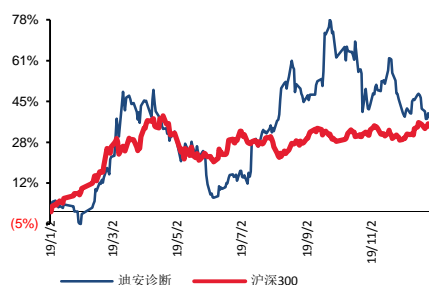


医疗保健 医疗保健设备与服务

2020 年有望迎来 ICL 利润增速及净利率双提升

■ 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)	12,968/7,993
12 个月最高/最低(元)	26.82/14.35

相关研究报告:

迪安诊断(300244)《现金流持续改善, 高端特检持续加码》--2019/10/25

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

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

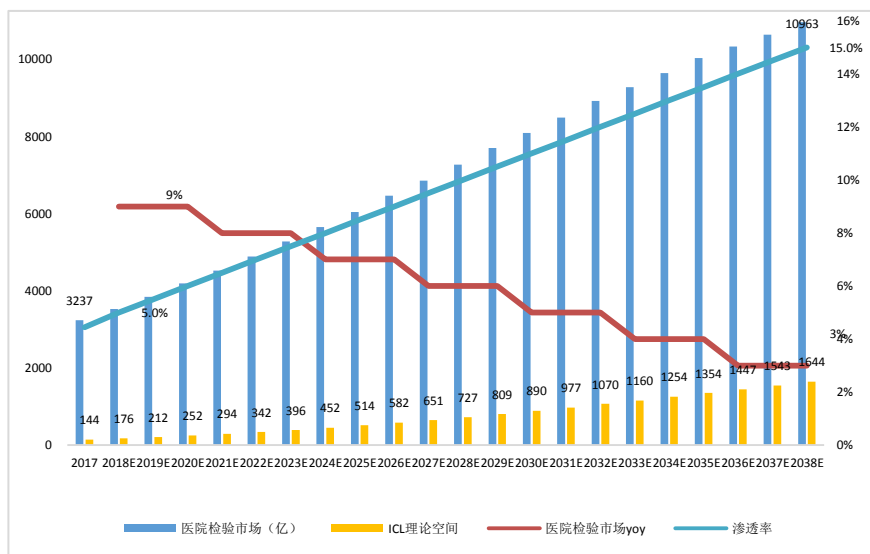
执业资格证书编码: S1190518050001

一、ICL 行业市场空间大, DRGs 将推动医院外包动力增强

我们在年初发布的行业深度《独立医学实验室专题报告: 成长空间巨大, 行业&龙头拐点显现》中, 按照不同等级医院的外包情况详细测算了 ICL 的市场空间: 行业目前处于快速成长期, 17 年市场规模达 144 亿, 过去 8 年 CAGR 41.57%, 渗透率约 5-6%。目前各级公立医院外包比例偏低(如北京地区 1%), 如果将特检、高端检验等外包给 ICL, 外包比例可达 30-40%, 17 年市场规模 144 亿, 但短期理论空间可达 349 亿, 短期有两倍以上提升空间。

未来 ICL 的增量在于: 1) 三级医院特殊项目、基因检测等特检、高端检测外包; 2) 二级和基层医院诊疗数量提升后外包数量增加——总而言之, 会是一个长期、逐步的过程。长期看, 假设医院检验市场每年 5-10% 的增长及 ICL 渗透率每年提升约 0.5pct, ICL 市场规模在 2028 年有望突破 700 亿规模, 2038 年有望突破 1700 亿——十年约 5 倍空间, 二十年 10 倍以上空间。市场空间足够大, 能够迅速跑马圈地抢占市场、并在质量和技术领域领先的第三方企业将脱颖而出。

图 1 医院检验市场及 ICL 理论空间测算



资料来源: 太平洋证券研究院整理

目前国内约有 1500 家独立医学实验室, 其中约 2/3 是特检, 金域和迪安在规模效应、议价能力、整体服务能力、资金等方面更具优势。进入 19 年, 行业格局

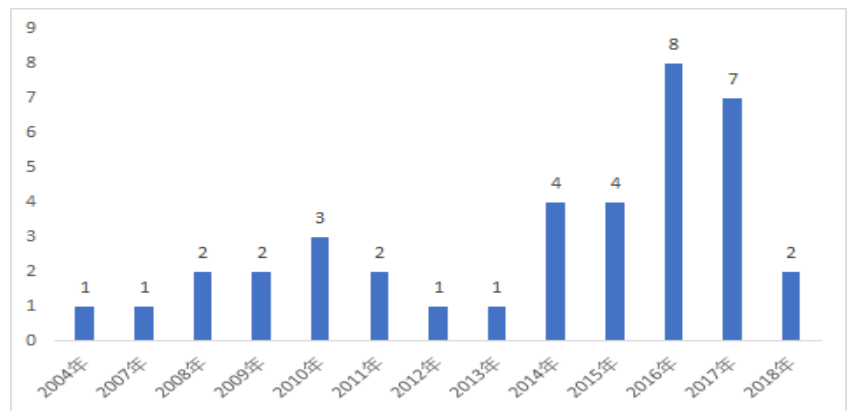
基本稳定，价格战趋缓，龙头市占率不断提升。

再者，2020年DRGs将在30个试点城市模拟运行，2021年启动付费，未来有望成为医保付费主要方式。医院基于控费压力，外包动力增强，利于省级实验室和合作共建项目产能利用率提升，人工、配送等边际成本下降，迪安、金城这类全国性ICL将受益。

