

2016年10月11日

# 迪安诊断 (300244.SZ)

## 动态分析

### 独立医学实验室加速扩张，新业务布局多点开花

#### 投资要点

- ◆ **医学诊断布局持续推进，网络逐渐下沉至基层：**公司加速推进“4+4”的扩张战略，2016年已建或在建实验室覆盖的新区域包括：江西、宁夏、内蒙、新疆、四川、福建等地，以及在浙江、山东等地积极推动二级区域中心建设，网络下沉更有利于全面覆盖与快速服务于基层医疗机构。预计2016年新增实验室将达到10家，2016年末实验室网络布局将达到30家。第三方独立诊断实验室的持续扩张及下沉奠定了诊断服务收入的大幅增长，我们认为诊断服务将维持30%以上的增速。
- ◆ **渠道为王，持续扩张：**公司持续巩固“服务+产品”双轮驱动战略，以产品代理打通医院渠道。公司率先在IVD行业内推动渠道整合战略，目前已通过战略投资整合了浙江、北京、新疆、云南、内蒙、陕西、广州等地的IVD代理商，外延扩张明显提速，渠道优势得到进一步的巩固，将会为业绩带来巨大贡献。
- ◆ **转型“医学诊断整体化服务提供者”，大力发展新业务：**公司积极推动从“服务+产品”双轮驱动战略向“医学诊断整体化服务提供者”战略转型，加速新业务发展：今年1月，与泰格医药共建CRO中心实验室，涉足CRO领域；健康体检领域分别合资设立韩诺健康、浙江颐和健康管理公司，收购浙江美生，上半年已实现收入1262万元；司法鉴定方面公司拥有全资子公司浙江迪安司法鉴定中心，公司未来三年连锁机构网点布局有望超过十家；深海冷链物流方面，公司下设全资子公司“深海冷链”，目前已取得第三类医疗器械经营许可证，逐步开始探索和承接其他医疗结构的存储和运输，预计下半年有望开始向其他医疗机构提供相关服务；牵手阿里健康，共同探索“独立检验机构互联网运作模式”。
- ◆ **投资建议：**我们预测公司2016年至2018年每股收益分别为0.41、0.66和0.88元，给予增持-A建议，6个月目标价34.85元，相当于2016年85倍动态市盈率。
- ◆ **风险提示：**竞争加剧，新业务开展低于预期

#### 财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	1,335.1	1,858.2	3,066.0	4,292.4	5,837.7
同比增长(%)	31.5%	39.2%	65.0%	40.0%	36.0%
营业利润(百万元)	150.2	194.5	310.0	454.0	618.8
同比增长(%)	38.8%	29.5%	59.3%	46.5%	36.3%
净利润(百万元)	124.6	174.8	224.2	362.9	486.9
同比增长(%)	44.7%	40.3%	28.3%	61.9%	34.2%
每股收益(元)	0.23	0.32	0.41	0.66	0.88
PE	141.9	101.2	78.9	48.7	36.3
PB	25.9	19.1	13.4	10.8	8.6

数据来源：贝格数据华金证券研究所

医药 | 医疗器械 III

投资评级	增持-A(首次)
6个月目标价	34.85元
股价(2016-10-11)	32.69元

#### 交易数据

总市值(百万元)	18,090.30
流通市值(百万元)	10,861.23
总股本(百万股)	551.03
流通股本(百万股)	330.83
12个月价格区间	28.80/92.99元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.07	-0.78	-21.14
绝对收益	-1.82	-2.15	-21.51

#### 分析师

徐曼  
 SAC 执业证书编号：S0910516020001  
 xuman@huajinsec.cn  
 021-20655643

#### 报告联系人

郑巧  
 zhengqiao@huajinsec.cn  
 021-20655738

#### 相关报告

## 内容目录

一、第三方诊断服务发展势头正猛，各业务收入实现快速增长 .....	3
二、医学诊断布局持续推进，网络逐渐下沉至基层 .....	3
三、渠道为王，持续扩张 .....	4
四、转型“医学诊断整体化服务提供者”，大力发展新业务 .....	5
五、盈利预测 .....	6
六、风险提示 .....	6

## 图表目录

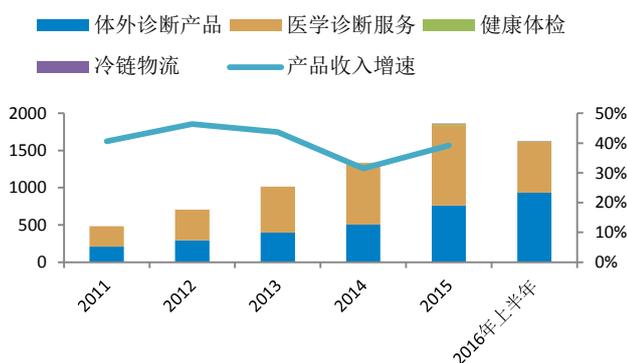
图 1：公司历年营业收入情况（单位：百万元，%） .....	3
图 2：2016 年上半年公司营业收入拆分情况 .....	3
图 3：历年公司医学诊断服务收入占比情况 .....	4
图 4：历年公司毛利率情况 .....	4
图 5：公司渠道布局情况 .....	5
图 6：公司转型“医学诊断整体化服务提供者” .....	6

## 一、第三方诊断服务发展势头正猛，各业务收入实现快速增长

2016年是“十三五”的开局之年，“大健康”产业发生着日新月异的变化。随着医改的持续深化以及医疗消费的不断升级，医疗服务业的内生增长动力依然强劲。面对快速变化的政策及市场环境，公司致力于实验室网络全国覆盖、渠道资源整合、整体化服务模式创新以及技术创新突破四大核心目标，积极推动公司从“服务+产品”双轮驱动战略向“医学诊断整体化服务提供者”战略转型，实现了业务上的不断突破。

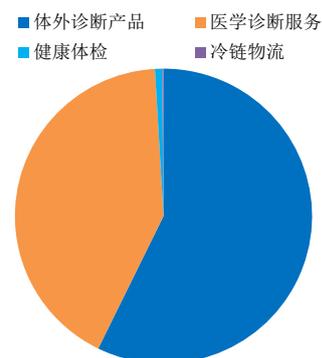
近年来，公司收入均保持较快的增长速度，2011-2015收入同比分别增长40.55%、46.42%、43.75%、31.38%和39.18%，2015年公司收入达到18.58亿元。2016年上半年，公司收入再创新高，公司2016年上半年营业收入16.26亿元，同比上升100.22%，归母净利润1.36亿元，同比上升52.39%。收入分项目看，2016年上半年各项业务收入同比均大幅增长，其中诊断服务收入6.81亿元，同比上升30.46%，诊断产品收入9.32亿元，同比上升223.73%，健康体检收入1262万元，同比上升297.61%，冷链物流收入234万元，同比上升100%，诊断产品和健康体检收入的上升大大提高了公司营业收入的上升。

图1：公司历年营业收入情况（单位：百万元，%）



资料来源：wind，华金证券研究所

图2：2016年上半年公司营业收入拆分情况



资料来源：wind，华金证券研究所

## 二、医学诊断布局持续推进，网络逐渐下沉至基层

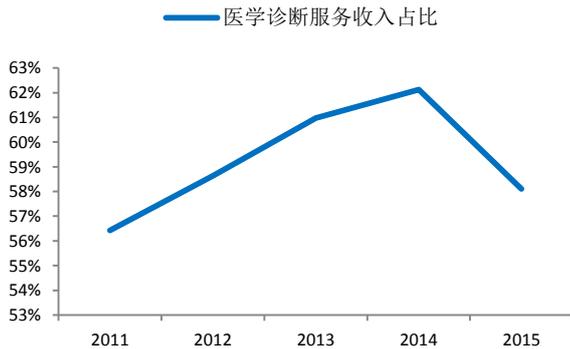
公司加速推进“4+4”的扩张战略，每年以新建或并购方式完成4家实验室的运营，同时启动4家拟建实验室的选址与筹备。2016年已建或在建实验室覆盖的新区域包括：江西、宁夏、内蒙、新疆、四川、福建等地，以及在浙江、山东等地积极推动二级区域中心建设，网络下沉更有利于全面覆盖与快速服务于基层医疗机构。预计2016年新增实验室将达到10家，2016年末实验室网络布局将达到30家。

公司目前为近12000家医疗机构提供服务，可提供2000余项医学检测项目，每日接收样本量超10万个、检测量30万项次，为上亿人提供精准的诊断服务，形成丰富的生物样本资源库与医疗信息大数据库。自2011年至2014年，公司医疗诊断服务收入占比逐年提升，占比均超

过 50%，已经成为公司主要的收入来源。从毛利率水平看，公司医疗诊断服务的毛利率远高于体外诊断产品的毛利率，2015 年公司整体毛利率 33.62%，其中体外诊断产品的毛利率 16.38%，医疗诊断服务的毛利率高达 46.40%。

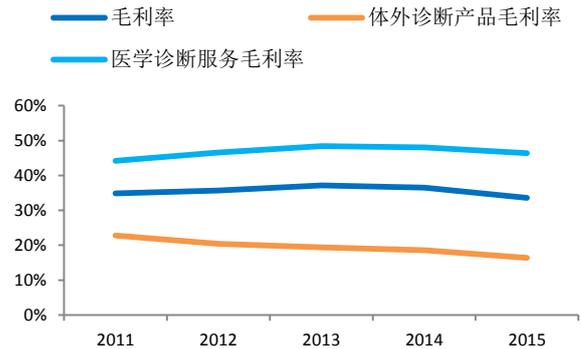
第三方独立诊断实验室的持续扩张及下沉奠定了诊断服务收入的大幅增长，我们认为诊断服务将维持 30%以上的增速。

图 3：历年公司医学诊断服务收入占比情况



资料来源：wind，华金证券研究所

图 4：历年公司毛利率情况

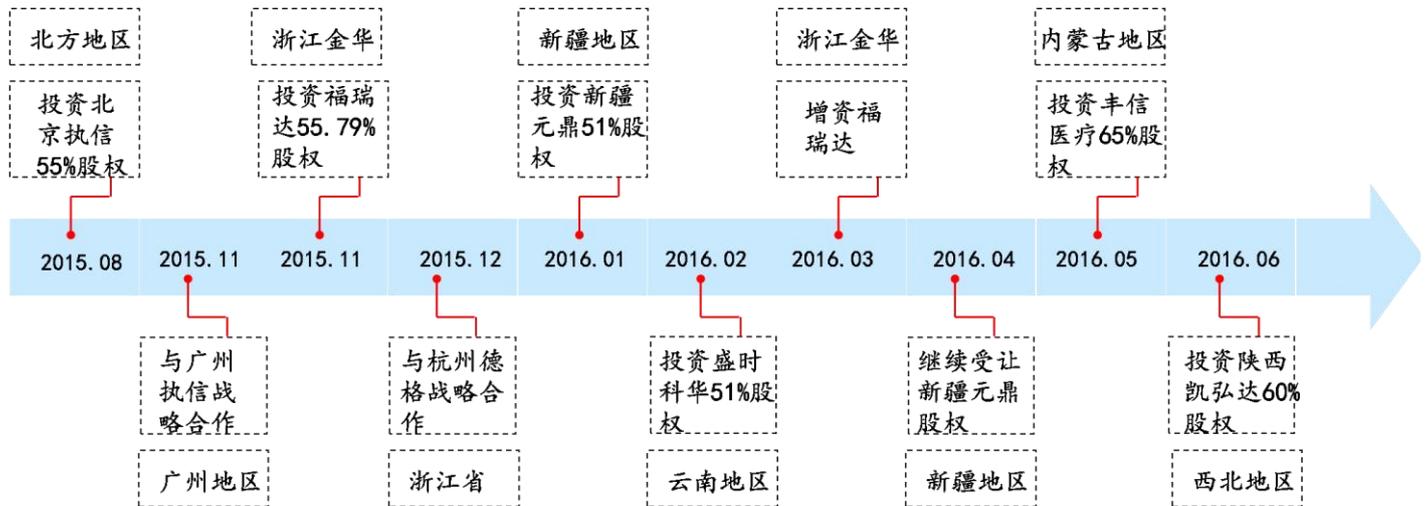


资料来源：wind，华金证券研究所

### 三、渠道为王，持续扩张

公司持续巩固“服务+产品”双轮驱动战略，以产品代理打通医院渠道。公司率先在 IVD 行业内推动渠道整合战略，目前已通过战略投资整合了浙江、北京、新疆、云南、内蒙、陕西、广州等地的 IVD 代理商，外延扩张明显提速，渠道优势得到进一步的巩固，将会为业绩带来巨大贡献。

图 5：公司渠道布局情况



资料来源：公司公告，华金证券研究所

## 四、转型“医学诊断整体化服务提供者”，大力发展新业务

公司从快速布局阶段进入融合创新阶段，积极推动公司从“服务+产品”双轮驱动战略向“医学诊断整体化服务提供者”战略转型，加速推动新业务的发展：今年 1 月，公司发布公告与泰格医药共建 CRO 中心实验室，开始涉足 CRO 领域；健康体检领域分别合资设立了韩诺健康、浙江颐和健康管理公司，投资收购浙江美生，从高端体检业务切入健康体检，上半年已实现收入 1262 万元；司法鉴定方面公司拥有全资子公司浙江迪安司法鉴定中心，公司未来三年连锁机构网点布局有望超过十家；深海冷链物流方面，公司下设全资子公司“深海冷链”，目前已取得第三类医疗器械经营许可证，逐步开始探索和承接其他医疗结构的存储和运输，预计下半年有望开始想其他医疗机构提供相关服务；牵手阿里健康，共同探索“独立检验机构互联网运作模式”，有望实现基于互联网、利用移动化技术的 B2B2C 点对点的互联网医疗服务。

图 6：公司转型“医学诊断整体化服务提供者”



资料来源：公司官网，华金证券研究所

## 五、盈利预测

我们预测公司 2016 年至 2018 年每股收益分别为 0.41、0.66 和 0.88 元 给予增持-A 建议，6 个月目标价为 34.85 元，相当于 2016 年 85 倍的动态市盈率。

## 六、风险提示

竞争加剧，新业务开展低于预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,335.1	1,858.2	3,066.0	4,292.4	5,837.7	年增长率					
减:营业成本	847.8	1,233.5	1,970.1	2,777.7	3,801.3	营业收入增长率	31.5%	39.2%	65.0%	40.0%	36.0%
营业税费	2.5	3.2	5.8	7.8	10.5	营业利润增长率	38.8%	29.5%	59.3%	46.5%	36.3%
销售费用	134.4	164.1	309.7	414.9	556.5	净利润增长率	44.7%	40.3%	28.3%	61.9%	34.2%
管理费用	202.3	262.9	450.5	629.5	846.7	EBITDA 增长率	38.8%	46.3%	43.9%	36.9%	32.5%
财务费用	-2.8	22.5	26.2	17.8	16.6	EBIT 增长率	39.2%	47.2%	54.9%	40.3%	34.7%
资产减值损失	3.3	2.9	2.7	3.0	2.8	NOPLAT 增长率	44.9%	49.0%	51.7%	41.8%	34.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	40.1%	192.3%	23.6%	12.6%	21.3%
投资和汇兑收益	2.6	25.5	9.0	12.4	15.6	净资产增长率	19.0%	50.9%	40.7%	22.8%	25.0%
营业利润	150.2	194.5	310.0	454.0	618.8						
加:营业外净收支	2.1	15.9	7.1	8.4	10.5	<b>盈利能力</b>					
利润总额	152.3	210.5	317.1	462.4	629.3	毛利率	36.5%	33.6%	35.7%	35.3%	34.9%
减:所得税	24.5	31.7	53.3	73.9	100.4	营业利润率	11.3%	10.5%	10.1%	10.6%	10.6%
净利润	124.6	174.8	224.2	362.9	486.9	净利润率	9.3%	9.4%	7.3%	8.5%	8.3%
						EBITDA/营业收入	13.1%	13.7%	12.0%	11.7%	11.4%
						EBIT/营业收入	11.0%	11.7%	11.0%	11.0%	10.9%
<b>资产负债表</b>						<b>偿债能力</b>					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	资产负债率	36.7%	53.8%	38.2%	41.1%	39.0%
货币资金	308.5	230.4	245.3	343.4	467.0	负债权益比	58.0%	116.5%	61.8%	69.7%	64.0%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	2.00	1.00	1.55	1.69	1.93
应收帐款	381.2	632.2	882.4	1,302.3	1,710.5	速动比率	1.78	0.83	1.28	1.41	1.58
应收票据	2.8	5.9	5.9	11.5	13.1	利息保障倍数	-52.49	9.64	12.83	26.49	38.26
预付帐款	19.1	68.2	33.0	118.8	105.3	<b>营运能力</b>					
存货	88.6	202.4	248.5	356.3	508.5	固定资产周转天数	25	27	18	10	6
其他流动资产	0.8	5.5	2.1	2.8	3.5	流动营业资本周转天数	53	55	58	64	66
可供出售金融资产	14.5	111.8	42.1	56.2	70.0	流动资产周转天数	193	188	150	149	152
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	88	98	89	92	93
长期股权投资	0.9	323.0	323.0	323.0	323.0	存货周转天数	22	28	26	25	27
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	259	329	276	231	211
固定资产	113.6	168.4	138.3	108.3	78.3	投资资本周转天数	96	158	159	134	115
在建工程	40.1	114.4	114.4	114.4	114.4						
无形资产	12.0	12.1	11.2	10.3	9.4	<b>费用率</b>					
其他非流动资产	126.6	417.9	363.5	357.0	347.3	销售费用率	10.1%	8.8%	10.1%	9.7%	9.5%
资产总额	1,108.7	2,292.2	2,409.7	3,104.3	3,750.3	管理费用率	15.2%	14.1%	14.7%	14.7%	14.5%
短期债务	130.9	570.7	395.8	350.8	380.6	财务费用率	-0.2%	1.2%	0.9%	0.4%	0.3%
应付帐款	191.9	420.6	417.5	783.6	932.4	三费/营业收入	25.0%	24.2%	25.7%	24.7%	24.3%
应付票据	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
其他流动负债	77.0	150.1	98.9	131.4	140.7	ROE	18.2%	18.9%	17.0%	22.2%	23.8%
长期借款	-	79.7	-	-	-	ROA	11.5%	7.8%	10.9%	12.5%	14.1%
其他非流动负债	7.1	12.3	8.3	9.2	9.9	ROIC	41.8%	44.4%	23.0%	26.4%	31.6%
负债总额	406.9	1,233.4	920.4	1,275.1	1,463.7	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	17.9	131.9	171.5	197.1	239.1	DPS(元)	0.04	0.05	0.08	0.11	0.16
股本	205.6	269.9	551.0	551.0	551.0	分红比率	16.5%	15.4%	19.9%	17.3%	17.5%
留存收益	478.3	657.0	766.9	1,081.1	1,496.5	股息收益率	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%
股东权益	701.8	1,058.8	1,489.4	1,829.2	2,286.6						
						<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>							2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	127.9	178.8	224.2	362.9	486.9	EPS(元)	0.23	0.32	0.41	0.66	0.88
加:折旧和摊销	35.8	52.8	30.9	30.9	30.9	BVPS(元)	1.24	1.68	2.39	2.96	3.72
资产减值准备	3.3	2.9	-	-	-	PE(X)	141.9	101.2	78.9	48.7	36.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	25.9	19.1	13.4	10.8	8.6
财务费用	0.9	23.4	26.2	17.8	16.6	P/FCF	165.8	-170.2	-55.8	137.0	112.2
投资损失	-2.6	-25.5	-9.0	-12.4	-15.6	P/S	13.2	9.5	5.8	4.1	3.0
少数股东损益	3.3	4.0	39.6	25.6	42.0	EV/EBITDA	36.3	35.1	48.7	35.3	26.5
营运资金的变动	-60.8	-97.0	-263.1	-213.4	-380.3	CAGR(%)	44.8%	43.6%	43.1%	44.8%	43.6%
经营活动产生现金流量	117.9	131.3	48.8	211.5	180.6	PEG	3.2	2.3	1.8	1.1	0.8
投资活动产生现金流量	-128.7	-724.9	80.1	-1.9	1.4	ROIC/WACC	4.0	4.3	2.2	2.5	3.1
融资活动产生现金流量	46.2	514.8	-114.1	-111.4	-58.4						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

徐曼声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

**本公司具备证券投资咨询业务资格的说明**

华金证券有限责任公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

**免责声明：**

本报告仅供华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券有限责任公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券有限责任公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

**风险提示：**

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn