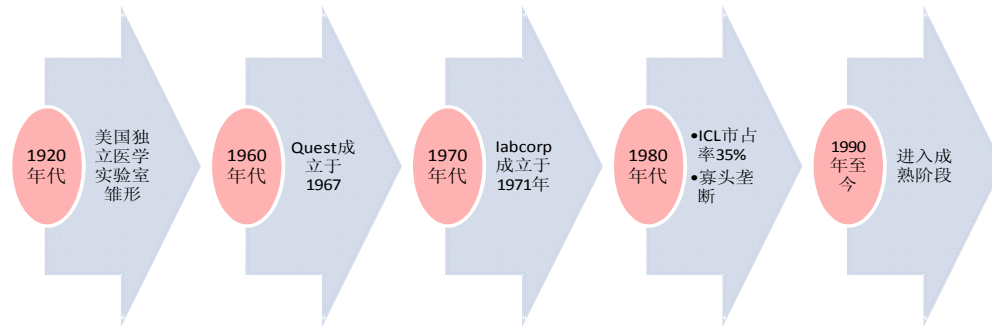


数据来源：华融证券整理

根据统计数据，美国临床检验行业市场规模为 750 亿美元，其中独立医学实验室约占 35%，欧洲与日本独立医学实验室市场份额占医学检验市场的比重

分别为 50%和 67%。

图表 9：美国 ICL 行业发展历程



数据来源：华融证券整理

美国第三方独立医学实验室呈现寡头垄断格局，Quest 和 Labcorp 两家几乎垄断了独立医学实验室，在严格监管下，ICL 逐渐成熟。

2、我国第三方医学检验起步晚，空间大

第三方医学检验在我国的发展可以追溯到 20 世纪 80 年代，由于公立医院占主导地位，因此医学检验及病理诊断一般均由医院内检验科、病理科完成，到 21 世纪我国第三方医学检验开始高速发展。

（1）我国第三方医学检验空间大

根据国家卫生和计划生育委员会的统计，医学诊断市场规模从 2010 年的 976.53 亿元增长到 2016 年的 2,518.59 亿元，年均复合增长率为 17.11%。我们按照我国独立医学实验室市场占有率 4%-5% 计算，得出我国 ICL 市场规模在 100.74-125.93 亿元，而根据 Kalorama Information 统计，2016 年全球范围内独立医学实验室的市场占有率约为 38%，我国第三方医学诊断行业与之存在较大差距，具有较大的发展空间。

我国的三级甲等医院一般能提供 300-500 种检验项目，大型的独立医学实验室可以提供 2,000 余种检验项目，然而美国的独立医学实验室可提供多达 4,000 余项检验项目。前瞻产业研究院行业报告数据显示，基于国家政策以及医疗改革制度的进展，预计 2014-2020 年第三方医学检验市场规模还将保持 35%-40% 的较快增长，占医学检验市场的份额在 7%-9% 之间，第三方医学检

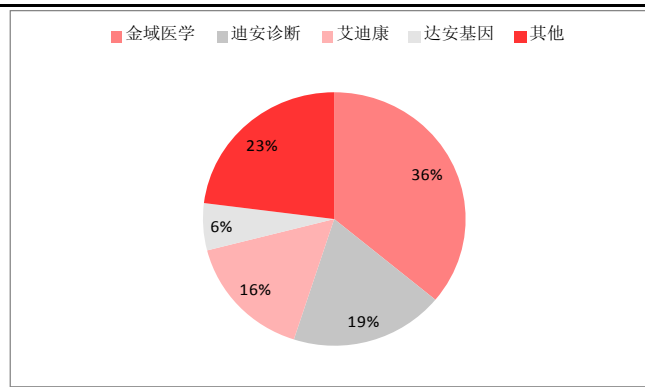
验行业的发展将迎来黄金时期。

(2) 我国 ICL 市场寡头垄断雏形已现

国内第三方医学检验市场以金城医学、迪安诊断、艾迪康和达安基因为主，根据前瞻产业研究院的数据，我国 2017 年第三方医学检验市场规模为 144 亿元，其中金城医学占比为 36%、迪安诊断占比 19%、艾迪康占比为 16%、达安基因占比为 6%，四者合计占比为 77%。

