

方正证券研究所证券研究报告

行业高级分析师：陈翀

执业证书编号：S1220210100002

联系人：蒯学章 李宇

TEL: 86-010-68584823

E-mail: kuaixuezhang@foundersc.com

TEL: 86-010-68584859

E-mail: liyu0@foundersc.com

发行上市资料

发行价格(元)	23.50 元
A 股发行股数(万股)	1280.00
发行前总股本(万股)	3830.00
发行后总股本(万股)	5110.00
发行日期	2011-7-8
发行方式	网下配售, 网上发行
主承销商	平安证券

医疗服务行业历史表现



请务必阅读最后特别声明与免责条款

迪安诊断(300244)

公司新股研究报告
2011. 7. 12

医药行业

投资要点

※连锁模式下的民营医疗诊断外包服务供应商

公司是国内规模较大的独立第三方医学诊断外包服务提供商，主要向各级医疗卫生机构，向其提供诊断服务外包以及诊断产品代理等的服务。连锁经营：目前已在北京、上海、南京等地设有 8 家连锁诊断实验室。民营控股：董事长陈海斌先生为公司实际控制人，发行后持股比例 38.07%。

※朝阳产业，行业前景良好，成长空间巨大

我国的独立诊断行业尚处于发展初期，行业规模与集中度未来都有较大提升空间。在国外，独立医学实验室占临床检验市场约 35% 市场份额，而在我国该比例仅为 1%。集中度方面，国外大型的独立医学实验室 Quest 和 LabCorp 两家。

※“迪安模式”独特，增强长期竞争能力

公司两大业务主体：医学诊断外包业务和体外诊断产品代理业务相辅相成，形成了独特的“服务+产品”的一体化商业模式即“迪安模式”，不仅可以提供诊断外包，还可以提供业内知名的诊断产品与技术支持。相比仅提供诊断外包的业务方式，“迪安模式”增加了服务产品的多样性，有效增强了客户黏性，便于公司长期把控下游医疗机构客户资源。

※募投项目、盈利预测与估值

公司发行股份数量为 1,280 万股，募集资金用于总部中心与南京迪安、新建沈阳、天津迪安项目，以及信息化管理凭他等项目。公司过往业绩成长性良好，2008 年至 2010 年营业收入与净利润 CAGR 分别为 39% 与 157%。预测公司 2011-2013 年全面摊薄后 EPS 分别为 0.9 元、1.28 元与 1.74 元。建议询价区间 21.6-27.0 元，发行价格 23.5 元，2011 至 2013 年动态 PE 分别为 26.1 倍、18.4 倍与 13.5 倍。

※盈利预测与估值水平

项目(百万元/元/%)	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	343.27	448.49	604.00	814.11
YOY(%)	30.4%	30.7%	34.7%	34.8%
归母公司净利润	32.41	46.04	65.58	88.67
YOY(%)	160.5%	42.0%	42.5%	35.2%
综合毛利率(%)	35.82%	36.47%	37.57%	37.87%
摊薄后 EPS(元)	0.63	0.90	1.28	1.74

数据来源：方正证券研究所

※风险因素：上游罗氏产品供应依赖的风险；质量控制风险、分析前控制风险等。

正文目录

一、公司基本情况介绍	4
二、诊断外包行业发展分析	4
1. 公司业务模式简介	4
2. 公司所处行业发展顺应潮流	5
3. 朝阳行业，未来提升空间巨大	6
三、国内诊断外包行业竞争格局分析	7
四、公司经营业绩分析	7
1. 公司过往业绩成长性好	7
2. 诊断服务收入占比上升	8
3. 盈利能力稳中有升	8
五、募集资金投资项目分析	9
六、盈利预测与估值	10
七、风险因素	11

图表目录

图表 1 公司股权结构与组织架构	4
图表 2 公司产业链与上下游	5
图表 3 公司产业链位置与上下游	6
图表 4 国内外诊断服务行业市场格局	6
图表 5 公司募集资金投资项目	7
图表 6 2008 至 2010 公司收入与净利润快速增长	8
图表 7 2008 至 2010 公司分产品收入(左)与利润(右)占比	8
图表 8 公司历年盈利能力与费用率	9
图表 9 公司募集资金投资项目	9
图表 10 公司分产品营业收入预测	10
图表 11 公司盈利预测表	10

