



300244.SZ

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 21.58

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	42.8	17.9	42.3	(12.6)
相对深证成指	4.3	8.2	5.4	(5.8)

发行股数(百万)	620
流通股(%)	67
总市值(人民币 百万)	13,389
3个月日均交易额(人民币 百万)	113
净负债比率(%) (2019E)	27
主要股东(%)	
陈海斌	34

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银国际证券
以 2019 年 3 月 29 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: 医疗器械

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

(0755)82560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050001

迪安诊断

公司逐渐回到增长快车道, 期待服务业务放量

公司发布 2018 年年报: 报告期内实现收入 69.67 亿元 (+39.22%), 归母净利润 3.89 亿元 (+11.16%), 扣非归母净利润 3.30 亿元 (+49.53%)。同时发布一季度业绩预告: 预计实现归母净利润 6,908.69 万元~7,850.79 万元, 较去年同期增长 10%-25%。随着公司自建实验室逐渐扭亏并开始放量, 检验服务亏损压力减小, 合作共建业务释放增量; 高端技术平台: 质谱和 NGS 已完成初步布局, 未来成为长期成长驱动力, 公司逐步恢复快速增长。预计公司 2019-2021 年净利润为 4.94/6.21/7.73 亿元, 维持买入评级, 继续重点推荐。

支撑评级的要点

- 营收增长提速: 若剔除青岛智颖并表影响, 全年收入 61.99 亿元, 内生同比增速 23.87%。下半年内生增长 28.4%, 较上半年提高近 10 个百分点, 业绩增长明显提速。其中产品端内生增长 23.58%, 服务端增速 22.95%。现金流 3.73 亿大幅转好。自建实验室已有半数盈利, 对业绩正向贡献加大; 合作共建、区域检验中心、精准诊疗中心等业务有序推进, 成长期实验室和新业务快速放量带动收入利润快速增长。
- 毛利率略升, 费用率仍有优化空间: 全年毛利率 34.04% (+0.63pp), 期间费用率 23.05% (-1.22pp), 其中销售费用率 9.31% 基本持平, 管理费用率 11.28% (-1.48pp), 财务费用率 2.46% (+0.23pp), 由于募投资金尚未到位及有息负债增加等因素短期仍承压。未来随增量业务投入降低回报升高、以及规模效应, 利润率有望进一步提升。
- 特检业务快速成长: 质谱及 NGS 等高端分子诊断平台将成为公司长期发展助推动力, 公司与 SCIEX、FMI、Agena 等合作逐步落地成果转化, 特检业务未来放量将推动公司的综合竞争力和盈利能力迈上新台阶。

估值

- 根据年报及一季度业绩预告, 调整盈利预测, 预计公司 2019-2021 年净利润分别为 4.94/6.21/7.73 亿元, EPS 分别为 0.796/1.001/1.246 元, 对应 PE 分别为 27/22/17 倍, 维持买入评级, 继续重点推荐。

评级面临的主要风险

- 检验产品和检验服务降价的风险; 商誉减值风险; 市场开拓速度不达预期的风险。

投资摘要

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	5,004	6,967	8,842	10,949	13,499
变动(%)	31	39	27	24	23
净利润(人民币 百万)	350	389	494	621	773
全面摊薄每股收益(人民币)	0.563	0.626	0.796	1.001	1.246
变动(%)	33.0	11.2	27.0	25.8	24.5
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.845	1.063	
调整幅度(%)			(5.8)	(5.9)	
全面摊薄市盈率(倍)	38.3	34.5	27.1	21.6	17.3
价格/每股现金流量(倍)	347.7	35.9	20.3	102.0	15.3
每股现金流量(人民币)	0.06	0.60	1.07	0.21	1.41
企业价值/息税折旧前利润(倍)	23.3	13.9	11.5	9.2	7.3
每股股息(人民币)	0.022	0.000	0.032	0.040	0.050
股息率(%)	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