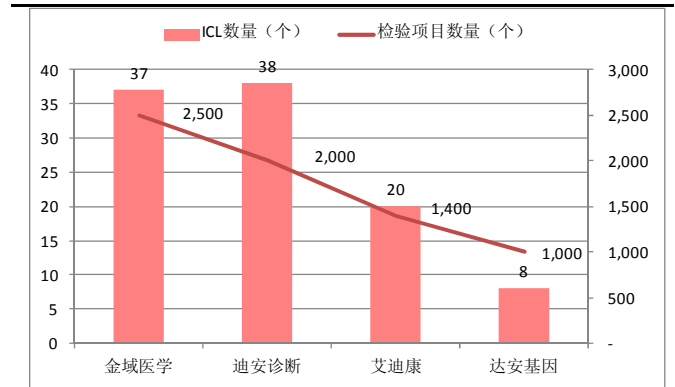
第三方医学检验行业处于持续创新变革与整合转型之中，第三方医学检验机构由 2016 年 500 多家发展到 2017 年底的 1,100 多家。从中长期来看，医疗健康产业将会得到政策持续性支持，市场空间进一步释放，进而将带动包括第三方医学检验行业在内的各细分行业持续快速发展。

图表 10: 2017 年我国第三方医学检验市场竞争格局



数据来源: 前瞻产业研究院、华融证券整理

图表 11: 2017 年四家 ICL 数量与检验项目数量对比



数据来源: 前瞻产业研究院、华融证券整理

五、财务状况

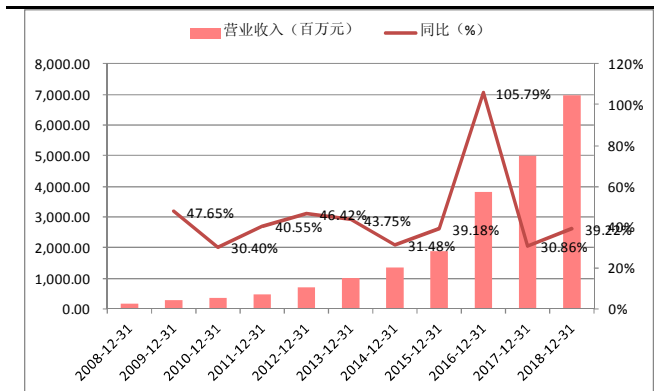
1、收入与净利润十年间均保持正增长

公司营业收入由 2008 年的 1.78 亿元增长到 2018 年的 69.67 亿元，十年间收入增长了 38 倍；归母净利润也由 2008 年的 659 万元增长到 2018 年的 3.89 亿元，十年间增长了 58 倍，远高于收入增长。

我们认为的是由于公司经营模式在实践中得到较好的验证，独立医学实验室具有全国可复制性，使得公司“产品+服务”模式进一步深入企业各个角落，并利用当前“分级诊疗”、“医联体”、“医共体”等政策拓展业务。公司以产品发家，以服务增值，并最终走上“产品+服务”相互协同的道路，深耕基层市场，共享政策红利。

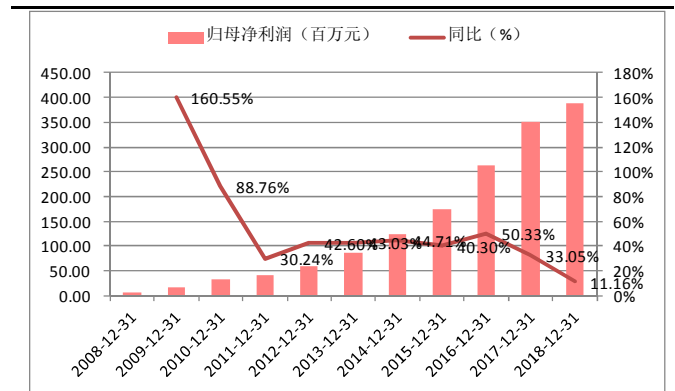
2018 年公司实现收入 69.67 亿元，同比增长 39.22%；归母净利润为 3.89 亿元，同比增长 11.16%；每股收益 0.71 元。

