

迪安诊断技术集团股份有限公司

及其发行的 16 迪安 01

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2018)100108】

评级对象: 迪安诊断技术集团股份有限公司
及其发行的 16 迪安 01

16 迪安 01

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AA/稳定/AA/2018 年 5 月 31 日

前次跟踪: AA/稳定/AA/2017 年 5 月 26 日

首次评级: AA/稳定/AA/2016 年 5 月 25 日

主要财务数据及指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	0.26	0.57	1.18	0.07
刚性债务	2.72	13.22	23.91	24.52
所有者权益	6.71	16.94	18.55	19.01
经营性现金净流入量	0.15	-0.22	0.55	-1.64
合并口径数据及指标:				
总资产	22.92	57.18	73.90	73.03
总负债	12.33	31.72	44.43	43.20
刚性债务	6.52	17.55	31.98	31.99
所有者权益	10.59	25.46	29.47	29.83
营业收入	18.58	38.24	50.04	12.09
净利润	1.79	3.38	4.64	0.88
经营性现金净流入量	1.31	1.32	0.39	-2.96
EBITDA	2.84	5.51	8.97	—
资产负债率[%]	53.81	55.47	60.12	59.16
权益资本与刚性债务 比率[%]	162.50	145.09	92.14	93.24
流动比率[%]	100.28	136.90	143.54	140.64
现金比率[%]	20.68	29.73	31.43	11.31
利息保障倍数[倍]	11.09	12.72	6.58	—
净资产收益率[%]	20.31	18.75	16.90	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	17.04	8.76	1.78	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-72.38	-78.14	-28.34	—
EBITDA/利息支出[倍]	13.63	14.88	7.95	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.73	0.46	0.36	—

注: 根据迪安诊断经审计的 2015~2017 年及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

贾飞宇 jfy@shxsj.com
王婷亚 wty@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对迪安诊断技术集团股份有限公司(简称迪安诊断、发行人、该公司或公司)及其发行的 16 迪安 01 的跟踪评级反映了 2017 年以来迪安诊断在外部环境、经营业绩及融资渠道等方面所取得的积极变化,同时也反映了公司在行业竞争、即期债务偿付、应收账款回款及资金运营、商誉减值及内部管理、质量控制以及实际控制人股权质押等方面继续面临压力。

主要优势:

- **良好的外部环境。**在国内经济持续增长,同时人口老龄化趋势加剧的大环境下,体外诊断市场需求大幅增加;现阶段国家对医疗领域的投入和政策支持力度加大,迪安诊断所处的外部环境良好。
- **经营业绩保持增长。**跟踪期内,迪安诊断体外诊断一体化服务持续发展,并购事项的持续推进使得公司经营业绩得到提升,营业收入保持较快增长,盈利能力进一步提升。
- **融资渠道较通畅。**迪安诊断为上市公司,融资渠道较为畅通,且公司银行授信较为充足,后续仍有较大的融资空间。

主要风险:

- **诊断产品领域竞争压力较大。**目前我国体外诊断产品行业集中度低,市场竞争程度有所加剧,迪安诊断的诊断产品代理业务面临了一定的竞争压力。
- **即期债务偿付压力。**跟踪期内,迪安诊断刚性债务规模大幅增长,目前公司货币资金存量不足,且经营活动现金流持续弱化,面临一定的即期债务偿付压力。
- **应收账款回收风险及资金运营风险。**随着业务

规模的扩大及合并范围的增加，迪安诊断应收账款规模持续扩大，对公司形成资金占用。同时，公司所储备的存货规模增加，资产周转效率持续下降，公司面临一定的资金运营压力、应收账款回收风险及流动性风险。

- **并购导致的商誉减值及内部管理压力。**迪安诊断近年来投资规模较大，目前已累积了较大规模的商誉，且被并购企业未达业绩承诺，导致商誉计提减值。此外由于合并范围扩大，公司面临的管控压力加大。
- **质量控制风险。**诊断服务外包的质量是影响迪安诊断业务承接的重要因素，公司将持续面临质量控制风险。
- **实际控制人股权质押风险。**迪安诊断实际控制人陈海斌质押其所持公司股份比例较高，主要用于融资需求。截至 2018 年 3 月末，陈海斌已累计质押其所持有公司股份 1.21 亿股，占其持有公司股份的 57.89%，占公司总股本的 21.90%。证券市场波动可能会影响公司的股权结构稳定性。

评级关注

- **非公开发行股票事项获受理。**迪安诊断作为上市公司，从资本市场补充资金的能力较强，目前公司非公开发行股票事项已获中国证监会受理，若未来发行成功将进一步提升公司资本实力。关注后续进展情况。
- **权益资本稳定性。**迪安诊断所有者权益中未分配利润占比较大，需关注公司权益资本稳定性。

未来展望

通过对迪安诊断及其发行的 16 迪安 01 主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述公司债还本付息安全性高，并维持 16 迪安 01 债项信用等级 AA。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



迪安诊断技术集团股份有限公司

及其发行的 16 迪安 01

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照浙江迪安诊断技术股份有限公司¹2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）（简称“16 迪安 01”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据迪安诊断提供的经审计的 2017 年财务报表、未经审计的 2018 年第一季度财务报表及相关经营数据，对迪安诊断的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

该公司过往发行的债务融资工具情况如图表 1 所示。

图表 1. 公司过往发行的债务融资工具情况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (年)	发行利率 (%)	发行时间	本息兑付情况
16 迪安 01	8.00	5 (3+2)	3.25	2016 年 9 月	未到期，正常支付利息
17 迪安诊断 MTN001	4.00	3	5.80	2017 年 7 月	未到期，尚未开始付息

资料来源：Wind

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。随着我国对外开放范围和层次的不拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落

¹ 2017 年 9 月，根据该公司第三届董事会第六次会议审议通过公司《关于变更公司名称、注册地址及修改<公司章程>的议案》，公司名称由“浙江迪安诊断技术股份有限公司”变为“迪安诊断技术集团股份有限公司”，并已完成工商变更登记，取得了浙江省工商行政管理局换发的《企业法人营业执照》。

实，我国经济有望长期保持中高速增长态势。

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现依然强劲，美联储换届后年内首次加息、缩表规模按期扩大，税改计划落地，特朗普的关税政策将加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场仍存在泡沫风险；欧盟经济复苏势头向好，通胀改善相对滞后，以意大利大选为代表的内部政治风险不容忽视，欧洲央行量化宽松规模减半，将继美联储之后第二个退出量化宽松；日本经济温和复苏，通胀回升有所加快，而增长基础仍不稳固，超宽松货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上要略弱于主要发达经济体；印度经济仍保持中高速增长，前期的增速放缓态势在“废钞令”影响褪去及税务改革积极作用逐步显现后得到扭转；俄罗斯经济在原油价格上涨带动下复苏向好，巴西经济已进入复苏，两国央行均降息一次以刺激经济；南非经济仍低速增长，新任总统对经济改革的促进作用有待观察。

2018 年一季度我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民收入增长与经济增长基本同步，消费稳定增长，消费升级需求持续释放、消费新业态快速发展的态势不变；房地产投资带动的固定资产投资回升，在基建投资增速回落、制造业投资未改善情况下可持续性不强，而经济提质增效下的投资结构优化趋势不变；进出口增长强劲，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业企业生产增长加快，产业结构升级，产能过剩行业经营效益提升明显，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。房地产的调控政策持续、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

在经济稳中向好、财政增收有基础条件下，我国积极财政政策取向不变，赤字率下调，财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险持续，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。货币政策维持稳健中性，更加注重结构性引导，公开市场操作利率上调，流动性管理的灵活性和有效性提升；作为双支柱调控框架之一的宏观审慎政策不断健全完善，金融监管更加深化、细化，能够有效应对系统性金融风险。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动明显增强。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，以“一带一路”建设为依托，我国的对外开放范围和层次不断拓展，开放型经济新体制逐步健全同时对

全球经济发展的促进作用不断增强。人民币作为全球储备货币，人民币资产的国际配置需求不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化和金融业双向开放不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018 年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性及国内防范金融风险 and 去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性因素的冲击性风险。

该公司处于体外诊断产品流通与服务行业，与人类生命健康关系密切的行业，需求刚性较强，因此行业周期性特征不明显，经济波动对行业的影响不明显，行业抗风险能力较强。公司主要向各类医学实验室提供体外诊断服务与体外诊断产品的整体解决方案，业务运营易受到体外诊断行业的发展情况、上游供应商生产营销政策、下游市场需求、相关产业政策及行业竞争程度等因素的影响。

(2) 行业因素

我国目前体外诊断市场发展程度不高，人均体外诊断支出水平普遍较低；但随着我国经济的持续发展，人民收入水平不断提高，同时人口老龄化带来的市场需求持续扩大，市场发展空间较广阔。

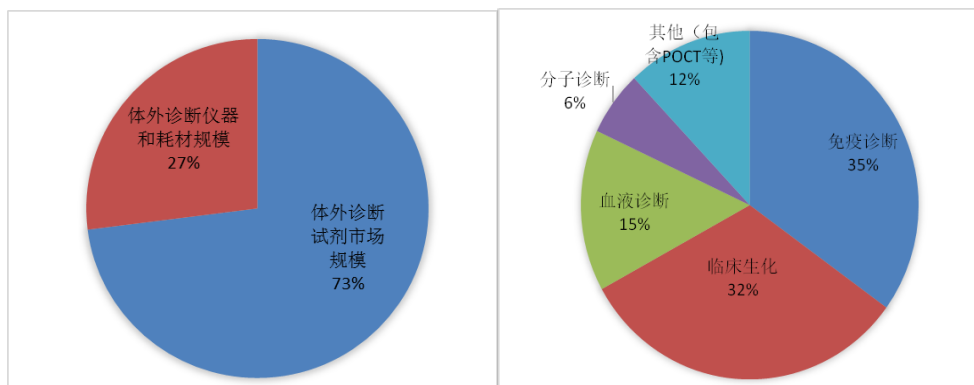
A. 行业概况

体外诊断，即 IVD (In Vitro Diagnosis)，是指在人体之外，通过对人体血液、体液、组织等样本进行检测，从而判断疾病或机体功能的诊断方法，可提供大部分临床诊断的决策信息，是人类疾病预防、诊断、治疗的重要组成部分。其产品按使用类型可分为检测仪器、试剂和耗材等；按检测原理和方法可分为生化诊断、免疫诊断、分子诊断、血液学诊断和即时检验 (POCT) 等。

体外诊断仪器的使用寿命一般超过 5 年，而试剂是一次性消耗品，因此在整个体外诊断市场中，试剂占绝大部分市场份额。我国体外诊断行业 2017 年渠道端市场口径超过 1200 亿，行业增速 10%-15%，远高于国际水平。根据中国医药工业信息中心发布的《中国健康产业蓝皮书(2016)》，2016 年我国 IVD 产品市场规模约为 430 亿元，其中诊断试剂市场规模约为 310 亿元，占体外诊断市场规模的 73%。从检测原理方法来看，由于我国技术基础较薄弱，因此技术门槛相对较低的生化诊断和免疫诊断产品目前市场份额较大，合计占比约

60%。

图表 2. 我国体外诊断产品及诊断试剂市场细分占比情况

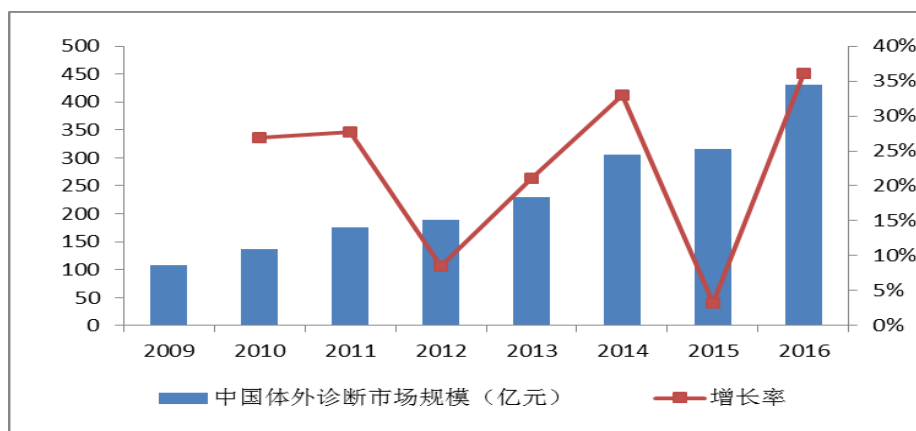


资料来源：Kalorama Information 、工信部 IVD 市场蓝皮书

体外诊断市场规模与一国人口基数、人均医疗支出、医疗保障水平、医疗技术及服务水平等因素息息相关。从世界体外诊断市场的分布情况看，发达国家收入及保障水平高于发展中国家，是全球主要的体外诊断市场，其中美国、西欧和日本为全球前三大体外诊断市场，市场份额分别为 41%、25%、9%，这些发达国家市场相对成熟，发展较为平稳，预计未来年均增速在 2%~3%；虽然我国为世界上人口最多的国家，但我国体外诊断市场仅占全球市场不足 7%，目前中国、印度等发展中国家人均体外诊断支出水平仍较低，随着经济生活水平提高，体外诊断处于较快发展阶段，预计市场需求年均增速约为 10%，是全球体外诊断市场发展的主要推动力。