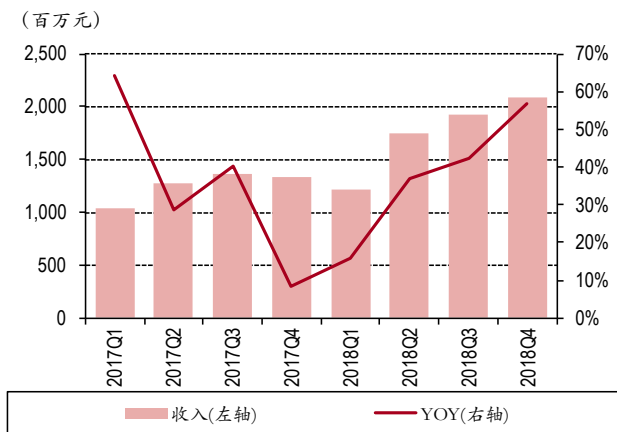
营收增速逐季提升，公司业务逐渐恢复较快增长

公司发布 2018 年年报：报告期内实现收入 69.67 亿元 (+39.22%)，归母净利润 3.89 亿元 (+11.16%)，扣非归母净利润 3.30 亿元 (+49.53%)。其中 Q4 单季实现营业收入 20.81 亿元 (+56.64%)，归母净利润 9662.50 万元 (-3.08%)，扣非归母净利润 6023.69 万元 (+349.60%)，表现略好于之前预期。

同时发布一季度业绩预告：预计实现归母净利润 6,908.69 万元 - 7,850.79 万元，较去年同期增长 10%-25%。

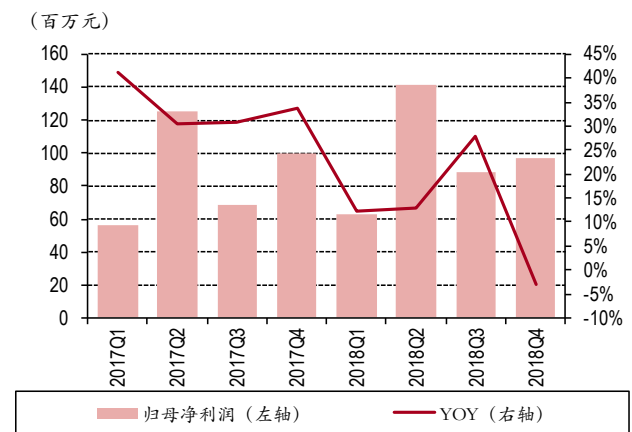
2018 年全年收入利润均表现较快增长。若剔除青岛智颖并表影响，全年收入 61.99 亿元，内生同比增长 23.87%。下半年内生增长 28.4%，较上半年提高近 10 个百分点，业绩增长明显提速。一方面由于公司自建实验室部分到达盈亏平衡点，目前已有半数实验室盈利，对业绩拖累大幅减小；另一方面合作共建、区域检验中心、精准诊疗中心业务有序推进，成长期实验室和新业务快速放量带动收入端快速增长。而归母净利润增速较低的主要原因是去年同期有一笔为了推进博圣上市而出让股权的 9 千余万处置收益；扣非归母净利润增长近 50%，扣除商誉减值及智颖并表因素后增速 21.2%。

图表 1. 公司单季度收入及同比增速



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 2. 公司单季度归母净利润及同比增速



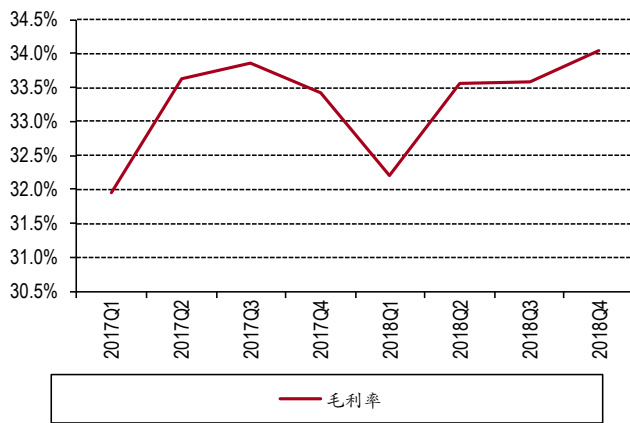
资料来源：公司公告，中银国际证券

毛利率有所回升，随定增完成财务压力有望缓解

2018 年四个季度毛利率分别为 32.20%、34.51%、33.59%、35.14%，全年毛利率 34.04%，较上一年度提高 0.63 个百分点，盈利能力稳步回升。费用方面，销售费用率 9.31% 比 2017 年略升 0.03 个百分点；管理费用同比增长 23.1%（其中研发费用增长 26.0%），而管理费用率下降 1.48 个百分点，预期随业务规模提升相对费用率仍有下降空间；财务费用率 2.46% 上涨 0.23 个百分点，主要由于业务扩张期资金压力加大以及定增资金尚未到位、有息负债增多等影响，预计定增完成后财务压力有所缓解。