图表 13: 2008-2018 年营业收入及增速情况



数据来源: WIND、华融证券整理

图表 14: 2008-2018 年归母净利润及增速情况



数据来源: WIND、华融证券整理

2018 年公司转变经营策略，从拼速度、拼体力、做宽度转轨到拼能力、拼耐力、做深度，深度主要体现在技术驱动和精益管理。技术驱动聚焦两大精准平台：基因测序和生物质谱。

2018 年公司与 FMI 共建的肿瘤全面基因测序实验室开始全面运营，产品质量受到各专家肯定；与丹纳赫集团旗下的 SCIEX 中国子公司合资企业迪赛思顺利投产，与核酸质谱领军企业-美国 Agena 公司合作项目超预期推进，提升公司整体技术水平，打造具有高壁垒的业务单元。

2、盈利能力稳健，三项费用率控制得当

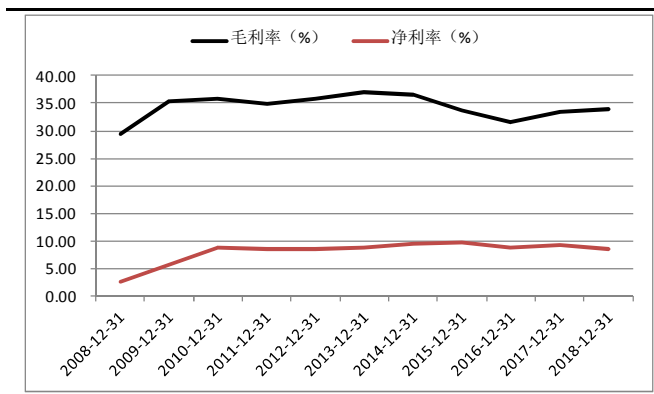
2008-2018 年公司毛利率一直稳定在 35%左右，净利率稳定在 8%-10%，三项费用率合计稳定在 25%左右，说明公司经过多年经营，积累了规范、成熟的企业运营模式。

2018 年销售费用为 6.49 亿元，同比增长 39.74%，主要是并表带来的增

加及业务增长带来的销售费用增加所致；管理费用为 6.17 亿元，同比下降 3.43%，主要是公司加强精细化管理所致；财务费用为 1.71 亿元，同比增长 52.68%，主要是为了满足业务需求新增有息负债增加所致。

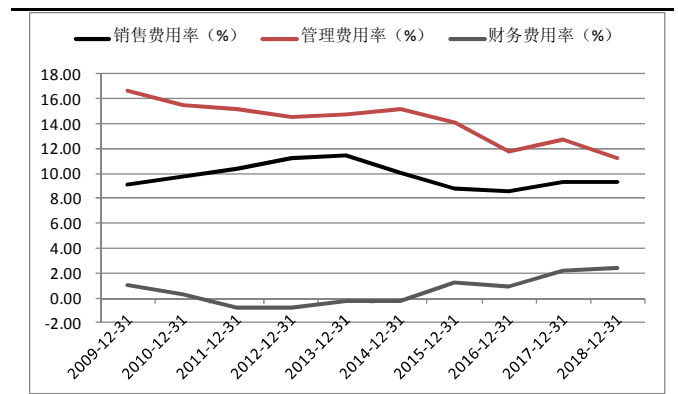
经营性净现金流量净额为 3.73 亿元，同比大幅增长 869%，主要是公司改善了应收账款的回笼，使得经营性现金流大幅改善。

