



中信证券研究部



陈竹
首席医疗健康产业
分析师
S1010516100003



刘泽序
首席药品行业
分析师

核心观点

公司业绩略超市场预期。全年新冠检测量超 2500 万人份，13 家实验室扭亏为盈。重点学科推动特检业务，精准中心模式持续拓展。自有产品初露锋芒，代理业务迅速恢复。商誉减值风险大幅释放，经营性现金流改善明显。

■ **公司业绩略超市场预期。**公司 2020 年实现收入、净利润、扣非净利润 106.49 亿、8.03 亿、7.40 亿元，同比+25.98%、+131.20%、+171.97%。公司 2020 年收入逐季提升，判断主要由于新冠核酸检测业务所致。扣除商誉减值影响，实际归母净利润为 12.5 亿元，同比+138.28%，业绩略超市场预期。

■ **全年新冠检测量超 2500 万人份，13 家实验室扭亏为盈。**新冠疫情下公司 36 家实验室作为指定第三方新冠核酸检测机构，覆盖国内 30 个省份，全年累计完成超 2500 万例核酸检测，预计贡献约 20 亿元收入。公司医学诊断服务板块实现收入 50.82 亿元，同比+80.95%，预计新冠检测业务对业绩贡献最大。此外，伴随医院就诊量的逐步恢复，我们预计扣除新冠业绩后，公司医学诊断业务量较上年略有增长，其中预计 Q4 实现较快增速。新冠检测催化公司经营拐点提前到来，全年 13 家 ICL 实验室实现扭亏为盈，盈利实验室数量达 34 家（共 38 家）。目前国内疫情虽已较为稳定，但海外疫情仍较严峻，为应对偶发聚集性病例爆发，复工复产、入境、返校、就医等各时期各类人群的筛查，预计常态化新冠核酸检测仍会维持较长一段时间，新冠检测有望持续贡献业绩。根据年报披露，截至目前公司核酸检测量累计约 5000 万人份，预计其中 2020Q1 超 2000 万份，受益于春节返乡期间新冠核酸检测量，预计公司 2020Q1 业绩将维持强劲增长。

■ **重点学科推动特检业务，精准中心模式持续拓展。**公司重点发展高毛利的特检业务，围绕“肿瘤+感染+慢病+妇幼”四大学科，重点打造临床专业诊断品牌，不断开发以疾病为中心的全病程诊断检测方案。公司为国内独家开创“精准中心”模式，拉动区域特检外包业务协同发展。2020 年公司新增 5 家省外精准中心，累计共有 20 家精准诊断中心，其中 7 家实现盈利。扣除新冠核酸和抗体检测，特检业务收入占公司检验业务比例已超过 35%。

■ **自有产品初露锋芒，代理业务迅速恢复。**公司研发投入 3.19 亿元，同比+50.58%，在高研发投入下，自有产品逐步进入产业化阶段。在液相质谱领域，25-羟基维生素 D 检测试剂盒等 3 个二类试剂盒已完成注册并上市，多个在研检测试剂盒进展顺利；在核酸质谱领域，迪谱诊断启动药物基因组检测试剂盒的临床注册，在肿瘤、遗传病、感染等领域申报检测试剂盒；在病理诊断产品和分子诊断产品领域，2020 年迪安生物已取得三类注册证 4 项，二类注册证 1 项，一类备案产品 38 个。2020 年公司自有产品业务收入 3.76 亿元，同比+214.54%，进入快速发展阶段。代理业务方面，尽管上半年受疫情影响，渠道业务下滑，后续随着疫情控制，恢复较快，全年实现业务收入 56.56 亿元，同比+5.6%。

■ **商誉减值风险大幅释放，经营性现金流改善明显。**公司 2020 年毛利率 38.22%，同比+6.07PCTs，预计主要由于高毛利新冠检测业务的拉动。2020 年财务、管理、销售费用率为 1.84%、7.19%、9.07%，同比-0.63、-0.70、+0.07PCT，期间费用率同比-1.26PCTs，各项费用率控制良好，其中管理费用率降幅较大，预计来自规模效应的体现。公司出于审慎性原则，计提商誉 4.46 亿元，实现轻装上阵，报表减值风险大幅降低。公司 2020 年经营净现金流净额 15.47 亿元，同比+220.21%，较去年同期大幅改善，主要由于营业收入大幅增长、毛利率上升和回款率较高所致。

| | |
|------------|---------------|
| 迪安诊断 | 300244 |
| 评级 | 买入（维持） |
| 当前价 | 34.83 元 |
| 目标价 | 45.92 元 |
| 总股本 | 620 百万股 |
| 流通股本 | 458 百万股 |
| 总市值 | 216 亿元 |
| 近三月日均成交额 | 517 百万元 |
| 52 周最高/最低价 | 50.49/23.76 元 |
| 近 1 月绝对涨幅 | 12.72% |
| 近 6 月绝对涨幅 | -13.77% |
| 近 12 月绝对涨幅 | 43.39% |

