

日期: 2014年08月29日

行业: 专用设备制造业



魏贇



02153519888-1960



weiyun@shzq.com

执业证书编号: S0870513090001

检验仪器及试纸试剂一体化优质企业

■ 投资要点

公司简介

公司主要从事尿液、尿沉渣、生化、血细胞等医疗检验仪器以及配套试纸试剂(含校准品、质控液等)的研发、生产与销售,所处细分行业为体外诊断行业。公司现有四大系列产品横向覆盖了医院检验科约50%左右的常规检验项目,纵向覆盖了基层社区诊所、县级医院、市级医院及大型三甲医院等各级医疗机构。公司产品出口至包括德国、美国、土耳其、俄罗斯在内的100多个国家或地区,2011年~2014年中期,公司国外销售收入占主营业务收入的比例分别为38.56%、34.73%、35.24%、28.92%。

盈利预测

我们预计2014-2016年归母公司的净利润将实现年递增7.34%、18.51%和18.35%,相应的稀释后每股收益为1.64元、1.94元和2.30元。

公司估值

考虑到公司的业务结构、公司成长情况、市场竞争状况及同行业可比公司估值,我们认为给予公司14年每股收益30倍市盈率这一估值水平较为合理,以该市盈率为中枢且正负区间为20%的公司合理估值区间为52.13-62.54元,相对于2013年的静态市盈率(发行后摊薄)为34.15-40.99倍。

定价结论

公司预计募集资金总额4.53亿元,预计募集资金净额4.19亿元,计划发行1534万股,发行后总股本6134万股,每股发行价为29.55元,对应14、15年PE为18.04、15.22倍。

■ 数据预测与估值:

至12月31日(¥.百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	413.63	464.40	486.93	563.91	685.06
年增长率	15.52%	12.27%	4.85%	15.81%	21.48%
归属于母公司的净利润	84.22	93.61	100.48	119.09	140.94
年增长率	10.37%	11.14%	7.34%	18.51%	18.35%
(发行后摊薄)每股收益(元)	1.37	1.53	1.64	1.94	2.30

数据来源: 公司招股意向书 上海证券研究所

IPO 询价区间 RMB29.55-29.55 元
上市合理估值 RMB52.13-62.54 元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过(百万股) 15.34
发行后总股本(百万股) 61.34
发行方式 网下询价
上网定价
保荐机构 国信证券

主要股东 (IPO 前)

长春瑞发投资 71.74%
宋勇 11.54%
复星医药 6.46%

收入结构 (2014Q2)

仪器 64.48%
试剂 21.78%
试纸 13.66%

报告编号: WY14-NSP05

首次报告日期: 2014年08月29日

一、行业背景

1.1 公司所处的行业及其简况

公司主要从事尿液、尿沉渣、生化、血细胞等医疗检验仪器以及配套试纸试剂（含校准品、质控液等）的研发、生产与销售，所处细分行业为体外诊断行业。公司现有四大系列产品包括尿液分析、尿沉渣分析、生化分析、血细胞分析，横向覆盖了医院检验科约 50% 左右的常规检验项目，纵向覆盖了基层社区诊所、县级医院、市级医院及大型三甲医院等各级医疗机构。公司定位于高端医疗检验产品市场，产品出口至包括德国、美国、土耳其、俄罗斯在内的 100 多个国家或地区，2011 年~2014 年中期，公司国外销售收入占主营业务收入的比例分别为 38.56%、34.73%、35.24%、28.92%。

