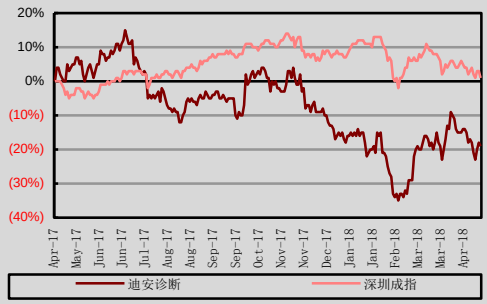
300244.CH

买入

原评级: 买入
市场价格:人民币 22.90
板块评级:强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(4.1)	0.7	(4.3)	(19.7)
相对深证成指	3.8	3.3	6.7	(20.5)

发行股数(百万)	551
流通股(%)	62
流通股市值(人民币 百万)	7,834
3 个月日均交易额(人民币 百万)	195
净负债比率(%)(2018E)	32
主要股东(%)	
陈海斌	38

资料来源：公司数据，聚源及中银证券
以 2018 年 4 月 26 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物：医疗服务

高睿婷
(8621)20328514
ruiting.gao@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300517080001

邓周宇
(86755)82560525
zhouyu.deng@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300517050001

张威亚
(8610)66229354
weiya.zhang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：s1300517070002

柴博
(86755)82560525
bo.chai@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300518010003

迪安诊断

一季度业绩持续承压，牵手罗氏和FMI，NGS 平台借巨头实力再一步加强

公司发布 2018 年一季报：实现营业收入 12.09 亿元，同比增长 15.81%；实现归母净利润 6,280.63 万元，同比增长 12.16%；实现扣非归母净利润 5,974.80 万元，同比增长 8.24%。另外公司公告公司已与美国 FMI 公司和罗氏签订合作协议，约定迪安作为 FMI 在中国（除港澳台）地区全面基因组测序分析（CGP）技术的独家授权合作伙伴，建立迪安肿瘤精准诊断实验室及标准化质量管理体系，联手罗氏推动 FMI 旗产品在国内的商业化，共同推动肿瘤个性化诊疗在中国临床市场的发展。

支撑评级的要点

- 公司近年来着力打造质谱和 NGS 两大平台，在人员团队、产品布局和与海外巨头合作方面均形成了较完备体系。继去年 11 月 11 日与全球巨头丹纳赫旗下质谱公司 SCIEX 成立合资公司（迪安诊断控股 51%）后，此次与 FMI 的合作使公司借助海外企业技术优势实现弯道超车，两大平台布局基本完善，并通过引入国际先进测序技术及规范化、标准化、系统化的实验室全流程质量管理体系，进一步增强公司产品多样性和高端检测技术的完备性，未来通过更多领域的战略合作，发挥三方优势，在提高国内精准医疗技术应用和商业化推广范围的同时，获得更大的发展空间。
- 目前公司处于市场开拓期，ICL 的全国化布局虽已于去年末完成，但近三年的新建实验室大部分仍处于亏损阶段拖累公司业绩。合作共建及渠道下沉业务逐步放量，质谱、NGS 两大平台布局基本完成，随产品商业化打开增量市场，未来成为公司新的利润增长动力。

评级面临的主要风险

- 检验产品和检验服务降价的风险；市场开拓速度不达预期的风险；并购标的业绩不达预期的风险。

估值

- 去年四季度以来公司业绩受新建实验室和市场投入加大影响业绩持续承压，随新建实验室逐渐止亏贡献利润，布局业务体量增长，公司盈利水平可逐渐回升。预期公司 18-20 年净利润为 4.46/6.05/8.14 亿元，持续重点关注。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	3,824	5,004	6,610	8,680	11,331
变动(%)	106	31	32	31	31
净利润(人民币 百万)	263	344	446	605	814
全面摊薄每股收益(人民币)	0.477	0.634	0.809	1.098	1.477
变动(%)	(26.4)	33.0	27.5	35.8	34.5
全面摊薄市盈率(倍)	48.0	36.1	28.3	20.8	15.5
价格/每股现金流量(倍)	95.4	327.7	8.9	(21.3)	9.4
每股现金流量(人民币)	0.24	0.07	2.58	(1.08)	2.45
企业价值/息税折旧前利润(倍)	27.8	22.1	15.3	11.6	8.1
每股股息(人民币)	0.025	0.025	0.032	0.055	0.074
股息率(%)	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3

