

ICL高速增长，主要实验室盈利能力提升

2013年3月26日

推荐/维持

迪安诊断

中小市值

——迪安诊断（300244）2012 年年报点评

宋凯

中小市值分析师

执业证书编号：S1480512040001

songkai@dxzq.net.cn 010-66554087

事件：

公司公布了 2012 年年报，报告期内公司实现营业收入 7.06 亿元，同比增长 46.42%；营业利润 7160 万元，同比增长 54.22%；利润总额 7326 万元，同比增长 49.55%；归属于母公司净利润 6019 万元，同比增长 42.6%。扣非后归属于母公司净利润 5833 万元，同比增长 44.36%。基本每股收益 0.65 元。利润分配方案为每 10 股派现 1 元（含税），每 10 股转增 3 股。公司公布了 2013 年一季度业绩预告，净利润同比增速 20-40%。

公司分季度财务指标

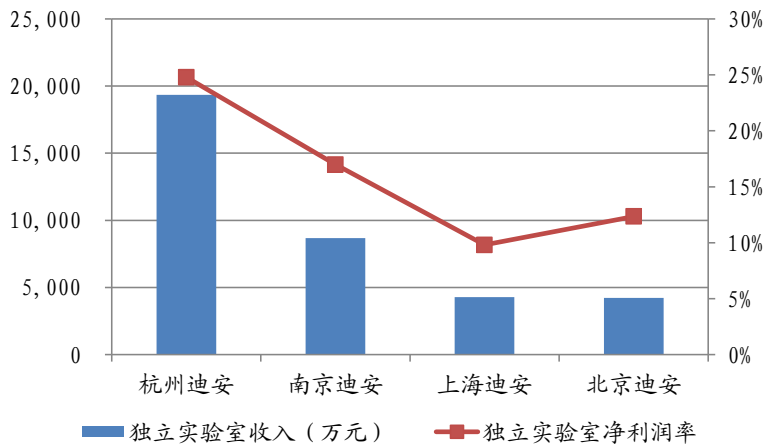
指标	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4
营业收入（百万元）	129.45	127.23	139.16	125.95	190.10	192.31	198.07
增长率（%）	40.01	38.17	43.97	45.39	46.85	51.15	42.33
毛利率（%）	36.57	29.98	37.62	35.10	36.38	32.06	39.01
期间费用率（%）	24.44	23.59	26.75	24.47	23.53	25.04	26.80
营业利润率（%）	11.40	5.93	10.49	9.83	12.24	6.47	11.86
净利润（百万元）	13.19	7.82	11.77	12.11	18.59	11.05	18.44
增长率（%）	36.37	38.21	16.54	28.46	40.88	41.37	56.67
每股盈利（季度，元）	0.37	0.19	0.23	0.24	0.09	0.12	0.20
资产负债率（%）	35.61	17.27	20.59	19.47	26.65	24.22	25.32
净资产收益率（%）	13.88	10.08	13.70	2.58	6.50	8.74	12.37
总资产收益率（%）	10.00	8.32	10.76	2.20	5.63	7.21	10.36

评论：

- **独立实验室业务增速超过 50%，毛利率提升。**报告期内，公司的独立实验室业务实现营业收入 4.14 亿元，同比增速 52.18%；毛利率为 46.53%，同比上升了 2.29 个百分点。诊断试剂代理业务实现收入 2.92 亿元，同比增长了 38.95%；毛利率为 20.37%，同比减少了 2.38 个百分点。
- **公司整体净利润率保持稳定。**2012 年公司归属于母公司净利润 6019 万元，同比增长 43%。公司整体净利润率 8.52%，同比略减 0.23 个百分点。从分业务情况来看，公司独立实验室整体毛利率上升，旗下主要实验室的净利润率均有明显提升。所以我们预计公司整体净利润率的下降是由于诊断试剂代理业务的盈利能力下降所致。

- **原有独立实验室盈利能力持续增强，新增三家实验室尚未盈利。**报告期内公司旗下主要独立实验室盈利能力持续增强，杭州临检中心收入 1.93 亿元，同比增长了 48.50%；净利润 4794 万元，同比增长了 76.34%；净利润率 24.79%，同比上升了 3.91 个百分点。南京迪安和上海迪安收入分别为 8675 万元和 4289 万元，同比增速分别为 37%和 39%，净利润率分别达到了 17%和 9.8%。此外，北京迪安是其旗下进步最快的实验室，2012 年北京迪安收入 4229 万元，同比增长了 64%，净利润 522 万元，同比增长了 116%；净利润率 12.35%，同比上升了 2.98 个百分点。

