

证券研究报告—动态报告

医药保健

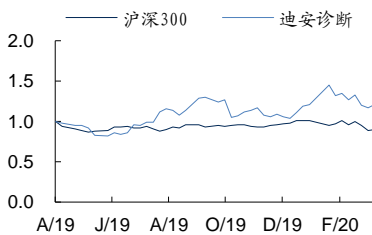
医疗器械与服务

迪安诊断(300244)
买入

2019 年报及 2020 一季报业绩预告点评

(维持评级)

2020 年 04 月 17 日

一年该股与沪深 300 走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	19,406/19,406
总市值/流通(百万元)	271,489/271,486
上证综指/深圳成指	2,747/9,780
12 个月最高/最低(元)	17.60/10.90

相关研究报告:

《迪安诊断-300244-2019 年业绩预告点评: 商誉减值影响表现增速, 第三方医学检验行业趋势确立》-2020-02-04
 《迪安诊断-300244-2019 年三季报点评: 业绩符合预期, 架构调整, 进入新阶段》——2019-10-25
 《迪安诊断-300244-2019 年中报点评: 现金流改善明显, 内生强劲》——2019-08-27

《迪安诊断-300244-2019 年中报业绩预告点评: 现金流改善明显, 内生提速》——2019-07-12

《迪安诊断-300244-2019 年一季报点评: 营收高增长, 内生强劲》——2019-04-28
 《迪安诊断-300244-2018 年年报点评: 检测业务超预期, 内生增长强劲》——2019-04-01

证券分析师: 朱寒青

电话: 0755-81981837
 E-MAIL: zhuhanqing@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519070002

证券分析师: 谢长雁

电话: 0755-22940793
 E-MAIL: xiecy@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980517100003

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评
业绩符合预期, 降本增效明显
● 2019 年收入增长稳健, 剔除商誉影响后利润符合预期

2019 年营收 84.53 亿元(+21.33%), 归母净利润 3.47 亿元(-10.63%), 利润下滑主要是子公司新疆元鼎商誉减值 1.77 亿元, 剔除该项影响, 归母净利润 5.24 亿元(+23%), 符合预期。2020Q1 业绩预告净利润 300-800 万, 下滑 88%-95%, 主要受疫情影响代理和检测收入下滑约 30%, 我们估计新冠检测贡献收入弥补了检测业务的下滑。

● 特检比例提升, 降本增效, 现金流改善

代理业务 55.02 亿(+23%), 略超预期, 除新疆外其他地区经营正常; 检验业务 28.09 亿(+18.92), 预计 2020 年 5 家左右实验室实现扭亏, 考虑到公司 2015-2017 年布局的实验室将在 2019-2020 年逐渐扭亏, 实验室利润将持续改善。2019 年销售毛利率 32.15%(-1.89pp), 分看来, 虽然代理业务毛利率下滑, 但诊断服务部分毛利率提升 0.88pp 至 42.34%, 估计与特检比例提升有关, 依托精准中心, 特检送检收入增速 200%。销售费用率 9.00%(-0.31pp), 管理费用率 10.40%(-0.84pp), 财务费用率 2.47%(+0.01pp); 研发费用率 2.52%(+0.09pp)。期间费用率合计 21.87%(-1.14pp), 降本增效明显。公司 2018 年起加大应收账款管控, 2019 现金流明显改善。

● 布局质谱和基因测序两大技术平台, 提升特检服务能力

子公司凯莱谱专注质谱检测, 2019 年估计收入 5 亿左右, 2020Q1 公告引入战投, 未来将启动分拆上市。公司也与 Agena Bioscience 合作核酸质谱技术、与 Foundation Medicine 合作测序技术。

