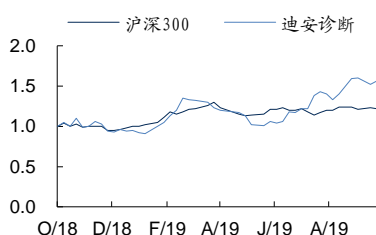


证券研究报告—动态报告
医药保健
医疗器械与服务
迪安诊断(300244)
买入
2019 年三季度报点评

(维持评级)

2019 年 10 月 25 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)	620/382
总市值/流通(百万元)	14,606/9,002
上证综指/深圳成指	2,941/9,568
12 个月最高/最低(元)	27.44/14.09

相关研究报告:

《迪安诊断-300244-2019 年中报业绩预告点评: 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
 《迪安诊断-300244-2018 年业绩快报点评: 业绩拐点临近, 龙头高速增长》——2019-02-28

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号: 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号: 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, 架构调整, 进入新阶段
● 2019 前三季度业绩符合预期

2019Q1-Q3 实现营收 62.10 亿元 (+27.10%), 归母净利润 3.52 亿 (+20.47%), 扣非归母净利润 3.18 亿 (+17.96%), 业绩符合预期。Q3 季度收入增速 27%较 Q2 有所回调, 估计是由于合作共建业务更加注意筛选优质客户, 因此增速有所放缓。

● 实验室逐渐步入成熟期, 现金流改善

经营性现金流 1.33 亿 (+239.73%), 大幅改善, 主要是公司从 2018 年起加大应收账款管控, 子公司设立月度回款目标、预警客户进行周追踪等等, 全面强化各项业务回款工作。2019Q1-Q3 销售毛利率 32.3% (-1.3pp), 估计部分受到浙江省降价影响。销售费用率 8.6% (-0.1pp), 管理费用率(含研发)10.6% (-0.74pp), 财务费用率 2.5% (+0.06pp), 期间费用率基本稳定。代理业务方面, 估计基本维持中报态势, 内生增速仍然较高。服务方面, 保持 20%左右增速, 预计年内 5 家实验室扭亏, 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, 业绩拐点临近。

● 组织架构调整, 资深高管上任

公司 10 月 22 日公告管理层变更, 陈海斌卸任 CEO, 继续担任董事长, 由黄柏兴担任 CEO。黄总今年 5 月加入公司担任董事、高级管理顾问, 此前任职罗氏中国区总经理十三年, 开创了罗氏诊断中国市场增长率超 140 倍增长的局面, 年平均增长率维持在 25% 以上, 使中国成为了罗氏诊断全球仅次于美国的第二大市场。黄总具有丰富的体外诊断企业管理经验, 熟悉公司经营模式及行业市场格局, 公司也将围绕业务发展搭建的新组织架构, 为新的五年战略规划落地奠定基础。

● 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: 维持“买入”评级

此前模型中已经考虑到商誉减值影响, 维持盈利预测 2019-2021 年归母净利润为 4.90/6.35/8.19 亿元, 三年 CAGR28%, 当前股价对应 PE30/23/18X。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、外包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, 维持合理估值 28.56~32.64 元(对应 2020PE28-32X), 维持“买入”评级。

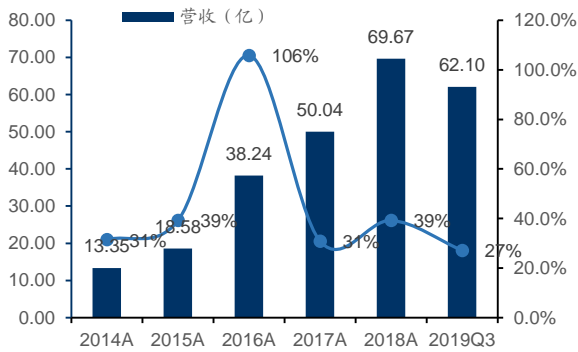
盈利预测和财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5,004	6,967	9,020	11,615	14,802
(+/-%)	30.9%	39.2%	29.5%	28.8%	27.4%
净利润(百万元)	350	389	490	635	819
(+/-%)	33.0%	11.2%	26.2%	29.4%	29.0%
摊薄每股收益(元)	0.63	0.63	0.79	1.02	1.32
EBIT Margin	11.0%	13.1%	14.0%	14.1%	14.2%
净资产收益率(ROE)	14.9%	10.6%	12.5%	15.0%	17.7%
市盈率(PE)	37.1	37.6	29.8	23.0	17.8
EV/EBITDA	26.1	18.8	15.3	12.9	10.9
市净率(PB)	5.52	3.97	3.73	3.46	3.16