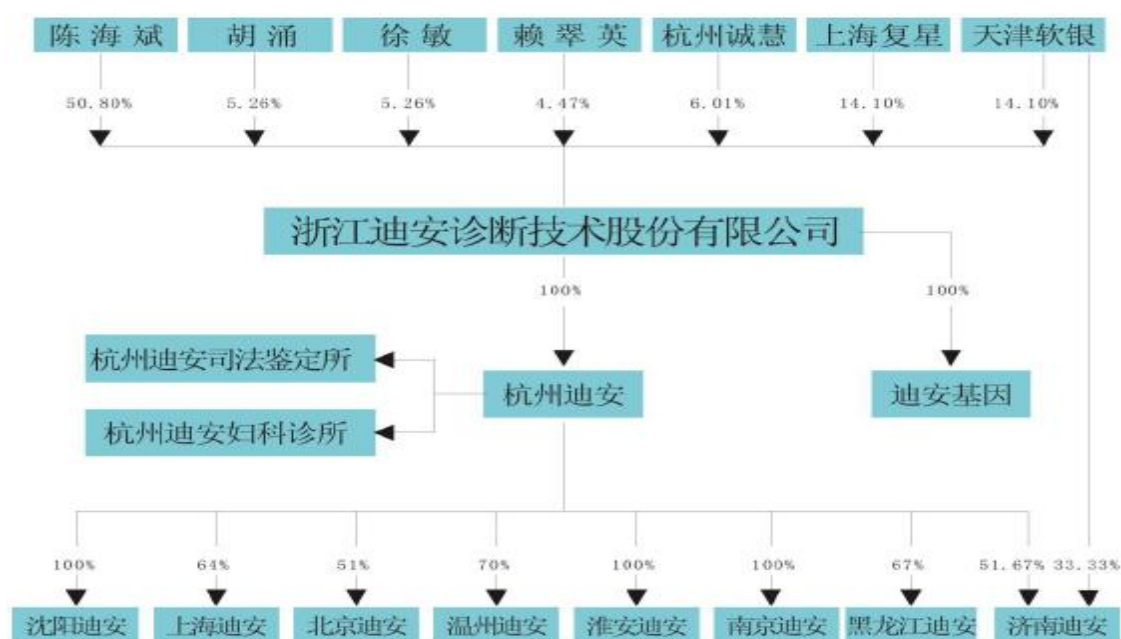
一、公司基本情况介绍

公司是独立的第三方医学诊断服务供应商,下游主要客户是各种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,为其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。

公司民营控股,本次公司公开发行 1,280 万股,发行后公司总股本 5,110 万股。董事长兼总经理陈海斌先生是公司控股股东、实际控制人,持有 1,945.44 万股,占发行人发行前总股本的 50.80%。

公司采用连锁经营模式,连锁门店辐射当地一定范围内的客户,已在北京、上海、南京等地设有 8 家连锁诊断实验室。公司是目前国内经营规模最大、诊断项目开展最齐全,行业认证标准最高的优秀独立医学诊断实验室。

图表 1 公司股权结构与组织架构



数据来源: 公司招股说明书 方正证券研究所

二、诊断外包行业发展分析

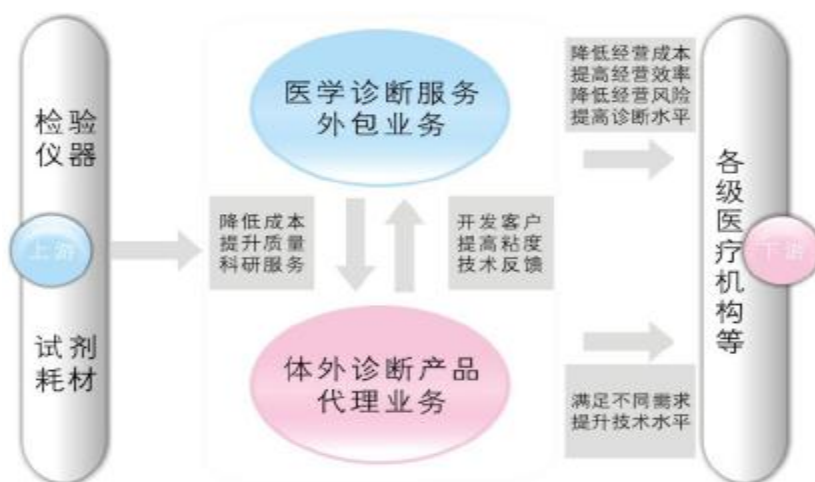
1. 公司业务模式简介

公司主要从事医学诊断外包业务以及配套的体外诊断产品代理业务。公司通过建设连锁化的独立医学实验室,为各级医疗卫生机构等提供精准、及时的医学诊断外包服务以及科研外包服务;并依托医学诊断服务平台,获取司法鉴定特许经营资质,接受个人的委托,提