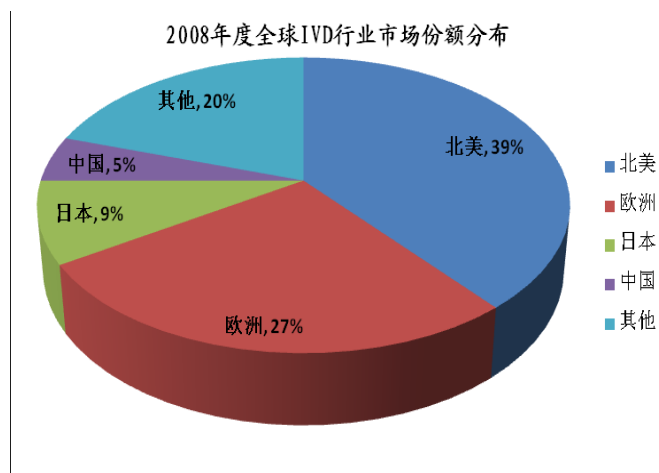
1.2 行业增长前景

近年来，全球医疗器械产业快速发展，平均增速达 7% 左右，是同期国民经济增长速度的两倍左右。医疗器械产业发展迅速，2008 年全球医疗器械总销售额为 3,360 亿美元，较 2007 年的 3,000 亿美元增长 12%。据中国医疗器械行业协会统计及预测，2009 年全球医疗器械总销售额超过 3,700 亿美元，预计 2010-2014 年可保持 7% 以上的年增长率。

近年来，我国医疗器械产业平均增速在 25% 左右，远高于同期国民经济平均增长水平。我国医疗器械行业发展空间广阔，主要原因包括 1) 人均 GDP 的增加直接带动医疗费用的快速增长；2) 人口规模、人口老龄化及城市化进程加快促进医疗器械市场增长；3) 医疗器械产品分布结构调整及更新换代将形成一块巨大的市场。

从 IVD 产业来看，全球 IVD 产业细分市场主要包括生化、免疫、血液及血细胞、分子生物学等。2008 年度，全球 IVD 市场规模为 384.2 亿美元。2005-2012 年全球体外诊断市场规模各年的增长率在 6.8%-7.8% 之间，市场份额主要由北美、欧洲、日本等发达国家占据。我国体外诊断产业市场年均增长率在 15%~20%，成为全球体外诊断产业发展中一个至关重要的市场。

图 1 2008 年度全球体外诊断行业市场份额



数据来源：上海证券研究所

我国体外诊断行业市场规模高速增长的主要原因在于：1) 医疗消费观念由“治疗为主、预防为辅”向“预防为主、防治结合”转变；2) 我国诊疗人次和入院人数持续上升促进市场的快速增长；3) 产业转移和出口打开海外市场；4) 进口替代带动体外诊断产业快速增长。

1.3 行业竞争结构及公司的地位

国外企业依靠产品质量稳定、技术含量高及设备制造精密的优势，在全球高端体外诊断市场占据垄断地位。该企业主要集中在美国、德国、瑞士、日本等国，其他欧洲国家在一些专业项目上有一定优势。

国内体外诊断厂商大部分为中小企业，在高端市场无法形成竞争力。国内厂商技术力量相对薄弱，但操作灵活、在成本价格上具有明显优势，具有较高的性价比，在中低档品种上具有较强竞争力。

此外，随着高端体外诊断产品研发投入的增加及鼓励自主创新政策的实施，我国体外诊断产品技术研发能力和精密电子设备制造能力大幅提升，国内企业逐步进入高端市场。

1) 尿液分析仪市场

全球研发和生产尿液分析仪的国家主要是美国、日本、中国、韩国和德国。公司尿液分析仪型号丰富，N系列、H系列等多种型号产品能够适合小型、中型、大型实验室和医院，覆盖各级医疗机构需求。

2) 尿沉渣分析仪市场

尿沉渣分析仪是中高端医院检验科必备的产品。公司新产品尿

沉渣分析仪FUS系列采用神经网络识别技术、平面层流成像细胞分析技术，自2010年7月份上市，已经在一些大型三甲医院使用。

3) 生化分析仪市场

公司跟踪国际先进技术，开发设计出CS系列全自动生化分析仪。公司在生化分析仪市场上的主要竞争对手包括：国内的迈瑞医疗、科华生物，国外的日立、贝克曼库尔特等。

4) 血细胞分析仪市场

目前市场上销售的血细胞分析仪主要是三分类和五分类。五分类血细胞分析仪技术含量高，已经成为医院血液临床检验的主流产品。国内血细胞分析仪市场目前被美国雅培公司和日本SYSMEX公司占据了大部分市场份额，其他竞争对手包括中国迈瑞医疗、美国贝克曼库尔特、西门子、法国ABX等。