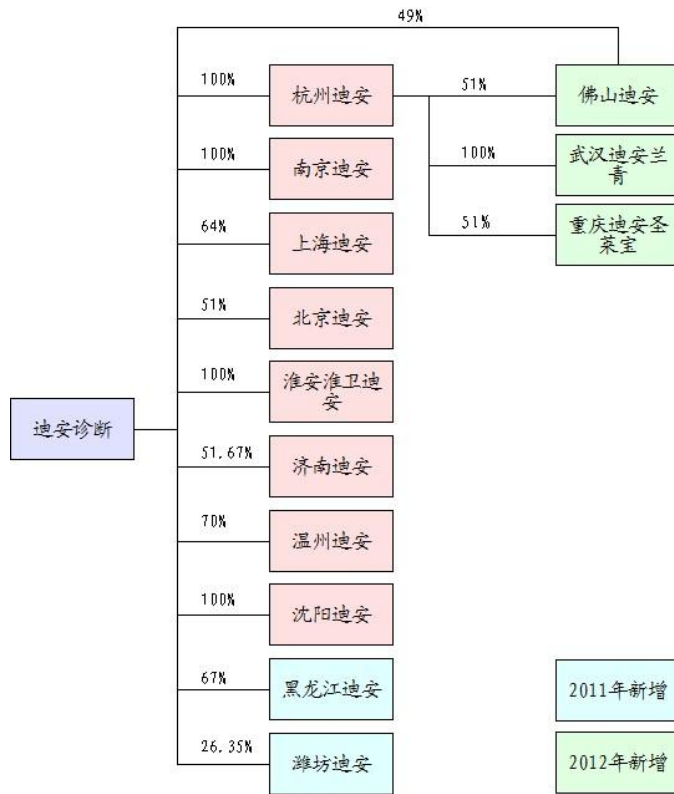
图表 1：2012 年公司旗下主要独立实验室收入和净利润率



资料来源：公司公告，东兴证券

2012 年公司新增了三家独立实验室，分别为佛山迪安、武汉迪安兰青和重庆迪安圣莱宝。报告期内这三家公司均处于亏损状态，佛山迪安净利润为亏损 549 万元，武汉兰青亏损为 14 万元，重庆圣莱宝亏损 27 万元。迪安诊断的异地扩张策略基本上采用的股权收购的方式。收购标的原有的盈利能力较弱，我们预计通过公司对收购标的的资源整合和管理改进，这些新增的独立实验室将有可能在较短的时间内实现扭亏为盈。

图表 2：迪安诊断旗下独立实验室情况



资料来源：Wind，东兴证券

- 积极扩展产业链，向专业化道路发展或成未来亮点。** ICL 企业可以通过产业链延伸和向专业化道路发展来增强自身的风险抵抗力，迪安诊断已经开始在这两方面有所动作。产业链延伸方面，公司旗下上海迪安与 BARC 将在新药研发外包（CRO）的临床试验领域开展紧密合作；在专业化方面，公司与北京欧蒙生物技术签署战略合作协议，双方拟在建立特殊项目检测实验室、诊断试剂经销领域开展紧密合作；上海迪安与上海复旦临床病理诊断中心签署了《病理诊断业务战略合作协议》，我们认为公司的这项战略合作协议是在向专业化道路发展，是未来的投资亮点。
- 股权激励显示管理层信心。** 根据公司股权激励草案，拟向被激励对象授予共计 300 万份股票期权，占公司总股本的 3.26%。行权价格 31.38 元/股。激励对象包括公司中高层管理人员和核心业务（技术）人员共计 273 人，不包括公司的董事（含独立董事）、监事，以及持股 5% 以上的主要股东或实际控制人及其配偶、直系亲属。业绩方面，如果达到行权条件，公司 2013-2015 年的净利润平均复合增速至少为 30%。我们认为公司的股权激励草案显示了管理层对公司未来发展的信心。公司在 ICL 行业内具有比较明显的管理优势，旗下独立实验室规模效应明显，收入规模的扩张能够明显带动净利润率的提升，目前公司除了杭州、南京、上海和北京的实验室外，其他独立实验室规模都比较小，我们预计未来随着这些实验室规模的提升，将进一步带动公司医疗服务业务整体盈利能力的提升。

盈利预测与投资建议

我们预计公司 2013-2015 年每股收益分别为 0.85 元、1.10 元和 1.43 元，对应目前的动态 PE 分别为 40 倍、31 倍和 24 倍。公司在 ICL 行业中具有资本优势和管理优势，未来旗下单个实验室还具有比较大的提升空间。但是我们

认为目前规模化模式的独立实验室面临着比较严重的同质化竞争局面，由于中美两国医疗制度和医院结构的根本区别，我们谨慎看待国内基层医院市场未来检验外包业务的增速，所以给予公司“推荐”的评级。

风险提示

代理业务盈利能力下降；旗下单个实验室净利润增速低于预期。

图表 3：迪安诊断主要利润指标预测

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业总收入	48,247	70,642	96,195	128,680	168,817
<i>增速</i>	40.55%	46.42%	36.17%	33.77%	31.19%
营业总成本	43,605	63,482	86,859	116,551	153,059
营业成本	31,421	45,414	61,660	81,215	105,381
<i>毛利率</i>	34.88%	35.71%	35.90%	36.89%	37.58%
营业税金及附加	227	188	256	342	449
销售费用	5,017	7,911	11,332	16,420	22,368
管理费用	7,310	10,303	14,093	19,122	25,373
财务费用	(386)	(536)	(731)	(836)	(844)
<i>期间费用率</i>	24.75%	25.03%	25.67%	26.97%	27.78%
资产减值损失	16	202	249	288	332
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	4,642	7,160	9,337	12,130	15,758
<i>增速</i>	37.11%	54.22%	30.41%	29.91%	29.91%
加：营业外收入	388	370	0	0	0
减：营业外支出	132	204	0	0	0
其中：非流动资产处置净损失	14	66	0	0	0
利润总额	4,899	7,326	9,337	12,130	15,758
<i>增速</i>	29.38%	49.55%	27.44%	29.91%	29.91%
减：所得税	741	1,387	1,494	1,941	2,521
<i>所得税率</i>	15.12%	18.93%	16.00%	16.00%	16.00%
净利润	4,158	5,939	7,843	10,189	13,236
减：少数股东损益	(63)	(79)	(20)	50	80
归属于母公司所有者的净利润	4,221	6,019	7,863	10,139	13,156
<i>增速</i>	30.23%	42.60%	30.64%	28.95%	29.76%
<i>净利润率</i>	8.75%	8.52%	8.17%	7.88%	7.79%
每股收益	0.97	0.65	0.85	1.10	1.43

资料来源：公司公告，东兴证券

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责任。

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。