

迪安诊断技术集团股份有限公司

17 迪安诊断 MTN001

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2019)100109】

评级对象: 迪安诊断技术集团股份有限公司 17 迪安诊断 MTN001

17 迪安诊断 MTN001

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AA/稳定/AA/2019 年 5 月 30 日

前次跟踪: AA/稳定/AA/2018 年 5 月 31 日

首次评级: AA/稳定/AA/2016 年 5 月 25 日

主要财务数据及指标

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	0.57	1.18	11.44	8.12
刚性债务	13.22	23.91	26.81	26.99
所有者权益	16.94	18.55	29.03	29.90
经营性现金净流入量	-0.22	0.55	-0.45	-0.47
合并口径数据及指标:				
总资产	57.18	73.90	106.65	106.88
总负债	31.72	44.43	59.63	58.75
刚性债务	17.55	31.98	37.46	40.86
所有者权益	25.46	29.47	47.03	48.13
营业收入	38.24	50.04	69.67	18.36
净利润	3.38	4.64	5.88	1.20
经营性现金净流入量	1.32	0.39	3.73	-2.46
EBITDA	5.51	8.97	11.35	—
资产负债率[%]	55.47	60.12	55.91	54.97
权益资本与刚性债务 比率[%]	145.09	92.14	125.57	117.79
流动比率[%]	136.90	143.54	136.82	143.05
现金比率[%]	29.73	31.43	38.83	41.23
利息保障倍数[倍]	12.72	6.58	5.31	—
净资产收益率[%]	18.75	16.90	15.39	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	8.76	1.78	8.26	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-78.14	-28.34	-2.05	—
EBITDA/利息支出[倍]	14.88	7.95	6.67	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.46	0.36	0.33	—

注: 根据迪安诊断经审计的 2016~2018 年及未经审计的 2019 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

贾飞宇 jfy@shxsj.com

王婷亚 wty@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对迪安诊断技术集团股份有限公司(简称迪安诊断、发行人、该公司或公司)发行的 17 迪安诊断 MTN001 的跟踪评级反映了 2018 年以来迪安诊断在外部环境、经营业绩及融资渠道等方面所取得的积极变化,同时也反映了公司在行业竞争、即期债务偿付、应收账款回款及资金运营、商誉减值及内部管理、质量控制以及实际控制人股权质押等方面继续面临压力。

主要优势:

- **良好的外部环境。**在国内经济持续增长,同时人口老龄化趋势加剧的大环境下,体外诊断市场需求大幅增加;现阶段国家对医疗领域的投入和政策支持力度加大,迪安诊断所处的外部环境良好。
- **经营业绩保持较快增长。**跟踪期内体外诊断一体化服务持续发展,同时合并范围进一步扩大,经营业绩仍保持较快增长,主业呈较好发展态势。
- **资本实力增强,融资渠道畅通。**跟踪期内,迪安诊断通过非公开发行募集资金 10.62 亿元,资本实力得到进一步增强,融资渠道畅通。此外,公司银行授信较为充足,后续仍有较大的融资空间。

主要风险:

- **诊断产品行业竞争压力较大。**目前我国体外诊断产品行业集中度低,市场竞争较为激烈,迪安诊断的诊断产品代理业务面临一定的竞争压力。
- **即期债务偿付压力。**跟踪期内,迪安诊断债务期限结构欠佳,短期刚性债务有所增长,面临一定的即期债务偿付压力。

- **应收账款回收风险及资金运营风险。**跟踪期内，迪安诊断应收账款规模持续扩大，对公司形成资金占用。尽管公司已加强应收账款回收力度，后续可持续性仍有待观察。同时，公司储备的存货规模进一步增加，资产周转效率持续下降，公司面临一定的应收账款回收风险及资金运营压力。
- **并购导致的商誉减值及内部管理压力。**迪安诊断近年来投资规模较大，目前已累积了较大规模的商誉，且部分被并购企业因业绩不佳，导致商誉计提减值。此外由于合并范围扩大，公司面临的管控压力相应加大。
- **质量控制风险。**诊断服务外包的质量是影响迪安诊断业务承接的重要因素，公司将持续面临质量控制风险。
- **实际控制人股权质押风险。**跟踪期内，迪安诊断实际控制人陈海斌通过大宗交易方式减持公司股份合计占公司总股本的 1.04%。此外，截至评级报告出具日，陈海斌累计质押其所持有公司股份 1.33 亿股，占其持有公司股份的 65.47%，占公司总股本的 21.46%，质押比例较高。证券市场波动可能会影响公司的股权结构稳定性。

评级关注

- **高管、董事辞职。**2019 年 5 月，迪安诊断副总经理胡妙申先生、张燕女士、财务负责人沈立军先生、董事陈作秀先生先后递交辞职申请，其中除沈立军先生辞职后仍担任公司董事、副总经理职务。本评级机构将持续关注上述人员变动对公司业务运营的影响。

➤ 未来展望

通过对迪安诊断发行的 17 迪安诊断 MTN001 主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期中期票据还本付息安全性高，并维持 17 迪安诊断 MTN001 债项 AA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



迪安诊断技术集团股份有限公司 17 迪安诊断 MTN001

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照浙江迪安诊断技术股份有限公司¹2017 年度第一期中期票据（简称“17 迪安诊断 MTN001”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据迪安诊断提供的经审计的 2018 年财务报表、未经审计的 2019 年第一季度财务报表及相关经营数据，对迪安诊断的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

该公司过往发行的债务融资工具情况如图表 1 所示。

图表 1. 公司过往发行的债务融资工具情况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (年)	发行利率 (%)	发行时间	本息兑付情况
16 迪安 01	8.00	5 (3+2)	3.25	2016 年 9 月	未到期，正常支付利息
17 迪安诊断 MTN001	4.00	3	5.80	2017 年 7 月	未到期，正常支付利息

资料来源：Wind

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素；在这样的情况下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行；中长期内，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。

¹ 2017 年 9 月，根据该公司第三届董事会第六次会议审议通过公司《关于变更公司名称、注册地址及修改<公司章程>的议案》，公司名称由“浙江迪安诊断技术股份有限公司”变为“迪安诊断技术集团股份有限公司”，并已完成工商变更登记，取得了浙江省工商行政管理局换发的《企业法人营业执照》。

2019年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至9月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦具有长期性和复杂性，对我国出口有一定负面影响但程度有限。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长随着工业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度提升支持基建补短板，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民

币汇率稳中有升，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

(2) 行业因素

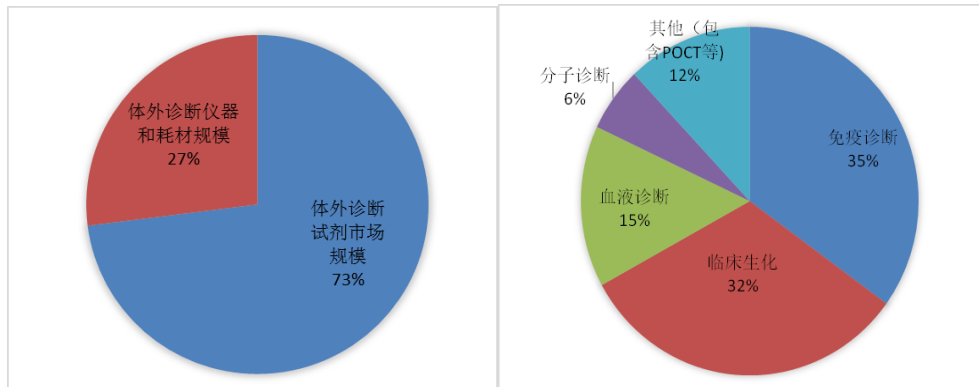
我国目前体外诊断市场发展程度不高，人均体外诊断支出水平普遍较低；但随着我国经济的持续发展，人民收入水平不断提高，同时人口老龄化带来的市场需求持续扩大，市场发展空间较广阔。

A. 行业概况

体外诊断，即 IVD (In Vitro Diagnosis)，是指在人体之外，通过对人体血液、体液、组织等样本进行检测，从而判断疾病或机体功能的诊断方法，可提供大部分临床诊断的决策信息，是人类疾病预防、诊断、治疗的重要组成部分。其产品按使用类型可分为检测仪器、试剂和耗材等；按检测原理和方法可分为生化诊断、免疫诊断、分子诊断、血液学诊断和即时检验 (POCT) 等。

体外诊断仪器的使用寿命一般超过 5 年，而试剂是一次性消耗品，因此在整个体外诊断市场中，试剂占绝大部分市场份额。根据中国医药工业信息中心发布的《中国健康产业蓝皮书(2019)》，2018 年我国 IVD 产品市场规模约为 604 亿元，其中诊断试剂市场规模约为占体外诊断市场规模的 73%。从检测原理方法来看，由于我国技术基础较薄弱，因此技术门槛相对较低的生化诊断和免疫诊断产品目前市场份额较大，合计占比约 60%。

图表 2. 我国体外诊断产品及诊断试剂市场细分占比情况

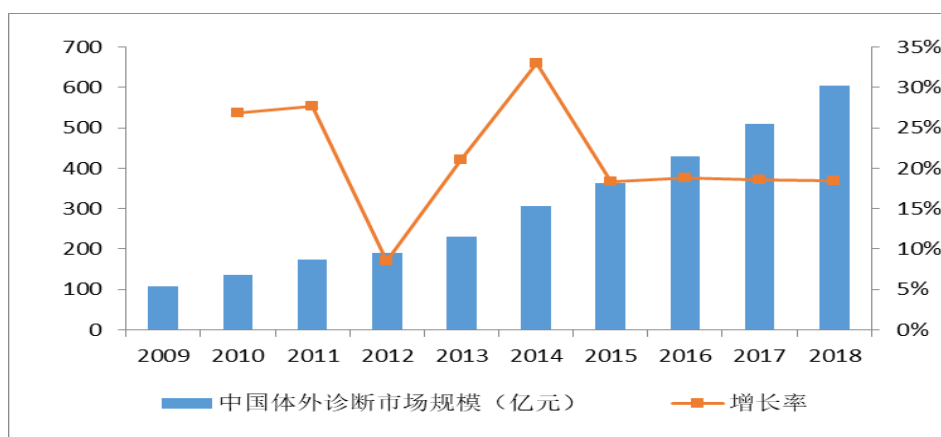


资料来源：Kalorama Information、工信部 IVD 市场蓝皮书

体外诊断市场规模与一国人口基数、人均医疗支出、医疗保障水平、医疗技术及服务水平等因素息息相关。从世界体外诊断市场的分布情况看，发达国家收入及保障水平高于发展中国家，是全球主要的体外诊断市场，其中美国、西欧和日本为全球前三大体外诊断市场，市场份额分别为 41%、25%、9%，这些发达国家市场相对成熟，发展较为平稳，预计未来年均增速在 2%~3%；虽然我国为世界上人口最多的国家，但我国体外诊断市场仅占全球市场不足 7%，目前中国、印度等发展中国家人均体外诊断支出水平仍较低，随着经济生活水平提高，体外诊断处于较快发展阶段，预计市场需求年均增速约为 10%，是全球体外诊断市场发展的主要推动力。

