

费用上升导致扣非净利润下滑，依然看好公司投资价值

——达安基因（002030）年报点评

2013年4月1日

强烈推荐/维持

达安基因

中小市值

宋凯

中小市值分析师

执业证书编号：S1480512040001

010-66554087

E-mail: songkai@dxzq.net.cn

事件：

公司30日公布了2012年年报，2012年的营业收入为5.83亿元，同比增长27.35%；营业利润8075万元，同比增长58.80%；利润总额9357万元，同比增长18.66%；归属于母公司净利润9017万元，同比增长32.58%。扣非后公司净利润3467万元，同比下降了23.44%。基本每股收益0.22元。利润分配方案为每10股送一股，派现0.12元（含税）。公司预计2013年一季度母公司净利润区间为2087-2504万元，对应同比增幅在50-80%之间。

公司分季度财务指标

指标	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4
营业收入（百万元）	114.73	118.15	132.49	114.10	147.46	158.84	162.29
增长率（%）	22.10	17.33	34.31	23.77	28.53	34.44	22.49
毛利率（%）	53.90	54.95	54.29	59.68	60.11	55.87	47.69
期间费用率（%）	39.26	41.77	43.73	51.51	50.22	43.37	54.86
营业利润率（%）	17.60	12.89	6.87	9.04	20.10	11.33	14.05
净利润（百万元）	19.49	18.43	18.50	13.91	24.18	22.80	29.26
增长率（%）	22.87	20.91	16.86	19.97	24.11	23.75	58.18
每股盈利（季度，元）	0.05	0.05	0.06	0.04	0.05	0.05	0.07
资产负债率（%）	27.45	27.13	29.44	28.57	24.46	28.19	31.36
净资产收益率（%）	7.13	11.12	14.92	2.79	7.39	11.58	16.95
总资产收益率（%）	5.65	8.77	11.41	2.14	6.32	9.15	11.89

观点：

（1）费用率上升明显，超出我们之前的预期，导致扣非后净利润同比下滑。

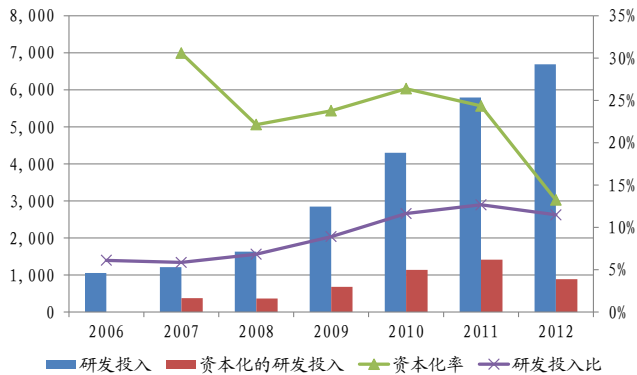
2012年公司扣除非经常性损益后净利润3467万元，同比下降了23.44%，公司费用率上升是导致主营业务下滑的主要原因。报告期内，公司销售费用率为22.80%，同比上升了2.92个百分点；管理费用率25.78%，同比上升了2.73个百分点；财务费用率1.32%，同比上升了0.29个百分点，三项费用率合计49.90%，同比上升了5.93个百分点，公司费用率的上升超过了我们之前的预期。

加大直销投入和ICL基层服务体系，销售费用同比增长46%。报告期内，公司销售费用1.33亿元，同比增长了46%。达安基因主要采取直销模式，2012年公司直销队伍337人，比2011年增加了