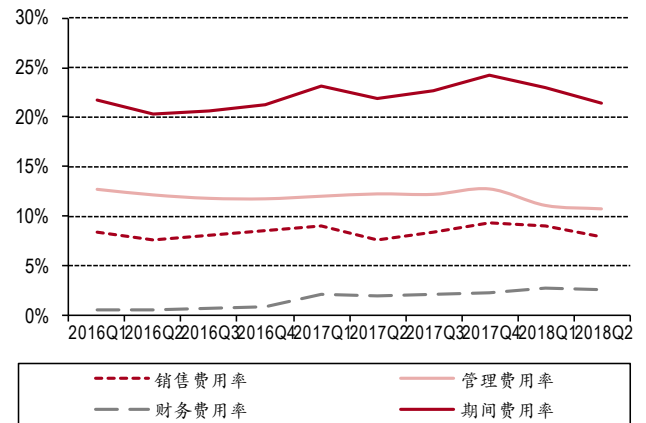
全年经营性净现金流 3.73 亿，较上一年度大幅提升 869.2%，现金流情况大幅改善。未来随资产结构调整、经营稳步向好，财务指标有望进一步优化。

图表 3. 公司各季度毛利率变化



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 4. 公司各季度费用率变化



资料来源：公司公告，中银国际证券

诊断产品内生仍有较强增长动力，诊断服务期待未来放量

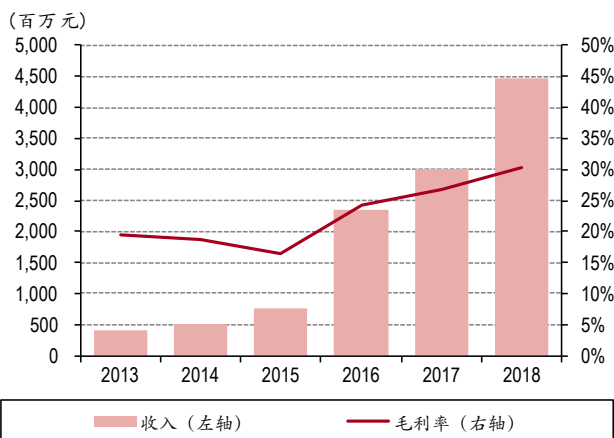
产品板块 2018 年实现收入 44.71 亿元，同比增长 49.22%。扣除青岛智颖并表因素仍有 23.6% 增长。部分客户转为合作共建后的收入归类变动有正向影响，但本身内生增长亦有较强动力。毛利率亦提高了 3.58 个百分点至 30.31%。

服务板块 2018 年实现收入 23.62 亿元，同比增长 22.95%。毛利率 41.46% 下滑了 1.83 个百分点。主要原因是新建实验室逐渐扭亏或减亏，以及刚盈利实验室的快速放量，同时合作共建、精准中心等增量业务也形成新的驱动力。目前 38 家地区实验室中已有 18 家实现盈利，其余大部分的亏损额也在逐步减少。2018 年公司的检测样本量达到 3800 万个左右，测试数约 1.35 亿例。杭州检验子公司 18 年收入 24.50 亿元 (+29.5%)，净利润 1.52 亿元 (+72.7%)，除去 2 家新增子公司并表因素本身盈利增长亦在 50% 以上，第三方实验室业务进入放量期对业绩贡献明显。

合作共建业务目前客户数量 400 余，新增项目 60 余个，并已进入福建、湖北、吉林、新疆等 25 个区县市场，开拓多个新的区域检验中心，增长迅猛。未来 3.0 业务将成为公司长期发展助力。

