

迪安诊断(300244)/医疗服务 模式升级期费用增长较快, 省级中心布局完成有望进入收获
评级: 买入(维持)

市场价格: 25.82

分析师: 江琦

执业证书编号: S0740517010002

电话: 021-20315150

Email: jiangqi@r.qlzq.com.cn

分析师: 谢木青

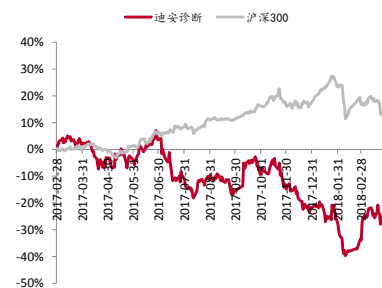
执业证书编号: S0740518010004

电话: 021-20315895

Email: xiemq@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	551.03
流通股本(百万股)	342.08
市价(元)	25.82
市值(百万元)	14,227.58
流通市值(百万元)	8,832.39

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 迪安诊断(300244.SZ): 省级实验室布局完成, 模式技术双创新下经营趋势向好
- 2 迪安诊断(300244.SZ): 实验室全国布局基本完成, 财务指标有望持续向好
- 3 迪安诊断(300244.SZ): 出售杭州意峰部分股权, 助力博圣生物 IPO 进程

公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3823.98	5004.12	6503.22	8329.61	10703.92
增长率 yoy%	105.79%	30.86%	29.96%	28.08%	28.50%
净利润	262.76	349.59	439.70	586.91	788.01
增长率 yoy%	50.33%	33.05%	25.77%	33.48%	34.26%
每股收益(元)	0.48	0.63	0.80	1.07	1.43
每股现金流量	0.24	0.07	0.60	0.42	0.76
净资产收益率	12.59%	14.86%	15.75%	17.60%	19.39%
P/E	54.15	40.70	32.36	24.24	18.06
PEG	1.08	1.23	1.26	0.72	0.53
P/B	6.81	6.05	5.10	4.27	3.50

备注:

投资要点

- **事件: 公司公告 2017 年年报, 实现营业收入 50.04 亿元, 同比增长 30.86%, 归母净利润 3.50 亿元, 同比增长 33.05%, 扣非净利润 2.20 亿元, 同比下降 10.46%; 2017 年利润分配预案: 每 10 股派发现金 0.25 元(含税); 同时公告 2018 年一季度预告, 实现归母净利润增速 10-30%。**
- **模式升级期费用大幅增长, 对扣非利润带来消极影响, 2018 年有望改善。**2017 年四季度实现营业收入 13.29 亿元, 同比增长 8.23%, 归母净利润 9970 万元, 同比增长 33.59%, 扣非净利润-2413 万元, 同比下降 137.66%, 由于新实验室多在四季度开始营业, 销售费用和管理费用也多在四季度计提, 对四季度的单季度利润带来较大影响。公司主要业务由 1.0 的产品代理及 2.0 的诊断外包逐渐延伸到 3.0 的合作共建, 新实验室加速建设的同时, 合作共建等业务快速推进带来固定支出和财务费用等费用的上升, 期间费用率同比提高 3.04pp, 对 2017 年和 2018 年一季度的扣非净利润带来消极影响, 我们认为未来伴随着实验室陆续进入收获, 公司业绩有望触底回升。
- **全国省级中心布局完成, 合作共建、区域中心等新模式助力渠道下沉。**2017 年新增近 10 家独立医学实验室, 实验室总数达到 38 家, 完成全国连锁化布局, 同时公司配合各地分级诊疗、医联体等政策落地, 积极推进合作共建、区域检验中心等新业务模式, 实现产品和服务两条主线的相互融合, 为各级医疗机构提供医学诊断整体化解决方案, 目前全国合作共建客户数量已超过 300 家, 2017 年公司实现诊断产品销售收入 29.96 亿元, 同比增长 27.22%; 诊断服务收入 19.06 亿, 同比增长 34.23%。
- **重点开发以质谱+NGS 为核心的精准诊断技术平台, 强化特检服务能力。**公司基于质谱和 NGS 两大核心技术平台, 在与医院合作共建精准诊断中心平台的同时, 推动与国际知名制药企业的伴随诊断领域合作, 其中质谱领域已与全球质谱龙头 SCIEX 以及国际领先的代谢组学服务商 METABOLON 达成合作。
- **盈利预测与估值: 不考虑公司定增及定增项目收购带来的摊薄和收益, 我们预计 2018-2020 年公司收入 65.03、83.30、107.04 亿元, 同比增长 29.96%、28.08%、28.50%, 归母净利润 4.40、5.87、7.88 亿元, 同比增长 25.77%、33.48%、34.26%, 对应 EPS 为 0.80、1.07、1.43, 目前公司股价对应 2018 年 32 倍 PE, 考虑到公司实验室全国性布局基本完成, 未来盈利能力有望持续提高, 我们预计公司未来三年伴随着财务费用逐步减少、经营性现金流持续改善等积极变化, 业绩有望保持快速增长, 我们认为公司 2018 年合理估值区间为 40-45 倍 PE, 合理价格区间为 32-36 元, 维持“买入”评级。**
- **风险提示: 实验室盈利时间不确定风险, 非公开发行风险, 应收账款管理风险。**

