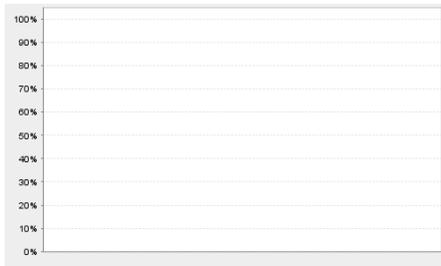


**迪瑞医疗 (300396.SZ)**
**仪器研发能力极强的 IVD 明星企业**

**评级:** 前次:  
**目标价 (元):** **79.5-90.8**  
 分析师 联系人  
 谢刚 周小刚  
 S0740510120005  
 021-20315178 021-20315180  
 xiegang@r.qlzq.com.cn zhaouxg@r.qlzq.com.cn  
 2014 年 8 月 24 日

**基本状况**

总股本(百万股)	46.00
流通股本(百万股)	0.00
市价(元)	0.00
市值(百万元)	0.00
流通市值(百万元)	0.00

**股价与行业-市场走势对比**

**业绩预测**

指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入 (百万元)	413.63	464.40	477.50	583.73	720.83
营业收入增速	15.52%	12.27%	2.82%	22.25%	23.49%
净利润增长率	10.37%	11.14%	14.00%	34.23%	27.89%
摊薄每股收益 (元)	1.83	2.03	1.74	2.34	2.99
前次预测每股收益 (元)					
市场预测每股收益 (元)					
偏差率 (本次-市场/市场)					
市盈率 (倍)					
PEG					
每股净资产 (元)	7.30	8.68	15.08	17.41	20.40
每股现金流量 (元)	1.42	1.85	1.52	1.86	2.36
净资产收益率	25.08%	23.46%	11.54%	13.41%	14.64%
市净率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总股本 (百万元)	46.00	46.00	61.34	61.34	61.34

**投资要点**

- 什么才是体外诊断行业的核心竞争力? 我们的答案非常明确: 仪器研发能力!**
- 从研发角度看, 诊断仪器的研发壁垒更高; 从营销角度看, 仪器销售能够带动试剂的销售, 从而更容易维持高增长; 从行业发展角度看, 体外诊断系统封闭化发展也是大势所趋。可以说, 仪器研发能力就是体外诊断企业持续发展的生命线。
- 国产 IVD 龙头企业迈瑞医疗 1998 年进入 IVD 领域, 2013 年销售额即达到 20 亿元, 稳居行业第一位。**迈瑞成功的关键即为其卓越的仪器研发能力:** 一、迈瑞公司于 2000 年左右率先在国内推出全自动血细胞分析仪、全自动生化分析仪, 并取得极大成功; 二、在仪器成功占领市场后, 迈瑞于 2006 年左右介入诊断试剂领域, 依靠仪器拉动试剂销售的商业模式, 迈瑞试剂高速发展, 13 年其销售额即达 8 亿, 排名国内第一。总体而言, 依靠“07 年前仪器高增长+07 年后仪器带动试剂高增长”, 迈瑞公司 IVD 产品从 03 年 1.21 亿增长至 13 年 20.43 亿, 十年收入复合增速高达 33%。
- 迪瑞医疗是我们非常看好的具有迈瑞成功基因的 IVD 明星企业:** 一、公司仪器研发能力极强, 在生化仪、尿沉渣仪等领域均居于国产前列, 且仪器收入占比更大 (2013 年占比 65%左右); 二、随着仪器销售的不断累积, 仪器带动试剂高增长的效应也将越发明显, 公司试剂有望持续高增长。
- 为消化 09-11 年的高增长, 迪瑞医疗 13 年销售收入 4.64 亿, 11-13 年复合增速 14%, 13 年净利润 0.94 亿, 11-13 年复合增速 11%, 似乎较为平淡。但是扩展至 09-13 年, 其收入复合增速则达 45%, 净利润复合增速更是高达 52%。同时分业务看, 公司亮点也颇多: 一、**试剂持续高增长, 13 年同比增 47%;** 二、**生化分析仪 13 年收入 1.5 亿, 国内厂家中仅次于迈瑞;** 三、**尿液分析相关产品市场占有率高, 约**

**30%左右**。展望未来，随着公司仪器逐步恢复增长以及仪器带动试剂销售的累积效应逐步增强，公司整体高速增长有望恢复。

- 我们预测公司 14、15、16 年 EPS 分别为 1.74 元、2.27 元、2.79 元，给予 15 年 35-40 倍 PE，建议目标价 79.5-90.8 元。
- 风险提示：1、产品质量风险；2、仪器研发进展不达预期风险；3、销售渠道合作风险。

## 内容目录

1、活力强劲的体外诊断产品生产厂商 .....	- 5 -
1.1、民营控股、核心研发管理人员参股，公司活力强劲 .....	- 5 -
1.2、体外诊断领域的明星厂商 .....	- 5 -
2、仪器增速放缓，试纸稳定增长、试剂持续高增长 .....	- 6 -
2.1、诊断仪器：增长放缓，调整后有望恢复高增长 .....	- 7 -
2.2、试剂：仪器带动下持续高增长 .....	- 9 -
2.3、试纸：市场份额已高，平稳增长 .....	- 9 -
3、仪器研发能力打造公司核心竞争力 .....	- 10 -
3.1、诊断仪器是体外诊断产品生产企业的生命线 .....	- 10 -
3.2、案例分析：仪器研发制造能力驱动迈瑞成为国产 IVD 巨头 .....	- 11 -
3.2、仪器研发能力已成为公司核心竞争力，有望复制迈瑞成功模式 .....	- 12 -
4、政策东风助力公司拓展终端市场 .....	- 13 -
5、募投项目增加产能、提升研发能力 .....	- 13 -
6、盈利预测和估值：目标价 81.9-93.6 元 .....	- 14 -
7、风险提示 .....	- 14 -