我国体外诊断行业起步较晚，近年来增长较快。历经数年发展，市场规模已由 2009 年的 108 亿元增长至 2016 年的 430 亿元，年复合增长率为 21.82%。其中，诊疗需求增加、常见慢性疾病（如糖尿病等）的诊断普及和疾病筛查的推广是国内体外诊断市场增长的主要动力。

图表 3. 2009 年以来中国体外诊断市场发展情况²



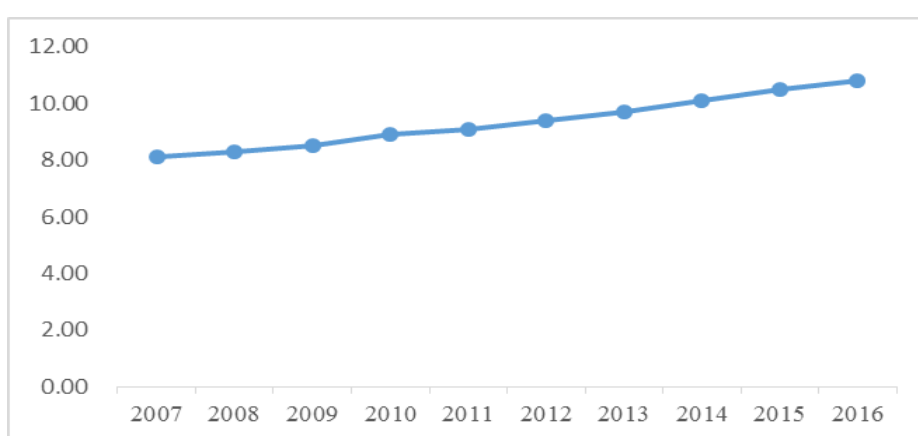
资料来源：中国医药工业信息中心、东兴证券研究所

² 2015 年体外诊断市场规模数据来自于东兴证券研究所。

体外诊断产品代理客户主要包括各种医疗机构、第三方检测中心、国家公共卫生检测中心及个人等。其中医疗机构占据 90% 的市场份额，包括各类医院、社区医疗服务中心、乡镇卫生院和体检中心等，其中医院是我国体外检测产品的主要需求市场。

人口老龄化是推动医疗卫生需求增长的主要动力之一。相关卫生数据表明，65 岁以上老人两周患病率高达 39%，是 25~34 岁年龄段的 4 倍。根据《中国人口老龄化发展趋势预测研究报告》指出，中国是世界上老年人口最多的国家，约占全球老年人口总量的五分之一。从 2001~2020 年是快速老龄化阶段，我国已经进入老龄化社会，截至 2016 年末 65 岁人口已达 1.50 亿，占总人口比例的 10.8%。

图表 4. 近年来我国 65 岁以上老人占总人口的比例（单位：%）



资料来源：Wind 资讯

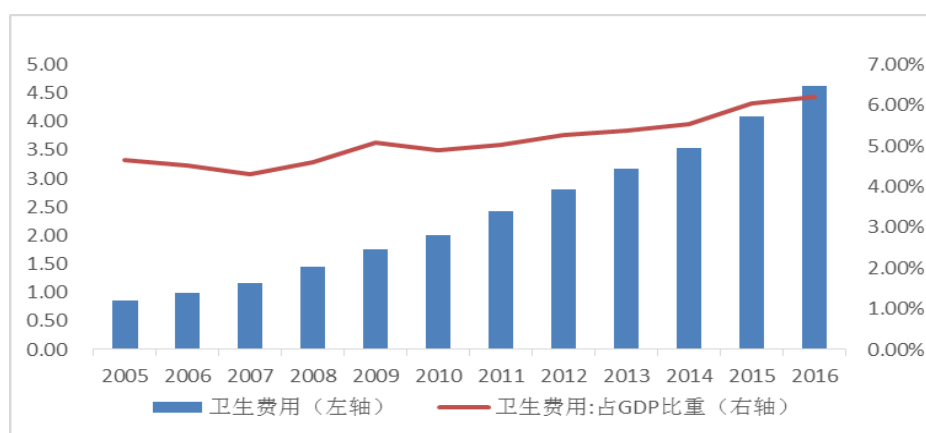
近年来，随着人口老龄化、消费升级以及新医改带来的支付能力持续提升，医疗服务行业延续了长期稳定增长的发展态势。根据国家卫生和计划生育委员会发布的全国医疗服务情况统计，2017 年 1~11 月我国医疗卫生机构总诊疗人次达 73.0 亿人次，同比提高 3.0%。其中，医院 30.7 亿人次，同比提高 5.7%；基层医疗卫生机构 39.7 亿人次，同比提高 0.8%；其他机构 2.7 亿人次。分医疗机构看，医院中公立医院 26.5 亿人次，同比提高 4.2%；民营医院 4.2 亿人次，同比提高 17.0%。基层医疗卫生机构中社区卫生服务中心（站）6.5 亿人次，同比提高 6.3%；乡镇卫生院 9.3 亿人次，同比提高 1.1%；村卫生室诊疗人次 17.0 亿人次。

近年来，政府不断加大对医疗卫生领域的资金投入，体外诊断市场面临了较好的外部发展机遇。

医疗保健消费作为人们的基本需求，具有明显的刚性需求特征，且往往随着居民收入的增长优先得到满足，政府也高度重视卫生事业的发展，逐年加大对卫生事业的财政投入，医疗服务行业发展迅速。2007 年，我国卫生总费用首次突破万亿元，达到 11,289.5 亿元。根据国家卫生计生委公布的《2016 年我国卫生和计划生育事业发展统计公报》，据初步核算，2016 年我国卫生总费用

达 46,344.9 亿元，人均卫生总费用为 3,351.7 元，卫生总费用占 GDP 百分比为 6.2%。

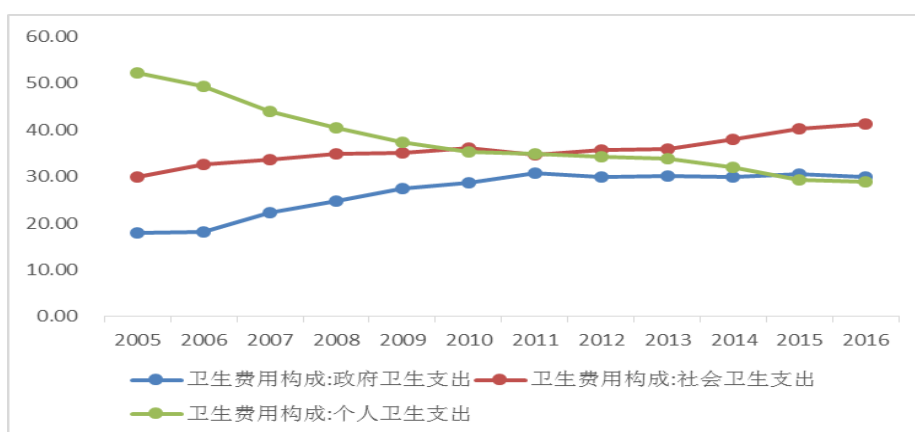
图表 5. 中国卫生总费用情况（单位：万亿元、%）



资料来源：Wind 资讯

国家卫生费用支出由政府卫生支出、社会卫生支出和个人卫生支出三部分组成，近年来随着我国政府加大了投入力度，政府支出占卫生总费用的比例逐年提升，个人支出比例逐年下降。2005 年，我国卫生总费用中个人卫生支出比重高达 52.5%，政府预算卫生支出和社会卫生支出分别仅占 17.9%和 29.9%。到了 2016 年个人卫生支出的比重下降到 28.8%，政府预算和社会卫生支出的比重分别提高到 30.0%和 41.2%。

图表 6. 中国卫生费用结构变化情况（单位：%）



资料来源：Wind 资讯

B. 政策环境

近年来，我国陆续出台一系列法律法规和产业政策，规范和扶持体外诊断产业发展。随着国家对医疗行业，生物技术产业化发展的重视，体外诊断将在国内产业升级中获得高速发展的契机。此外，随着新医改的推行、严控药占比的推进、分级诊疗制度及两票制的推广，体外诊断行业有望在中短期受益。总体看，政府近期推出的一系列医疗改革的相关政策和通知，为体外诊断行业提供了良好的发展环境。

图表 7. 体外诊断行业主要产业政策、法规等

政策	时间	机构	主要内容
《国家发展改革委关于实施新兴产业重大工程包的通知》	2015 年	发改委	重点发展基因检测等新型医疗技术，快速推进基因检测临床应用以及基因检测仪器试剂的国产化。
《关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》	2015 年	国务院	提出到 2017 年试点城市公立医院药占比（不含中药饮片）总体降到 30%左右。在国家管控药占比的大前提下，检验科收入成为医院盈利的新锐力量。
《关于推进分级诊疗制度建设的指导意见》	2015 年	国务院	不同级别的医疗机构承担不同疾病的治疗，实现基层首诊和双向转诊，有利于基层医疗体系的完善、实现下游扩容。
《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》	2016 年	国务院	加速发展体外诊断仪器、设备、试剂等新产品，推动高特异性分子诊断、生物芯片等新技术发展，支撑肿瘤、遗传疾病及罕见病等体外快速准确诊断筛查，“发展专业化诊疗机构，培育符合规范的液体活检、基因诊断等新型技术诊疗服务机构”，“推动医学检验检测、影像诊断等服务专业化发展”。
《国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》	2016 年	国务院	深化医药卫生体制改革，坚持预防为主方针，建立健全基本医疗卫生制度，实现人人享有基本医疗卫生服务，推广全民健身，提高人民健康水平。
《“十三五”生物产业发展规划》	2016 年	发改委	针对急性细菌感染、病毒感染等重大传染性疾病，包括外来重大传染性疾病检测需求，加速现场快速检测的体外诊断仪器、试剂和试纸的研发和产业化，“加快特异性高的分子诊断、生物芯片等新技术发展，支撑肿瘤、遗传疾病、罕见病等疾病的体外快速准确诊断筛查。完善产业链的配套建设，发展配套的高精度的检测仪器、试剂和智能诊断技术，支持第三方检测中心发展与建设。
《国家卫生和计划生育委员会颁布第 13 号令》	2017 年	卫计委	医生可选择多点执业，有利于环节基层医疗人才缺失问题，帮助提高基层医疗机构经营效率。
《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》	2017 年	国务院	推行药品购销“两票制”，综合医改试点省（区、市）和公立医院改革试点城市要率先推行“两票制”，鼓励其他地区实行“两票制”，争取到 2018 年在全国推开。

资料来源：根据公开信息整理

C. 竞争格局/态势

独立医学实验室是体外诊断行业产业链的重要环节。我国独立医学实验室行业呈现寡头垄断局面，包括该公司在内的四家体外诊断公司合计占有率超过 70%，公司的独立实验室业务在行业内处于领先地位。我国体外诊断产品流通企业规模普遍不大，行业集中度低，竞争较为激烈。目前公司通过诊断产品代理和诊断服务外包一体化的商业模式增强了自身的行业竞争力，在行业内具有较明显的规模优势。

在生物医药领域，主要承担医疗机构或其他与医学检验相关的企业或机构检验外包业务被称作“独立医学实验室”（Independent Clinical Laboratory），又称“第三方检验”，核心是规模经济，即通过规模经济降低单位成本、获取成本优势、质量优势、技术优势，从而达到多方的共赢，减少医疗费用支出，是体外诊断行业产业链的重要环节。

我国独立医学实验室起步较晚，21 世纪初才有第一家商业化独立医学实

验室。但我国独立医学实验室发展迅速，龙头企业全国中心省市布局已基本完成，行业处于快速扩张期，以跑马圈地为主，兼并收购提高行业集中度为辅。目前我国第三方医学检验市场呈寡头垄断的格局，据统计，我国独立医学实验室已近 500 家，但大部分规模较小，区域性经营，或专注于特色检验项目。该公司、金域检验、艾迪康、达安基因是实行全国连锁经营且规模较大的综合性独立医学实验室，四家公司合计超过 70% 以上的市场份额。从市场占有率看，公司目前市场份额约占 18%，行业排名第二，处于领先地位。

