

迪安诊断(300244)

领先独立诊断行业，分享巨大市场

——迪安诊断深度报告

程艳华

执业证书编号：S1230511010007

021-64718888-1328

zhanghong@stocke.com.cn

本报告导读：

➤ 迪安诊断主营医学独立实验室业务，符合国内国际医疗发展趋势，将长期保持强劲增长的势头。

投资要点：

■ 公司业务模式新颖，实现高速发展

迪安诊断是国内领先的第三方医学诊断服务公司，向医疗机构提供医学诊断外包等服务。公司 2008-2010 年归属母公司所有者净利润复合增长 142%。

■ 独立医学实验室行业空间巨大

独立医学实验室可以使标本进行集中诊断，优化医疗资源配置，是医学诊断服务行业发展方向之一。独立医学实验室在美国有超过 200 亿美元的市场容量，占诊断市场 1/3 的份额。在我国，独立医学实验室占比仅为 1%，在新医改的大背景下有巨大的发展空间。

■ 内生性增长稳健，外延式扩张有条不紊

公司受益于医学诊断服务市场的有效需求增长，以及基层医疗机构的发展壮大，公司已建成实验室将保持 30% 以上的增长。公司通过新设子公司和收购成熟医疗机构，不断进入新的地区，走连锁化和规模化的发展道路。

■ 多重手段提高综合毛利率

医学诊断外包服务主营业务占比的提高，中高端、新型诊断项目的增加都有助于提高公司的毛利率水平。2008-2010 年公司毛利率从 29.51% 提升到 35.82%。

■ 盈利预测及估值

公司所处独立医学诊断实验室行业处在发展早期，未来空间巨大。公司医学诊断产品业务保持平稳增长，现有诊断服务子公司主营收入保持 30-35% 的增长，新建诊断服务实验室逐渐步入盈利期，公司诊断服务毛利率有序提升。预计 2011-2013 年公司 EPS 为 0.90、1.27、1.81 元/股，同比增长 41.16%、41.77%、42.31%。

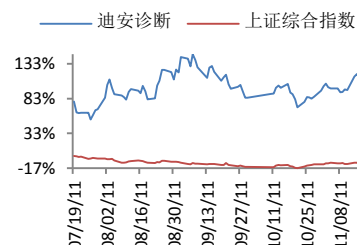
财务摘要（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入	343.27	461.51	618.40	800.62
(+/-)	30.40	34.44	34.00	29.47
净利润	32.41	45.75	64.86	92.30
(+/-)	88.78	41.16	41.77	42.31
每股收益（元）	0.85	0.90	1.27	1.81
P/B	0.00	56.71	40.19	28.20

评级：增持

上次评级：首次评级

当前价格：¥51.04

单季度业绩	元/股
3Q/2011	0.15
2Q/2011	0.35
1Q/2011	0.22
4Q/2010	0.25



公司简介

浙江迪安诊断技术股份有限公司（迪安诊断）是国内领先的第三方医学诊断服务公司，主要向各级医疗卫生机构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。

相关报告

报告撰写人：程艳华

数据支持人：张弘





正文目录

1、公司模式新颖，高速发展.....	4
1.1 公司股权结构清晰.....	4
1.2 公司业绩保持高速增长.....	4
1.3 公司业务介绍.....	5
1.3.1 医学诊断外包服务.....	5
1.3.2 体外诊断产品代理.....	6
2、独立医学实验室行业空间巨大.....	7
2.1 发达国家独立医学实验室行业发展成熟.....	7
2.2 国内独立医学实验室行业基数小，空间大.....	8
3、内生性增长稳健.....	10
3.1 医学诊断服务市场的有效需求增长.....	10
3.2 基层医疗机构的发展壮大.....	11
4、外延式扩张有条不紊.....	12
5、多重手段提高综合毛利率.....	15
5.1 医学诊断外包服务规模不断扩大，主营业务占比提高.....	15
5.2 中高端、新型诊断项目的增加.....	16
6、盈利预测及估值.....	17
7、风险提示.....	18

图表目录

图 1: 迪安诊断股权结构（发行后）.....	4
图 2: 2008-2011H1 公司业绩保持高速增长.....	5
图 3: 2008-2010 公司医学诊断服务营业收入.....	6
图 4: 公司代理上海罗氏产品情况.....	7
图 5: 独立医学实验室服务提供商高速发展.....	8
图 6: 中国卫生总费用近年来保持两位数增长.....	11
图 7: 国内综合医院检查费用收入增长.....	11
图 8: 公司已覆盖地区卫生机构收入增长.....	11
图 9: 2010 年公司按客户等级划分的收入构成.....	12
图 10: 县级市属（地辖市属）及县属综合医院收入增长.....	12
图 11: 医学诊断服务的营业收入占比不断加大.....	15
图 12: 医学诊断服务的毛利率显著高于体外诊断产品代理.....	15
图 13: 公司各项医学诊断外包服务成本变化.....	15
图 14: 公司各项医学诊断外包服务营业收入占比.....	16
图 15: 公司各项医学诊断外包服务毛利率变化.....	16
图 16: 公司研发费用.....	17
表 1: 公司主要服务及产品.....	5
表 2: 公司提供的医学诊断外包服务.....	6
表 3: 公司体外诊断产品代理业务的盈利模式.....	7
表 4: 中美独立医学实验室行业比较.....	9
表 5: 行业主要企业.....	10
表 6: 公司募投项目.....	13