27人，人力成本的增加刺激了费用的上升。此外，2012年公司控股子公司高新达安旗下独立实验室因建立社区服务体系，也导致了销售费用的上升。

研发投入呈现“一高一低”特点，管理费用同比增长42.4%。报告期内，公司管理费用1.50亿元，同比增长了42.4%。其中研发投入6688万元，同比增长了15.5%，其中资本化研发投入885万元，费用化研发投入5803万元。我们注意到公司的研发投入呈现“一高一低”的特点——高研发投入、低资本化率。2006年至今，公司每年的研发投入比持续上升，近几年公司的研发投入比均在10%以上，根据我们的统计，这在体外诊断上市公司中，乃至医药上市公司中，都属于比较高的水平。公司在研发投入比上升的同时，研发投入的资本化率一直处于较低水平，前几年在25%左右，整体呈现下降趋势，2012年公司研发投入的资本化率仅为13%。我们认为公司研发投入的特点反应出两点，第一，高研发投入保障了公司在研发领域的优势地位；第二，低资本化率反应了公司稳健的财务风格。所以我们认为公司高企的管理费用虽然侵蚀了净利润，但是从长远来看这样的安排增加了潜在竞争者进入核酸诊断领域的壁垒，同时降低了财务风险。

图表 1：达安基因研发投入和资本化率情况（万元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

(2) 2012年四季度业绩波动较大。

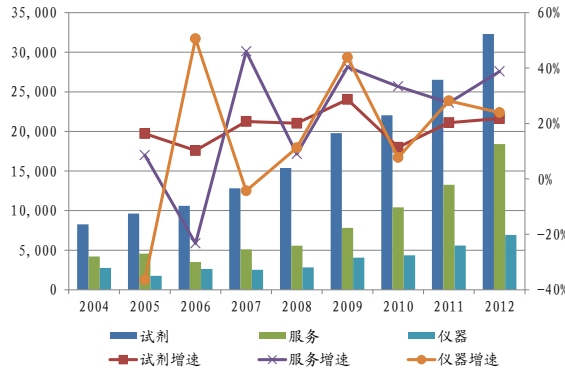
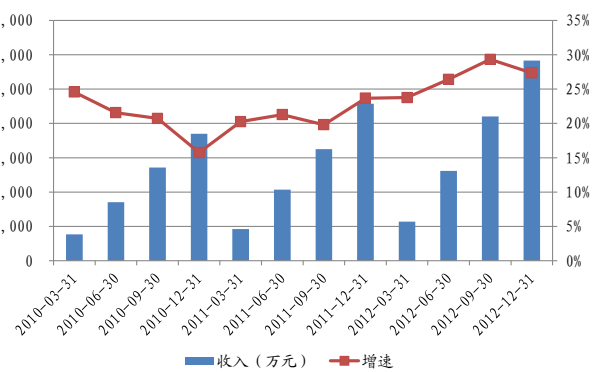
从单季度业绩情况来看，2012年四季度实现营业收入1.62亿元，同比增速22.5%，环比增速2.2%；归属于母公司净利润2926万元，同比增速58.2%，环比增速28.3%；扣非后净利润为亏损103万元。公司2012年第四季度主营业务出现亏损的主要原因有两点：第一，毛利率下滑。第四季度公司毛利率47.69%，同比减少了6.61个百分点。第二，费用率大幅上升。第四季度是公司2012年中费用率最高的一个季度，销售费用率和管理费用率均同比上升了5个百分点以上，三项费用率合计上升了11.1个百分点。这导致了公司第四季度业绩出现了下滑。

(3) 收入增长提速。

公司2012年收入5.83亿元，同比增速27.35%，收入增长呈现出提速的势头。2012年公司分项目业务中，诊断试剂收入3.23亿元，同比增速22%，毛利率65%；ICL业务收入1.84亿元，同比增速39%，毛利率53%；仪器业务收入6924万元，同比增速24%，毛利率18%。

公司最主要的两项业务——诊断试剂和独立实验室——收入增速均有提升，其中ICL业务的增速39%，超过了我们之前35%的预期；诊断试剂业务的增速为22%，略低于我们之前25%的预期。

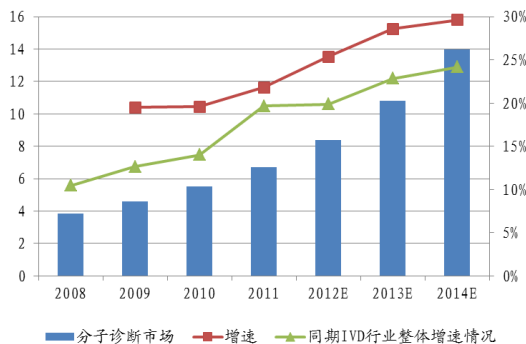
公司从 2011 年开始，收入增速呈现加速势头，2012 年各报告期的收入同比增速均高于 2011 年。我们认为公司收入的提速更值得关注。

