

迪安诊断 (300244.SZ) 保健产品及服务行业

评级：买入 维持评级

公司点评

市场价格(人民币)：57.47 元

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)	17,451.92
年内股价最高最低(元)	149.04/30.12
沪深 300 指数	3209.46

拟收购江西最大规模独立医学实验室、增资杭州迪安，服务+渠道整合再下一城

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

事件

- 2016年5月4日，迪安诊断全资子公司杭州迪安与江西华星医学检验中心签署合作协议，约定在江西华星资产、业务、人员达到转移、整合的特定条件下，杭州迪安将以现金 1.155 亿受让江西华星 55% 股权，控股后暂定更名为江西迪安华星。
- 2016年5月4日，公司公告对杭州迪安增资 1 亿元，增资后注册资本为 4.9 亿，100%控股。

相关报告

- 1.《一季度业绩高增长，看好公司渠道建设和技术平台搭建-迪安诊断公...》，2016.4.21
- 2.《业绩高增长，探索商业新模式、检测新技术-迪安诊断公司点评》，2016.3.15

收购江西华星交易概况

- **公司概况：**江西华星成立于 2005 年，是江西省设立最早、规模最大的综合性独立医学实验室，为各级医疗机构提供专业的医学检验、病理诊断等外包服务，已覆盖江西省近 600 多家医疗机构，当地市场占有率超过 50%。
- **分步收购：**但由于江西华星是个人独资企业，无法通过直接股权转让以变更企业性质，所以公司采取“四步走”的方式来达成此次收购。
- 1.公司在 15 日内支付江西华星实际控制人 1 亿元为保证金，前提是双方签订《管理服务协议》，江西华星委托公司经营管理江西华星的业务，江西华星以管理服务费的名义将其经营利润付给公司。
- 2.江西华星与其实际控制人的合伙企业共同出资设立一个目标公司，主营业务为第三方医学检测业务。
- 3.江西华星将其全部业务转移至目标公司。
- 4.在江西华星将其资产、人员、业务转移完毕，公司将受让其 55% 的股权，转让价格为 1.155 亿。
- **业绩要求：**公司对江西华星的业绩要求为 2016~2018 年主营业务收入不低于 1 亿、1.25 亿、1.56 亿，2016~2018 年复合增速为 25%，在江西华星达成业绩要求的情况下，公司将调整其估值对其补偿。

点评

- 1.江西华星是公司在第三方综合性医学诊断服务中体量最大的收购：2013

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

年~2015 年江西华星实现营业收入 5480 万、6725 万、8300 万，江西华星的业务体量是国内单体实验室中体量较大的。公司不是第一次收购综合性的独立医学实验室，此前收购过武汉、重庆医学实验室，但此次收购是公司目前为止，在综合性医学诊断业务中发起的体量最大的收购。截止 2015 年年底，迪安诊断已建成和在建设中的实验室超过 26 家，江西华星的体量估计在公司当前所有的独立医学实验室中排在前列，公司几个大的独立医学实验室，如杭州、南京、北京、上海的规模均在 1 亿元以上。通过此次收购，公司迅速实现在江西省的实验室网点布局，获得该区域的市场领先优势，进一步完善了在华东地区的战略布局，继续巩固在第三方医学诊断领域的龙头地位。

- **2.再度增资杭州迪安，进一步提升子公司运营能力：**杭州迪安是公司医学实验室板块中最重要的子公司，其 2015 年贡献营业收入 3.4 亿，净利率 24%，是公司旗下最大的独立第三方医学实验中心。杭州迪安自 2008 年~2015 年实现了 30%的年复合增速。此前，公司曾在 2 月份对杭州迪安增资 2 亿，此次再度增资有助于进一步提升子公司业务承接与运营能力，提高公司在独立医学实验室市场的核心竞争力。
- **3.公司加码外延并购，服务+渠道双向整合持续推进：**第三方医学服务方面，公司自去年以来，持续收购了包括以 NIPT 为特色的博圣生物 25%的股权，此次收购综合性的第三方医学中心江西华星，进一步推进在医疗服务方面的布局工作；渠道商整合方面，公司 15 年与执信、福瑞达等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。“服务+渠道”双向整合以产品带动服务，一方面丰富了诊断产品，一方面共同发展区域独立医学实验室。
- **4.继续看好公司的技术平台搭建和各项创新业务的发展前景：**公司正面临由大普检向普检+特检均衡发展的技术转型关口，公司去年在原有 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。
- 公司在稳步推进实验室布点、加速渠道商整合的同时，围绕第三方实验室开展的其他业务模块也齐头并进，包括”大遗传+肿瘤“诊断平台、远程病理会诊平台、健康体检、CRO 中心实验室、冷链物流、司法鉴定、第三方影像中心等。

投资建议

- 暂不考虑此次收购，预计公司 16~18 年实现净利润 2.65 亿、3.67 亿、5.12 亿，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；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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-01-09	买入	43.93	60.00~65.00
2	2015-01-12	买入	48.32	N/A
3	2015-01-20	买入	54.20	70.00~70.00
4	2015-03-26	买入	77.60	N/A
5	2015-03-31	买入	74.60	90.00~100.00
6	2015-04-09	买入	90.24	N/A
7	2016-03-15	买入	51.98	N/A
8	2016-04-21	买入	55.02	N/A

来源：国金证券研究所

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



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 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

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%以上。

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为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