图表 8. 体外诊断服务行业内核心样本企业基本数据概览（单位：亿元，%）

项目	金域检验	迪安诊断	艾迪康	达安基因
市场份额	32%	18%	17%	5%
合作的医疗机构	25,000 余家	15,000 余家	10,000 余家	3,000 余家
独立实验室网点	37 家	38 家	20 家（截至 2016 年末）	8 家（截至 2016 年末）
与供应商合作战略	与罗氏、梅里埃、西门子、凯杰、雅培等公司战略合作，并成为罗氏及梅里埃建立中国大陆实验室示范基地	与罗氏、梅里埃、凯杰、欧蒙、韩国 SCL、约翰霍普金斯医学院、日本滨松战略合作，成为罗氏中国示范实验室	与罗氏、西门子、日本 SRL、梅里埃等战略合作，成为罗氏和西门子中国区示范实验室	西门子中国区示范实验室 与 DAKO 战略合作，与 Life 合作
2017 年医学检验业务收入	37.92	19.06	-	5.73

资料来源：新世纪评级根据公开资料整理。

体外诊断产品核心应用于医学实验室检验系统，病患的确诊有赖于检测结果的及时与准确，医疗机构对体外诊断产品性能稳定性以及准确性的要求较高，因此，客户对知名品牌的制造商依赖性较强。目前国内体外诊断试剂生产企业中，规模以上企业近 200 家，但年销售收入过亿的企业仅约 20 家，且规模普遍较小、品种少、集约化程度低，国内诊断试剂生产规模排名前 20 的企业市场占有率仅约 30%，进口产品独大的现象仍在持续。

我国体外诊断产品流通企业以代理经销为主，目前上市的体外诊断流通型企业主要包括润达医疗、塞力斯及合富医疗（台湾上市公司，证券代码：“4745”），但企业普遍规模不大，行业集中度低，竞争较为激烈。

图表 9. 行业内核心样本企业基本数据概览（2017 年/末，亿元，%）

核心样本企业名称		核心经营指标（产品或业务类别）			核心财务数据（合并口径）			
		营业收入	毛利率	业务主要分布地区	总资产	资产负债率	净利润	经营性净现金流
体外诊断流通企业	润达医疗	43.19	28.16	华东	71.25	61.43	2.97	-0.88
	塞力斯	9.21	33.68	湖北省、湖南省、河南省	15.69	36.04	1.07	-0.63
	迪安诊断	50.04	33.41	华东、华北	73.90	60.12	4.64	0.39
体外诊断制造企业	迈克生物	19.70	53.75	西南	35.83	27.07	4.08	0.79
	安图生物	14.00	67.49	中南、华东	21.87	22.76	4.50	4.82
	科华生物	15.94	41.31	国内地区	27.16	23.44	2.21	1.31

资料来源：新世纪评级整理。

该公司从事体外诊断产品代理和诊断服务外包业务，2017 年公司诊断产品代理业务实现收入 29.96 亿元，诊断服务外包业务实现收入 19.06 亿元，通过两块业务协同发展，公司进一步增强了自身的行业竞争力，在行业内具有较明显的规模优势。

D. 风险关注

(1) 影响检验样本状态的外部因素较多，质量控制难度较大，对诊断服务企业经营业绩存在影响；(2) 医药行业受国家政策影响较大，随着近年医药相关行业政策和监管政策的调整和优化，可能会对行业内公司的业务运营产生一定影响。(3) 该公司从事的诊断产品代理业务行业内企业普遍规模不大，行业集中度低，竞争亦较为激烈。

(3) 区域市场因素

我国体外诊断行业呈现区域竞争态势，该公司作为国内体外诊断行业的龙头企业，运输体系完备、诊断服务丰富，拥有较好的规模效应和发展机遇。

由于我国体外诊疗领域传统的营销模式更侧重于产品代理，市场竞争充分，且同质化程度高，再加上客户分散，导致经营企业数量众多，规模普遍较小，通常是区域内发展，集中度较低。行业内能够提供综合服务、具有规模优势的跨区域服务商则数量较少。此外，体外诊断行业涉及检验医学、实验统计学、机械、光学、电子信息等多种学科领域，产品集成度高、使用频率高、更新换代较快，对维护保养和技术服务要求高，需要由制造商或者有技术服务能力的服务商提供配套服务。同时，体外诊断设备不同于一般大型医疗设备，需要配套诊断试剂使用。诊断试剂品种众多，需要与标准品、质控品等众多耗材配合使用，且大多有效期较短，储存条件复杂，因医疗机构库存备货能力有限，需要服务商快速反应，及时供货，因此对仓储物流配送等要求较高。

该公司在所处行业内具备较高的市场占有率和知名度，近年来通过并购和自营等方式逐步推进业务在全国范围的布局。公司通过“产品+服务”一体化商业模式，营业收入保持较快增长。同时，公司不断延伸上下游产业链，增强公司可持续发展能力，整体而言具有较好的发展基础及空间。

2. 业务运营

跟踪期内，该公司上下游产业链逐步拓展，目前涉及的领域包括体外诊断产品代理、诊断服务外包、技术研发生产、冷链物流、司法鉴定和健康体检等，各业务之间形成的协同效应促使公司竞争实力得到提升，营业收入保持较快增长。但随着业务规模扩大，公司由此面临的销售回款风险加大。此外，公司拟对外投资规模较大，项目能否实现预期收益存在不确定性，公司面临一定的资金支出压力和投资风险。

该公司主要从事体外诊断产品代理业务和诊断服务外包业务，向医疗卫生

机构提供第三方医学诊断服务、销售医疗诊断及试剂，实行“产品+服务”的商业模式，其上游均为体外诊断产品生产商，下游均为各级医疗卫生机构。跟踪期内，公司依托全国连锁化实验室平台和诊断产品销售渠道资源，逐步拓展业务范围，目前涉及的领域还包括技术研发生产、冷链物流、司法鉴定、健康管理、CRO 中心实验室及融资租赁等。此外，公司也逐步推进合作共建新模式，即公司为医院实验室提供技术与管理输出等运营支持，包括提供检验外包服务、管理咨询服务、试剂及设备集中采购服务等，将原“服务+产品”的业务模式升级为“产品+服务+实验室运营管理”的诊断服务整体化解决方案。公司实行的多种商业模式形成相互补充，为下游各级医疗卫生机构提供相应服务。从收入构成看，公司 2017 年诊断产品代理和诊断服务外包业务收入占公司总收入的 97.96%，其他新拓展的业务整体规模尚小。

图表 10. 公司两大主业异同点

项目	项目	医学诊断服务外包	体外诊断产品代理
相同点	客户基础	医疗卫生机构	医疗卫生机构
	服务或产品用途	医疗诊断服务领域	医疗诊断服务领域
	采购和销售模式	上游均为体外诊断产品生产商、下游均为各级医疗卫生机构	上游均为体外诊断产品生产商、下游均为各级医疗卫生机构
	实验室运营管理	医院检验科/病理科	医院检验科/病理科
不同点	服务或产品	由公司完成整个医学诊断服务工作	公司提供体外诊断产品及后续技术支持、维修、保养服务等，由客户完成整个医学诊断服务工作
	提供服务或产品的主体	由公司的独立医学实验室提供	由子公司迪安基因等产品子公司提供

资料来源：迪安诊断

跟踪期内，该公司业务范围主要在华东、华北和西北地区，并通过自营、并购与合作共建方式拓展业务规模，推动全国性布局网络。影响公司业务发展的核心驱动因素主要包括运营模式、研发技术、质量控制和运营管理等。

图表 11. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围/核心客户	基础运营模式	业务的核心驱动因素
诊断产品代理及诊断服务外包	华东、华北、西北	自营+并购+合作共建	运营模式/销售渠道/研发技术/质量控制/运营管理

资料来源：迪安诊断

跟踪期内，该公司主要收购的企业中，新疆元鼎医疗器械有限公司（简称“新疆元鼎”）本期实现业绩与承诺业绩存在差异。公司以银信资产评估有限公司对新疆元鼎 2017 年末股东全部权益价值的评估结果为基础确定，根据减值测试的结果，同期末计提商誉减值 0.34 亿元³。根据补偿协议，新疆元鼎需向公司进行现金补偿 0.33 亿元，公司将在后续支付的股权收购款中相应扣

³ 该公司与新疆元鼎签订业绩承诺，2015-2017 年新疆元鼎应实现的净利润不低于 0.60 亿元、0.80 亿元和 1.00 亿元。由于新疆地区医改政策力度较大，耗材降价力度超过公司预期，因此业绩受到一定影响，2017 年新疆元鼎实现的净利润为 0.78 亿。

除。

图表 12. 公司收购企业相关业绩承诺完成情况（单位：万元）

企业名称	项目	2017 年度	2016 年度	2015 年度
北京联合执信医疗科技有限公司	承诺业绩(净利润)	7,030.00	5,408.00	4,160.00
	实际完成情况(净利润)	6,817.48	5,892.71	4,353.30
企业名称	项目	2017 年度	2016 年度	2015 年度
金华市福瑞达科技有限公司	承诺业绩(净利润)	2,000.00	1,700.00	1,500.00
	实际完成情况(净利润)	2,011.35	2,002.41	1,471.19
企业名称	项目	2018 年度	2017 年度	2016 年度
云南盛时迪安生物科技有限公司	承诺业绩(净利润)	4,400.00	3,380.00	2,600.00
	实际完成情况(净利润)	--	3,596.95	3,260.14
企业名称	项目	2017 年度	2016 年度	2015 年度
新疆元鼎医疗器械有限公司	承诺业绩(净利润)	10,000.00	8,000.00	5,600.00
	实际完成情况(净利润)	7,835.18	8,002.69	6,296.31
企业名称	项目	2018 年度	2017 年度	2016 年度
内蒙古迪安丰信医疗科技有限责任公司	承诺业绩(净利润)	5,486.00	4,500.00	3,500.00
	实际完成情况(净利润)	--	5,317.28	3,717.33
企业名称	项目	2018 年度	2017 年度	2016 年度
陕西凯弘达医疗设备有限公司	承诺业绩(净利润)	3,900.00	3,000.00	2,300.00
	实际完成情况(净利润)	--	2,890.72	2,807.79

注：北京联合执信已完成三年累计业绩承诺，不涉及补偿。陕西凯弘达尚在三年业绩承诺期内。上述均经银信资产评估有限公司进行商誉减值测试，认为上述企业经营情况良好，除新疆元鼎外尚未发现减值迹象。

资料来源：迪安诊断

（1）主业运营状况/竞争地位

图表 13. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务	2015 年度	2016 年度	2017 年度
营业收入合计	18.58	38.24	50.04
其中：（1）诊断产品代理	7.63	23.55	29.96
在营业收入中所占比重（%）	41.07	61.58	59.87
（2）诊断服务外包	10.80	14.20	19.06
在营业收入中所占比重（%）	58.13	37.13	38.09
毛利率（%）	33.62	31.49	33.41
其中：诊断产品代理（%）	16.38	24.29	26.73
诊断服务外包（%）	46.40	43.90	43.63

资料来源：迪安诊断

跟踪期内，该公司通过内生扩张和外延并购的方式进一步扩大经营规模，营业收入保持增长，2017 年及 2018 年第一季度分别实现营业收入 50.04 亿元和 12.09 亿元，分别同比增长 30.86%和 15.81%。从具体业务来看，公司收入

仍主要来自诊断产品代理和诊断服务外包，二者合计收入及毛利占公司营业收入及毛利的比重均超过 97%，2017 年公司毛利率为 33.41%，同比增加 1.92 个百分点。公司营业收入规模扩大一方面由于并购活动带来的业绩提升，另一方面则来自原有业务的增长。其中公司通过并购和增资深圳市一通医疗器械有限公司（简称“深圳一通”）和杭州凯莱谱精准医疗检测技术有限公司（简称“凯莱谱”）⁴等使当年得营业收入增加 1.11 亿元，以前年度并购的企业当年带来 6.74 亿元的营业收入，公司依靠内生扩张带动的收入增长 3.95 亿元。

该公司诊断服务外包业务经营主体为公司下属的各大独立实验室，提供包括产品、服务、冷链物流、司法鉴定等服务。截至 2017 年末，公司诊断服务外包业务基本完成了全国省级布局，已建成的连锁化独立实验室达到 38 家，同时通过合作共建模式，开拓单科室、区域中心和精准诊断平台的合作共建，向区域中心和二级中心下沉，目前该业务模式下的客户数量超过 300 家，业务范围覆盖全国 30 个省市自治区。整体看，公司通过横向扩张和纵向延伸的方式推动诊断服务外包业务的发展，2017 年诊断服务外包业务收入 19.06 亿元，同比增长 34.23%，毛利率 43.63%，与上年基本持平。