● 风险提示: IVD 降价、新产品开发推广不及预期, 商誉减值风险等。
● 投资建议: 下调盈利预测, 维持“买入”评级

考虑到一季度疫情影响, 下调盈利预测, 预计 2020-2022 年归母净利润为 4.90/6.01/7.49 亿元(原 5.51/7.09 亿元), 三年 CAGR29%, 当前股价对应 PE33/27/22X。公司作为第三方独立医学实验室龙头企业, 对标海外 Labcorp, 产品代理、检测服务和合作共建三种业务模式共同发展, 现金流改善明显, 随着 2015-2017 年布局的实验室逐渐步入成熟期, 业绩将持续改善, 拐点可见, 维持前期合理估值 34.2~39.9 元, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6,967	8,453	10,074	12,357	15,126
(+/-%)	39.2%	21.3%	19.2%	22.7%	22.4%
净利润(百万元)	389	347	490	601	749
(+/-%)	11.2%	-10.6%	41.0%	22.6%	24.7%
摊薄每股收益(元)	0.63	0.56	0.79	0.97	1.21
EBIT Margin	13.1%	12.4%	11.9%	11.8%	12.0%
净资产收益率(ROE)	10.6%	8.7%	11.3%	12.7%	14.2%
市盈率(PE)	42.0	47.0	33.3	27.2	21.8
EV/EBITDA	20.4	16.9	17.0	14.8	12.5
市净率(PB)	4.44	4.10	3.77	3.44	3.10

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

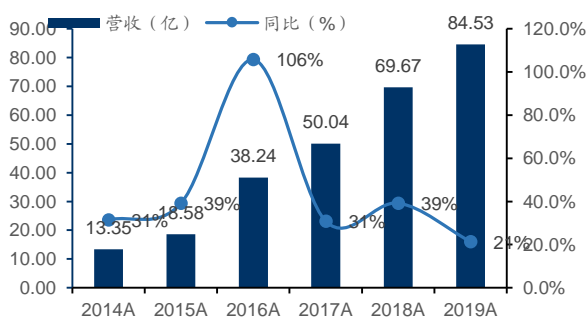
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

营收稳定增长，剔除商誉后净利润正常增长。2019 年全年营收 84.53 亿元 (+21.33%)，归母净利润 3.47 亿元 (-10.63%)，扣非归母净利润 2.72 亿元 (-17.51%)。利润下滑主要受新疆元鼎商誉减值 1.77 亿元影响。

代理业务略超预期，第三方检测业务稳定增长。公司诊断服务实现营业收入 28.09 亿元，较上年增长 18.92%；产品业务实现营业收入 55.02 亿元，较上年增长 23.07%，代理业务增速略超预期。杭州迪安增速可基本反映实验室业务，实现收入 31.03 亿元 (+21.65%)，净利润 1.87 亿元 (+23.24%)；从代理业务情况来看，青岛智颖（收入增速 56.28%、净利润增速 42.30%）、北京联合执信收入增速 21.59%、净利润增速 39.82%）等业绩增速均较高，仅有新疆元鼎例外。

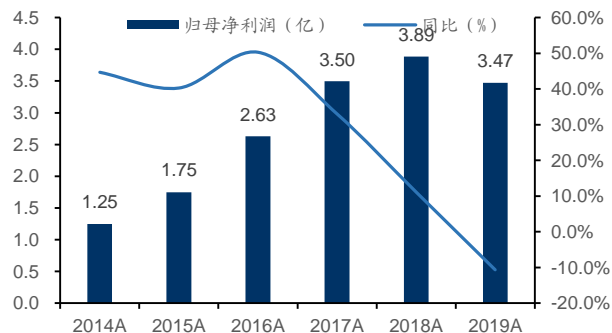
2020Q1 业绩预告净利润 300-800 万，下滑 88%-95%，主要受新冠影响。因新冠肺炎疫情，医院的门诊量下降，公司产品代理业务和传统检验业务收入估计同比下降 30%左右，由于固定成本等存在，净利润同比下降约 6000 万。同时，公司积极开展新冠肺炎核酸检测业务，产生的增量收入弥补了传统检验业务收入的缺口，且利润同比实现正增长。随着国内新冠肺炎疫情得到控制，医院门诊量、手术量等逐渐恢复，IVD 产品代理业务已出现恢复性增长，预计公司后续季度将恢复正常。