## 图表目录

图表 1：公司股权结构良好、激励性强 .....	- 5 -
图表 2：09-13 年公司收入复合增速 45% .....	- 5 -
图表 3：09-13 年公司净利润复合增速 50% .....	- 5 -
图表 4：公司重点产品一览 .....	- 6 -
图表 5：仪器收入居于主导地位 .....	- 7 -
图表 6：试剂收入占比逐年上升 .....	- 7 -
图表 7：公司诊断仪器不断丰富 .....	- 7 -
图表 8：11 年前仪器爆发式增长，近两年增速放缓 .....	- 8 -
图表 9：生化、尿沉渣诊断仪产品质量高、市场容量大、公司份额小，有望恢复 20-25% 复合增长 .....	- 8 -
图表 10：生化、尿沉渣占公司仪器份额约 70% .....	- 8 -
图表 11：生化、尿沉渣驱动仪器未来两年恢复增长 .....	- 8 -
图表 12：公司同产品出厂价趋于下滑（单位：万） .....	- 9 -
图表 13：产品升级维持仪器毛利率大体稳定 .....	- 9 -
图表 14：公司主要试剂一览 .....	- 9 -
图表 15：公司试剂收入高速增长 .....	- 9 -

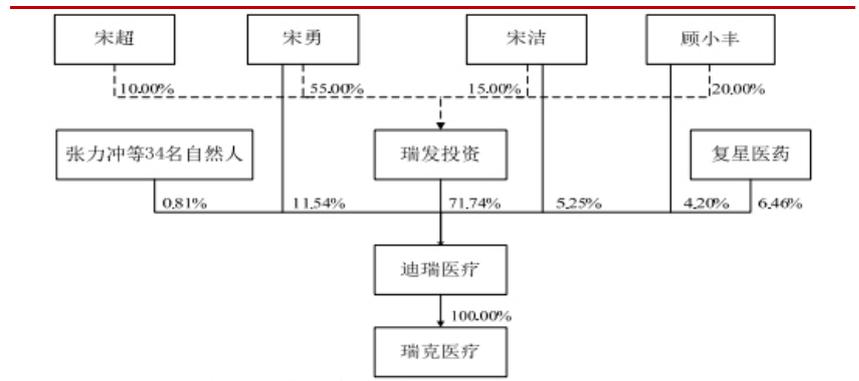
图表 16: 公司尿液试纸增长平缓 .....	- 10 -
图表 17: 仪器研发能力是产业的核心竞争力 .....	- 11 -
图表 18: 迈瑞公司 IVD 业务发展历程 .....	- 11 -
图表 19: 迈瑞仪器试剂相继高增长驱动整体实现 30%+复合增速.....	- 12 -
图表 20: 公司仪器试剂收入比改善空间很大 .....	- 12 -
图表 21: 公司体外诊断仪器价格竞争力强劲 .....	- 13 -
图表 22: 迪瑞医疗主要募投项目一览.....	- 13 -
图表 23: IVD 可比公司估值一览 .....	- 14 -
图表 24: 迪瑞医疗销售预测 (单位: 万) .....	- 16 -
图表 25: 迪瑞医疗财务报表摘要 .....	- 17 -

## 1、活力强劲的体外诊断产品生产厂商

### 1.1、民营控股、核心研发管理人员参股，公司活力强劲

- **民营控股，医药行业明星 PE 复星医药参股。**上市前，公司董事长宋勇直接持有公司 11.54% 股权，同时通过瑞发投资间接控制公司 74.71% 股权，对公司拥有实际控制权。此外，明星 PE 复星医药也持有公司上市前 6.46% 股份。
- **核心研发和管理人员持有公司股份，公司激励机制好。**上市前，公司 34 名核心研发和管理人员合计持有公司 0.81% 的股权，公司激励机制良好、活力很强。

**图表 1：公司股权结构良好、激励性强**

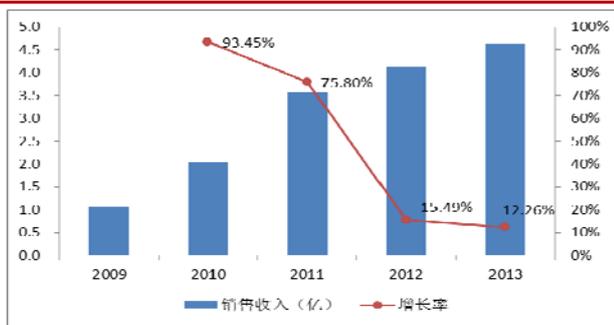


来源：齐鲁证券研究所 注：张力冲等 34 人为公司研发、管理人员

### 1.2、体外诊断领域的明星厂商

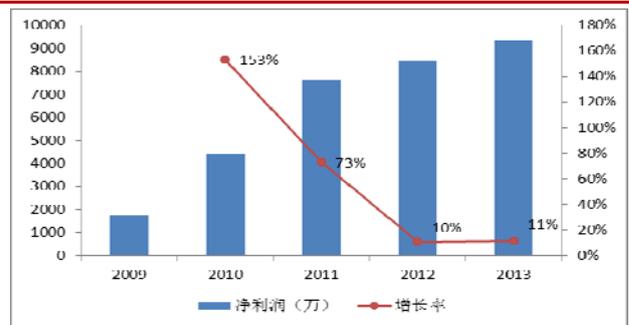
- **国内体外诊断产品核心厂商，收入、净利润快速增长。**公司主营业务为体外诊断产品（包括仪器+试剂）的生产和销售。从 2009 年至 2013 年，公司主营业务收入由 1.05 亿元增长至 4.64 亿元，复合增速达 45%，净利润更是由 1871 万增长至 9361 万，复合增速高达 52%。主营业务收入和净利润的复合高增长显示了公司良好的成长性。