我国体外诊断行业起步较晚，近年来增长较快。历经数年发展，市场规模已由 2009 年的 108 亿元增长至 2018 年的 604 亿元，年复合增长率为 21.08%。其中，诊疗需求增加、常见慢性疾病（如糖尿病等）的诊断普及和疾病筛查的推广是国内体外诊断市场增长的主要动力。

图表 3. 2009 年以来中国体外诊断市场发展情况²



资料来源：中国医药工业信息中心、医械研究院

体外诊断产品代理客户主要包括各种医疗机构、第三方检测中心、国家公

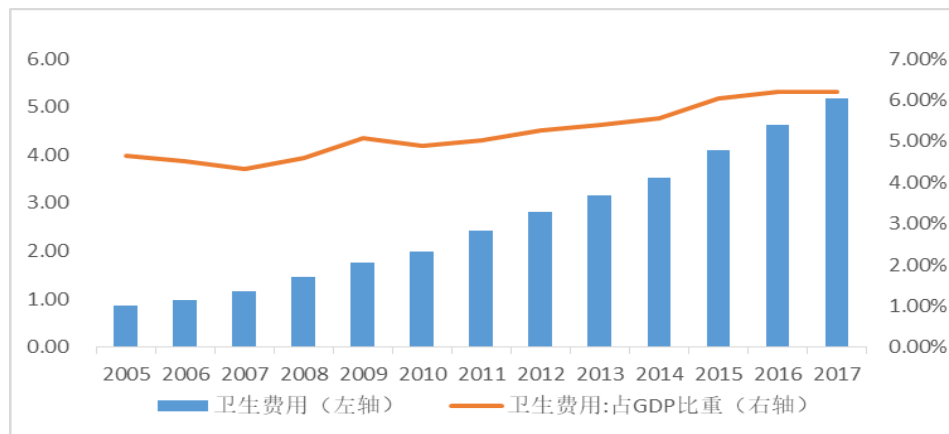
² 2015 年体外诊断市场规模数据来自于东兴证券研究所。

共卫生检测中心及个人等。其中医疗机构占据 90% 的市场份额，包括各类医院、社区医疗服务中心、乡镇卫生院和体检中心等，其中医院是我国体外检测产品的主要需求市场。

近年来，政府持续加大对医疗卫生领域的资金投入，我国医疗卫生服务需求和供给不断增加，体外诊断市场面临了较好的外部发展机遇。

医疗保健消费作为人们的基本需求，具有明显的刚性需求特征，且往往随着居民收入的增长优先得到满足，政府也高度重视卫生事业的发展，逐年加大对卫生事业的财政投入，医疗服务行业发展迅速。2007 年，我国卫生总费用首次突破万亿元，达到 11,289.5 亿元。根据国家卫生健康委员会公布的《2017 年我国卫生健康事业发展统计公报》，据初步核算，2017 年我国卫生总费用达 51,598.8 亿元，人均卫生总费用为 3,712.2 元，卫生总费用占 GDP 百分比为 6.2%。

图表 4. 中国卫生总费用情况（单位：万亿元、%）



资料来源：Wind

国家卫生费用支出由政府卫生支出、社会卫生支出和个人卫生支出三部分组成，近年来随着我国政府加大了投入力度，政府支出占卫生总费用的比例逐年提升，个人支出比例逐年下降。2005 年，我国卫生总费用中个人卫生支出比重高达 52.5%，政府预算卫生支出和社会卫生支出分别仅占 17.9% 和 29.9%。到了 2017 年个人卫生支出的比重下降到 28.8%，政府预算和社会卫生支出的比重分别提高到 30.1% 和 41.1%。

根据国家卫生健康委员会统计数据，截至 2018 年 9 月末，全国医疗卫生机构数达 100 万个，较去年同期增加 10896 个，全国医疗卫生机构数量以及基层医疗机构数量均有所增加。2018 年 1-11 月，全国医疗卫生机构总诊疗人次达 75.4 亿人次，同比提高 3.2%，其中：医院 32.3 亿人次，同比提高 5.3%；基层医疗卫生机构 40.2 亿人次，同比提高 1.5%。2018 年 1-11 月，全国医疗卫生机构出院人数达 22629.1 万人，同比提高 5.9%，其中：医院 17862.6 万人，同比提高 7.2%；基层医疗卫生机构 3819.8 万人，同比提高 1.9%。我国医疗卫生服务需求和供给的增加，均给第三方医学检验行业发展带来了机遇。

B. 政策环境

近年来，我国陆续出台一系列法律法规和产业政策，规范和扶持体外诊断产业发展。随着国家对医疗行业，生物技术产业化发展的重视，体外诊断将在国内产业升级中获得高速发展的契机。此外，随着新医改的推行、严控药占比的推进、分级诊疗制度及两票制的推广，体外诊断行业有望在中短期受益。总体看，政府近期推出的一系列医疗改革的相关政策和通知，为体外诊断行业提供了良好的发展环境。

图表 5. 体外诊断行业主要产业政策、法规等

政策	时间	机构	主要内容
《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》	2016 年	国务院	加速发展体外诊断仪器、设备、试剂等新产品，推动高特异性分子诊断、生物芯片等新技术发展，支撑肿瘤、遗传疾病及罕见病等体外快速准确诊断筛查，“发展专业化诊疗机构，培育符合规范的液体活检、基因诊断等新型技术诊疗服务机构”，“推动医学检验检测、影像诊断等服务专业化发展”。
《国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》	2016 年	国务院	深化医药卫生体制改革，坚持预防为主方针，建立健全基本医疗卫生制度，实现人人享有基本医疗卫生服务，推广全民健身，提高人民健康水平。
《“十三五”生物产业发展规划》	2016 年	发改委	针对急性细菌感染、病毒感染等重大传染性疾病，包括外来重大传染性疾病检测需求，加速现场快速检测的体外诊断仪器、试剂和试纸的研发和产业化，“加快特异性高的分子诊断、生物芯片等新技术发展，支撑肿瘤、遗传疾病、罕见病等疾病的体外快速准确诊断筛查。完善产业链的配套建设，发展配套的高精度的检测仪器、试剂和智能诊断技术，支持第三方检测中心发展与建设。
《国家卫生和计划生育委员会颁布第 13 号令》	2017 年	卫计委	医生可选择多点执业，有利于环节基层医疗人才缺失问题，帮助提高基层医疗机构经营效率。
《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》	2017 年	国务院	推行药品购销“两票制”，综合医改试点省（区、市）和公立医院改革试点城市要率先推行“两票制”，鼓励其他地区实行“两票制”，争取到 2018 年在全国推开。

资料来源：新世纪评级根据公开资料整理

C. 竞争格局/态势

独立医学实验室是体外诊断行业产业链的重要环节。我国独立医学实验室行业呈现寡头垄断局面，包括该公司在内的四家体外诊断公司合计占有率超过 70%，公司的独立实验室业务在行业内处于领先地位。我国体外诊断产品流通企业规模普遍不大，行业集中度低，竞争较为激烈。目前公司通过诊断产品代理和诊断服务外包一体化的商业模式增强了自身的行业竞争力，在行业内具有较明显的规模优势。

在生物医药领域，主要承担医疗机构或其他与医学检验相关的企业或机构检验外包业务被称作“独立医学实验室”（Independent Clinical Laboratory），又称“第三方检验”，核心是规模经济，即通过规模经济降低单位成本、获取成本优势、质量优势、技术优势，从而达到多方的共赢，减少医疗费用支出，是体外诊断行业产业链的重要环节。

我国独立医学实验室起步较晚，21 世纪初才有第一家商业化独立医学实验室。但我国独立医学实验室发展迅速，龙头企业全国中心省市布局已基本完成，前期的跑马圈地阶段基本结束，现主要致力于与当地医疗机构检验科加深合作。目前我国第三方医学检验市场呈寡头垄断的格局，据统计，我国独立医学实验室增至 1400 余家，但大部分规模较小，区域性经营，或专注于特色检验项目。该公司、金域医学、艾迪康、达安基因是实行全国连锁经营且规模较大的综合性独立医学实验室，四家公司合计超过 70% 以上的市场份额。从市场占有率看，公司目前市场份额约占 18%，行业排名第二，处于领先地位。

图表 6. 体外诊断服务行业内核心样本企业基本数据概览（单位：亿元，%）

项目	金域医学	迪安诊断	艾迪康	达安基因
市场份额	32%	18%	17%	5%
合作的医疗机构	22,000 余家	16,000 余家	10,000 余家	3,000 余家
独立实验室网点	37 家	38 家	20 家（截至 2016 年末）	8 家（截至 2016 年末）
与供应商合作战略	与罗氏、梅里埃、西门子、凯杰、雅培等公司战略合作，并成为罗氏及梅里埃建立中国大陆实验室示范基地	与罗氏、希森美康、梅里埃、凯杰、欧蒙等战略合作，成为罗氏中国示范实验室	与罗氏、西门子、日本 SRL、梅里埃等战略合作，成为罗氏和西门子中国区示范实验室	西门子中国区示范实验室 与 DAKO 战略合作，与 Life 合作
2018 年医学检验业务收入	42.35	23.62	-	5.23

资料来源：新世纪评级根据公开资料整理

体外诊断产品核心应用于医学实验室检验系统，病患的确诊有赖于检测结果的及时与准确，医疗机构对体外诊断产品性能稳定性以及准确性的要求较高，因此，客户对知名品牌的制造商依赖性较强。目前国内体外诊断试剂生产企业中，规模以上企业近 200 家，但年销售收入过亿的企业仅约 20 家，且规模普遍较小、品种少、集约化程度低，国内诊断试剂生产规模排名前 20 的企业市场占有率仅约 30%，进口产品独大的现象仍在持续。

我国体外诊断产品流通企业以代理经销为主，目前上市的体外诊断流通型企业主要包括润达医疗、塞力斯及合富医疗（台湾上市公司，证券代码：“4745”），但企业普遍规模不大，除润达医疗 2018 年营业收入接近 60 亿元外，其他两家收入规模均不超过 15 亿元。该公司从事体外诊断产品代理和诊断服务外包业务，2018 年分别实现业务收入 44.71 亿元和 23.62 亿元。通过两块业务协同发展，公司进一步增强了自身的行业竞争力，在行业内具有较明显的规模优势。