5) 试纸试剂市场

随着公司仪器类产品市场占有率的提高，与之配套试纸试剂产品销售将快速增长。公司在试纸试剂市场上主要竞争对手为国外的罗氏、西门子、京都，还有国内的科华生物、中生北控等。

1.4 公司的竞争优势

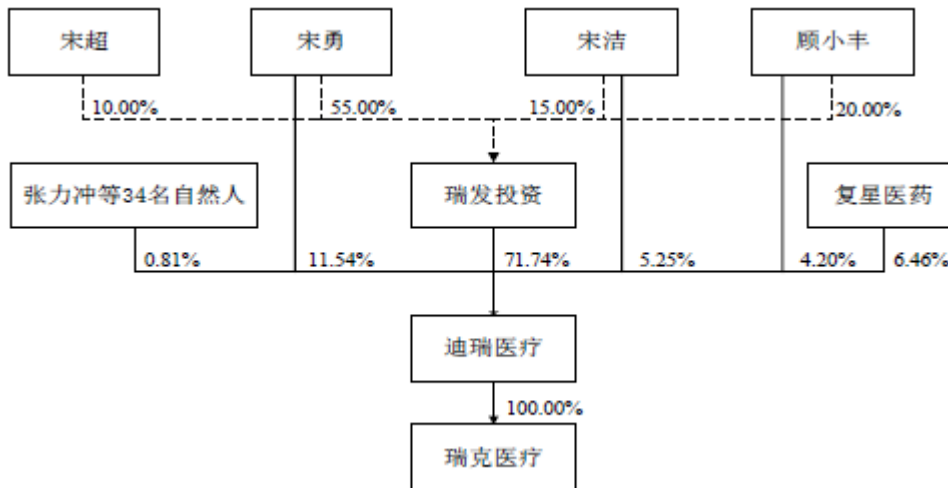
公司的竞争优势有：1) 技术优势：公司拥有多项专利技术，参与行业标准制定并有一定的技术储备；2) 已经建立一支研发团队：公司研发人员294人，占职工总数22.24%，拥有机械、光学、电子等各方面人才。公司建立专有技术平台，发展新产品和储备新技术，公司计划未来研制全自动无人值守临床检验系统；3) 产品和质量优势：公司管理体系通过了ISO9001、ISO13485国际质量体系认证，大部分医疗检验产品通过了欧盟CE认证，部分产品通过了美国FDA认证；4) 市场营销、售后服务及技术支持优势：公司国内已经完成70多个城市布点，国际市场上公司产品已经销售到100多个国家或地区，2011年~2014年中期，出口销售额占公司当期主营业务收入的38.56%、34.73%、35.24%、28.92%。

二、公司分析及募集资金投向

2.1 公司历史沿革及股权结构，实际控制人的简况

公司是由长春迪瑞实业有限公司整体变更而来。公司实际控制人为宋勇，宋勇直接持有公司11.5404%的股权，另通过瑞发投资控制公司71.7391%的股权。

图 2 发行人股东结构图



数据来源：公司招股意向书，上海证券研究所

2.2 公司业务简况及收入利润结构变化

2011年~2014年中期，公司营业收入分别为3.58亿元、4.14亿元、4.64亿元、2.13万元。其中主营业务收入占比均在99.50%以上，主营业务突出。报告期内，公司主营业务收入为仪器、试纸、试剂收入，2012年、2013年分别较上年增长15.49%、12.25%。2011~2014年中期，公司净利润分别为7631.06万元、8422.26万元、9360.78万元、4428.48万元，2012~2013年分别较上年增长10.37%、11.14%。