供公正、独立的司法鉴定服务。同时，公司与上海罗氏等国内外领先医学诊断产品供应商合作，由本公司在部分区域内代理销售或租赁检验仪器，以及销售试剂耗材和提供技术支持服务。

公司所提供的服务及产品的对象主要为各级医疗卫生机构，即为公司的下游客户，上游则为诊断试剂、耗材与设备供应商。

图表 2 公司产业链与上下游



数据来源：公司招股说明书 方正证券研究所

2. 公司所处行业发展顺应潮流

通过诊断外包，独立医学实验室可以使标本进行集中诊断，大大节省费用，而且可以提高诊断效率和质量，降低诊断的错误发生率，是医学诊断服务行业发展的重要方向之一。

从前，国内医学诊断服务基本上由医疗机构下属的检验科和病理科提供，几乎所有的大小医院均设置了检验科及病理科，配备了检验仪器和检验人员，造成了医疗资源的极大浪费。同时，中小型医院由于规模和资金有限，其检验科和病理科无法承担较为齐全的医学诊断项目，于是就出现了由中小型医院将标本委托给大型医院进行诊断的普遍现象，但大型医院由于各种原因，无法提供良好的社会化医疗诊断服务。

与大型医院的检验科和病理科的服务相比，独立医学实验室凭借着规模化、市场化运作，成本降低，同时，其主动上门的无缝链接服务及完善的咨询答疑服务受到客认可，医院与独立医学实验室展开合作，将医学诊断业务外包给专业化和规模化程度更高的独立医学实验室将是未来发展方向。

另外，我国医疗机构的药品收入占比偏高，而医疗服务收入占比较低，收入结构很不合理，下图可以看出我国表现出的医疗机构全系统“以药养医”的现象，尤其是基层医疗机构对药品收入的依赖程度

更高。未来,随着旨在改变“以药养医”不良局面的医疗体制的改革不断推进下,降低医院对药品收入的依赖性,同时,适当的提高医疗服务与检查治疗方面的收入是大势所趋与改革方向,因此,诊断服务行业符合国家医疗改革的发展方向。

图表 3 公司产业链位置与上下游

项目	医院	社区卫生服务中心
医疗收入	52.13%	29.37%
药品收入	46.13%	67.15%
其他收入	1.74%	3.48%

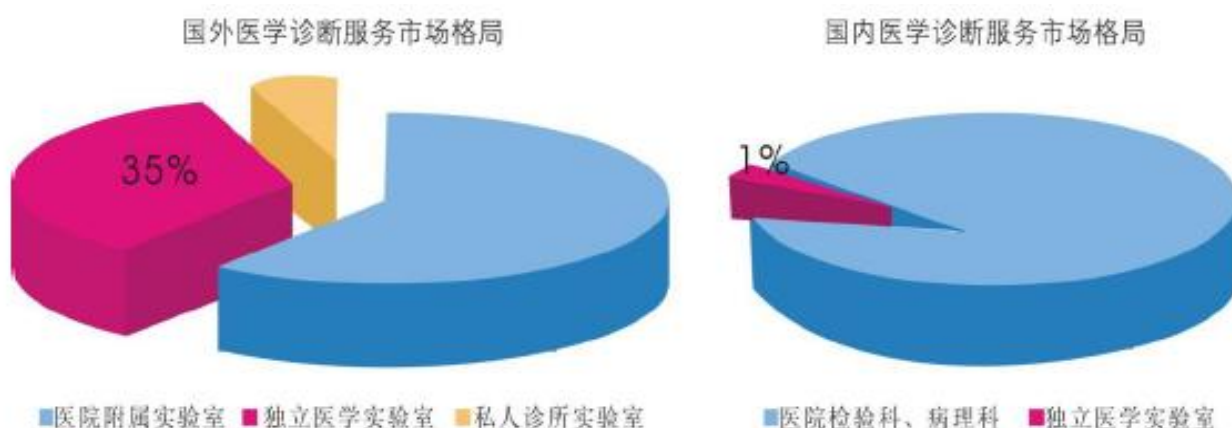
数据来源: 公司招股说明书 方正证券研究所

3. 朝阳行业, 未来提升空间巨大

国外临床检验实验室商业化运营兴起较早。在 1925 年, 美国就已经有医院商业化运营其临床检验实验室, 承接来自其他医院的检验业务, 经过多年发展, 目前美国医学检测诊断市场份额约 550 亿美元, 医院附属实验室约占 60% 的市场份额, 独立医学实验室约占 1/3 的市场份额, 私人诊所实验室享有剩余的市场份额, 而且, 独立医学实验室的份额还在呈现增长态势。