图表 7. 行业内核心样本企业基本数据概览（2018 年/末，亿元，%）

核心样本企业名称		核心经营指标（产品或业务类别）		核心财务数据（合并口径）			
		营业收入	毛利率	总资产	资产负债率	净利润	经营性净现金流
体外诊断流通企业	润达医疗	59.64	27.51	75.43	58.49	4.32	5.39
	塞力斯	13.17	31.73	25.83	37.06	1.16	-0.64
迪安诊断		69.67	34.04	106.65	55.91	5.88	3.73
体外诊	达安基因	42.35	41.61	36.63	39.93	0.87	5.30

核心样本企业名称		核心经营指标(产品或业务类别)		核心财务数据(合并口径)			
		营业收入	毛利率	总资产	资产负债率	净利润	经营性净现金流
断服务企业	金域医学	5.23	38.83	39.57	50.80	2.55	3.92

资料来源：新世纪评级整理

D. 风险关注

(1) 影响检验样本状态的外部因素较多，质量控制难度较大，对诊断服务企业经营业绩存在影响；(2) 医药行业受国家政策影响较大，随着近年医药相关行业政策和监管政策的调整和优化，可能会对行业内公司的业务运营产生一定影响。(3) 该公司从事的诊断产品代理业务行业内企业普遍规模不大，行业集中度低，竞争亦较为激烈。

(3) 区域市场因素

我国体外诊断行业呈现区域竞争态势，该公司作为国内体外诊断行业的龙头企业，运输体系完备、诊断服务丰富，拥有较好的规模效应和发展机遇。

由于我国体外诊疗领域传统的营销模式更侧重于产品代理，市场竞争充分，且同质化程度高，再加上客户分散，导致经营企业数量众多，规模普遍较小，通常是区域内发展，集中度较低。行业内能够提供综合服务、具有规模优势的跨区域服务商则数量较少。此外，体外诊断行业涉及检验医学、实验统计学、机械、光学、电子信息等多种学科领域，产品集成度高、使用频率高、更新换代较快，对维护保养和技术服务要求高，需要由制造商或者有技术服务能力的服务商提供配套服务。同时，体外诊断设备不同于一般大型医疗设备，需要配套诊断试剂使用。诊断试剂品种众多，需要与标准品、质控品等众多耗材配合使用，且大多有效期较短，储存条件复杂，因医疗机构库存备货能力有限，需要服务商快速反应，及时供货，因此对仓储物流配送等要求高。

该公司在所处行业内具备较高的市场占有率和知名度，近年来通过并购和自营等方式逐步推进业务在全国范围的布局。公司通过“产品+服务”一体化商业模式，营业收入保持较快增长。同时，公司不断延伸上下游产业链，增强公司可持续发展能力，整体而言具有较好的发展基础及空间。

2. 业务运营

跟踪期内，该公司仍延续了以前年度内生增长和外延并购共同推进的发展模式，但大规模并购步伐有所放缓，2018 年公司业绩仍保持较快增长，但同时应收账款亦快速上升。现阶段公司已加强应收账款回收力度，2018 年经营性现金流有所好转，且后续仍将以应收账款回款工作为优化重点，需关注后续款项回收情况。此外，公司拟对外投资规模较大，项目能否实现预期收益存在不确定性，公司面临一定的资金支出压力和投资风险。

该公司主要从事诊断产品代理业务和诊断服务外包业务，向医疗卫生机构提供第三方医学诊断服务、销售医疗诊断及试剂。诊断产品代理方面，公司主要通过收购其他代理商的模式拓展业务规模，公司成立初期以代理罗氏诊断产品（上海）有限公司（简称“罗氏诊断”）³产品为主，近年来公司在业务渠道收购时也收购罗氏诊断在其他地区的代理商资源为主；诊断服务外包方面，公司诊断服务外包业务主要以独立医学实验室模式运行，通过自建实验室为主、收购实验室为辅的模式拓展市场，截至 2018 年末已在全国主要的省、直辖市布局 38 家省级独立医学实验室，覆盖 1.6 万余家医院，以二级医院为主。此外，近年来公司还推进与医院的合作共建业务模式⁴，加强与医院的合作、促进产品与服务的协同发展。

图表 8. 公司两大业务异同点

项目	项目	医学诊断服务外包	体外诊断产品代理
相同点	客户基础	医疗卫生机构	医疗卫生机构
	服务或产品用途	医疗诊断服务领域	医疗诊断服务领域
	采购和销售模式	上游均为体外诊断产品生产商、下游均为各级医疗卫生机构	上游均为体外诊断产品生产商、下游均为各级医疗卫生机构
	实验室运营管理	医院检验科/病理科	医院检验科/病理科
不同点	服务或产品	由公司完成整个医学诊断服务工作	公司提供体外诊断产品及后续技术支持、维修、保养服务等，由客户完成整个医学诊断服务工作
	提供服务或产品的主体	由公司的独立医学实验室提供	由子公司迪安基因提供

资料来源：迪安诊断

跟踪期内，该公司仍采取内生发展和外延并购同步的业务扩展模式，但并购规模较以前年度有所减少。2018 年 5 月公司通过股权转让控制协议，以 5.76 亿元现金取得青岛智颖医疗科技有限公司（简称“青岛智颖”）51%的股权⁵，2018 年 5 月并表后营业收入及应收账款增长明显。整体来看，公司业务规模进一步扩大，2018 年及 2019 年第一季度分别实现营业总收入 69.67 亿元和 18.36 亿元，分别同比增长 39.22%和 51.80%。

该公司并购企业中，新疆元鼎主业是代理罗氏医疗诊断产品，2017 年以

³ 罗氏诊断为罗氏公司在上海设立的独资公司，罗氏公司始创于 1896 年 10 月，是一家在国际健康事业领域居世界领先地位，以科研开发为基础的跨国公司，总部位于瑞士巴塞尔，业务主要涉及药品、医疗诊断、维生素和精细化工、香精香料等四个领域。

⁴ 所谓合作共建模式，是指在医院实验室人、财、物所有权不变的前提下，公司和医院达成合作协议，为医院实验室提供技术与管理方面的咨询建议和管理输出，对医院实验室的人员、场地、设备、试剂、项目、质量、服务、形象等提供全方位管理建议并协助实施，包括提供检验外包服务、管理咨询服务、试剂及设备销售或集中采购等各类服务，有效提升医院实验室诊断技术水平、质量管理水平，降低运营成本，提高实验室运营效率。

⁵ 青岛智颖主业系为山东地区为各级医疗机构提供优质体外诊断产品和专业技术支持，代理希森美康及罗氏诊断等进口体外产品，覆盖了业务区域内主要大型三级、二级医院等医疗机构。杭州海鲁股权投资合伙企业（有限合伙）（简称“杭州海鲁”）系公司参与设立的投资基金，于 2018 年 12 月纳入范围内子公司。截至 2018 年末公司已支付青岛智颖股权收购款 2.94 亿元，剩余金额将自工商登记变更完后一年内支付完毕。截至 2018 年 12 月 31 日，青岛智颖合并总资产 9.87 亿元，净资产 6.15 亿元。2018 年 5-12 月，青岛智颖实现营业收入 7.86 亿元，营业利润 1.23 亿元，归属于母公司净利润 0.92 亿元。

来因新疆地区医改政策力度较大，耗材降价力度超过公司预期导致业绩不佳，2017-2018 年末分别计提商誉减值 0.34 亿元和 0.70 亿元，2017 年现金补偿款 0.32 亿元已计入当年营业外收入。

云南盛时迪安生物科技有限公司、内蒙古迪安丰信医疗科技有限责任公司和陕西凯弘达医疗设备有限公司 2018 年分别实现净利润 0.42 亿元、0.64 亿元和 0.36 亿元（对应业绩承诺分别为 0.44 亿元、0.55 亿元和 0.39 亿元）。上述三家被并购公司相关业绩承诺均按照累计完成情况进行考核，业绩承诺期内均已完成目标，不涉及业绩补偿和商誉减值。整体来看，被并购企业随业绩增长，应收账款保持上升，2018 年经营性现金流大多有所好转。

图表 9. 被收购主要企业相关业绩承诺完成情况（单位：万元）

企业名称	项目	2018 年度(末)	2017 年度(末)	2016 年度(末)	2015 年度(末)
北京联合执信医疗科技有限公司	承诺业绩(净利润)	-	7,030.00	5,408.00	4,160.00
	实际完成情况(净利润)	8,358.82	6,817.48	5,892.71	4,353.30
	应收账款	23,750.75	21,788.68	20,988.82	14,769.01
	经营性净现金流	10,212.33	-1,051.19	1,355.81	-1,507.13
企业名称	项目	2018 年度(末)	2017 年度(末)	2016 年度(末)	2015 年度(末)
新疆元鼎医疗器械有限公司	承诺业绩(净利润)	-	10,000.00	8,000.00	5,600.00
	实际完成情况(净利润)	8,063.56	7,835.18	8,002.69	6,296.31
	应收账款	29,078.92	22,140.89	22,413.36	16,040.07
	经营性净现金流	6097.90	-3,288.58	-2,537.79	1,302.85
企业名称	项目	2018 年度(末)	2017 年度(末)	2016 年度(末)	2015 年度(末)
云南盛时迪安生物科技有限公司	承诺业绩(净利润)	4,400.00	3,380.00	2,600.00	-
	实际完成情况(净利润)	4,191.20	3,596.95	3,260.14	-
	应收账款	15,887.34	11,615.01	8,989.15	-
	经营性净现金流	1,875.26	478.60	-2,714.67	-
企业名称	项目	2018 年度(末)	2017 年度(末)	2016 年度(末)	2015 年度(末)
内蒙古迪安丰信医疗科技有限责任公司	承诺业绩(净利润)	5,486.00	4,500.00	3,500.00	-
	实际完成情况(净利润)	6,437.46	5,317.28	3,717.33	-
	应收账款	21,009.57	17,400.59	12,726.01	-
	经营性净现金流	2,846.35	1,949.10	-883.50	-
企业名称	项目	2018 年度(末)	2017 年度(末)	2016 年度(末)	2015 年度(末)
陕西凯弘达医疗设备有限公司	承诺业绩(净利润)	3,900.00	3,000.00	2,300.00	-
	实际完成情况(净利润)	3,639.72	2,890.72	2,807.79	-
	应收账款	15,373.70	12,982.80	14,422.83	-
	经营性净现金流	2,092.69	-1,619.29	3,123.13	-

资料来源：迪安诊断

该公司非核心业务包括冷链物流、健康体检及融资租赁，2018 年业务收入分别为 0.21 亿元、0.98 亿元和 0.15 亿元，分别同比增长 44.72%、35.30% 和 3.08%，占营业收入的比重各自均不超过 1.5%。

