

**证券研究报告—动态报告/公司快评**
**医药保健**
**医疗器械与服务**
**迪安诊断 (300244)**
**重大事件快评**
**买入**

(维持评级)

2018年09月25日

# 凤栖梧桐，待时而飞

**证券分析师： 谢长雁**

0755-82133263

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**

0755-81981837

zhuhanqing@guosen.com.cn

## 事项：

《证券市场周刊》杂志近期发表《危险的迪安诊断》，质疑公司财务链条紧张，高度依赖本次获批定增事项资金，主要质疑点包括：1) 账面现金少于短期有息负债。2) 应收账款增速超营收增速。3) 商誉存在潜在减值风险。

**国信医药观点：**1) 质疑点详细剖析：符合行业发展共同趋势，实际风险可控。2) 凤栖梧桐，待时而飞：医保控费下检验科合规化的政策出台后将推动行业集中度提升。3) 他山之石：Labcorp 公司发展历程值得借鉴。4) 风险提示：股权与债权融资不达预期引起现金流问题；行业检验耗材降价引起子公司商誉减值。5) 投资建议：对迪安诊断的媒体质疑并非新事物，更多来自于国内市场对 ICL 这一海外流行业态的不了解以及对近期药占比控费高压下检验业务回流医院的表象的担忧。迪安诊断仍然是行业中最优秀的标的，公司现金流情况及现金储备运营良好，继续维持此前盈利预测，预计 18-20 年归母净利润 4.06/5.05/6.45 亿，对应 EPS 为 0.74/0.92/1.17 元，对应当前股价 PE 为 25.8/20.8/16.3X，维持“买入”评级。

## 评论：

### ■ 质疑详细剖析：财务指标仍处安全范围

**账面现金叠加营运现金流短期负债安全可控。**公司 2018H1 现金 5.35 亿，应收账款和票据为 27.38 亿，短期借款为 11.72 亿，应付票据及账款为 10.37 亿。表面上看公司现金压力较大，实际上医药流通/服务商的应收账款的底层资产是医院的患者流驱动的试剂销售现金流；虽然账期随着医院端严控药占比，压力向上游传递整体均有所延长并在表观上造成压力，但收到的现金体量仍然巨大，2018H1 经营活动现金流入达到 28.83 亿，与营收基本匹配。过去数年公司均为部分单季度存在经营性现金流为负，但全年现金流一般都略微为正。考虑到今年在行业整体受到药占比影响下的跷跷板效应，检验业务回流和公司仍然维持了整体 27% 左右的高增长，经营性现金流净流出体量(1.45 亿)与现金流入的占比也仅为 5% 左右，仍处于安全可控区间。另外从资产负债率的角度来看，国内可比企业与海外龙头均在 50~60% 左右，迪安诊断也并未出现较大差异。高速发展期现金流与高成长性本身是动态平衡的。

**表 1: 海内外体外检验服务/商业公司资产负债率对比**

资产负债率	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1
<b>国内可比公司</b>							
迪安诊断	25.3%	27.3%	36.7%	53.8%	55.5%	60.1%	61.4%
金城医学	67.6%	70.0%	71.9%	52.1%	57.5%	47.5%	51.4%
润达医疗	44.9%	52.1%	56.2%	45.2%	45.9%	61.4%	61.8%
美康生物	38.8%	34.5%	33.2%	11.0%	35.8%	44.0%	52.4%
<b>海外参考公司</b>							
Quest 诊断	54.9%	55.6%	56.2%	52.0	53.1%	52.1%	50.3%
Labcorp	59.7%	64.0%	61.1	65.1%	61.2	58.7%	57.2%