二、迪安实验室2/3进入盈利期，明年有望加速释放利润

目前迪安已经完成38家省级医学实验室中心的全国性布局，同时进一步加速推进区域检验中心下沉，50%的实验室是15-17年成立的，预计平均需要3-4年盈亏平衡，2019年起15-16年成立的实验室逐步扭亏，2020年将叠加17年成立的实验室逐步扭亏。截止19年Q3公司已有23家实验室（约2/3）盈利，较年初增加5家，预计3年左右时间即可实现全部盈利。参考金城医学在19年超过2/3实验室盈利后利润高速增长，我们判断**2020年将是迪安实验室业绩提速年**。

图2：迪安诊断省级实验室开业年份统计



资料来源：企查查，太平洋证券研究院

实验室板块明年利润增速+净利率双提升，除了行业因素和新建实验室减亏因素，还包括：

- 1) 与其他实验室不同，公司的服务业务拥有渠道优势，渠道公司的客户多为三级医院，对实验室后续开拓特检业务，搭建精准诊断平台提供良好的客户基础。
- 2) 公司之前通过普检业务积累的医疗机构客户，未来通过学术推广、精准诊断平台的助力，将提升存量客户的业务量，尤其是特检业务占比。行业特检项目毛利率普遍在50%以上，借助区域已经做好的市场教育，区域特检上量预计会很快，且推广成本费用率将降低。
- 3) 实验室普检业务投入成本相对固定，在检验量提升后，净利率将逐步提升。

4) 未来随着实验室逐渐盈利, 技术平台搭建逐渐完成, 资本性支出预计呈现稳步减少的趋势。

5) 公司合作共建业务目前拓展了 400 多家医疗机构, 随着公司愈加重视医疗机构的质量提升, 以及检验量的提升, 预计合作共建整体盈亏周期将缩短。

6) 今年 10 月, 原罗氏大中华区总裁黄柏兴先生加盟迪安任总经理, 黄柏兴先生具有丰富的体外诊断企业管理经验, 其资深的专业背景和丰富的管理经验为迪安诊断持续打造“医学诊断整体化服务提供商”提供了坚实保障, 将确保迪安诊断业务发展走上新的台阶。

三、高端技术平台建设持续加码, 为特检占比提升奠定基础

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, **为客户提供更多的检测项目, 进一步挖掘客户深层次价值, 进而促进特检项目高速增长, 为服务业务的持续发展增添新的驱动力, 形成短期内难以复制的竞争优势。**

2018 年, 公司与 FMI、ROCHE 开展战略合作, 获取 FMI 全面基因组测序分析 (CGP) 相关技术的独家授权, 并建设完成 FMI 肿瘤精准诊断实验室, 同时在 9 月份成功推出 FoundationOne CDx 产品。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, 未来将逐步进入收获期。**

四、当前市值被低估, 明年预计有近 50%空间

表 1: 迪安诊断模型拆分

收入模型 (百万)	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
1)诊断服务	829.43	1,079.61	1,420.17	1,906.31	2,361.90	3,023.23	3,779.04	4,648.22
yoy		30.2%	31.5%	34.2%	23.9%	28%	25%	23%
2)诊断产品	502.32	762.54	2,354.94	2,996.07	4,470.70	5,588.38	6,929.59	8,523.39
yoy		51.8%	208.8%	27.2%	49.2%	25%	24%	23%
3)冷链物流		0.28	7.65	14.38	20.81	24.97	29.97	35.96
yoy			2632.1%	88.0%	44.7%	20%	20%	20%
4)健康体检	3.36	15.74	41.23	72.61	98.25	127.73	159.66	191.59
yoy		368.5%	161.9%	76.1%	35.3%	30%	25%	20%
5)融资租赁				14.75	15.20	15.96	16.60	17.10
yoy					3.1%	5%	4%	3%
总收入	1,335.11	1,858.17	3,823.99	5,004.12	6,966.86	8,780.26	10,914.85	13,416.25
yoy		39.2%	105.8%	30.9%	39.2%	26.0%	24.3%	22.9%
归母净利润 (百万)	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
1)诊断服务				89.60	152.00	200.64	280.90	387.64
净利率				4.70%	6.44%	6.64%	7.43%	8.34%
yoy					69.65%	32%	40%	38%
2)诊断产品+其他板块				259.99	236.61	272.10	312.92	359.85
净利率					5.29%	4.87%	4.52%	4.22%
yoy					-8.99%	15%	15%	15%
合计归母净利润				349.59	388.61	472.74	593.81	747.49
净利率					5.58%	5.38%	5.44%	5.57%
yoy					11.16%	21.65%	25.61%	25.88%