在我国, 诊断外包与独立诊断实验室是新兴行业, 发展阶段不长。据测算, 我国目前医学诊断市场规模约为 800-1000 亿人民币, 诊断业务大多由医院的检验科, 99% 的医学诊断目前都集中在医院内完成, 独立医学实验室所占的份额仅为 1% 左右。

图表 4 国内外诊断服务行业市场格局



数据来源: 公司招股说明书 方正证券研究所

技术水平上看, 我国诊断实验室目前可以开展 1000 多项, 而美国则可以开展近 3000 项, 随着技术水平的不断提高, 独立诊断实验

室可以开展的项目越来越多,将增强其业务承接能力,提高其市场占有率。

与美国相比,我国的诊断市场总规模以及独立实验室的市场份额方面,都还存在巨大的发展空间。

行业集中度方面:美国的医学诊断服务行业逐步发展成熟,市场集中度越来越高,产生了行业内的巨头,其中 Quest 和 LabCorp 两家的经营规模最大,可开展 3,000 余项的诊断项目。同时盈利能力较强,Quest2010 年实现收入 73.4 亿美元,净利润 7.2 亿美元;LabCorp2010 年收入 50 亿美元,净利润 5.6 亿美元,同时两家巨头盈利能力稳定,多年来其毛利率则一直稳定在 40%以上。

三、国内诊断外包行业竞争格局分析

引用 2009 年国内独立实验室诊断外包业务收入约 8-10 亿元人民币计算,公司 2009 年收入 2.63 亿,公司市场份额约为 26%., 第三方医学诊断行业竞争较为激烈,市场化程度较高。

图表 5 公司募集资金投资项目

公司名称	市场份额	长三角地区市场份额
广州金域	20%左右	10%以下
杭州艾迪康	15%-20%	20%-30%
高新达安	10%-15%	10%以下

数据来源: 公司招股书 方正证券研究所

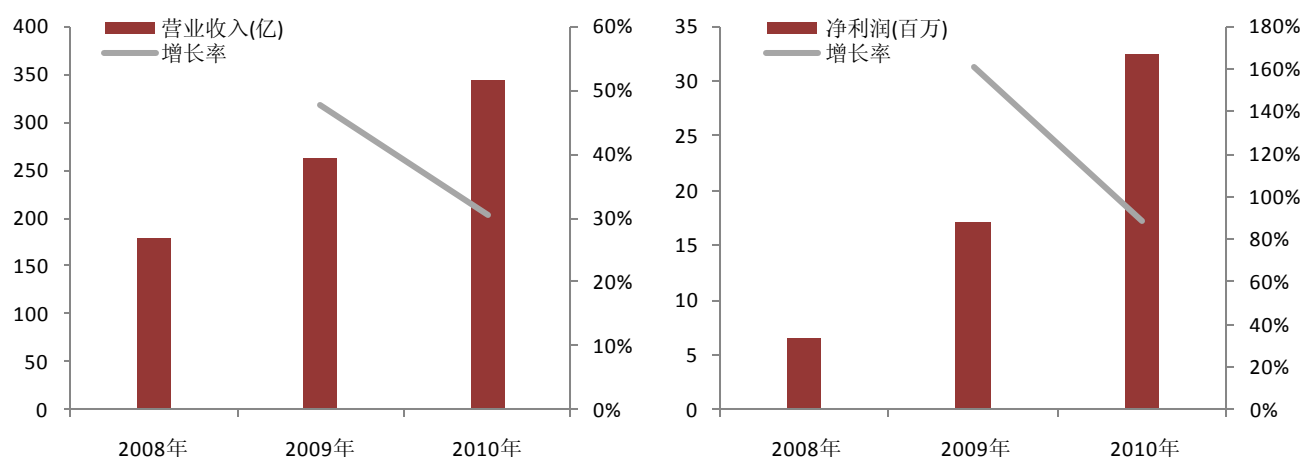
参考国外的诊断外包行业发展与该领域大型企业的成长路径,我们认为迪安诊断虽然目前市场份额相比其他对手没有绝对优势,但由于其特殊的“产品+服务”业务模式以及其首先 IPO 所带来的先发优势,未来在随着行业集中度提升,公司有望获得最大收益。