该公司诊断服务外包业务可提供的主要检验科目包括生化检验、病理检验、免疫检验、PCR 检验等，主要检验设备主要为国外进口。跟踪期内，公司持续在全国范围内开设独立实验室，由于新建实验室尚处运营初期，公司各项检验设备利用率均有所下滑，未来随着新建独立实验室陆续进入成熟期，检验设备利用率将有望得到提高。现阶段公司诊断服务外包业务利润来源于收取的服务费，收费标准由独立实验室所在地的物价局核定。

诊断产品代理方面，该公司是国内最早从事基因诊断技术研发和服务的专业机构之一，已获得罗氏诊断产品（上海）有限公司（简称“罗氏诊断”）⁵、法国梅里埃、QIAGEN (凯杰生物)、德国科宝等全球知名企业产品代理资质。公司诊断产品代理业务目前销售模式仍为直接销售和联动销售，并以联动销售模式为主，经营的主要产品包括各类生化分析仪器、免疫分析仪器、标本前处理系统、生化分析试剂、免疫分析试剂等。2017 年公司通过收购诊断产品渠道商、合并范围增大，诊断产品代理业务收入进一步增长至 29.96 亿元，较上年同比增长 27.22%，毛利率为 26.73%，同比增加 2.44 个百分点。

采购方面，随着经营规模的不断扩大，该公司采购金额持续增加。公司采购的原材料包括试剂、设备和耗材，由于试剂的耗用量较大，采购占比一直在 60%以上。采购模式方面，公司主要通过采购平台进行集中采购，但对于部分特性与材质受运输条件限制的或采购量较少的，如个性化耗材和实验室用易碎品等，公司允许下属各实验室自行采购。

⁴ 2017 年 3 月，该公司以自筹资金 0.37 亿元对参股公司杭州凯莱谱精准医疗检测技术有限公司（简称“凯莱谱”）进行增资，增资后公司持有凯莱谱 55.32%的股权，凯莱谱成为公司控股子公司。

⁵ 罗氏诊断为罗氏公司在上海设立的独资公司，罗氏公司始创于 1896 年 10 月，是一家在国际健康事业领域居世界领先地位，以科研开发为基础的跨国公司，总部位于瑞士巴塞尔，业务主要涉及药品、医疗诊断、维生素和精细化工、香精香料等四个领域。

图表 14. 2015 年以来公司成本构成情况（单位：万元、%）

项目	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
试剂	39,890.03	66.95	54,051.28	64.60	70,657.00	62.15
实验室人工工资	6,909.57	11.60	9,199.10	10.99	13,632.82	11.99
设备	1,620.54	2.72	2,910.89	3.48	4,567.01	4.02
物流费	6,537.49	10.97	8,826.78	10.55	13,437.04	11.82
合计	54,957.63	92.24	74,988.05	89.63	102,293.90	89.98

资料来源：迪安诊断

2017 年，该公司前五大供应商采购金额 20.01 亿元，占采购总额的 62.77%，其中罗氏诊断采购金额 17.34 亿元，占采购总额的 54.42%，公司作为罗氏诊断的一级代理商，对其依赖度仍较高。采购结算方面，公司与上游供应商的采购账期一般为三个月以内。由于供应商也会对订单量提出要求，公司会结合实际需求及供应商要求留有 30 天到 45 天不等的库存，一定程度上增加了公司的成本控制压力，随着实验室数量增加，公司存货规模持续扩大，对于部分多采购的试剂，公司会在内部实验室之间优先调剂，以控制库存压力，但仍需关注公司存货的库存管理压力及存货跌价风险。

图表 15. 2017 年公司前五大供应商采购金额及占比情况（单位：万元、%）

单位名称	金额	占采购总额比重
第一名	173,437.81	54.42
第二名	7,917.06	2.48
第三名	6,567.05	2.06
第四名	6,517.26	2.04
第五名	5,635.71	1.77
合计	200,074.89	62.77

资料来源：迪安诊断

渠道方面，该公司自成立以来，华东地区一直为主要销售区域，销售收入占总额的比重接近 50%。2017 年，随着公司不断推进全国业务网络布局，除华北地区收入呈现下降外，其余各区域市场收入均有不同程度增长，目前华东、华北和西北地区收入占比较高，占公司业务收入总额的比重分别为 45.83%、18.12%和 19.65%。

图表 16. 公司分地区业务收入情况表（单位：万元、%）

分地区	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
华东	167,774.45	43.87	229,340.75	45.83
华北	96,854.44	25.33	90,696.43	18.12
东北	9,969.76	2.61	14,152.533	2.83
华南	4,084.16	1.07	16,380.57	3.27

分地区	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
华中	8,391.29	2.19	12,162.44	2.43
西北	66,921.19	17.50	98,324.78	19.65
西南	28,402.77	7.43	39,355.21	7.86
合计	382,398.06	100.00	500,412.42	100.00

资料来源：迪安诊断

该公司与下游客户签订的合同期限受合同内容和当地市场情况等多方面因素决定，针对诊断服务外包签订的合同一般为一年；诊断产品代理多为长期合同，根据市场价格变动 1-2 年签订补充协议；公司推行的合作共建模式签订的合同较长，一般是 5-10 年，有利于增强公司的客户稳定性。结算方面，随着公司回款周期较长的诊断产品代理收入增加及新型业务模式需要过渡期，公司与下游客户的结算账期有所延长；公司与省级医院销售账期一般为 3-6 个月左右。

图表 17. 2017 年公司前五大客户销售及占比情况（单位：万元、%）

单位名称	金额	占营业收入比重
第一名	10,410.09	2.08
第二名	9,598.29	1.92
第三名	8,289.24	1.66
第四名	5,715.12	1.14
第五名	4,472.15	0.89
合计	38,484.89	7.69

资料来源：迪安诊断

研发方面，该公司在杭州挂牌成立了省高新技术企业技术中心、省级高新技术企业研究开发中心、省级企业研究院，并在北京设立转化医学研究院等相关机构。跟踪期内，公司“迪安基因检测技术临床应用示范中心”项目获得国家发改委“国家服务业发展引导资金”项目立项支持；浙江省科技厅正式认定公司为“代谢及慢性疾病精准诊断预防浙江省国际科技合作基地”；参与国家重点研发计划精准医学研究重点专项“新生抗原恶性肿瘤个体化治疗靶标的诊治新技术研发”项目的实施。此外，公司加大对研发投入的资金，2017 年研发支出 1.34 亿元，较上年增长 30.82%；截至 2017 年末公司共拥有研发人员 691 人，占公司人员总数的 9.40%。公司后续将主要研发方向为精准诊断产业链，在上游产品产业化、质谱技术和 NGS⁷等高端平台持续发展。由于尚在投入期，相关研发工作的实际经济效益仍有待观察。

⁶ 根据公开资料查询，2017 年末金域医学和达安基因分别拥有研发人员 760 人和 172 人，研发人员数量占比分别为 8.61%和 27.79%；2017 年投入研发资金分别为 2.56 亿元和 1.65 亿元，占营业收入总额的比重分别为 6.75%和 10.70%。

⁷ NGS 为新一代基因测序技术，又称高通量测序，具有高通量、高灵敏度、高特异性等特点，其临床应用正处于快速增长阶段，目前主要应用在肿瘤领域。

图表 18. 公司研发投入情况

	2016 年	2017 年
研发人员数量（人）	571	691
研发人员数量占比（%）	10.26	9.40
研发投入金额（万元）	10,270.09	13,435.01
研发投入占营业收入比例（%）	2.69	2.68

资料来源：迪安诊断

质量控制方面，该公司设置了关注投诉率、室内质评通过率和危机值及时报告率等关键指标，要求各实验室将质控数据上传形成室内质量空间质评化，建立质量指标监控分析机制，及时分析查找原因，并采取纠正预防措施。从服务质量执行情况看，2017 年公司诊断服务外包的投诉率为 0.0038%，随着业务规模扩大，投诉率小幅增长。截至 2017 年末，公司未发生较大的诊断服务外包质量的诉讼或仲裁。

运营管理方面，2017 年 3 月该公司总部迁至迪安产业园，进一步强化总部职能板块。在提升冷链仓配一体化物流服务体系方面，公司打造以中央采购平台为核心的供应链体系，对供应商采取集中式管理，通过集团采供的集中式资源配置、商务合作条件的集中谈判及全集团使用品牌的有效集中，达成规模资源，促使供应商以更加优惠的合作条件向公司销售产品。在信息化战略实施方面，公司实行“医疗诊断产业数字化平台经济”信息化战略，目前包括中央采购平台、“自营+第三方”医疗器械冷链物流平台、业务财务一体化 ERP 经营平台等六大业务管理平台，公司信息化服务渗透于全集团各种业务模式，日处理全国实验室测试量 30 余万个。同时，公司参与申报了 2017 年浙江省政府质量奖，并入围该奖项的提名奖公示阶段，一定程度上体现出公司在运营管理方面的优势。

冷链物流

冷链物流是连接该公司上下游产业链的重要环节。跟踪期内，公司子公司杭州深海冷链物流有限公司（简称“深海冷链”）通过中物联药冷链分会审核，从药品冷链物流运作国家“试点企业”成为“达标企业”。深海冷链通过加强各地运营中心网点建设，为公司所在区域实验室提供诊断试剂等储存及运输服务，推动与公司产品渠道资源的运作。公司物流服务体系除满足公司自身业务需求外，还推进药械第三方代储代配业务，为客户提供集中式仓配一体化冷链物流服务，截至 2017 年末，与深海冷链合作的客户已达 400 余家。2017 年公司冷链物流业务实现营业收入 0.14 亿元，同比增长 88.09%，占公司营业收入总额比重的 0.29%，毛利率为 3.06%，同比增加 12.23 个百分点。

健康体检

健康体检业务依托该公司一体化诊断平台，打造集健康体检、健康管理、医疗服务及健康保险于一体的区域性连锁健康服务机构。2017 年 3 月，公司

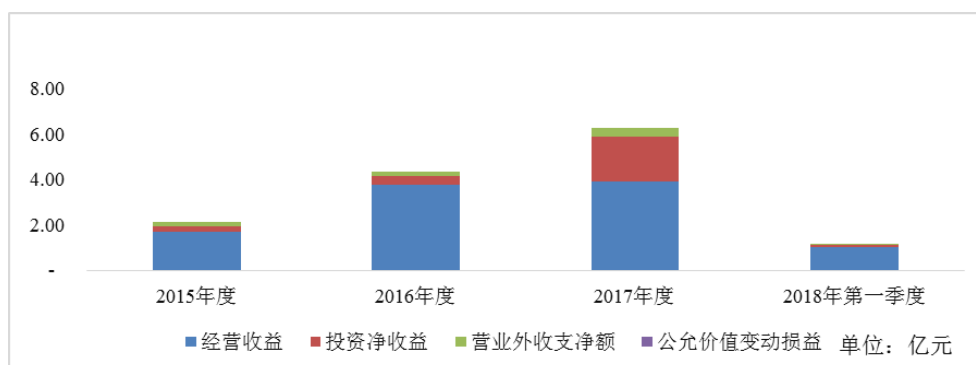
投资设立浙江迪安健检医疗管理有限公司，目前已拥有桐庐迪安健检综合门诊部有限公司、杭州迪安健检医疗门诊部有限公司、苍南迪安健检医院有限公司、温州迪安健检医院有限公司、浙江韩诺健康管理有限公司和浙江美生健康管理有限公司 6 家体检中心，均已开业运营。跟踪期内，公司健康体检业务发展较快，2017 年实现业务收入 0.73 亿元，同比增长 76.13%，占公司业务收入总额比重的 1.45%，毛利率为 34.85%，同比增加 11.67 个百分点。

融资租赁

该公司为完善其业务服务体系，新增融资租赁业务。2017 年 3 月，公司与上海万特医药科技有限公司（简称“万特医药”）、上海灏馨医疗投资管理有限公司（简称“灏馨医疗”）共同签署了《合作协议书》，设立了上海迪智设备租赁有限公司（简称“上海迪智”）⁸，注册资本 2.00 亿元，公司通过自筹资金出资 1.88 亿元持有上海迪智 94% 的股权。上海迪智主要从事医疗领域的融资租赁业务，可进行医疗设备融资租赁（包括直接租赁和售后回租）、经营性租赁或商业保理等业务。上海迪智各部门均设置了较为明确的管理制度，尤其对保证融资租赁项目安全的评审部门设立了严格的评审表决制度，依照评审流程进行项目申报，同时对项目进行内部收益率测算和风险提示，并依照规定评审和风险控制部要对所有料存档备查，保障项目投资评审表决结果的公正性和合理性。2017 年，公司融资租赁业务实现营业收入 0.15 亿元，占公司收入比重的 0.29%，毛利率为 93.21%。

