



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

2020-04-12

公司研究报告

买入/维持

迪安诊断(300244)

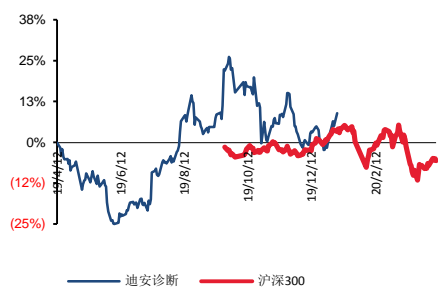
目标价: 31

昨收盘: 24.38

医疗保健 医疗保健设备与服务

业绩符合预期，规模优势持续显现

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	620/454
总市值/流通(百万元)	15,127/11,073
12个月最高/最低(元)	29.24/15.96

相关研究报告:

迪安诊断(300244)《引进投资者增资凯莱谱,明确分拆上市目标》—2020/02/27
迪安诊断(300244)《2020年有望迎来ICL利润增速及净利率双提升》—2019/12/29
迪安诊断(300244)《现金流持续改善,高端特检持续加码》—2019/10/25

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:

1) 4月11日,公司发布2019年报:全年实现收入84.53亿,同比增长21.33%;实现归母净利润3.47亿,同比下降10.63%;实现扣非净利润2.72亿,同比下降17.51%;经营现金流净额4.83亿,同比增长29.46%;EPS0.56元/股。公司整体业绩符合我们之前的预期。

2) 同时,公司发布2020年一季报预告:Q1预计实现归母净利润300-800万元,同比下降88-95%。

点评:

1. 19年内生牵引力不断增强,规模优势显现,现金流持续改善

分季度看,公司Q1/Q2/Q3/Q4收入分别为18.36、21.58、22.16、22.43亿,同比增长51.80%、23.60%、14.76%、7.79%;归母净利润分别为0.73、1.75、1.04、-0.04亿,同比增长15.56%、24.11%、18.04%、-104.61%;扣非净利润分别为0.69、1.59、0.90、-0.46亿,同比增长15.38%、18.66%、19.09%、-176%。

Q3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。Q4收入增速放缓及利润为负,分析主要原因是年底医院医保控费最严格,检验量可能减少,但人工、配送费仍正常支出,且19年新疆元鼎商誉减值1.77亿;如果剔除新疆元鼎业绩及商誉减值影响,则归母净利润可达4.8亿,同比增长23.5%,符合我们之前的预测。

19年公司毛利率和净利率分别为32.15%、6.81%,较同期略有下降,分析主要与诊断产品毛利率下降3.3pct,以及Q4因为医保控费服务业务占比有所下降有关;但公司规模效应持续显现,服务业务中试剂、人工工资、物流费占营业成本比重较18年分别下降0.93pct、0.57pct、1.27pct。

此外,经营现金流持续改善,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,延续18年报及19季报好转趋势。随着19Q2定增资金到账、省级ICL基本完成布局(资本开支预计减少)、银行授信额度充足等因素,公司资金压力将持续减轻。

费用率来看,19年销售费用率、管理费用率分别为9.00%、10.4%,与18年相比

均有下降，主要在于借助规模优势与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，经营效率提升。公司持续加强研发投入，19 年研发费用 2.12 亿，占营收比 2.52%，费用率同比提升 0.1%；研发费用中人员成本占 58%。

2. 疫情影响下 20Q1 业绩承压，维持全年实验室业绩拐点判断不变

考虑新冠肺炎疫情下医院整体门诊量下降，检验开工不足，传导到公司产品代理业务和传统检验业务收入均出现同比下降 30% 左右的情况，利润同比亦下降 6000 万元左右，对业绩有负面冲击。但同时，公司有研发+生产+实验室产业链优势，3 月子公司迪安生物自主研发的 3 款金迪安新冠核酸检测试剂产品 (PCR 检测盒、提取盒、提取仪) 获英国 MHRA 注册，通过积极开展新冠肺炎核酸检测业务，产生的增量收入弥补了传统检验业务收入的缺口。**Q1 若仅计算检验板块业务收入已恢复到去年同期水平，且利润同比实现正增长。**我们认为疫情期间大量肿瘤、慢病等门诊及手术需求被压制，在疫情过后将恢复增长，目前公司 IVD 产品代理业务已出现恢复性增长，同时工业也将着力满足疫情演绎所产生的市场需求，扩大新业务收入，预计 Q2 开始业绩将逐步恢复正常增长。

我们判断“2020 年将是迪安实验室业绩提速年”的观点不变：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。

3. 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 19 年实现收入 28.09 亿元 (+18.92%)，毛利率 42.34% (+0.88pct)；诊断产品实现收入 55.02 亿元 (+23.07%)，毛利率 27.01% (-3.3pct)。

ICL：公司的诊断服务业务已经完成了全国省级布局，截止 19 年底累计有 19 家实验室获得 ISO15189 认证，1 家实验室获得 CAP 认证；通过强化精细化运营，加强应收款追踪，加大三级医院及地方龙头医院的开发，通过学术营销，着力提升客户单产量等举措，杭州迪安 19 年营收 31.03 亿 (+26.7%)，净利润 1.87 亿 (+23%)，净利率 6.04% (-0.16pct)。杭州迪安 31 亿收入中，除了 28 亿的实验室收入外，还包括 3 亿其他收入 (投资管理、商贸子公司)，这部分收入增速超过 200%，如果剔除，纯实验室部分的净利率预计是提升的 (收入增速 18.92%，利润增速 23.24%)。预计全年有 23 家左右实验室盈利，较年初增加 5 家。