表 7: Quest公司近年兼并收购情况	13
表 8: 公司各子实验室业绩预测	14
表 9: 公司细分业务盈利预测	17



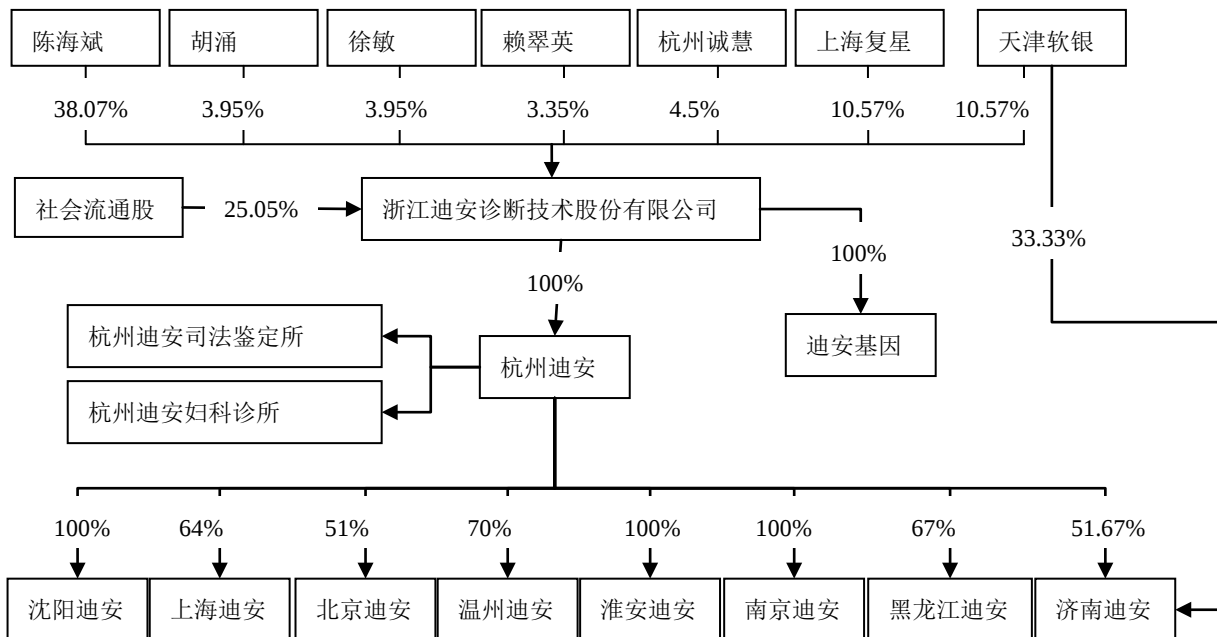


1、公司模式新颖，高速发展

迪安诊断是国内领先的第三方医学诊断服务公司，主要向各级医疗卫生机构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。公司采用“服务+产品”的商业模式，2008-2010年归属母公司所有者净利润复合增长 142%。

1.1 公司股权结构清晰

图 1：迪安诊断股权结构（发行后）



资料来源：浙商证券研究所

迪安诊断为控股母公司，其中陈海斌持股 38.07%，为第一大股东。

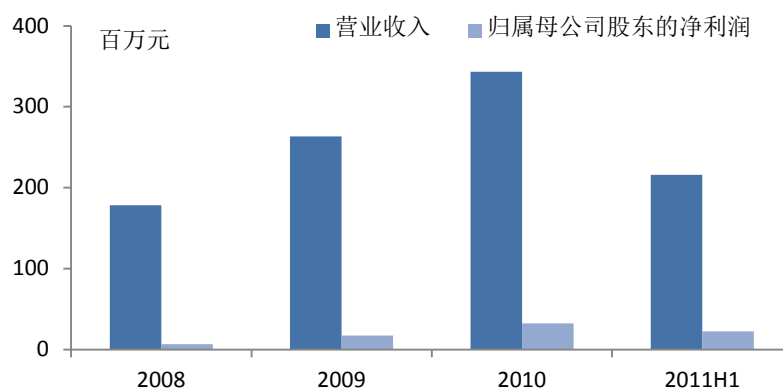
1.2 公司业绩保持高速增长

2008-2010 年营业收入分别为 1.78 亿元、2.63 亿元、3.43 亿元，三年复合增长率为 38.76%；2008-2010 年归属母公司所有者净利润分别为 658.97 万元、1716.88 万元、3241.13 万元，三年复合增长率为 141.87%。





图 2：2008-2011H1 公司业绩保持高速增长



资料来源：浙商证券研究所

1.3 公司业务介绍

公司业务分为：（1）提供医学诊断外包服务；（2）代理体外诊断产品。迪安基因从事体外诊断产品代理业务；杭州迪安及下属各子公司，包括南京迪安、上海迪安、北京迪安、温州迪安、淮安迪安、济南迪安和沈阳迪安等从事医学诊断服务外包业务。

表 1：公司主要服务及产品

业务类别	主要服务及产品	具体内容
医学诊断服务外包	医学诊断服务	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。
体外诊断产品代理	检验仪器、体外诊断试剂、耗材等 体外诊断产品及技术支持服务等	与上海罗氏等国内外领先医学诊断产品供应商建立战略合作关系，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。

资料来源：浙商证券研究所

1.3.1 医学诊断外包服务

作为全国性的连锁独立医学实验室，公司面向各级医疗机构开展包括生化、酶免、放免、PCR、荧光免疫、微量元素、微生物、染色体检测、骨髓细胞分析和组织病理、细胞病理及分子病理诊断等 1,000 余项的医学诊断外包服务。医学诊断外包服务将一定地区内的零星诊断标本集中检测，优化资源配置，提高诊断检测效率，更重要的是，帮助医院有效降低诊断成本，维护医院（特别是中小医院）的收入。



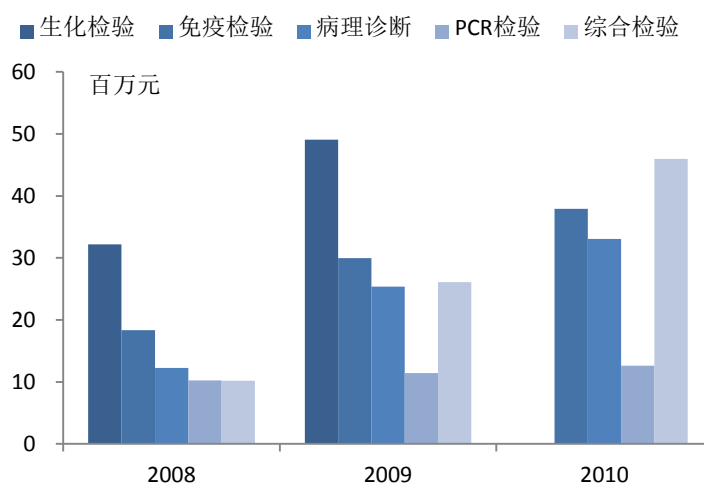


表 2: 公司提供的医学诊断外包服务

分项服务	主要用途
生化检验	肝、肾、心脑血管性疾病及电解质紊乱等代谢性疾病
病理诊断	肿瘤诊断及预后诊断
免疫检验	激素、肿瘤、不孕不育、感染性疾病及自身免疫性疾病等
PCR 检验	感染性疾病、遗传性疾病等
综合检验	包括自身免疫性疾病、感染性疾病、血液病及遗传性疾病等