图表 15: 2008-2018 年毛利率与净利率情况



数据来源: WIND、华融证券整理

图表 16: 2009-2018 年三项费用率情况

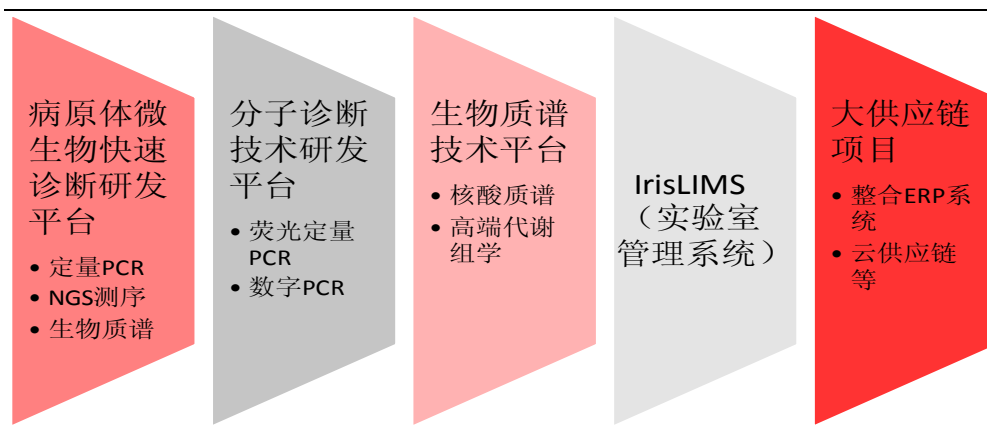


数据来源: WIND、华融证券整理

3、加码研发，聚焦“精准医疗、远程医疗、智慧医疗”

2018 年公司研发投入 1.66 亿元，同比增长 25.99%，研发投入方向如下图所示：

图表 17: 公司研发投入技术平台项目



数据来源: 公司公告、华融证券整理

公司以技术创新驱动打造核心竞争力，持续加大研发投入，聚焦“精准医

疗、远程医疗、智慧医疗”的发展方向，积极布局精准医疗产业链，在上游产品产业化、质谱诊断和基因测序等高端精准技术平台取得长足进步。

公司在上游产品转化方面取得重大进展，共取得三类注册证 2 项，二类注册证 1 项，备案产品增加到 23 项，目前有 2 个三类诊断试剂产品进入注册程序，病理和分子诊断产品进一步丰富。

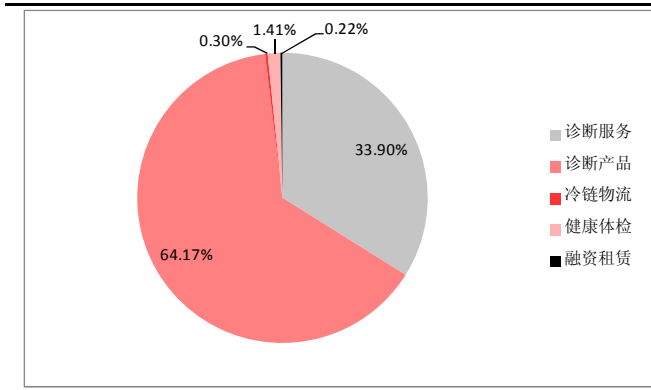
质谱平台方面：公司以专业质谱平台为基础，围绕临床检验、代谢组学、Pharma CRO 与法医毒理等多个应用方向，已组建一支由多名具有丰富质谱经验且在北美及欧洲临床诊断、医药开发等领域工作多年的高级专家领衔的专业团队，并建立了国内技术水平一流的连锁化质谱应用实验室-杭州凯莱谱。

基因测序方面：公司拥有 NGS 高通量基因测序、FISH、数字 PCR、基因芯片等高精尖分子诊断技术平台，开发了“迪安肿瘤精准诊疗系统解决方案”，产品覆盖实体肿瘤、血液病和淋巴瘤，可为患者进行家系风险评估、靶向用药指导、疗效及预后评估，全方位服务精准医疗。

