

诊断试剂稳步发展，独立实验室临检中心模式仍在探索

达安基因（002030）

评级：中性（首次）

股价：10.92 元

调研简报

2009 年 4 月 27 日 星期一

医药化工研究小组

张飞、袁舰波

021-50586660-8629

qy@longone.com.cn

医药/生物制品行业

联系人：顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

重要数据

总股本(亿股)	2.01
流通股本(亿股)	1.92
总市值(亿元)	21.95
流通市值(亿元)	20.97

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	9.75	5.04
3 个月	41.09	18.08
6 个月	122.40	89.30

个股相对上证综指走势图



投资要点

- q 公司是我国诊断试剂领域龙头企业之一，在核酸诊断试剂领域处于市场领导者地位，为典型的技术导向型公司，营销能力有待提高。
- q 08 年对公司业绩影响最大的两个因素，一是上海临检中心的巨额投入没有产生效益，亏损严重；二是多种产品投入市场带来的投入增加及新设多家公司带来的费用增长。营销模式的转变也带来了销售费用的增长。公司当前在产业、产品、营销上的投入虽然有助于提升其长期竞争力，但当期没有带来效益的增长，公司需要平衡短期利益与长期利益的关系，提高回报股东的能力。
- q 从公司一季度的经营情况看，尽管收入和净利润同比保持了较快的增长，但主营业务对于业绩的贡献没有出现实质性的提高，当前公司仍处于新产品及新业务的投入期，我们认为这些投入将增加公司在行业内的话语权及公司的长期竞争力，但短期内对于利润表带来了不小的压力。
- q 从公司的发展战略来看，公司目前形成了诊断试剂、诊断仪器和立体的独立实验室诊断系统三位一体的诊断产业上下游一体化公司的雏形。经营的多元化给公司对公司的利润表造成了较大的压力，同时对管理能力亦提出了挑战。
- q 公司的独立临检中心整体上仍处于模式探索阶段，基于医改政策的考虑同时也为了缓解临检中心全国扩张面临的现金流压力，引进了中国高新投资集团作为战略投资者成立了高新达安健康投资公司，并转让了广州临检中心及上海临检中心 40% 股权。此举有利于公司独立临检业务的开展，但临检中心的运作有待于进一步观察。
- q 由于中山生物受到国内外招标的影响及销售与技术的衔接而使得公司在免疫诊断试剂领域增长缓慢，预计 09 年增长仍将主要依赖核酸诊断试剂。
- q 我们预计公司 09 年、10 年 EPS 分别为 0.26 元、0.35 元，当前股价相对于 09 年、10 年 PE 分别为 42 倍、31.2 倍，从当前的价位看，短期已经部分反应了公司的内在价值，给予“中性”评级，鉴于公司在诊断试剂领域的技术优势及长期增长潜力，给予公司长期“买入”评级。

q 公司基本情况

公司为我国诊断试剂产业龙头公司之一，在核酸诊断试剂领域处于领导者地位，实际控制人为中山大学。公司研发实力超群，为典型的技术导向型公司，从公司近年的发展来看，技术优势转化为市场优势的力度慢于市场的预期。除诊断试剂及诊断仪器外，公司近年来持续推进独立实验室诊断系统的发展，目前初步形成了大中小三级诊断系统的雏形，目前除广州临检中心赢利较好外，其他各地的临检中心的业绩不佳。随着公司在诊断试剂全领域的推进及独立实验室网络的开拓，公司立志成为诊断产业上下游一体化的全业务公司。

q 08 年经营情况分析

公司 08 年实现营业收入 **2.39** 亿元，同比增长 **15.36%**，其中试剂、仪器、医疗服务收入分别为 **1.54** 亿、**0.56** 亿、**0.28** 亿，同比分别增长 **20.08%**、**11.26%**、**8.97%**；实现利润总额 **4790** 万元，同比增长 **11.51%**；实现归属母公司所有者净利润 **3911** 万元，同比增长 **11.62%**；基本每股收益 **0.19** 元，同比增长 **11.76%**。

报告期内，公司毛利率达到 **63.65%**，同比提升了 **3.75** 个百分点，但期间费用率达到了 **50.37%**，同比增加了 **11.79** 个百分点，从而使得主营业务赢利能力大幅下降。其中营业费用的增加主要为上海临检中心开展经营及新产品投入市场的开拓费用增加；管理费用的增加主要为上海临检中心折旧及相关费用的增加、科研投入、新设 **8** 家公司带来人员费用及开办费的增加；财务费用的上升主要为报告期内银行贷款增了 **3540** 万，贷款利率的提高导致的利息支出增加。在期间费用大幅提高的情况下，公司净利润之所以能够增长 **11.62%**，主要为：报告期内收到政府拨款增加了 **2071** 万元，其中计入当期损益的政府补助为 **1437** 万元；转让广州临检中心及上海临检中心 **40%** 的股权增加的投资收益 **490** 万元。

