

迪瑞医疗 (300396)

强烈推荐

行业：医疗器械

未来诊断实验室整体解决方案服务商

迪瑞医疗是国内体外诊断领域稀缺的具有仪器研发能力的公司，收入约4.86亿，仅次于迈瑞医疗。现有尿液分析、尿沉渣分析、生化分析、血细胞分析四大系列仪器及配套试剂，待在研的化学发光分析仪上市后，公司将具备提供实验室自动化流水线的基础，有望逐步成为诊断实验室整体解决方案服务商。

投资要点：

✦ **出众的仪器研发能力是公司的核心竞争力。**国内生化行业中大多数公司都是依靠销售适配进口仪器的试剂为生，由于试剂研发生产壁垒低而竞争激烈，增速放缓。公司拥有国内领先的仪器研发能力，自产仪器销售收入占比达63%，在国产替代进口的大环境和仪器试剂封闭化的大趋势下，公司仪器的市场份额和试剂配比均会逐步提升，逆势成长。

✦ **营销改善空间大，试剂放量支撑短期业绩高速增长。**公司15年将规定销售人员销售任务中的试剂占比，短期试剂销量提升可见成效。同时将适当放宽对经销商的信用政策，公司由于IPO排队期间的审慎考量，在销售策略方面比较谨慎，适当放宽对经销商的授信额度，有助于减轻经销商资金压力，促使经销商在同类产品中优先选择公司的产品。

✦ **受益于医院药占比下降以及国产医疗器械的进口替代。**目前政府管制的重点在药品，医院药占比下降，诊断服务占比上升，公司仪器和试剂的出货量会持续增长。进口替代正当时，公司入选第一批优秀国产医疗设备产品目录，且名次靠前，待后续进一步的政策落地，公司将率先受益。

✦ **首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。**我们预计公司15-17年EPS为1.86、2.30、2.97元，增速为13%、24%、29%，考虑到公司是体外诊断行业中具有仪器研发能力的稀缺标的，并有成为行业领军企业的潜质，短期有销售策略和经销商信用政策调整带来业绩提升，中期有新产品上市带动业绩大幅增长，长期受益于医院药占比下降以及进口替代的大趋势，我们给予公司16年60倍PE，对应目标价138.00元。

风险提示：新产品上市慢于预期的风险、新增产能产品销售不达预期的风险

主要财务指标

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	486	586	727	929
收入同比(%)	5%	20%	24%	28%
归属母公司净利润	101	114	141	182
净利润同比(%)	8%	13%	24%	29%
毛利率(%)	55.9%	56.9%	57.7%	57.9%
ROE(%)	11.0%	11.0%	12.0%	13.4%
每股收益(元)	1.65	1.86	2.30	2.97
P/E	64.05	56.88	45.93	35.61
P/B	7.06	6.28	5.52	4.78
EV/EBITDA	56	48	39	30

资料来源：中国中投证券研究总部

作者

署名：张镞

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：陈丹霞

S0960114080005

0755-82026854

chendania@china-invs.cn

6-12个月目标价：138.00

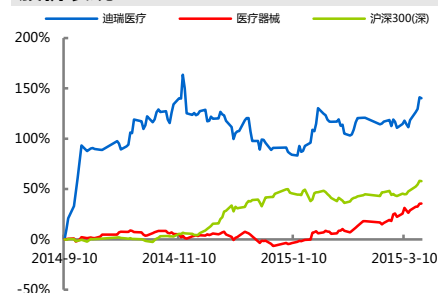
当前股价：105.84

评级调整：首次

基本资料

总股本(百万股)	61
流通股本(百万股)	15
总市值(亿元)	65
流通市值(亿元)	16
成交量(百万股)	1.78
成交额(百万元)	185.48

股价表现



相关报告

目 录

我们区别于市场的观点：	4
一、 公司简介：民营控股，质地优秀，激励到位	4
1. 体外诊断仪器领域潜力股	4
2. 民营控股企业	6
二、 公司将受益于医院药占比下降以及国产医疗器械的进口替代	6
1. 医保控费压力下，医院药占比将持续下降	6
2. 进口替代正当时，公司入选第一批优秀国产医疗设备产品目录	7
三、 仪器研发能力助力公司成长为行业领军企业	8
1. 仪器研发能力是提升市占率的核心，新产品上市是业绩大幅增长的关键	8
2. 全自动生化分析仪技术领先，现阶段明星产品	10
3. 随产品管线的拓展，公司将成长为诊断实验室解决方案服务商	10
四、 营销改善空间大，试剂放量支撑短期业绩高速增长	11
五、 盈利预测和投资建议	11
六、 风险提示	13