**图表 2：09-13 年公司收入复合增速 45%**



来源：齐鲁证券研究所 注：09、10 年收入已剔除药品销售收入

**图表 3：09-13 年公司净利润复合增速 50%**



来源：齐鲁证券研究所 注：09、10 年利润已剔除药品贡献利润

- **仪器研发能力强，目前已形成“仪器+试剂”一体化发展的新格局。**公司是国内少数具备体外诊断仪器研发制造能力的企业，目前已能生产全自动生化分析仪、全自动五分类血细胞分析仪、全自动尿沉渣分析仪、全自动尿液分析仪等多种检验仪器。公司多数检验仪器质量过硬，无论是销售单价还是市场份额均为国产仪器的翘楚。此外，公司近年来在诊断试剂领域也取得了长足的进步，目前已经形成仪器带动试剂一体化发展的新格局。

**图表 4: 公司重点产品一览**

**全自动生化分析仪 (CS-1200)**



**全自动尿液分析仪 (H-1000)**



**全自动五分类血细胞仪 (BF-6880)**



**全自动尿沉渣分析仪 (FUS-200)**

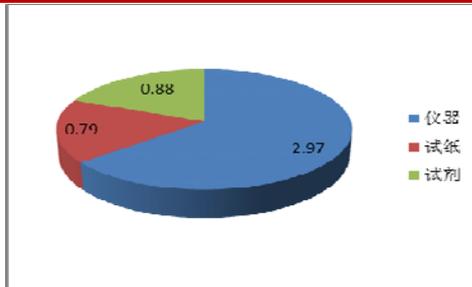


来源：齐鲁证券研究所

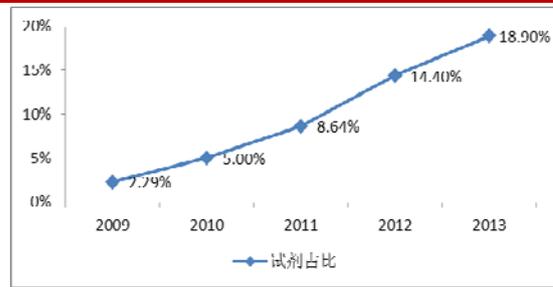
## 2、仪器增速放缓，试纸稳定增长、试剂持续高增长

- **仪器收入占主导、增速放缓；试纸稳定增长；试剂收入快速增长、占比逐年提升。**与国内大多数只能生产体外诊断试剂（壁垒相对较低）的厂商相比，迪瑞医疗的收入结构非常优秀：一、13年仪器收入 2.97 亿，占比高达 65%，居于主导地位，但近年来增速有所放缓；二、试剂收入

0.88 亿，占比 20%，同时由于仪器销售的不断累积、仪器带动试剂增长的效应也越发明显，目前试剂收入持续高增长，占比也不断提升；三、尿液试纸收入 0.79 亿，占比 15%，由于公司市场份额已高（30%左右），维持稳定增长。

**图表 5：仪器收入居于主导地位**


来源：齐鲁证券研究所 注：收入为 13 年收入，单位：亿元

**图表 6：试剂收入占比逐年上升**


来源：齐鲁证券研究所

- 我们认为，近两年来公司仪器增速放缓很大程度上与其消化前几年的过高增长有关。展望未来，随着前期高增长压力的不断消化、以及公司仪器整体实力的不断增强，公司仪器仍有望恢复较快增长。同时，在仪器的带动下，公司试剂大概率也能维持高于行业平均增速的快速增长。

## 2.1、诊断仪器：增长放缓，调整后有望恢复高增长

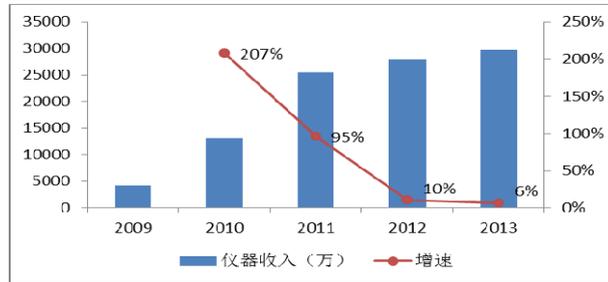
- 公司仪器种类逐步丰富，覆盖领域广。迪瑞医疗以尿液分析试纸起家，1996 年公司启动尿液分析仪的研发，并于 1999 年成功研制 H-100 半自动尿液分析仪。2006 年起，随着研发的不断积累，公司在诊断仪器关键技术不断取得突破，成功上市了一系列的重磅仪器，产品种类迅速丰富。目前公司仪器产品线已覆盖尿液、尿沉渣、生化、血细胞分析等众多检验领域。

**图表 7：公司诊断仪器不断丰富**

上市时间	尿液	尿成渣	生化	血细胞
1999	半：H-100			
2005			半自动	
2006	全：H-800			半：三分类
2007			全：CS-200	全：三分类
2008			全：CS-800	
2009		全：FUS-100		全：五分类
2010		全：FUS-200		
2011	全：H-1000		全：CS-1300	
2012		全：FUS-2000		

来源：齐鲁证券研究所

- 11年前仪器爆发式增长，近两年增速趋于放缓。随着公司新诊断仪器的逐步上市，公司仪器收入在11年之前出现了爆发性增长。近两年来，由于基数已高等一系列原因，仪器收入增速趋于放缓。

**图表 8: 11年前仪器爆发式增长，近两年增速放缓**


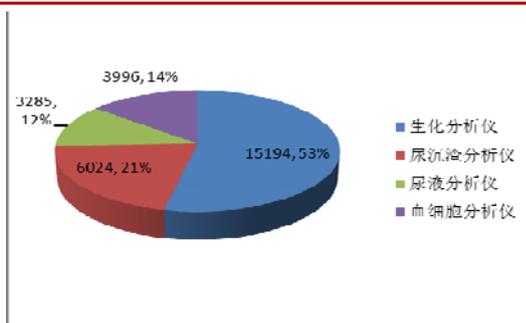
来源：齐鲁证券研究所

- 生化、尿沉渣仪器有望恢复快速增长。在公司诊断仪器产品线中，尿液分析仪由于细分市场容量小、公司份额已高（30%左右），未来增长仍将维持平稳；血细胞分析仪由于公司技术、产品质量离优秀企业仍有一定距离，未来高增长也并不确定；而生化分析仪、尿沉渣分析仪一方面由于公司产品质量已得到市场充分验证，另一方面由于细分市场容量大、公司份额低，我们认为在消化了前期渠道存货后，有望恢复至 20-25% 的快速增长。在生化、尿沉渣仪器恢复增长的驱动下，仪器整体增速也有望恢复至 20% 左右。