图 3 公司近年来收入及净利润增长

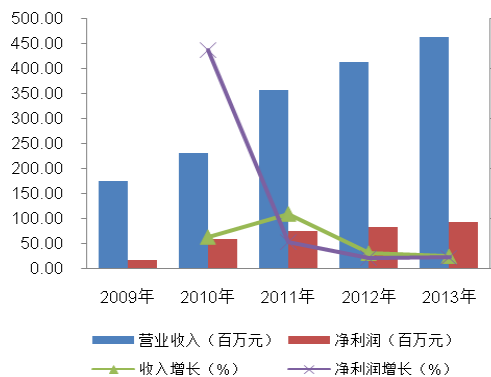
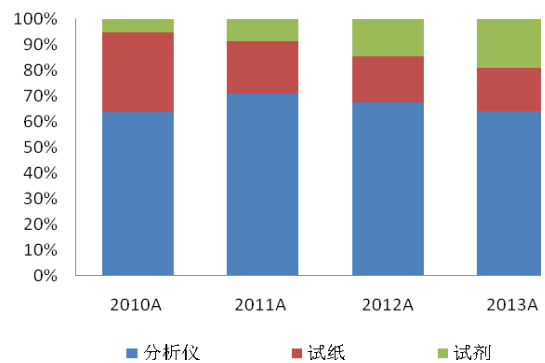


图 4 公司主营收入结构



资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

2.3 主要产品毛利率变动分析

2011~2014年中期，公司主要产品的毛利率情况如下表：

表 1 主营业务毛利率情况

项目		2014 年 1-6 月	2013 年度	2012 年度	2011 年度
主营业务	仪器毛利率	41.38%	41.81%	43.44%	42.18%
	试纸毛利率	76.98%	78.80%	78.73%	79.91%
	试剂毛利率	82.04%	82.71%	83.95%	80.80%
	主营业务毛利率	55.11%	55.84%	55.60%	53.18%
其他业务毛利率		74.05%	78.76%	83.14%	78.08%
综合毛利率		55.13%	55.87%	55.64%	53.21%

资料来源：公司招股意向书 上海证券研究所

2011年至2013年,公司主营业务毛利率和综合毛利率基本稳定,主要原因如下:

- (1) 公司优化产品结构,高毛利率品种试剂类的销售占比逐步提高;
- (2) 随着公司整体销售规模扩大,公司与上游厂商的议价能力提高,公司采购成本得到有效降低;
- (3) 公司采取灵活机动的销售定价策略,在保护市场最低价基础上,根据不同品种、不同客户、不同区域设定价格体系。

2.4 募集资金投向

本次发行所募集资金将分别用于以下项目:

表 2 募集资金使用情况 (万元)

项目名称	项目总投资	募集资金拟投资额	投入时间进度	
			第一年	第二年
年产 6,000 台全自动临床检验设备及 90,000 盒配套试剂规模化生产项目	24,507.68	24,000.00	21,000.00	3,000.00
研发工程中心建设项目	13,291.30	13,000.00	13,000.00	-
营销网络中心建设项目	5,213.82	5,000.00	5,000.00	-
合计	43012.80	42000.00		

资料来源：公司招股意向书, 上海证券研究所

年产 6,000 台全自动临床检验设备及 90,000 盒配套试剂规模化生产项目

项目建成后将每年增产全自动医疗检验仪器 6,000 台,增产配套诊断试剂 90,000 盒。项目总投资为 24,507.68 万元,投产后将实现年均营业收入 7.09 亿元,年均利润总额 6,892.98 万元,年均净利润 5,859.03 万元。总投资收益率为 23.57%,税后财务内部收益率为 22.12%。

表 3 新增产能具体情况

类别	产品	年增量	合计
检验仪器	全自动生化分析仪	2400台	6000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	
诊断试剂	生化分析仪配套试剂	30000盒	90000盒
	血细胞分析仪配套试剂	8000盒	
	尿液分析仪配套试剂	40000盒	
	尿沉渣分析仪配套试剂	12000盒	

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

表 4 达产后新增产能及销售情况预测

项目	2016年	2017年
新增仪器产能（台）	6,000	6,000
新增仪器营业收入（万元）	63,410.26	63,410.26
新增试剂产能（盒）	90,000	90,000
新增试剂营业收入（万元）	8,957.26	8,957.26
新增营业收入合计（万元）	72,367.52	72,367.52

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

研发工程中心建设项目

本项目内容包括全自动糖化血红蛋白分析仪建设项目、全自动血细胞分析工作站建设项目、全自动化学发光免疫分析仪建设项目、中试基地建设项目及参考实验室和抗体制备室建设项目。项目建成后，将使公司的研发和实验能力得到全面提升。项目投资13,291.30万元，计划建设期为2年。