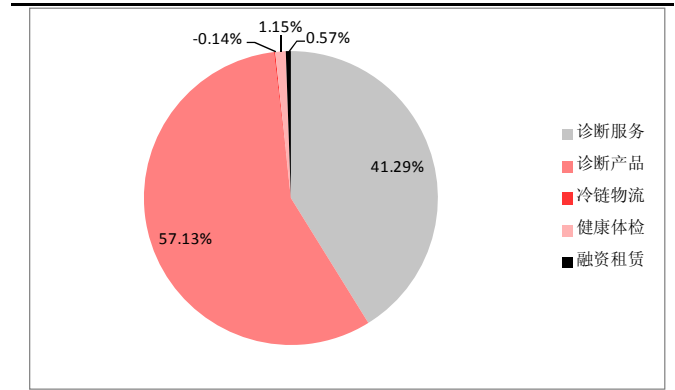
4、诊断服务日趋与诊断产品并驾齐驱

2018 年分产品来看，诊断服务实现收入 23.62 亿元，收入占比为 33.90%；诊断产品实现收入 44.71 亿元，收入占比为 64.17%；冷链物流实现收入 2,081 万元，收入占比为 0.30%；健康体检实现收入 9,825 万元，收入占比为 1.41%；融资租赁实现收入 1,520 万元，收入占比为 0.22%。

从毛利占比情况来看，诊断产品占比最大为 57.13%，其次为诊断服务占比为 41.29%，二者合计占比为 98.42%。公司逐渐向“诊断+”生态圈拓展，诊断服务的收入及毛利占比逐年提升，未来诊断产品占比将呈现逐年下降态势。

图表 18: 2018 年各项产品收入占比情况


数据来源: WIND、华融证券整理

图表 19: 2018 年各项产品毛利占比情况


数据来源: WIND、华融证券整理

5、频繁并购形成大额商誉

2009-2018 年期间, 公司无形资产与商誉均出现大幅增长, 尤其是 2015-2018 年, 商誉由 2.66 亿元飙升至 18.59 亿元, 增长了 6 倍。

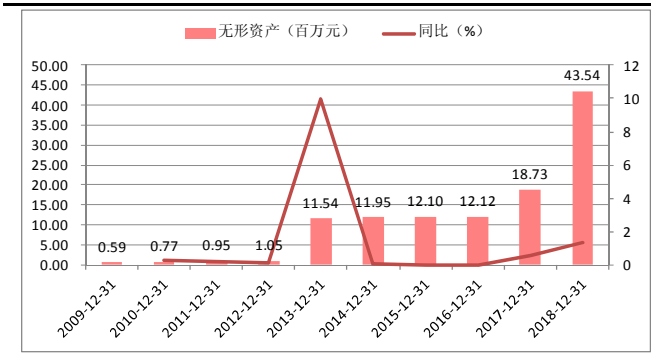
图表 20: 2015-2018 年收购兼并的项目情况

序号	年份	收购兼并的标的情况	收购/增资后股权 (%)	收购/增资价格 (百万元)
1	2015.01	甘肃同享医学检验中心	60%	18.00
2	2015.01	杭州博圣生物技术有限公司	25%	232.52
3	2015.08	浙江美生健康管理有限公司	55%	16.00
4	2016.04	新疆元鼎医疗器械有限公司	60%	393.60
5	2016.09	杭州博圣生物技术有限公司	35%	180.00
6	2016.11	江西迪安华星医学检验所有限公司	55%	115.50
7	2017.09	广州迪会信医疗器械有限公司	64%	998.40
8	2018.04	青岛智颖医疗科技有限公司	51%	576.30
合计				2,530.32

数据来源: 公司公告, 华融证券整理

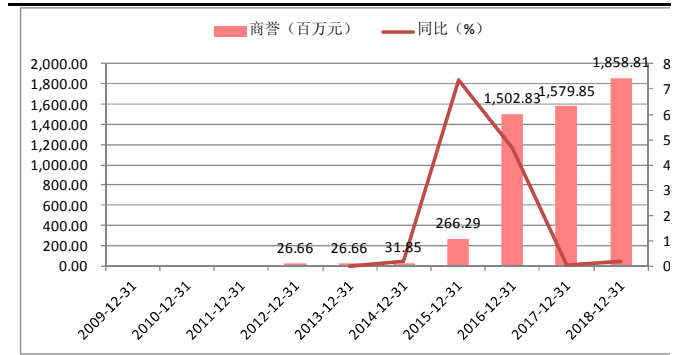
我们梳理了公司近年大额并购的项目, 如果后续并购项目不达预期, 则面临较大的减值风险。