内容目录

基础财务数据解读	- 3 -
全国省级实验室布局完成，“技术+服务”共振加速模式升级	- 7 -
全国省级中心布局完成，合作共建、区域中心等新模式助力渠道下沉	- 7 -
基于质谱+NGS 双技术平台，重点布局高端精准诊断技术平台	- 7 -
体检、司法等“诊断+”产业有序发展，产业生态圈日益强大	- 8 -
风险提示	- 9 -

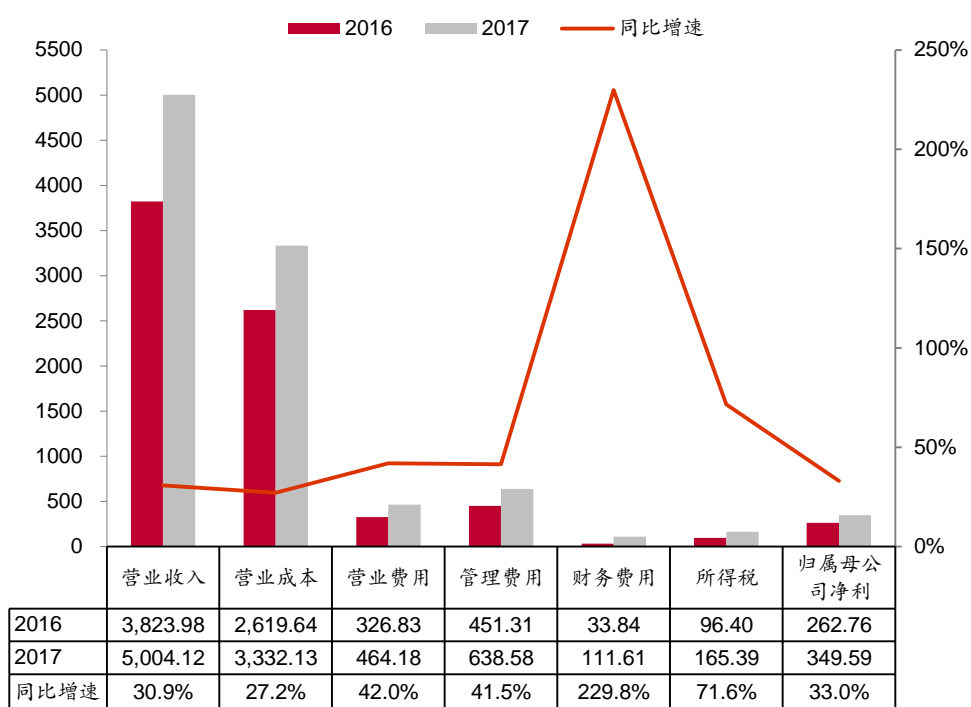
图表目录

图表 1: 迪安诊断主要财务指标变化 (百万元)	- 3 -
图表 2: 迪安诊断营业收入变化情况	- 3 -
图表 3: 迪安诊断归母净利润变化情况	- 3 -
图表 4: 迪安诊断扣非净利润变化情况	- 4 -
图表 5: 迪安诊断三项费用率情况	- 4 -
图表 6: 迪安诊断各业务毛利率变化情况	- 5 -
图表 7: 迪安诊断应收账款情况	- 5 -
图表 8: 迪安诊断存货情况	- 5 -
图表 9: 迪安诊断分季度财务数据	- 6 -
图表 10: 迪安诊断分季度收入变化	- 6 -
图表 11: 迪安诊断分季度归母净利润变化	- 6 -
图表 12: 迪安诊断分季度扣非净利润变化	- 6 -
图表 13: 迪安诊断产品收入变化	- 7 -
图表 14: 迪安诊断服务收入变化	- 7 -
图表 15: 迪安诊断健康体检业务高速增长	- 9 -
图表 16: 迪安诊断财务报表预测	- 10 -

