

迪安诊断 (300244) 研究报告

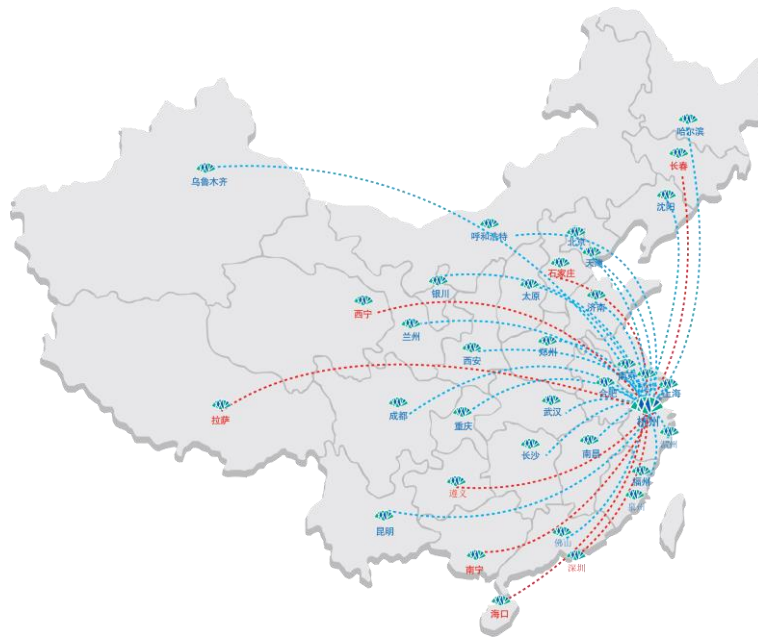
——具有渠道优势的资源整合者

报告时间 : 2017.08.02	勿为兄	首次覆盖	逐步布局	期限 : 中长线
-------------------	-----	------	------	----------

公司简介

浙江迪安诊断技术股份有限公司成立于 2001 年，是一家以提供诊断服务外包为核心业务的独立第三方医学诊断服务机构。主要向各级医疗卫生机构提供以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。

迪安诊断致力于推进**第三方独立医学诊断平台的多服务领域拓展与上下游产业链的整合式发展战略**，业务涵盖诊断产品和服务营销、诊断技术研发生产、司法鉴定、健康管理、CRO、冷链物流等领域。目前已在全国布局 30 余家连锁化实验室，并相继通过 ISO15189 与 CAP 国际质量认证认可体系，为全国 12000 多家医疗机构提供以服务外包为核心的医学诊断服务整体解决方案。



业务类型

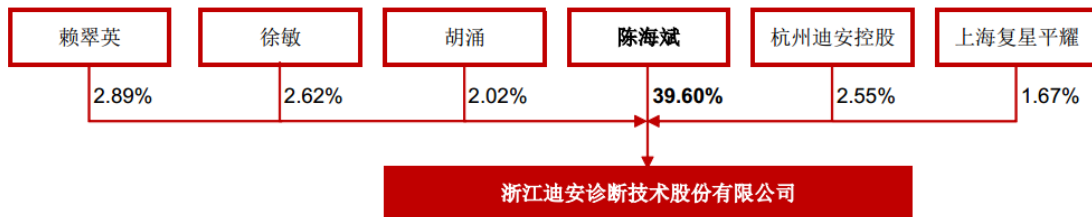


目前，迪安依托全国连锁化医学实验室的平台，致力于技术创新与商业模式创新，业务涉及司法鉴定、诊断产品和服务营销、诊断技术研发生产、司法鉴定、健康管理、CRO、生物样本库等领域，并不断完善“服务+产品”一体化的专业服务体系，独创项目齐全、流程高效、结果准确、服务权威的第三方医学诊断服务模式，形成整合营销竞争优势，**确定全国连锁化、规模化复制的扩张策略**，通过纵向与横向的有效资源整合，加快全国布局速度。

迪安通过与公立医院等机构合作，通过公建民营、民办公助等方式，建立区域性的公共医学检验平台，同时借助互联网等手段，构建配套的远程医疗体系，整合区域内医疗资源并实现有限资源最大化，为区域提供标准化、高质量、可共享互认的检测服务。

管理者状况

公司股权较为集中，董事长及总经理陈海斌为公司实际控制人，持股比例 39.60%。其他股东股份占比均低于 3%。自然人股东中徐敏为公司副总、财务总监及董事会秘书，持股 2.62%；胡涌为公司副董事长，持股 2.02%。杭州迪安控股有限公司为实际控制人名下公司，持股 2.55%。股权结构稳定。



上市多年仅一次定增，实际控制人认购 57.69%，员工持股认购 12%。

公司主要业务独立医学实验室的全国多点布局需要大量的资金支持，其他包括实验室共建、上游特检项目研发等也需要资金。上市以来共计 3 次融资，除 IPO 外分别是通过定增和发债来实现，融资目的除了 IPO 时的实验室扩建和新增，主要用于补充流动资金。

迪安诊断历次融资情况

方式	融资总额 (亿元)	融资净额 (亿元)	发行对象	募资用途	发行价格 (元/股)	发行价格 (元/股, 复权)
2011年 IPO	3.01	2.7	二级市场	1、实验室的扩建与新增； 2、信息化管理平台改进	23.5	4.19
2016年 定增	10.03	9.87	陈海斌57.69%，迪安控股 19.23%，员工持股 11.54%，中信资管11.54%	补充流动资金	29.68	16.43
2016年 发债	8	8	-	补充流动资金	100	-

上市以来每年现金分红，累计分红率达 14%，同时高管多次增持，彰显对公司发展信心

公司自 2011 年上市以来每年进行现金分红，截止至 2016 年报告期，累计分红率 13.54%；与此同时，上市以来大股东多次增持股票，两期员工持股（一次定增，一次回购）彰显对公司未来发展的信心。

迪安诊断上市以来分红情况

报告期	每股派息（元，含税）	现金分红总额（百万元）	占当期净利润比重	每股转增（股）
2011	0.3	15.33	36.87%	0.8
2012	0.1	9.2	15.49%	0.3
2013	0.2	23.91	26.56%	0.7
2014	0.1	20.56	16.08%	0.3
2015	0.1	30.37	16.99%	0.8
2016	0.025	13.78	4.08%	-

迪安诊断两次员工持股计划情况

	股份来源	持股数量	成交均价
2015年	定增	390万	29.68元/股（16.43元/股，复权）
2016年	回购	505万	31.00元/股

财务分析

自上市以来迪安诊断一直表现出稳定的高增长趋势，收入和净利润增速基本保持在 40%以上，五年的复合增长率均达 52%左右。2016 年度由于积极通过合资共建和并购等手段实现快速扩张，因此收入实现同比翻番，归母净利润也有超过 50%的增长。鉴于年内公司将完成全国化布点，并继续完成二级区域检验中心，且旗下大半的实验室已度过前期亏损阶段开始贡献盈利。

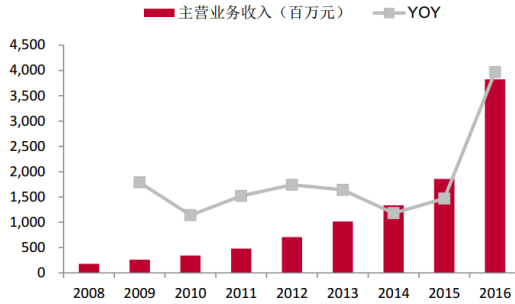
公司业务主要分为四个板块：**体外诊断产品、医学诊断服务、健康体检和冷链物流**，健康体检和冷链物流均处于培育期。从公司业务构成来看，2015 年诊断服务收入占比约 58%，2016 年诊断产品收入占比迅速上升的 62%，主要原因在于连锁化实验室仍处于扩张期，大多实验室运营时间较短，而 2015-2016 年公司在渠道整合的过程中，战略投资了多家 IVD 代理商（包括罗氏等在其他省份的经销商），并表收入使得产品收入占比迅速上升，但是从毛利部分来看，服务仍是利润的主要来源。预计产品收入占比高于服务收入的情况中期仍将持续，但是随着省级/区域检验中心布局完善并陆续开始盈利，服务将是公司增长更快的业务，成为利润的主要贡献者。

主营业务保持持续性增长

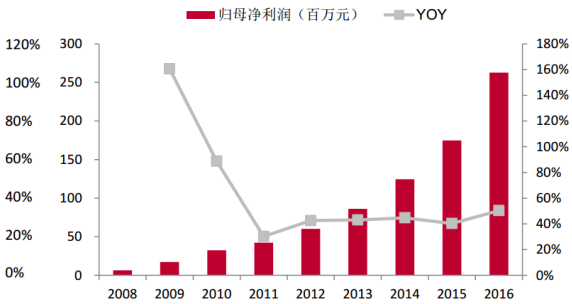
收入利润持续保持 30-40%高增长，**短期整合渠道商有贡献**。从公司近年来收入和利润的增长情况来看，公司收入端一直保持 30%以上增长，2016 年翻倍增长（106%）主要是因为公司在 2016 年新增了 5 家经销商并表，同时 2015 年

下半年并表的两家经销商在 2016 年也实现了全年并表。经销商并表业务主要是 IVD 产品代理，毛利率低于诊断服务（代理产品毛利率平均在 20%左右，诊断服务毛利率在 40%以上），因此虽然经销商并表带来收入大幅增长，但公司整体毛利率小幅下降。长期来看，随着服务占比提高，公司整体毛利率有望缓慢回升。

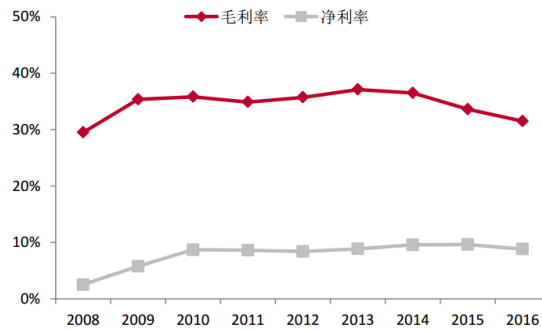
上市以来营收实现持续增长



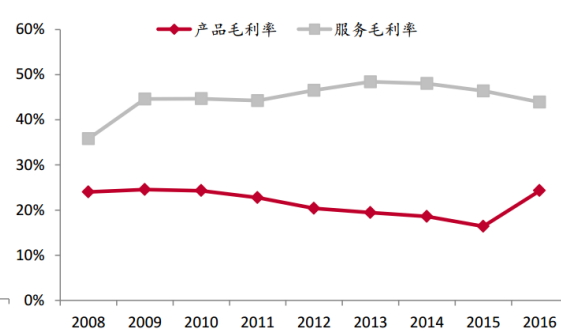
公司净利润增速保持在 40%左右



公司服务毛利率高于产品毛利率



迪安诊断利润率变化情况



行业态势

我国独立医学检验起步较晚，仍处发展初期

独立医学实验室（Independent Clinical Laboratory, ICL）为独立于医院体系之外的临床检验医学机构，可以满足医院无法提供的检测项目和检验数量需求，同时通过规模化降低检验成本、提高检测质量，最早于 20 世纪 30 年代在美国兴起，但由于体制和政策原因在我国直到上世纪 90 年代才有医学检验外包实验室出现，2004-2005 年陆续成立了多家独立医学实验室并向连锁化发展。

和其他商业化运营的企业相比，第三方实验室必须具有医疗机构执业许可的资质，还需遵照 ISO15189 标准纳入当地医疗质量控制体系进行管控，因此前期政策壁垒较高。2005 年独立医学检验机构出现在市场中时尚无明确行业规范，2009 年卫生部颁布《医学检验所基本标准（试行）》，首次将独立医学检验机构添加到医疗机构分类中，并对人员、设施设备、资金等条件做了初步规定，独立医学实验室才步入正轨。2016 年 12 月，卫计委发布了《医学检验实验室基本标准（试行）》和《医学检验实验室管理规范（试行）》，强调了设路医学检验实

实验室等医疗机构对于实现区域医疗资源共享、提升基层医疗机构服务能力、推进分级诊疗的重要作用，并鼓励医学检验实验室和其他医疗机构建立协作关系，由医学检验实验室为基层医疗卫生机构等提供检查检验服务，连锁化、规范化的政策导向将使已成规模的大型连锁实验室受益而快速扩大规模。

我国目前的医学检验市场还主要在医院中，以医疗机构临床检验的 1,462 项普检为主，新增的新型检验业务市场仍待发掘。2015 年公立医院检查费用总额 2,232 亿元，约占医院总收入的 10.7%，以此占比估算医院端检验总收入约为 2,450 亿，加上基层医疗机构和独立医学检验机构的检验收入，我国医学检验市场规模约为 **2,000 多亿元**。而独立医学检验机构的收入规模目前不到百亿，仅占检验市场的 3%左右。反观国外成熟市场，美国独立实验室的市场占比为 35-40%；欧洲的独立实验室市场份额达 60%；而在日本已达到 67%，国内市场还处于发展前期，**仅存量市场就具有巨大增长空间**。

由于行业内竞争有变大趋势，新建实验室的盈亏平衡点提高到 3,000 万左右，投资回收期更长，新实验室的进入壁垒变高。同时区域内检验业务集中外包流向有渠道资源和规模化大型检验中心的趋势变强，因此对于已通过战略合作伙伴掌握优质渠道且已进行区域资源集约化管理的迪安来说，发展优势更为明显。

分级诊疗落地实施有望带来检验外包率提高

2015 年国务院和国家卫计委分别发布《国务院办公厅关于推进分级诊疗制度建设的指导意见》和《关于推进分级诊疗试点工作的通知》，要求到 2017 年，分级诊疗政策体系逐步完善，2020 年，基本建立符合国情的分级诊疗制度。追溯来说，1997 年中共中央和国务院首提**双向转诊**制度，20 年来分别从基药基层运行、社区服务、村医签约和养老、慢病诊治等方面为 2015 年分级诊疗政策明确提出作铺垫，2013 年开始进入分级诊疗相关政策的密集发布期。**分级诊疗实施后检验科对第三方检测服务的需求将上升**。

随着国家分级诊疗政策的全力推进以及**医保控费压力由药端不断延伸至服务端**，未来**医疗诊断服务区域的集中和外包将是大势所趋**。迪安在完成一级省会实验室的网点覆盖之后，加快对地级市的二级实验室中心的纵向布局的深入建设。**迪安已经开始将资源下沉，布局基层医疗市场**。现在二级以下的医疗机构已占总客户数的六成以上，公司计划在三年内完成对二级实验中心的建设布局。

我国分级诊疗政策中明确把整合区域优势医疗资源，进而向辖区内基层卫生医疗机构和慢病医疗机构开放作为重点工作之一。对于基层医疗机构而言，基层首诊催生了大量检验检测需求，但绝大多数的基层医疗机构设备和资源有限，没有能力满足检测项目的数量和质量要求，只能集中向三甲医院及第三方检测中心输出。而对于三甲等大型医院来说，控费压力增大，大型检测检验设备的购路费

用及人员成本又极高，检验服务外包给第三方医学实验室的动力会越来越强。迪安可以满足医院在集中采购平台、远程诊断技术的支持、样本库的管理和分析、标本及药品的运输和仓储等各个方面的需求，作为规模化、前期服务网络布局完善的大型连锁实验室有望在时代趋势推动下获得崛起发展的机会。

渠道融合完善产业链，获取优质渠道资源

公司抢先渗透优质渠道资源，参与服务和产品的资源共享和利益分配体系，扩充客户资源的同时也加强了公司在一体化解决方案服务方面的综合竞争力。并且通过上游技术研发、精准医疗项目推广、生物样本管理、以及供应链上冷链物流等环节的加强，完善医学诊断的全产业链布局。

迪安奉行“产品+服务”的一体化营销模式，医疗诊断服务和体外诊断产品同步发展，现代理产品覆盖国内外的主流品牌，在 8 个省份展开代理经销业务。为应对医药流通领域的政策变化，顺应行业整合的大趋势，公司提出通过整合渠道的战略，实施整合式营销的竞争策略，提高公司的可持续发展能力，实现向综合解决方案提供商的转型。