图表 2：公司分业务收入和增速情况（万元）

图表 3：达安基因近期收入和增速情况


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

(4) 核酸诊断试剂业务空间巨大。

首先对于诊断试剂业务而言，我们认为未来诊断试剂上市公司的增长速度主要依赖与细分领域的增速。生化和免疫诊断领域的特点在于容量大，壁垒低，对于低基数公司而言比较容易实现收入规模的快速扩张，市场竞争格局也相对容易改变。但是我们认为当其在细分领域市场份额接近 10%以后，很难再通过抢占竞争者的市场份额来实现超越行业的增速了。分子诊断领域的特点是市场容量小，进入壁垒高。达安基因通过构建完善的技术平台进一步增加了行业的进入壁垒，外来竞争者很难抢占该领域龙头公司的份额，市场竞争格局相对稳定。根据我们的判断，核酸诊断是国内 IVD 行业中最具活力的领域，在医疗水平提升、医保支付能力的提升和个体化医疗发展三大动力的推动下，其未来增速在 25-30%之间。静态的来看，参考全球核酸诊断在 IVD 行业中的占比情况，国内尚有 60%的市场空间有待开发。所以我们看好达安基因试剂业务未来的增长空间。

图表 4：国内分子诊断和 IVD 行业增速及预测


资料来源：中原药械网，东兴证券研究所

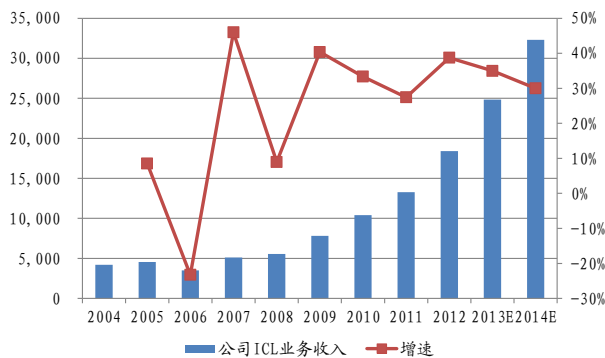
达安基因的诊断试剂业务增速没有超越细分领域的平均增速，主要原因以下几点：第一，公司本身体量较大，目前公司掌握了临床 PCR 试剂 60%左右的市场份额，较大的基数限制了公司的成长性。

第二，产品结构问题。公司一半以上核酸诊断产品为病毒性肝炎试剂，这一市场受累于乙肝强制检测的取消，市场增速在 15-20% 之间（用于乙肝检测的免疫诊断市场规模大幅萎缩）。而核酸诊断行业中增速较高的基因测序、基因芯片和个体化医疗等细分领域的产品销售规模较小，对公司整体业绩的拉动作用有限。以上两点原因造成目前公司诊断试剂业务低于核酸诊断行业平均增速。

（5）独立实验室业务扩张明显，加强基层网络建设。

报告期内公司医疗服务业务收入 1.84 亿元，同比增速 39%，比 2011 年上升了 12 个百分点；毛利率 53%，同比上升了约 1.5 个百分点。

图表 5：公司独立医学实验室收入和增速情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

单个独立实验室方面，公司旗下 8 家实验室，上海达安收入下滑，最大的单个独立实验室广州达安的收入规模达到 9960 万元，同比增长 20.5%。其他规模较小的独立实验室中，我们注意到成都高新达安从 2009 年成立以来，经过 3 年的发展收入规模达到 2602 万元，取代了上海达安，成为公司第二大单个实验室。此外，合肥和昆明的独立实验室业绩也实现了高速增长，并且亏损额呈现降低的态势。