基础财务数据解读

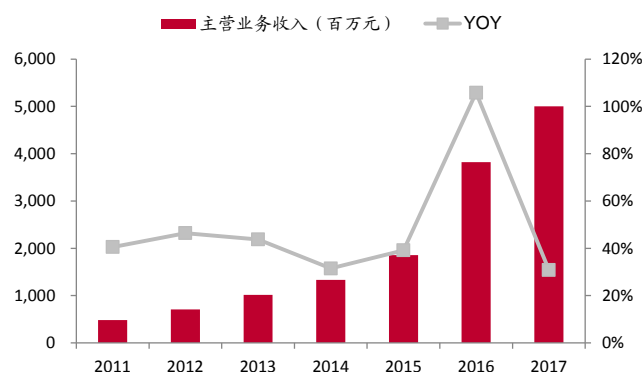
- 2017 年公司实现营业收入 50.04 亿元，同比增长 30.86%，归母净利润 3.50 亿元，同比增长 33.05%，扣非净利润 2.20 亿元，同比下降 10.46%。同时公司公告 2018 年一季报预告，实现归母净利润增速 10-30%。由于新建实验室陆续投入运营，固定支出、财务费用等费用的上升，对 2017 年全年和 2018 年一季度的扣非净利润带来了消极影响。
- 分业务来看，诊断产品收入 29.96 亿元，同比增长 27.22%，诊断服务收入 19.06 亿元，同比增长 34.23%，服务端增速加快一方面是公司于 2017 年新增近 10 家独立医学实验室，外包服务规模持续扩大，另一方面也得益于公司整合多地资深 IVD 渠道商，获得优质终端资源，原有实验室检验样本量得到进一步提高。

图表 1: 迪安诊断主要财务指标变化 (百万元)

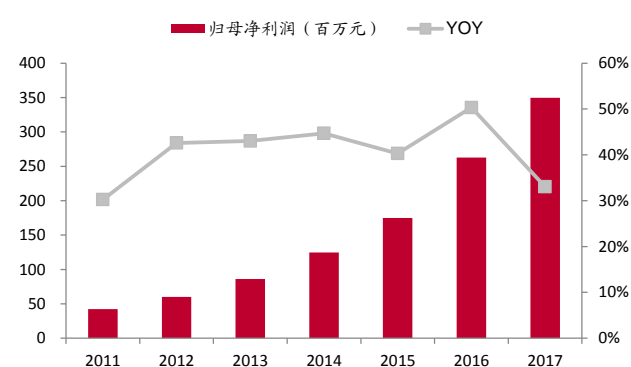


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 2: 迪安诊断营业收入变化情况



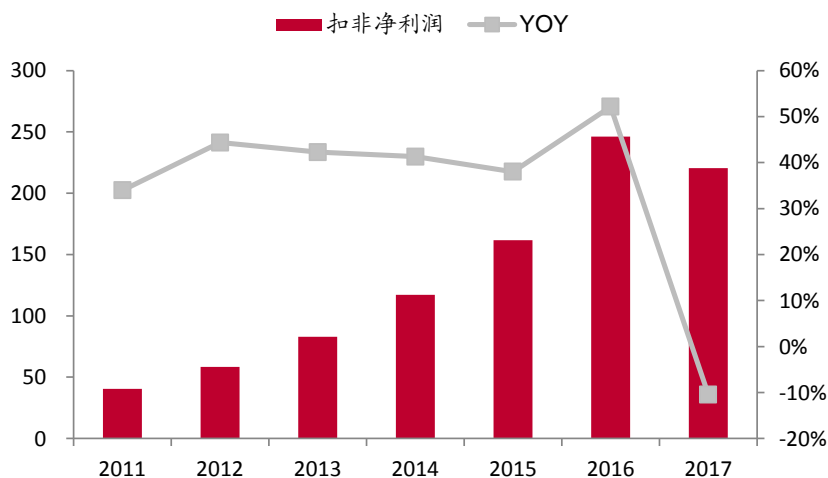
图表 3: 迪安诊断归母净利润变化情况



来源：wind，中泰证券研究所

来源：wind，中泰证券研究所

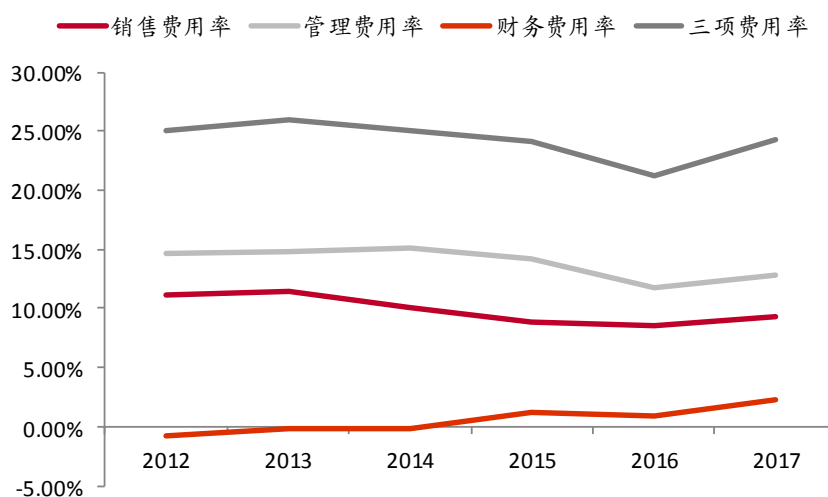
图表 4：迪安诊断扣非净利润变化情况



来源：wind，中泰证券研究所

- **模式升级期固定支出、财务费用等增长较快，费用率显著上升。**2017年公司销售费用率为9.28%，比去年同期增加0.73pp，主要是由于新开实验室带来固定费用额外上升，同时业务规模扩大也带来费用相应增加所致；管理费用率为12.76%，比去年同期提高0.96pp，主要是由于总部的基地大楼启用以及业务持续扩张等带来各项管理费用增加；财务费用率2.23%，同比提高1.35pp，主要是公司债的利息支出以及业务扩张和模式升级期对资金需求增加带来新增贷款导致。

图表 5：迪安诊断三项费用率情况

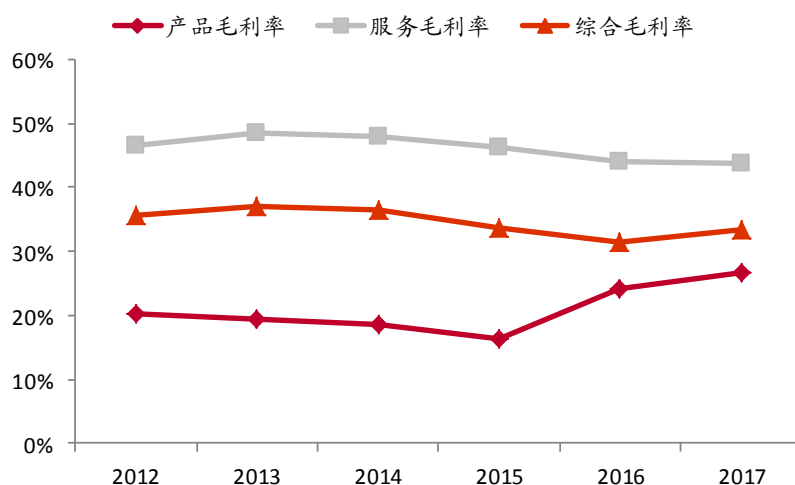


来源：wind，中泰证券研究所

- **业务版图扩大，高毛利率地区业务占比提高带来整体毛利率上升：**2017年公司诊断产品毛利率26.73%较2016年提高2.44pp，主要是由于公司整合多地渠道商后业务版图持续扩大，新疆、内蒙古等区域代理业务毛利率较高，带来产品业务毛利率的持续提高；诊断服务毛利率43.63%较2016年下降0.27pp，在部分省市第三方实验室竞争加剧，外包服务价格持续下降，以及新实验室持续增加带来运营成本提高的大背景下，

公司凭借成熟的运营体制和成本控制，保持了诊断服务整体毛利率的基本稳定。

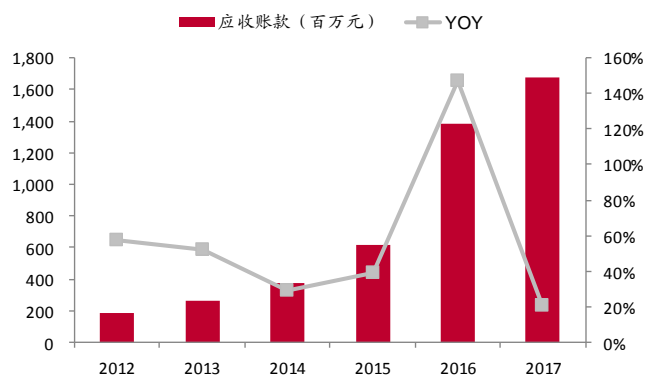
图表 6: 迪安诊断各业务毛利率变化情况



来源: wind, 中泰证券研究所

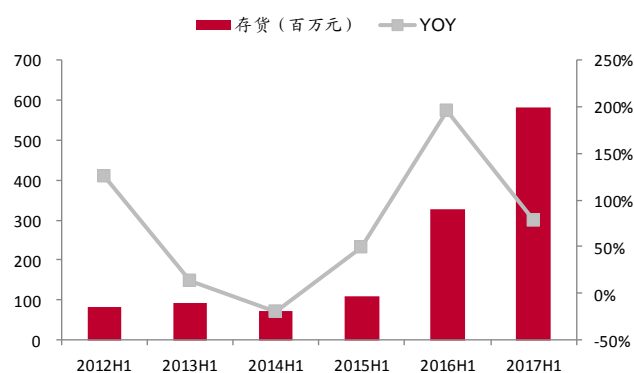
- 应收账款上升趋势放缓。**公司自 2015 年 9 月开始整合各区域经销商，导致 2016 年应收账款和存货大幅上升，2017 年应收账款 16.75 亿元，同比增加 20.77%，占营收 33.48%（同比降低 2.80pp），公司加强应收账款管理带来应收账款增速放缓；存货 6.79 亿元，同比增加 46.35%，占营收 13.58%（同比增加 1.44pp），主要原因是经销商整合基本完成，陆续进入业务转型期（由传统经销商向综合服务商转型），整体应收和存货增长逐渐趋于稳定。

图表 7: 迪安诊断应收账款情况



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 8: 迪安诊断存货情况



来源: wind, 中泰证券研究所

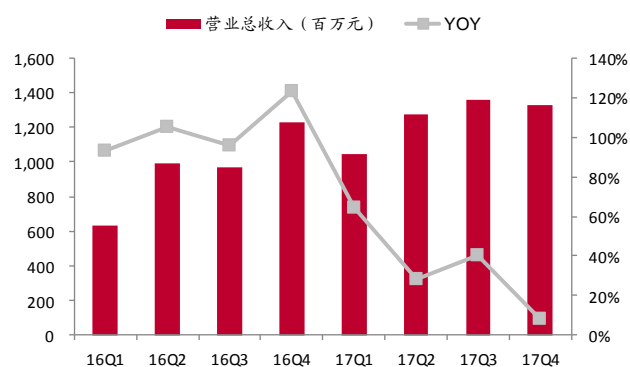
- 分季度来看:**四季度单季度实现营业收入 13.29 亿元，同比增长 8.23%，归母净利润 9970 万元，同比增长 33.59%，扣非净利润-2413 万元，同比下降 137.66%，四季度由于处置子公司杭州意峥，带来约 9000 万左右投资收益，与此同时，新实验室多在四季度开始营业，销售费用和管理费用也多在四季度计提，对四季度的单季度利润带来较大影响。

图表 9: 迪安诊断分季度财务数据

	2016-1Q	2016-2Q	2016-3Q	2016-4Q	2017-1Q	2017-2Q	2017-3Q	2017-4Q
营业收入	635.51	992.74	968.14	1,227.59	1,044.19	1,274.89	1,356.46	1,328.59
营收同比增长	93.21%	104.98%	95.72%	123.08%	64.31%	28.42%	40.11%	8.23%
营收环比增长	15.49%	56.21%	-2.48%	26.80%	-14.94%	22.09%	6.40%	-2.05%
营业成本	449.64	660.23	669.31	840.45	710.48	828.50	892.48	900.68
营业费用	53.49	70.39	86.26	116.69	94.00	84.56	127.92	157.71
管理费用	80.86	117.48	109.26	143.70	125.85	158.95	164.97	188.81
财务费用	3.31	6.40	9.87	14.26	21.63	24.08	30.22	35.67
营业利润	52.59	141.80	96.19	125.26	103.93	185.38	143.63	159.96
利润总额	55.40	144.29	97.88	136.78	105.06	190.79	145.20	188.43
所得税	9.63	26.22	22.25	38.31	24.81	36.36	39.88	64.34
归母净利润	39.67	95.87	52.59	74.63	56.00	125.08	68.82	99.70
扣非净利润	37.24	93.83	51.04	64.08	55.20	121.01	68.36	-24.13

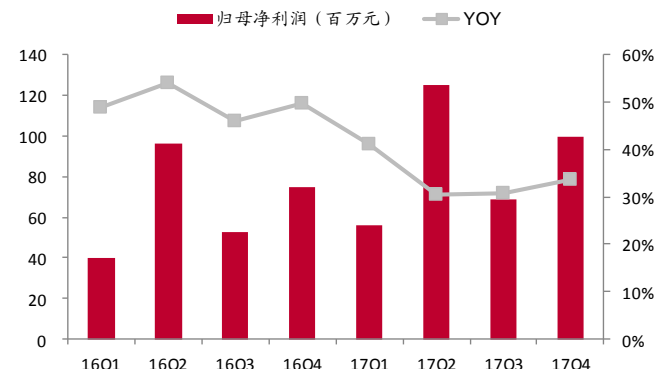
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 10: 迪安诊断分季度收入变化



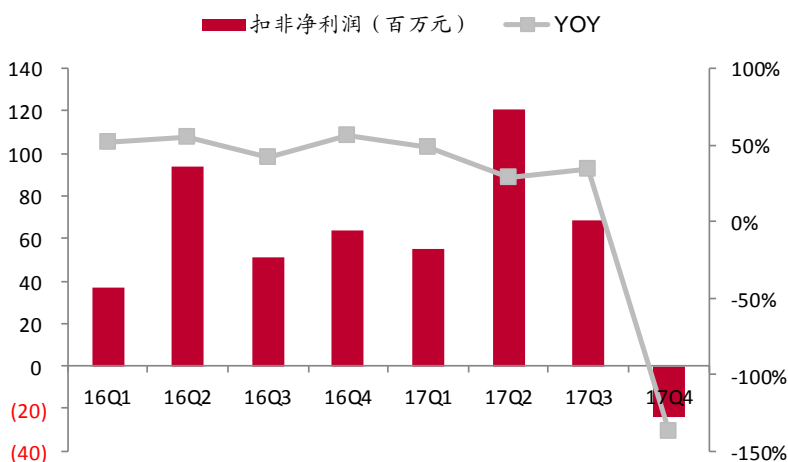
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 11: 迪安诊断分季度归母净利润变化



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 12: 迪安诊断分季度扣非净利润变化



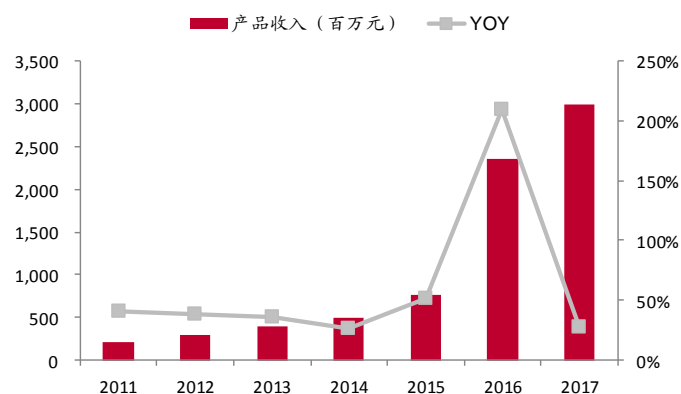
来源: wind, 中泰证券研究所

全国省级实验室布局完成，“技术+服务”共振加速模式升级

全国省级中心布局完成，合作共建、区域中心等新模式助力渠道下沉

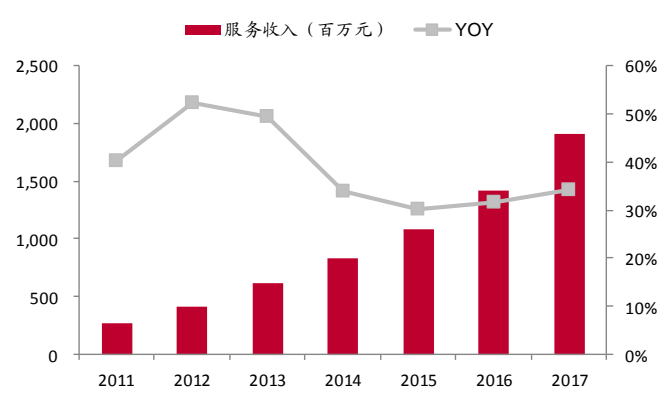
- 2017 年新增近 10 家独立医学实验室，完成全国连锁化布局。**2017 年公司新增衢州、遵义、青海、石家庄、广州、宣城、嘉兴、海南和南宁的独立医学实验室，随着最后一批省级实验室顺利开业，公司提前完成诊断服务全国连锁化布局，**截止到 2017 年底，公司已建成连锁化独立医学实验室共 38 家**，在实验室数量上追赶上广州金域，奠定第三方检测的龙头地位。未来公司将积极推进区域中心与二级中心适时下沉，配合各地分级诊疗、医联体等政策落地，推动实现优质医疗资源有序下沉。
- 积极推动合作共建、区域检验中心等新业务模式，实现产品和服务两条主线的相互融合。**公司的主要业务除了传统的 1.0 版的诊断产品代理模式和 2.0 版的诊断外包服务模式外，近年来也在逐步推出 3.0 版的合作共建模式，即在医院实验室人、财、物所有权不变的前提下，公司和医院达成合作协议，为医院实验室提供技术与管理方面的咨询建议和管理输出，目前全国合作共建客户数量已超过 300 家，三种商业模式互为补充，为各级医疗机构提供医学诊断整体化解决方案。2017 年公司实现诊断产品销售收入 29.96 亿元，同比增长 27.22%；诊断服务收入 19.06 亿，同比增长 34.23%。

图表 13: 迪安诊断产品收入变化



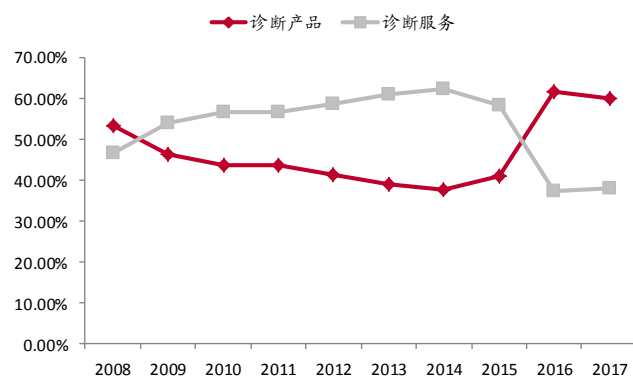
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 14: 迪安诊断服务收入变化



