太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2019-10-25

公司研究报告

买入/维持

迪安诊断(300244)

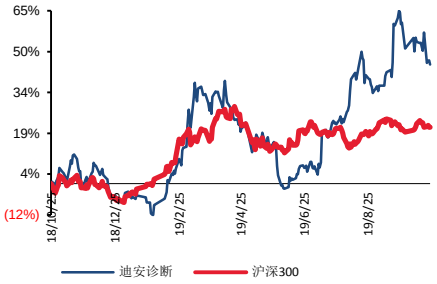
目标价：40

昨收盘：23.54

医疗保健 医疗保健设备与服务

现金流持续改善，高端特检持续加码

■ **走势比较**



■ **股票数据**

总股本/流通(百万股)	620/382
总市值/流通(百万元)	14,606/9,002
12 个月最高/最低(元)	26.82/14.35

相关研究报告：

迪安诊断（300244）《现金流显著改善，服务和产品业务稳健增长》--2019/08/26

迪安诊断（300244）《业绩持续稳健，现金流继续改善》--2019/07/11

迪安诊断（300244）《ICL 利润大幅增长，产品+服务协同效应显著》--2019/03/31

证券分析师：杜佐远

电话：010-88695263

E-MAIL：duzy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517110001

证券分析师：蔡明子

电话：010-88695263

E-MAIL：caimz@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518050001

事件：

10 月 25 日，公司发布 2019 年三季报：前三季度实现收入 62.1 亿，同比增长 27.1%；实现归母净利润 3.52 亿，同比增长 20.47%；实现扣非净利润 3.18 亿，同比增长 17.96%；经营现金流净额 1.33 亿，上年同期-0.95 亿，同比增长 239.73%；EPS0.57 元/股。公司整体业绩符合我们之前的预期。

点评：

1. 内生牵引力不断增强，现金流显著改善

分季度看，公司 Q1/Q2/Q3 收入分别为 18.36、21.58、22.16 亿，同比增长 51.80%、23.60%、14.76%；归母净利润分别为 0.73、1.75、1.04 亿，同比增长 15.56%、24.11%、18.04%；扣非净利润分别为 0.69、1.59、0.90 亿，同比增长 15.38%、18.66%、19.09%。三季度增速较上半年略有放缓，分析主要原因是去年 5 月起青岛智颖并表增厚 18Q2-19Q1 收入，基数较高所致。前三季度公司毛利率和净利率分别为 32.29%、8.52%，较同期略有下降，主要与检验价格下降、部分区域扣率下降有关，但分区域来看，上半年公司大本营、全国扣率水平最低的华东区域毛利率提升 1.09%至 29.36%，规模效应显现。

此外，经营现金流持续大幅改善，主要原因是 19 年公司改善了应收账款的回笼，部分子公司供应商应付账期延长及支付结算方式变更，应收及应付综合影响经营性现金流大幅改善。三季报现金流延续 18 年报及 19 半年报好转趋势。随着 Q2 定增资金到账、省级 ICL 基本完成布局（资本开支预计减少）、银行授信额度充足（18 年共 45.5 亿，已使用 24.6 亿）等因素，公司资金压力将持续减轻。19 前三季度短期借款占总资产比例较期初略有下降，资产负债率 52.7%，较 18 年前三季度下降 7.8%；财务费用率为 2.54%，去年同期 2.50%，同比环比均略有上升，主要是为满足业务需求新增贷款及股权投资基金纳入合并财务费用增加所致。

其他费用率来看，19 前三季度销售费用率、管理费用率分别为 8.55%、8.21%，与 18 年前三季度相比管理费用率（8.96%）有所下降，主要在于借助医疗诊断产业数字化平台，供应链优化、迪安商业系统（DABS）管理中心推广取得阶段性成果，管理效率提升。公司持续加强研发投

入，19 年前三季度研发费用 1.51 亿，费用率同比增长 0.02%。

2.渠道、服务外包、合作共建核心业务协同效应明显，ICL 利润大幅增长

分板块看，诊断服务 19H1 实现收入 13.18 亿元，同比增长 21.05%，毛利率 40.95%（-0.73%）；诊断产品实现收入 26.22 亿，同比增长 43.98%,毛利率 29.28%(+0.27%);健康体检 3638 万,同比增长 24.95%，毛利率 1.84%（-11.62%）；冷链物流 1179 万元，同比增长 37.30%，毛利率 10.88%（+23.14%）。

ICL：公司的诊断服务业务已经完成了全国省级布局，上半年共计 16 家检验子公司获得 ISO15189 认证；杭州迪安上半年应收 13.42 亿（+19.7%），净利润 0.94 亿（+12%），净利率 7%（-0.5%）。前三季度我们预计有 23 家左右实验室进入盈利期，较年初增加 5 家左右。

合作共建：合作共建上，上半年累计合作共建 400 余家医疗机构，新增精准诊断中心 3 家，新签约二三级医院 20 余家，在省内外开展精准诊断中心建设 10 余家。公司积极开拓单体医院、区域检验中心、精准诊断中心合作共建以及集采服务，大力推进区域检验中心、区域内龙头医院进行合作共建，重点关注区域医共体。