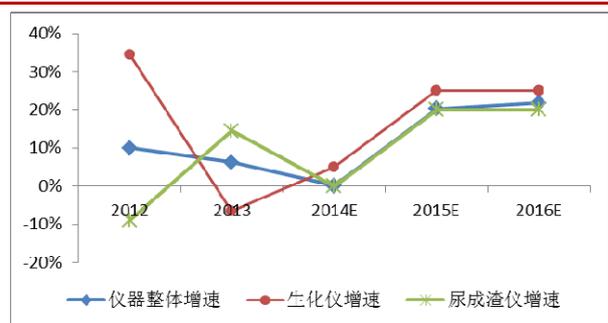
**图表 9: 生化、尿沉渣诊断仪产品质量高、市场容量大、公司份额小，有望恢复 20-25% 复合增长**

产品	质量技术	市场容量	公司份额	未来增速展望
生化仪	优秀	大	低	25%
尿沉渣仪	优秀	较大	低	20%
尿液仪	优秀	小	高	5%
血细胞仪	一般	较大	低	10-20%

来源：齐鲁证券研究所

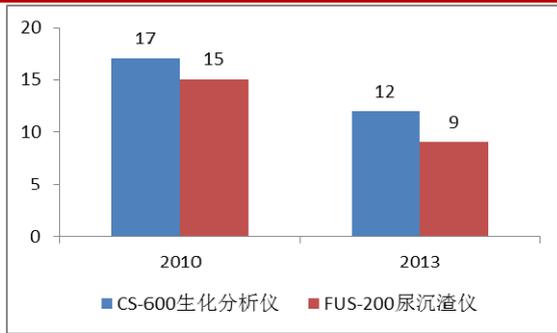
**图表 10: 生化、尿沉渣占公司仪器份额约 70%**


来源：齐鲁证券研究所 注：收入单位为万

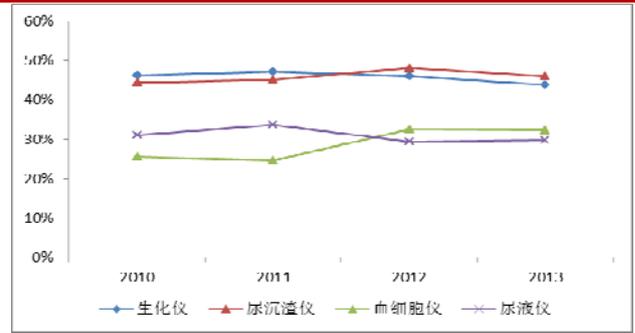
**图表 11: 生化、尿沉渣驱动仪器未来两年恢复增长**


来源：齐鲁证券研究所

- **产品升级驱动毛利率基本稳定。**近年来由于政府对医疗器械招标采购力度的加强、以及竞争的趋于激烈，对同一产品而言，其医院采购价逐步趋于下滑，进而带动仪器出厂价逐步下降。但在另一方面，由于公司研发能力较强，其同品类产品内部升级换代较快，进而能够维持同品类产品毛利率大体稳定。

**图表 12: 公司同产品出厂价趋于下滑 (单位: 万)**


来源: 齐鲁证券研究所

**图表 13: 产品升级维持仪器毛利率大体稳定**


来源: 齐鲁证券研究所

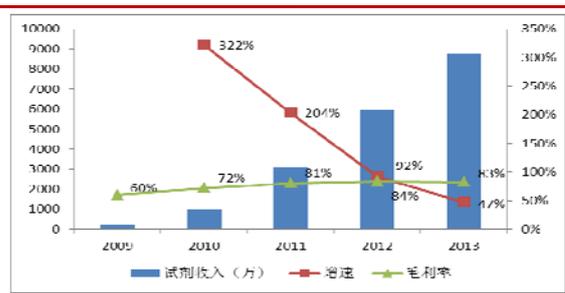
## 2.2、试剂: 仪器带动下持续高增长

- 公司试剂产品主要包括与生化分析仪配套的生化试剂、清洗液、质控血清、校准血清，以及公司尿沉渣分析仪、血细胞分析仪的配套试剂等。虽然公司进入试剂领域较晚（08、09年才开始进入），但是受益于公司仪器销售的累积效应，试剂增速非常迅猛。公司招股书数据表明，2013年公司试剂销售额已达0.88亿，09-13年复合增速高达145%，同时毛利率也维持80%以上。

**图表 14: 公司主要试剂一览**

仪器	对应配套试剂
生化分析仪	生化试剂、质控液、校准液、清洗液
尿沉渣仪	定标液、质控液、清洗液、鞘液、稀释液
血细胞仪	溶血剂、稀释液、清洗液
尿液分析仪	质控液、清洗液

来源: 齐鲁证券研究所

**图表 15: 公司试剂收入高速增长**


来源: 齐鲁证券研究所

- 展望未来，我们认为，随着公司诊断仪器销售的进一步累积，仪器带动试剂放量的效应将进一步增强，公司试剂销售将持续取得高于行业平均的增速水平（当前试剂行业平均增速约15%-20%）。

## 2.3、试纸: 市场份额已高，平稳增长

- 公司试纸主要为尿液检测试纸，其临床检验主要配套尿液分析仪使用。由于公司尿液相关产品上市时间早，且目前市场占有率已达 30% 以上，公司尿液试纸近年来增长较为平缓。