四、公司经营业绩分析

1. 公司过往业绩成长性良好

2008 年至 2010 年,公司营业收入分别为 1.78 亿、2.63 亿、3.43 亿,CAGR 为 39%。实现净利润 659 万、1717 万、3241 万,CAGR157%,公司业绩成长性良好。

图表 6 2008 至 2010 公司收入与净利润快速增长

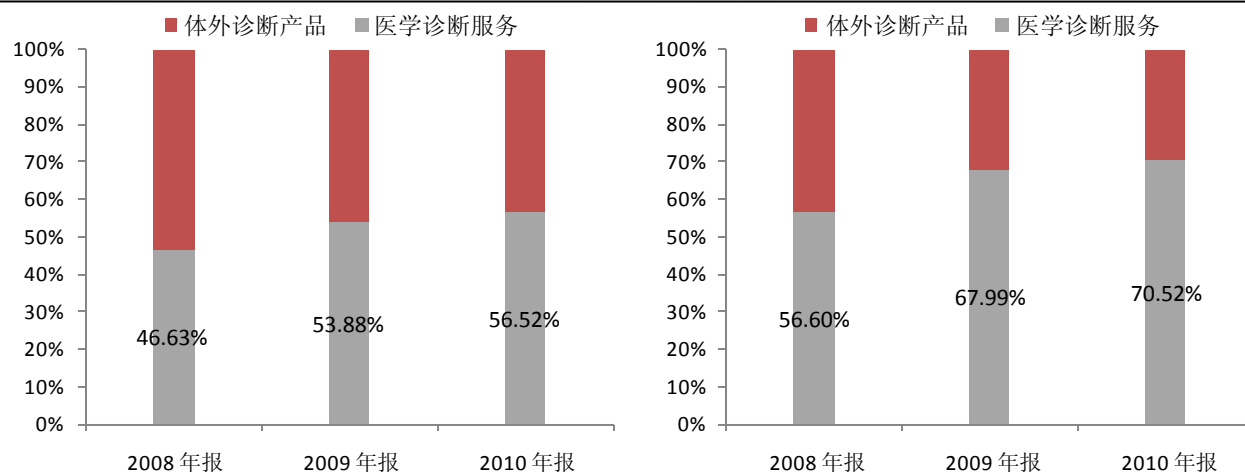


数据来源: 统计局 方正证券研究所

2. 诊断服务收入占比上升

公司主业主要分为两大块, 即医学诊断服务与体外诊断产品。2008 年至 2010 年, 公司医学诊断服务收入达到 0.83 亿、1.4 亿、1.9 亿元, 同比增长幅度为 70.6%和 36.8%。公司体外诊断产品收入分别为 0.95 亿、1.21 亿、1.49 亿。我们发现公司医学诊断服务收入占比逐年提高, 从 2008 的 46.6%提高到 2010 年的 56.5%, 毛利占比从 2008 年的 56.6%提高到 2010 年的 70%。