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

**偿债方式多样化, 定增获扩充资金, 有力保障产业布局。**截止 2018 年中报, 公司取得银行授信 44.37 亿元, 已使用授信 24.41 亿元, 仍有银行综合授信 20 亿尚未使用; 截止 2017 年 7 月 24 日发行中期票据 4 亿, 发行利率 5.80%, 期限为三年, 到期后可置换重新注册发行, 以上均可有效缓解资金压力。2018 年 8 月 28 日公司收到证监会关于非公开发行股票批复, 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, 募集资金总额不超过 10.75 亿元。定增募集到位后, 可有效扩充资本金, 进一步优化资产负债结构, 尤其可满足长期资金的需求, 进一步完善公司在医疗诊断行业生产、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。

**应收账款周转天数有所上升, 与润达医疗类似; 而应收账款客户主要为公立医院, 计提准则与行业并无差异。**公司应收账款信用期为 2-6 月, 1-6 个月应收账款在客户的正常信用期内, 主要客户为公立医院, 发生坏账风险极低, 且历史应收账款发生坏账的比率极低, 故公司坏账政策中的 1-6 个月坏账计提比例为 1%, 符合谨慎原则; 同行金城医学、达安基因对 1-6 个月的应收账款坏账计提比例分别为 1%及 0.5%, 故公司对 1-6 个月以内的应收账款坏账计提比例为 1%, 与同行业公司没有明显差异, 不存在显著激进的会计政策。

**表 2: 各公司应收账款计提原则**

应收账款计提比例 (%)	1 年以内				3 年以上		
	1 至 6 个月 (含 6 个月)	7-12 个月 (含 12 个月)	1-2 年	2-3 年	3 至 4 年	4 至 5 年	5 年以上
迪安诊断	1.00%	5.00%	20.00%	50.00%	100.00%		
达安基因	0.50%	0.50%	10.00%	15.00%	40.00%	60.00%	100.00%
金城医学	1.00%	5.00%	30.00%	50.00%	100.00%		
美康生物	5.00%	5.00%	10.00%	20.00%	50.00%	80.00%	100.00%

资料来源: 各公司公告、国信证券经济研究所整理

**表 3: 应收账款周转天数**

应收账款周转天数	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1
迪安诊断	77	79	86	96	94	110	134
美康生物	78	99	98	102	93	110	123
润达医疗	78	84	88	104	124	116	133
金城医学	86	75	74	77	78	89	104

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

**逐渐进入收获期, 商誉减值风险较低。**此前并购的渠道商中, 新疆元鼎 2017 年业绩未达预期。主要原因是区域政策 (降价力度超过预期)、市场环境特殊性 (医院门诊量下滑), 以及投入较多的合作共建模式需要培育期, 导致业务增速短期承压, 未完成业绩承诺并产生商誉减值。2017 年新疆元鼎计提商誉减值准备 3431 万元。而 2018H1 新疆元鼎已经恢复增长, 实现营收 1.82 亿 (+17.9%), 净利润 3898 万 (+14.3%)。其他并购标的过去几年实际净利润达到业绩承诺, 北京联合执信虽 2017 年略低于当年业绩承诺, 但历年累计净利润仍完成业绩承诺, 因此并未发生减值。从 2018H1 公告的各公司情况来看, 未来发生业绩不达承诺可能性较小。

**表 4: 重要子公司财务数据 (单位: 百万)**

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

**表 5: 并购渠道代理商业绩承诺及完成情况 (单位: 万元)**

并购标的		2015	2016	2017	2018
北京联合执信	承诺业绩	4160	5408	7030	
	实际业绩		5893	6817	
新疆元鼎	承诺业绩	5600	8000	10000	
	实际业绩		8003	7835	
云南盛时科华	承诺业绩		2600	3380	4400
	实际业绩		3260		
内蒙古丰信	承诺业绩		3500	4500	5486
	实际业绩		4198	6169	
金华福瑞达	承诺业绩	1400	1700	2000	
陕西凯弘达	承诺业绩		2300	3000	3900
深圳一通	承诺业绩		1900	-	-