图表 21: 2009-2018 年公司无形资产情况



数据来源: WIND、华融证券整理

图表 22: 2009-2018 年公司商誉情况

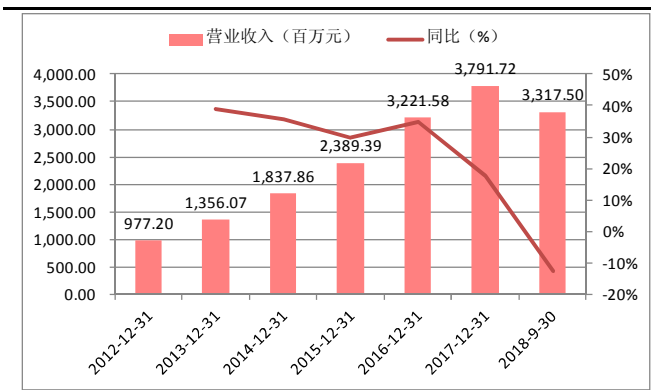


数据来源: WIND、华融证券整理

六、可比公司情况

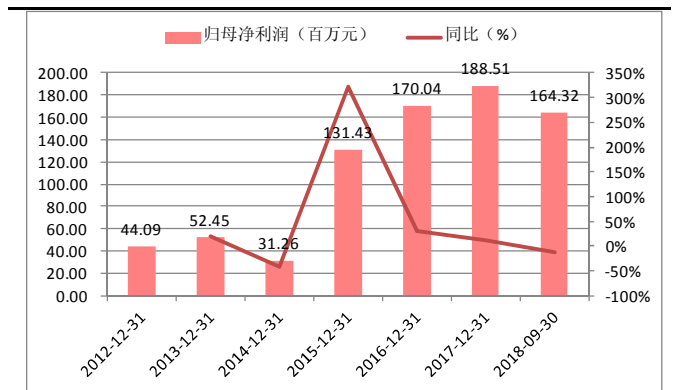
金城医学 (603882) 2017 年 9 月 8 日登陆上交所, 已在全国 (包括香港地区) 建立了 37 家中心实验室, 并广泛建立区域中心实验室、快速反应实验室, 为超过 20,000 家医疗客户提供公正、准确、及时、便捷的医学检验及病理诊断服务, 服务网络覆盖全国 90% 上人口所在区域。

图表 23: 金城医学营业收入及增速情况



数据来源: WIND、华融证券整理

图表 24: 金城医学归母净利润及增速情况



数据来源: WIND、华融证券整理

由于公司尚未披露 2018 年年报, 我们以 2017 年数据做对比来看, 金城医学在诊断服务的收入远远高于迪安诊断, 迪安诊断毛利率高于金城医学, 我们判断主要是由于迪安诊断有诊断产品, 与诊断服务形成协同效应, 因此毛利率和净利率略高于金城医学。市值方面不相上下, PE 估值相差较大, 迪安诊断

估值远低于金城医学。

图表 25: 2017 年迪安诊断与金城医学对比情况

公司名称	诊断服务 (百万元)	毛利率 (%)	净利率 (%)	市值 (亿元)	PE (TTM)
迪安诊断	1,906.31	43.63	4.66	129	32
金城医学	3,589.35	40.75	5.49	143	69

数据来源: WIND、华融证券整理

七、盈利预测及投资建议

2018 年公司取得 HBV、HPV 两个三类医疗器械注册证, 公司产品线进一步丰富; 推动六大平台+三朵云的信息化建设, 提升供应链、冷链物流、IT 信息化等平台的服务能力; 健检、司法、冷链物流、CRO 等培育业务发展强劲, 促进“诊断+”生态圈多元化发展; 非公开发行项目成功落地, 资产负债率相应下降, 资产结构更趋合理。