图 1：迪安诊断营业收入及增速（单位：亿元、%）



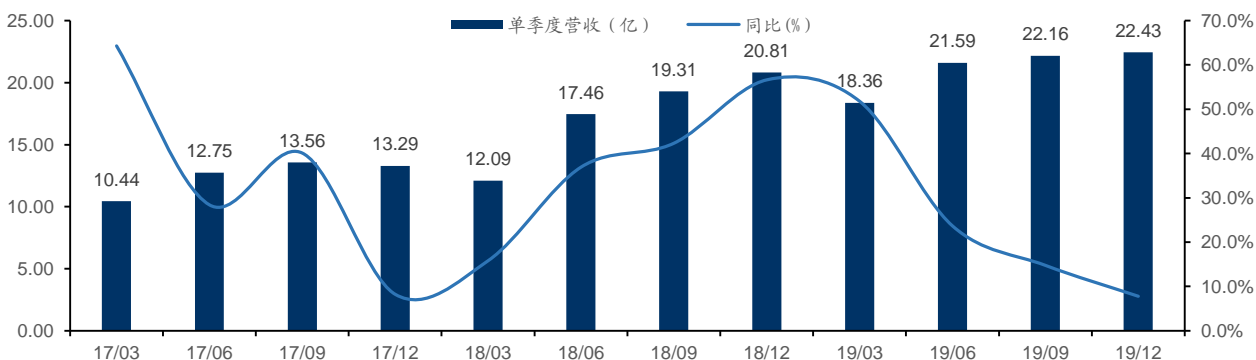
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：迪安诊断利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

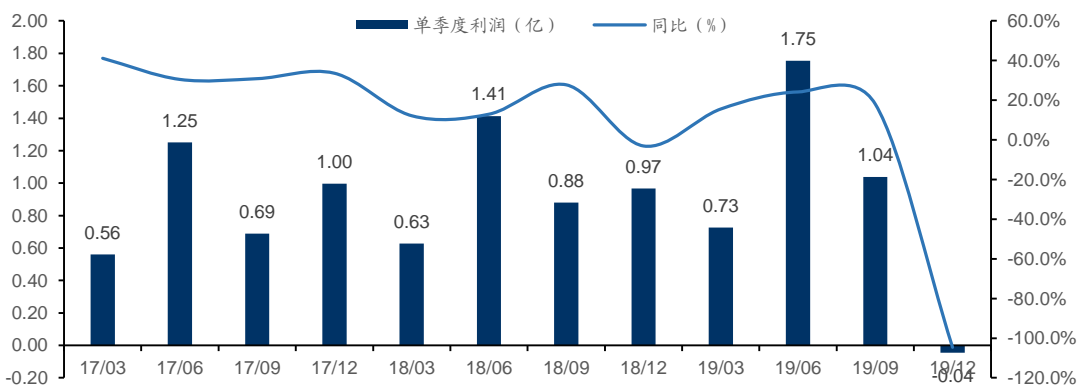
图 3：迪安诊断分季度营收（单位：亿元）



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

分季度来看，Q4 净利润为负是受商誉减值影响。

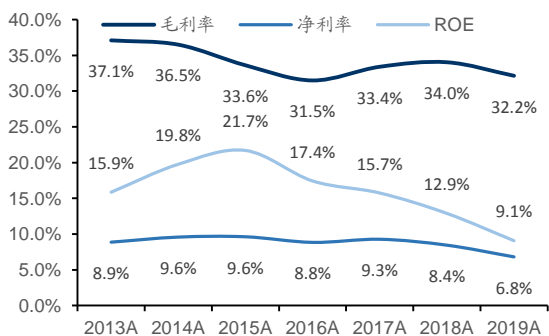
图 4: 迪安诊断分季度净利润 (单位: 亿元)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

