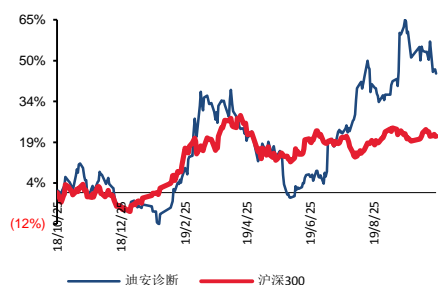


医疗保健 医疗保健设备与服务

引进投资者增资凯莱谱，明确分拆上市目标

■ 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:

2月28日,公司公告称,拟引进博遒(上海)企业管理中心(有限合伙)(以下简称“投资人”),以现金形式向凯莱谱增资4,200万元人民币,认购其新增注册资本399万元,获得凯莱谱增资后9.5%股权,并启动凯莱谱分拆上市进程。

点评:

1. 引进投资者增资凯莱谱,明确分拆上市目标

本次增资后,迪安持有凯莱谱的股权由55.32%调整为50.06%,仍在并表范围;协议签署后交割期为6个月;凯莱谱董事会由5名董事组成,其中迪安委派3名,金门精准和投资人各委派1名,迪安拥有最大话语权;迪安、创始人、金门精准和迪创凯谱承诺不同业竞争。本次增资及分拆上市条款充分激发了凯莱谱员工积极性,助推凯莱谱快速、高质量达到上市条件。

质谱检测在欧美发达国家广泛用于新生儿遗传代谢病筛查、激素及其代谢物检测、治疗药物监测、维生素和微量元素检测等,属于特检项目,在我国仅有少数ICL及三甲医院开展,临床需求缺口大。2017年成立的凯莱谱,是迪安重点打造的质谱应用平台,近年发展迅速:2018年收入1800万,净利润293万,19年前三季度收入已达3200万,净利润250万,净利率7.8%,高于迪安服务板块6.7%的净利率水平。迪安持股比例从55%调整为50%后,对归母净利润影响甚微。增资及分拆上市能够助力凯莱谱加大研发投入、实验室建设、市场拓展等力度,更是提升了迪安的整体竞争力,有利于加强迪安与高等级医院的合作。

本次引进的博遒(上海)企业管理中心(有限合伙),隶属博远资本。博远资本及其创始人拥有丰富的医疗行业,尤其是IVD板块管理及投资经验,预计将在公司运营、资源对接等方面助力凯莱谱发展。

2. 迪安实验室2/3进入盈利期,2020年有望迎来向上拐点

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,一般需要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。参考金域医学在 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。

在此前的 19 年业绩预告中，公司预计 19 年归母净利润 3.26-3.50 亿元，同比下降 10%-16%，预计 2019 年度非经常性损益对公司净利润的影响金额约为 6200 万元-7500 万元，基本为对外投资股权处置收益及收到的政府补助。

解读：1) 19 年新疆元鼎商誉减值预计全部计提完毕，对当期利润有冲击，是一次性因素；2) 剔除新疆元鼎商誉减值约 1.8 亿，以及新疆元鼎业绩之后，预计归母净利润同比增长 16-23%；3) 在保持业务增长的同时，加强营运资本精益管理，经营性现金流预计持续改善（延续 18 年好转趋势）。整体看，迪安业绩增长稳健，经营质量不断提升。

3. 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。

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 3.39、5.69、7.13 亿元，对应 PE 分别为 48X、28X 和 23X，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	8770	10915	13416
(+/-%)	39.22%	25.89%	24.45%	22.92%
归母净利润(百万)	389	339	569	713
(+/-%)	11.16%	-12.75%	67.87%	25.35%
摊薄每股收益(元)	0.71	0.55	0.92	1.15
市盈率(PE)	31	48	28	23

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	2191	2461	2851	营业收入	5004	6967	8770	10915	13416
应收和预付款项	1832	3123	3202	4015	4973	营业成本	3332	4595	5799	7220	8880
存货	679	1193	1176	1464	1800	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	965	1124	1382
流动资产合计	3506	6186	6845	8269	10013	管理费用	639	617	1131	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	180	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	-120	-108	-96	营业利润	593	721	677	1146	1441
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	4448	4416	4373	利润总额	629	734	692	1161	1456
资产总计	7390	10665	11293	12685	14386	所得税	165	146	180	302	379
短期借款	1039	1242	1242	1242	1242	净利润	464	588	512	859	1077
应付和预收款项	647	1105	1136	1415	1740	少数股东损益	114	200	173	290	364
长期借款	726	783	783	783	783	归母股东净利润	350	389	339	569	713
其他负债	2030	2832	2917	3171	3469	预测指标					
负债合计	4443	5963	6079	6610	7234		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
股本	551	620	620	620	620	毛利率	33.41%	34.04%	33.88%	33.85%	33.81%
资本公积	759	1639	1639	1639	1639	销售净利率	6.99%	5.58%	3.87%	5.21%	5.32%
留存收益	1042	1417	1756	2325	3038	销售收入增长率	30.86%	39.22%	25.89%	24.45%	22.92%
归母公司股东权益	2352	3676	4015	4584	5297	EBIT 增长率	58.29%	44.57%	-32.09%	63.89%	24.47%
少数股东权益	595	1027	1200	1490	1854	净利润增长率	33.05%	11.27%	-12.85%	67.87%	25.35%
股东权益合计	2947	4703	5215	6074	7152	ROE	14.86%	10.58%	8.44%	12.41%	13.47%
负债和股东权益	7390	10665	11293	12685	14386	ROA	4.73%	3.65%	3.00%	4.49%	4.96%
现金流量表(百万)						ROIC	13.69%	17.12%	10.49%	15.56%	17.41%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	EPS (X)	0.64	0.71	0.55	0.92	1.15
经营性现金流	39	373	817	399	509	PE (X)	23.70	31.17	47.53	28.31	22.59
投资性现金流	-1117	-495	-255	-76	-66	PB (X)	3.55	3.74	4.01	3.52	3.04
融资性现金流	1289	1023	-85	-53	-53	PS (X)	1.67	1.97	1.84	1.48	1.20
现金增加额	0	1	0	0	0	EV/EBITDA (X)	11.99	12.00	19.08	12.37	9.93

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	zhaf1@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。