从 08 年的经营情况来看，对于试剂业务影响最大的因素为奥运因素及年底华南地区民工返乡潮。其中奥运期间由于对于液体空运的限制，很多城市连续几个月发货遇到限制；由于公司的主要市场在华南地区，年底华南地区民工的返乡潮一方面使得公司的诊断试剂主要销售收到影响，另一方面使得广州临检中心的业务增长受到抑制。

报告期内对公司业绩影响最大的两个因素，一是上海临检中心的巨额投入没有产生效益，亏损严重；二是多种产品投入市场带来的投入增加及新设多家公司带来的费用增长。营销模式的转变也带来了销售费用的增长。公司当前在产业、产品、营销上的投入虽然有助于提升其长期竞争力，但当期没有带来效益的增长，公司需要平衡短期利益与长期利益的关系，提高回报股东的能力。

q 09 年一季度经营情况分析

公司 09 年一季度实现营业收入 **6154** 万元, 同比增长 **21.60%**; 实现利润总额 **867** 万元, 同比减少了 **6.95%**; 实现归属母公司所有者净利润 **804** 万元, 同比增长了 **23.74%**, 基本每股收益为 **0.04** 元, 同比增长了 **33.33%**。

从公司一季度的情况来看, 营业收入稳步增长, 毛利率继续稳步提升, 同比提升了 **0.18** 个百分点, 期间费用率为 **53.05%**, 同比增加了 **5.83** 个百分点, 主营业务赢利能力继续下降, 费用的增长主要为销售费用的大幅增长, 主要为产品线增加导致的市场开拓及服务费用的增加。由于计入当期损益的政府补助增加了 **221** 万元及营业税减免 **64** 万元, 公司营业外收入同比增长了 **768%**; 由于通过高新技术企业认证, 所得税实际税负(去年同期所得税为先征后返)由去年同期的 **32.48%**降低到 **20.38%**, 这两个因素使得公司在主营业务赢利降低的同时净利润仍然保持了较大的增长。

从公司一季度的经营情况看, 尽管收入和净利润同比保持了较快的增长, 但主营业务对于业绩的贡献没有出现实质性的提高, 当前公司仍处于新产品及新业务的投入期, 我们认为这些投入将增加公司在行业内的话语权及公司的长期竞争力, 但短期内对于利润表带来了不小的压力。

q 公司战略定位为诊断产业上下游一体化公司

公司为高校出身的技术导向型公司, 在核酸诊断试剂领域处于市场领导者地位, 公司除了加强在 **PCR** 核酸诊断试剂领域的优势外, 先后成立了达瑞抗体公司, 收购了中山生物公司从而进入了免疫诊断试剂领域; 成立了达成医疗器械公司、佛山医疗仪器公司, 分别从事代理诊断仪器、自产诊断仪器, 从而进入了免疫诊断仪器公司; 先后成立了广州临检中心、上海临检中心、合肥临检中心、六安临检中心, 试图形成大中小立体的独立检验中心。从公司的发展战略来看, 公司目前形成了以核酸诊断试剂、免疫诊断试剂为主的诊断试剂领域、代理诊断仪器与自产诊断仪器为主的诊断仪器领域和立体的独立实验室诊断系统三位一体的诊断产业上下游一体化公司的雏形。

公司的战略定位除体现高管层的雄心壮志之外, 协同效应的发挥也是考量的主要因素之一, 诊断试剂不同要药品, 单一药品可以实现百亿元甚至更多的销售收入, 但单一诊断试剂的市场容量往往在百万元左右, 这就决定了诊断试剂产业必须走多产品、多元化的经营策略, 通过在核酸诊断试剂、免疫诊断试剂的持续投入及诊断仪器的配合, 公司力争成为诊断试剂的综合供应商, 使单一客户的采购成本降到最低; 通过独立实验室与诊断试剂的配合来提高诊断系统的效率并降低其运作的成本。