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 10. 公司核心业务收入及变化情况（亿元）

主导产品或服务		2016 年度	2017 年度	2018 年度
营业总收入合计		38.24	50.04	69.67
其中：核心业务营业收入	金额	37.75	49.56	68.33
	占核心收入的比重	98.72%	99.05%	98.07%
其中：（1）诊断服务外包	金额	14.20	19.60	23.62
	占核心收入的比重	37.62%	39.55%	34.57%
（2）诊断产品代理	金额	23.55	29.96	44.71
	占核心收入的比重	62.38%	60.45%	65.43%
毛利率（%）		31.49	33.41	34.04
其中：（1）诊断服务外包（%）		43.90	43.63	41.46
（2）诊断产品代理（%）		24.29	26.73	30.31

资料来源：迪安诊断

从收入构成来看，该公司收入仍主要来自诊断服务外包和诊断产品代理。公司诊断服务外包业务运营主体为全资子公司为杭州迪安医学检验中心有限公司（简称“杭州迪安”），可提供的主要检验科目包括生化检验、病理检验、免疫检验、PCR 检验等。2018 年公司诊断服务外包业务收入 23.62 亿元，同比增长 23.90%；同期毛利率同比下降 1.83 个百分点至 41.46%。跟踪期内，公司独立医学实验室布局基本完成，全年检测样本量达到 3,800 万个左右，测试数约 1.35 亿例。同时公司合作共建业务规模进一步拓展，2018 年新增福建、湖北和吉林等区县市场 25 个，开拓多个新的区域检验中心，目前全国合作的客户数量 400 余家，业务覆盖 30 多个省市⁶。客户粘性上，公司与医院合作共建的合同签署期限高于单一的集采业务或外包业务，通常合作期限为 5-8 年。在长期的合作过程中与医院建立良好稳定的合作关系，能够为医院提供包括诊断产品、诊断服务一体化的整体解决方案。未来，随着公司合作共建项目质量及综合服务能力的进一步提升，可与原有传统业务模式互为补充，公司诊断服务外包业务收入规模或进一步扩大。

诊断产品代理方面，该公司是国内最早从事基因诊断技术研发和服务的专业机构之一，已获得罗氏诊断、希森美康、法国梅里埃、QIAGEN (凯杰生物) 等全球著名企业产品代理资质。公司诊断产品代理业务目前销售模式仍为直接销售和联动销售，并以联动销售模式为主，经营的主要产品包括各类生化分析仪器、免疫分析仪器、标本前处理系统、生化分析试剂、免疫分析试剂等。2018 年，公司诊断产品代理业务销售收入 44.71 亿元，同比大幅增长 49.22%，剔除青岛智颖并表影响，公司内生经营同比增长 23.58%；同期毛利率提升 3.58 个

⁶ 该公司与三级医院主要在精准中心方面的合作共建，包括浙江省人民医院精准诊断中心、浙江大学医学院附属邵逸夫医院精准中心、浙江省立同德医院精准中心、内蒙古民族大学附属医院、汉中市中心医院等；与二级及以下医院主要在单体医院的检验科合作共建，包括山东兖州中医院等，以县域龙头医院为主的区域检验中心的合作共建，包括内蒙古民族大学附属医院、宣城人民医院等。

百分点至 30.31%。

采购方面，随着经营规模不断扩大，该公司采购金额持续增加，2018 年为 13.04 亿元，同比增长 27.47%。公司采购的原材料包括试剂、设备和耗材，由于试剂的耗用量较大，采购占比一直在 60% 以上。采购模式方面，公司主要通过采购平台进行集中采购，但对于部分特性与材质受运输条件限制的或采购量较少的，如个性化耗材和实验室用易碎品等，公司允许下属各实验室自行采购。

图表 11. 2016 年以来公司成本构成情况（单位：万元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
试剂	54,051.28	64.60	70,657.00	62.15	90,516.14	61.20
实验室人工工资	9,199.10	10.99	13,632.82	11.99	17,800.09	12.40
设备	2,910.89	3.48	4,567.01	4.02	5,858.89	3.96
物流费	8,826.78	10.55	13,437.04	11.82	16,269.44	11.00
合计	74,988.05	89.63	102,293.90	89.98	130,444.60	88.56

资料来源：迪安诊断

2018 年，该公司前五大供应商采购金额 27.93 亿元，同比增长 39.58%，占采购总额的 65.86%。其中向第一名供应商采购金额 22.32 亿元，占比为 52.63%。采购结算方面，公司采购结算原均银行转账形式，2018 年公司新增了票据结算，因此年末应付票据有所增加；结算周期上，公司与上游供应商的采购账期一般为三个月以内。由于供应商也会对订单量提出要求，公司会结合实际需求及供应商要求留有 30 天到 45 天不等的库存，一定程度上增加了公司的成本控制压力，随着实验室数量增加，公司存货规模持续扩大，对于部分多采购的试剂，公司会在内部实验室之间优先调剂，以控制库存压力，但仍需关注公司存货的库存管理压力及存货跌价风险。

图表 12. 2018 年公司前五大供应商采购金额及占比情况（单位：万元、%）

单位名称	金额	占采购总额比重
第一名	223,174.88	52.63
第二名	24,180.87	5.70
第三名	13,574.96	3.20
第四名	95,80.02	2.26
第五名	88,00.25	2.08
合计	279,310.99	65.86

资料来源：迪安诊断

渠道方面，该公司自成立以来，华东地区一直为主要销售区域。跟踪期内公司进一步巩固原优势地区，2018 年华东地区收入已超过总收入的 50%，与此同时，随着公司不断推进全国业务网络布局，公司大部分区域市场收入均有不同程度增长，目前华东、华北和西北地区收入占比合计达 82.02%。

图表 13. 公司分地区业务收入情况表（单位：万元、%）

分地区	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
华东	167,774.45	43.87	229,340.75	45.83	362,626.98	52.05
华北	96,854.44	25.33	90,696.43	18.12	85,733.58	12.31
东北	9,969.76	2.61	14,152.533	2.83	17,369.97	2.49
华南	4,084.16	1.07	16,380.57	3.27	28,333.46	4.07
华中	8,391.29	2.19	12,162.44	2.43	27,169.97	3.90
西北	66,921.19	17.50	98,324.48	19.65	123,025.72	17.66
西南	28,402.77	7.43	39,355.21	7.86	52,426.05	7.53
合计	382,398.06	100.00	500,412.42	100.00	696,685.74	100.00

资料来源：迪安诊断

该公司与下游客户签订的合同期限受合同内容和当地市场情况等多方面因素决定，针对诊断服务外包签订的合同一般为一年；诊断产品代理多为长期合同，根据市场价格变动 1-2 年签订补充协议；公司推行的合作共建模式签订的合同较长，一般是 5-10 年，有利于增强公司的客户稳定性。结算方面，随着公司回款周期较长的诊断产品代理收入增加及新型业务模式需要过渡期，公司与下游客户的结算账期有所延长，目前与非医院客户的账期一般为 1-2 个月；公司与省级医院销售账期一般为 3-6 个月左右。

图表 14. 2018 年公司前五大客户销售及占比情况（单位：万元、%）

单位名称	金额	占营业收入比重
第一名	10,891.06	1.56
第二名	4,741.20	0.68
第三名	4,618.43	0.66
第四名	4,300.11	0.62
第五名	3,776.74	0.54
合计	28,327.53	4.07

资料来源：迪安诊断

研发方面，2018 年末该公司共拥有研发人员 833 人，占公司人员总数的 10.08%。跟踪期内，公司加大对研发投入的资金，当年研发支出 1.66 亿元，较上年增长 25.99%，在病原体微生物快速诊断研发平台、分子诊断技术研发平台及生物质谱技术平台等方面均有一定研发成果。公司基于荧光定量 PCR 技术平台的人乳头瘤病毒（HPV）核酸分型检测试剂盒（荧光 PCR 熔解曲线法）和乙型肝炎病毒核酸检测试剂盒获得国家医疗器械注册证并开始上市销售；公司以实体瘤、血液病、遗传性疾病等为重点应用方向，通过合作研究和自主研发，建立了多个特色研究课题，完成 30 余项分子诊断技术和相关产品开发；利用 NGS 二代测序、核酸质谱、生物质谱、数字 PCR 等多个技术平台，完成 9 个肿瘤、个性化用药、病原微生物感染快速诊断等研发项目，完成 3 项科研合作项目开发。截至 2018 年末，公司已取得三类注册证 2 项，二类注册证 1 项，一类备案产品增加到 23 个产品，目前有 2 个三类诊断产品进

入注册程序，病理和分子诊断产品进一步丰富。

图表 15. 公司研发投入情况

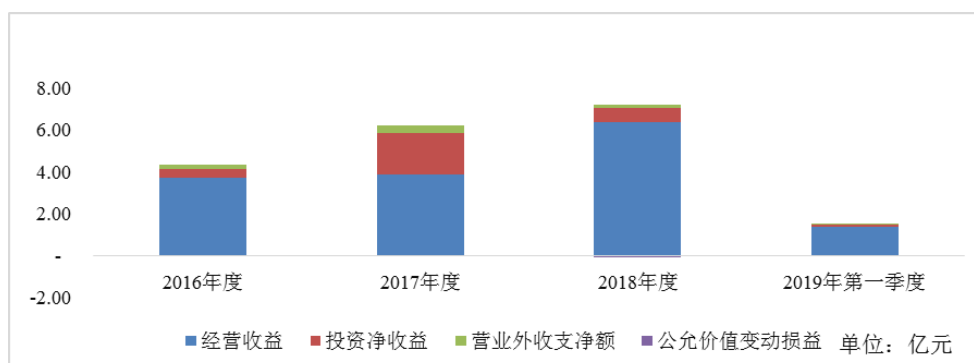
	2016 年	2017 年	2018 年
研发人员数量（人）	571	691	833
研发人员数量占比（%）	10.26	9.40	10.08
研发投入金额（万元）	10,270.09	13,435.01	16,948.26
研发投入占营业收入比例（%）	2.69	2.68	2.43

资料来源：迪安诊断

质量控制方面，该公司设置了关注投诉率、室内质评通过率和危机值及时报告率等关键指标，要求各实验室将质控数据上传形成室内质量空间质评化，建立质量指标监控分析机制，及时分析查找原因，并采取纠正预防措施。从服务质量执行情况看，2018 年公司诊断服务外包的投诉率为 0.0022%，随着业务规模扩大，投诉率小幅增长。截至 2018 年末，公司未发生较大的诊断服务外包质量的诉讼或仲裁。