(2) 盈利能力

图表 19. 公司盈利来源结构



资料来源：根据迪安诊断所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

2017 年及 2018 年第一季度，该公司营业利润分别为 5.93 亿元和 1.13 亿元，占利润总额的比重约 95%。2017 年公司投资收益较上年增加 1.55 亿元至 1.97

⁸ 上海迪智的董事会由 5 名董事组成，其中，该公司委派 3 名，万特医药委派 1 名，灏馨医疗委派 1 名；董事长 1 名，由公司委派的董事担任，副董事长由万特医药委派的董事担任。设监事 2 名，由股东会选举产生。总经理 1 名由灏馨医疗推荐，副总经理、财务负责人由迪安诊断推荐，前述高级管理人员最终由董事会审议任命。上海迪智设立项目评审委员会，评审委员会由总经理（或 CEO）、CFO 或财务总监、风控总监、业务总监组成，所有融资租赁项目都必须经过评审委员会通过方能执行。

亿元，其中分别处置子公司杭州意峥投资管理有限公司和杭州明贤堂医疗门诊部有限公司 65%和 100%的股权产生的投资收益 1.28 亿元；权益法核算的长期股权投资收益 0.52 亿元，主要是来自浙江博圣生物技术股份有限公司的投资收益（0.52 亿元）。公司营业外收入规模不大，主要是政府补助款，由于会计政策的调整，2017 年公司计入其他收益的补助款 0.06 亿元，计入营业外收入的补助款 0.08 亿元。整体看，2017 年由于公司处置子公司股权产生了较大的投资收益，对公司盈利形成有效补充，但该方式下形成的投资收益不具有可持续性，未来公司盈利仍将依靠主业经营。

图表 20. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	18.58	38.24	50.04	12.09
毛利（亿元）	6.25	12.04	16.72	3.89
期间费用率（%）	24.19	21.23	24.27	23.03
其中：财务费用率（%）	3.64	2.18	2.23	2.85
全年利息支出总额（亿元）	0.02	0.00	1.12	0.37
其中：资本化利息数额（亿元）	-	-	-	-

资料来源：根据迪安诊断所提供数据整理。

随着该公司经营范围扩大，公司规模效应持续提高。2017 年及 2018 年第一季度，公司实现营业收入 50.04 亿元和 12.09 亿元，同比分别增长 30.68%和 15.81%，毛利率分别为 33.41%和 32.20%。在收入规模增长的带动下，公司营业毛利亦保持增长，同期分别为 16.72 和 3.89 亿元，同比分别增长 38.83%和 16.70%，其中诊断产品代理和诊断服务外包是公司营业毛利的主要来源。

图表 21. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度
投资净收益（亿元）	0.26	0.42	1.97	0.08
其中：权益法核算的长期股权投资收益（亿元）	-	0.40	0.52	0.08
可供出售金融资产取得的投资收益（亿元）	0.26	0.02	0.03	-
处置可供出售金融资产取得的投资收益	-	-	0.14	-
处置子公司产生的投资收益	-	-	1.28	-
营业外收入（亿元）	0.21	0.24	0.42	0.04
其中：政府补助（亿元）	0.20	0.21	0.08	0.04
其他（亿元）	0.01	0.03	0.34	-
公允价值变动损益（亿元）	-	-	-	-

资料来源：根据迪安诊断所提供数据整理。

费用支出方面，随着业务规模的扩大，该公司期间费用增长较快，2017 年公司期间费用 12.14 亿元，同比增长 49.51%，期间费用率 24.27%。同期公司管理费用、财务费用和销售费用分别为 6.39 亿元、1.12 亿元和 4.64 亿元，同比分别增长 41.49%、229.85%和 42.03%，其中财务费用增长主要系发行中期

票据及银行借款利率上浮等所致；2017 年公司员工人数 7,345 人，较上年增加 1,779 人，支付的员工薪酬增加，导致公司管理费用和销售费用规模均有所增长，同时，研发费用支出加大也促使管理费用的增加。此外，2017 年公司因计提坏账损失（0.11 亿元）和商誉减值损失（0.38 亿元）导致资产减值损失 0.49 亿元，较上年同比增加 0.42 亿元，对公司营业利润增长造成一定影响。由于公司产业布局已基本完成，2018 年第一季度期间费用增速放缓，期间费用同比增长 15.35%至 2.78 亿元，期间费用率为 23.03%。

该公司坚持“产品+服务”一体化发展模式，并依靠经营模式创新、技术创新等提升公司服务能力，不断完善公司核心竞争力。未来随着国家宏观经济的改善、公司发展战略的实施、综合服务的水平的不断提高及经营规模的不断扩大，公司市场竞争力和盈利能力有望获得进一步提升。

（3）运营规划/经营战略

该公司将继续通过资源整合，重点推进合作共建/区域中心分级化布局，尤其是区域中心的建设，通过业务网络下沉带动区域检验外包量的释放，进一步提升公司的市场占有率。同时公司将继续完善基于服务于产品业态相同和的整体化解决方案，促进产品与服务发挥协同效应。公司将加大高端技术平台建设，重点打造质谱+NGS 技术平台，布局精准诊疗+精准治疗的一体化产业链，通过加快推进质谱应用实验室连锁化布局，以及引入国外先进质谱技术与合作，推动临床与科研、检测服务于平台搭建相结合，并研发生产基于临床质谱技术的体外诊断产品代理，为用户提供专业的科研及临床质谱完整解决方案。

跟踪期内，该公司还先后出资 0.50 亿元、1.50 亿元和 1.33 亿元参与设立杭州迪桂股权投资管理合伙企业（有限合伙）（简称“杭州迪桂”）、浙江大健康产业股权投资基金（有限合伙）和杭州海鲁股权投资合伙企业（有限合伙）（简称“杭州海鲁”）⁹，对医疗健康领域的产业进行投资，进一步整合行业资源。

图表 22. 跟踪期内公司参与投资设立合伙企业情况（单位：亿元、%）

被投资单位名称	主要业务	投资金额	持股比例	资金来源
杭州迪桂股权投资管理合伙企业（有限合伙）	对外投资	0.50	5.00	自筹资金
杭州海鲁股权投资合伙企业（有限合伙）	对外投资	1.33	25.00	自筹资金
浙江大健康产业股权投资基金（有限合伙）	对外投资	1.50	16.67	自筹资金
合计	-	3.33	-	-

资料来源：根据迪安诊断所提供数据整理。

⁹ 2017 年 10 月 27 日，浙江大健康产业股权投资基金（有限合伙）已按照《证券投资基金法》和《私募投资基金监督管理暂行办法》等法律法规的要求在中国证券投资基金业协会完成了备案手续，并取得了《私募投资基金备案证明》（备案编码：SX1031）。2017 年 11 月，公司公告显示，杭州海鲁股权投资合伙企业（有限合伙）已在中国证券投资基金业协会完成了备案手续，并取得了《私募投资基金备案证明》（备案编码：SW3957）。

2017 年 1 月，该公司分别与德清美臣投资管理合伙企业（有限合伙）、杭州迪桂等签署了《股权转让协议》¹⁰，公司分别使用自筹资金 0.87 亿元、0.36 亿元受让上述两家合伙企业持有的深圳一通 43.50%和 16.50%的股权，本次股权转让完成后，公司持有深圳一通共计 60.00%的股权，对公司形成 1.02 亿元的商誉规模。深圳一通主要经营体外诊断产品的代理，本次收购整合可进一步提高公司渠道资源的优势。

2017 年 6 月，该公司为扩大精准医疗领域，以自用资金 0.50 亿元受让上海东富龙医疗科技产业发展有限公司持有的重庆精准医疗产业技术研究院有限公司（以下简称“重庆产研院”）100%的股权，重庆产研院注册资本为 5,000 万元，实收资本为 5,000 万元。本次股权转让完成后，迪安诊断持有重庆产研院的比例为 100%。此外，2017 年 3 月公司以自筹资金 0.37 亿元对参股公司凯莱谱进行增资，增资后公司持有其 55.32%的股权，成为公司控股子公司。公司与上述两家企业均不涉及业绩承诺。

图表 23. 跟踪期内公司并购企业情况（单位：万元、%）

控股子公司名称	股权取得时点	股权取得成本	比例	购买日至期末被购买方的收入	购买日至期末被购买方的净利润
深圳市一通医疗器械有限公司	2017/3/2	12,330.00	60.00	10,905.77	2,120.44
杭州凯莱谱精准医疗检测技术有限公司	2017/3/7	3,019.60	55.32	188.87	-420.68
重庆精准医疗产业技术研究院有限公司	2017/6/22	5,035.27	100.00	-	-49.99

资料来源：根据迪安诊断所提供数据整理。

2018 年 4 月，该公司与杭州海鲁及相关方签署了《关于青岛智颖医疗科技有限公司股权转让协议》，拟以自筹资金 5.76 亿元收购杭州海鲁持有的青岛智颖医疗科技有限公司（简称“青岛智颖”）¹¹51%的股权。本次股权转让完成后，公司持有青岛智颖 51%的股权。青岛智颖主要代理希森美康、罗氏诊断、碧迪等进口体外产品，其主要销售范围为济南和青岛的三级、二级医院等医疗机构。公司通过收购青岛智颖，对未来推进在山东区域市场发展形成良好铺垫。

此外，2017 年 9 月该公司与杭州迪桂及相关方签署了附生效条件的《关于广州迪会信医疗器械有限公司之股权转让协议》，公司拟以非公开发行股票所募集资金人民币 9.98 亿元收购杭州迪桂持有的广州迪会信医疗器械有限公司（简称“广州迪会信”）64%股权。2018 年 4 月，由于公司调整非公开发行股票方案，收购广州迪会信 64%的股权不再作为公司本次非公开发行股票的募集

¹⁰ 该公司与深圳一通仅约定了 2016 年需完成的净利润为 0.19 亿元，深圳一通当年实现净利润 0.33 亿元，完成业绩承诺。

¹¹ 截至 2017 年末，青岛智颖资产总额 7.49 亿元，净资产 4.93 亿元；2017 年实现营业收入 9.13 亿元，净利润 1.12 亿元。根据北京中天和资产评估有限公司以 2017 年 12 月 31 日为评估基准日出具的《资产评估报告》（中天和[2018]评字第 90002 号），本次评估同时采用了收益法和市场法进行评估，并最终选用收益法评估结果为最终评估结果，最终评估值为 11.41 亿元。考虑青岛智颖现有业务规模及行业未来增长趋势，经各方协商一致同意给予青岛智颖 11.30 亿元的整体估值，最终确定收购青岛智颖 51%股权的股权转让价款为 5.76 亿元。

资金投资项目，因此股权转让协议未能生效，本次收购暂不履行，需关注此并购事件的后续进展情况。

整体看，跟踪期内该公司并购力度较上年有所减缓，且公司实验室全国性布局已基本完成，预计未来并购扩张势头将会放缓，由此带来的资本支出压力和管控压力可得到减轻。此外，公司拟对外投资规模较大，项目能否实现预期收益存在不确定性，或面临一定的投资风险。

管理

该公司系自然人控制的民营上市企业，股权结构较为清晰。公司非公开发行计划已获证监会受理，若发行成功其资本实力将进一步提升，关注后续进展。近年来公司业务规模快速扩大，新增子公司较多，需关注内部管理存在的压力。

该公司是由自然人控股的民营上市公司，股权结构较为清晰。截至 2018 年 3 月末，公司实际控制人陈海斌持有公司 2.09 亿股股票，持股比例 38.09%，为公司第一大股东。公司股权状况详见附录一。另外，截至 2018 年 3 月末，陈海斌已累计质押其所持有公司股份 1.21 亿股，占其持有公司股份的 57.89%，占公司总股本的 21.90%。上述质押出于融资需求，不涉及对公司的资金支持，目前公司实际控制人质押的股权比例较高，需关注股权质押融资情况及相应风险。

该公司于 2017 年 9 月披露非公开发行预案，拟非公开发行股票数量不超过 1.10 亿股（含 1.10 亿股），募集资金总额不超过 23.73 亿元，募集资金用途用于收购广州迪会信 64%的股权、补充流动资金和项目建设。公司于 2017 年 10 月和 2018 年 4 月两次调整发行方案中的募集资金数量和用途，目前公司非公开发行股票拟募集资金总额不超过 10.75 亿元，将用于公司主业运营开展的多个项目的建设¹²。公司非公开发行股票申请于 2017 年 11 月 23 日获得证监会受理，若非公开发行成功，其资本实力将进一步提升，关注后续进展。