资料来源: 浙商证券研究所

图 3: 2008-2010 公司医学诊断服务营业收入



资料来源: 浙商证券研究所

公司累计合作医院数量达 2,000 余家, 遍布公司下属子公司所在的浙江省、江苏省、上海市、北京市、山东省和辽宁省。

1.3.2 体外诊断产品代理

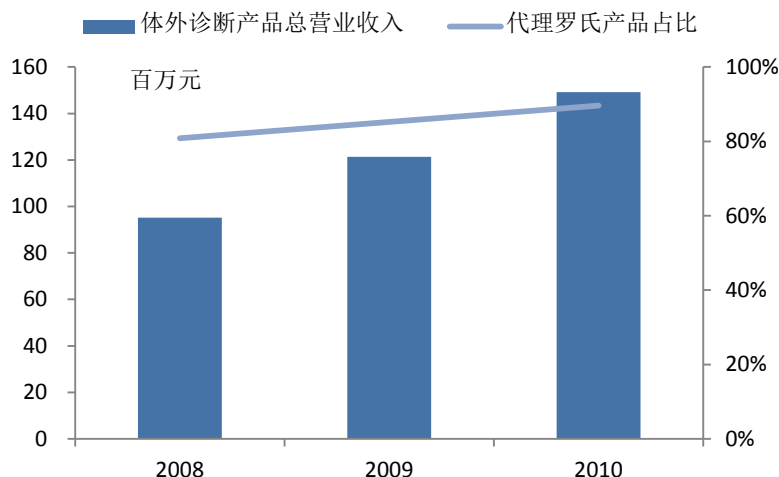
公司体外诊断产品代理业务主要代理销售罗氏和复星科技的体外诊断产品。

罗氏诊断为世界最大的诊断产品生产厂商, 公司是上海罗氏在浙江地区多年的代理商。2008 年度、2009 年度和 2010 年度, 公司代理上海罗氏产品的收入分别为 0.77 亿元、1.03 亿元和 1.34 亿元, 占体外诊断产品代理业务营业收入的 80.80%、85.24%和 89.65%。





图 4：公司代理上海罗氏产品情况



资料来源：浙商证券研究所

表 3：公司体外诊断产品代理业务的盈利模式

名称	盈利模式
单纯销售	公司向客户销售所代理的体外诊断产品，其收入来源于体外诊断产品的销售收入，利润来源于体外诊断产品的进销差价
联动销售	公司免费向客户提供检验仪器，并提供后续的试剂供应及技术支持服务：根据合同约定客户每年向公司采购不低于一定金额的配套诊断试剂，公司按照所提供试剂的销售价格进行收费，利润来源于试剂的进销差价；或者，公司按照所提供仪器在一定期间内所产生的诊断收入的一定比例收取技术服务费收入。

资料来源：浙商证券研究所

预计公司体外诊断产品代理业务将保持 25%左右的稳定增长。

2、独立医学实验室行业空间巨大

独立医学实验室可以使标本进行集中诊断，优化医疗资源配置，是医学诊断服务行业发展方向之一。独立医学实验室在美国有超过 200 亿美元的市场容量，占诊断市场 1/3 的份额。在我国，独立医学实验室占比仅为 1%，在新医改的大背景下有巨大的发展空间。

2.1 发达国家独立医学实验室行业发展成熟

美国独立医学实验室行业发展历程：

- 20 世纪五六十年代，美国政府推出“合理利用资源，减少医疗开支”的策略及一系列医疗体制改革进行干预，促使各类医疗卫生机构将诊断服务外包，最终导致医学诊断服务行业中以集约化为核心竞争力的独立医学实验室的诞生，如 LabCorp 的前身 National Health Laboratories 和 Quest 的前身 MetPath。



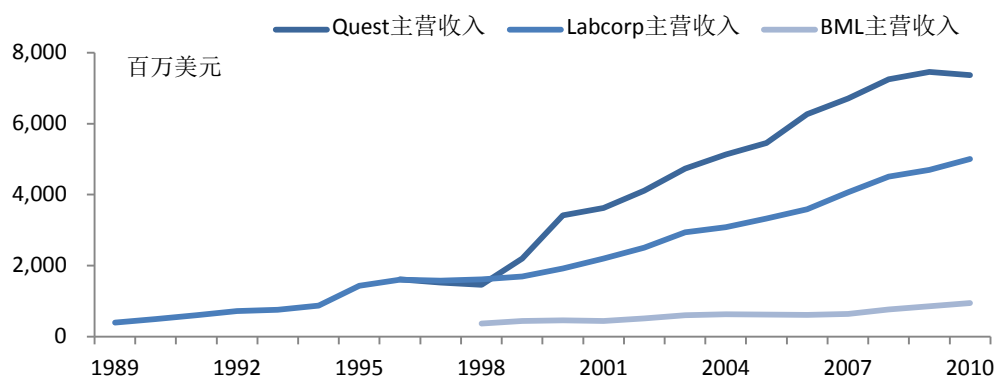


- 20 世纪 80 年代中期，医院附属实验室占临床检验市场 60%左右的份额，私人诊所实验室占 20%左右的份额，而独立医学实验室占 20%左右的份额。
- 到 20 世纪九十年代中期，独立医学实验室已经占据了临床检验市场 36%的市场份额，医院附属实验室占 56%的份额，私人诊所实验室的市场份额已经下降到 8%。随着行业的发展，出现了一波兼并收购的高潮，市场集中度越来越高，产生了几家大型的独立医学实验室，Quest 和 LabCorp 两家的经营规模最大，均可开展 3,000 余项的诊断项目，销售净利率在 8-12%之间浮动，毛利率则一直稳定在 40%以上。