- **风险因素：**第三方检验医学诊断竞争加剧，新业务开发未达预期。
- **投资建议：维持“买入”评级。**疫情带动公司诊断医学服务业务高速增长，未来外包业务发展空间广阔。同时考虑到自有产品陆续上市、多个实验室提前扭亏为盈、特检产品持续加码以及精准中心的稳步推进，结合 2020 年年报业绩，调整 2021-2022 年 EPS 预测为 1.64/1.69 元（原预测为 1.22/1.44 元），并新增 2023 年 EPS 预测为 1.98 元，结合可比公司估值，给予公司 2021 年 28 倍 PE 估值，对应目标价 45.92 元，维持“买入”评级。

| 项目/年度 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 8,453.21 | 10,649.16 | 11,628.29 | 12,247.37 | 13,579.13 |
| 增长率 YoY% | 21% | 26% | 9% | 5% | 11% |
| 净利润(百万元) | 347.28 | 802.93 | 1,016.28 | 1,047.34 | 1,230.59 |
| 增长率 YoY% | -11% | 131% | 27% | 3% | 17% |
| 每股收益 EPS(基本)(元) | 0.56 | 1.29 | 1.64 | 1.69 | 1.98 |
| 毛利率% | 32% | 38% | 34% | 33% | 34% |
| 净资产收益率 ROE | 8.72% | 17.09% | 18.04% | 16.04% | 16.19% |
| PE | 62.23 | 26.91 | 21.26 | 20.63 | 17.56 |
| PB | 5.42 | 4.60 | 3.84 | 3.31 | 2.84 |

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2021 年 4 月 9 日收盘价

利润表 (百万元)

| 指标名称 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 8,453 | 10,649 | 11,628 | 12,247 | 13,579 |
| 营业成本 | 5,735 | 6,579 | 7,706 | 8,176 | 9,016 |
| 毛利率 | 32.2% | 38.2% | 33.7% | 33.2% | 33.6% |
| 税金及附加 | 29 | 37 | 41 | 43 | 48 |
| 销售费用 | 761 | 966 | 1,047 | 1,115 | 1,209 |
| 销售费用率 | 9.0% | 9.1% | 9.0% | 9.1% | 8.9% |
| 管理费用 | 667 | 766 | 826 | 857 | 937 |
| 管理费用率 | 7.9% | 7.2% | 7.1% | 7.0% | 6.9% |
| 财务费用 | 209 | 196 | 85 | 34 | (12) |
| 财务费用率 | 2.5% | 1.8% | 0.7% | 0.3% | -0.1% |
| 研发费用 | 212 | 319 | 372 | 416 | 475 |
| 研发费用率 | 2.5% | 3.0% | 3.2% | 3.4% | 3.5% |
| 投资收益 | 100 | 73 | 80 | 80 | 80 |
| EBITDA | 1,279 | 1,870 | 1,686 | 1,701 | 1,918 |
| 营业利润 | 775 | 1,320 | 1,667 | 1,721 | 2,021 |
| 营业利润率 | 9.16% | 12.40% | 14.33% | 14.05% | 14.89% |
| 营业外收入 | 4 | 13 | 11 | 9 | 11 |
| 营业外支出 | 7 | 16 | 9 | 11 | 12 |
| 利润总额 | 771 | 1,317 | 1,669 | 1,720 | 2,021 |
| 所得税 | 196 | 247 | 314 | 323 | 380 |
| 所得税率 | 25.4% | 18.8% | 18.8% | 18.8% | 18.8% |
| 少数股东损益 | 228 | 267 | 339 | 349 | 410 |
| 归属于母公司股东的净利润 | 347 | 803 | 1,016 | 1,047 | 1,231 |
| 净利率 | 4.1% | 7.5% | 8.7% | 8.6% | 9.1% |

