

迪安诊断 (300244.SZ) 保健产品及服务行业

评级: 买入 首次评级

公司点评

市场价格(人民币): 51.98元

业绩高增长, 探索商业新模式、检测新技术

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	181.45
总市值(百万元)	15,784.77
年内股价最高最低(元)	149.04/45.03
沪深300指数	3065.69



相关报告

1. 《真正的基因测序龙头横空出世;-迪安诊断公司点评》, 2015.4.9
2. 《牵手阿里健康, 移动医疗布局浮现;-迪安诊断公司点评》, 2015.3.31
3. 《牵手约翰霍普金斯, 打造国际顶尖病理平台;-迪安诊断公司点评》, 2015.3.26

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.606	0.648	0.874	1.208	1.688
每股净资产(元)	3.33	3.43	4.42	5.70	7.60
每股经营性现金流(元)	0.57	0.49	1.70	1.45	1.79
市盈率(倍)	72.49	107.36	59.49	43.04	30.80
行业优化市盈率(倍)	65.78	151.35	120.43	120.43	120.43
净利润增长率(%)	44.71%	40.30%	51.79%	38.23%	39.74%
净资产收益率(%)	18.22%	18.86%	22.25%	23.83%	24.98%
总股本(百万股)	205.59	269.87	303.67	303.67	303.67

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司 2015 年业绩保持高速增长, 符合预期。渠道商整合, 带来收入结构调整。网络扩张+代理商收购, 区域收入分散化。

经营分析

- 延续"4+4"战略布局, 连锁经营体系进入稳健发展期
- 定增过会, 加码从渠道整合到产业融合的行业并购
- 商业模式求新求变, 满足分级诊疗需求
- 技术上转型升级, 打造七大平台, 探索高端资源合作
- 围绕检测领域, 积极布局新业态

投资建议

- 预计公司 16~17 年实现净利润 2.65 亿、3.67 亿、5.12 亿, 增发摊薄后 EPS 分别为 0.87、1.21、1.69 元, 维持"买入"评级。

风险提示

- 渠道商整合风险; 独立实验室跨区域整合风险; 其他新型商业模式对独立实验室的冲击; 政策风险。

孙笑悦

联系人
(8621)60230233
sunxy@gjzq.com.cn

李敬雷

分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
(8621)60230221
lijingl@gjzq.com.cn

公司 15 年业绩保持高增速，符合预期

渠道商整合，带来收入结构调整

- 2015 年公司战略投资了北京执信、金华福瑞达、杭州德格，并与广州执信签署战略合作协议。合作各方也将共同发展区域独立医学实验室，将“服务+产品”一体化业务模式纵深推进。去年的渠道商整合，带来公司诊断产品收入板块同比增长 52%(vs.14 年同比增长 27%)，使得公司近年来商业占比首次出现回升。2015 年公司诊断服务实现营业收入 10.8 亿，占比 58%；体外诊断产品销售收入 7.6 亿，占比 41%。
- 公司目前业务已经遍布全国 20 个省，拥有超过 12000 家的医疗机构客户。公司以诊断服务的方式为基层医疗机构客户提供了更具效率的解决方案，从而实现了对基层医疗 IVD 市场的精耕细作，为创新诊断技术的下沉提供了有效解决方案。

网络扩张+代理商收购，区域收入分散化

- 2015 年，华东地区销售收入占比由 2014 年的 82% 下降到 72%，随着公司网络布局的延伸、下沉，收入区域来源将更加合理。随着公司在甘肃、西安网点的布局，西北区域首次为公司贡献收入。
- 公司今年年初收购新疆元鼎、云南盛时科华(IVD 产品代理商)，并借此打通了当地三甲医院的检验科渠道，实现了省内各级医院的全渠道布局，使得公司在西北、西南的渠道优势得到进一步的巩固。

公司发展战略点评：

(一) 延续"4+4"战略布局，连锁经营体系进入稳健发展期

- 公司 2015 年布局了甘肃、合肥、西安、河南，并拟向内蒙、新疆、福建、四川推进。截止 2015 年年底，公司已建成和在建设中的实验室超过 26 家。2015 年，公司服务客户超过 1.2 万家，检测样本超过 5500 万。我们预计到 2015 年末，公司盈利实验室达到 12 家，预计到 2016 年末，公司盈利实验室将达到 16 家。连锁化的独立实验室经营风险主要来自新建实验室的亏损，我们认为公司的独立实验室布局已经进入经营的良性循环期，随着未来盈利实验室的增多，公司的业绩将持续高增长。

(二) 定增过会，加码从渠道整合到产业融合的行业并购

- 公司 15 年与北京、广州、浙江的优秀渠道商进行战略整合或达成战略合作，并在今年年初收购了新疆元鼎、云南盛时科华，以产品带动服务，未来有望在当地嫁接公司成熟的“服务+产品+运营管理”整体解决方案。通过整合当地渠道商，公司一方面丰富了诊断产品，覆盖了罗氏、希森美康、欧蒙、梅里埃、Sebia 等产品线，一方面共同发展区域独立医学实验室。我们认为公司年初定增过会，10 亿现金将有助于公司后期进行更多的行业并购整合。