公司的 ICL 业务扩张主要通过自建网点的模式，这与迪安诊断不同，迪安诊断凭借资本优势采用收购股权的模式进行异地扩张。股权收购扩张的特点是可以以被收购方已有的设备、人员和销售网络为基础，收购方输入先进的管理制度，在较短的时间内实现盈利。而自建网点的特点是资金需求量相对较低，公司可以实现完全控股，但是从正式运营到形成一定规模，以及达到盈亏平衡点需要较长的时间，我们估计这一过程在 3-4 年的时间。成都达安运营了 4 年，南昌达安、合肥达安运营了 3 年，昆明达安和泰州达安运营了 2 年，从时间上来看，我们认为 2013 年公司的 ICL 业务可以实现整体盈利。

达安基因走的是全产业链道路，而业内最大的公司广州金域是单纯实验室业务，其净利润率水平在 5% 左右，所以从供应链的角度来看，未来达安基因的 ICL 业务有可能实现更高的净利润率，我们预计在公司现有 8 家独立实验室规模不变的假设下，未来 2-3 年公司的独立医学实验室整体净利润率有望达到 6-7% 的水平。

图表 6：达安基因旗下独立实验室业绩

单位：万元		2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
广州达安	收入	6,155.70	8,112.47	8,262.86	9,960.41
	增速	22.36%	31.79%	1.85%	20.54%
	净利润	348.47	424.31	-48.11	-264.02
	增速	196.07%	21.76%	-	-
上海达安	收入	894.23	1,801.01	2,308.47	1,539.68
	增速	159.39%	101.40%	28.18%	-33.30%
	净利润	-319.14	-193.83	-47.69	-651.29
	增速	-	-	-	-
成都高新达安	收入	12.27	560.14	1,322.55	2,602.02
	增速	-	4465.12%	136.11%	96.74%
	净利润	-56.52	35.18	-71.14	-108.23
	增速	-	-	-	-
南昌达安	收入	-	166.28	587.34	867.05
	增速	-	-	253.22%	47.62%
	净利润	-2.97	-78.96	-21.33	-54.30
	增速	-	-	-	-
合肥达安	收入	-	112.70	694.88	1,343.58
	增速	-	-	516.57%	93.35%
	净利润	-34.81	-79.60	-171.77	-25.56
	增速	-	-	-	-
昆明高新达安	收入	-	-	29.24	443.69
	增速	-	-	-	1417.42%
	净利润	-	-1.23	-71.68	-58.10
	增速	-	-	-	-
泰州高新达安	收入	-	-	103.67	502.01
	增速	-	-	-	384.24%
	净利润	-	-	-105.69	-172.15
	增速	-	-	-	-
济南达安	收入	-	-	-	0.00
	增速	-	-	-	-
	净利润	-	-	-	-201.94
	增速	-	-	-	-

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

此外，我们注意到报告期内公司销售费用大幅增长，以及经营现金流大幅减少的原因之一是加强了独立实验室业务的基层服务网络建设。我们认为这是公司 ICL 业务渠道下沉的一个重要信号。基层医疗机构的市场潜力巨大，是目前 ICL 行业第二大业务市场。这一市场相对二级医院而言更为分散，对企业的物流管理和成本控制要求更高，能否提供灵活多样和多层次的服务是开辟这一市场的关键因素。

（6）投资收益和科研补助是公司技术平台和研发价值的体现。

首先，我们认为投资收益体现了公司技术平台的价值。公司 2012 年投资收益中的重要一项为转让安必平股权，2013 年公司将继续转让安必平 20% 股权，确认投资收益 6100 万元。安必平 2012 年实现收入 1.1 亿元，同比增长 25%，净利润 3676 万元，同比增速 39%。公司在出让股权之前，安必平是公司病理诊断领域的技术平台，公司在研发和产品上给予了安必平大力支持，此次达安基因转让安必平股权目的在于为其独立上市铺路。所以我们认为出售安必平股权获得的投资收益是公司实施全产业链战略和多技术平台的价值体现。