**图表 16: 公司尿液试纸增长平缓**


来源：齐鲁证券研究所

- 2012 年公司上市了高端仪器 FUS-2000 全自动尿液分析工作站，该产品结合了尿液分析和尿沉渣分析两项功能，为目前临床尿液检验的发展方向，并已具备较强的市场竞争力。我们认为，在公司尿液分析工作站产品（FUS-2000 已上市、FUS-3000 在研）的推动下，未来其尿液试纸市场份额或有望上升。

### 3、仪器研发能力打造公司核心竞争力

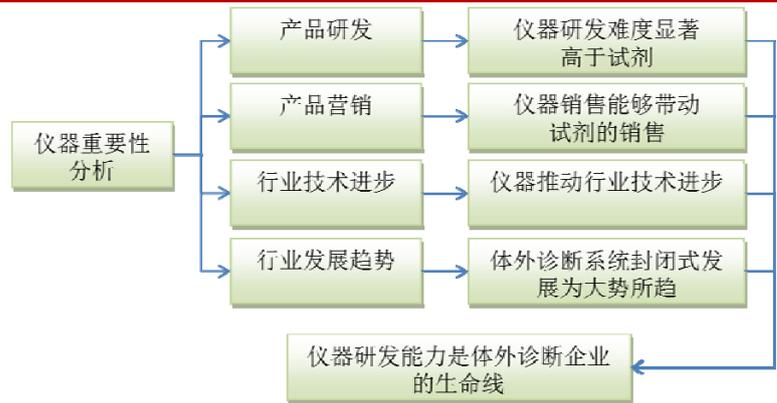
#### 3.1、诊断仪器是体外诊断产品生产企业的生命线

- **研发端：仪器研发技术更复杂、壁垒更高。**与体外诊断试剂相比，体外诊断仪器的研发涉及电子、机械、光学、计算机软件、流体力学等众多学科领域，其研发壁垒更高。
- **营销端：仪器带动试剂高增长。**体外诊断仪器和体外诊断试剂共同组成体外诊断系统。在医院营销过程中，如公司的仪器能够成功抢占医院终端，那么在价格、质量等条件等同情况下，显然公司自主生产试剂将更占优势，即仪器的营销能够带动试剂的增长。
- **技术进步端：仪器推动行业技术进步。**从行业技术进步的角度来看，也正是新仪器的不断上市才推动了检验方法的持续进步。如在免疫学检测领域，全自动化学发光免疫分析仪的上市推动了免疫学检测从传统定性检测（酶免）到定量检测的质变。
- **行业发展端：诊断系统封闭化是未来大势所趋。**由于开放式系统存在内生性的诊断精度缺陷等问题，相比于目前开放式体外诊断系统而言，行业未来的发展方向为体外诊断系统趋于封闭化，如技术更复杂的全自动化学发光免疫分析仪即为封闭式系统，另外，日立公司最新研发上市的

全自动生化分析仪 (LABOSPECT 008) 也为封闭式系统。诊断系统的封闭化发展显然将更有利于仪器研发能力强的公司。

- 综合考虑仪器研发的高壁垒、仪器带动试剂销售增长的营销优势、仪器推动行业技术进步的特性、以及体外诊断系统封闭式发展的趋势，我们认为，虽然仪器的毛利率相对较低（一般仅 30%-50%左右，低于诊断试剂 60%-80%左右的毛利率），但是仪器的研发制造能力才是产业的核心竞争力。

**图表 17: 仪器研发能力是产业的核心竞争力**



来源：齐鲁证券研究所

### 3.2、案例分析：仪器研发制造能力驱动迈瑞成为国产 IVD 巨头

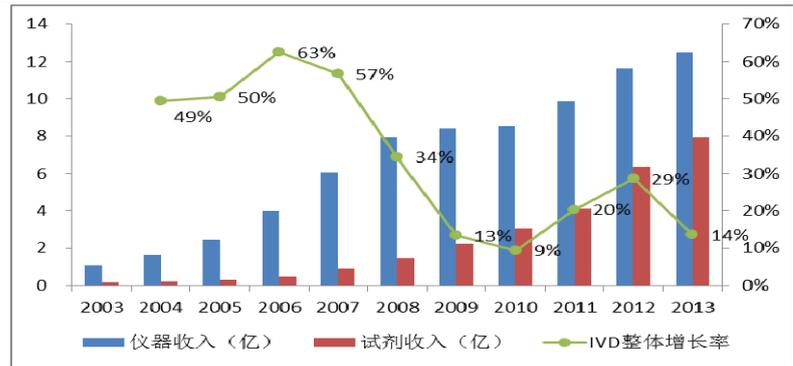
- **迈瑞：诊断仪器起家的国产 IVD 龙头。**迈瑞公司 1998 年推出国产第一台三分类血液分析仪，进入 IVD 领域，后来公司又分别于 2003 年、2006 年推出国产第一台全自动生化分析仪、五分类血液分析仪，逐渐在行业内崭露头角。经过 15 年的发展，2013 年迈瑞 IVD 业务收入已经达到 20.4 亿元，排名国内第一，并远远超出国内 IVD 第二梯队企业（销售额一般在 5 亿左右，包括科华、迪瑞、迈克、九强等）。

**图表 18: 迈瑞公司 IVD 业务发展历程**

上市时间	产品
1998	半自动三分类血细胞分析仪
2001	全自动三分类血细胞分析仪
2003	全自动生化分析仪
2006	全自动五分类血细胞分析仪
2005-06	体外诊断试剂
2011	收购天地人公司，微生物分析仪
2013	全自动化学发光免疫分析仪

