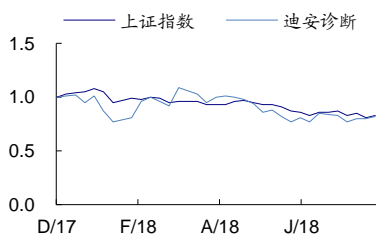


证券研究报告—动态报告
医药保健
医疗器械与服务
迪安诊断(300244)
买入
2018年半年报点评

(维持评级)

2018年08月31日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	551/357
总市值/流通(百万元)	10,745/6,670
上证综指/深圳成指	2,769/8,678
12个月最高/最低(元)	30.24/17.65

相关研究报告:

《迪安诊断-300244-重大事件快评:强强联手, 聚焦精准诊断领域》——2018-07-09
 《迪安诊断-300244-乘风破浪万里浪》——2018-05-25
 《迪安诊断-300244-独立医学实验室产业先锋》——2011-07-18

证券分析师: 谢长雁

电话: 0755-82133263
 E-MAIL: xiecy@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980517100003
联系人: 朱寒青
 电话: 0755-81981837
 E-MAIL: zhuhanqing@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评
营收增长稳健, 业绩静待释放
● 营收稳健, 内生增速较快

2018年上半年公司营收 29.55 亿元 (+27.42%), 净利润 2.84 亿元 (+21.13%), 归母净利润 2.04 亿 (+12.70%), 扣非归母净利润 1.94 亿 (+10.05%)。Q2 营收 17.46 亿元 (+36.93%), 归母净利润 1.41 亿元 (+12.94%)。业绩低于预期, 主要是由于新建实验室陆续投入运营, 固定支出、财务费用等上升, 以及扣非的影响。剔除博生生物股权比例降低导致的收益变化, 利润端增长为 26.35%, 在此基础上剔除上半年 5 月并表的青岛智颖后, 利润端增长为 18%, 内生增速较快。毛利率 33.56% 基本稳定, 净利润率 6.91%, 同减 0.9pp, 销售费用率为 7.93%, 同增 0.23pp, 管理费用率为 10.83%, 同减 1.45pp, 财务费用率 2.58%, 同增 0.61pp。

● 合作共建+服务外包+渠道代理, 3.0 模式稳步推进

诊断服务业务营收 10.89 亿元 (+22.42%), 毛利率 41.68% (-1.55pp), 全集团检测样本量近 1800 万个, 测试数近 6500 万例, 并成立诊断服务事业部, 进一步提升规模化、标准化优势; 产品业务实现收入 18.21 亿元 (+30.00%), 毛利率 29.01% (+0.88pp), 渠道整合有效推进, 多个地区实现突破, 子公司收入增长明显, 商誉减值风险较低; 共建业务收入高速增长, 连续签约十余家大型三甲医院, 并开拓多家新的区域中心。此外, 公司还布局健康体检、司法鉴定、CRO 业务等, “诊断+” 产业生态圈日益强大。

● 打造质谱与基因检测平台, 布局精准诊断领域

公司与国际领先的代谢组学服务商 METABOLON 合作在中国建立亚洲首个通过完全认证并唯一授权的实验室; 推进与全球质谱龙头 SCIEX Diagnostics 合作, 自主研发临床质谱诊断试剂盒产品。2018 年 4 月又与 Foundation Medicine 及 Roche 合作, 引入国际领先的肿瘤全基因组测序分析技术与流程体系 (CGP), 推动测序伴随诊断的应用。7 月与美国 Agena Bioscience 合作, 共同推动核酸质谱技术平台与多重 DNA 基因检测的诊断方案在中国市场的推广。重磅合作不断, 布局精准诊断领域, 提升特检服务能力。

● 定增获批, 缓解资金压力

公司非公开发行股票于 2018 年 8 月 27 日收到证监会核准批复, 可向不超过 5 名发行对象非公开发行股票数量不超过 1.1 亿股, 募资总额不超过 10.75 亿元, 可缓解资金压力, 通过募投项目可实现医疗诊断行业生产、诊断、运输的全产业链布局, 从而巩固公司在第三方医疗诊断行业的领先地位。