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

注: 业绩均为净利润, 红色为未完成承诺

**IVD 渠道商并购是行业趋势, 横向来看, 迪安诊断与行业可比各公司的商誉/资产比例相近。** IVD 服务/流通商正处于跑马圈地时期, 除金域医学外, 迪安诊断、润达医疗、美康生物均加速收购, 商誉占比在总资产的 20% 左右。并且这一比例与 2016 年的高位相比, 迪安诊断近 1 年半以来还有所下行。我们认为, IVD 服务/流通正处于集中度提升的关键发展期; 从产业发展角度, 适当的外延商誉是可以接受的。

**表 6: 体外检验 ICL 业态公司商誉占资产比例**

商誉/资产	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1
迪安诊断	3.8%	3.3%	2.9%	11.6%	26.3%	21.4%	21.3%
润达医疗	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	11.7%	23.4%	21.8%
金域医学	0.9%	0.9%	1.0%	0.7%	0.6%	0.5%	0.4%
美康生物	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.1%	5.3%	18.8%

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

### ■ 凤栖梧桐, 待时而飞: 医保控费下检验科合规化的政策出台后将推动行业集中度提升

**ICL 业态符合分级诊疗、医保控费等政策方向。** 我们在今年的公司深度报告《乘长风破万里浪》中提出, “长风”指两大政策: 1) 检验科经销商合规化经营; 2) 分级诊疗大方向下, ICL 业态符合资源整合的需求。政策导向与群众需求是未来 5-10 年检验科业态从依靠关系、乱象丛生逐渐过渡到为分级诊疗保驾护航、以高效低价提供优质医疗服务的内在动力。“长风”已经在吹起, 我们相信任何艰难险阻都阻止不了优质龙头企业破浪前行, 享受集中度提升的巨大红利。

**若检验科控费力度加大将推动 ICL 行业发展与集中度快速提升。** 集中度低、产品同质化高、规模效益明显, 这三点是检验科龙头企业具有集中度提升的潜力的核心因素。与今年上半年引入瞩目的医药零售行业相比, 表面上 IVD 是 to B, 零售是 to C, 似乎商业业态差距较大; 但是实际上这是因为当前医改重点仍然在“药”上, 检验科市场的争夺仍然更多的是依靠“关系”而非“效率”。未来医改深入后, 检验科、病理科的整治实际上是确定性极强的。迪安诊断这类能在率先试点降价的浙江地区存活并壮大的企业, 在未来将同样与医药零售行业类似, 享受政策驱动下的集中度提升相对优势。这一优势需要依靠规模体量的提升, 因此从产业发展阶段角度考虑, 企业当前应当采取低分红、高扩张、现金流基本平衡即可的策略。

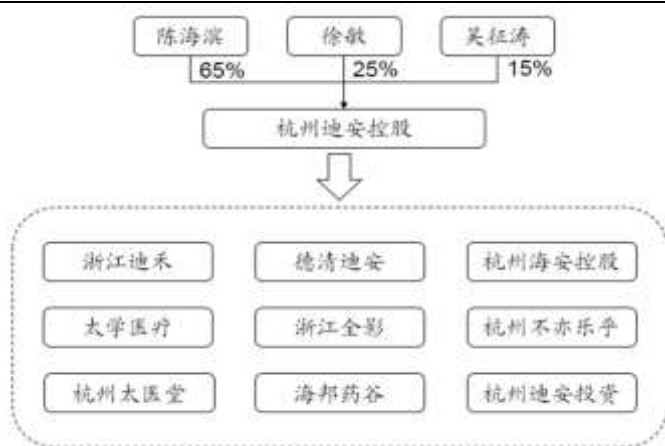
表 7: IVD 流通/服务商与医药零售行业同样具有政策驱动的集中度提升空间

指标	IVD 流通/服务商	医药零售
龙头公司占比/集中度	迪安诊断、润达医疗等在 3%左右	国大药房、一心堂等在 3%左右
产品同质化程度	高	地采品种占 50%左右, 存在一定差异
服务专业化程度	较高	中等
集中度提升驱动政策因素	检验科反腐、耗材降价、ICL 牌照放宽	营改增、医保资质放开、处方外流
此前集中度难以提升原因	小经销商“带金+关系”模式	小药店非合规采购、卖发票等
终端客户	医院 to B 模式	个人 to C 模式