图目录

图 1 公司营业收入及增速（百万元）	5
图 2 公司净利润及增速（百万元）	5
图 3 公司 2014 年分产品收入占比	6
图 4 公司 2014 年分产品毛利占比	6
图 5 公司发行人股权结构	6
图 6 医疗服务占医院收入比重有望持续提升	7
图 7 近两年国产医疗器械行业政策频出	8
图 8 海外办事处及售后服务中心	11

表目录

表 1 公司四大系列仪器产品介绍	4
表 2 药品和医疗服务的比较	7
表 3 我国体外诊断领域主要企业归类	9
表 4 公司历年重点上市产品列表	9
表 5 优秀国产医疗设备产品遴选打分结果（全自动生化分析仪）	10
表 6 分产品收入预测（单位：万元）	12
表 7 可比公司估值比较	13

我们区别于市场的观点：

市场认为生化行业公司整体增速下降，随着体外诊断行业公司陆续上市，已上市的利德曼、九强生物、迪瑞医疗等，即将上市的安图生物、迈克生物、万孚生物等，生化行业竞争日趋激烈，存量市场有限，行业增速仅 15%，小池塘里容纳一群大鱼，未来发展不太乐观。

我们认为，生化行业公司整体增速下降是从数据来看的表面现象，仔细分析，行业中大多数公司都是依靠销售适配进口仪器的试剂为生，由于试剂研发生产壁垒低而竞争激烈，各公司报表数据出现增速放缓的情况。而迪瑞销售收入的 65% 为自主生产的仪器，其余为适配自产仪器的试剂，在国产替代进口的大环境和仪器试剂封闭化的大趋势下，迪瑞的仪器市场份额和试剂的配比均会逐步提升。

由此看来，行业增速减慢适应于行业中以试剂销售为主的公司，而少数拥有仪器研发生产能力的公司如迪瑞，在进口替代大环境下会逆势成长。

同时，从同行业国外优秀公司来看，均会不断拓展产品线，迪瑞一方面通过自主研发拓展至化学发光领域，另一方面也有实力通过并购等方式在体外诊断领域内或跨领域进行新产品线的拓展。


一、 公司简介：民营控股，质地优秀，激励到位




1. 体外诊断仪器领域潜力股

体外诊断行业中具有仪器研发能力的公司是稀缺的，迪瑞是其中之一。公司成立于 1992 年，最初以尿液分析试纸起家，而后依次推出尿液分析仪、尿沉渣分析仪、生化分析仪、血细胞分析仪共四大系列仪器，并提供配套试剂。

公司仪器和试剂品质过硬，基本全线通过欧洲 CE 认证，尿液分析试纸通过 FDA 认证。公司产品覆盖国内各省，并长期出口海外 100 多个国家和地区，2014 年，国内收入占比 67%，海外收入占比 33%。

表 1 公司四大系列仪器产品介绍

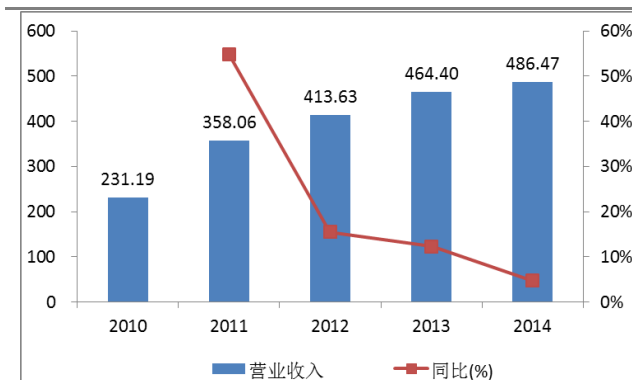
分类	主打产品	图片	检测项目	临床意义	医院检测 平均收费	门诊病人 占比估算	市场占有率 或竞争对手
尿液分析仪	H1000 全自动		尿比重、尿胆原等	用于糖尿病、肝胆系统、泌尿系统等疾病的筛查及疗效监测	11 项约 10 元	1/10	国内市场占有率 30%