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

假设：

- 17-18 年的 1) 诊断服务 和 2) 诊断产品+其他板块 利润为预测值，其中服务净利率为杭州检验中心子公司净利率，产品+其他 净利润为总归母净利润-服务净利润；
- 17-18 年产品业务中，分别有 3400 万、7000 万商誉减值（新疆元鼎），不考虑减值则有 6% 的增长。
- 19 年末考虑商誉减值因素。

分部估值：2020 年服务利润 2.9 亿，给 50 倍 PE，对应市值 145 亿；产品利润 3.1 亿，给 15 倍 PE，对应 47 亿市值，因此我们预测公司 2020 年合理市值 192 亿，当前 130 亿，还有近 50% 空间。

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，不考虑商誉减值，预计 19-21 年归母净利润分别为 4.73、5.94、7.47 亿元，对应 PE 分别为 27X、22X 和 18X，底部推荐，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	8780	10915	13416
(+/-%)	39.22%	26.03%	24.31%	22.92%
归母净利润(百万)	389	472	594	747
(+/-%)	11.16%	21.56%	25.70%	25.88%
摊薄每股收益(元)	0.71	0.76	0.96	1.20
市盈率(PE)	21	27	22	17

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)						利润表(百万)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	755	1713	2204	2517	2957	营业收入	5004	6967	8780	10915	13416
应收和预付款项	1832	3123	3205	4014	4971	营业成本	3332	4595	5794	7202	8852
存货	679	1193	1175	1460	1795	营业税金及附加	19	26	53	65	67
其他流动资产	239	156	277	329	389	销售费用	464	649	895	1091	1342
流动资产合计	3506	6186	6862	8320	10112	管理费用	639	617	1124	1408	1708
长期股权投资	836	908	1058	1108	1158	财务费用	112	171	36	31	28
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	49	107	0	0	0
固定资产	674	901	766	621	466	投资收益	197	72	70	80	90
在建工程	2	11	12	13	14	公允价值变动	0	-0.48	0	0	0
无形资产开发支出	23	47	60	72	84	营业利润	593	721	949	1197	1510
长期待摊费用	0	0	0	0	0	其他非经营损益	37	13	15	15	15
其他非流动资产	3884	4480	4628	4596	4553	利润总额	629	734	964	1212	1525
资产总计	7390	10665	11490	12916	14665	所得税	165	146	251	315	397
短期借款	1039	1242	1242	1242	1242	净利润	464	588	713	897	1129
应付和预收款项	647	1105	1136	1412	1735	少数股东损益	114	200	241	303	381
长期借款	726	783	783	783	783	归母股东净利润	350	389	472	594	747
其他负债	2030	2832	2913	3167	3463	预测指标					
负债合计	4443	5963	6073	6603	7223		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
股本	551	620	620	620	620	毛利率	33.41%	34.04%	34.01%	34.01%	34.02%
资本公积	759	1639	1639	1639	1639	销售净利率	6.99%	5.58%	5.38%	5.44%	5.57%
留存收益	1042	1417	1889	2483	3230	销售收入增长率	30.86%	39.22%	26.03%	24.31%	22.92%
归母公司股东权益	2352	3676	4148	4742	5489	EBIT 增长率	58.29%	44.57%	-6.70%	24.29%	24.99%
少数股东权益	595	1027	1268	1571	1952	净利润增长率	33.05%	11.27%	21.42%	25.70%	25.88%
股东权益合计	2947	4703	5416	6313	7441	ROE	14.86%	10.58%	11.39%	12.52%	13.61%
负债和股东权益	7390	10665	11490	12916	14665	ROA	4.73%	3.65%	4.11%	4.60%	5.10%
现金流量表(百万)						ROIC	13.69%	17.12%	13.91%	15.71%	17.70%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	EPS(X)	0.64	0.71	0.76	0.96	1.20
经营性现金流	39	373	831	441	559	PE(X)	36.91	21.37	27.46	21.84	17.35
投资性现金流	-1117	-495	-255	-76	-66	PB(X)	5.53	2.56	3.13	2.73	2.36
融资性现金流	1289	1023	-85	-53	-53	PS(X)	2.60	1.35	1.48	1.19	0.97
现金增加额	0	1	0	0	0	EV/EBITDA(X)	17.19	8.68	12.07	9.73	7.71

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
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@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	zhafll@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@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。