图表 24. 非公开发行募集资金用途（单位：万元）

项目名称	项目投资总额	拟投入募集资金金额
诊断业务平台服务能力提升及研发项目	51,156.62	51,156.62
冷链物流中心仓储设备技术改造项目	19,932.22	19,932.22
医疗诊断数据存储分析应用平台技术开发及设备改造项目	23,178.80	20,856.80
诊断试剂产业化项目	15,530.21	15,530.21
合计	109,797.85	107,475.85

资料来源：迪安诊断

跟踪期内，该公司进行第二期员工持股计划，参加对象包括公司及控股

¹² 投资项目的详细内容可见该公司 2018 年 4 月 23 日公告。

公司的核心管理及技术员工，不包括公司的董事（含独立董事）、监事，也不包括持股 5%以上的主要股东或实际控制人及其配偶和直系亲属。本次员工持股计划设立时的初始筹资总额不超过 1.57 亿元，人数不超过 50 人。2017 年 8 月，经公司第三届董事会第三次会议审议，同意回购公司股票专户以 2017 年第一次临时股东大会当日收盘价 26.78 元/股的价格非交易过户至公司第二期员工持股计划专户，共计 0.05 亿股。截至 2017 年末，公司第二期员工持股计划处于实施阶段。

关联交易方面，该公司主要涉及与联营企业之间的商品购销、与关联方的应收、应付款等。公司关联购销主要为满足正常经营所发生的出售商品和提供劳务、采购商品和接受劳务等，其交易价格以市场价格为基础协商确定。2017 年度，公司向关联方销售商品和提供劳务的金额为 0.25 亿元；向关联方购买商品和接受劳务的金额为 0.52 亿元，关联交易金额不大，对公司经营影响有限。同期末，公司对关联方的应收账款余额为 0.05 亿元，对关联方的应付账款余额为 0.08 亿元。

根据公开信息披露，近年来该公司子公司存在行政处罚情况，均未构成重大违法行为，公司已及时缴纳罚款并做出相应整改，未发生关停营业现象。公司已经按照《公司法》、《证券法》等有关法律法规的要求，建立《控股子公司管理制度》等公司治理内部控制制度，并在日常合规运营方面及对控股子公司的管理控制等方面制定了更为详尽的管理细则，规范子公司经营管理行为，促进子公司健康发展。尽管公司制定了较为详细的管理办法，但公司下属企业较多，仍需关注公司内部管理存在的压力。

跟踪期内，根据该公司提供的《企业信用报告》（2018 年 5 月 4 日）及相关资料，公司及核心子公司不存在未结清违约记录及重大诉讼情况。此外，根据公开信息，公司现有债券利息偿付正常。

图表 25. 公司不良行为记录列表（跟踪期内）

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	子公司	存在担保等风险敞口的非核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2018/5/4	正常	不涉及	不涉及	未提供
各类债券还本付息	公开信息披露	2018/5/19	未提供	正常	正常	正常
诉讼	审计报告及公开信息	-	未提供	未提供	未提供	未提供
工商	审计报告及公开信息	-	未提供	不涉及	涉及 ¹³	未提供

¹³ 该公司子公司跟踪期内主要行政处罚情况：1) 2017 年 5 月 17 日，上海市杨浦区市场监督管理局作出杨市监案处字[2017]第 100201662450 号《行政处罚决定书》，上海迪安医学检验所有有限公司（简称“上海迪安”）因在 2015 年 9 月 17 日至 2016 年 7 月 13 日期间用于临床检测的“AB SCIEX 三重串联四极杆液质联用仪”未取得医疗器械注册证，被罚款人民币 822,500 元（货值金额 1 倍罚款），公司整改后，于 2017 年 6 月已取得相关医疗器械注册证（注册证编号为：国械注进 20172401554），上述违法行为属于一般违法；2) 2018 年 3 月 22 日，杭州市西湖区市场监督管理局出具说明，对其在 2015 年 8 月作出（杭西）市监罚字[2015]第 51 号《行政处罚决定书》，因浙江迪安司法鉴定中心在超越检验服务范围开展检验活动，被处以责令改正并罚款 65,000 元、没收违法所得 8,980 元，杭州市西湖区市场监督管理局对浙江迪安司法鉴定

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	子公司	存在担保等风险敞口的非核心子公司
质量	审计报告及公开信息	-	未提供	未提供	未提供	未提供
安全	审计报告及公开信息	-	未提供	未提供	未提供	未提供

资料来源：根据迪安诊断所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

财务

随着该公司经营规模不断扩大，公司资产总额保持增长，但运营资金需求增加导致债务融资规模扩大，刚性债务大幅增长，目前较多集中在中长期。公司现有货币资金存量较少，现金比率较低，同时，由于营业周期拉长，公司经营性现金净流量情况持续弱化。此外，公司频繁的并购活动累积了较大规模的商誉，且新疆元鼎未完成业绩承诺及迪安开元业务拓展不及预期导致公司计提商誉减值，需关注其他被并购企业相关业绩承诺完成情况及公司面临的商誉减值风险。

1. 数据与调整

立信会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2015 年至 2017 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）、企业会计制度及其补充规定。

截至 2017 年末，该公司经审计的合并会计报表口径资产总额为 73.90 亿元，所有者权益为 29.47 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 23.52 亿元）；当年实现营业收入 50.04 亿元、净利润 4.64 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润 3.50 亿元）；当期经营活动产生的现金流量净额为 0.39 亿元。

截至 2018 年 3 月末，该公司未经审计的合并会计报表口径资产总额为 73.03 亿元，所有者权益为 29.83 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 23.60 亿元）；当期实现营业收入 12.09 亿元、净利润 0.88 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润 0.63 亿元）；当期经营活动产生的现金流量净额为-2.96 亿元。

从合并范围变化来看，截至 2017 年末，该公司合并范围内的子公司共计 109 家，较上年末新增 29 家。其中公司通过股权受让方式分别取得深圳一通 60%的股权、重庆产研院 100%的股权，通过增资方式取得凯莱谱 55.32%的股权，并与 2017 年 3 月完成股权变更登记手续并支付超过 50%股权款，于当年 4 月将其纳入合并范围；2017 年公司通过股权转让方式分别处置了杭州意峥投资管理有限公司、杭州明贤堂医疗门诊部有限公司 65%和 100%的股

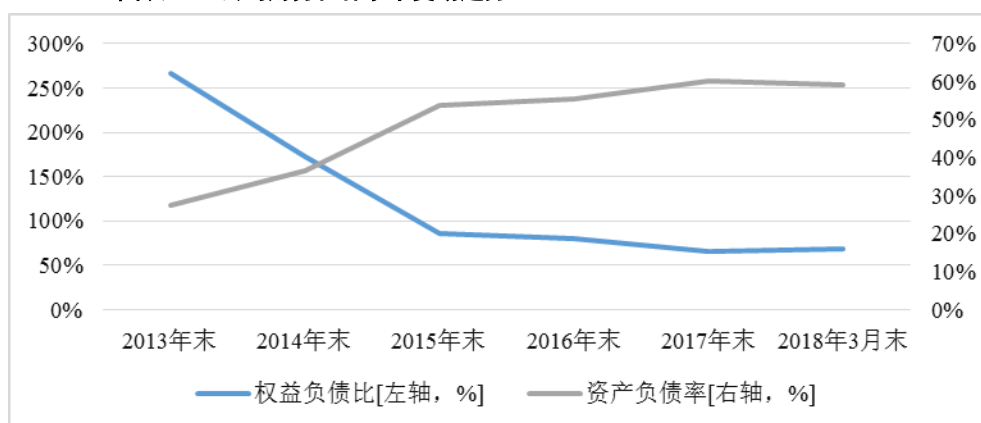
定中心作了一般标准的行政处罚。此外，公司子公司温州美生、青海迪安和盛时迪安多家企业受到 6 起其他行政处罚，处罚原因包括污水未经处理直接排放、未经消防备案擅自施工及消防器材配置不符合国家标准等，均属于一般性行政处罚，被处罚的子公司已缴纳相应罚款，并改正违法行为，行政处罚已履行完毕。

权，分别取得股权处置款 2.23 亿元和 0.01 亿元。跟踪期内，公司通过新设和并购多家子公司，合并范围变化较大。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 26. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据迪安诊断所提供数据绘制。

跟踪期内，该公司通过投资收购方式扩大经营规模，资金需求量仍较大，公司债务规模持续增长，财务杠杆水平有所提高，2017 年末及 2018 年 3 月末，公司负债总额分别为 44.43 亿元和 43.20 亿元，资产负债率分别为 60.12% 和 59.16%，目前负债经营程度尚处于合理范围。

依托较好的主业盈利能力，该公司未分配利润和盈余公积金保持增长。此外，公司计划非公开发行股票，拟发行不超过 1.10 亿股股份，募集资金总额不超过 10.75 亿元，用于公司诊断业务及冷链物流中心业务等项目的建设，若非公开发行股票发行成功，公司资本权益将进一步得到增厚。权益资本兑付方面，跟踪期内公司利润分配政策未进行修订，将以 2017 年末总股本 5.51 亿股为基础，向全体公司股东每 10 股派发现金红利 0.25 元（含税），此利润分配议案经公司 2017 年年度股东大会审议通过。

图表 27. 公司近年分红情况

核心债务	2015 年	2016 年	2017 年
现金分红数（亿元）	0.30	0.14	0.14
分红年度合并报表中归属于上市公司普通股股东的净利润（亿元）	1.75	2.63	3.49
占合并报表中归属于上市公司普通股股东的净利润的比率(%)	17.37	5.19	3.95

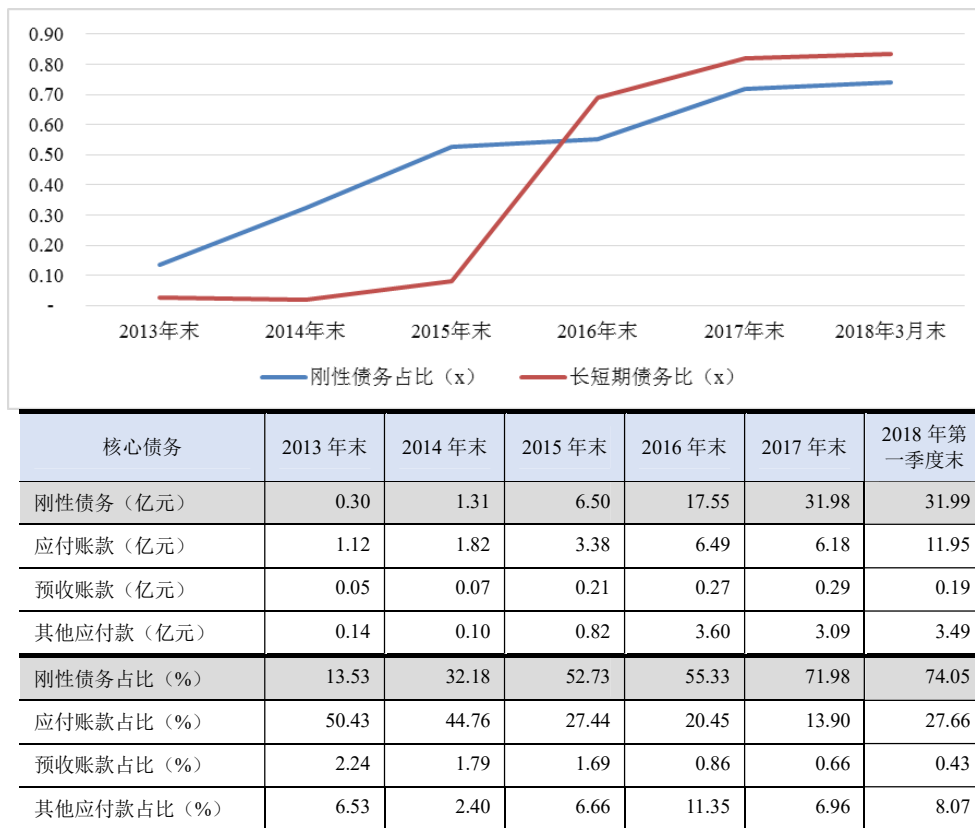
资料来源：根据迪安诊断所提供数据绘制。

根据该公司未来运营规划及拟进行的并购活动来看，公司未来将仍有较大的资本支出需求，尽管公司正以股权融资方式进行补充，但仍存在其他并购业务和自营业务运营促使公司进行债务融资，届时财务杠杆有进一步上升