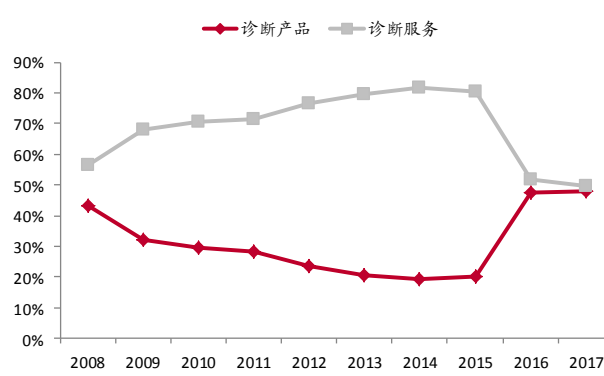
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 15: 迪安诊断产品和服务收入占比情况



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 16: 迪安诊断产品和服务毛利占比情况



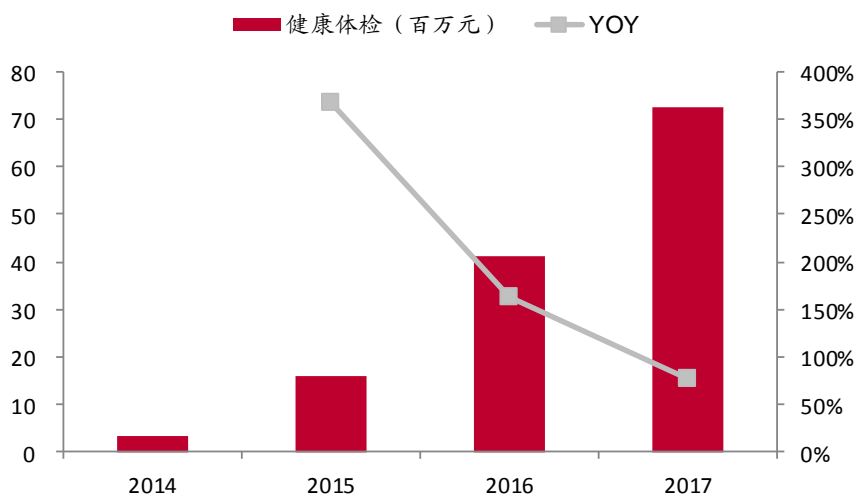
来源: wind, 中泰证券研究所

基于质谱+NGS 双技术平台，重点布局高端精准诊断技术平台

- **重点开发质谱、NGS 两大核心技术平台，精准诊断+精准治疗产业链初见成效。**截止到 2017 年底，公司相继与江苏、天津、陕西等地多家三级医院合作共建精准诊断中心平台，加快“质谱+NGS”两大核心技术开启精准诊断市场步伐，同时推动与国际知名制药企业的伴随诊断领域合作，未来有望分享中国精准医疗市场红利。
 - **质谱：联合国际临床质谱龙头，奠定公司在国内临床质谱技术领域的行业引领地位。**公司以专业质谱平台为基础，围绕临床检验、代谢组学、Pharma CRO 与法医毒理等多个应用方向，已组建一支由多名具有丰富质谱经验且在北美及欧洲临床诊断、医药开发等领域工作多年的高级专家领衔的专业团队，并建立了国内技术水平一流的连锁化质谱应用实验室。**2017 年是公司在质谱领域实现重大突破的一年：**1、公司与丹纳赫旗下国际临床质谱龙头 SCIEIX 设立公司控股的合资公司，专注研发生产与其质谱仪器配套使用的相关体外诊断试剂盒，进一步推动高端质谱技术在国内的产业化与国产化；2、公司与国际领先的代谢组学服务商 METABOLON 独家合作，在中国建立的授权实验室成为其在亚洲首个通过完全认证，并唯一授权的实验室。
 - **NGS：以遗传学与肿瘤基因组学为核心，打造全方位基因测序平台，推动新技术的临床转化。**公司目前可开展包括肿瘤组织突变基因检测、肿瘤 ctDNA 液态活检和遗传性基因相关检测的几百种检测项目，NGS 平台先后通过国家卫计委临检中心组织的全国外周血胎儿染色体非整倍体高通量测序检测室间质评、全国肿瘤体细胞突变检测室间质评和全国肿瘤体细胞基因突变高通量测序检测生物信息学分析室间质评，验证了公司高通量测序技术的实力。

体检、司法等“诊断+”产业有序发展，产业生态圈日益强大

- **健康体检业务发展迅猛，2014-2017 年 CAGR 超过 100%。**公司已有韩诺健康、美生健康、苍南健检 3 家特色体检中心正式运营，温州健检已于 2018 年 3 月份开业，杭州健检（即杭师大附院国际健康中心）、桐庐健检（即桐庐体检中心）目前处于筹建期。公司参与的 Medical Mall-全程国际健康管理中心于 2017 年 9 月正式启动试运营，作为国内首家“医疗共享平台”的全新综合体模式，截止 2017 年底已入住邵逸夫国际医疗中心、方回春堂、张强医生集团、太学眼科等多家医疗机构和专家门诊。

图表 17: 迪安诊断健康体检业务高速增长


来源：公司年报，中泰证券研究所

- 加强“诊断+”生态圈，提升整体化竞争策略优势。**在司法领域，公司已建成 5 家司法鉴定机构，打造远程会鉴、虚拟解剖中心和法庭科学实验室中心等特色鉴定服务项目；物流领域，公司打造“深海冷链”的专业化品牌，为公司所在区域实验室提供诊断试剂等存储及运输服务，推进药械第三方代储代配业务，目前合作客户已达 400 余家，并与多家知名药企达成战略合作。未来公司将继续积极探索 C 端市场，通过高端体检、连锁诊所、签约医生、医保、物业等多种途径尝试 S2B2C 模式，有效建立多元化市场与拓展利润空间。

风险提示

- 实验室盈利时间不达预期风险。**从历史数据来看，公司实验室实现盈利的时间在 1-4 年不等，虽然公司运营能力逐渐提高，但是不同区域医院及检验外包意愿不同，导致部分区域检验所实现盈利时间延长。
- 质量控制风险。**独立医学实验室作为第三方诊断服务机构，高质量的诊断服务是客户选择合作伙伴与公司获取持续业务增长的重要因素。一旦出现诊断服务质量问题，既关系到检验结果能否真实客观地反映患者病情，使公司的公信力受到较大损害，也将对公司的正常经营造成不利影响，从而直接影响公司的品牌形象与市场竞争力。
- 应收账款管理风险。**公司业务处在快速增长阶段，随竞争加剧公司的新业务模式推陈出新，均有可能导致客户结算周期延长，应收账款数量增加有可能存在坏账的风险。

图表 18: 迪安诊断财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	3506	4673	6030	7650	营业收入	5004	6503	8330	10704
现金	755	1301	1666	2141	营业成本	3332	4328	5528	7103
应收账款	1675	2235	2894	3659	营业税金及附加	19	25	31	40
其他应收款	198	63	65	83	营业费用	464	566	716	899
预付账款	157	197	256	326	管理费用	639	780	983	1231
存货	679	825	1090	1377	财务费用	112	101	102	104
其他流动资产	41	52	60	64	资产减值损失	49	8	7	7
非流动资产	3884	3810	3710	3619	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	836	836	836	836	投资净收益	197	50	45	45
固定资产	674	554	435	316	营业利润	593	745	1007	1365
无形资产	19	23	28	33	营业外收入	42	42	42	42
其他非流动资产	2356	2397	2411	2434	营业外支出	5	5	5	5
资产总计	7390	8483	9741	11269	利润总额	629	782	1044	1402
流动负债	2442	3366	4098	4750	所得税	165	205	274	368
短期借款	1039	1780	2260	2579	净利润	464	577	770	1033
应付账款	618	802	1025	1316	少数股东损益	114	137	183	245
其他流动负债	785	785	814	854	归属母公司净利润	350	440	587	788
非流动负债	2001	1593	1394	1296	EBITDA	859	1001	1270	1629
长期借款	726	326	126	26	EPS (元)	0.63	0.80	1.07	1.43
其他非流动负债	1274	1267	1267	1270					
负债合计	4443	4960	5492	6046	主要财务比率				
少数股东权益	595	732	914	1160	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
股本	551	551	551	551	成长能力				
资本公积	759	759	759	759	营业收入	30.9%	30.0%	28.1%	28.5%
留存收益	1042	1482	2025	2754	营业利润	42.7%	25.7%	35.1%	35.5%
归属母公司股东权益	2352	2792	3335	4064	归属于母公司净利润	33.0%	25.8%	33.5%	34.3%
负债和股东权益	7390	8483	9741	11269	获利能力				
					毛利率(%)	33.4%	33.4%	33.6%	33.6%
					净利率(%)	7.0%	6.8%	7.0%	7.4%
					ROE(%)	14.9%	15.8%	17.6%	19.4%
					ROIC(%)	12.0%	13.3%	15.3%	17.8%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	60.1%	58.5%	56.4%	53.6%
					净负债比率(%)	43.67%	45.98%	46.62%	45.98%
					流动比率	1.44	1.39	1.47	1.61
					速动比率	1.16	1.14	1.21	1.32
					营运能力				
					总资产周转率	0.76	0.82	0.91	1.02
					应收账款周转率	3	3	3	3
					应付账款周转率	5.26	6.10	6.05	6.07
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.63	0.80	1.07	1.43
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.07	0.60	0.42	0.76
					每股净资产(最新摊薄)	4.27	5.07	6.05	7.38
					估值比率				
					P/E	40.70	32.36	24.24	18.06
					P/B	6.05	5.10	4.27	3.50
					EV/EBITDA	19	16	13	10

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 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。但本公司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, 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, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。