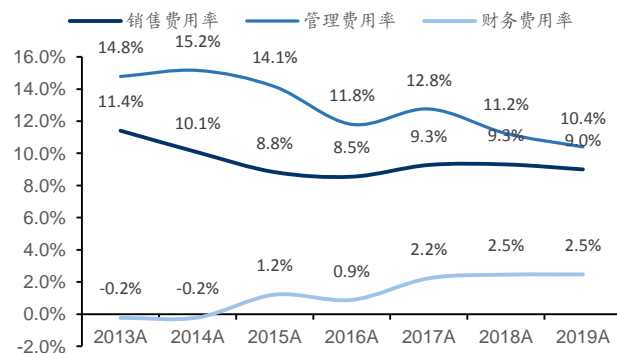
毛利率下降，降本增效费用率下降。2019 年销售毛利率 32.15% (-1.89pp)，其中诊断服务部分率提升 0.88pp 至 42.34%，产品部分由于部分地区如新疆等降价毛利率下降 3.30pp 至 27.01%。规模效益和内部降本增效使得销售和管理费用率下降，销售费用率 9.00% (-0.31pp)，管理费用率 10.40% (-0.84pp)，降本增效明显，财务费用率 2.47% (+0.01pp)，由于此前银行贷款到期，替换新的负债，利息成本增加；研发费用率 2.52% (+0.09pp)。三项费用率合计 21.87% (-1.14pp)，销售净利率 6.81% (-1.64pp)。

图 5: 迪安诊断毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

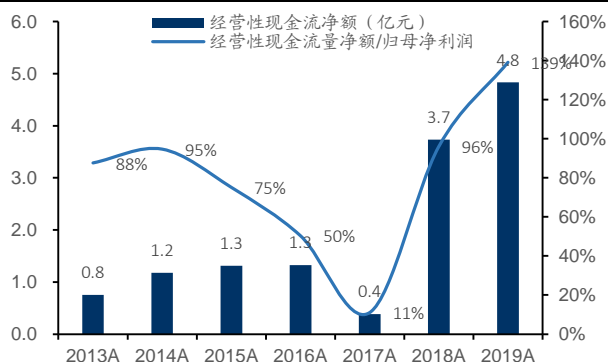
图 6: 迪安诊断三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

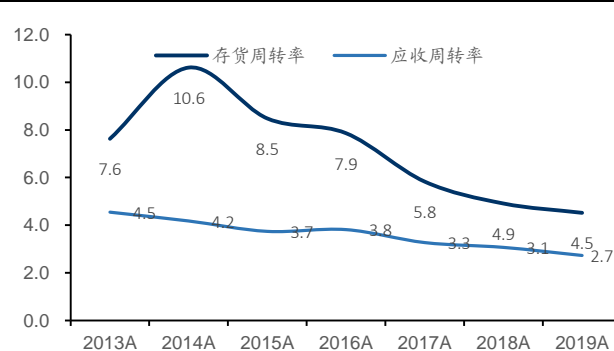
现金流改善明显。经营性现金流达到 4.8 亿，明显改善，主要是由于加强存货供应链管理，以及上游供应商账期延长。存货和应收周转率加快。

图 7: 迪安诊断经营性现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 迪安诊断周转率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

DRGs 政策推动行业发展, 第三方检验符合医保控费趋势。2020 年 1 月 1 日全国 30 个城市开始试点 DRGs 按病种付费, 2021 年全国推行。1 月 2 日, 国家卫健委印发《有关病种临床路径 (2019 年版)》, 形成了 19 个学科的 224 个病种临床路径。国内 IVD 领域 ICL 业态长期面临一旦培育成熟, 医院有动力自身经营检验科获利的问题, 按病种打包付费后, 检验科将成为医院的成本端而非利润端, 医院有动力将检验业务外包给第三方。

实验室迈向成熟期, 拐点将至。从下表可以看到迪安诊断在 2015-2017 年完成布局, 与金城检验实验室布局完成时间相差一年左右, 因此迪安诊断实验室扭亏进度慢于金城医学。实验室通常 3-4 年实现盈利。截止 2018 年底, 公司 38 家实验室中实现盈利 19 家, 2019 年内预计扭亏 5 家, 2020 年预计继续 5 家左右扭亏, 盈利拐点可见。

表 1: 迪安诊断 VS 金城检验实验室开设节奏 (单位: 家)

	2010 年以前	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
迪安诊断	11	2	3	0	4	3	7	8
					2014 及以前	2015	2016	2017
金城医学					23	6	1	6