表：杭州迪安拆分 (亿元)

	2018 年	2019 年
收入 (实验室+其他)	24.50	31.03

1. 实验室	23.62	28.09
实验室 yoy	22.38%	18.92%
2. 其他	0.88	2.94
其他 yoy		233%
净利润	1.52	1.87
净利率	6.20%	6.04%
利润 yoy		23.24%

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

精准中心、合作共建、医共体区域中心：精准中心上，公司着力将精准诊断中心打造成为临床检测和科研服务公共平台、特检项目孵化器以及产品技术创新的应用场景，实现规模化复制，全年业务送检量同比增长 200%。合作共建上，19 年累计合作共建 400 余家医疗机构，多个维度满足不同层级医院需求。医共体方面，公司参与了中国县域医共体平台，赋能医共体区域中心检验技术和质量的提升，培育新业务增长点。

4. 高端技术平台建设持续加码，加深护城河

公司以技术创新构筑核心竞争力，重点打造临床质谱+NGS 两大高端技术平台，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。

公司坚持上游产品研发投入，19 年已取得三类注册证 3 项，二类注册证 1 项，一类备案产品 27 个，目前有 1 个三类诊断产品进入注册程序。同时基于 LC-MS 和 Nanopore 三代测序平台建立了一套用于临床常见微生物快速鉴定和耐药诊断的检测体系，基于一代测序平台已完成 9 项临床特检项目开发 and 转化，基于 NGS 平台已完成两项临床特检项目开发 and 转化。上海观合作为公司布局 CRO 业务的重要板块，逐步完成从传统向新型中心实验室的转型，桥接临床试验与药物上市后的伴随诊断，19 年为 200 余项 I-IV 期药物临床试验提供了严格而复杂的实验室解决方案。——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 20-22 年归母净利润分别为 5.22、6.42、7.8 亿元，对应 PE 分别为 29X、24X 和 19X，维持“买入”评级。

风险提示：合作共建项目推进低于预期，医保控费、医疗服务调价对盈利产生负面压力。

■ 盈利预测和财务指标：

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8453	10271	12427	14913
(+/-%)	21.33%	21.50%	21.00%	20.00%
归母净利润(百万)	347	522	642	780
(+/-%)	-10.64%	50.23%	22.96%	21.56%
摊薄每股收益(元)	0.56	0.84	1.03	1.26
市盈率(PE)	40	29	24	19

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)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1713	1307	2156	2622	3255	营业收入	6967	8453	10271	12427	14913
应收和预付款项	3123	3578	3761	4585	5543	营业成本	4595	5735	6980	8460	10160
存货	1193	1347	1415	1715	2060	营业税金及附加	26	29	62	87	75
其他流动资产	156	448	610	663	723	销售费用	649	761	1007	1280	1491
流动资产合计	6186	6680	7942	9585	11581	管理费用	617	667	1027	1243	1491
长期股权投资	908	878	1028	1078	1128	财务费用	171	209	56	48	43
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	107	-177	180	0	0
固定资产	901	942	798	645	482	投资收益	72	100	70	80	90
在建工程	11	9	10	11	12	公允价值变动	0	14.84	0	0	0
无形资产开发支出	47	79	-90	-81	-72	营业利润	721	775	1029	1390	1743
长期待摊费用	0	0	0	0	0	其他非经营损益	13	-3	5	5	5
其他非流动资产	4480	4045	4191	4148	4094	利润总额	734	771	1034	1395	1748
资产总计	10665	10725	12133	13733	15675	所得税	146	196	259	349	437
短期借款	1242	1629	1629	1629	1629	净利润	588	576	776	1046	1311
应付和预收款项	1105	1056	1365	1654	1986	少数股东损益	200	228	254	405	531
长期借款	783	1064	1064	1064	1064	归母股东净利润	389	347	522	642	780
其他负债	2832	1862	2186	2450	2750						
负债合计	5963	5612	6244	6798	7429	预测指标					
股本	620	620	620	620	620		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
资本公积	1639	1602	1602	1602	1602	毛利率	34.04%	32.15%	32.04%	31.93%	31.87%
留存收益	1417	1761	2283	2924	3704	销售净利率	5.58%	4.11%	5.08%	5.16%	5.23%
归母公司股东权益	3676	3984	4506	5147	5927	销售收入增长率	39.22%	21.33%	21.50%	21.00%	20.00%
少数股东权益	1027	1154	1408	1813	2344	EBIT 增长率	22.13%	8.26%	11.28%	32.33%	24.10%
股东权益合计	4703	5138	5914	6960	8271	净利润增长率	11.16%	-10.64%	50.23%	22.96%	21.56%
负债和股东权益	10665	10750	12158	13758	15700	ROE	10.57%	8.72%	11.58%	12.46%	13.16%
						ROA	3.64%	3.23%	4.29%	4.66%	4.97%
						ROIC	13.83%	12.35%	14.34%	17.37%	19.58%
						EPS (X)	0.71	0.56	0.84	1.03	1.26
						PE (X)	21.37	39.52	28.99	23.58	19.40
						PB (X)	2.56	3.45	3.36	2.94	2.55
						PS (X)	1.35	1.62	1.47	1.22	1.01
						EV/EBITDA (X)	9.95	12.30	12.64	9.58	7.56

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	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	zhaf1@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。