(2) 盈利能力

图表 16. 公司盈利来源结构



资料来源：根据迪安诊断所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

该公司盈利主要依靠主业经营，2018 年经营收益为 6.36 亿元，占营业利润的比重超过 88%。营业毛利方面，2018 年公司营业毛利 23.72 亿元，同比增长 41.87%，其中诊断服务外包和诊断产品代理分别为 9.79 亿元和 13.55 亿元，分别同比增长 17.67%和 69.16%，增长主要来自诊断产品代理，公司业务协同效益有所显现。2019 年第一季度，公司经营收益 1.39 亿元，同比增长 34.07%；营业毛利 5.69 亿元，同比增长 46.21%。

费用方面，随着业务规模扩大及合并范围增加，该公司期间费用增长较快，2018 年公司期间费用 16.03 亿元，同比增长 31.97%，期间费用率 23.00%，同比下降 1.27 个百分点。公司期间费用主要由销售费用和管理费用构成，合计占期间费用比重近 80%，2018 年分别为 6.49 亿元和 6.16 亿元，分别同比增长 39.74%和 21.72%，主要是人员成本增加所致。同期研发费用和财务费用分别

为 1.66 亿元和 1.71 亿元，分别同比增长 25.99% 和 53.26%，其中财务费用因债务融资规模上升，利息支出有所增加。此外，公司因计提商誉减值导致资产减值损失 0.75 亿元，侵蚀部分利润空间。2019 年第一季度，公司期间费用为 4.1 亿元，由于合并范围增大，较上年同期同比大幅增长 47.45%；期间费用率为 22.37%，同比下降 0.66 个百分点。

图表 17. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2016 年度	2017 年度	2018 年
营业收入合计（亿元）	38.24	50.04	69.67
营业毛利（亿元）	12.04	16.72	23.72
其中：诊断服务外包	6.24	8.32	9.79
诊断产品代理	5.72	8.01	13.55
其他	0.09	0.39	0.37
期间费用率（%）	21.23	24.27	23.00
其中：财务费用率（%）	1.29	3.35	3.27
全年利息支出总额（亿元）	0.37	1.13	1.70
其中：资本化利息数额（亿元）	-	-	-

资料来源：根据迪安诊断所提供数据整理。

该公司非经常性损益主要来自投资收益和其他收益，2018 年分别为 0.72 亿元和 0.11 亿元，分别同比增长-65.45% 和 87.06%。其中投资收益同比大幅下降，主要系 2017 年处置下属企业杭州意峥投资管理有限公司 65% 股权产生的处置为 0.88 亿元及新疆元鼎未完成对赌业绩的补偿收益影响非经常性损益为 0.24 亿元，本期公司处置长期股权投资较少；其他收益系公司获得的各项专项资金及税费返还等，规模相对较小。公司营业外收入主要是政府补助，2018 年为 0.17 亿元。整体看，非经常性损益可对公司利润进行一定补充，但影响较为有限。2019 年第一季度，公司非经常性损益规模很小，投资收益、其他收益和营业外收入分别为 0.09 亿元、0.04 亿元和 0.04 亿元。

图表 18. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2016 年度	2017 年度	2018 年
投资净收益（亿元）	0.42	1.97	0.72
其中：权益法核算的长期股权投资收益（亿元）	0.40	0.52	0.28
可供出售金融资产取得的投资收益（亿元）	0.02	0.03	0.01
处置可供出售金融资产取得的投资收益	-	0.14	0.30
处置长期股权投资产生的投资收益	-	1.28	0.14
其他收益（亿元）	-	0.60	0.11
营业外收入（亿元）	0.24	0.42	0.17
其中：政府补助（亿元）	0.21	0.08	0.17
其他（亿元）	0.03	0.34	0.00
公允价值变动损益（亿元）	-	-	0.00

资料来源：根据迪安诊断所提供数据整理。

2018 年，该公司营业利润及净利润分别为 7.21 亿元及 5.88 亿元，分别同比增长 21.67% 和 26.80%；同期营业利润率及净利润率分别为 10.35% 和 8.45%，同比均与上年变化不大。

(3) 运营规划/经营战略

目前该公司已完成了独立实验室在全国的网络布局，未来公司将重点推进在这些地区的进一步市场拓展，尤其是区域中心的建设，通过业务网络下沉带动区域检验外包业务量的增长，提升公司市场占有率。同时公司将加大高端技术平台建设，重点打造质谱+NGS 技术平台，布局精准诊疗+精准治疗的一体化产业链。

跟踪期内，该公司在建工程主要是办公场所装修及集团财务软件升级项目等，暂无重大项目建设。

拟建项目方面，该公司拟建项目资金来源为非公开发行募集所得，2018 年 12 月公司非公开发行 6,942.88 万股股票，募集资金净额 10.62 亿元。目前公司募集资金中 1 亿元用于置换前期投入的资金，7 亿元用于临时补充公司流动资金，剩余 2 亿元用于募投项目建设，部分募集资金临时性补充流动资金后，公司尚未对该募投项目的建设进度及资金安排做出进一步公告。

管理

该公司系自然人控制的民营上市企业，股权结构较为清晰。跟踪期内，公司非公开发行成功，资本实力得到进一步提升。公司业务规模持续扩大，新增子公司较多，需关注内部管理存在的压力。此外，公司高层管理人员变动较为频繁，目前暂未对公司生产经营带来负面影响。

该公司是由自然人控股的民营上市公司，股权结构较为清晰。2019 年 2 月 12 日至 2019 年 2 月 15 日期间，根据公司公告显示，公司实际控制人陈海斌通过大宗交易方式减持公司股份合计占公司总股本的 1.04%。截至 2019 年 3 月末，陈海斌持有公司 2.03 亿股股票，持股比例 32.78%，仍为公司第一大股东。公司股权状况详见附录一。另外，根据公司 2019 年 3 月 22 日公告显示，陈海斌已累计质押其所持有公司股份 1.33 亿股，占其持有公司股份的 65.47%，占公司总股本的 21.46%。上述质押主要是为参与公司 2016 年非公开发行股票项目，目前公司实际控制人质押的股权比例较高，需关注股权质押融资情况及相应风险。

跟踪期内，该公司高层管理人员发生变动，副总经理娄歆懿、董事/常务副总经理陈作秀及董事陈启宇先后离职，同时公司财务负责人沈立军因工作安排申请辞去公司财务负责人职务，辞职后仍担任公司董事、副总经理职务，负责公司中后台管理工作，相关岗位缺口公司已及时填补，目前未对公司生

产经营带来负面影响。

2018年12月,该公司非公开发行6,942.88万股股票,募集资金净额10.62亿元,其中股本6,942.88万元,溢价部分9.93亿元计入资本公积,公司资本实力得到增厚。

关联交易方面,该公司主要涉及与联营企业之间的商品购销、与关联方的应收、应付款等。公司关联购销主要为满足正常经营所发生的出售商品和提供劳务、采购商品和接受劳务等,其交易价格以市场价格为基础协商确定。2018年度,公司向关联方销售商品和提供劳务的金额为0.29亿元;向关联方购买商品和接受劳务的金额为0.78亿元,关联交易金额不大,对公司经营影响有限。

跟踪期内,根据该公司提供的《企业信用报告》(2019年4月9日)及相关资料,公司及核心子公司不存在未结清违约记录及重大诉讼情况。此外,根据公开信息,公司现有债券利息偿付正常。

图表 19. 公司不良行为记录列表 (跟踪期内)

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	子公司	存在担保等风险敞口的非核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2019/4/9	正常	不涉及	不涉及	未提供
各类债券还本付息	公开信息披露	2019/5/19	未提供	正常	正常	正常
诉讼	审计报告及公开信息	-	未提供	未提供	未提供	未提供
工商	审计报告及公开信息	-	未提供	不涉及	不涉及	未提供
质量	审计报告及公开信息	-	未提供	未提供	未提供	未提供
安全	审计报告及公开信息	-	未提供	未提供	未提供	未提供

资料来源:根据迪安诊断所提供数据及公开信息查询,并经新世纪评级整理。

财务

跟踪期内,该公司债务规模持续增长,但因非公开发行成功,公司资本实力得以增厚,2018年末负债经营程度有所下降,目前尚处于合理范围。公司债务结构因16迪安01转入流动负债表现欠佳,需关注投资者行权情况对公司当前融资成本及资金安排的影响。现金流方面,2018年公司经营性现金流明显好转,但需关注可持续程度;并购整合节奏放缓,公司资本性支出压力得以减小。此外,跟踪期内部分并购企业经营业绩不佳,计提商誉减值较上年增加,需持续关注公司并购企业的经营业绩情况及面临的商誉减值风险。

1. 数据与调整

立信会计师事务所(特殊普通合伙)对该公司的2018年财务报表进行了审计,并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则(2006

版)、企业会计制度及其补充规定。公司 2019 年第一季度财务报告未经审计。

从合并范围变化来看，截至 2018 年末，该公司合并范围内的子公司共计 138 家，较上年末新增 29 家。其中公司通过股权受让方式取得杭州恒冠医疗器械有限公司、青岛智颖、河北执信雅博医疗器械科技有限公司和厦门迪安福医商贸有限公司相关股权，其余新增企业均为公司设立。跟踪期内，公司合并范围变化较大，对财务数据有一定影响。

图表 20. 2018 年公司合并范围新增并购企业情况（单位：万元）

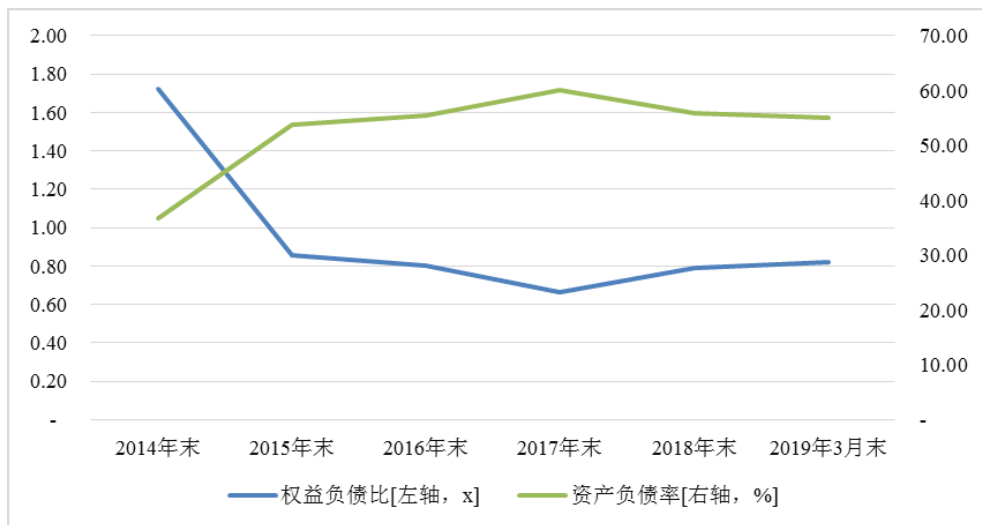
公司名称	股权取得时点	股权取得成本	比例	购买日至期末被购买方收入	购买日至期末被购买方净利润
杭州恒冠医疗器械有限公司	2018/6/2	6,000.00	51%	12,395.73	1,844.13
青岛智颖医疗科技有限公司	2018/5/3	57,630.00	51%	76,804.23	9,156.71
河北执行雅博医疗器械科技有限公司	2018/1/10	7,000.00	70%	13,632.65	1,413.39
厦门迪安福医商贸有限公司	2018/7/4	1,540.00	51%	3,939.86	548.78