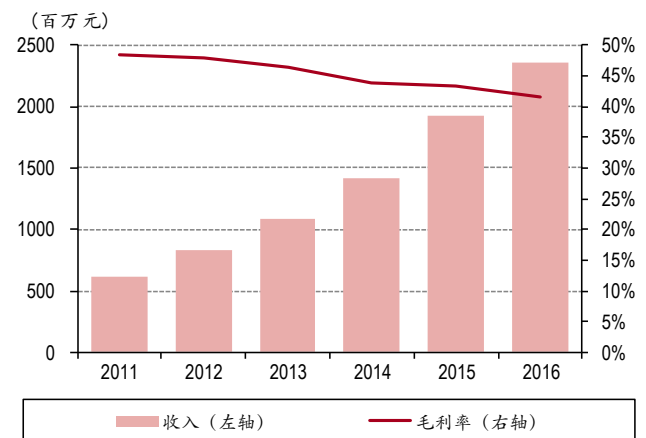
健检、司法鉴定、冷链物流等业务收入端仍保持快速增长，收入分别为 9824.51 万元 (+35.3%)、6231.39 万元 (+128.7%)、2081.1 万元 (+44.7%)，“诊断+”生态圈不断完善。

图表 5. 产品板块收入及毛利率变化



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 6. 服务板块收入及毛利率变化



资料来源：公司公告，中银国际证券



特检业务打开更大发展空间

子公司凯莱谱已建立多个质谱平台并协助多个大型三级医院建立标准化临床质谱实验室。公司和 SCIEX 的合资公司迪赛思已于去年 9 月试生产，至年末已有 2 个一类产品备案并已开始生产销售，后续将推动更多液相色谱串联质谱的产品转化。与 Agena 合作完成的 MassARRAY 核酸质谱分析系统的产品也将有序推进转化落地。与 FMI 合作的首款全面基因组测序分析服务产品也已正式运营，并和多家医疗机构和医院签约。未来特检业务将进一步提高公司的综合竞争实力和发展潜力。

盈利预测

诊断产品内生增长提速，诊断服务自建实验室及合作共建实验室逐渐放量，特检业务打开更广阔空间。预计公司 2019-2021 年净利润为 4.94/6.21/7.73 亿元，EPS 分别为 0.796/1.001/1.246 元，对应 PE 分别为 27/22/17 倍，维持**买入**评级，继续重点推荐。

风险提示

1. 降价风险：目前医院仍掌握诊断产品和服务价格的主要定价权，预期未来产品和服务价格仍呈长期缓慢下降趋势，集采有可能造成大规模降价。
2. 商誉减值风险：公司前期对渠道商等进行了较多起并购，期末商誉总值 18.58 亿元。并且 2017 年计提商誉减值 3776.80 万元，2018 年度计提 7487.62 万元，不排除后续有继续进行商誉减值的可能。
3. 市场开拓速度不达预期的风险：公司目前仍处于市场开拓期，新建实验室、区域检验中心、精准诊疗中心、合作共建等业务仍有较大投入，如业务开展慢于预期会影响公司营收和利润。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	5,004	6,967	8,842	10,949	13,499
销售成本	(3,351)	(4,621)	(5,894)	(7,311)	(9,049)
经营费用	(1,035)	(1,361)	(1,706)	(2,066)	(2,535)
息税折旧前利润	618	984	1,242	1,572	1,915
折旧及摊销	(117)	(177)	(200)	(236)	(266)
经营利润(息税前利润)	501	807	1,042	1,336	1,649
净利息收入/(费用)	(112)	(171)	(220)	(297)	(332)
其他收益/(损失)	240	99	99	120	125
税前利润	629	734	921	1,158	1,442
所得税	(165)	(146)	(184)	(232)	(288)
少数股东权益	(114)	(200)	(243)	(306)	(381)
净利润	350	389	494	621	773
核心净利润	359	391	497	625	776
每股收益(人民币)	0.563	0.626	0.796	1.001	1.246
核心每股收益(人民币)	0.579	0.630	0.801	1.007	1.250
每股股息(人民币)	0.022	0.025	0.032	0.040	0.050
收入增长(%)	31	39	27	24	23
息税前利润增长(%)	23	61	29	28	23
息税折旧前利润增长(%)	32	59	26	27	22
每股收益增长(%)	33	11	27	26	24
核心每股收益增长(%)	35	9	27	26	24