公司所处诊断服务行业每年增速保持在 20%左右, 由于公司是行业内龙头, 具有整合优势, 增速会略高于行业; 诊断产品受并表影响也会有较大增长, 但增速会逐年下降; 迪安鉴定将继续保持高速增长; 两个技术平台建设起来之后将有利于公司业务快速发展。鉴于以上原因, 我们预测公司 2019-2021 年营业收入分别为 88.48 亿元、110.60 亿元和 132.72 亿元; 归母净利润分别为 4.71 亿元、6.03 亿元和 7.18 亿元; 对应每股收益分别为 0.76 元、0.97 元和 1.16 元; 目前股价对应 PE 分别为 27 倍、21 倍和 18 倍, 我们给予公司推荐评级。

八、风险提示

1、医学检验价格进一步下降风险

随着医改深入, 公立医院取消药品加成以后医院财务压力增大, 对成本更加敏感, 检验服务价格也将呈现走低趋势; 我国第三方医学检验行业发展迅速, 独立医学实验室快速增加, 行业竞争日趋激烈; 随着 DRGs 等医保控费推进, 终端检验价格可能进一步下降。

2、并购整合的风险

3、药品安全事件的风险

4、整体系统性风险等

附表:
资产负债表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	3,505.5	6,185.6	6,836.6	8,742.5	10,591.1
现金	755.4	1,713.3	1,327.2	1,659.0	1,990.8
交易性投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收票据	12.2	42.4	0.0	37.6	39.6
应收款项	1,675.2	2,867.4	3,190.0	4,063.4	4,891.5
其他应收款	197.7	49.2	733.5	932.7	1,119.2
存货	679.4	1,192.8	1,192.7	1,559.6	1,945.4
其他	185.6	320.5	393.3	490.2	604.6
非流动资产	3,884.1	4,479.8	4,776.4	5,097.1	5,399.6
长期股权投资	835.8	908.5	908.5	908.5	908.5
固定资产	673.7	901.3	1,113.4	1,351.6	1,577.5
无形资产	18.7	43.5	58.0	76.7	91.6
其他	2,355.9	2,626.5	2,696.5	2,760.4	2,822.1
资产总计	7,389.6	10,665.4	11,613.0	13,839.6	15,990.7
流动负债	2,442.3	4,521.0	4,333.8	5,690.0	6,800.7
短期负债	1,039.3	1,242.2	265.3	444.0	364.4
应付账款	617.6	1,012.2	1,374.7	1,639.7	1,909.2
预收账款	29.5	92.9	83.1	98.9	124.6
其他	755.9	2,173.6	2,610.6	3,507.4	4,402.5
长期负债	1,981.0	1,422.8	1,879.9	1,877.0	1,869.3
长期借款	726.2	783.0	783.0	783.0	783.0
其他	1,254.8	639.8	1,096.9	1,094.1	1,086.3
负债合计	4,423.3	5,943.8	6,213.7	7,567.0	8,670.0
股本	551.0	620.5	620.5	620.5	620.5
资本公积金	758.9	1,638.7	1,638.7	1,638.7	1,638.7
留存收益	1,042.0	1,416.8	1,851.8	2,414.4	3,092.9
少数股东权益	594.8	1,027.0	1,269.7	1,580.3	1,950.0
母公司所有者权益	2,352.0	3,675.9	4,110.9	4,673.6	5,352.0
负债及权益合计	7,389.6	10,665.4	11,613.0	13,839.6	15,990.7