资料来源：迪安诊断

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 21. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据迪安诊断所提供数据绘制。

跟踪期内，随合并范围扩大及业务规模扩张，该公司债务规模持续增长，但非公开发行成功使得公司资本实力增厚，财务杠杆水平有所下降。2018 年末，公司负债总额为 59.63 亿元，较上年末增长 34.20%；同期末资产负债率 55.91%，较上年末下降 4.21 个百分点，目前负债经营程度尚处于合理范围。2019 年 3 月末，公司负债总额 58.75 亿元，资产负债率 54.97%，与年初变化不大。

该公司非公开发行股票募集资金净额 10.62 亿元，其中股本 0.69 亿元，

溢价部分 9.93 亿元计入资本公积；依托较好的主业盈利能力，公司未分配利润较上年末增长 37.53%至 13.73 亿元；新收购参股子公司使得少数股东权益大幅增长 72.64%至 10.27 亿元。综上，2018 年末公司所有者权益为 47.03 亿元，同比大幅增长 59.59%。2019 年 3 月末，公司所有者权益为 48.13 亿元，较年初变化不大。

权益资本方面，跟踪期内该公司利润分配政策未进行修订。公司第三届董事会第三十五次会议审议通过了《关于 2018 年度利润分配预案的议案》，以截至 2019 年 3 月 28 日公司总股本 6.20 亿股为基数，向全体公司股东每 10 股派发现金红利 0.25 元（含税），此利润分配议案已经 5 月 22 日召开的 2018 年年度股东大会审议通过。

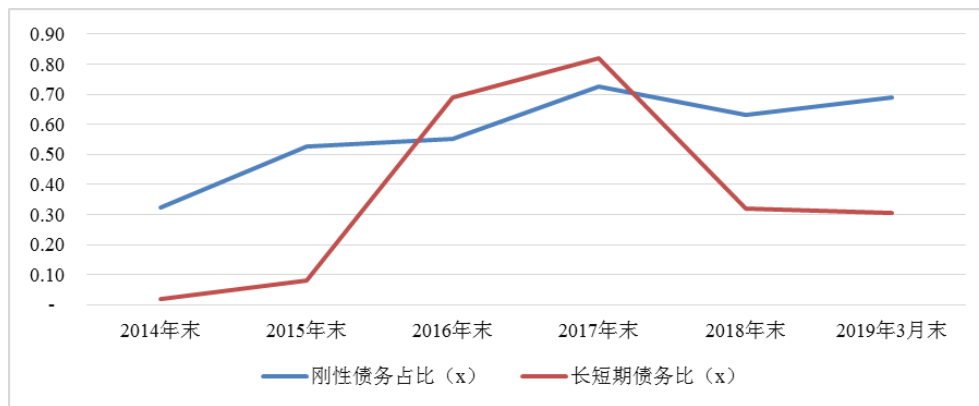
图表 22. 公司近年分红情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年
现金分红数（亿元）	0.14	0.14	0.16
分红年度合并报表中归属于上市公司普通股股东的净利润（亿元）	2.63	3.49	3.89
占合并报表中归属于上市公司普通股股东的净利润的比率(%)	5.19	3.95	3.99

资料来源：根据迪安诊断所提供数据绘制。

(2) 债务结构

图表 23. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年第一 季度末
刚性债务（亿元）	1.31	6.50	17.55	31.98	37.46	40.86
应付账款（亿元）	1.82	3.38	6.49	6.18	10.12	3.99
其他应付款（亿元）	0.10	0.82	3.60	3.09	3.17	2.74
其他非流动负债（亿元）	-	-	2.11	0.61	2.41	2.41
刚性债务占比（%）	32.22	52.83	55.33	72.43	62.82	69.55
应付账款占比（%）	44.76	27.44	20.45	13.90	16.98	6.79
其他应付款占比（%）	2.40	6.66	11.35	6.96	5.32	4.66
其他非流动负债（%）	-	-	6.65	1.37	4.05	4.11

资料来源：根据迪安诊断所提供数据绘制。

跟踪期内，该公司债务期限结构发生一定变化，主要是 16 迪安 01（8 亿元公司债券）附第三年末调整票面利率及回售选择权特殊条款，调整至一年内到期的非流动负债科目所致，公司长短期债务比由 2017 年末的 81.91% 降至 2018 年末的 31.89%，即期债务偿付压力增大，需关注投资者行权情况对公司当前融资成本及资金安排的影响。

该公司债务构成仍以刚性债务为主，2018 年末占负债总额比重的 62.82%。其余主要负债包括应付账款、其他应付款和其他非流动负债，2018 年末分别为 10.12 亿元、3.17 亿元和 2.41 亿元。其中应付账款主要是供应商给予的商业信用，较上年末增长 63.90%；其他应付款主要是公司控股子公司少数股东垫资形成的往来款（1.48 亿元）和未到支付期的股权收购款（1.57 亿元），与上年末变化不大；其他非流动负债较上年末增加 1.81 亿元，系公司因并表合伙企业需支付的其他合伙人的退伙基金⁷。2019 年 3 月末，公司刚性债务 40.86 亿元，占债务总额的比重回升至 70% 左右，主要是短期借款增加所致，其余科目较年初相比，未发生重大变化。

（3）刚性债务

图表 24. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年第一 季度末
短期刚性债务合计	1.31	5.72	6.78	12.78	25.64	29.70
其中：短期借款	1.31	5.71	6.64	10.39	12.42	15.60
一年内到期的长期借款	-	-	0.07	1.75	2.01	2.30
应付短期债券	-	-	-	-	-	-
应付票据	-	-	-	0.44	3.02	3.48
交易性金融负债	-	-	-	-	-	-
其他短期刚性债务	0.00	0.01	0.08	0.20	8.19	8.31
中长期刚性债务合计	-	0.80	10.76	19.20	11.81	11.17
其中：长期借款	-	0.80	2.81	7.26	7.83	7.17
应付债券	-	-	7.95	11.94	3.98	3.99
其他中长期刚性债务	-	-	-	-	-	-
综合融资成本（年化，%）	5.28	4.66	4.40	4.50	4.73	-

资料来源：根据迪安诊断所提供数据整理，其中综合融资成本系根据财务报表数据估算。

2018 年末，该公司刚性债务 37.46 亿元，较上年末增长 17.13%，其中短期刚性债务 25.64 亿元，较上年末增长 100.72%，系 16 迪安 01 即期转入一年内到期非流动负债所致。公司刚性债务主要是银行借款、应付债券和应付票据构成。其中，银行借款 2018 年末合计 14.43 亿元，较上年末增长 18.88%，其中短期借款 12.42 亿元，较上年末增长 19.52%，主要借款方式为信用借款

⁷ 2018 年，该公司控制的结构化主体主要有 2 家，分别是宁波梅山保税港区卓奇股权投资基金（合伙企业）和杭州海鲁股权投资合伙企业（有限合伙）。公司综合考虑享有上述结构化主体的可变回报以及决策委员会表决权等因素，认定将上述结构化主体纳入合并报表范围。

和保证借款⁸，比例分别约为 38%和 60%。应付债券年末为 3.98 亿元，系公司发行的 17 迪安诊断 MTN001，较上年末减少 7.96 亿元（16 迪安 01）。2018 年末公司应付票据大幅增长 2.58 亿元至 3.02 亿元，主要是合并范围扩大及公司自身业务部分款项结算方式变更，采用票据增加结算所致，公司的应付票据均为银行承兑汇票。2019 年 3 月末，公司刚性债务较年初增长 9.09%至 40.86 亿元，主要是新增短期借款 3.18 亿元所致。

该公司刚性债务主要集中在 1 年以内，即期债务偿付压力较大，2019 年 3 月末为 25.90 亿元，融资成本集中于 4.40%~5.28%之间，处于合理区间。

图表 25. 公司 2019 年 3 月末刚性债务综合融资成本/利率区间与期限结构（单位：亿元）

综合融资成本或利率区间\到期年份	1 年以内	1~2 年（不含 2 年）	2~3 年（不含 3 年）	3~5 年（不含 5 年）	5 年及以上
3%以内	-	-	-	-	-
3%~4%（不含 4%）	8.60	-	-	-	-
4%~5%（不含 5%）	2.53	0.96	1.00	-	-
5%~6%（不含 6%）	14.57	4.97	3.20	1.00	-
6%~7%（不含 7%）	0.2	0.04	-	-	-
7%及以上	-	-	-	-	-
合计	25.90	5.97	4.20	1.00	-

资料来源：迪安诊断

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 26. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
营业周期（天）	121.81	140.67	142.18	174.32	193.35
营业收入现金率（%）	97.70	103.53	105.66	105.91	97.34
业务现金收支净额（亿元）	2.72	3.15	5.16	5.55	10.29
其他因素现金收支净额（亿元）	-1.54	-1.83	-3.84	-5.17	-9.91
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	1.18	1.31	1.32	0.39	3.73
EBITDA（亿元）	1.89	2.84	5.51	8.97	11.35
EBITDA/刚性债务（倍）	2.35	0.73	0.46	0.38	0.33
EBITDA/全部利息支出（倍）	211.05	13.63	14.88	7.95	6.67

资料来源：根据迪安诊断所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

2018 年该公司营业周期为 193.35 天，较上年同期相比有所拉长。由于公

⁸ 子公司贷款担保方包括本部及合并前原股东。

司诊断产品代理业务规模扩大导致应收账款增加，以及经营规模扩张备货相应增多等共同因素作用下所致⁹。跟踪期内，公司重点加强应收账款回收力度，并以款项回收情况作为重要考核指标，经营性现金流明显好转。2018年，公司经营活动产生的现金流量净额为3.73亿元，同比大幅增长3.35亿元。公司经营活动现金流主要是诊断产品购销及诊断外部服务业务相关的现金流，此外公司因支付相关的销售费用、管理费用及税费等，仍保持一定规模的现金流出。2019年第一季度，公司经营活动产生的现金流量净额为-2.46亿元，同比增加16.90%。

2018年该公司EBITDA为11.35亿元，但公司债务融资规模持续增加，且导致利息支出增加，EBITDA对刚性债务及利息支出的保障程度均有所下滑，同期分别为0.33倍和6.67倍。