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	629	734	921	1,158	1,442
折旧与摊销	117	177	200	236	266
净利息费用	112	171	220	297	332
运营资本变动	(350)	(391)	(203)	(771)	(414)
税金	(51)	54	(184)	(232)	(288)
其他经营现金流	(418)	(373)	(293)	(558)	(462)
经营活动产生的现金流	39	373	661	131	876
购买固定资产净值	9	24	222	178	152
投资减少/增加	(15)	(279)	10	12	(16)
其他投资现金流	(1,111)	(240)	(504)	(386)	(324)
投资活动产生的现金流	(1,117)	(495)	(272)	(196)	(188)
净增权益	(14)	0	(20)	(25)	(31)
净增债务	989	1,272	136	706	119
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	314	(275)	(61)	(193)	(360)
融资活动产生的现金流	1,289	1,023	108	591	(51)
现金变动	210	901	497	527	637
期初现金	539	755	1,713	2,211	2,737
公司自由现金流	(1,079)	(122)	389	(65)	688
权益自由现金流	21	1,320	745	938	1,140

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	784	1,778	2,300	2,837	3,495
应收帐款	1,885	2,959	3,245	4,744	5,477
库存	679	1,193	1,477	2,077	2,571
其他流动资产	157	256	330	477	622
流动资产总计	3,506	6,186	7,352	10,136	12,165
固定资产	676	912	931	869	753
无形资产	23	47	49	53	55
其他长期资产	1,147	1,210	1,238	1,283	1,362
长期资产总计	1,846	2,169	2,219	2,206	2,170
总资产	7,390	10,665	11,911	14,679	16,656
应付帐款	662	1,314	1,127	1,861	1,788
短期债务	1,039	1,242	2,310	2,682	2,893
其他流动负债	741	1,965	1,387	1,633	2,204
流动负债总计	2,442	4,521	4,825	6,177	6,885
长期借款	1,920	1,181	1,377	1,844	1,957
其他长期负债	80	260	229	246	259
股本	551	620	620	620	620
储备	1,801	3,055	3,590	4,216	4,978
股东权益	2,352	3,676	4,210	4,836	5,598
少数股东权益	595	1,027	1,270	1,576	1,957
总负债及权益	7,390	10,665	11,911	14,679	16,656
每股帐面价值(人民币)	3.79	5.92	6.79	7.79	9.02
每股有形资产(人民币)	4.23	5.85	6.71	7.71	8.93
每股净负债/(现金)(人民币)	1.83	0.50	1.51	1.74	0.97

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	12.3	14.1	14.0	14.4	14.2
息税前利润率(%)	10.0	11.6	11.8	12.2	12.2
税前利润率(%)	12.6	10.5	10.4	10.6	10.7
净利率(%)	7.0	5.6	5.6	5.7	5.7
流动性					
流动比率(倍)	1.4	1.4	1.5	1.6	1.8
利息覆盖率(倍)	4.5	4.7	4.7	4.5	5.0
净权益负债率(%)	74.8	15.1	27.0	27.9	19.5
速动比率(倍)	1.2	1.1	1.2	1.3	1.4
估值					
市盈率(倍)	38.3	34.5	27.1	21.6	17.3
核心业务市盈率(倍)	37.3	34.2	26.9	21.4	17.3
市净率(倍)	5.7	3.6	3.2	2.8	2.4
价格/现金流(倍)	347.7	35.9	20.3	102.0	15.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	23.3	13.9	11.5	9.2	7.3
周转率					
存货周转天数	62.3	73.9	82.7	88.7	93.8
应收帐款周转天数	121.3	126.9	128.1	133.2	138.2
应付帐款周转天数	47.8	51.8	50.4	49.8	49.3
回报率					
股息支付率(%)	3.9	0.0	4.0	4.0	4.0
净资产收益率(%)	15.6	12.9	12.5	13.7	14.8
资产收益率(%)	5.6	7.2	7.4	8.0	8.4
已运用资本收益率(%)	1.7	1.5	1.5	1.5	1.7

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

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，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他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。

本报告期内含保密信息，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。所有本报告期内使用的商标、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