营销网络中心建设项目

项目拟在国内建设三大营销中心和四个大区办事处，即北京营销中心、上海营销中心、广州营销中心和沈阳大区办事处、西安大区办事处、郑州大区办事处、成都大区办事处，巩固公司在重点城市的市场份额。国际市场上，将国际市场划分为10个营销区域，在业务相对集中的七个国家（土耳其、印度、巴西、意大利、印度尼西亚、俄罗斯、墨西哥）建立海外办事处，将国际市场划分为10个区域，紧密跟踪海外重点市场。同时在重点市场设专门人员，负责销售与售后管理。参加国际医疗诊断展会，部分市场组织开展新品发布会和学术会议等。总投资额5,213.82万元。

三、财务状况和盈利预测

3.1 盈利能力、成长能力及资产周转能力指标的分析

综合毛利率稳定

2011~2013 年度，公司综合毛利率分别为 53.21%、55.64%和 55.87%。公司主营业务毛利率和综合毛利率较为稳定，并略有上升。

主营业务收入和利润持续增长

报告期内，公司营业收入和利润均呈上升趋势，2011~2013 年度，公司主营业务收入分别为 3.58 亿元、4.13 亿元、4.64 亿元，分别比上年增长 15.49%、12.25%。其中仪器和试剂是主营业务收入增长的主要来源，2011 年~2013 年中期试剂同比增幅分别为 92.46%、47.35%、15.95%。2011 年~2013 年，公司净利润分别为 7631.06 万元、8422.26 万元、9360.78 万元，同比增加 10.37%、11.14%。

主要资产周转能力指标稳定

2011~2013 年，公司应收账款周转率分别为 8.88 次、6.91 次、6.07 次，高于同行业平均水平，公司国内销售采用先款后货方式，应收账款期末余额较小，公司扩张销售规模同时注重应收账款回收，公司在年末会对应收账款进行集中清理，确保回款。

2011~2013 年，公司存货周转率为 1.72、1.39、1.33 次。存货周转率低于行业可比公司平均水平，主要与公司产品种类、采购模式、生产模式、客户特点和销售增长率有关。

3.2 分业务收入和毛利预测、利润表预测

盈利预测及主要假设

- 1) 业务的毛利率处于稳定状态；
- 2) 募投项目进展顺利。

基于以上假设，我们预计2014-2016年归属于母公司的净利润将实现年递增7.34%、18.51%和18.35%，相应的稀释后每股收益为1.64元、1.94元和2.30元。

四、风险因素

4.1 经销商模式及管理政策调整风险

公司以经销商销售为主，直销为辅的销售模式，公司收入主要

来自于国内外经销商。经销商模式存在影响公司经营的风险因素。同时公司正在调整经销商管理政策，若调整后的政策不能适应公司发展需要，可能对公司经营产生影响。

4.2 公司收入增速下滑及费用增长风险

2011年~2013年，公司主营业务收入、仪器收入及试剂收入增速呈现下滑趋势，公司若无法及时推出新产品、经销商合作出现问题或者经销商政策调整出现不利后果，产品发生质量问题等，均可能导致公司收入增速进一步下滑。此外，报告期公司期间费用持续增长，上述因素综合作用可能导致公司业绩下滑。

4.3 存货规模较大风险

公司2011~2014年中期，期末存货余额占总资产期末余额的比例分别为31.17%、29.30%、29.90%、31.45%，占期末流动资产余额比例分别为43.89%、43.33%、43.64%、44.76%，公司存货规模大、占比高，存在发生跌价损失风险。

4.4 产品发生质量问题风险

公司产品若因研发、设计、生产工艺或配套原材料，尤其是专用件原材料存在缺陷，导致公司产品出现质量问题，公司将面临退货风险，导致存货出现跌价、预计负债增加、品牌声誉受损等不利影响。

4.5 财务风险

公司外销收入金额较高且占主营业务收入的比例呈持续增长态势，同时，公司部分关键原材料通过进口采购，出口产品和进口原材料的主要结算货币为美元、欧元和英镑，人民币对美元、欧元和英镑的汇率变动，可能对公司的财务状况产生一定的影响。