(2) 投资环节

图表 27. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
回收投资与投资支付净流入额	-0.15	-5.82	-15.43	-7.65	-1.01
其中：理财产品投资回收与支付净额	-	-	-	-	-
其中：与主业有关的投资净额	-0.15	-5.82	-15.43	-7.65	-4.48
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-1.24	-1.51	-3.11	-3.63	-4.25
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.10	0.08	0.00	0.11	0.39
投资环节产生的现金流量净额	-1.29	-7.25	-18.53	-11.17	-4.95

资料来源：根据迪安诊断所提供数据整理。

跟踪期内，该公司收回处置金融资产的款项使得收回投资收到的现金增至3.27亿元，当期投资活动现金流入量同比增长90.20%至4.09亿元；同期公司独立实验室布局及业务整合活动较上年放缓，因此投资支付的现金大幅减少89.92%至0.62亿元，投资活动现金流出量为9.05亿元，同比减少32.10%，2018年公司投资活动产生的现金流量净额-4.95亿元，同比减少55.65%。2019年第一季度，公司投资活动产生的现金流量净额-1.71亿元，同比变化不大。

⁹ 2016-2018年公司存货周转速度分别为7.86次、5.83次和4.91次；应收账款周转速度分别为3.81次、3.27次和3.07次。

(3) 筹资环节

图表 28. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
权益类净融资额	0.43	0.46	10.81	0.84	10.59
债务类净融资额	1.01	5.08	10.94	14.16	-0.36
其中：现金利息支出	0.31	0.40	0.61	1.15	1.63
筹资环节产生的现金流量净额	0.46	5.15	20.28	12.89	10.23

资料来源：根据迪安诊断所提供数据整理。

该公司筹资活动主要是债务的筹措与偿付活动。2018 年，公司通过非公开发行及银行借款等方式募集资金净额分别为 10.59 亿元和-0.36 亿元；支付少数股东股权收购款及偿还少数股东借款产生现金流出 2.31 亿元，同期公司筹资环节产生的现金流量净额 10.23 亿元，分别同比减少 20.63%。2019 年第一季度，公司筹资活动产生的现金流量净额为 2.12 亿元，同比增加 1.93 亿元，系本期取得银行借款增加所致。

4. 资产质量

图表 29. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年第一 季度末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	8.01	11.45	25.72	35.06	61.86	64.30
	72.23%	49.96%	44.98%	47.44%	58.00%	60.16%
其中：货币资金（亿元）	3.09	2.30	5.39	7.55	17.13	15.22
应收款项（亿元）	3.75	6.19	13.87	16.75	28.67	32.03
存货（亿元）	0.89	2.02	4.64	6.79	11.93	9.49
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	3.08	11.48	31.46	38.84	44.80	42.58
	27.77%	50.04%	55.02%	52.56%	42.00%	39.84%
其中：可供出售金融资产（亿元）	0.15	1.12	1.59	3.07	2.80	-
长期股权投资（亿元）	0.01	3.23	7.00	8.36	9.08	9.21
固定资产（亿元）	1.14	1.68	5.07	6.74	9.01	8.94
商誉（亿元）	0.32	2.66	15.03	15.80	18.59	18.59
期末全部受限资产账面金额（亿元）	-	0.00	0.03	0.88	1.11	1.27
期末全部受限资产评估价值（亿元）	-	-	-	-	1.11	1.27
期末抵押融资余额（亿元）	-	-	-	-	0.12	0.12
受限资产账面余额/总资产（%）	-	-	-	1.19	1.04	1.19

资料来源：根据迪安诊断所提供数据整理。

跟踪期内，该公司资产总额保持增长，2018 年末为 106.65 亿元，较上年末增长 44.33%。受非公开发行募集资金到位、合并范围扩大及自身业务规模扩张影响，年末公司货币资金、应收账款及存货规模大幅增长，流动资产占比提升至 58.00%。具体来看，2018 年末公司货币资金为 17.13 亿元，较上年末 9.58 亿元。应收账款为 28.67 亿元，较上年末增长 71.16%，其中因合并范

围影响增加金额 7.59 亿元(其中青岛智颖 4.94 亿元),较上年末增长 44.21%;内生增长引起的增加金额 4.93 亿元,较上年末增长 28.73%。公司应收账款的账龄在一年以内的金额为 27.41 亿元,占应收账款总额的 95%以上;从地区情况来看,华东地区是公司最主要客户资源,2018 年末华东地区应收账款占比接近 60%,其中账龄为一年内的占比 93.87%;从客户情况来,公司客户以二级及以下医院为主,2018 年末二级和三级医院客户应收账款分别为 7.26 亿元和 14.69 亿元,占比分别为 24.46%和 49.44%,账龄为一年内的占比超过 90%,整体信用相对较好。跟踪期内,公司应收账款规模进一步增大,应收账款周转率持续下滑,2016-2018 年分别为 3.81 次、3.27 次和 3.07 次。现阶段公司已加强应收账款回收情况,2018 年现金流情况有所好转,后续公司将继续加大客户管理,强化应收账款回收工作。存货方面,2018 年末公司存货为 11.93 亿元,由于合并范围扩大、经营规模扩大试剂储备增加,存货较上年末增长 75.56%,主要由库存商品(10.89 亿元,主要是诊断试剂)和原材料(1.00 亿元)构成,2016-2018 年存货周转速度分别为 7.86 次、5.83 次和 4.91 次,周转速度持续下降。公司通过协调各独立实验室之间的诊断试剂等控制库存压力,未对存货计提减值准备。

2019 年 3 月末,该公司资产总额 106.88 亿元,较年初变化不大,其中流动资产 64.30 亿元,较年初增长 3.95%。同期末,公司货币资金和存货分别为 15.22 亿元和 9.49 亿元,分别较年初减少 11.15%和 20.44%,其中货币资金减少系公司日常运营支出;存货规模下降系因上年末因传统节日提前备货影响,年初对存货进行了管理所致;应收账款为 32.03 亿元,较年初增长 11.72%,主要是合并范围增加及内生业务增长所致;2019 年 3 月末,公司医院客户应收账款占比达 90.86%,二级、三级医院占比分别为 25.74%和 46.36%。此外,公司根据新金融准则要求将原计入可供出售金融资产 2.95 亿元转入交易性金融资产,主要是公司参与投资设立的基金及合伙企业。

2018 年末,该公司非流动资产 44.80 亿元,较上年末增长 15.34%,主要由可供出售金融资产、长期股权投资、固定资产和商誉构成。其中可供出售金融资产和长期股权投资分别为 2.79 亿元和 9.08 亿元,与上年末相比均无重大变化,其中可供出售金融资产主要是公司投资的 3 家基金公司形成,长期股权投资主要是对合营/联营企业的股权投资所致,2018 年公司权益法下确认的投资收益 0.28 亿元。2018 年末,公司固定资产 9.01 亿元,较上年末增长 22.79%,主要是由于合并范围增加、在建工程转入及新增购置的机器设备等;商誉方面,随着公司不断并购整合,已积累了较大规模的商誉,2018 年公司收购青岛智颖等使得年末商誉规模增至 18.59 亿元。2018 年末,新疆元鼎业绩不佳,公司以天津中联资产评估有限公司对新疆元鼎 2018 年 12 月 31 日股东全部权益价值的评估结果为基础确定,根据减值测试的结果,年末商誉减值金额为 1.04 亿元,本年提取商誉减值金额为 0.70 亿元;浙江韩诺健康管理有限公本期业绩不佳,公司以 2018 年 12 月 31 日股东全部权益价值的自测结果为基础确定,根据减值测试的结果,年末商誉减值金额为 0.05 亿元,本

年提取商誉减值金额为 0.05 亿元；上海耀尚飞生物制品冷链物流有限公司及北京迪安开元科技有限公司以前年度已全额计提商誉减值准备，根据公司管理层分析，以上两家公司经营情况无明显改善。未来仍需持续关注被并购企业经营业绩及公司面临的商誉减值风险。

2019 年 3 月末，该公司非流动资产 42.58 亿元，较年初减少 4.94%，主要是将可供出售金融资产 2.95 亿元转至交易性金融资产科目所致。公司其余科目无重大变化。

图表 30. 2018 年末公司主要商誉构成情况（单位：亿元）

企业名称	期末余额	本期增加	计提减值
北京联合执信医疗科技有限公司	16,828.41	-	-
陕西凯弘达医疗设备有限公司	9,126.68	-	-
云南盛时迪安生物科技有限公司	11,310.12	-	-
内蒙古丰信医疗科技有限责任公司	21,631.52	-	-
杭州德格医疗设备有限公司	26,271.59	-	-
江西迪安华星医学检验所有限公司	23,101.32	-	-
深圳市一通医疗器械有限公司	10,155.02	-	-
杭州凯莱谱精准医疗检测技术有限公司	1,323.52	-	-
新疆元鼎医疗器械有限公司	28,074.87	-	10,399.89
北京迪安开元科技有限公司	345.32	-	345.32
浙江韩诺健康管理有限公司	519.21	-	519.21
上海耀尚飞生物制品冷链物流有限公司	327.20	-	327.20
青岛智颖医疗科技有限公司	-	29,670.91	-
河北执信雅博医疗器械科技有限公司	-	4,650.74	-
杭州恒冠医疗器械有限公司	-	424.48	-
厦门迪安福医商贸有限公司	-	638.21	-
合计	149,014.78	35,384.34	11,591.62

资料来源：根据迪安诊断所提供数据整理。

资产受限方面，2018 年末该公司受限资产账面价值合计 1.11 亿元，包括部分货币资金和应收账款，用于银行承兑汇票证保证金、银行抵押借款等，受限金额及用途较上年末变化不大。

图表 31. 2018 年末公司受限资产构成情况（万元）

项目	金额	受限原因
货币资金	6,500.00	银行承兑汇票保证金、定期存单保证金
应收账款	4,599.73	抵押借款
合计	11,099.73	-

资料来源：根据迪安诊断所提供数据整理。

5. 流动性/短期因素

图表 32. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年第一 季度末
流动比率 (%)	200.37	100.28	136.90	143.54	136.82	143.05
速动比率 (%)	173.44	76.57	106.03	109.30	104.78	114.87
现金比率 (%)	77.17	20.68	29.73	31.43	38.83	41.23

资料来源：根据迪安诊断所提供数据整理。

该公司资产流动性指标整体仍较好，其中 2018 年末因 16 迪安 01 转入流动负债，导致流动比率和速动比率小幅下滑；2019 年 3 月末，随着合并范围增加及内生业务增长，应收账款规模扩大，同时将持有的被投资企业股权由可供出售金融资产转入交易性金融资产科目，期末流动资产有所增长，公司各流动性指标有所回升。