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

迪安诊断上市公司体系外规模同样有助于向上游议价。迪安诊断除了上市公司体系外, 另外还有由上市公司实际控制人管理的杭州迪安控股公司体系。这一体系虽然短期仍不在上市公司体系内, 但是其向上游采购的试剂规模同样有助于加强上市公司体系对上游的议价能力。这与行业内的其他可比公司相比, 是容易忽略的相对优势。

图 1: 杭州迪安控股股权及关联公司群

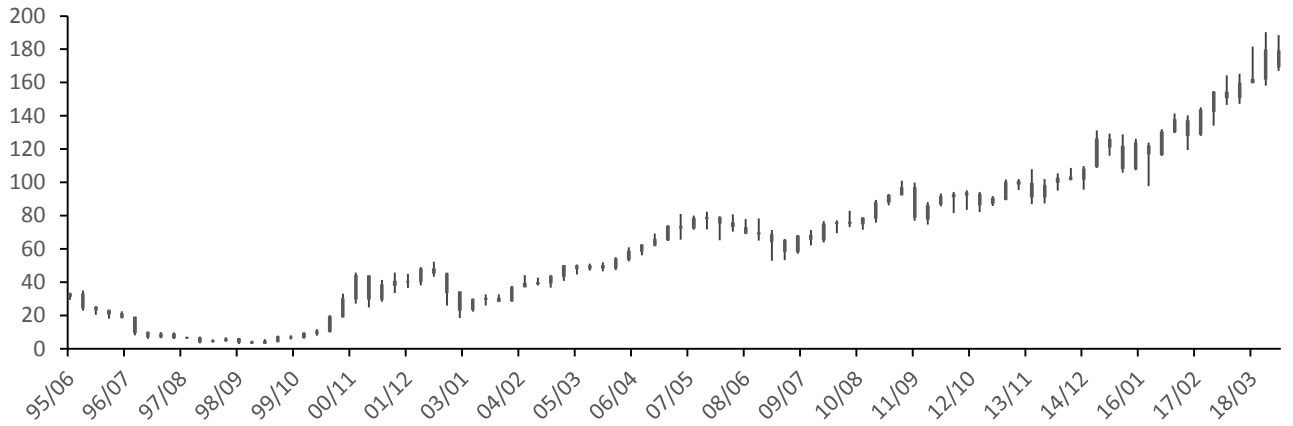


资料来源: 天眼查、国信证券经济研究所整理

### ■ 他山之石: Labcorp 公司发展历程值得借鉴

Labcorp 公司作为美国 ICL 业态龙头公司, 自 90 年代中后期低谷后走出长牛行情。Labcorp 在 1978 年设立时称之为 National Health Corporation, 随着美国与我国类似的医保控费的发展, ICL 业态整体迅速成长, 公司营收也迅速增长。直到 1990 年之前, 公司都没有分红, 而是持续加大产业投入。1988 年公司在 Nasdaq 上市, 1991 年公司由 NASDAQ 转到纽交所上市。1994 年公司在外延过程中遇到挫折, 同时遇到整体经济“软着陆”的压力, 净利润下滑, 股价出现大幅下跌。1995 年 4 月, 公司与罗氏生物医学实验室公司合并, 当时同样深受资产负债率高企的问题质疑, 当年的全年营收仅 17 亿美元, 但是总负债达到了 9.59 亿美元。之后随着经济企稳、持续的外延整合和内生效率提升, 作为符合医保控费趋势的 ICL 行业龙头, Labcorp 开启了一个 20 年 80 倍的长牛行情。

图 2: Labcorp 公司股价季度变化 (1995 年-2018 年 Q2)