● 风险提示: 实验室盈利能力不达预期、政策风险、应收账款管理风险。
● 投资建议: 维持“买入”评级

暂不考虑增发, 根据中报, 下调盈利预测, 2018-2020 年归母净利润为 4.06/5.05/6.45 亿元 (原 4.41/5.85/7.80 亿元), 当前股价对应 PE26/21/16X。公司股价经过深幅调整已具备相当安全边际, 考虑产业中长期发展趋势和龙头公司发展空间, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3,824	5,004	6,398	8,193	10,588
(+/-%)	105.8%	30.9%	27.8%	28.1%	29.2%
净利润(百万元)	263	350	406	505	645
(+/-%)	50.3%	33.0%	16.2%	24.3%	27.7%
摊薄每股收益(元)	0.48	0.63	0.74	0.92	1.17
EBIT Margin	12.2%	14.9%	12.0%	11.8%	11.7%
净资产收益率(ROE)	12.6%	11.0%	15.4%	16.9%	18.7%
市盈率(PE)	61.5	29.8	25.6	20.6	16.1
EV/EBITDA	25.4	22.3	18.3	15.6	13.1
市净率(PB)	11.6	4.4	3.95	3.48	3.03

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

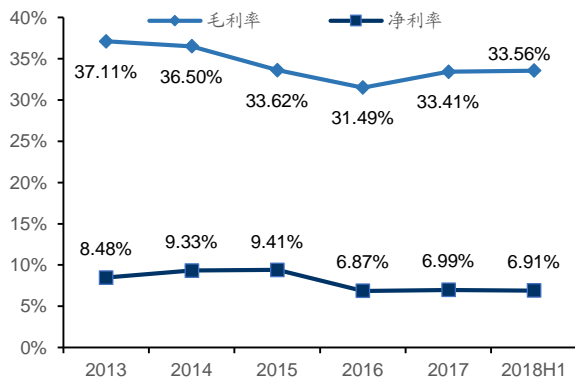
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

营收增长稳定，利润静待释放。

2018年上半年公司实现营业收入29.55亿元，同比增长27.42%，归母净利润2.04亿元，同比增长12.70%，扣非净利润1.94亿元，同比增长10.05%。营收增长符合预期，利润低于营收增速，主要原因是报告期内持有浙江博圣生物技术股份有限公司股权降低（从30%降低到25.5%），导致投资收益下降。去年同期博圣生物贡献为2764万（35%*7898万），今年博圣生物根据权益法确认的投资收益为1019万，如果剔除这部分影响，今年净利润为1.94亿，而去年为1.53亿，同比增长26.35%。上半年并表一家青岛智颖（控股51%），自2018年5月纳入合并，其中，合并期内营业收入2.06亿元，归属迪安的净利润1285万元，剔除此因素，2018H1上半年公司利润增长达到18.00%，说明公司内生增长稳健。

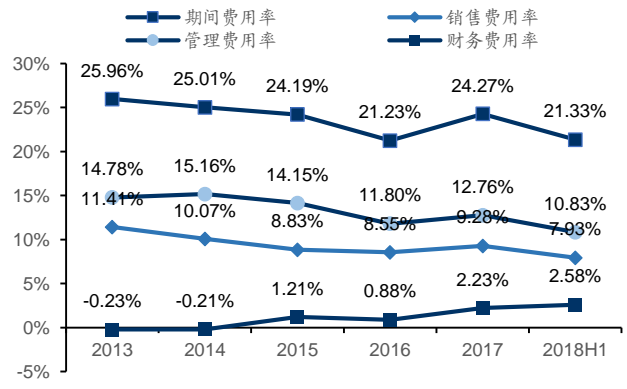
毛利率稳定，费用率上升。毛利率33.56%基本稳定，其中产品业务毛利率，微升0.88pp，主要由于高毛利产品比重提高，服务业务毛利率，同比下降1.55pp，主要是由于由于合作共建等新模式多处于投入期，固定支出较高。费用率方面，销售费用率为7.93%，相较去年同期增加0.23pp，管理费用率为10.83%，下降1.45pp，财务费用率2.58%，提高0.61pp。净利润率6.91%，下降0.90pp。

图 1: 2013-2018H1 迪安诊断毛利率与净利率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

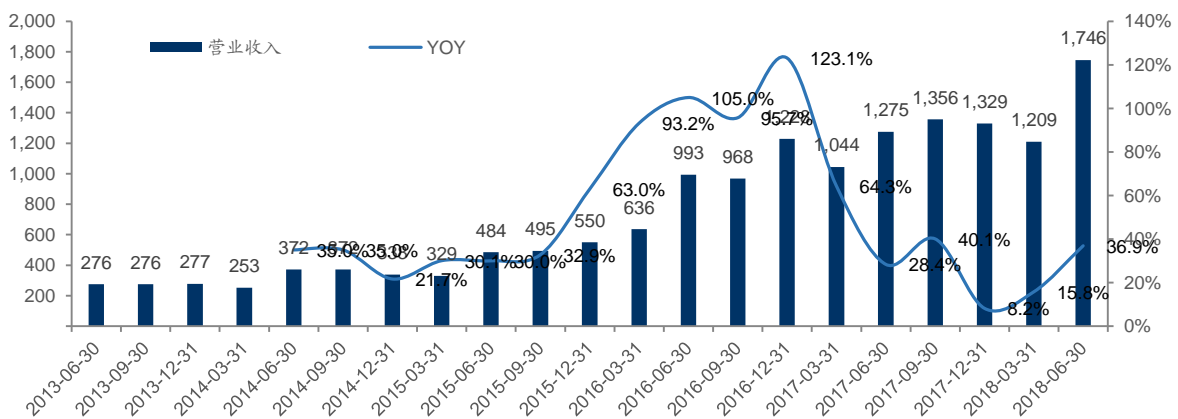
图 2: 2013-2018H 迪安诊断费用率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