从世界范围看，独立医学实验室行业在过去 20 年间保持了稳定的发展势头：

- 美国 Labcorp (LH) 公司主营业务收入从 1989 年的 4.02 亿美元，提升到 2010 年的 50.03 亿美元，增长超过 11 倍；
- 美国 Quest 公司主营业务收入从 1996 年的 16.16 亿美元，提升到 2010 年的 73.69 亿美元，增长了 356%，股价更是在 1996-2011 年间涨了 12.43 倍；
- 日本 BML 公司主营业务收入从 1998 年的 3.7 亿美元，上升到 2010 年的 9.45 亿美元，增长了 155%。

图 5：独立医学实验室服务提供商高速发展



资料来源：浙商证券研究所

从美国的经验看，美国的独立医学实验室行业早期以规模化、低成本的优势确立商业模式，依靠检验技术和实验室信息系统的逐步扩大市场规模，借以政府对医疗支出的严格管控，接收更多来自医院的外包检验项目。应该说，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，是当前发达国家的医学诊断服务行业发展的重要方向之一。

目前，美国的独立医学实验室所开展的临床诊断业务，除了医疗卫生机构外包的诊断业务，也直接面向患者提供诊断服务，此外有些独立医学实验室也利用自身医学诊断平台开展更多的相关新业务，比如新药研发的临床试验、疾病风险检测、健康信息技术等。

2.2 国内独立医学实验室行业基数小，空间大





我国具有巨大的诊断市场，并且保持了较高的增速。传统上，国内几乎所有的医疗机构都设置了检验科及病理科来提供医疗诊断服务，造成了医疗资源的极大浪费。但是中小型医疗结构由于规模和资金有限，无法承担较为齐全的医学诊断项目，而大型医院无法提供良好的社会化医疗诊断服务。于是，独立医学实验室凭借着规模化、市场化的运作，以及优良的服务，向各级医疗机构提供医学诊断业务外包服务。

上世纪 80 年代中后期，我国出现了非社会化的独立医学实验室雏形。本世纪初，国内诞生了以连锁化发展获取规模优势的社会化独立医学实验室。

目前，国内独立医学实验室仍处于起步阶段，占据医学诊断服务市场的份额仅在 1% 左右。而且规模最大的独立医学实验室，也只能开展 1,000 多项诊断项目。

表 4：中美独立医学实验室行业比较

	独立医学实验室所占的份额	诊断项目
美国	36%	3,000 余项
中国	1% 左右	1,000 多项

资料来源：浙商证券研究所

2009 年我国医学诊断收入约为 800-1,000 亿元，其中独立医学实验室所占的份额为 1% 左右，即 8-10 亿元左右。由于医院药品“零差价”政策，以及按病种收费方式改革的推行，医院迫切需降低诊疗费用成本，维持合理收入，因此有动力增加诊断外包的比例。如果国内的独立医学实验室所占的份额提高到 10%，那么国内医学诊断外包服务市场容量为 80-100 亿元；随着中国医疗诊断市场的发展，未来的市场将超过 200 亿元。

各地区发展也很不平衡。经济越发达的地区，独立医学实验室的数量越多，发展越快，竞争越激烈。目前国内已有上百家的独立医学实验室，主要集中在沿海发达地区。公司的主要竞争对手有广州金域、杭州艾迪康、高新达安等。由于整个行业空间巨大，整体竞争不是非常激烈，几家大公司的主要工作还是推广独立实验室理念、培育医学诊断外包市场。





表 5: 行业主要企业

名称	成立时间	分布	市场占有率	市场地位
迪安诊断	2004	总部位于杭州, 目前在杭州、上海、济南、南京等地开设了多家分支机构	15-20%	迪安诊断是国内领先的独立医学实验室之一, 行业第一家上市公司。
广州金域	1994	总部位于广州, 目前在广州、济南、南京等地开设了多家分支机构	20%	广州金域是我国最早进入医学诊断服务领域的独立医学实验室之一, 也是目前国内最具规模的独立医学实验室, 尤其是在华南地区具有明显优势。
杭州艾迪康	2004	总部位于杭州, 目前已在上海、杭州、济南等地开设了连锁机构	15-20%	杭州艾迪康是国内领先的独立医学实验室之一。
高新达安	2007	注册地址位于北京, 目前已在广州、上海等地建成了医学检测中心	10-15%	高新达安是国内领先的独立医学实验室之一。

资料来源: 浙商证券研究所

3、内生性增长稳健

公司受益于医学诊断服务市场的有效需求增长, 以及基层医疗机构的发展壮大, 公司已建成实验室将保持 30%以上的增长。

公司已经在杭州、南京、上海、北京、温州、淮安、济南、沈阳等地设立了八家实验室, 其中杭州迪安、上海迪安和北京迪安均获得 ISO15189 认可资质。2010 年, 杭州迪安净利润达到 2201.81 万元, 是公司利润的主要来源; 南京、上海实验室也贡献了相当比例的利润; 然而北京迪安、济南迪安和沈阳迪安尚未实现盈利。