来源：迈瑞招股书及各年年报，齐鲁证券研究所

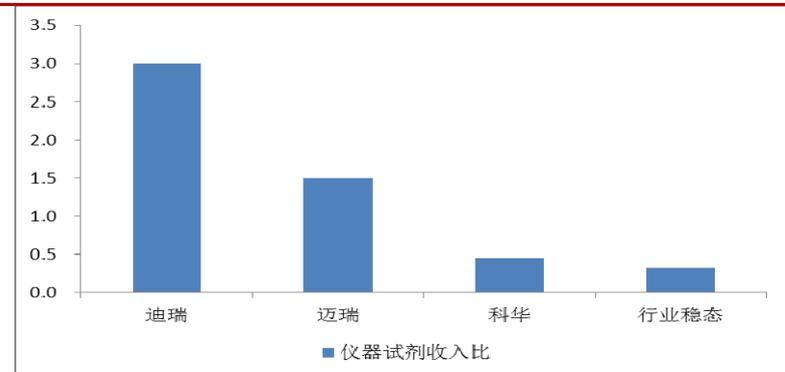
- 仪器带动试剂发展驱动迈瑞 IVD 业务长期维持 30%+ 增速。**迈瑞公司的成长壮大很具有启发意义：在进入 IVD 行业的初期，迈瑞仅生产诊断仪器；在仪器已经得到市场充分认可的条件下，公司于 06-07 年介入诊断试剂领域；受益于仪器拉动试剂销售的力量，公司试剂迅速成长，仅 7 年左右时间销售额便达到 8 亿收入（2013 年），居于国内厂商第一位。在“07 之前仪器高增长+07 年以后试剂接力高增长”的推动下，03-13 年迈瑞 IVD 业务复合增速高达 33%。

**图表 19：迈瑞仪器试剂相继高增长驱动整体实现 30%+ 复合增速**


来源：齐鲁证券研究所

### 3.2、仪器研发能力已成为公司核心竞争力，有望复制迈瑞成功模式

- 在国内 IVD 企业中，公司的商业模式与迈瑞最为类似：即**仪器研发制造能力强，同时在目前收入结构中，仪器占比也更大。**如剔除掉公司尿液分析仪、尿液试纸等成熟业务，公司目前仪器试剂收入比为 3:1，而通常 IVD 领域成熟产品的仪器试剂比为 1:2-1:3 左右。展望未来，在仪器的累积效应下，我们认为公司的试剂收入占比将确定性提升，从而将驱动公司新一轮高增长。

**图表 20：公司仪器试剂收入比改善空间很大**


来源：齐鲁证券研究所 注：1、迪瑞仪器收入中剔除成熟业务尿液分析仪收入；2、科华仪器、试剂收入仅指自有生化产品收入。

#### 4、政策东风助力公司拓展终端市场

- **政策推动行业大环境利于国产医疗器械发展。**由于种种原因，如医院之间的攀比行为以及主观性偏见等，当前国内医疗机构（尤其是高端医院）对进口医疗器械非常偏好。即使国产医疗器械的质量水平已经接近甚至达到进口产品水平，医院也往往并不愿意采购国产产品。而目前，在政策的推动下，行业大环境正在悄然发生有利于国产医疗器械的改变：
  - 5月24日，习近平主席考察上海联影医疗器械公司，明确提出一些进口高端医疗设备基层医院买不起、老百姓用不起，要加快高端医疗设备国产化进程，以降低成本。
  - 5月26日，卫计委公布启动优秀国产医疗设备的遴选工作，第一批设备为数字化X光机、彩超、全自动生化分析仪三种。
  - 8月16日，卫计委、工信部联合召开推进国产医疗器械发展应用会议，明确提出要重点推动三级甲等医院应用国产医疗设备。
- **政策推动、价格优势形成合力，公司市场拓展有望加速。公司体外诊断产品质量优良，同时价格在同类产品中也具备很强竞争力，我们认为，在政策的推动下，公司产品进入高等级医疗机构的步伐将大大加快！**

**图表 21：公司体外诊断仪器价格竞争力强劲**

产品	厂家	型号	**省中标价
800 测全自动生化分析仪+ISE	日立	7600	86 万
	迪瑞	CS-1200	63 万
	迈瑞	BS-820	63 万
	科华	卓越 1200	53 万

来源：齐鲁证券研究所

#### 5、募投项目增加产能、提升研发能力

- 公司本次拟发行新股不超过 1534 万股，融资 4.2 亿。本次发行募集资金投资项目情况如下：

**图表 22：迪瑞医疗主要募投项目一览**

序号	项目名称	投资金额（万元）
1	年产 6000 台仪器及 90000 盒配套试剂规模化生产项目	24000
2	研发中心建设项目	13000
3	营销网络中心建设项目	5000
合计		42000

来源：齐鲁证券研究所

- 年产 6000 台仪器及 90000 盒配套试剂规模化生产项目具体分配如下：

全自动生化分析仪（2400 台）、全自动血细胞分析仪（1800 台）、全自动尿液分析仪（900 台）、全自动尿沉渣分析仪（900 台）、生化仪配套试剂（30000 盒）、血细胞仪配套试剂（8000 盒）、尿液仪配套试剂（40000 盒）、尿沉渣仪配套试剂（12000 盒）。我们认为，募投项目产能投放后将显著增强公司仪器和试剂的供应能力。

- 对于技术导向型的 IVD 行业而言，强化研发能力建设对公司未来发展更为重要。公司目前正在研发的重点项目有 CS-9200 全自动生化分析检测流水线、FUS-3000 尿液分析工作站、BF-7500 网织红细胞五分类血细胞分析仪、CM-960 全自动化学发光免疫分析仪等，其中 CS-9200 全自动生化分析仪为国家 863 计划重大课题项目，其技术已达国际先进水平。我们认为，随着公司研发的逐步推进，在研项目也有望逐步收获成果。