资料来源：公司数据及中银证券预测

业绩情况：

2018 一季报：Q1 实现营业收入 12.09 亿元，同比增长 15.81%；实现归母净利润 6,280.63 万元，同比增长 12.16%；实现扣非归母净利润 5,974.80 万元，同比增长 8.24%。EPS 0.1140 元/股，同比增长 11.55%。经营活动净现金流-2.96 亿元，上年同期-2.08 亿元。

项目情况

合作方：

FMI（Foundation Medicine, Inc.）是美国一家专注于通过测序并分析肿瘤相关基因的改变，进而进行肿瘤精准治疗的一家 NASDAQ 上市公司。主要技术为全面基因组测序分析（CGP），并提供与此相关的靶向治疗、免疫治疗和临床试验，检测分析患者数超过 18 万人次，并与 30 多家医药巨头公司成为合作伙伴。

旗下产品 FoundationOne CDx 于美国当地时间 2017 年 11 月 30 日同时获得 FDA 和 CMS 批准用于泛癌症临床伴随诊断。该产品基于 NGS 技术，**可覆盖 324 个肿瘤相关基因及 TMB、MSI 两大基因组特征**，能够高效检测肿瘤基因的 SNV、Inedel、MSI 以及 TMB 等，通过与 FDA 之前批准的伴随诊断对比，**F1CDx 的总体准确率可达到 94.6%**。

更重要的是该项产品**可以检测 FDA 批准的多个治疗方案所关联遗传突变，是首款突破性的基于 NGS 可用于所有类型的实体瘤的体外诊断产品，打破了之前的“一种药物对应一种检测”的传统检验模式，是肿瘤精准医疗领域的重大突破。**同时 F1CDx **不需要进行肿瘤样本提取的侵入性过程**，通过一次检测，就可以得到全面基因组图谱分析报告，帮助医疗工作者判断是否可以进行单一治疗或入选临床试验，在非小细胞肺癌、黑色素瘤、乳腺癌、结直肠癌、以及卵巢癌患者中，还能找出可以从 FDA 已批准的 15 种靶向药物受益的患者，帮助医生和患者评估并制定适用的疾病的体外诊断和个性化治疗方案。

罗氏（ROCHE）是全球制药和诊断两大领域的领导企业，并不断开发创新药物及技术，提高其对于患者的可及性，连续八年位列道琼斯指数制药、生物技术和生命科学领域可持续发展的全球领导者。与迪安诊断也有多年深度战略合作关系。此次三方联手，推动 FMI 旗下产品在国内市场的商业化推广，助推国际领先肿瘤精准诊断技术与流程体系在中国临床领域应用的同时，也能助力迪安打造肿瘤精准诊断实验室，在已有 NGS 平台基础上进一步提升平台综合竞争力和长期发展能力。

合作内容：

FMI 独家授予迪安在中国提供与 FoundationOne®、FoundationOne® Heme 和 FoundationACT®产品相关的服务的许可；罗氏作为 FMI 的非美国地区商业化合作伙伴，独家授予迪安（但并不排除 ROCHE）在中国就上述三个产品进行商业化的权利。

ROCHE 将与迪安合作推广上述产品在中国的商业化，并且会承担该等产品的营销和推广工作。迪安将负责建设和运营实验室，以提供与产品相关的实验室服务，并且出具相应的检测报告。

在与 FMI 协议签署后，迪安将向 FMI 支付 500 万美元作为初始费用，另外，迪安每年将向 FMI 支付特定的技术维护支持费。根据迪安出具的报告数量，迪安还将向 FMI 支付特定的里程碑费用。罗氏会在合作期限内提供商业化和推广服务。基于前述服务及罗氏授予的商业化权利，迪安将按约定金额向 ROCHE 支付特定的服务费。

本次合作期限为自迪安在中国商业推出 FoundationOne®产品之日起 10 年。

公司近年来着力打造质谱和 NGS 两大平台，在人员团队、产品布局和与海外巨头合作方面均形成了较完备体系。继去年 11 月 11 日与全球巨头丹纳赫旗下质谱公司 SCIEX 成立合资公司（迪安诊断控股 51%）后，此次与 FMI 的合作使公司借助海外企业技术优势实现弯道超车，两大平台布局基本完善，并通过引入国际先进测序技术及规范化、标准化、系统化的实验室全流程质量管理体系，进一步增强公司产品多样性和高端检测技术的完备性，未来通过更多领域的战略合作，发挥三方优势，在提高国内精准医疗技术应用和商业化推广范围的同时，获得更大的发展空间。

目前公司处于市场开拓期，ICL 的全国化布局虽已于去年末完成，但近三年的新建实验室大部分仍处于亏损阶段拖累公司业绩。合作共建及渠道下沉业务逐步放量，质谱、NGS 两大平台布局基本完成，随产品商业化打开增量市场，未来成为公司新的利润增长动力。去年四季度以来公司业绩受新建实验室和市场投入加大影响业绩持续承压，随新建实验室逐渐止亏贡献利润，布局业务体量增长，公司盈利水平可逐渐回升。预期公司 18-20 年净利润为 4.46/6.05/8.14 亿元，持续重点关注。

图表 1.一季度业绩摘要表

(人民币，百万)	**2017 年一季度**	**2018 年一季度**	**同比增长(%)**
营业收入	1,044.19	1,209.30	15.81
营业税及附加	4.05	3.96	(2.24)
净营业收入	1,040.14	1,205.34	15.88
营业成本	710.48	819.87	15.40
销售费用	94.00	109.08	16.04
管理费用	125.85	134.93	7.22
财务费用	21.63	34.43	59.20
投资净收益	15,127,861.17	8,309,937.01	(45.07)
资产减值损失	(0.62)	3.06	(594.48)
营业利润	103.93	113.24	8.95
营业外收入	2.97	3.81	28.33
营业外支出	1.84	0.54	(70.62)
利润总额	105.06	116.51	10.89
所得税	24.81	28.26	13.89
少数股东损益	24.25	25.44	4.90
归属母公司股东净利润	56.00	62.81	12.16
扣除非经常性损益的净利润	55.20	59.75	8.24
每股收益(元)	0.10	0.11	12.20
扣非后每股收益(元)	0.10	0.11	8.24
主要比率			
毛利率(%)	31.96	32.20	增加 0.24 个百分点
净利率(%)	7.69	7.30	减少 0.39 个百分点
销售费用率(%)	9.00	9.02	增加 0.02 个百分点
管理费用率(%)	12.05	11.16	减少 0.89 个百分点
财务费用率(%)	2.07	2.85	增加 0.78 个百分点

资料来源：公司公告，中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	**3,824**	**5,004**	**6,610**	**8,680**	**11,331**
销售成本	(2,631)	(3,351)	(4,448)	(5,813)	(7,549)
经营费用	(724)	(1,035)	(1,310)	(1,706)	(2,274)
息税折旧前利润	**469**	**618**	**851**	**1,161**	**1,509**
折旧及摊销	(61)	(117)	(124)	(155)	(177)
经营利润 (息税前利润)	**408**	**501**	**727**	**1,006**	**1,332**
净利息收入/(费用)	(34)	(112)	(88)	(101)	(96)
其他收益/(损失)	60	234	112	135	155
税前利润	**434**	**623**	**752**	**1,041**	**1,391**
所得税	(96)	(165)	(173)	(250)	(334)
少数股东权益	75	114	133	186	243
净利润	**263**	**344**	**446**	**605**	**814**
核心净利润	**267**	**353**	**457**	**619**	**831**
每股收益 (人民币)	0.477	0.634	0.809	1.098	1.477
核心每股收益 (人民币)	0.484	0.641	0.829	1.123	1.508
每股股息 (人民币)	0.025	0.025	0.032	0.055	0.074
收入增长(%)	106	31	32	31	31
息税前利润增长(%)	113	23	45	38	32
息税折旧前利润增长(%)	104	32	38	36	30
每股收益增长(%)	(26)	33	28	36	35
核心每股收益增长(%)	(26)	32	29	36	34

资料来源：公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	550	784	1,006	1,320	1,720
应收帐款	1,442	1,885	1,990	3,204	3,782
库存	464	679	550	1,137	1,147
其他流动资产	116	157	172	264	315
流动资产总计	**2,572**	**3,506**	**3,719**	**5,925**	**6,964**
固定资产	522	676	697	726	683
无形资产	14	23	23	25	27
其他长期资产	847	1,147	1,271	1,500	1,673
长期资产总计	**1,382**	**1,846**	**1,992**	**2,251**	**2,383**
总资产	**5,718**	**7,390**	**7,358**	**9,618**	**10,619**
应付帐款	649	662	1,131	1,119	1,833
短期债务	664	1,039	1,429	1,704	1,298
其他流动负债	566	741	639	975	1,045
流动负债总计	**1,879**	**2,442**	**3,200**	**3,798**	**4,175**
长期借款	1,076	1,920	663	1,299	914
其他长期负债	217	80	103	133	106
股本	551	551	551	551	551
储备	1,566	1,801	2,113	2,923	3,716
股东权益	**2,117**	**2,352**	**2,664**	**3,474**	**4,267**
少数股东权益	458	595	728	914	1,157
总负债及权益	**5,718**	**7,390**	**7,358**	**9,618**	**10,619**
每股帐面价值 (人民币)	3.84	4.27	4.83	6.30	7.74
每股有形资产 (人民币)	3.82	4.23	4.79	6.26	7.70
每股净负债/(现金)(人民币)	0.74	1.83	0.79	1.48	(0.73)

资料来源：公司数据及中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	434	623	752	1,041	1,391
折旧与摊销	61	117	124	155	177
净利息费用	34	112	88	101	96
运营资本变动	(180)	(350)	413	(1,018)	123
税金	(21)	(45)	(173)	(250)	(334)
其他经营现金流	(196)	(418)	219	(622)	(105)
经营活动产生的现金流	**132**	**39**	**1,422**	**(594)**	**1,348**
购买固定资产净值	2	9	147	185	136
投资减少/增加	(1,572)	(15)	65	78	86
其他投资现金流	(283)	(1,111)	(180)	(396)	(292)
投资活动产生的现金流	**(1,853)**	**(1,117)**	**31**	**(133)**	**(70)**
净增权益	(14)	(14)	(18)	(30)	(41)
净增债务	301	989	(451)	710	(797)
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	1,741	288	(802)	254	(264)
融资活动产生的现金流	**2,028**	**1,289**	**(1,218)**	**1,038**	**(881)**
现金变动	307	210	236	311	398
期初现金	230	539	755	991	1,302
公司自由现金流	(1,721)	(1,079)	1,454	(727)	1,278
权益自由现金流	(1,386)	21	1,091	84	577

资料来源：公司数据及中银证券预测

主要比率 (%)

年结日：12 月 31 日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	12.3	12.3	12.9	13.4	13.3
息税前利润率(%)	10.7	10.0	11.0	11.6	11.8
税前利润率(%)	11.4	12.5	11.4	12.0	12.3
净利率(%)	6.9	6.9	6.7	7.0	7.2
流动性					
流动比率(倍)	1.4	1.4	1.2	1.6	1.7
利息覆盖率(倍)	12.1	4.5	8.3	10.0	13.9
净权益负债率(%)	46.6	74.8	32.4	38.8	9.4
速动比率(倍)	1.1	1.2	1.0	1.3	1.4
估值					
市盈率 (倍)	48.0	36.1	28.3	20.8	15.5
核心业务市盈率(倍)	47.3	35.7	27.6	20.4	15.2
市净率 (倍)	6.0	5.4	4.7	3.6	3.0
价格/现金流 (倍)	95.4	327.7	8.9	(21.3)	9.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	27.8	22.1	15.3	11.6	8.1
周转率					
存货周转天数	46.2	62.3	50.5	53.0	55.2
应收帐款周转天数	99.3	121.3	107.0	109.2	112.5
应付帐款周转天数	47.1	47.8	49.5	47.3	47.5
回报率					
股息支付率(%)	5.2	4.0	4.0	5.0	5.0
净资产收益率 (%)	17.3	15.4	17.8	19.7	21.0
资产收益率 (%)	7.9	5.6	7.6	9.0	10.0
已运用资本收益率(%)	2.2	1.7	2.0	2.4	2.7

资料来源：公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371