公司采取和具有优势渠道资源和优秀经营团队的产品经销企业合作共建实验室的方式，一方面快速扩张，更重要的是通过共享资源带动产品和实验室业务的协同发展。自 2015 年下半年开始，公司先后与 9 家渠道商展开战略合作，与战略合作伙伴双向分享各自优势与成长红利。其中浙江和云南地区已经通过试点完成了产品经销和检验服务中心的融合。合作共建中，通过让合作伙伴参与新建中心实验室或检验中心的建设，提升收益及综合实力。同时公司在选取并购标的时均选择当地具有丰富代理产品线和优质经销渠道、已在当地市场具有相当话语权，有较强盈利能力的渠道商，当期即可大幅增厚公司利润。

近期重要事件

第二期员工持股计划（草案）落地

公司公告第二期员工持股计划（草案）：参加对象为公司及其控股公司核心管理及骨干员工，总人数不超过 50 人，筹资总额不超过 1.57 亿元，股票来源为已回购股份（回购均价 31 元/股，回购股份 505 万股），标的股票过户到员工持股计划的价格不低于 25 元/股，标的锁定期 12 个月。

员工持股计划涵盖各区总经理，助力公司产品代理与服务深度整合。2015-2016 年，公司加速渠道整合收购，完成北京执信、云南盛时等 7 家渠道商的并购，率先完成对全国各地渠道商的布局，目前处于深度整合阶段。此次员工持股计划涵盖了各大区总经理及各地渠道代理商，深度绑定公司及核心员工的利益，通过各地产品代理+服务子公司的统一管理，实现产品与与检验中心的完

全融合,全力推行产品+服务一体化模式。目前,公司的独立实验室个数达 31 家,半数处于拓展阶段,产品代理与服务的高度融合为新增实验室的盈利能力提供保证。

研发总监参与员工持股计划,推动公司模式创新到技术创新。公司**研发总监任绪义**参与此次员工持股计划(份额 4.95%),为公司后续检测项目的扩增及技术平台的升级奠定人才基础。目前公司的检测项目达 2000 项,尚有巨大的提升空间(国外大型 ICL 检测项目在 4500 项左右)随着公司技术平台的逐步完善,更多的特检项目将通过公司的渠道资源向全国铺开,为公司的长期盈利能力提供保证。

总结

目前基因检测行业公司众多,主要提供科技服务、医疗服务、仪器耗材三种产品形式,商业模式有第三方服务和医院整体合作,在临床上主要应用生育诊断、遗传病筛查、肿瘤检测等。其中,医院整体合作包括医院外包合作(要求公司必须具有医学检验所资质)、医院购买仪器试剂(公司产品必须有注册证)和医院共建实验室。鉴于医院在中国医疗产业链上强势地位不容置疑,医院整体合作模式是优选。由于医疗的技术在不断发展创新,医院很难将创新技术快速纳入临床,在这个时间空档,第三方服务有生长空间。

第三方医学检验行业受益于分级诊疗推行和医院控费压力以及政策利好快速成长,目前国内独立医学实验室市场份额仅占市场总量的 3%左右,远低于欧美 35%以上的渗透率,集中度也远低于发达国家。公司作为医学检验服务细分领域标杆企业,通过和渠道商的强强联合以及全国化布局占领市场,所具有的最明显的优势是**渠道优势**以及**规模化优势**。随着自有实验室进入利润贡献期,区域检验中心建设愈成规模,预期未来 3-5 年公司仍可保持较快速增长的势头。

但是随之而来的公司的风险点在于,检测质量控制风险(公司的研发技术创新能力并不属于一流,公司发展的核心竞争力不在此);并购整合的管理风险;以及技术人才流失的风险(研发总监参与此次员工持股有助于防范这一风险)。



从 P/E 估值来看，受 7 月 1 号控股股东减持影响，股价持续回落调整，目前静态市盈率处于历史水平中的偏低位置。依据以上分析，认为迪安诊断的渠道优势的竞争力短期不会被很快颠覆，反而在不断加强。公司自身质地和所处行业的成长性也有助于看好其后续几年高速增长的持续性。控股股东减持影响到目前为止也已消化不少，再往后看，这肯定不是核心考量因素。因此认为，迪安诊断目前处于估值合理和具有布局性价比的区域。