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

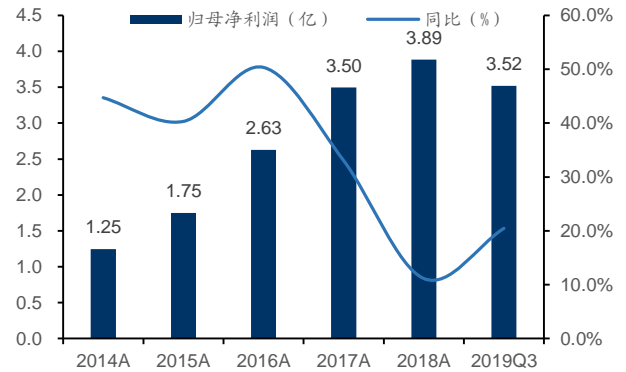
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 迪安诊断营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



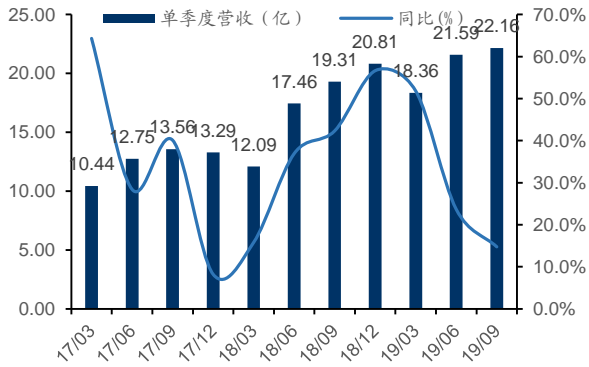
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 迪安诊断利润及增速 (单位: 亿元、%)



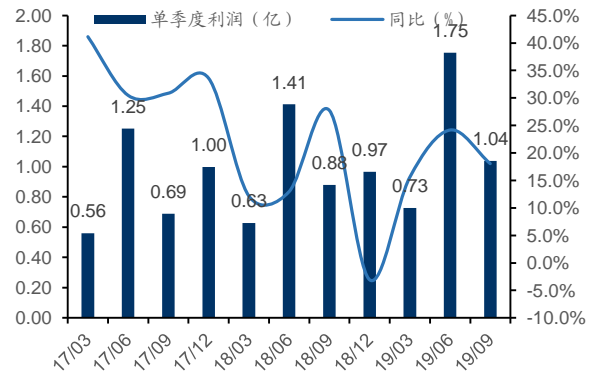
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 迪安诊断单季度营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



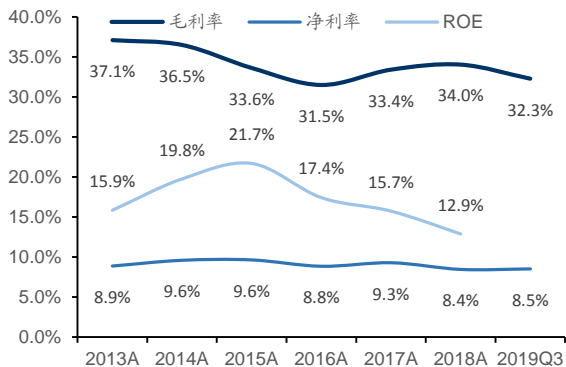
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 迪安诊断单季度利润及增速 (单位: 亿元、%)



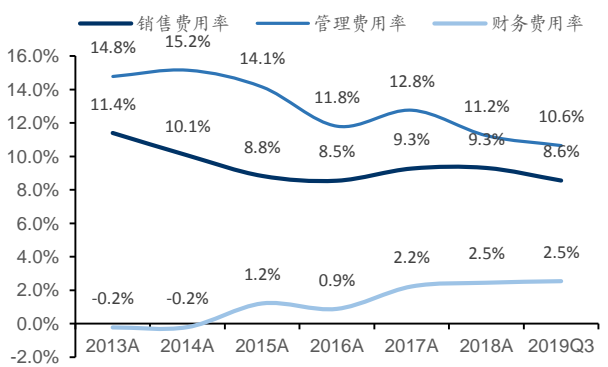
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 5: 迪安诊断毛利率、净利率变化情况



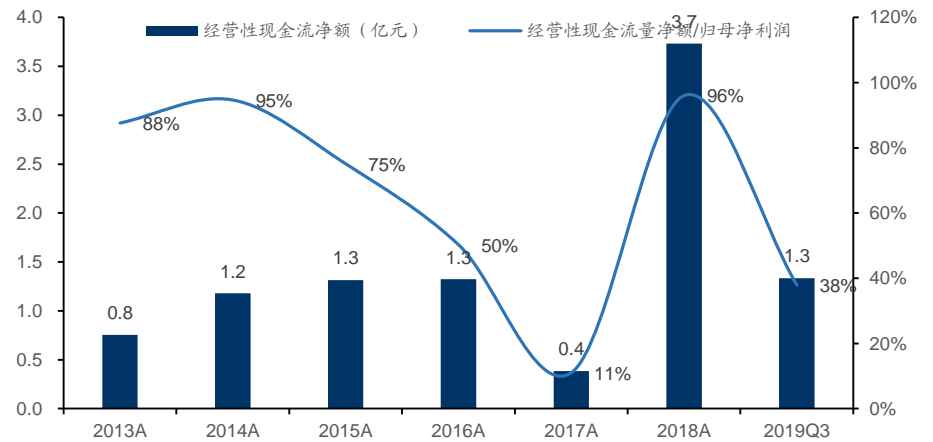
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