尿沉渣分析仪	FUS-200		尿液中细胞、结晶、细菌、寄生虫等	20项约24元	罗氏、西门子、日本京都	
	全自动					
生化分析仪	CS-1300		白蛋白、血红蛋白、血糖、血脂、胆固醇等	用于各类疾病的筛查和疗效监测	肝功能全套约40项 1/8 350元	罗氏、贝克曼、日立、迈瑞、科华
	全自动					
细胞分析仪	CS-800		白细胞、红细胞、血小板等	用于白血病、自身免疫性疾病、贫血等筛查和疗效监测	血常规约18项 30元	希森美康、雅培、迈瑞
	全自动					

资料来源：公司官网、中国中投证券研究总部整理

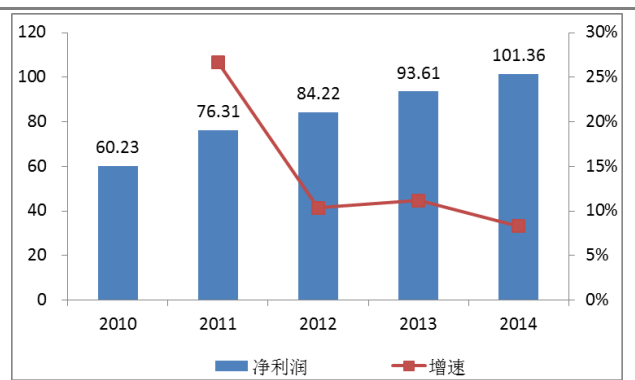
公司2012-2014年收入为4.14亿、4.64、4.86亿，同比增长12.27%和4.75%，净利润分别为0.84亿、0.93亿、1.01亿，同比增长11.14%和8.28%。

图 1 公司营业收入及增速（百万元）



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 2 公司净利润及增速（百万元）

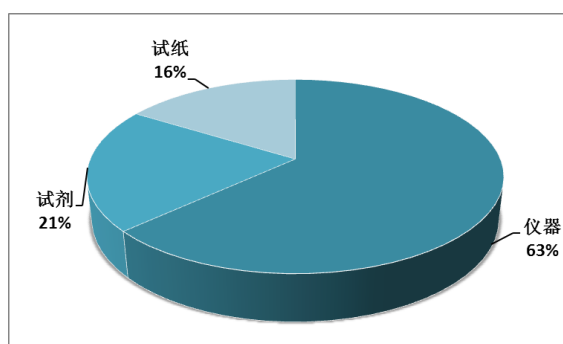


资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

2014年分产品收入依次为仪器3.07亿、试剂1.00亿、试纸0.79亿，收入和毛利占比情况如下图所示。

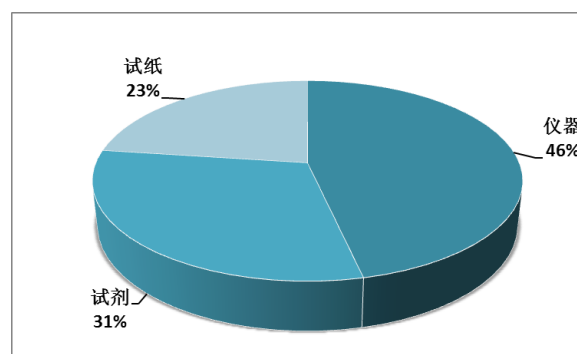
根据公司招股说明书披露2013年仪器共收2.97亿，其中依次为生化分析仪1.52亿、尿沉渣分析仪0.60亿、细胞分析仪0.40亿、尿液分析仪0.33亿，生化分析仪是公司最大的仪器品种。