但这种战略定位在市场中遇到了政策及推广的障碍,虽然在研发上由于政府的大力支持,再加上公司的技术储备而做的有声有色,但在产品的市场推广上遇到了很大的障碍,免疫诊断试剂竞争激烈,公司营销能力不足使得在此领域的增长低于预期,从而使得收入的增长慢于预期;多项产品同时投入市场造成了管理费用及营销费用的过快增长,使得其间费用率的增长过快,降低了公司的盈利能力。而公司的独立检测实验室业务更是遇到了地域性及政策上的限制,由于医改对于临床检测模式的争论,公司的此项业务能否受益于医改有不确定性,从上海临检中心的运作来看,临检中心的可复制性值得怀疑。尽管公司的主业都是围绕着诊断产业来做,但对于多业务的同时发展对于管理层的管理能力亦提出了不小的挑战。

q 独立实验室网络模式仍处于探索中,医改对于诊断模式的讨论对公司来说是机遇也是挑战

公司借鉴国外临检中心的发展模式基础上,于 2006 年成立了广州临检中心,利用公司在华南地区的地缘优势通过与众多的医院合作,实现了收入和利润的稳步增长。在广州临检中心成功经验的基础上,公司先后成立上海临检中心、六安临检中心、合肥临检中心,形成了大中小三级层级结构的独立实验室检测体系,并计划在全国范围内进行复制,最终形成覆盖全国的分级检测体系。

从独立实验室检测系统对公司业绩影响来看主要体现在三个方面:首先在于独立检验中心模式的政策风险;其次全国性布局对于公司现金流的压力;再次全国各地地域性差异及地方保护对于业务推广形成的障碍。从上海临检中心的运营来看,由于环境及地方上差异,运营的效率低于公司的预期,由于上海三级医院众多,上海临检中心的高投入模式或将成为个例,预计 09 年仍将亏损,但亏损额度会显著降低;六安临检中心 08 年基本持平,但利润的增长也遇到了一定的障碍,未来小型临检中心的模式仍处于探讨之中,以合肥为代表的中等城市的临检中心也处于探讨阶段。从目前临检中心的运营来看,公司尚未形成成熟的业务模式,整体上仍处于探讨阶段。从医改的方向来看,回归公益性将成为医改的主旋律,公司的临检中心作为市场模式的代表,或将面临一定的不确定性,基于医改政策的考虑同时也为了缓解临检中心全国扩张面临的现金流压力,引进了中国高新投资集团作为战略投资者成立了高新达安健康投资公司,并转让了广州临检中心及上海临检中心 40%股权。

我们认为公司的临检中心业务从整体模式上仍处于探索阶段,政策上面临着一定的不确定性,09 年看点主要在广州临检中心的稳步增长及上海临检中心亏损额度的减少,未来的发展有待于进一步的观察。

q 除巩固核酸诊断试剂的优势外，公司将逐渐往免疫诊断试剂及诊断仪器方向延伸，形成综合性的诊断试剂体系

公司的核酸诊断产品在国内处于领先水平，接近国际水平，除核酸诊断试剂外，公司通过达瑞抗体公司及中山生物进入竞争激烈的免疫诊断试剂领域，诊断试剂业务 08 年整体增长 20%，核酸诊断试剂增长达 27%，由于中山生物受到国内外招标的影响及销售与技术的衔接而使得公司在免疫诊断试剂领域增长缓慢，对于中山生物的整合效应没有完全发挥。除诊断试剂外，诊断仪器业务亦稳步增长，公司诊断仪器业务主要定位为配合诊断试剂业务销售策略，未来通增加大自产仪器的销售力度使自产仪器利润的增长快于收入的增长。预计 09 年的增长仍将主要来自于核酸诊断试剂的增长，免疫诊断试剂的增长有望快于 08 年的增长速度。

q 研发实力超群，政府补助成为研发投入的主要来源

研发实力一直是公司的核心竞争能力，公司每年投入巨额资金进行产品研发，研发投入占销售收入的比例在 7% 左右，其中大部分为政府补助，这为公司的长期发展积累了丰富的产品储备，公司 08 年获得国家专利局发明专利 4 项，著作权登记证书 2 项，获得 CE 认证 10 项，获得国家药监局颁发的医疗器械（试剂）证书 15 项，其中 PCR 核酸检测试剂盒 7 项、免疫检测试剂盒 8 项。公司表示将继续加大在诊断试剂领域研发的力度，预计 09 年政府研发补助的金额不低于 08 年额度，政府补助的营业外收入对于达安基因来说一定程度上成为了“经常性损益”，研发投入没有对公司的利润表形成压力。

q 推进“幸福树”营销变革，大力加强营销能力建设

公司作为高校出身的技术导向型公司，营销能力一直是公司的薄弱环节，公司于 06 年引进了优秀的外部营销人才负责主要产品的营销工作，并制订了“幸福树”营销计划，实施精细化管理，不断完善激励竞争机制，推行“一支销售团队、两种营销模式、五条产品线”，通过整合公司及子公司营销资源，建立统一的营销平台，将公司产品分为 PCR 产品线、TRF 产品线、免疫产品线、TCT 产品线、仪器产品线等五条产品线，根据不同产品线的市场特点需求配置相应的营销模式，充分发挥直销和代理两种营销模式的优势，以扩大产品的推广与销售。