6. 表外事项

截至 2018 年末，该公司无重大未决诉讼或仲裁形成的或有负债。

截至 2018 年末，该公司未对合并范围外的企业提供对外担保。

7. 母公司/集团本部财务质量

该债务主要集中在本部，2018 年末本部债务总额 39.99 亿元，占合并口径的 67.07%，其中流动负债 28.16 亿元，非流动负债 11.83 亿元，债务期限结构欠佳；年末本部资产总额为 69.02 亿元，占合并口径的 64.72%，其中流动资产 20.43 亿元，非流动资产 48.60 亿元，较难变现的非流动资产占比较高，本部存在一定的资产流动性压力和即期偿债压力。2018 年公司本部实现营业收入 7.62 亿元；由于期间费用上升、商誉减值导致的资产减值损失增加以及投资收益减少，当年本部净利润仅 65.72 万元。整体看，本部收入和净利占合并口径的比重均很低，业务收入及盈利主要在各下属子公司主体。公司实行资金集中管理和融资集中管理，对子公司进行合理的资金调度，对下属子公司的控制力较强，母公司偿债压力可控。

2019 年 3 月末，该公司本部资产总额 67.73 亿元，净资产 29.90 亿元；营业收入 1.67 亿元，净利润 0.73 亿元。

外部支持因素

截至 2019 年 3 月末，该公司从各家银行获得的授信总额为 49.99 亿元，其中贷款授信 45.79 亿元，来自大型国有金融机构贷款授信占比达 32.45%，公司未使用的贷款授信额度尚余 25.07 亿元，仍具备一定的后续融资空间。

图表 33. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	其中： 贷款授信	贷款 余额	贷款授信未 使用余额	利率区间	附加条件/增 信措施
全部（亿元）	49.99	45.79	25.07	17.98	3.50%~6.65%	-
其中：国家政策性金融机构（亿元）	-	-	-	-	-	-
工农中建交五大商业银行（亿元）	15.86	14.86	10.32	4.23	3.50%~5.65%	-
其中：大型国有金融机构占比（%）	31.73%	32.45%	41.16%	23.53%	-	-

资料来源：根据迪安诊断所提供数据整理（截至 2019 年 3 月 31 日）。

附带特定条款的债项跟踪分析

本次债券不设置调整票面利率及回售特殊条款。

跟踪评级结论

该公司系自然人控制的民营上市企业，股权结构较为清晰。跟踪期内，公司非公开发行成功，资本实力得到进一步提升。公司业务规模持续扩大，新增子公司较多，需关注内部管理存在的压力。此外，公司高层管理人员变动较为频繁，目前暂未对公司生产经营带来负面影响。

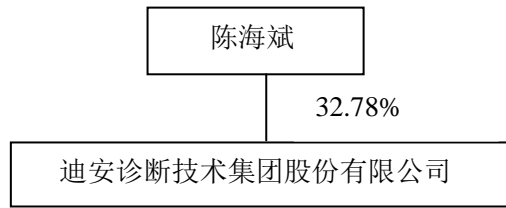
跟踪期内，该公司仍延续了以前年度内生增长和外延并购共同推进的发展模式，但大规模并购步伐有所放缓，2018 年公司业绩仍保持较快增长，但同时应收账款亦快速上升。现阶段公司已加强应收账款回收力度，2018 年经营性现金流有所好转，且后续仍将以应收账款回款工作为优化重点，需关注后续款项回收情况。此外，公司拟对外投资规模较大，项目能否实现预期收益存在不确定性，公司面临一定的资金支出压力和投资风险。

跟踪期内，该公司债务规模持续增长，但因非公开发行成功，公司资本实力得以增厚，2018 年末负债经营程度有所下降，目前尚处于合理范围。公司债务结构因 16 迪安 01 转入流动负债表现欠佳，需关注投资者行权情况对公司当前融资成本及资金安排的影响。现金流方面，2018 年公司经营性现金流明显好转；并购整合节奏放缓，公司资本性支出压力得以减小。此外，跟踪期内部分并购企业经营业绩不佳，计提商誉减值较上年增加，需持续关注公司并购企业的经营业绩情况及面临的商誉减值风险。

同时，我们仍将持续关注：（1）因业务扩张给该公司带来的营运资金压力和应收账款回收风险；（2）公司持续对外投资带来的资金压力及投资效益体现情况；（3）诊断服务的质量控制风险；（4）商誉减值和内部管理风险；（5）行业政策变动等。

附录一：

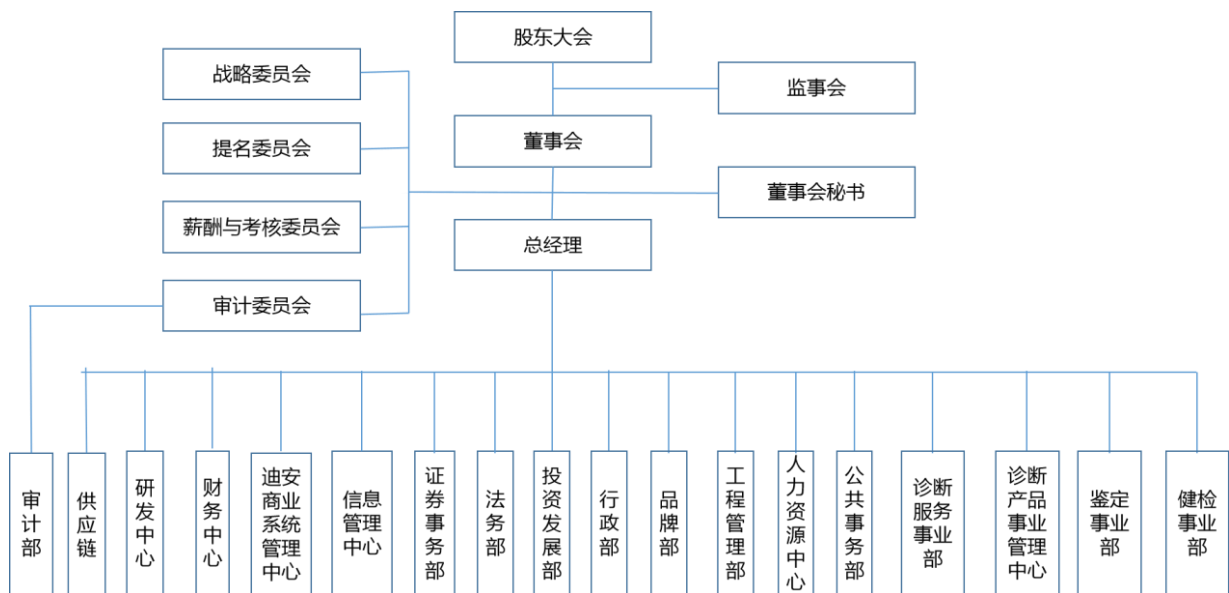
公司与实际控制人关系图



注：根据迪安诊断提供的资料绘制（截至 2019 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据迪安诊断提供的资料绘制（截至 2019 年 3 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司 持股比例 (%)	主营业务	2018年(末)主要财务数据(亿元)					备注
					刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金净 流入量 (亿元)	
迪安诊断技术集团股份有限公司	迪安诊断	本级	—	医学诊断	26.81	29.03	7.62	0.00	-0.45	
杭州迪安检验中心有限公司	杭州迪安	全资子公司	100	诊断外包 服务	3.28	10.00	24.50	1.52	1.70	
杭州迪安基因工程有限公司	杭州基因	全资子公司	100	诊断产品 销售	4.46	5.17	11.92	0.85	1.18	
北京联合执信医疗科技有限公司	北京执信	控股子公司	78	诊断产品 销售	0.00	4.08	5.93	0.94	1.02	
新疆元鼎医疗器械有限公司	新疆元鼎	控股子公司	60	诊断产品 销售	0.00	3.20	3.88	0.81	0.69	
内蒙古迪安丰信医疗科技有限责任公司	内蒙古丰信	控股子公司	65	诊断产品 销售	0.20	2.27	3.92	0.73	0.32	
青岛智颖医疗科技有限公司 ¹⁰	青岛智颖	控股子公司	60	诊断产品 销售	0.62	6.14	10.84	1.21	-0.29	

注：根据迪安诊断 2018 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

¹⁰ 2018 年 4 月 20 日，该公司 2017 年年度股东大会审议通过《关于收购青岛智颖医疗科技有限公司股权暨关联交易的议案》，公司以自筹资金人民币 57,630 万元现金收购股权投资合伙企业（有限合伙）持有的青岛智颖 51% 的股权。本次股权转让完成后，公司持有青岛智颖 51% 的股权。2019 年 5 月 13 日，公司第三届董事会第三十八次会议审议通过《关于受让青岛智颖医疗科技有限公司股权的议案》，公司受让杭州海鲁持有的青岛智颖 9% 的股权，转让价格为 10,170 万元。本次转让完成后，迪安诊断持有青岛智颖 60% 股权。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2016年	2017年	2018年	2019年 第一季度
资产总额 [亿元]	57.18	73.90	106.65	106.88
货币资金 [亿元]	5.39	7.55	17.13	15.22
刚性债务[亿元]	17.55	31.98	37.46	40.86
所有者权益 [亿元]	25.46	29.47	47.03	48.13
营业收入[亿元]	38.24	50.04	69.67	18.36
净利润 [亿元]	3.38	4.64	5.88	1.20
EBITDA[亿元]	5.51	8.97	11.35	—
经营性现金净流入量[亿元]	1.32	0.39	3.73	-2.46
投资性现金净流入量[亿元]	-18.53	-11.17	-4.95	-1.71
资产负债率[%]	55.47	60.12	55.91	54.97
权益资本与刚性债务比率[%]	145.09	92.14	125.57	117.79
流动比率[%]	136.90	143.54	136.82	143.05
现金比率[%]	29.73	31.43	38.83	41.23
利息保障倍数[倍]	12.72	6.58	5.31	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	142.18	174.32	193.35	—
毛利率[%]	31.49	33.41	34.04	31.02
营业利润率[%]	10.87	11.85	10.35	8.20
总资产报酬率[%]	11.77	11.33	10.02	—
净资产收益率[%]	18.75	16.90	15.39	—
净资产收益率*[%]	17.43	15.75	12.89	—
营业收入现金率[%]	105.66	105.91	97.34	92.65
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	8.76	1.78	8.26	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-78.14	-28.34	-2.05	—
EBITDA/利息支出[倍]	14.88	7.95	6.67	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.46	0.36	0.33	—

注：表中数据依据迪安诊断经审计的 2016~2018 年度及未经审计的 2019 年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]} +365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]}
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/(期初负债合计+期末负债合计)/2×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
	AA 级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
	CCC 级	发行人偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
	CC 级	发行人在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《工商企业信用方法概论评级方法》（发布于 2014 年 6 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方、网站查阅。