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

公司积极引进高精尖技术人才团队, 重点打造质谱和基因测序两大技术平台。公司控股子公司凯莱谱致力于围绕临床检验、代谢组学、PharmaCRO 与法医毒理等多个应用方向量身定做标准化质谱实验室整体解决方案, 其自主开发的胆汁酸谱、精准用药、精准类固醇激素检测等多个方法通过迪安诊断参股公司迪赛思转化成为临床质谱试剂盒并完成备案, 在全国多个大型三级医院与迪安各实验室得到应用。2019 年, 迪赛思 3 个二类试剂盒已完成发补 (2020 年 1 月已拿到产品注册证), 备案产品 7 个完成, 同时在研产品包括维生素 D 系列产品、甲氧基肾上腺素检测试剂盒、脂溶性维生素检测试剂盒等多个二类/三类临床质谱诊断试剂盒产品。公司参股公司迪谱诊断致力于核酸质谱检测系统及其创新型诊断试剂盒的研发生产、NMPA 注册与临床应用, 核心产品 DP-TOF 核酸质谱分析系统入选 2019 年浙江省重点高新技术产品开发项目。公司 FMI 平台已完成数千例样本检测, 与多名领域国内外资深医生及医疗机构建立长期合作关系, 共同推进中国精准医学服务。特检业务方面精准中心发挥作用, 2019 年精准中心送检业务较去年增长 200%。

表 2: 迪安诊断盈利预测 (单位: 百万元)

年份	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	备注
营业总收入	3,824	5,004	6,967	8,453	10,074	12,357	15,126	
YOY	105.79%	30.86%	39.22%	21.33%	19.18%	22.66%	22.41%	
毛利率	31.49%	33.41%	34.04%	32.15%	31.61%	31.44%	31.60%	
诊断服务	1,420	1,906	2,362	2,809	3,427	4,386	5,702	
YOY	31.54%	34.23%	23.90%	18.92%	22.00%	28.00%	30.00%	检测服务毛利率随着特检业务比例升高稳中有升, 外包业务大势所趋。
毛利率	43.90%	43.63%	41.46%	42.34%	42.34%	43.00%	44.00%	
诊断产品	2,355	2,996	4,471	5,502	6,492	7,791	9,193	
YOY	208.83%	27.22%	49.22%	23.07%	18.00%	20.00%	18.00%	代理产品毛利率下降。包含部分合作共建业务产品收入
毛利率	24.29%	26.73%	30.31%	27.01%	26.00%	25.00%	24.00%	
冷链物流	8	14	21	25	28	36	46	
YOY	2594.20%	88.09%	44.72%	17.86%	16.00%	25.00%	30.00%	冷链物流基数小, 增速快
毛利率	-9.17%	3.06%	-16.03%	16.11%	16.11%	16.11%	16.11%	
健康体检	41	73	98	106	115	132	171	
YOY	161.91%	76.13%	35.30%	8.11%	8.00%	15.00%	30.00%	健康体检业务刚刚起步, 基数小, 增速快
毛利率	23.18%	34.85%	27.73%	25.78%	25.78%	25.78%	25.78%	
融资租赁		15	15	12	12	13	13	
YOY			3.08%	-22.14%	3.00%	3.00%	3.00%	
毛利率		93.21%	89.08%	95.39%	95.39%	95.39%	95.39%	
销售费用率	8.55%	9.28%	9.31%	9.00%	8.90%	8.80%	8.80%	
管理费用率	11.80%	12.76%	11.24%	7.89%	7.89%	7.89%	7.89%	
研发费用率				2.51%	2.50%	2.50%	2.50%	
财务费用率	0.88%	2.23%	2.46%	2.50%	2.20%	2.00%	2.00%	2019 年债券到期, 新的债务财务费用增加, 未来影响逐渐减小
所得税率	22.19%	26.27%	25%	25%	25%	25%	25%	
归母净利润	175	350	389	338	551	709	709	
YOY	40.30%	33.05%	11.2%	-13.1%	63.0%	28.8%	28.8%	

资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所预测

风险提示: IVD 耗材集采降价、新产品开发推广不及预期, 商誉减值风险。

投资建议: 下调盈利预测, 维持“买入”评级。考虑到一季度疫情影响, 下调盈利预测, 预计 2020-2022 年归母净利润为 4.90/6.01/7.49 亿元 (原 5.51/7.09 亿元), 三年 CAGR29%, 当前股价对应 PE33/27/22X。公司作为第三方独立医学实验室龙头企业, 对标海外 Labcorp, 产品代理、检测服务和合作共建三种业务模式共同发展, 现金流改善明显, 随着 2015-2017 年布局的实验室逐渐步入成熟期, 业绩将持续改善, 拐点可见, 维持前期合理估值 34.2~39.9 元, 维持“买入”评级。