图 3 公司 2014 年分产品收入占比



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 4 公司 2014 年分产品毛利占比

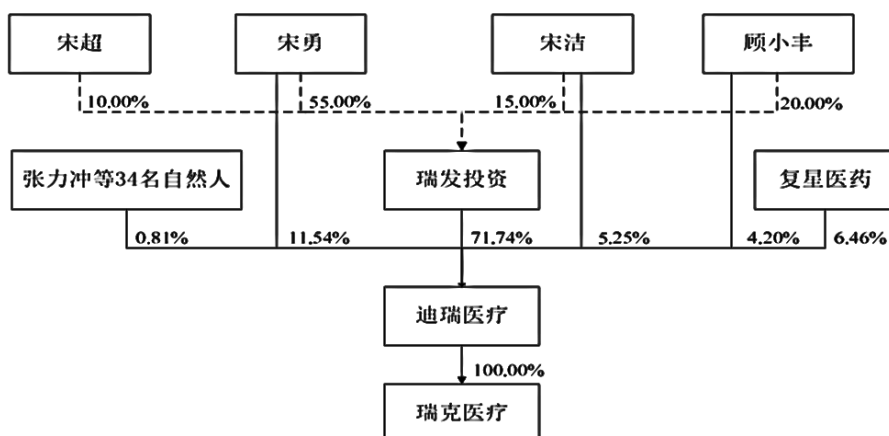


资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

2. 民营控股企业

公司是民营控股企业，公司实际控制人为宋勇先生，直接持有公司 11.54% 的股权，通过瑞发投资控制公司 71.74% 的股权，下图为 IPO 前公司股权结构。

图 5 公司发行人股权结构



资料来源：公司招股说明书

瑞发投资为公司控股股东，宋勇、顾小丰、宋洁和宋超分别持有瑞发投资 55%、20%、15%和 10% 的股权，其中宋勇、宋超、宋洁为兄妹，顾小丰与宋洁为夫妻，公司为家族控制型企业，整个家族直接或间接持有公司股权比例超过 90%，上市稀释后股权比例约 69.5%。管理层和核心研发人员激励充分，34 人共持有公司 0.81% 的股权。

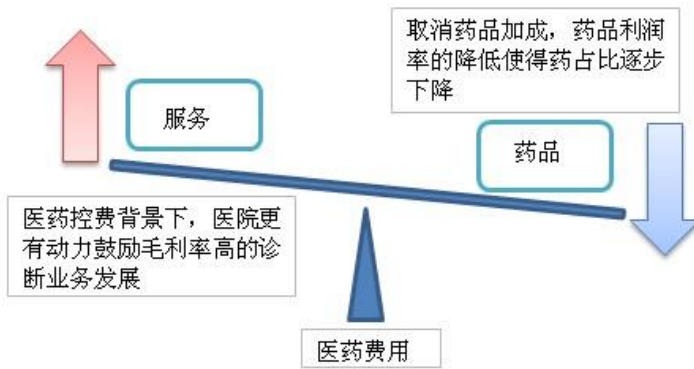
二、 公司将受益于医院药占比下降以及国产医疗器械的进口替代

1. 医保控费压力下，医院药占比将持续下降

目前医保总额预付已经在全国逐步推广实施，医院每年医保额度受到严格限制。如果把医院看成一个经营实体，药品的毛利率只有 15%（15% 的药品加成）或者没有，

而诊断科室中检验科的毛利率约 70%，显然医院有把业务重心由临床科室向毛利率更高的诊断科室转移的动力。

图 6 医疗服务占医院收入比重有望持续提升



资料来源：中国中投证券研究总部

下表对药品和医疗服务进行了对比，可以看出目前政府管制的重点为药品，而医疗服务业务环境相对宽松，有望成为医院新的利润来源。我们认为随着药占比逐步下降，诊断业务会顺势补入，抢占药品让出的空间。公司主营业务可以覆盖医院检验科 50% 的业务，因此受益于终端医院药占比的下降，公司仪器和试剂的出货量会持续增长。

表 2 药品和医疗服务的比较

比较层面	药品	医疗服务
政策层面	取消以药补医，建立科学补偿机制 药品集中招标，竞争激烈	定价权利下放到省级 医院有自主招标权
定价层面	发改委统一限价	管制较宽松，物价局备案即可
医生层面	鼓励使用价格相对较低的基本药物，查处“大处方”	医院鼓励诊断处方，全面检查有利于疾病筛查，同时有利于医疗纠纷时医生自我保护
医院层面	药品处方毛利率仅 15% 或没有	诊断业务毛利率约 70%

资料来源：中国中投证券研究总部整理

2. 进口替代正当时，公司入选第一批优秀国产医疗设备产品目录

进口替代可行性分析：一是质量达到实质等同，二是性价比突出

体外诊断的结果是确定病因、治疗方案的基础，对诊断结果精确度要求高，且终端客户是专业的医院检验科医生，客户对产品的优劣有基于自身专业知识的判断。因此国产医疗设备如果要实现规模化的进口替代，必须在价格有吸引力的同时，质量技术性能达到与进口产品实质等同的水平，这对企业的研发能力有很高要求。