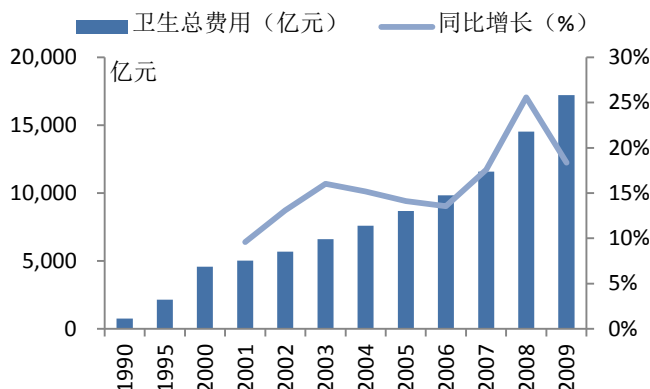
3.1 医学诊断服务市场的有效需求增长

中国卫生总费用近年来保持两位数增长, 2007-2009 年复合增长率为 20.46%。国内医疗机构收入 2007-2009 年复合增速为 24.17%。



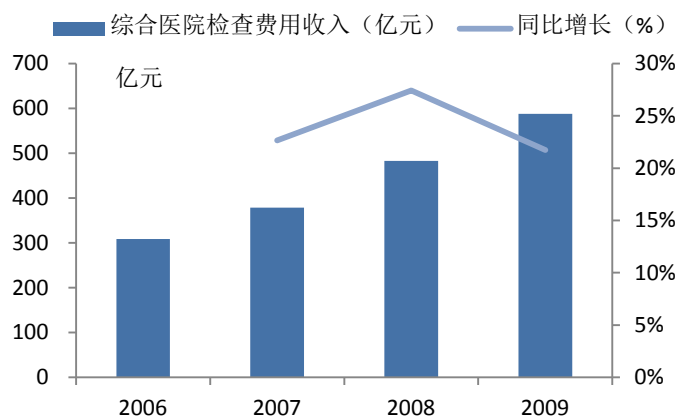


图 6：中国卫生总费用近年来保持两位数增长



资料来源：浙商证券研究所

图 7：国内综合医院检查费用收入增长

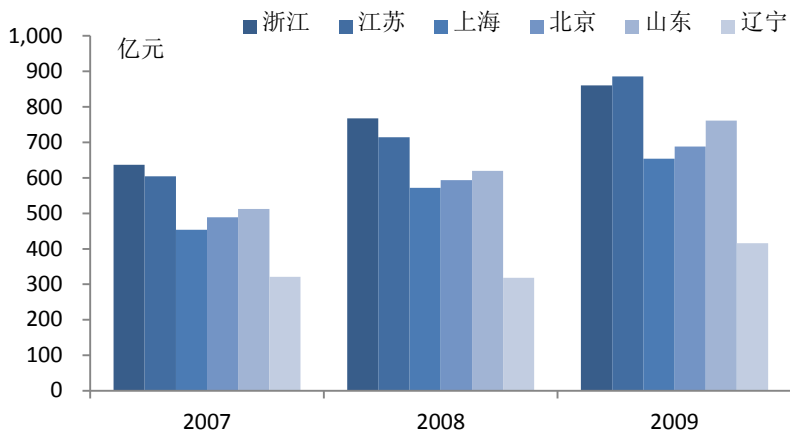


资料来源：浙商证券研究所

伴随着医疗机构收入的增长，医疗机构检查费收入也保持了快速增长。2009年综合医院的检查费收入达到了588亿元，占医院总收入的10.6%，2007-2009年综合医院检查费收入的复合增长为23.92%。

公司已经在杭州、南京、上海、北京、温州、淮安、济南、沈阳等地设立了八家实验室，覆盖长三角地区和环渤海地区，包括浙江、江苏、上海、北京、山东和辽宁等省份。

图 8：公司已覆盖地区卫生机构收入增长



资料来源：浙商证券研究所

3.2 基层医疗机构的发展壮大

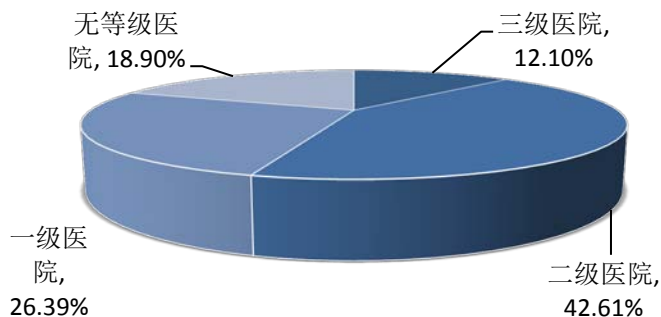
我国基层医疗机构总数较大，覆盖面也较广，但相比三级医院，就诊人数少，服务能力和诊断水平较低。国家希望基层医院能够分流大医院的病人，加大了对基层医疗服务投入力度，我国基层医疗服务未来必将得到快速发展。





公司主要客户为基层医院，2010 年一二级医院占比达到了 69%。因此，公司将明显收益于基层医疗机构的发展。

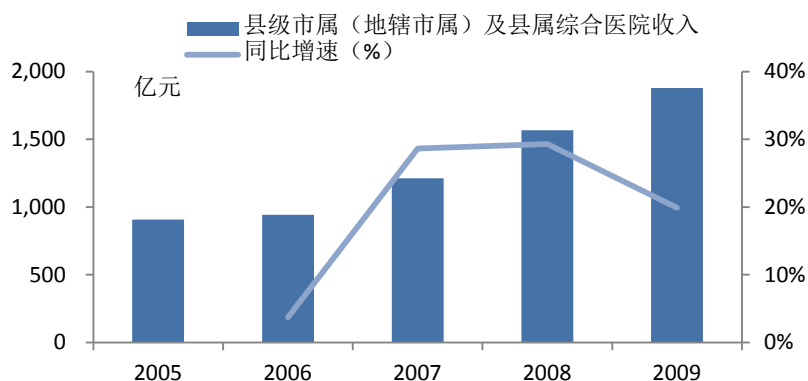
图 9：2010 年公司按客户等级划分的收入构成



资料来源：浙商证券研究所

2007-2009 年综合医院收入复合增长为 23%，而同期 县级市属（地辖市属）及县属综合医院的收入复合增长为 26%，明显高于综合医院整体增速。

图 10：县级市属（地辖市属）及县属综合医院收入增长



资料来源：浙商证券研究所

4、外延式扩张有条不紊

公司通过新设子公司和收购成熟医疗机构，不断进入新的地区，走连锁化和规模化的发展道路。公司拥有一支稳定高效的营销队伍，确保公司具备较强的市场渗透力，2008-2010 年，公司在浙江省外地区先后新建南京迪安、上海迪安、北京迪安、淮安迪安和济南迪安，新设子公司已成为公司营业收入新的增长点。公司的募投项目包括沈阳迪安、新建迪安和天津迪安的设立。