## 6、盈利预测和估值：目标价 81.9-93.6 元

- 我们预测公司 2014-2016 年的营业收入分别为 4.78 亿元、5.73 亿元和 6.96 亿元，同比分别增长 3%、20%和 21%；归属母公司净利润分别为 1.07 亿元、1.39 亿元和 1.71 亿元，同比分别增长 14%、30%和 23%；假设本次发行新增股本 1534 万股，则对应 EPS 分别为 1.74 元、2.27 元和 2.79 元。
- 我们选取 A 股体外诊断领域可比公司平均估值：40.8PE\*2015，同时综合考虑公司商业模式优势（仪器+试剂一体化发展），给予公司 15 年合理估值 35-40PE，给予公司目标价 79.5-90.8。

图表 23：IVD 可比公司估值一览

证券代码	证券简称	收盘价	总市值 (亿)	EPS			PE		
				2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E
002022	科华生物	26.00	127.99	0.73	0.90	1.09	35.6	28.9	23.9
002030	达安基因	23.33	128.12	0.27	0.35	0.47	86.4	66.7	49.6
300289	利德曼	28.07	44.14	0.86	1.05	1.31	32.6	26.7	21.4
行业平均							51.5	40.8	31.6

来源：聚源、齐鲁证券研究所

## 7、风险提示

- 产品质量风险。诊断仪器的产品质量对于检验的准确性至关重要，如果公司产品发生质量问题，则会面临退货等一系列问题，同时也会损伤公司品牌形象。
- 产品研发风险。体外诊断产业为技术导向型行业，产品研发对公司发展至关重要。如果公司新产品研发受挫或者不能持续推出新产品，公司可能面临被市场边缘化的风险。

- 营销模式风险。公司营销高度依赖经销商，如果公司与经销商的利益关系不能理顺，则可能发生因经销商工作积极性下降而产品滞销的风险。

**图表 24: 迪瑞医疗销售预测 (单位: 万)**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>仪器</b>								
销售额(万元)	4233	13005	25412	27950	29703	29730.2	35772.14	43552.589
YOY		207.23%	95.40%	9.99%	6.27%	0.09%	20.32%	21.75%
毛利率	36.14%	41.37%	42.18%	43.44%	41.81%	40.69%	41.20%	41.53%
<b>尿液分析仪</b>								
销售额(万元)	2054	2409	3819	3680	3285	3350.7	3518.235	3694.14675
YOY		17.27%	58.56%	-3.64%	-10.73%	2.00%	5.00%	5.00%
毛利率	38.25%	31.04%	33.73%	29.50%	29.81%	24.61%	24.61%	24.61%
<b>尿沉渣分析仪</b>								
销售额(万元)		1683	5778	5262	6024	6024	7228.8	8674.56
YOY			243.35%	-8.93%	14.48%	0.00%	20.00%	20.00%
毛利率		44.46%	45.08%	48.15%	46.07%	46.11%	46.11%	46.11%
<b>生化分析仪</b>								
销售额(万元)	2006	7384	12098	16265	15194	15953.7	19942.125	24927.6563
YOY		268.10%	63.84%	34.44%	-6.58%	5.00%	25.00%	25.00%
毛利率	41.07%	46.34%	47.21%	46.15%	43.91%	44.13%	44.13%	44.13%
<b>血细胞分析仪</b>								
销售额(万元)	173	1531	3251	2106	3996	3196.8	3516.48	4219.776
YOY		784.13%	112.39%	-35.22%	89.74%	-20.00%	10.00%	20.00%
毛利率	32.66%	25.62%	24.62%	32.62%	32.42%	23.65%	23.65%	23.65%
<b>其他</b>								
销售额(万元)			466	638	1205	1205	1566.5	2036.45
YOY				36.91%	88.87%	0.00%	30.00%	30.00%
毛利率			67.39%	51.56%	57.85%	57.85%	57.85%	57.85%
<b>试纸</b>								
销售额(万元)	6042	6320	7262	7407	7900	7505	7880.25	8274.2625
YOY		4.60%	14.91%	2.00%	6.66%	-5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	77.92%	80.11%	79.91%	78.73%	78.80%	76.98%	76.98%	76.98%
<b>试剂</b>								
销售额(万元)	241	1018	3090	5946	8762	10514.4	13668.72	17769.336
YOY		322.41%	203.54%	92.43%	47.36%	20.00%	30.00%	30.00%
毛利率	59.62%	72.04%	80.80%	83.95%	82.71%	82.04%	82.04%	82.04%
<b>总体合计</b>								
销售收入(万元)	10516	20343	35764	41303	46365	47749.6	57321.11	69596.1875
YOY		93.45%	75.80%	15.49%	12.26%	2.99%	20.05%	21.41%
毛利率	60.68%	54.94%	53.18%	55.60%	55.84%	55.50%	55.86%	56.09%

来源: 齐鲁证券研究所

**图表 25: 迪瑞医疗财务报表摘要**

损益表 (人民币万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业总收入</b>	<b>35,806</b>	<b>41,363</b>	<b>46,440</b>	<b>47,750</b>	<b>57,321</b>	<b>69,596</b>
增长率	54.88%	15.5%	12.3%	2.8%	20.0%	21.4%
营业成本	-16,754	-18,348	-20,492	-21,250	-25,304	-30,563
% 销售收入	46.8%	44.4%	44.1%	44.5%	44.1%	43.9%
毛利	19,051	23,016	25,949	26,499	32,017	39,033
% 销售收入	53.2%	55.6%	55.9%	55.5%	55.9%	56.1%
营业税金及附加	-287	-451	-503	-517	-620	-753
% 销售收入	0.8%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
营业费用	-6,159	-7,280	-8,000	-8,226	-9,875	-11,989
% 销售收入	17.2%	17.6%	17.2%	17.2%	17.2%	17.2%
管理费用	-4,195	-6,146	-7,335	-7,998	-9,458	-11,135
% 销售收入	11.7%	14.9%	15.8%	16.8%	16.5%	16.0%
息税前利润 (EBIT)	8,411	9,138	10,110	9,759	12,065	15,155
% 销售收入	23.5%	22.1%	21.8%	20.4%	21.0%	21.8%
财务费用	-278	-216	-132	962	2,526	3,133
% 销售收入	0.8%	0.5%	0.3%	-2.0%	-4.4%	-4.5%
资产减值损失	-219	-694	-793	-53	-265	-342
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	7,914	8,228	9,185	10,668	14,325	17,947
营业利润率	22.1%	19.9%	19.8%	22.3%	25.0%	25.8%
营业外收支	899	1,342	1,406	1,406	1,406	1,406
税前利润	<b>8,813</b>	<b>9,569</b>	<b>10,591</b>	<b>12,074</b>	<b>15,731</b>	<b>19,353</b>
利润率	24.6%	23.1%	22.8%	25.3%	27.4%	27.8%
所得税	-1,182	-1,147	-1,231	-1,403	-1,828	-2,249
所得税率	13.4%	12.0%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%
净利润	7,631	8,422	9,361	10,671	13,904	17,104
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净:	<b>7,631</b>	<b>8,422</b>	<b>9,361</b>	<b>10,671</b>	<b>13,904</b>	<b>17,104</b>
净利率	21.3%	20.4%	20.2%	22.3%	24.3%	24.6%