3.高端技术平台建设持续加码，加深护城河

公司坚持“技术驱动”的企业升级战略，通过引进海内外技术领军人才，建立质谱、NGS、精准诊断中心等高端技术平台，范围覆盖从常规到高端的主流技术领域，丰富的检验项目使得公司能够充分发挥规模优势，快速响应下游客户多种检验需求，形成短期内难以复制的竞争优势。

19 年实时荧光定量 PCR 仪产品获得医疗器械注册证；迪赛思完成 3 个二类试剂盒的注册检验，备案产品 5 个，加上多个在研项目，进一步推动高端质谱技术在国内的产业化；迪普诊断断基于 MassARRAY 核酸质谱平台完成了一系列药物基因组学相关技术和试剂盒开发；公司加入浙江省病理专科联盟，打造浙江省精准病理诊断共享平台——研发及技术储备和转化初见成效，护城河不断加深。

盈利预测：公司不断加快渠道业务变革与转型升级，各业务板块增长稳定可持续，预计 19-21 年归母净利润分别为 4.79、5.95、7.41 亿元，对应 PE 分别为 31X、25X 和 20X，维持“买入”评级。

风险提示：合作共建项目推进低于预期，检验价格下降超预期。

■ **盈利预测和财务指标：**

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6967	8639	10712	13176
(+/-%)	39.22%	24.00%	24.00%	23.00%
归母净利润(百万	389	479	595	741
(+/-%)	11.16%	23.24%	24.33%	24.46%
摊薄每股收益(元)	0.71	0.77	0.96	1.19
市盈率(PE)	21	31	25	20

资料来源：Wind，太平洋证券注：17-20年摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	755	1713	2252	2583	3026
应收和预付款项	1832	3123	3154	3940	4883
存货	679	1193	1156	1435	1766
其他流动资产	239	156	274	324	383
流动资产合计	**3506**	**6186**	**6836**	**8282**	**10059**
长期股权投资	836	908	1058	1108	1158
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	674	901	766	621	466
在建工程	2	11	12	13	14
无形资产开发支出	23	47	60	72	84
长期待摊费用	0	0	0	0	0
其他非流动资产	3884	4480	4628	4596	4553
资产总计	**7390**	**10665**	**11464**	**12878**	**14611**
短期借款	1039	1242	1242	1242	1242
应付和预收款项	647	1105	1118	1387	1707
长期借款	726	783	783	783	783
其他负债	2030	2832	2895	3141	3435
负债合计	**4443**	**5963**	**6037**	**6553**	**7167**
股本	551	620	620	620	620
资本公积	759	1639	1639	1639	1639
留存收益	1042	1417	1896	2491	3232
归母公司股东权益	2352	3676	4155	4750	5491
少数股东权益	595	1027	1271	1575	1953
股东权益合计	**2947**	**4703**	**5426**	**6325**	**7444**
负债和股东权益	**7390**	**10665**	**11464**	**12878**	**14611**

现金流量表(百万)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营性现金流	39	373	879	460	561
投资性现金流	-1117	-495	-255	-76	-66
融资性现金流	1289	1023	-85	-53	-53
现金增加额	0	1	0	0	0

利润表(百万)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	**5004**	**6967**	**8639**	**10712**	**13176**
营业成本	3332	4595	5703	7077	8712
营业税金及附加	19	26	48	75	79
销售费用	464	649	924	1125	1383
管理费用	639	617	1037	1285	1568
财务费用	112	171	36	30	27
资产减值损失	49	107	0	0	0
投资收益	197	72	70	80	90
公允价值变动	0	-0.48	0	0	0
营业利润	**593**	**721**	**962**	**1200**	**1497**
其他非经营损益	37	13	15	15	15
利润总额	**629**	**734**	**977**	**1215**	**1512**
所得税	165	146	254	316	393
净利润	**464**	**588**	**723**	**899**	**1119**
少数股东损益	114	200	244	304	378
归母股东净利润	**350**	**389**	**479**	**595**	**741**

预测指标

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
毛利率	33.41%	34.04%	33.99%	33.94%	33.88%
销售净利率	6.99%	5.58%	5.54%	5.56%	5.62%
销售收入增长率	30.86%	39.22%	24.00%	24.00%	23.00%
EBIT 增长率	58.29%	44.57%	-5.46%	22.94%	23.60%
净利润增长率	33.05%	11.27%	23.09%	24.33%	24.46%
ROE	14.86%	10.58%	11.52%	12.53%	13.49%
ROA	4.73%	3.65%	4.18%	4.62%	5.07%
ROIC	13.69%	17.12%	14.19%	15.89%	17.73%
EPS(X)	0.64	0.71	0.77	0.96	1.19
PE(X)	36.91	21.37	30.50	24.53	19.71
PB(X)	5.53	2.56	3.52	3.07	2.66
PS(X)	2.60	1.35	1.69	1.36	1.11
EV/EBITDA(X)	17.19	8.68	13.25	10.79	8.66

资料来源：WIND，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；
看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafl@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com

华南销售　　张文婷　　18820150251　　zhangwt@tpyzq.com

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。