图表 7 2008 至 2010 公司分产品收入(左)与利润(右)占比



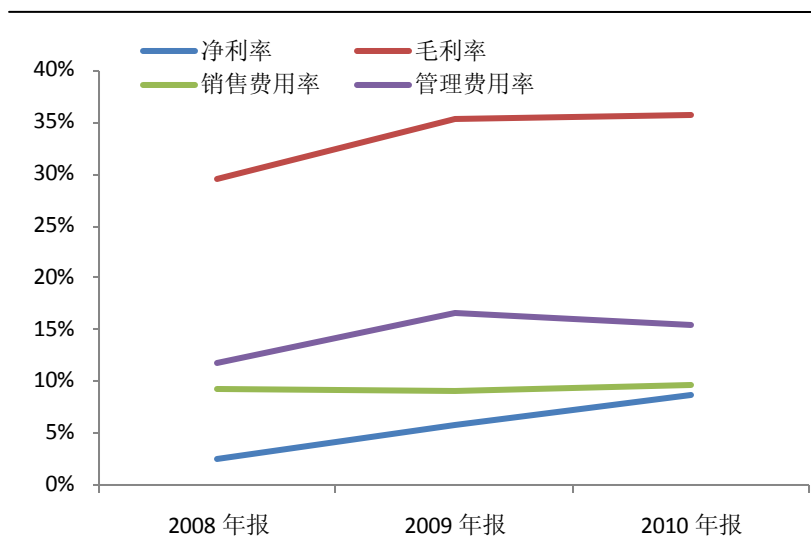
数据来源: 统计局 方正证券研究所

3. 盈利能力稳中有升

公司 2008 年至 2010 年毛利率分别为 29.51%、35.36%与 35.82%, 毛利率稳中有升, 公司的盈利能力提高。我们认为, 由于毛利率较高

的医学诊断服务占比不断提高所致,同时,预计未来公司毛利率随着业务规模化的进一步展开有继续提高的空间。

图表 8 公司历年盈利能力与费用率



数据来源: 统计局 方正证券研究所

五、募集资金投资项目分析

公司本次公开发行人民币普通股 1,280 万股,募集资金主要用于改建和新建医学检验所,包括搬迁改建总部及南京迪安,以及新建 3 沈阳、江西和天津的连锁医学实验室,完成后有利于拓展连锁网点,扩大业务覆盖面,提高竞争能力。

图表 9 公司募集资金投资项目

序号	募集资金使用项目	项目投资总额 (万元)
1	总部中心实验室迁建项目	7425
2	南京迪安医学诊断实验室迁址扩建项目	5000
3	沈阳迪安医学检验所建设项目	2000
4	新建迪安医学检验所建设项目	1760
5	天津迪安医学检验所建设项目	1700
6	信息化管理平台改进项目	2800

数据来源: 公司招股书 方正证券研究所

六、盈利预测与估值

公司分产品收入预测如下:

图表 10 公司分产品营业收入预测

项目 单位: 百万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
医学诊断服务	141.85	194.04	261.95	361.50	498.87
增长率		36.79%	35.00%	38.00%	38.00%
毛利率	44.61%	44.68%	45.00%	46.00%	46.00%
体外诊断产品	121.41	149.23	186.54	242.50	315.25
增长率	-	22.91%	25.00%	30.00%	30.00%
毛利率	24.54%	24.29%	24.50%	25.00%	25.00%
营业收入合计	263.25	343.27	448.49	604.00	814.11
增长率		30.40%	30.65%	34.67%	34.79%
综合毛利率	35.36%	35.82%	36.47%	37.57%	37.87%

数据来源: 方正证券研究所

预计公司 2011 年至 2013 年营业收入分别为 4.49 亿、6.04 亿、8.14 亿。我们对公司盈利预测如下:

图表 111 公司盈利预测表

项目 单位: 百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	343.27	448.49	604.00	814.11
营业成本	220.3	284.91	377.08	505.82
营业税金及附加	1.41	1.84	2.48	3.34
销售费用	33.43	43.68	58.82	79.28
管理费用	53.2	65.79	88.60	119.42
财务费用	0.96	(4.00)	(4.00)	(4.00)
资产减值损失	0.11	0.00	0.00	0.00
营业利润	33.86	56.27	81.01	110.24
加: 营业外收入	4.71	2.00	2.00	2.00
减: 营业外支出	0.71	0.00	0.00	0.00
利润总额	37.86	58.27	83.01	112.24
减: 所得税	7.95	12.24	17.43	23.57
净利润	29.92	46.04	65.58	88.67
减: 少数股东损益	-2.5	0.00	0.00	0.00
归母公司净利润	32.41	46.04	65.58	88.67
全面摊薄 EPS(元)	0.63	0.90	1.28	1.74

数据来源: 方正证券研究所

我们预测公司 2011-2013 年归属母公司净利润 0.46 亿元、0.66 亿元、0.89 亿元, 全面摊薄后 EPS 分别为 0.9 元、1.28 元与 1.74 元。发行价格 23.5 元, 2011 至 2013 年动态 PE 分别为 26.1 倍、18.4 倍与 13.5 倍。

七、风险因素

- 1, 上游罗氏产品供应依赖的风险。
- 2, 质量控制风险、分析前控制风险等。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地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。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论, 但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放, 并仅为提供信息而发放, 概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料, 本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时, 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。

在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此, 投资者应注意, 在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下, 本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险, 投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“方正证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明:

买入: 预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;
增持: 预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;
中性: 预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%;
减持: 预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明:

增持: 预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;
中性: 预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间;
减持: 预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址:	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼 (100037)	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼 (410015)
电话:	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真:	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址:	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail:	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com