现金流量表 (人民币万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	7,631	8,422	9,361	10,671	13,904	17,104
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	933	1,663	2,215	2,010	2,237	2,291
非经营收益	201	153	-10	-1,406	-1,406	-1,406
营运资金变动	-4,857	-3,697	-3,078	-1,969	-3,519	-4,547
经营活动现金净流	<b>3,908</b>	<b>6,542</b>	<b>8,488</b>	<b>9,306</b>	<b>11,215</b>	<b>13,442</b>
资本开支	6,479	3,682	2,209	-306	3,594	8,594
投资	0	0	0	0	0	0
其他	433	1,854	779	0	0	0
投资活动现金净流	<b>-6,046</b>	<b>-1,828</b>	<b>-1,430</b>	<b>306</b>	<b>-3,594</b>	<b>-8,594</b>
股权募资	0	0	0	41,903	0	0
债权募资	5,000	-2,258	-2,736	0	0	0
其他	-416	-301	-3,216	0	0	0
筹资活动现金净流	<b>4,584</b>	<b>-2,559</b>	<b>-5,953</b>	<b>41,903</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
现金净流量	<b>2,446</b>	<b>2,155</b>	<b>1,106</b>	<b>51,515</b>	<b>7,622</b>	<b>4,848</b>

资产负债表 (人民币万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	8,467	10,540	9,135	60,650	68,272	73,120
应收款项	5,549	7,102	8,319	9,366	11,243	13,651
存货	12,026	14,441	16,323	17,466	20,798	25,120
其他流动资产	1,357	1,246	3,628	3,669	3,892	4,182
流动资产	27,398	33,330	37,405	91,152	104,205	116,073
% 总资产	71.0%	67.6%	68.5%	84.8%	84.3%	80.9%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	10,268	14,749	15,982	15,191	18,358	26,525
% 总资产	26.6%	29.9%	29.3%	14.1%	14.9%	18.5%
无形资产	865	1,050	976	910	771	655
非流动资产	11,187	15,952	17,196	16,339	19,367	27,418
% 总资产	29.0%	32.4%	31.5%	15.2%	15.7%	19.1%
<b>资产总计</b>	<b>38,586</b>	<b>49,282</b>	<b>54,601</b>	<b>107,491</b>	<b>123,572</b>	<b>143,492</b>
短期借款	5,000	2,742	0	0	0	0
应付款项	5,867	8,769	8,643	8,884	10,596	12,811
其他流动负债	1,604	1,224	2,302	2,376	2,842	3,442
流动负债	12,470	12,735	10,945	11,260	13,438	16,254
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	955	2,964	3,748	3,748	3,748	3,748
<b>负债</b>	<b>13,425</b>	<b>15,699</b>	<b>14,694</b>	<b>15,009</b>	<b>17,187</b>	<b>20,002</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>25,161</b>	<b>33,583</b>	<b>39,908</b>	<b>92,482</b>	<b>106,385</b>	<b>123,489</b>
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
<b>负债股东权益合计</b>	<b>38,586</b>	<b>49,282</b>	<b>54,601</b>	<b>107,491</b>	<b>123,572</b>	<b>143,492</b>

比率分析						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>每股指标</b>						
每股收益 (元)	1.659	1.831	2.035	1.740	2.267	2.788
每股净资产 (元)	5.470	7.301	8.676	15.077	17.344	20.132
每股经营现金净流 (元)	0.850	1.422	1.845	1.517	1.828	2.191
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	30.33%	25.08%	23.46%	11.54%	13.07%	13.85%
总资产收益率	19.78%	17.09%	17.14%	9.93%	11.25%	11.92%
投入资本收益率	33.57%	31.19%	31.61%	29.40%	29.94%	27.98%
<b>增长率</b>						
营业总收入增长率	54.88%	15.52%	12.27%	2.82%	20.05%	21.41%
EBIT增长率	82.43%	8.65%	10.64%	-3.48%	23.63%	25.62%
净利润增长率	26.37%	10.37%	11.14%	14.00%	30.29%	23.02%
总资产增长率	66.05%	27.72%	10.79%	96.86%	14.96%	16.12%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	40.4	53.1	60.5	67.0	67.0	67.0
存货周转天数	214.9	269.2	283.3	300.0	300.0	300.0
应付账款周转天数	69.4	71.1	77.3	77.3	77.3	77.3
固定资产周转天数	51.3	48.8	84.8	118.5	90.4	64.8
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-13.78%	-23.22%	-29.15%	-68.28%	-66.52%	-61.24%
EBIT利息保障倍数	30.3	42.2	76.4	-10.1	-4.8	-4.8
资产负债率	34.79%	31.86%	26.91%	13.96%	13.91%	13.94%

来源: 齐鲁证券研究所

**投资评级说明**

**买入:** 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

**增持:** 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

**持有:** 预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

**减持:** 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。