表 3: 可比公司估值

代码	公司简称	市值 (亿元)	股价 2020-4-16	EPS				PE				ROE (18A)	PEG (20E)	投资 评级
				18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E			
300244	迪安诊断	26.3	163	0.63	0.79	0.97	1.21	42.0	33.3	27.2	21.8	11%	1.1	买入
603882	金城医学	71.1	326	0.51	0.89	1.15	1.50	139.5	79.8	62.0	47.5	11%	1.4	无

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测 注: 金城医学为 wind 一致预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	1307	1259	1426	1331	营业收入	8453	10074	12357	15126
应收款项	3416	4085	5010	6133	营业成本	5735	6890	8471	10346
存货净额	1347	1658	2040	2493	营业税金及附加	29	38	47	57
其他流动资产	342	403	494	605	销售费用	761	897	1087	1331
流动资产合计	6705	7698	9264	10855	管理费用	879	1050	1287	1575
固定资产	951	1207	1465	1709	财务费用	209	121	141	166
无形资产及其他	77	74	71	67	投资收益	100	0	0	0
投资性房地产	2139	2139	2139	2139	资产减值及公允价值变动	192	0	0	0
长期股权投资	878	899	920	923	其他收入	(357)	0	0	0
资产总计	10750	12016	13858	15694	营业利润	775	1079	1323	1650
短期借款及交易性金融负债	2309	2153	2897	3219	营业外净收支	(3)	0	0	0
应付款项	1311	1611	1982	2423	利润总额	771	1079	1323	1650
其他流动负债	658	981	1095	1406	所得税费用	196	270	331	413
流动负债合计	4278	4745	5975	7047	少数股东损益	228	319	392	488
长期借款及应付债券	1064	1364	1364	1364	归属于母公司净利润	347	490	601	749
其他长期负债	270	270	270	270					
长期负债合计	1333	1633	1633	1633	现金流量表 (百万元)				
负债合计	5612	6379	7608	8680	净利润	347	490	601	749
少数股东权益	1154	1311	1503	1742	资产减值准备	108	48	42	50
股东权益	3984	4327	4747	5272	折旧摊销	248	132	157	185
负债和股东权益总计	10750	12016	13858	15694	公允价值变动损失	(192)	0	0	0
					财务费用	209	121	141	166
关键财务与估值指标					营运资本变动	(162)	(370)	(871)	(886)
	2019	2020E	2021E	2022E	其它	(67)	109	150	189
每股收益	0.56	0.79	0.97	1.21	经营活动现金流	283	408	79	287
每股红利	0.46	0.24	0.29	0.36	资本开支	(570)	(432)	(454)	(476)
每股净资产	6.42	6.97	7.65	8.50	其它投资现金流	(293)	0	0	0
ROIC	11%	12%	13%	14%	投资活动现金流	(832)	(453)	(475)	(480)
ROE	9%	11%	13%	14%	权益性融资	25	0	0	0
毛利率	32%	32%	31%	32%	负债净变化	281	0	0	0
EBIT Margin	12%	12%	12%	12%	支付股利、利息	(284)	(147)	(180)	(225)
EBITDA Margin	15%	13%	13%	13%	其它融资现金流	125	(156)	744	322
收入增长	21%	19%	23%	22%	融资活动现金流	143	(3)	564	97
净利润增长率	-11%	41%	23%	25%	现金净变动	(406)	(49)	168	(96)
资产负债率	63%	64%	66%	66%	货币资金的期初余额	1713	1307	1259	1426
息率	1.7%	0.9%	1.1%	1.4%	货币资金的期末余额	1307	1259	1426	1331
P/E	47.0	33.3	27.2	21.8	企业自由现金流	299	229	(69)	185
P/B	4.1	3.8	3.4	3.1	权益自由现金流	704	(18)	569	382
EV/EBITDA	16.9	17.0	14.8	12.5					

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032