表 6：公司募投项目

序号	项目名称	预计投资总额（万元）	使用募集资金金额（万元）
一、扩建医学检验所项目			
1	总部中心实验室迁建项目	7,425.00	7,425.00
2	南京迪安医学诊断实验室迁址扩建项目	5,000.00	5,000.00
二、新建医学检验所项目			
3	沈阳迪安医学检验所建设项目	2,000.00	2,000.00
4	新建迪安医学检验所建设项目	1,760.00	1,760.00
5	天津迪安医学检验所建设项目	1,700.00	1,700.00
三、信息化管理平台改进项目			
6	信息化管理平台改进项目	2,800.00	2,800.00
四、其他项目			
7	其它与主营业务相关的营运资金项目	—	—

资料来源：浙商证券研究所

在外地设立实验室的关键是找到适合当地、适合公司的独立实验室模式，而不能一味地简单复制。因此，公司不轻易新建实验室，而更倾向于收购成熟实验室，以快速吸引当地的资源，减少经营模式异地复制的风险，加快盈利的实现；同时，帮助公司获得新的诊断技术和服务。

国外独立实验室服务提供商依靠兼并收购不断扩大市场份额，进入新的诊断领域。

表 7：Quest 公司近年兼并收购情况

时间	收购公司	收购公司业务	收购金额（百万美元）
2011	Celera	基因检测	\$344
2011	Athena Diagnostics	神经病学测试	\$740
2008	Pathway Diagnostics	生物标志物检测的开发和测试	
2007	AmeriPath	专注于皮肤病理学，病理解剖和分子诊断的癌症诊断公司	\$1,856
2007	HemoCue AB	等离子/血红蛋白测试，以及血糖系统和微量白蛋白测试	\$420
2006	Enterix Inc.	粪便免疫化学大肠癌筛查试验	\$43
2006	Focus Diagnostics Inc.	传染病检测（SARS，西尼罗河病毒等）	\$185
2005	LabOne	多种诊断测试	\$952
2003	Unilab Corp.	常规实验室测试（加利福尼亚州为重点）	\$813
2002	American Medical Laboratories	新型和常规实验室测试（内华达州和华盛顿特区为重点）	\$500
2001	Clinical Diagnostic Services Inc.	集中于纽约和新泽西州的诊断测试公司	
2001	MedPlus Inc.	连接软件	\$17
2000	Clinical Laboratories of Colorado	在科罗拉多州地区的医疗和临床测试	

资料来源：浙商证券研究所





表 8: 公司各子实验室业绩预测

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
杭州						
销售收入(百万元)	51.71	69.90	95.65	129.13	170.45	221.59
同比增长(%)		35%	37%	35%	32%	30%
南京						
销售收入(百万元)	23.71	39.13	43.47	58.68	77.46	100.70
同比增长(%)		65%	11%	35%	32%	30%
上海						
销售收入(百万元)	5.58	16.79	19.43	29.14	39.34	49.18
同比增长(%)		201%	16%	50%	35%	25%
北京						
销售收入(百万元)	21.45	9.37	14.88	22.31	30.12	39.16
同比增长(%)		337%	59%	50%	35%	30%
温州						
销售收入(百万元)		6.43	10.23	13.81	18.65	25.17
同比增长(%)			59%	35%	35%	35%
淮安						
销售收入(百万元)		0.12	8.05	10.86	14.66	19.80
同比增长(%)			6566%	35%	35%	35%
济南						
销售收入(百万元)		0.11	2.34	7.02	10.53	14.22
同比增长(%)			1982%	200%	50%	35%
沈阳						
销售收入(百万元)			0.00	4.00	20.00	33.33
同比增长(%)					200%	67%
江西新建						
销售收入(百万元)					2.00	6.00
同比增长(%)						100%
天津						
销售收入(百万元)					2.00	7.00
同比增长(%)						200%

资料来源: 浙商证券研究所





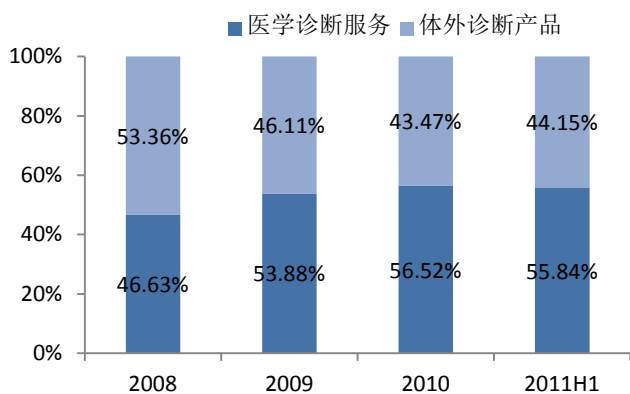
5、多重手段提高综合毛利率

医学诊断外包服务主营业务占比的提高，中高端、新型诊断项目的增加都有助于提高公司的毛利率水平。2008-2010 年公司毛利率从 29.51% 提升到 35.82%。

5.1 医学诊断外包服务规模不断扩大，主营业务占比提高

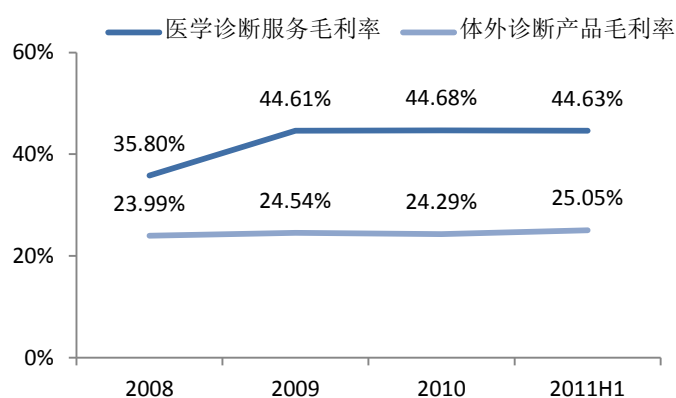
医学诊断外包服务的毛利率显著高于体外诊断产品代理业务，同时，医学诊断外包服务的营业收入占比不断加大。