从报告期内公司销售额的增长来看，幸福树营销计划仍处于投入期阶段，营业收入稳步增长，但销售费用的增长更快，这既有客观因素的影响如奥运会、民工潮等，也与公司密集的产品投放有关。对于达安基因这种技术导向型公司来说，营销能力的加强需要一个过程，值得密切关注。

q 血筛产品处于报批中，产品市场受政策影响较大

血筛产品是市场另一个比较关心的产品，目前血筛产品主要有 3-4 家的产品处于报批阶段，基本上处于同一水平上。由于目前血筛市场并没有强制性的使用，而血液制品企业如果自行采用，将显著增加生产的成本。未来血筛市场的增长将主要受政策的影响。若产品获批后出台血液制品强制性的使用政策，则无论是政府买单还是各企业自行买单都将使血筛产品出现大幅度的增长。

q 达元食品受益于国家加强对食品安全的控制，增长可期

达元食品为达安基因与三元科技在食品安全领域的尝试，得益于 08 年食品安全领域事故频出，达元食品继 07 年实现扭亏后，08 年实现收入 2963 万元，同比增长 205%，净利润 706 万元，同比增长了 166%。随着《食品安全法》的实施及国家加大对于食品安全领域的投入，达元食品的未来增长值得期待。

q 盈利预测

表 1: 达安基因主要财务指标 单位: 亿元

主要财务指标	2008 年	2009 年	2010 年
营业收入	2.3920	2.8704	3.5306
增长率 (%)	15.40%	20%	23%
减: 营业成本	0.8695	0.9759	1.1651
营业毛利	1.5225	1.8945	2.3655
毛利率 (%)	63.65%	66%	67%
减: 营业税金及附加	0.0421	0.0425	0.0523
资产减值损失	0.0077	0.0129	0.0159
销售费用	0.5274	0.6602	0.7767
管理费用	0.6045	0.6682	0.8284
财务费用	0.0729	0.0574	0.0706
费用率 (%)	50.37%	48.28	47.46
营业利润	0.3448	0.4533	0.6216
营业外收入	0.1455	0.2009	0.2582
利润总额	0.4790	0.6542	0.8798
减: 所得税	0.0827	0.1130	0.1519
实际税负比率 (%)	17.27%	17.27%	17.27%
少数股东损益	0.0052	0.0060	0.0074
归属母公司所有者的净利润	0.3911	0.5352	0.7205
增长率 (%)	11.62%	36.84%	34.62%
净利润率 (%)	16.35%	18.65%	20.41%
每股收益	0.19	0.26	0.35

重要假设:

- 1、营业收入整体增长 **20%**，其中试剂增长 **25%**，服务 **15%**，仪器 **4%**;
- 2、毛利率稳重有升，其间费用率稳中有降;
- 3、政府补助造成的营业外收入占营业收入比例有所增加。

在上述假设的基础上,我们预计江中药业 **09 年、10 年 EPS** 分别为 **0.26 元、0.35 元**，当前股价相对于 **09 年、10 年 EPS** 分别为 **42 倍、31.2 倍**。从当前的价位看，短期已经部分反应了公司的内在价值，给予“中性”评级，鉴于公司在诊断试剂领域的技术优势及长期增长潜力，给予公司长期“买入”评级。

q 风险提升

- 1、独立临检中心的业务发展使费用率控制达不到预期目标。
- 2、政府补助金额达不到预期目标。
- 3、免疫诊断试剂的市场开拓慢于预期。
- 4、幸福树营销计划的推进慢于预期。

附注:

分析师简介及跟踪范围:

张飞: 东海证券医药行业分析师, 西安交通大学药学学士, 北京大学金融信息工程硕士, 主要研究中药、生物制药及化学制剂板块。

重点跟踪公司: 三九医药、同仁堂、上海莱士、双鹤药业、健康元等。

袁舰波: 东海证券医药行业高级分析师, 南京大学理学学士, 复旦大学 MBA, 拥有 **13** 年的医药及证券行业从业经历, 具备丰富的营销、管理及证券分析经验, 对企业的核心竞争能力和投资价值具有独到的研究。

重点跟踪公司: 益佰制药、康缘药业、升华拜克、现代制药、仁和药业、双鹭药业、上海医药、复星医药等。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 10% - 20%
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 -10% - +10%
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、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。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 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多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 **1589** 号长泰国际金融大厦 **11** 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) **50586660** 转 **8638**

传真: (86-21) **50819897**

邮编: **200122**