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

**投资建议: ICL 龙头等待政策东风驱动下的行业集中度提升。**对迪安诊断的媒体质疑并非新事物,更多来自于国内市场对 ICL 这一海外流行业态的不了解以及对近期药占比控费高压下检验业务回流医院的表象的担忧。迪安诊断仍然是行业中最优秀的标的,公司现金流情况及现金储备运营良好,继续维持此前盈利预测,预计 18-20 年归母净利润 4.06/5.05/6.45 亿,对应 EPS 为 0.74/0.92/1.17 元,对应当前股价 PE 为 25.8/20.8/16.3X,维持“买入”评级。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	755	508	601	622
应收款项	1885	2410	3086	3989
存货净额	679	880	1132	1467
其他流动资产	186	237	303	392
<b>流动资产合计</b>	<b>3506</b>	<b>4035</b>	<b>5122</b>	<b>6469</b>
固定资产	676	982	1306	1643
无形资产及其他	19	18	17	16
投资性房地产	2354	2354	2354	2354
长期股权投资	836	1114	1378	1604
<b>资产总计</b>	<b>7390</b>	<b>8503</b>	<b>10177</b>	<b>12086</b>
短期借款及交易性金融负债	1214	1576	2315	3004
应付款项	662	864	1111	1441
其他流动负债	567	727	933	1207
<b>流动负债合计</b>	<b>2442</b>	<b>3167</b>	<b>4358</b>	<b>5651</b>
长期借款及应付债券	1920	1920	1920	1920
其他长期负债	80	80	80	80
<b>长期负债合计</b>	<b>2001</b>	<b>2001</b>	<b>2001</b>	<b>2001</b>
<b>负债合计</b>	<b>4443</b>	<b>5168</b>	<b>6359</b>	<b>7652</b>
少数股东权益	595	699	828	993
股东权益	2352	2636	2990	3441
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7390</b>	<b>8503</b>	<b>10177</b>	<b>12086</b>

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%	1.4%	1.8%
P/E	30.0	25.8	20.8	16.3
P/B	4.5	4.0	3.5	3.0
EV/EBITDA	22.4	18.4	15.7	13.2

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>5004</b>	<b>6398</b>	<b>8193</b>	<b>10588</b>
营业成本	3332	4286	5513	7145
营业税金及附加	19	24	31	40
销售费用	464	605	774	1001
管理费用	639	717	910	1165
财务费用	112	119	146	175
投资收益	197	55	55	55
资产减值及公允价值变动	(49)	(12)	(12)	(12)
其他收入	6	0	0	0
营业利润	593	691	862	1106
营业外净收支	37	24	26	29
<b>利润总额</b>	<b>629</b>	<b>715</b>	<b>889</b>	<b>1135</b>
所得税费用	165	179	222	284
少数股东损益	114	130	162	206
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>350</b>	<b>406</b>	<b>505</b>	<b>645</b>

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
<b>净利润</b>	<b>350</b>	<b>406</b>	<b>505</b>	<b>645</b>
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
<b>经营活动现金流</b>	<b>(642)</b>	<b>211</b>	<b>232</b>	<b>259</b>
资本开支	(262)	(420)	(462)	(508)
其它投资现金流	1	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(396)</b>	<b>(699)</b>	<b>(726)</b>	<b>(734)</b>
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
<b>融资活动现金流</b>	<b>1255</b>	<b>241</b>	<b>587</b>	<b>495</b>
<b>现金净变动</b>	<b>216</b>	<b>(247)</b>	<b>93</b>	<b>21</b>
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

## 相关研究报告

- 《迪安诊断-300244-2018 年半年报点评：营收增长稳健，业绩静待释放》 ——2018-08-31
- 《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-乘长风破万里浪》 ——2018-05-25
- 《迪安诊断-300244-乘长风破万里浪》 ——2018-05-25
- 《迪安诊断-300244-独立医学实验室产业先锋》 ——2011-07-18

## 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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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

## 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