图 11：医学诊断服务的营业收入占比不断加大



资料来源：浙商证券研究所

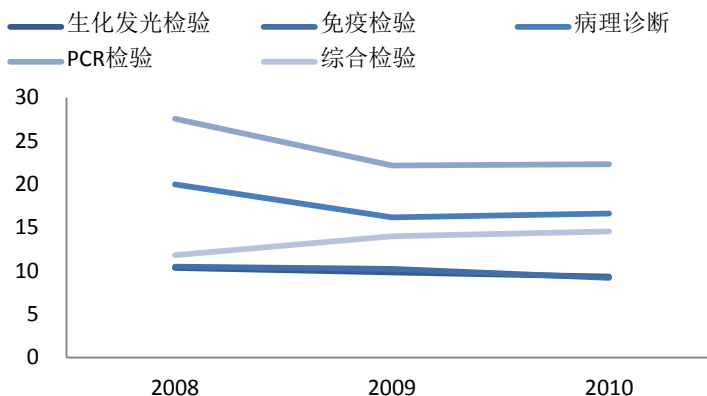
图 12：医学诊断服务的毛利率显著高于体外诊断产品代理



资料来源：浙商证券研究所

医学诊断外包业务规模不断扩大，规模效应显现，随设备利用率、人工效率及产值的提升，单位固定成本也随之下降。

图 13：公司各项医学诊断外包服务成本变化（单位：元/个）



资料来源：浙商证券研究所



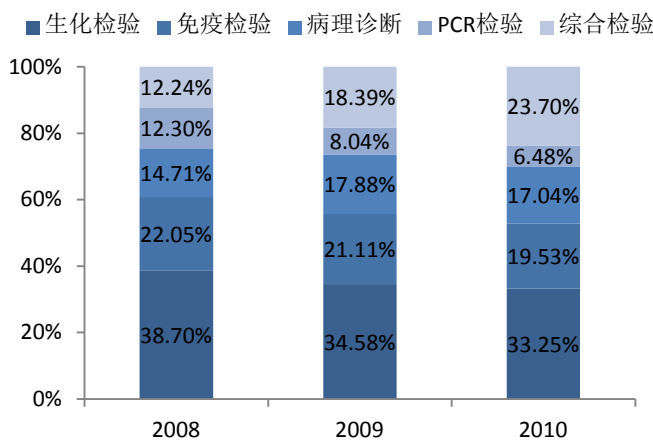


综合检验项目包括染色体检测、微量元素检测、微生物检测、司法鉴定等项目，由于各个项目的收入规模均较小，且成本差异较大。

5.2 中高端、新型诊断项目的增加

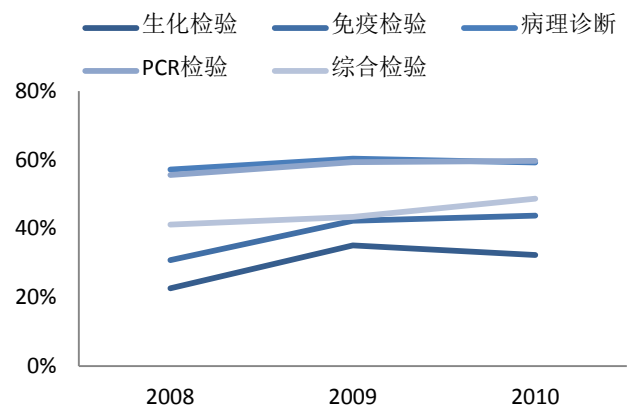
公司通过服务项目结构的优化，不断提高利润率较高的检测项目在销售收入中的比重。同时，随着诊断业务的拓展，诊断水平和诊断能力的不断提高，公司积极推广新的诊断项目。预计公司未来将保持每年新增 10% 的诊断项目。2008-2010 年，公司新增的诊断项目种类包括染色体检验、司法鉴定、骨髓检测等。

图 14：公司各项医学诊断外包服务营业收入占比



资料来源：浙商证券研究所

图 15：公司各项医学诊断外包服务毛利率变化



资料来源：浙商证券研究所

综合检测包括常规检验、染色体检验、微量元素检验、微生物检验、荧光免疫检验、骨髓检测、科研、司法鉴定等。

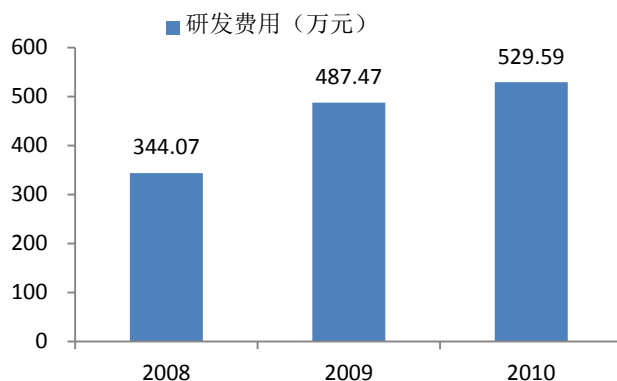
生化检验和免疫检验是传统项目；病理诊断、PCR 检验和综合检验是公司的重点发展项目。新型业务占比的提高，推动公司医学诊断外包服务的毛利率稳步提升。

公司强大的研发能力是引入中高端、新型诊断项目的保证。公司多年从事体外诊断产品代理业务所积累的市场需求和行业发展趋势信息，可以引导公司诊断服务更好地开展和指引诊断技术的研发方向。





图 16: 公司研发费用



资料来源: 浙商证券研究所

目前, 公司及下属子公司拥有专利权 1 项; 此外, 公司及下属子公司还有 9 项专利申请已被受理。

6、盈利预测及估值

公司所处独立医学诊断实验室行业处在发展早期, 未来空间巨大。公司医学诊断产品业务保持平稳增长, 现有诊断服务子公司主营收入保持 30-35% 的增长, 新建诊断服务实验室逐渐步入盈利期, 公司诊断服务毛利率有序提升。不考虑新增收购子实验室, 我们预计 2011-2013 年公司 EPS 为 0.90、1.27、1.81 元/股, 同比增长 41.16%、41.77%、42.31%。我们给予公司 2012 年 PE 42X, 目标价 53.34 元。