(三) 商业模式求新求变，满足分级诊疗需求

- 二级以下医疗机构占公司总客户的 65% 以上，公司尝试通过与医疗机构合作共建或委托运营管理检验科、区域整体医疗资源整合式打包服务、区域公共检测平台等，在第三方检验模式上求新求变，以满足分级诊疗的需要。

(四) 技术上转型升级，打造七大平台，探索高端资源合作

- 公司面临由大普检向普检+特检均衡发展技术转型，在原有 1500 余项检测项目的基础上，新增诊断项目 500 项，整合技术与业务合作资源，着重

建设基因测序、质谱、FISH 平台、分子病理、数字 PCR、基因芯片等高精尖诊断技术平台。

- 公司未来将重点打造七大技术平台，包括大遗传平台、精准医疗平台、大病理平台、慢性病平台、大妇幼平台、营养代谢与内分泌平台、感染性疾病平台。
- 2015 年，公司在特检项目上，包括分子遗传、肿瘤个性化用药、质谱维生素 D 等项目上均有 100% 以上的增幅。
- 公司借助特检平台的研发技术优势，推动与大型三甲医院合作共建精准医疗实验室、精准医疗咨询门诊、病理远程会诊平台、特殊队列生物样本资源管理库与医疗大数据分析等，在新技术的临床实践、技术转化临床验证与精准治疗等方面均获得高端资源的合作。

(五) 围绕检测领域，积极布局新业态

- **1. 布局健康体检行业，抢占 B2C 入口**
- 公司与韩国 SCL 集团合资设立的韩诺健康，15 年减亏，我们认为 16 年有望实现盈利。韩诺体检重点打造韩国无痛内窥镜、基因检测及功能医学等特色体检项目，并搭建与国内外高端医院的绿色快速转诊平台；
- 此外，结合公司去年打造的浙江美生“D2B2C”私人家庭健康管理服务平台，对会员（即 C 端）提供家庭医生式的健康管理服务和全程医疗跟踪服务，我们认为公司正加速布局健康体检行业，抢占 2C 端入口。
- **2. 司法鉴定领域连锁布局推进，打造权威证据科学鉴定平台**
- 2015 年，全国经司法行政机关审核登记的司法鉴定机构共完成司法鉴定数比上年增长 12%，迪安司法鉴定业务量比上年增长 43.77%；
- 当前公司已取得杭州、上海、甘肃、安徽等地区相关司法鉴定资质，后续将快速推进连锁布局规划，有望成为司法鉴定行业第一家连锁发展机构。
- **3. 携手泰格医药，成立中心实验室**
- 迪安诊断与泰格医药的中心实验室观合医药，于今年年初成立，按照美国 CAP 和 ISO15189 要求建立质量体系，为客户提供研究方案设计，为研究中心提供检测服务，及相配套的实验物资、临床研究中心实验室项目管理、标本管理与长期储存、样本物流服务、实时在线报告服务、数据分析与转移及系统对接等服务。
- **4. 打造专业第三方冷链物流一站式服务提供商**
- 15 年公司组建“深海冷链物流”公司，专注于临床标本、诊断试剂、医药、实验动物、疫苗、高致病菌株等领域的冷链运输，打造专业第三方冷链物流一站式服务提供商。
- **5. 借助体外产业基金，围绕检测领域积极培育新业态**
- 公司当前主要有三个产业并购基金，韩国 DIAN—SV 医疗健康产业基金、高特佳医疗健康产业基金、蓝桂医疗产业并购基金，目前投资着眼于干细胞治疗、POCT 产品、CRO 临床检验、化学发光免疫、基因测序等围绕检测领域兴起的新业态。

投资建议：

- 预计公司 16~18 年实现净利润 2.65 亿、3.67 亿、5.12 亿，增发摊薄后 EPS 分别为 0.87、1.21、1.69 元，维持"买入"评级。

