

增持 维持

迪安诊断 (300244)

2015 年 1 月 9 日

非公开发行获通过，强强联合收购博圣生物

医药行业核心分析师：余文心

SAC 执业证书编号：S0850513110005

邮箱：ywx9461@htsec.com

电话：0755-82780398

2014 年 10 月 10 日收盘价：43.93 元（停牌至 2015 年 1 月 8 日）

6 个月目标价：52 元

公司公告非公开发行获证监会通过，拟发行 2600 万股，募资 10 亿元补充流动资金，价格 38.69 元/股，发行对象为董事长陈海斌（1500 万股）、迪安控股（500 万股）、迪安员工共赢 1 号（300 万股）、优质增发资产管理计划（300 万股）。发行完成后董事长直接间接持股比例从 37.64% 上升到 42.05%。

同时公告了 8000 万增资、1.53 亿收购博圣生物 25% 股权，另外公告了拟以 1.2 亿增资、2.25 亿收购股权，若完成共计持有 55% 博圣股权，同时对方承诺 2015 年净利润不低于 9100 万、2016 年不低于 1.183 亿、2017 年不低于 1.538 亿。该并购是目前医药行业并购中为数不多的质量高的强强联合并购，协同效应明显，我们看好其发展。

- (1) 博圣生物细分领域实力强大，是为优质并购标的。**博圣生物技术好、资源丰富，产业地位高，是国内最早也是服务群体最大的出生缺陷干预一体化解决方案提供商，最早把免疫学筛查技术、高通量基因芯片技术和二代基因测序技术引入中国临床出生缺陷防控应用的公司，现已成为多家跨国公司和权威医疗机构重要的和值得信赖的合作伙伴。公司拥有强大的妇幼保健系统产业资源、医疗机构客户资源，为浙江、江苏、山东、福建、安徽、湖南等六省范围内的主要产前筛查中心、产前诊断中心和新生儿遗传代谢病筛查中心等提供多样性筛查、诊断技术平台、项目信息化管理以及科研服务等，为 200 余家主要以三级医院为主的妇幼保健医疗机构开展出生缺陷综合防治提供全方位支持，累计受益人群超过 3000 万，在业内享有较高的市场影响力。
- (2) 所处细分行业潜力大且高速增长。**我国过去 10 年间每年新出生人口基本稳定在 1600-1800 万，单独二胎政策出台后预计未来 5 年将新增出生人口 100-150 万。目前全国传统血清学筛查率仅为 22-25% 左右，产前诊断能力严重不足，新生儿遗传代谢病筛查以常规 4 种疾病为主，覆盖水平低，平均每个出生人口用于出生缺陷干预的费用不足百元，同发达国家的投入水平差异巨大，同时国内的婚前和孕前筛查市场仍是空白。未来五年，以高通量测序、基因芯片和串联质谱为主的高、新技术平台的迅速推广将大大提升筛查和诊断的效率与准确性，大幅降低出生缺陷患儿的发生率；同时全国范围的产前筛查率和新生儿筛查率也将大幅提高；以遗传风险检测和流产组织物鉴定为代表的婚前与孕前筛查手段将进一步得到普及，尽早预知出生缺陷风险。保守估计，婚前及孕前筛查、产前筛查及产前诊断市场在未来 5 年具备发展成百亿级市场的潜力，新生儿遗传代谢病筛查的市场容量在未来 5 年也将超 20 亿元，市场发展潜力巨大。
- (3) 强强联合，协同效应显著。**第一，迪安诊断的独立医学实验室业务模式将与博圣生物的医疗机构大客户业务模式进行互补完善，根据不同客户的多样化需求，在优生遗传领域打造“产品+服务”一体化的具有核心竞争力的商业模式。第二，迪安诊断目前拥有全国妇幼系统医疗机构客户近 2000 家，以二级及以下医疗机构为主；博圣生物拥有妇幼系统医疗机构客户 200 余家，大部分是三级医疗机构，双方的客户资源完全互补、可融合。若能有效地整合双方的市场客户资源，实现优生遗传检测项目在业务覆盖区域中各层级医疗机构的全面推广，以此扩大该区域市场占有率。

(4) 2014 年 1-9 月收入为 2.07 亿，利润为 4746 万，并签订了 14 年净利润不低于 7000 万、15 年净利润不低于 9100 万、16 年不低于 1.183 亿、2017 年不低于 1.538 亿的补偿协议。

公司同时公告了员工持股计划，此前公告出资 7250 万与复星集团及其他合作方共同设立复星联合健康保险股份有限公司，总投资额 5 亿元，为在商业保险端布局，将打造诊断服务+健康管理+健康保险的三大平台。

公司业务创新能力强，围绕诊断检验平台，不断拓展新业务——检验科托管作为一种新业务模式，有可复制性：检验服务外包的创新业务模式——检验科托管，符合行业趋势，也发挥了公司的优势。**1) 检验科托管符合行业趋势：**二级及基层医院的快速发展是趋势，原有检验科同样需要升级，医院在保证利润的前提下，有动力借助第三方检验中心提升自身诊断检验水平，同时可以提升诊疗水平；**2) 这一模式发挥公司优势：**公司借助这一模式，和医院合作关系更为牢固，医院外包比例会快速提升，且可以获得更多市场份额，公司检验中心的规模效应会更明显；我们认为这一创新业务模式意义很大，顺应行业发展，可以更好的发挥公司检验服务外包业务的优势，可复制，可做大。

业绩持续快速增长，高增长随时间可化解高估值：公司 2011 年 7 月 19 日上市以来，业务模式从市场不认识到目前大范围认同，一直优秀的业绩表现和业务拓展能力也让市场认同公司管理层的能力。我们认为，在公司目前业务发展势头、布局继续的基本面情况下，快速增长可以持续，持续的高增长可以化解高估值。

盈利预测与投资建议：大行业、小公司，公司所处检验服务外包行业在国内正处于快速发展期，加上公司的业务创新能力强，围绕诊断检验的平台不断拓展新的优生遗传服务、检验科外包、CRO 中心实验室等，看好持续发展能力，是一个可以长大的好公司。不考虑增发及并表我们预计 14-16 年 EPS 分别为 0.60、0.83、1.09 元，停牌前股价 43.93 元，对应 PE74、53、40 倍。考虑增发摊薄及假设博圣生物 55% 股权的并表，我们保守预计 15-16 年 EPS 为 0.97、1.30 元，对应 15-16 年 PE 为 45、34 倍。鉴于公司处于成长上升期，行业发展空间很大，自身发展能力强，可以给予估值溢价，持续的高成长可以化解高估值，我们给予 16 年 40 倍 PE，对应目标价 52 元。

主要不确定因素。新业务拓展的进展具有不确定性；新布局实验室盈利时间具有不确定性。

表 1 迪安诊断利润表预测（百万元）

利润表（百万元）	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1015	1450	2029	2765
营业成本	639	924	1287	1751
营业利润	108	153	213	279
营业费用	116	160	223	318
管理费用	150	212	304	415
利润总额	112	156	213	279
EBIT	106	151	211	275
折旧摊销	29	20	25	30
EBITDA	134	172	236	306
投资收益	(1)	0	0	0
营业外收支净额	3	3	0	0
所得税	22	30	38	50
少数股东损益	4	4	4	4
归属于母公司的净利润	86	123	171	225
基本每股收益（元）	0.42	0.60	0.83	1.09

资料来源：WIND，公司 2013 年年报，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

医药行业：余文心

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：迪安诊断、东阿阿胶、复星医药、国药一致、瑞康医药、上海医药、国药股份、双鹭药业、长春高新、通化东宝、智飞生物、天坛生物、达安基因、嘉事堂等

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。