图 7: 迪安诊断现金流分季度情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

从下表可以看到迪安诊断在 2015-2017 年完成布局, 与金域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域医学。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 年预计继续数家扭亏, 盈利拐点可见。

表 1: 迪安诊断 VS 金域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
金域医学					23	6	1	6

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

目前公司收购的代理商虽然已经结束业绩对赌期, 但仍然有股权绑定, 实现产品和服务的协同, 部分独立实验室依靠代理商帮助, 甚至缩短了盈利周期。代理商的价值此前并没有被市场充分认识到。本次公告中预告关于商誉减值的说法是规定的模板说法, 目前从半年报和三季度公司整体收入以及披露的子公司收入来看, 代理产品部分增速仍然维持在 15-20%, 此前除了新疆地区表现不佳, 其他地区代理业务都正常进行, 我们估计年底的减值测试对绝大部分子公司都没有影响。我们此前模型已经参考去年商誉减值数额, 每年按照类似的数额进行减值, 因此本次模型暂不调整。

表 2: 可比公司估值

代码	公司简称	市值 (亿元)	股价		EPS				PE			ROE	PEG	投资评级
			2019-10-24	18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E	(18A)	(19E)	
300244	迪安诊断	146	23.54	0.63	0.79	1.02	1.32	37.6	29.8	23.0	17.8	11%	1.1	买入
603882	金域医学	242	52.86	0.51	0.85	1.09	1.45	103.7	62.1	48.4	36.4	11%	1.5	无

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测 注: 金域医学为 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)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1713	1003	1157	1291	营业收入	6967	9020	11615	14802
应收款项	2959	3830	4932	6286	营业成本	4595	5977	7703	9827
存货净额	1193	1580	2037	2602	营业税金及附加	26	34	44	56
其他流动资产	320	415	534	681	销售费用	649	840	1081	1377
流动资产合计	6186	6828	8661	10859	管理费用	783	904	1152	1438
固定资产	912	1172	1432	1681	财务费用	171	189	256	340
无形资产及其他	44	42	40	38	投资收益	72	20	20	20
投资性房地产	2616	2616	2616	2616	资产减值及公允价值变动	(108)	(80)	(80)	(80)
长期股权投资	908	1012	1117	1210	其他收入	14	0	0	0
资产总计	10665	11670	13865	16404	营业利润	721	1017	1319	1704
短期借款及交易性金融负债	2429	2068	2972	3893	营业外净收支	13	10	10	10
应付款项	1314	1741	2246	2868	利润总额	734	1027	1329	1714
其他流动负债	778	1039	1338	1703	所得税费用	146	257	332	429
流动负债合计	4521	4848	6555	8464	少数股东损益	200	279	362	467
长期借款及应付债券	1181	1481	1481	1481	归属于母公司净利润	389	490	635	819
其他长期负债	260	260	260	260					
长期负债合计	1442	1742	1742	1742	现金流量表 (百万元)				
负债合计	5963	6590	8297	10206	净利润	389	490	635	819
少数股东权益	1027	1164	1341	1570	资产减值准备	58	24	21	26
股东权益	3676	3916	4227	4629	折旧摊销	177	117	145	175
负债和股东权益总计	10665	11670	13865	16404	公允价值变动损失	108	80	80	80
					财务费用	171	189	256	340
					营运资本变动	(882)	(641)	(855)	(1051)
					其它	40	113	157	203
					经营活动现金流	(111)	184	182	252
					资本开支	(359)	(480)	(503)	(529)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(431)	(584)	(608)	(622)
					权益性融资	1096	0	0	0
					负债净变化	57	0	0	0
					支付股利、利息	(199)	(250)	(324)	(418)
					其它融资现金流	689	(361)	904	922
					融资活动现金流	1500	(311)	580	504
					现金净变动	958	(711)	154	134
					货币资金的期初余额	755	1713	1003	1157
					货币资金的期末余额	1713	1003	1157	1291
					企业自由现金流	(331)	(54)	13	174
					权益自由现金流	415	(556)	724	841

关键财务与估值指标				
	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	0.63	0.79	1.02	1.32
每股红利	0.32	0.40	0.52	0.67
每股净资产	5.92	6.31	6.81	7.46
ROIC	12%	13%	15%	16%
ROE	11%	13%	15%	18%
毛利率	34%	34%	34%	34%
EBIT Margin	13%	14%	14%	14%
EBITDA Margin	16%	15%	15%	15%
收入增长	39%	29%	29%	27%
净利润增长率	11%	26%	29%	29%
资产负债率	66%	66%	70%	72%
息率	1.4%	1.7%	2.2%	2.9%
P/E	37.6	29.8	23.0	17.8
P/B	4.0	3.7	3.5	3.2
EV/EBITDA	18.8	15.3	12.9	10.9

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±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±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