除了安必平外，公司旗下主要技术平台还包括食品安全领域的广东达元、定量免疫技术平台达瑞抗体、传统免疫诊断平台中山生物工程、生化诊断技术平台达泰有限、产业投资平台达安投资、ICL 平台高新达安和医疗器械领域的佛山达安。

其次，营业外收入（政府科研补助）体现了公司研发型企业的价值。达安基因的研发投入比是目前国内 IVD 行业上市公司中最高的。2006 年以来，公司研发费用逐年上升，研发投入比由 2006 年的 6% 上升到 2011 年超过 12%，不但远远领先于同行业公司，这在 A 股市场的医药企业中也属于较高水平。体外诊断行业是一个多学科交叉的领域，是新技术研发最活跃的领域之一，保持对行业内新技术的紧密跟踪是相关企业长期发展的基石。

公告显示，公司旗下达瑞抗体又获得了 6 项医疗器械注册证，均为定量免疫诊断产品。根据我们统计，从 2007 年下半年至今，公司已经累计取得了 66 个医疗器械新产品证书，其中核酸诊断试剂 32 个，免疫诊断试剂 34 个。2010 年公司获得用于血筛的核酸诊断试剂盒的药品批文。同时，公司目前已经拥有了 17 个通过了欧盟 CE 认证的 PCR 产品。

图表 7：2007 年底至今公司新产品批件数量

申请主体	产品类别	新产品数量
达安基因（母公司）	核酸诊断（PCR，FISH）	33
	免疫荧光	11
	CE 认证产品（PCR）	17
中山生物工程	免疫诊断（酶免，胶体金）	11
达瑞抗体	时间分辨免疫荧光	12

资料来源：Wind，东兴证券研究所

盈利预测与投资评级：

我们预计公司 2013-2014 年每股收益分别为 0.32 元和 0.41 元，净利润同比增速分别为 49% 和 25%，对应目前动态 PE 分别为 28 倍和 22 倍，继续给予公司“强烈推荐”的评级。

风险提示：

ICL 基层市场低于预期；费用进一步上升。

图表 8：达安基因利润预测（单位：万元）

	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
营业收入	36,997	45,756	58,269	74,935	97,740
增长率	15.76%	23.68%	27.35%	28.60%	30.43%
营业成本	15,288	20,434	25,983	32,536	40,787
毛利率	58.68%	55.34%	55.41%	56.58%	58.27%
营业税金及附加	-114	253	386	497	648
营业税率	-0.31%	0.55%	0.66%	0.66%	0.66%
销售费用	6,848	9,097	13,283	16,823	21,503
管理费用	10,118	10,548	15,022	17,572	19,548
财务费用	452	472	769	974	1,173
期间费用率	47.08%	43.97%	49.90%	47.20%	43.20%
资产减值损失	234	397	356	354	376
投资净收益	80	531	5,606	7,000	1,500
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-36	518	4,225	100	572
营业利润	4,251	5,085	8,075	13,179	15,205
增长率	2.01%	19.63%	58.80%	63.20%	15.38%
加：营业外收入	2,754	2,819	1,315	1,100	3,100
减：营业外支出	17	19	33	23	26
其中：非流动资产处置净损失	9	3	9	0	0
利润总额	6,987	7,886	9,357	14,256	18,279
增长率	21.87%	12.85%	18.66%	52.35%	28.22%
减：所得税	1,157	1,160	760	1,212	1,707
所得税率	16.55%	14.71%	8.12%	8.50%	9.34%
净利润	5,831	6,725	8,597	13,044	16,572
减：少数股东损益	186	-76	-419	-400	-300
归属于母公司所有者的净利润	5,645	6,801	9,017	13,444	16,872
增长率	19.21%	20.47%	32.58%	49.11%	25.50%
基本每股收益(元)	0.20	0.20	0.22	0.32	0.41

资料来源：Wind，东兴证券研究所

分析师简介

宋凯

中小市值研究员，制药工程专业硕士，研究方向为药物的有机合成。先后任职于天相投顾和中邮证券。2011年加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和責任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。