

医药生物

2017 年 07 月 03 日

迪安诊断 (300244)

——第二期员工持股计划（草案）落地，看好公司产品+服务深度整合

报告原因：有信息公布需要点评

增持（维持）

投资要点：

- **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强有力的保证。
- **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。
- **第三方医学检验龙头企业，强者恒强**。目前国内 ICL 行业渗透率仍很低（约 5%），随着分级诊疗及医保控费的政策逐步推进，ICL 需求将加速释放，公司作为第三方医学检验服务龙头企业，规模优势明显，强者恒强。我们维持公司 2017-19 年 EPS 0.69/0.93/1.25 元，同比增长 45%/34%/35%，对应市盈率分别为 46/34/25 倍，维持增持评级。看好公司在医改深入、分级诊疗不断推进下，ICL 市场龙头企业的跨越发展。

- **风险提示**：并购整合风险，新建实验室盈利不达预期，ICL 竞争市场竞争加剧

财务数据及盈利预测

	2016	2017Q1	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	3,824	1,044	5,822	7,373	9,368
同比增长率（%）	105.79	64.31	52.25	26.64	27.06
净利润（百万元）	263	56	380	510	688
同比增长率（%）	50.33	41.16	44.62	34.21	34.90
每股收益（元/股）	0.48	0.10	0.69	0.93	1.25
毛利率（%）	31.5	32.0	32.0	33.0	33.8
ROE（%）	12.6	2.8	15.4	17.1	18.8
市盈率	66		46	34	25

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

市场数据： 2017 年 07 月 03 日

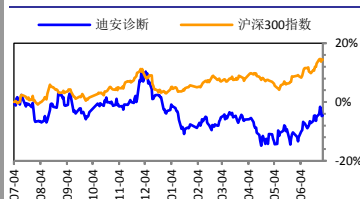
收盘价（元）	31.53
一年内最高/最低（元）	37.6/27.32
市净率	8.6
息率（分红/股价）	0.08
流通 A 股市值（百万元）	10431
上证指数/深证成指	3195.91 / 10535.05

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2017 年 03 月 31 日

每股净资产（元）	3.66
资产负债率%	56.34
总股本/流通 A 股（百万）	551/331
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《迪安诊断（300244）深度：高速成长的第三方医学检验龙头，打造全生态巨舰》
2017/06/20

《迪安诊断（300244）新股定价报告》
2011/07/19

证券分析师

杜舟 A0230514080008
duzhou@swsresearch.com

研究支持

暴晓丽 A0230117050002
baoxl@swsresearch.com

联系人

暴晓丽
(8621)23297818x7251
baoxl@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

附表：公司第二期员工持股计划持有人情况及持有比例

序号	姓名	职位	份额比例
1	郭三汇	华东大区总经理	4.95%
2	叶小聪	华南大区总经理	4.95%
3	王绍辉	华北大区总经理	4.95%
4	任绪义	研发中心总监	4.95%
5	朱勇平	北京地区总经理	2.97%
6	钱旭东	浙江大区总经理	2.97%
7	盛智	云南大区总经理	2.97%
8	杜延	西北大区总经理	2.97%
9	于非	新疆大区总经理	2.97%
10	杨彪	内蒙古大区总经理	2.97%
11	邹春梅	深圳地区总经理	2.97%
12	其他员工		59.41%
合计			100%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

财务摘要

合并损益表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,858	3,824	5,822	7,373	9,368
体外诊断产品	763	2,355	3,854	4,765	5,907
医学诊断服务	1,080	1,420	1,874	2,437	3,168
健康体检	16	41	78	140	238
冷链服务	0	8	16	30	55
营业总成本	1,689	3,450	5,291	6,564	8,251
营业成本	1,233	2,620	3,960	4,937	6,200
体外诊断产品	638	1,783	2,929	3,622	4,490
医学诊断服务	579	796	1,031	1,316	1,711
健康体检	17	32	76	137	226
冷链服务	0	8	18	30	52
营业税金及附加	3	11	17	22	28
销售费用	164	327	501	627	796
管理费用	263	451	757	922	1,171
财务费用	23	34	57	56	56
资产减值损失	3	7	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	26	42	0	0	0
营业利润	195	416	531	809	1,117
营业外收支	16	19	0	0	0
利润总额	210	434	531	809	1,117
所得税	32	96	130	199	274
净利润	179	338	401	610	843
少数股东损益	4	75	21	100	155
归属于母公司所有者的净利润	175	263	380	510	688

资料来源:wind, 申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	179	338	401	610	843
加: 折旧摊销减值	56	87	36	36	36
财务费用	23	37	57	56	56
非经营损失	(14)	(40)	0	0	0
营运资本变动	(112)	(292)	(532)	(422)	(543)
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	131	132	(39)	281	393
资本开支	151	311	65	0	0
其它投资现金流	(336)	(427)	0	0	0
投资活动现金流	(725)	(1,853)	(65)	0	0
吸收投资	46	1,081	0	0	0
负债净变化	507	299	(13)	(7)	(7)
支付股利、利息	40	61	57	56	56
其它融资现金流	1	(86)	5	0	0
融资活动现金流	515	2,028	(65)	(63)	(63)
净现金流	(78)	307	(169)	218	330

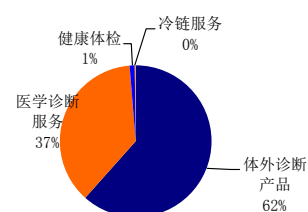
资料来源:wind, 申万宏源研究

关键假设

	2016	2017E	2018E	2019E
产品代理毛利率	16.38%	24.29%	24.00%	24.00%
诊断服务毛利率	46.40%	43.94%	45.00%	46.00%
销售费用率	8.5%	8.6%	8.5%	8.5%
管理费用率	11.8%	13.0%	12.5%	12.5%