风险提示：

- 渠道商整合风险；独立实验室跨区域整合风险；其他新型商业模式对独立实验室的冲击；政策风险。

损益表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	1,015	1,335	1,858	2,884	3,951	5,003
增长率		31.5%	39.2%	55.2%	37.0%	26.6%
主营业务成本	-639	-848	-1,233	-1,833	-2,510	-3,139
% 销售收入	62.9%	63.5%	66.4%	63.5%	63.5%	62.7%
毛利	377	487	625	1,051	1,442	1,864
% 销售收入	37.1%	36.5%	33.6%	36.5%	36.5%	37.3%
营业税金及附加	-2	-2	-3	-5	-7	-9
% 销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-116	-134	-164	-254	-348	-450
% 销售收入	11.4%	10.1%	8.8%	8.8%	8.8%	9.0%
管理费用	-150	-202	-263	-409	-561	-750
% 销售收入	14.8%	15.2%	14.1%	14.2%	14.2%	15.0%
息税前利润 (EBIT)	109	148	194	383	526	655
% 销售收入	10.7%	11.1%	10.5%	13.3%	13.3%	13.1%
财务费用	2	3	-23	-80	-74	-25
% 销售收入	-0.2%	-0.2%	1.2%	2.8%	1.9%	0.5%
资产减值损失	-2	-3	-3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-1	3	26	26	0	0
% 税前利润	n.a	1.7%	12.1%	7.8%	0.0%	0.0%
营业利润	108	150	195	328	452	630
营业利润率	10.7%	11.3%	10.5%	11.4%	11.4%	12.6%
营业外收支	3	2	16	0	0	0
税前利润	112	152	210	328	452	630
利润率	11.0%	11.4%	11.3%	11.4%	11.4%	12.6%
所得税	-22	-24	-32	-59	-81	-113
所得税率	19.4%	16.1%	15.0%	18.0%	18.0%	18.0%
净利润	90	128	179	269	371	516
少数股东损益	4	3	4	4	4	4
归属于母公司的净利润	86	125	175	265	367	512
净利率	8.5%	9.3%	9.4%	9.2%	9.3%	10.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	90	128	179	269	371	516
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	30	39	56	53	60	69
非经营收益	-3	-4	10	175	103	40
营运资金变动	-42	-45	-113	-39	-141	-142
经营活动现金净流	75	118	131	458	392	483
资本开支	-47	-124	-151	-286	-84	-95
投资	-13	-15	-582	-1	0	0
其他	0	10	8	26	0	0
投资活动现金净流	-60	-129	-725	-262	-84	-95
股权募资	0	43	46	0	-20	0
债权募资	29	101	507	1,878	-1,785	-149
其他	-50	-97	-38	-105	-103	-40
筹资活动现金净流	-21	46	515	1,773	-1,908	-188
现金净流量	-6	35	-78	1,970	-1,600	200

资产负债表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	272	309	230	2,200	600	800
应收款项	272	384	638	801	1,098	1,390
存货	71	89	202	216	296	370
其他流动资产	16	20	74	103	141	176
流动资产	631	801	1,145	3,320	2,134	2,736
% 总资产	77.8%	72.2%	49.9%	72.1%	62.0%	67.2%
长期投资	12	15	435	436	435	435
固定资产	78	154	283	300	315	331
% 总资产	9.6%	13.9%	12.3%	6.5%	9.1%	8.1%
无形资产	58	87	331	548	558	568
非流动资产	180	308	1,148	1,285	1,310	1,336
% 总资产	22.2%	27.8%	50.1%	27.9%	38.0%	32.8%
资产总计	811	1,109	2,292	4,606	3,444	4,071
短期借款	30	131	571	2,461	676	528
应付款项	131	199	441	542	743	933
其他流动负债	55	70	129	195	267	336
流动负债	216	400	1,141	3,198	1,686	1,796
长期贷款	0	0	80	80	80	80
其他长期负债	5	7	12	0	0	0
负债	222	407	1,233	3,278	1,766	1,876
普通股股东权益	577	684	927	1,192	1,539	2,051
少数股东权益	13	18	132	136	140	144
负债股东权益合计	811	1,109	2,292	4,606	3,444	4,071

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0.720	0.606	0.648	0.874	1.208	1.688
每股净资产	4.823	3.326	3.435	4.418	5.702	7.601
每股经营现金净流	0.631	0.574	0.486	1.699	1.452	1.790
每股股利	0.200	0.100	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	14.93%	18.22%	18.86%	22.25%	23.83%	24.98%
总资产收益率	10.61%	11.24%	7.63%	5.76%	10.65%	12.59%
投入资本收益率	14.16%	14.93%	9.67%	8.12%	17.72%	19.16%
增长率						
主营业务收入增长率	43.75%	31.48%	39.18%	55.18%	37.03%	26.62%
EBIT增长率	59.43%	36.11%	31.30%	96.87%	37.43%	24.46%
净利润增长率	43.04%	44.71%	40.30%	51.79%	38.23%	39.74%
总资产增长率	14.92%	36.63%	106.74%	100.94%	-25.22%	18.21%
资产管理能力						
应收账款周转天数	80.3	87.4	97.6	97.6	97.6	97.6
存货周转天数	47.9	34.4	43.1	43.1	43.1	43.1
应付账款周转天数	64.8	63.3	77.0	77.0	77.0	77.0
固定资产周转天数	26.9	31.1	33.1	17.0	9.2	4.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-41.05%	-25.30%	39.67%	25.65%	9.29%	-8.78%
EBIT利息保障倍数	-47.2	-52.7	8.6	4.8	7.1	26.1
资产负债率	27.32%	36.70%	53.81%	71.17%	51.26%	46.08%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2014-08-26	增持	43.36	N/A
2	2014-10-23	增持	43.93	N/A
3	2015-01-09	买入	43.93	60.00~65.00
4	2015-01-12	买入	48.32	N/A
5	2015-01-20	买入	54.20	70.00~70.00
6	2015-03-26	买入	77.60	N/A
7	2015-03-31	买入	74.60	90.00~100.00
8	2015-04-09	买入	90.24	N/A

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD