



2017年09月25日

买入(首次评级)

当前价： 25.4 元
 目标价： 34.8 元

医药行业研究组

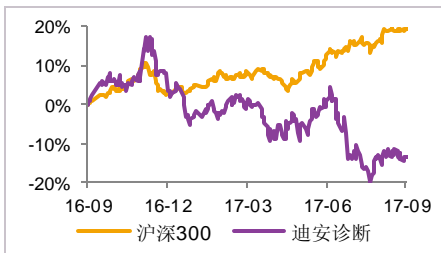
分析师：王风华

执业编号：S0300516060001
 邮箱：wangfenghua@lxsec.com

研究助理：李志新

电话：010-64408516
 邮箱：lizhixin@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源：聚源

盈利预测

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	3824.0	5353.6	7227.3	9395.5
(+/-)		40.0%	35.0%	30.0%
净利润	262.8	367.4	478.8	620.6
(+/-)		39.8%	30.3%	29.6%
EPS(元)	0.48	0.67	0.87	1.13
P/E	53	38	29	23

资料来源：联讯证券研究院

相关研究

迪安诊断(300244.SZ)

【联讯医药公司点评报告】迪安诊断 (300244)： 并购广东大型渠道商，服务与产品并举 IVD 产业链

投资要点

◇ 事件

近日，公司公告 2017 年非公开发行股票预案，计划发行股数不超过 1.1 亿股，募集资金总额不超过 23.74 亿元，募投项目包括：收购广州迪会信 64% 的股权（计划投入募集资金 9.98 亿元，下同）、诊断业务平台服务能力提升等其他 4 项改造升级项目（10.75 亿元）和补充流动资金（3.00 亿元）。今日起（9 月 25 日）复牌。

◇ 并购广东大型渠道商迪会信，加强医药第一大省 IVD 渠道和服务业务渗透

广州迪会信是广东省最大的进口体外诊断产品代理商之一，主要代理罗氏诊断、希森美康、碧迪、西比亚等全球多家知名体外诊断产品，其主要经销产品覆盖广东省内主要大型三级、二级医院等医疗机构，业务辐射全省，具有较高市场美誉度。迪会信 2016 年实现营业收入 9.10 亿元，净利润 1.61 亿元，本次公司以 9.98 亿元收购迪会信 64% 股权，对应 2016 年 9.7 倍 PE，估值合理；公司 2016 年净利润 2.63 亿元，目前 PE (TTM) 46.3 倍，增发后迪会信贡献公司净利润 1.03 亿元（按 64% 股份比例计算），显著增厚公司每股盈利。广东省是我国医药第一大省，公司目前主要业务集中在华东（中报营收占 43.7%，下同）和华北（21.1%）和西北地区（19.4%），华南地区上半年营收 6686 万元，仅占公司上半年营收总额的 2.88%，本次若能成功收购广州迪会信后，将极大的加强公司华南地区尤其是广东省的业务布局，迅速切入医药第一大省广东的体外诊断市场。

◇ “服务+产品”并举，服务端提升体外诊断服务能力和水平

“服务+产品”一体化是公司一直探索和完善的 IVD 商业模式。在服务方面，目前，公司通过收购及自建的方式，在全国范围内设立了 31 家实验室，客户主要以二级及以下医院为主（二级及以下医院客户占 80%），以“合作共建”模式开拓三级等大型医院客户，形成涵盖全部等级医院客户和覆盖全国的医疗诊断服务网络框架；目前国内独立医学实验室仍处于起步阶段，占据医学诊断服务市场的份额仅在 5% 左右，而欧洲（如德国）和美国这一比重可达 60% 和 35% 以上，仍具有较大提升空间。

本次募投项目中包括诊断业务平台服务能力提升及研发、冷链物流中心仓储设备技术改造、医疗诊断数据存储分析应用平台技术开发及设备改造、诊断试剂产业化及补充流动资金，在夯实公司传统普检项目优势的基础上，大力发展分子诊断和质谱检测等特检项目的技术实力，以取得在中高端诊断项目上的先发优势，提升公司体外诊断服务能力和水平。

◇ “服务+产品”并举，产品端持续全国渠道并购整合，跑马圈地

全国范围 IVD 渠道整合并购整合风起云涌，2016 年是公司的并购大年，以投资驱动快速完成第一轮渠道整合战略，先后并购云南盛时、新疆元鼎、内



蒙古丰信医疗、陕西凯弘达、北京中科执信、杭州德格等地区优质渠道商，诊断产品业务（商业）收入达 23.55 亿，较 2015 年增长 208.83%，渠道资源整合已逐步向融合创新纵深推进。并购标的质地优良，业绩承诺完成情况较好，部分甚至超额完成。2017 年收购深圳一通，本次计划 9.98 亿元收购广州迪会信，继续全国渠道并购整合，跑马圈地。近年来渠道并购事件详见文后统计。

◇ 盈利预测与投资评级

暂不考虑本次定增及收购带来的摊薄和收益，我们预测 2017-2019 年公司营收 53.5/72.3/93.9 亿元，同比增长 40.0%/35.0%/30.0%，归母净利润 3.67/4.78/6.21 亿元，同比增 39.8%/30.3%/29.6%，对应 EPS 为 0.67/0.87/1.13 元，目前公司股价（今日收盘价 25.4 元）对应 2017-2019 年 PE 为 38/29/23 倍。考虑到公司是体外诊断行业龙头企业，IVD 行业 PE（TTM）中值 48 倍，我们给予公司 2018 年 40 倍 PE，目标价 34.8 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

◇ 风险提示

并购整合效果不及预期，IVD 行业竞争风险，迪安 3.0 服务模式不及预期



图表1: 本次非公开增发募投项目

序号	募投项目名称	项目投资总额(万元)	拟投入募集资金(万元)
1	收购广州迪会信 64%股权	99,840.00	99,840.00
2	诊断业务平台服务能力提升及研发项目	51,196.42	51,196.42
3	冷链物流中心仓储设备技术改造项目	19,932.22	19,932.22
4	医疗诊断数据存储分析应用平台技术开发及 设备改造项目	23,178.80	20,856.80
5	诊断试剂产业化项目	15,530.21	15,530.21
6	补充流动资金	30,000.00	30,000.00
合计		239,677.65	237,355.65

资料来源: 公司公告, 联讯证券研究院

图表2: 近三年来公司渠道并购事件一览

时间	并购目标 公司简称	渠道并购事件	目标公司 地区	最新持 股比例	是/否合并 (纳入日期)	2016 年业 绩承诺	2016 年完成 承诺情况
2015/1/8	杭州博圣 生物	自筹资金人民币 8000 万元对博圣生物增资, 持有博圣生物 8.6%的股权; 自筹资金人民币 15252 万元收购张民和罗文敏共持有的增资后博圣生物 16.4%的股权。有权增资 1.2 亿元, 持股 55%	浙江杭州	35%	否	11830 万元	超额完成, 14301 万元
2015/8/19	北京联合 执信	用自筹资金人民币 26400 万元收购北京联合执信 55%的股权	北京	55%	是(2015 年 9 月)	5408 万元	超额完成, 5957 万元
2015/11/9	金华福瑞 达	自筹资金人民币 5300 万元收购金华福瑞达 55.79%的股权	浙江金华	55.79%	是(2015 年 11 月)	1700 万元	
2016/2/4	云南盛时	"自筹资金人民币 4000 万元增资云南盛时, 持股 13.33%的股权; 10169 万元收购德清沛若持有的增资后云南盛时 33.9%的股	云南	51%		3380 万元	基本完成, 3260 万元
2016/2/3	新疆元鼎	自筹资金人民币 33,150 万受让新疆元鼎医疗器械有限公司 51%股权, 后续收购少数股东权益 9%	新疆	60%	是(2016 年 3 月)	8000 万元	较好完成, 8002 万元
2016/3/21	金华福瑞 达	使用自筹资金 4500 万元, 向控股子公司金华福瑞达进行单方增资, 持有股权达 70%	浙江金华	70%	是		
2016/5/16	内蒙古丰 信医疗	自筹资金人民币 25350 万元收购内蒙古丰信医疗 65%的股权	内蒙古	65%	是(2016 年 6 月)	3500 万元	超额完成, 4198 万元
2016/6/22	陕西凯弘 达	用自筹资金人民币 15,000 万元对陕西凯弘达进行收购和增资, 共计持有 60%股权。	陕西	60%	是(2016 年 7 月)	2300 万元	超额完成, 2840 万元
2016/9/20	北京中科 执信	自筹资金人民币 4,700 万元受让陈唯、刘建宇持有的北京中科执信设备有限公司 80%的股权	北京	80%	是(2016 年 9 月)		
2016/11/18	杭州德格	自筹资金人民币 31610 万元收购杭州德格 100%股权	浙江杭州	100%	是(2016 年 12 月)		
2017/1/25	深圳一通	"自筹资金 8700 万元和 3630 万元收购深圳一通 43.5%和 16.5%股权	广东深圳			1900 万元	较好完成, 1954 万元
2017/9/22	广州迪会 信	拟以本次非公开发行股票募集资金 9.98 亿元 现金收购广州迪会信 64%股权	广东	64%			

资料来源: 公司公告, 联讯证券研究院



图表3: 近3年公司 PE-Band 波动区间



资料来源: Wind, 联讯证券研究院



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	2571.9	3186.4	4345.1	5688.7	经营活动现金流	132.3	-163.5	99.2	198.6
现金	539.4	412.9	625.3	874.0	净利润	338.0	471.1	613.8	795.6
应收账款	1387.1	1873.8	2529.6	3288.4	折旧摊销	59.9	52.2	59.3	53.3
其它应收款	35.6	40.0	40.0	40.0	财务费用	37.0	80.3	108.4	140.9
预付账款	115.8	187.4	253.0	328.8	投资损失	7.1	10.0	10.0	10.0
存货	464.2	642.4	867.3	1127.5	营运资金变动	-310.8	-778.1	-693.3	-802.2
其他	29.8	30.0	30.0	30.0	其它	1.0	1.0	1.0	1.0
非流动资产	3145.6	3329.7	2962.4	2581.3	投资活动现金流	-1853.2	-663.0	0.0	0.0
可供出售金融资产	159.4	150.0	150.0	150.0	资本支出	-311.1	-142.0	0.0	0.0
固定资产和在建工程	521.9	592.5	533.3	479.9	投资支出	-429.3	-400.0	0.0	0.0
商誉	1502.8	1153.0	1153.0	1153.0	其他	-1112.8	-121.0	0.0	0.0
其他	961.5	1434.2	1126.2	798.4	筹资活动现金流	2028.3	700.0	113.3	50.0
资产总计	5717.5	6516.1	7307.6	8270.0	吸收投资	1080.9	35.0	23.0	0.0
流动负债	1878.7	2112.4	2322.7	2539.6	短、长期借款	298.5	615.0	40.3	0.0
短期借款	663.6	977.0	1000.0	1000.0	其他	648.9	50.0	50.0	50.0
应付账款	648.6	535.4	722.7	939.6	现金净增加额	307.4	-126.5	212.5	248.6
其他	566.5	600.0	600.0	600.0					
非流动负债	1292.9	1436.7	1454.0	1454.0	主要财务比率	2016A	2017E	2018E	2019E
长期借款	281.1	582.7	600.0	600.0	成长能力				
其他	1011.8	854.0	854.0	854.0	营业收入	105.80%	40.00%	35.00%	30.00%
负债合计	3171.6	3549.1	3776.7	3993.6	营业利润	113.76%	43.66%	31.70%	29.62%
少数股东权益	458.2	561.8	696.9	871.9	归属母公司净利润	50.33%	39.80%	30.30%	29.62%
归属母公司股东权益	2087.7	2405.2	2834.0	3404.5	获利能力				
负债和股东权益	5717.5	6516.1	7307.6	8270.0	毛利率	31.49%	32.00%	32.00%	32.00%
					净利率	8.84%	8.80%	8.49%	8.47%
利润表	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE	12.59%	13.86%	15.33%	16.54%
营业收入	3824.0	5353.6	7227.3	9395.5	ROIC	9.69%	14.49%	16.79%	18.93%
营业成本	2619.6	3640.4	4914.6	6389.0	偿债能力				
营业税金及附加	11.3	13.4	18.1	23.5	资产负债率	55.47%	54.47%	51.68%	48.29%
营业费用	326.8	428.3	578.2	751.6	净负债比率	124.57%	119.62%	106.96%	93.38%
管理费用	451.3	615.7	831.1	1080.5	流动比率	1.37	1.51	1.87	2.24
财务费用	33.8	80.3	108.4	140.9	速动比率	1.12	1.20	1.50	1.80
资产减值损失	7.1	10.0	10.0	10.0	营运能力				
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	总资产周转率	0.95	0.88	1.05	1.21
投资净收益	41.9	32.0	20.0	20.0	应收账款周转率	3.81	3.28	3.28	3.23
营业利润	415.9	597.5	786.9	1020.0	应付账款周转率	7.9	6.6	6.5	6.4
营业外收入	24.3	9.0	0.0	0.0	每股指标(元)				
营业外支出	5.8	2.6	0.0	0.0	每股收益	0.48	0.67	0.87	1.13
利润总额	434.4	604.0	786.9	1020.0	每股经营现金	3.79	4.37	5.14	6.18
所得税	96.4	132.9	173.1	224.4	每股净资产	0.24	-0.30	0.18	0.36
净利润	338.0	471.1	613.8	795.6	估值比率				
少数股东损益	75.2	103.6	135.0	175.0	P/E	53.2	38.1	29.2	22.6
归属母公司净利润	262.8	367.4	478.8	620.6	P/B	6.7	5.8	4.9	4.1
EBITDA	491.1	736.4	954.6	1214.3	EV/EBITDA	30.42	21.12	16.34	12.84
EPS（元）	0.48	0.67	0.87	1.13					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

王风华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 20 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com