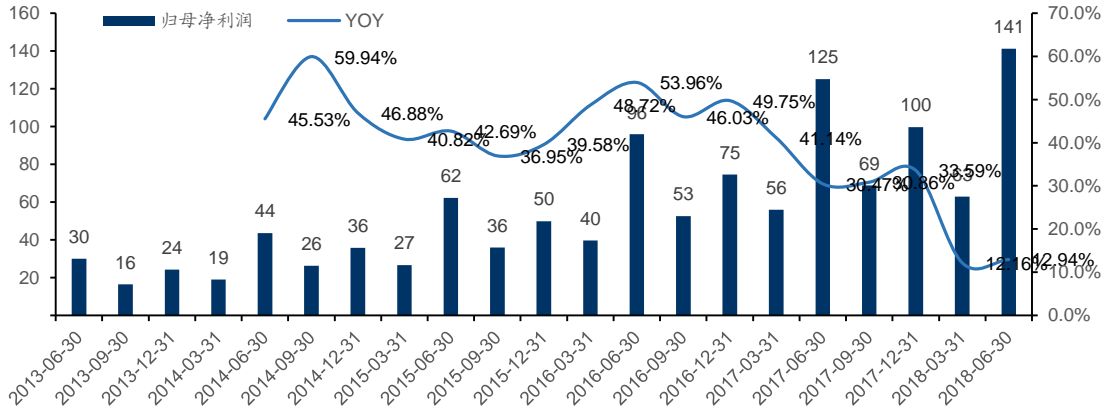
分季度来看，2018Q1-Q2 营收、利润增速均有所提升。

图 3: 迪安诊断分季度营收 (单位: 百万)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 4: 迪安诊断分季度利润 (单位: 百万)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

重要子公司收入增速稳健。子公司收入增速基本都在 20-30%。北京联合执信收入下滑，为剥离了分销业务所致。

表 1: 重要子公司财务数据

公司名称	营业收入	营收 YOY	净利润	净利润 YOY
杭州迪安检验中心有限公司	1,121	30.31%	84	15.25%
杭州迪安基因工程有限公司	487	31.69%	31	-6.28%
北京联合执信医疗科技有限公司	278	-30.87%	46	15.10%
新疆元鼎医疗器械有限公司	182	17.93%	39	14.31%
内蒙古迪安丰信医疗科技有限责任公司	165	23.00%	33	56.28%
青岛智颖医疗科技有限公司	522		61	

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

定增获批，缓解资金压力，完善产业布局。公司于 2018 年 8 月 28 日收到证监会关于非公开发行股票的批复，公司可向不超过 5 名发行对象非公开发行股票数量不超过 1.1 亿股，募集资金总额不超过 10.75 亿元，募投项目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及诊断试剂产业化项目，有助于服务和产品业务的协同发展，引领行业的商业模式创新，搭建“诊断+”的健康产业生态系统，实现医疗诊断行业生产、诊断、运输的全产业链布局，从而巩固公司在第三方医疗诊断行业的领先地位。

表 2: 迪安诊断盈利预测 (单位: 百万元)

年份	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	备注
营业总收入	1,858	3,824	5,004	6,398	8,193	10,588	
YOY	39.18%	105.79%	30.86%	27.85%	28.06%	29.23%	
毛利率	33.62%	31.49%	33.41%	33.01%	32.71%	32.52%	
诊断服务	1,080	1,420	1,906	2,326	2,837	3,547	
YOY	30.16%	31.54%	34.23%	22.00%	22.00%	25.00%	检测服务毛利率承压，但预计公司可通过规模化及新项目保持基本稳定
毛利率	46.40%	43.90%	43.63%	43.60%	43.60%	43.60%	
诊断产品	763	2,355	2,996	3,895	5,063	6,582	
YOY	51.81%	208.83%	27.22%	30.00%	30.00%	30.00%	
毛利率	16.38%	24.29%	26.73%	26.60%	26.60%	26.60%	
冷链物流		8	14	27	48	77	