表 9: 公司细分业务盈利预测

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
医学诊断服务						
营业收入 (百万元)	83.14	141.85	194.04	274.97	385.22	516.15
增长率 (%)		71%	37%	42%	40%	34%
毛利率 (%)	36%	45%	45%	45%	46%	47%
体外诊断产品						
营业收入 (百万元)	95.15	121.41	149.23	186.54	233.17	284.47
增长率 (%)		28%	23%	25%	25%	22%
毛利率 (%)	24%	25%	24%	25%	25%	25%
营业收入合计 (百万元)						
营业收入合计 (百万元)	178.29	263.25	343.27	461.50	618.39	800.62
增长率 (%)		48%	30%	34%	34%	29%
毛利率 (%)	30%	35%	36%	37%	38%	39%

资料来源: 浙商证券研究所





7、风险提示

市场竞争加剧的风险

公司所处的第三方医学诊断行业虽然存在一定的进入壁垒，但随着行业发展的逐渐成熟，行业竞争将不可避免加剧，公司业绩可能受到影响。

开拓新区域市场风险

公司已相继成立八家连锁独立医学实验室，未来公司还将不断开拓新的市场区域。新区域市场的开发、推广需要一定的投入和时间，进入初期会存在一定的不确定性，对公司未来经营业绩的增长产生一定影响。





附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	192.45	261.08	332.22	433.28
现金	84.00	94.89	132.31	163.69
应收账款	76.26	108.35	139.01	181.24
其它应收款	3.25	9.63	6.48	12.54
预付账款	4.07	7.91	8.94	11.82
存货	24.87	39.83	45.26	62.94
其他	0.00	0.47	0.21	1.06
非流动资产	41.80	41.45	43.25	42.63
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	25.85	28.19	30.95	32.61
无形资产	0.77	0.68	0.63	0.51
其他	15.18	12.58	11.67	9.50
资产总计	234.25	302.54	375.47	475.92
流动负债	72.07	97.27	106.27	112.74
短期借款	15.00	38.51	25.04	23.05
应付账款	38.15	34.63	61.09	60.63
其他	18.92	24.13	20.14	29.05
非流动负债	2.27	2.18	2.54	2.33
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2.27	2.18	2.54	2.33
负债合计	74.33	99.46	108.81	115.07
少数股东权益	8.22	5.63	4.36	6.25
归属母公司股东权益	151.69	197.44	262.30	354.60
负债和股东权益	234.25	302.54	375.47	475.92

单位：百万元

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
现金流量表				
经营活动现金流	41.38	1.36	71.44	56.77
净利润	29.92	43.16	63.59	94.18
折旧摊销	10.24	11.46	15.31	19.70
财务费用	0.96	0.93	4.29	4.40
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	2.45	-56.04	-11.25	-61.24
其它	-2.19	1.85	-0.51	-0.28
投资活动现金流	-17.73	-13.01	-16.59	-18.79
资本支出	8.39	1.63	0.93	-0.70
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-9.35	-11.38	-15.66	-19.49
筹资活动现金流	-4.03	13.15	-8.03	-6.60
短期借款	-16.00	14.12	-4.08	-1.99
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	11.97	-0.97	-3.95	-4.62
现金净增加额	19.62	1.50	46.81	31.37
	2010	2011E	2012E	2013E
	343.27	465.66	636.41	842.47

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	343.27	461.51	618.40	800.62
营业成本	220.30	291.14	382.90	486.91
营业税金及附加	1.41	2.31	3.09	4.00
营业费用	33.43	43.84	56.89	72.06
管理费用	53.20	69.23	92.76	116.09
财务费用	0.96	0.93	4.29	4.40
资产减值损失	0.11	0.93	1.06	1.08
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	33.86	53.13	77.40	116.07
营业外收入	4.71	5.00	6.00	7.00
营业外支出	0.71	0.55	0.54	0.60
利润总额	37.86	57.59	82.86	122.48
所得税	7.95	14.42	19.27	28.29
净利润	29.92	43.16	63.59	94.18
少数股东损益	-2.50	-2.59	-1.27	1.88
归属母公司净利润	32.41	45.75	64.86	92.30
EBITDA	46.14	67.67	96.28	138.57
EPS（元）	0.85	0.90	1.27	1.81

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	30.40%	34.44%	34.00%	29.47%
营业利润	75.70%	56.93%	45.68%	49.96%
归属母公司净利润	88.78%	41.16%	41.77%	42.31%
获利能力				
毛利率	35.82%	36.92%	38.08%	39.18%
净利率	8.71%	9.35%	10.28%	11.76%
ROE	18.71%	21.25%	23.85%	26.10%
ROIC	16.80%	17.70%	21.44%	24.06%
偿债能力				
资产负债率	31.73%	32.87%	28.98%	24.18%
净负债比率	9.38%	18.96%	9.39%	6.39%
流动比率	2.67	2.68	3.13	3.84
速动比率	2.33	2.27	2.70	3.29
营运能力				
总资产周转率	1.66	1.72	1.82	1.88
应收帐款周转率	5.08	5.00	5.00	5.00
应付帐款周转率	7.90	8.00	8.00	8.00
每股指标(元)				
每股收益	0.85	0.90	1.27	1.81
每股经营现金	0.81	0.03	1.40	1.11
每股净资产	4.18	3.97	5.22	7.06
估值比率				
P/E	0.00	49.93	35.22	24.75
P/B	0.00	11.57	8.71	6.44
EV/EBITDA	-1.27	33.03	22.68	15.53

资料来源：港澳资讯、浙商证券研究所

股票投资评级说明





以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券有限责任公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621)64718888

传真：(8621)64713795

浙商证券研究所：http://research.stocke.com.cn