的可能。

(2) 债务结构

图表 28. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据迪安诊断所提供数据绘制。

跟踪期内，随着该公司中期票据¹⁴的发行和长期借款的增加，其负债结构有所优化，2017 年末长短期债务比为 81.91%。同期末，公司负债主要由刚性债务、应付账款和其他应付款构成，三者合计占比超过 90%。公司应付账款主要是供应商给予的商业信用，较上年末减少 4.78%。其他应付款主要是收购北京联合执信、陕西凯弘达和新疆元鼎等企业的股权收购款（1.67 亿元），将陆续在 2019 年前支付完毕，其余主要是公司为控股子公司少数股东垫资形成的往来款（1.35 亿元），较上年末减少 14.05%，主要是往来款和保证金减少所致。2018 年 3 月末，公司负债结构未发生重大变化。

(3) 刚性债务

图表 29. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
短期刚性债务合计	0.30	1.31	5.72	6.78	12.78	13.14
其中：短期借款	0.30	1.31	5.71	6.64	10.39	11.04

¹⁴ 17 迪安诊断 MTN001 发行规模 4 亿元，发行利率 5.80%，期限 3 年。

刚性债务种类	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
一年内到期的长期借款	-	-	-	0.07	1.74	1.78
应付短期债券	-	-	-	-	-	-
应付票据	-	-	-	-	0.44	-
其他短期刚性债务	0.00	0.00	0.01	0.08	0.20	0.32
中长期刚性债务合计	-	-	0.80	10.76	19.20	18.85
其中：长期借款	-	-	0.80	2.81	7.26	6.90
应付债券	-	-	-	7.95	11.94	11.95
其他中长期刚性债务	-	-	-	-	-	-
综合融资成本（年化，%）	5.60	5.28	4.66	4.40	4.50	4.57

资料来源：根据迪安诊断所提供数据整理，其中综合融资成本系根据财务报表数据估算。

2017 年末，该公司刚性债务金额为 31.98 亿元，较上年末大幅增长 82.22%，其中短期刚性债务 12.78 亿元，占刚性债务的比重为 39.96%。公司刚性债务主要由银行借款和应付债券构成，2017 年末银行借款合计 19.39 亿元，较上年末增长 103.68%，主要是业务规模扩张，所需运营资金增加所致，其中短期借款 10.39 亿元，

一年内到期的长期借款 1.74 亿元，长期借款 7.26 亿元，从借款方式上来看，该公司短期借款包括保证借款和信用借款，金额分别为 7.77 亿元和 2.62 亿元，长期借款则均为保证借款；应付债券合计 11.94 亿元，其中公司债券 7.97 亿元（16 迪安 01）、中期票据 3.97 亿元（17 迪安诊断 MTN001）。2018 年 3 月末，公司刚性债务为 31.99 亿元，债务结构较年初相比无明显变化。

目前该公司刚性债务结构较为合理，其中 1 年以内、1~2 年（不含 2 年）、2~3 年（不含 3 年）和 3~5 年（不含 5 年）的金额分别为 11.04 亿元、3.98 亿元、7.70 亿元和 9.00 亿元，融资成本集中于 4%~5% 之间，处于合理区间。

图表 30. 公司 2018 年 3 月末刚性债务综合融资成本/利率区间与期限结构（单位：亿元）

综合融资成本或利率区间\到期年份	1 年以内	1~2 年（不 含 2 年）	2~3 年（不 含 3 年）	3~5 年（不 含 5 年）	5 年及以上
3%以内	-	-	-	-	-
3%~4%（不含 4%）	-	-	-	8.00	-
4%~5%（不含 5%）	8.95	2.98	0.96	1.00	-
5%~6%（不含 6%）	2.09	1.00	6.74	-	-
6%~7%（不含 7%）	-	-	-	-	-
7%及以上	-	-	-	-	-
合计	11.04	3.98	7.70	9.00	-

资料来源：迪安诊断

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 31. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
营业周期（天）	135.75	121.81	140.67	142.18	174.32
营业收入现金率（%）	97.64	97.70	103.53	105.66	105.91
业务现金收支净额（亿元）	1.94	2.72	3.15	5.16	5.55
其他因素现金收支净额（亿元）	-1.19	-1.54	-1.83	-3.84	-5.17
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	0.75	1.18	1.31	1.32	0.39
EBITDA（亿元）	1.53	1.89	2.84	5.51	8.97
EBITDA/刚性债务（倍）	5.09	2.35	0.73	0.46	0.38
EBITDA/全部利息支出（倍）	61.23	211.05	13.63	14.88	7.95

资料来源：根据迪安诊断所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

2017 年该公司营业周期为 174.32 天，较上年同期相比有所拉长。由于公司诊断产品代理业务规模扩大导致应收账款增加，以及经营规模扩张备货相应增多等共同因素作用下所致。公司通过不断强化应收账款管理，建立完善的信用制度与合理的信用期限，并优化业务人员在收款工作方面的绩效考评指标权重，以减少资金占用，控制坏账的发生，但仍需关注业务规模扩大导致的应收账款规模进一步增加的可能，并关注公司账款回款情况。

2017 年，该公司经营活动产生的现金流量净额为 0.39 亿元，同比减少 70.88%，主要是账期拉长、采购的商品增加所致，同时，由于业务规模扩大，公司差旅费、租赁费等相关支出增加，支付的其他与经营活动有关的现金较上年同比增长 37.08%至 5.91 亿元，共同因素导致公司当年经营活动产生的现金流量净额同比有所下滑。受债务规模增加的影响，公司经营性现金流对刚性债务的负债程度不足，2017 年覆盖率为 1.56%，同比减少 9.43 个百分点；同期对债务总额的覆盖率为 1.01%，同比减少 4.99 个百分点。2018 年第一季度，公司经营活动产生的现金流量净额-2.95 亿元，同比增长 40.23%。

随着业务范围扩大，该公司 EBITDA 保持增长，2017 年为 8.97 亿元，但公司整体刚性债务增长较快，导致 EBITDA 对债务的保障程度持续下滑，同期公司 EBITDA 对刚性债务的保障倍数为 0.38 倍。

(2) 投资环节

图表 32. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
回收投资与投资支付净流入额	-0.13	-0.15	-5.82	-15.43	-7.65

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
其中：理财产品投资回收与支付净额	-	-	-	-	-
其中：与主业有关的投资净额	-0.13	-0.15	-5.82	-15.43	-7.65
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-0.47	-1.24	-1.51	-3.11	-3.63
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-	0.10	0.08	0.00	0.11
投资环节产生的现金流量净额	-0.60	-1.29	-7.25	-18.53	-11.17

资料来源：根据迪安诊断所提供数据整理。

跟踪期内，该公司并购整合活动及新设实验室较多，投资活动产生的现金流量净额仍呈现大额净流出状态，2017 年及 2018 年第一季度分别为-11.17 亿元和-1.83 亿元，同比增长 39.71%和 62.09%。公司后续将以 5.76 亿元收购青岛智颖 51%的股权，未来仍有一定的资本性支出压力。

(3) 筹资环节

图表 33. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
权益类净融资额	-	0.43	0.46	10.81	0.84
债务类净融资额	0.29	1.01	5.08	10.94	14.16
其中：现金利息支出	0.13	0.31	0.40	0.61	1.15
筹资环节产生的现金流量净额	-0.21	0.46	5.15	20.28	12.89

资料来源：根据迪安诊断所提供数据整理。

跟踪期内，该公司通过发行债券、银行借款等方式募集资金，2017 年及 2018 年第一季度公司筹资环节产生的现金流量净额分别为 12.89 亿元和-0.19 亿元，分别同比减少 36.43%和 104.48%，同时，公司为深交所创业板上市公司，资本市场融资渠道较为畅通，目前非公开发行股票事项已获证监会受理。

4. 资产质量

图表 34. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	6.31	8.01	11.45	25.72	35.06	33.10
	77.81%	72.23%	49.96%	44.98%	47.44%	45.32%
其中：现金类资产（亿元）	2.72	3.09	2.30	5.39	7.55	2.57
应收款项（亿元）	2.65	3.75	6.19	13.87	16.75	19.47
存货（亿元）	0.71	0.89	2.02	4.64	6.79	6.75
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	1.80	3.08	11.48	31.46	38.84	39.93
	22.19%	27.77%	50.04%	55.02%	52.56%	54.68%
其中：可供出售金融资产（亿元）	-	0.15	1.12	1.59	3.07	3.02
长期应收款（亿元）	-	-	-	-	1.92	1.83
长期股权投资（亿元）	0.12	0.01	3.23	7.00	8.36	8.44

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
其中：所持非控股上市公司股权 ¹⁵ (亿元)	0.12	0.01	3.23	7.00	8.36	8.44
固定资产 (亿元)	0.75	1.14	1.68	5.07	6.74	7.10
商誉 (亿元)	0.27	0.32	2.66	15.03	15.80	16.26
期末全部受限资产账面金额 (亿元)	-	-	0.00	0.03	0.88	-
期末全部受限资产评估价值 (亿元)	-	-	-	-	-	-
期末抵押融资余额 (亿元)	-	-	-	-	-	-
受限资产账面余额/总资产 (%)	-	-	-	-	1.19	-

资料来源：根据迪安诊断所提供数据整理。

该公司资产规模随业务范围扩大而扩大，2017 年末资产总额为 73.90 亿元，较上年末增长 29.25%，随着货币资金、应收账款及存货规模快速扩大，流动资产占比有所提高，其中流动资产金额 35.06 亿元，非流动资产金额 38.84 亿元。公司流动资产以货币资金、应收账款和存货为主，2017 年末货币资金存量 7.55 亿元，较上年末增长 40.04%，主要是合并范围增大及回款增多所致，其中 0.88 亿元为公司向银行申请开具银行承兑汇票所存入的保证金存款，公司现金比率为 31.43%。公司应收账款以二级及以下医院为主，整体信用相对较好，2017 年末应收账款为 16.75 亿元，较上年末增长 20.77%，其中 95.63% 为一年以内的应收账款。由于行业特性及诊断产品代理业务规模增长，公司应收账款进一步扩大，当年应收账款周转速度为 3.27 次。此外，公司计提应收账款坏账准备也有所增长，同期末按账面余额计提坏账准备 0.42 亿元，较上年末增长 0.07 亿元。2017 年末存货金额 6.79 亿元，主要由库存商品（1.33 亿元）和原材料（5.43 亿元，主要为诊断试剂等）构成，较上年末增长 46.35%，由于公司经营规模扩大库存备货相应增加，2017 年末存货周转速度为 5.83 次，较上年末有所下降，目前公司通过协调各独立实验室之间的诊断试剂等控制库存压力，公司未对存货计提减值准备。2018 年 3 月末，公司流动资产金额为 33.10 亿元，其中货币资金 2.57 亿元，较年初减少 65.91%，系公司为提高资金使用效率进行了集约化管理所致，同期末现金比率降至 11.31%；应收账款 19.46 亿元，较年初增长 16.19%，随公司销售收入有所增长。未来随着公司收入规模进一步扩大，应收账款压力或进一步加大，需关注其账款回收情况。公司流动资产其余科目与年初相比无重大变化。

2017 年末该公司非流动资产 38.84 亿元，较上年末增长 23.48%，主要由可供出售金融资产、长期应收款、长期股权投资、固定资产和商誉构成。其中可供出售金融资产 3.07 亿元，较上年末增长 92.42%，主要是新增投资的 3 家基金公司所致；由于公司新增融资租赁业务，年末公司新增长期应收款 1.92 亿元；长期股权投资 8.36 亿元，较上年末增长 19.33%，主要是追加博圣生物、杭州迪桂及凯莱谱的股权投资等所致；固定资产年末金额 6.74 亿元，较

¹⁵ 指所持有的未纳入合并范围的上市公司股权，这些股权应为无限售或未来一年将解禁的流通股，且符合公开市场质押融资条件。

上年末增长 32.78%，主要是由于合并范围增加、在建工程转入及新增购置的机器设备等；随着公司不断并购整合，已积累了较大规模的商誉，2017 年公司收购深圳一通及凯莱谱，年末商誉规模增至 15.80 亿元。2018 年 3 月末，公司非流动资产 39.93 亿元，较年初相比小幅增长 2.80%，非流动资产构成未发生重大变动。

商誉减值方面，2017 年末该公司对新疆元鼎计提商誉减值 0.34 亿元；公司与北京迪安开元科技有限公司（简称“迪安开元”）未签订业绩承诺，但由于其业务拓展不及预期，公司对迪安开元计提了全额的商誉减值 0.03 亿元。截至 2017 年末，公司合计计提商誉减值 0.38 亿元，需关注未来被收购企业的业绩承诺完成情况。

图表 35. 2017 年末公司主要商誉构成情况（单位：亿元）

企业名称	期初余额	本期增加	计提减值
北京联合执信医疗科技有限公司	1.68	-	-
金华市福瑞达科技有限公司	0.49	-	-
陕西凯弘达医疗设备有限公司	0.91	-	-
云南盛时迪安生物科技有限公司	1.13	-	-
内蒙古丰信医疗科技有限责任公司	2.16	-	-
杭州德格医疗设备有限公司	2.63	-	-
江西迪安华星医学检验所有限公司	2.31	-	-
深圳市一通医疗器械有限公司	-	1.01	-
杭州凯莱谱精准医疗检测技术有限公司	-	0.13	-
新疆元鼎医疗器械有限公司	2.81	-	0.34
北京迪安开元科技有限公司	0.03	-	0.03
合计	14.46	1.14	0.38

资料来源：根据迪安诊断所提供数据整理。

根据该公司 2017 年审计报告显示，除 0.88 亿元保证金存款外，截至当年末公司不存在其他受限资产。

5. 流动性/短期因素

图表 36. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一季度末
流动比率（%）	291.95	200.37	100.28	136.90	143.54	140.64
速动比率（%）	251.49	173.44	76.57	106.03	109.30	103.34
现金比率（%）	125.83	77.17	20.68	29.73	31.43	11.31

资料来源：根据迪安诊断所提供数据整理。

2017 年末，由于货币资金、应收账款和存货规模的快速上升，该公司资产整体流动性有所提升，流动比率、速动比率和现金比率分别为 143.54%、109.30%和 31.43%。2018 年 3 月末，公司对闲置资金进行集约化管理，导致

货币资金存量大幅下滑，现金比率大幅下降，现金流情况一般。

6. 表外事项

截至 2017 年末，该公司无重大未决诉讼或仲裁形成的或有负债。

截至 2017 年末，该公司未对合并范围外的企业提供对外担保。

7. 母公司/集团本部财务质量

该债务主要集中在本部，2017 年末本部债务总额 32.48 亿元，占合并口径的 73.10%，其中流动负债 12.64 亿元，非流动负债 19.84 亿元；本部资产总额为 51.03 亿元，占合并口径的 69.05%，其中流动资产仅 5.54 亿元，其余均为较难变现的非流动资产，存在一定的资产流动性压力和即期偿债压力。2017 年公司本部实现营业收入 7.38 亿元，净利润 1.66 亿元，分别占合并口径的 14.75%和 35.76%，其盈利主要来自投资收益，2017 年实现投资收益 2.78 亿元。公司实行资金集中管理和融资集中管理，对子公司进行合理的资金调度，对下属子公司的控制力较强，母公司偿债压力可控。

外部支持因素

截至 2018 年 3 月末，该公司从各家银行获得的授信总额为 36.72 亿元，其中贷款授信 33.01 亿元，来自大型国有金融机构贷款授信占比达 52.17%，公司未使用的贷款授信额度尚余 13.29 亿元，仍具备一定的后续融资空间。

图表 37. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	其中： 贷款授信	贷款 余额	贷款授信未 使用余额	利率区间	附加条件/增 信措施
全部（亿元）	36.72	33.01	19.72	13.29	4.35%~5.80%	-
其中：国家政策性金融机构（亿元）	-	-	-	-	-	-
工农中建交五大商业银行（亿元）	17.72	17.22	11.86	5.36	4.35%~5.80%	-
其中：大型国有金融机构占比（%）	48.26	52.17	60.14	40.33	-	-

资料来源：根据迪安诊断所提供数据整理（截至 2018 年 3 月 31 日）。

附带特定条款的债项跟踪分析

16 迪安 01：调整票面利率、回售

本次债券设置调整票面利率及回售特殊条款。调整票面利率：该公司调整票面利率选择权：公司有权决定在存续期的第 3 年末调整本期债券后 2 年的票面利率；公司将于第 3 个计息年度付息日前的第 30 个交易日，在中国证监会指定的上市公司信息披露媒体上发布关于是否调整票面利率以及调整幅

度的公告。若公司未行使票面利率调整选择权，则后续期限票面利率仍维持原有票面利率不变；回售：投资者回售选择权：公司发出关于是否调整本期债券票面利率及调整幅度的公告后，投资者有权选择在本期债券的第3个计息年度付息日将持有的本期债券按票面金额全部或部分回售给发行人。公司将按照深圳证券交易所和债券登记机构相关业务规则完成回售支付工作。

跟踪评级结论

该公司系自然人控制的民营上市企业，股权结构较为清晰。跟踪期内，公司上下游产业链逐步拓展，目前涉及的领域包括体外诊断产品代理、诊断服务外包、技术研发生产、冷链物流、司法鉴定和健康体检等，各业务之间形成的协同效应促使公司竞争实力得到提升，营业收入保持较快增长。

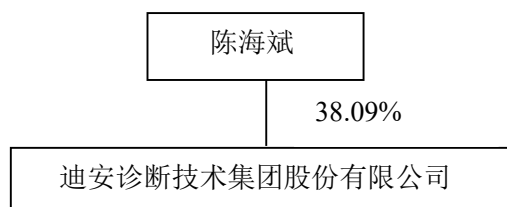
随着该公司经营规模不断扩大，公司资产总额保持增长，但随着对外投资规模的扩大和运营资金需求增加导致公司债务融资规模扩大，刚性债务大幅增长，公司面临的投资压力和偿债压力增大，近年来公司财务杠杆逐年上升，现阶段尚处于合理水平。目前公司非公开发行股票事项已获中国证监会受理，若未来发行成功将进一步提升公司资本实力。

整体看，该公司成长性较好，财务结构较合理，融资渠道畅通，具有较强的行业竞争力及偿债能力。

同时，我们仍将持续关注：（1）该公司非公开发行股票事项的后续进展情况；（2）因业务扩张给公司带来的营运资金压力和应收账款回收风险；（3）公司持续对外投资带来的资金压力及投资效益体现情况；（4）诊断服务的质量控制风险；（5）商誉减值和内部管理风险；（6）行业政策变动等。

附录一：

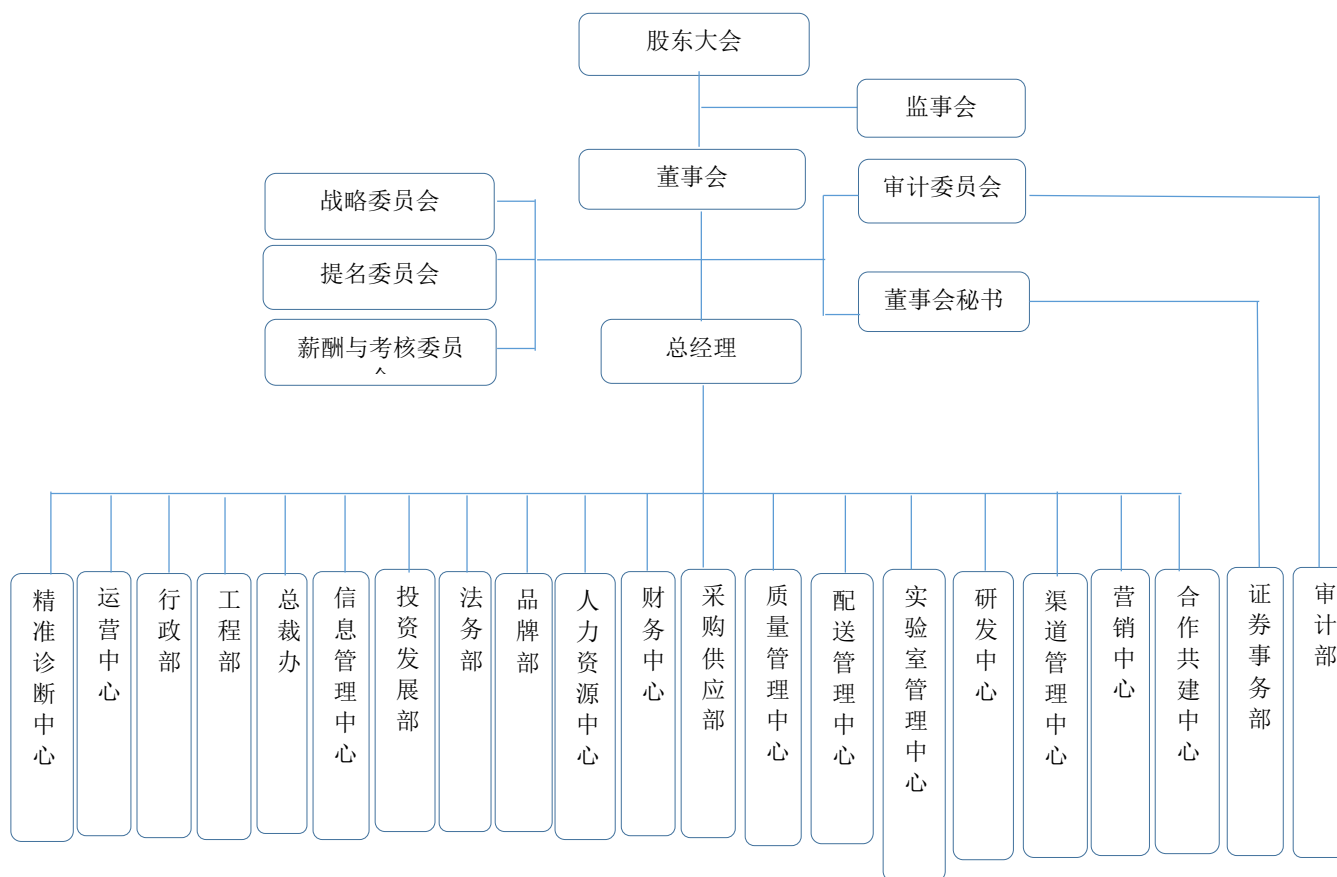
公司与实际控制人关系图



注：根据迪安诊断提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据迪安诊断提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司 持股比例 (%)	主营业务	2017 年（末）主要财务数据（亿元）					备注
					刚性债务余额 （亿元）	所有者权益 （亿元）	营业收入 （亿元）	净利润 （亿元）	经营环节现金净 流入量 （亿元）	
迪安诊断技术集团股份有限公司	迪安诊断	本级	—	医学诊断	24.52	18.55	7.38	1.66	0.55	
杭州迪安检验中心有限公司	杭州迪安	全资子公司	100	诊 断 外 包 服 务	34.79	9.16	18.92	0.88	18.24	
杭州迪安基因工程有限公司	杭州基因	全资子公司	100	诊 断 产 品 销 售	3.55	4.41	8.67	0.55	0.07	
北京联合执信医疗科技有限公司	北京执信	控股子公司	78	诊 断 产 品 销 售	-	3.01	7.00	0.68	-0.11	
新疆元鼎医疗器械有限公司	新疆元鼎	控股子公司	60	诊 断 产 品 销 售	0.3	2.90	3.28	0.78	-0.33	
内蒙古迪安丰信医疗科技有限责任公司	内蒙古丰信	控股子公司	65	诊 断 产 品 销 售	0.34	1.54	3.08	0.53	0.19	

注：根据迪安诊断 2017 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：
主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
资产总额 [亿元]	22.92	57.18	73.90	73.03
货币资金 [亿元]	2.30	5.39	7.55	2.57
刚性债务[亿元]	6.52	17.55	31.98	31.99
所有者权益 [亿元]	10.59	25.46	29.47	29.83
营业收入[亿元]	18.58	38.24	50.04	12.09
净利润 [亿元]	1.79	3.38	4.64	0.88
EBITDA[亿元]	2.84	5.51	8.97	—
经营性现金净流入量[亿元]	1.31	1.32	0.39	-2.96
投资性现金净流入量[亿元]	-7.25	-18.53	-11.17	-1.83
资产负债率[%]	53.81	55.47	60.12	59.16
权益资本与刚性债务比率[%]	162.50	145.09	92.14	93.24
流动比率[%]	100.28	136.90	143.54	140.64
现金比率[%]	20.68	29.73	31.43	11.31
利息保障倍数[倍]	11.09	12.72	6.58	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	142.67	142.18	174.32	—
毛利率[%]	33.62	31.49	33.41	32.20
营业利润率[%]	10.47	10.87	11.85	9.36
总资产报酬率[%]	13.60	11.77	11.33	—
净资产收益率[%]	20.31	18.75	16.90	—
净资产收益率*[%]	21.70	17.43	15.75	—
营业收入现金率[%]	103.53	105.66	105.91	90.33
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	17.04	8.76	1.78	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-72.38	-78.14	-28.34	—
EBITDA/利息支出[倍]	13.63	14.88	7.95	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.73	0.46	0.36	—

注：表中数据依据迪安诊断经审计的 2015~2017 年度及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]} +365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]}
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
	AA 级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
	CCC 级	发行人偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
	CC 级	发行人在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级结论是对前次信用等级结果的确认或调整。在评级有效期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《工商企业信用方法概论评级方法》（发布于 2014 年 6 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方、网站查阅。