YOY	2594.20%	88.09%	90.00%	75.00%	60.00%		冷链物流基数小, 增速快
毛利率	-46.56%	-9.17%	3.06%	3.06%	3.06%	3.06%	
健康体检	16	41	73	134	228	365	
YOY	369.17%	161.91%	76.13%	85.00%	70.00%	60.00%	健康体检业务刚刚起步, 基数小, 增速快
毛利率	-6.32%	23.18%	34.85%	34.85%	34.85%	34.85%	
融资租赁			15	15	16	17	
YOY				5.00%	5.00%	5.00%	
毛利率			93.21%	93.20%	93.20%	93.20%	
销售费用率	8.83%	8.55%	9.28%	9.45%	9.45%	9.45%	2017 年销售费用率和管理费用率均大幅上升, 随着整合基本完成, 实验室布局完成, 2018H1 管理费用率下调明显。
管理费用率	14.15%	11.80%	12.76%	11.20%	11.10%	11.00%	
财务费用率	1.21%	0.88%	2.23%	1.85%	1.78%	1.64%	2018 年财务费用对利润影响仍然较大, 未来影响逐渐减小
所得税率	15.05%	22.19%	26.27%	25%	25%	25%	
归母净利润	125	175	350	406	505	645	
YOY	44.71%	40.30%	33.05%	16.17%	24.31%	27.70%	

资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	755	508	601	622	营业收入	5004	6398	8193	10588
应收款项	1885	2410	3086	3989	营业成本	3332	4286	5513	7145
存货净额	679	880	1132	1467	营业税金及附加	19	24	31	40
其他流动资产	186	237	303	392	销售费用	464	605	774	1001
流动资产合计	3506	4035	5122	6469	管理费用	639	717	910	1165
固定资产	676	982	1306	1643	财务费用	112	119	146	175
无形资产及其他	19	18	17	16	投资收益	197	55	55	55
投资性房地产	2354	2354	2354	2354	资产减值及公允价值变动	(49)	(12)	(12)	(12)
长期股权投资	836	1114	1378	1604	其他收入	6	0	0	0
资产总计	7390	8503	10177	12086	营业利润	593	691	862	1106
短期借款及交易性金融负债	1214	1576	2315	3004	营业外净收支	37	24	26	29
应付款项	662	864	1111	1441	利润总额	629	715	889	1135
其他流动负债	567	727	933	1207	所得税费用	165	179	222	284
流动负债合计	2442	3167	4358	5651	少数股东损益	114	130	162	206
长期借款及应付债券	1920	1920	1920	1920	归属于母公司净利润	350	406	505	645
其他长期负债	80	80	80	80					
长期负债合计	2001	2001	2001	2001					
负债合计	4443	5168	6359	7652					
少数股东权益	595	699	828	993					
股东权益	2352	2636	2990	3441					
负债和股东权益总计	7390	8503	10177	12086					

现金流量表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	350	406	505	645
资产减值准备	42	18	18	22
折旧摊销	117	85	110	138
公允价值变动损失	49	12	12	12
财务费用	112	119	146	175
营运资本变动	(1235)	(396)	(524)	(700)
其它	35	86	112	143
经营活动现金流	(642)	211	232	259
资本开支	(262)	(420)	(462)	(508)
其它投资现金流	1	0	0	0
投资活动现金流	(396)	(699)	(726)	(734)
权益性融资	84	0	0	0
负债净变化	445	0	0	0
支付股利、利息	(115)	(122)	(151)	(193)
其它融资现金流	510	363	738	689
融资活动现金流	1255	241	587	495
现金净变动	216	(247)	93	21
货币资金的期初余额	539	755	508	601
货币资金的期末余额	755	508	601	622
企业自由现金流	(974)	(157)	(153)	(143)
权益自由现金流	(19)	117	476	415

关键财务与估值指标				
	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	0.63	0.74	0.92	1.17
每股红利	0.21	0.22	0.27	0.35
每股净资产	4.27	4.78	5.43	6.24
ROIC	9%	10%	12%	13%
ROE	15%	15%	17%	19%
毛利率	33%	33%	33%	33%
EBIT Margin	11%	12%	12%	12%
EBITDA Margin	13%	13%	13%	13%
收入增长	31%	28%	28%	29%
净利润增长率	33%	16%	24%	28%
资产负债率	68%	69%	71%	72%
息率	1.1%	1.2%	1.5%	1.9%
P/E	29.8	25.6	20.6	16.1
P/B	4.4	3.9	3.5	3.0
EV/EBITDA	22.3	18.3	15.6	13.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032