此外，国外市场存在较多不确定因素，如经济低迷、进出口政策调整、贸易壁垒、汇率变化、外汇管制、战乱等，会影响公司海外市场拓展，对公司造成不利影响。

五、估值及定价分析

5.1 国内同类公司比较分析

同行业可比上市公司 14 年、15 年平均动态市盈率为 58.09 倍、50.54 倍，14 年、15 年申万生物制品行业市盈率中值分别为 40.08 倍、30.25 倍。

表 5 同行业上市公司估值比较

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE		
			2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E
科华生物	002022	25.79	0.59	0.70	0.86	52.94	44.03	37.07
达安基因	002030	21.87	0.24	0.28	0.36	133.21	90.12	77.39
利德曼	300289	28.07	0.70	0.76	0.94	44.91	40.11	37.17
行业平均						77.02	58.09	50.54

数据来源: Wind 上海证券研究所

5.2 公司可给的估值水平及价格区间

公司预计募集资金总额 4.53 亿元，预计募集资金净额 4.19 亿元，计划发行 1534 万股，发行后总股本 6134 万股，每股发行价为 29.55 元，对应 14、15 年 PE 为 18.04、15.22 倍。

考虑到公司的业务结构、公司成长情况、市场竞争状况及同行业可比公司估值，我们认为给予公司 14 年每股收益 30 倍市盈率这一估值水平较为合理，以该市盈率为中枢且正负区间为 20% 的公司合理估值区间为 52.13-62.54 元，相对于 2013 年的静态市盈率（发行后摊薄）为 34.15-40.99 倍。

六、附表

附表 1 损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
一、营业总收入	413.63	464.40	486.93	563.91	685.06
二、营业总成本	331.36	372.55	387.39	443.35	539.81
营业成本	183.48	204.92	217.94	258.50	318.67
营业税金及附加	4.51	5.03	5.26	6.09	7.40
销售费用	72.80	80.00	83.85	96.99	117.83
管理费用	61.46	73.35	82.78	93.04	106.18
财务费用	2.16	1.32	-2.43	-11.28	-10.28
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	82.28	91.85	99.54	120.56	145.25
加: 营业外收入	14.01	15.14	14.00	14.00	14.00
减: 营业外支出	0.59	1.07	0.00	0.00	0.00
五、利润总额	95.69	105.91	113.54	134.56	159.25
减: 所得税	11.47	12.31	13.06	15.47	18.31
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
六、净利润	84.22	93.61	100.48	119.09	140.94
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	84.22	93.61	100.48	119.09	140.94
七、摊薄每股收益(元)	1.37	1.53	1.64	1.94	2.30

资料来源: 公司招股意向书 上海证券研究所

附表 2 公司分业务增速与毛利预测 (单位: 百万元人民币)

分业务主营收入测算 (万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
仪器	27950.23	29702.95	31163.02	37242.37	46434.29
试纸	7406.67	7899.57	6751.21	7461.87	7817.19
试剂	5946.44	8762.03	10778.81	11686.50	14254.45
合计	41303.34	46364.55	48693.04	56390.73	68505.93
分业务增速	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
仪器	9.99%	6.27%	4.92%	19.51%	24.68%
试纸	2.00%	6.65%	-14.54%	10.53%	4.76%
试剂	92.46%	47.35%	23.02%	8.42%	21.97%
合计	15.49%	12.25%	5.02%	15.81%	21.48%

分业务主营成本 (万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
仪器	15807.60	17285.15	18301.03	22030.08	27503.32
试纸	1575.52	1674.63	1552.78	1716.23	1797.95
试剂	954.41	1514.78	1940.19	2103.57	2565.80
合计	18337.53	20474.56	21793.99	25849.88	31867.07

毛利率	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
仪器	43.44%	41.81%	41.27%	40.85%	40.77%
试纸	78.73%	78.80%	77.00%	77.00%	77.00%
试剂	83.95%	82.71%	82.00%	82.00%	82.00%
合计	55.60%	55.84%	55.24%	54.16%	53.48%

资料来源：公司招股意向书 上海证券研究所

分析师承诺

分析师 魏贇

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。