现金流量表 (百万元)

| 指标名称 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------|------|-------|--------|--------|-------|
| 税后利润 | 576 | 1,070 | 1,355 | 1,396 | 1,641 |
| 折旧和摊销 | 304 | 366 | 271 | 296 | 320 |
| 营运资金的变化 | -702 | -575 | -270 | -234 | -504 |
| 其他经营现金流 | 305 | 686 | 5 | -46 | -92 |
| 经营现金流合计 | 483 | 1,547 | 1,362 | 1,413 | 1,365 |
| 资本支出 | -411 | -476 | -220 | -198 | -187 |
| 投资收益 | 100 | 73 | 80 | 80 | 80 |
| 其他投资现金流 | 71 | -418 | 0 | 200 | 100 |
| 投资现金流合计 | -241 | -821 | -140 | 82 | -7 |
| 权益变化 | 25 | 69 | 0 | 0 | 0 |
| 负债变化 | -214 | 131 | -892 | -1,207 | -329 |
| 股利支出 | -14 | -79 | -81 | -152 | -157 |
| 其他融资现金流 | -474 | -377 | -85 | -34 | 12 |
| 融资现金流合计 | -676 | -256 | -1,058 | -1,393 | -475 |
| 现金及现金等价物净增加额 | -434 | 470 | 164 | 102 | 883 |

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)

| 指标名称 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金 | 1,307 | 1,743 | 1,907 | 2,009 | 2,892 |
| 存货 | 1,347 | 1,123 | 1,318 | 1,398 | 1,542 |
| 应收账款 | 3,330 | 4,530 | 4,768 | 5,021 | 5,567 |
| 其他流动资产 | 721 | 822 | 873 | 901 | 957 |
| 流动资产 | 6,705 | 8,218 | 8,865 | 9,329 | 10,958 |
| 固定资产 | 942 | 1,073 | 1,023 | 926 | 794 |
| 长期股权投资 | 878 | 1,288 | 1,288 | 1,288 | 1,288 |
| 无形资产 | 77 | 68 | 68 | 68 | 68 |
| 其他长期资产 | 2,149 | 1,752 | 1,751 | 1,550 | 1,449 |
| 非流动资产 | 4,045 | 4,181 | 4,130 | 3,832 | 3,599 |
| 资产总计 | 10,750 | 12,399 | 12,995 | 13,161 | 14,557 |
| 短期借款 | 1,629 | 2,428 | 1,536 | 329 | 0 |
| 应付账款 | 959 | 1,262 | 1,479 | 1,570 | 1,731 |
| 其他流动负债 | 1,690 | 1,915 | 1,911 | 1,949 | 2,029 |
| 流动负债 | 4,278 | 5,605 | 4,927 | 3,848 | 3,761 |
| 长期借款 | 1,064 | 666 | 666 | 666 | 666 |
| 其他长期负债 | 270 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| 非流动性负债 | 1,333 | 765 | 765 | 765 | 765 |
| 负债合计 | 5,612 | 6,370 | 5,692 | 4,614 | 4,526 |
| 股本 | 620 | 620 | 620 | 620 | 620 |
| 资本公积 | 1,602 | 1,593 | 1,593 | 1,593 | 1,593 |
| 归属于母公司所有者权益合计 | 3,984 | 4,698 | 5,633 | 6,528 | 7,602 |
| 少数股东权益 | 1,154 | 1,331 | 1,670 | 2,019 | 2,429 |
| 股东权益合计 | 5,138 | 6,029 | 7,303 | 8,547 | 10,031 |
| 负债股东权益总计 | 10,750 | 12,399 | 12,995 | 13,161 | 14,557 |

主要财务指标

| 指标名称 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 增长率 (%) | | | | | |
| 营业收入 | 21.3% | 26.0% | 9.2% | 5.3% | 10.9% |
| 营业利润 | 7.4% | 70.5% | 26.2% | 3.3% | 17.4% |
| 净利润 | -10.6% | 131.2% | 26.6% | 3.1% | 17.5% |
| 利润率 (%) | | | | | |
| 毛利率 | 32.2% | 38.2% | 33.7% | 33.2% | 33.6% |
| EBITDA Margin | 15.1% | 17.6% | 14.5% | 13.9% | 14.1% |
| 净利率 | 4.1% | 7.5% | 8.7% | 8.6% | 9.1% |
| 回报率 (%) | | | | | |
| 净资产收益率 | 8.7% | 17.1% | 18.0% | 16.0% | 16.2% |
| 总资产收益率 | 3.2% | 6.5% | 7.8% | 8.0% | 8.5% |
| 其他 (%) | | | | | |
| 资产负债率 | 52.2% | 51.4% | 43.8% | 35.1% | 31.1% |
| 所得税率 | 25.4% | 18.8% | 18.8% | 18.8% | 18.8% |
| 股利支付率 | 22.9% | 10.0% | 15.0% | 15.0% | 15.0% |

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

| 投资建议的评级标准 | | 评级 | 说明 |
|--|------|------|--------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上 |
| | | 增持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间 |
| | | 持有 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间 |
| | | 卖出 | 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上 |
| | 行业评级 | 强于大市 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上 |
| | | 中性 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间 |
| | | 弱于大市 | 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上 |

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析师编制的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。