现金流量表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	-10.8	266.0	663.7	571.2	800.0
净利润	464.1	588.5	714.0	913.5	1,087.3
折旧摊销	154.5	231.1	121.5	132.1	142.4
财务费用	113.1	169.0	171.7	37.3	33.9
投资收益	-197.5	-75.0	-84.9	-99.7	-114.3
营运资金变动	-552.1	-614.0	-314.5	-400.3	-343.9
其他	7.1	-33.4	55.8	-11.6	-5.4
投资活动现金流	-1,117.3	-495.5	-322.0	-337.7	-307.7
资本支出	-780.6	-297.8	-406.5	-437.5	-422.0
其他投资	-336.7	-197.6	84.5	99.8	114.3
筹资活动现金流	1,081.6	747.9	-727.7	98.3	-160.5
借款变动	820.8	259.7	-976.9	178.7	-79.6
普通股增加	0.0	69.4	0.0	0.0	0.0
资本公积增加	-101.1	879.7	0.0	0.0	0.0
股利分配	-13.6	-13.8	-36.2	-40.2	-39.1
其他	375.5	-447.2	285.4	-40.1	-41.7

利润表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	5,004.1	6,966.9	8,847.9	11,059.9	13,271.9
营业成本	3,332.1	4,595.1	5,928.1	7,410.1	8,892.1
营业税金及附加	18.9	26.3	35.4	44.2	53.1
营业费用	464.2	648.7	796.3	1,050.7	1,260.8
管理费用	638.6	616.7	1,061.7	1,493.1	1,791.7
财务费用	111.6	171.1	171.7	37.3	33.9
资产减值损失	49.3	107.2	67.4	3.8	17.4
公允价值变动净收益	0.0	-0.5	0.0	0.0	0.0
投资收益	197.5	72.2	84.3	98.9	113.2
营业利润	592.9	721.4	871.6	1,119.6	1,336.0
营业外收入	41.6	17.3	26.0	27.3	28.1
营业外支出	5.1	4.6	5.1	5.1	5.0
利润总额	629.5	734.1	892.5	1,141.8	1,359.1
所得税	165.4	145.6	178.5	228.4	271.8
净利润	464.1	588.5	714.0	913.5	1,087.3
少数股东权益	114.5	199.9	242.8	310.6	369.7
归属母公司所有者净利润	349.6	388.6	471.2	602.9	717.6
EPS (元)	0.56	0.63	0.76	0.97	1.16

主要财务比率

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
同比增长率					
营业收入	30.9%	39.2%	27.0%	25.0%	20.0%
营业利润	42.6%	21.7%	20.8%	28.5%	19.3%
净利润	33.0%	11.2%	21.3%	27.9%	19.0%
盈利能力					
毛利率	33.4%	34.0%	33.0%	33.0%	33.0%
净利率	9.3%	8.4%	8.1%	8.3%	8.2%
ROE	14.9%	10.6%	11.5%	12.9%	13.4%
ROIC	12.1%	10.7%	12.1%	11.4%	11.7%
偿债能力					
资产负债率	60.1%	55.9%	53.7%	54.8%	54.3%
流动比率	1.44	1.37	1.58	1.54	1.56
速动比率	1.15	1.09	1.28	1.24	1.25
营运能力					
资产周转率	0.68	0.65	0.76	0.80	0.83
存货周转率	4.90	3.85	4.97	4.75	4.57
应收账款周转率	2.97	2.39	2.77	2.70	2.69
每股资料 (元)					
每股收益	0.56	0.63	0.76	0.97	1.16
每股经营现金	0.07	0.68	1.07	0.92	1.29
每股净资产	3.79	5.92	6.63	7.53	8.63
每股股利	0.02	0.02	0.06	0.06	0.05
估值比率					
PE	36.99	33.27	27.44	21.45	18.02
PB	5.50	3.52	3.15	2.77	2.42

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15% 以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5% 以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5% 到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5% 到 5% 内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5% 以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15% 以上		

免责声明

张科然, 在此声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司 (已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格) 已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司 (以下简称本公司) 的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告, 但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播, 不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用, 不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求, 必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠, 但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证, 也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务, 敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址: 北京市朝阳区朝阳门北大街 18 号 11 层 (100020)

传真: 010-85556155 网址: www.hrsec.com.cn