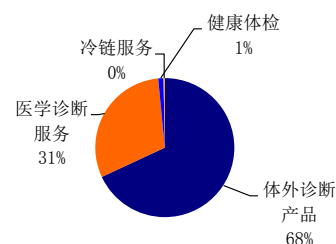
收入结构

2007年收入结构

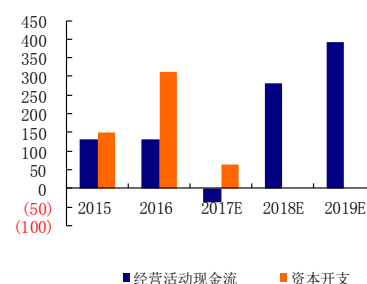


成本结构

2007年成本结构



资本开支与经营活动现金流

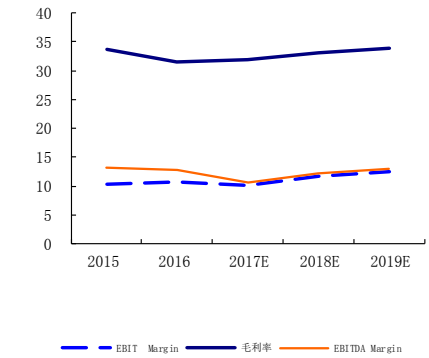


合并资产负债表

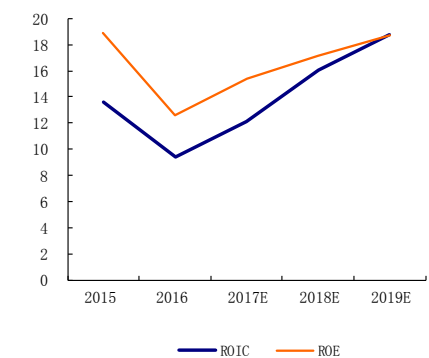
百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,145	2,572	3,365	4,319	5,596
现金及等价物	230	539	371	589	918
应收款项	706	1,558	2,283	2,845	3,569
存货净额	202	464	702	875	1,099
其他流动资产	6	10	10	10	10
长期投资	435	860	860	860	860
固定资产	283	522	550	514	478
无形资产及其他资产	430	1,764	1,764	1,764	1,764
资产总计	2,292	5,718	6,540	7,457	8,698
流动负债	1,141	1,879	2,302	2,616	3,021
短期借款	571	670	664	664	664
应付款项	487	840	1,270	1,584	1,989
其它流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	92	1,293	1,291	1,285	1,278
负债合计	1,233	3,172	3,593	3,900	4,298
股本	270	551	551	551	551
资本公积	183	831	831	831	831
盈余公积	20	27	37	50	68
未分配利润	453	679	1,049	1,546	2,216
少数股东权益	132	458	479	579	734
股东权益	1,059	2,546	2,947	3,557	4,399
负债和股东权益合计	2,292	5,718	6,540	7,457	8,698

资料来源:wind,申万宏源研究

经营利润率(%)



投资回报率趋势(%)

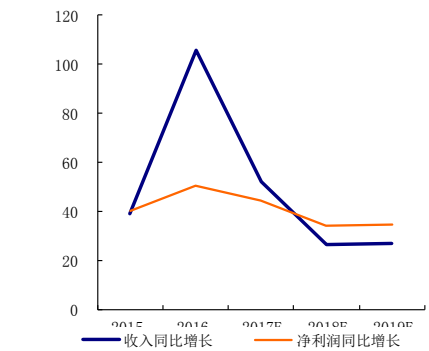


重要财务指标

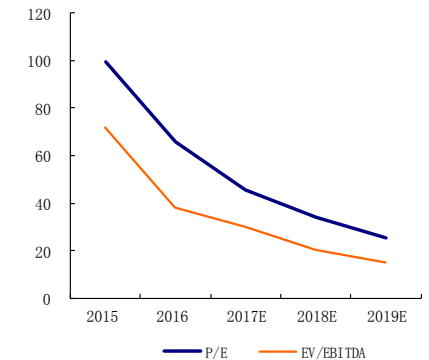
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标(元)					
每股收益	0.32	0.48	0.69	0.93	1.25
每股经营现金流	0.24	0.24	-0.07	0.51	0.71
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	1.68	3.79	4.48	5.40	6.65
关键运营指标(%)					
ROIC	13.6	9.4	12.1	16.1	18.7
ROE	18.9	12.6	15.4	17.1	18.8
毛利率	33.6	31.5	32.0	33.0	33.8
EBITDA Margin	13.2	12.8	10.7	12.2	12.9
EBIT Margin	10.3	10.7	10.1	11.7	12.5
收入同比增长	39.2	105.8	52.3	26.6	27.1
净利润同比增长	40.3	50.3	44.5	34.4	34.8
资产负债率	53.8	55.5	54.9	52.3	49.4
净资产周转率	2.00	1.83	2.36	2.48	2.56
总资产周转率	0.81	0.67	0.89	0.99	1.08
有效税率	17.1	24.6	24.6	24.6	24.6
股息率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
估值指标(倍)					
P/E	99.2	66.0	45.7	34.0	25.2
P/B	18.7	8.3	7.0	5.8	4.7
EV/Sale	9.5	4.8	3.2	2.5	2.0
EV/EBITDA	71.9	38.0	29.7	20.4	15.2

资料来源:wind,申万宏源研究

收入与利润增长趋势(%)



相对估值(倍)



信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、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。