进口替代的必然性分析：一是医院有动力节省成本，二是严查商业贿赂环境下产品性价比凸显

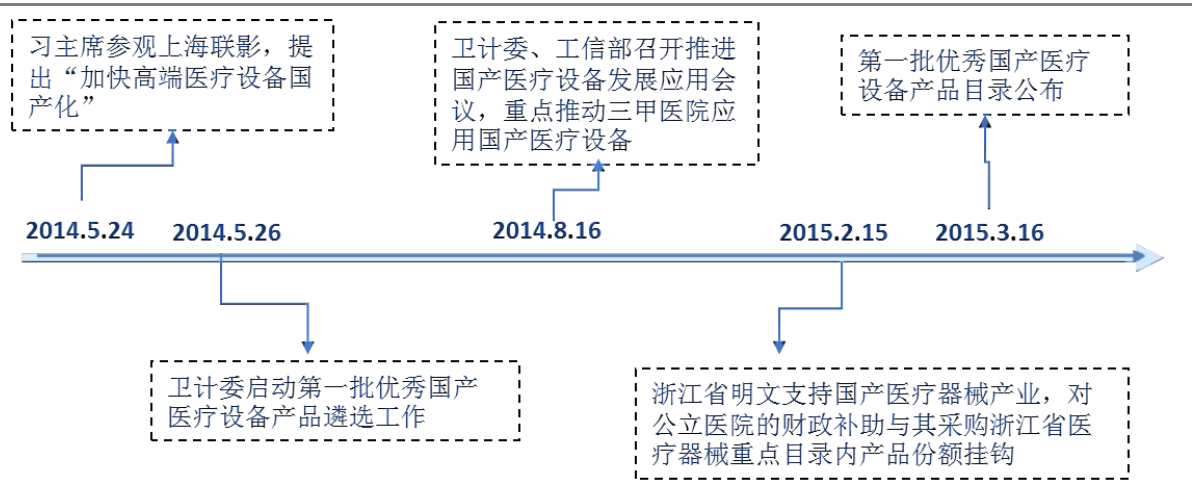
诊断仪器和试剂的消耗是医院诊断服务的成本项，在产品质量相当时，医院更偏向

使用价格更低的产品，而低价格正是国内品牌相比国外品牌的主要竞争优势。目前商业贿赂被严格查处，产品性价比在医院采购中的重要性凸显。目前体外诊断仪器中，相对进口品牌，国内品牌价格便宜 30-40%，配套试剂价格便宜 50%，性能差距很小，因此国产品牌对进口品牌的替代是大趋势。

国产医疗器械领域从政策倾斜到政策频出

为改变我国高端医疗器械大部分依赖进口、国产器械可靠性差的情况，国家近两年在政策层面对于国产医疗设备的扶持力度不断加强，医疗器械行业国产化进程明显加速。

图 7 近两年国产医疗器械行业政策频出



资料来源：中国中投证券研究总部整理

2015年3月16日第一批优秀国产医疗设备产品目录公布，公司全自动生化分析仪在 800 速及以上、400 速及以上、200 速三组全部入选，并且名次靠前，待后续进一步的政策落地，公司将率先受益。

三、 仪器研发能力助力公司成长为行业领军企业

1. 仪器研发能力是提升市占率的核心，新产品上市是业绩大幅增长的关键

我们将体外诊断公司重新分类，按照销售试剂为主和销售仪器为主来划分公司。体外诊断行业按检测方法分为生化诊断、免疫诊断和分子诊断三大领域，前两者体量较大，规模均接近百亿。生化诊断领域技术稳定，全自动生化分析仪是目前以及未来长时间内的诊断仪器，技术的发展方向是提高每小时检测速度，仪器为开放型，即仪器上使用的试剂可以选用其他品牌。免疫诊断领域技术不断更新，国内 20 世纪初期主流的酶联免疫法目前正逐步被精确度更高的化学发光法替代，且化学发光法使用的全自动化学发光分析仪是封闭的，即仪器必须配套本品牌的试剂才能检测。

体外诊断行业产品分为仪器和试剂，仪器是一次性卖到医院，而试剂是医院日常使用仪器时持续消耗的，一台仪器的寿命为 5-8 年，一般在医院使用年限为 5 年，这 5 年里持续的试剂收入是可观的。

结合以上行业特点，将我国体外诊断领域的主要企业做了如下归类。

表 3 我国体外诊断领域主要企业归类

	生化		化学发光（封闭型）
	试剂（壁垒低）	仪器（壁垒高）	（壁垒高）
国产	利德曼、九强生物、迈克生物、中生北控、科华生物	迈瑞、迪瑞医疗、科华生物	新产业、迈瑞
进口	罗氏、雅培、贝克曼	日立、东芝、罗氏、雅培、贝克曼	罗氏、雅培、贝克曼

资料来源：中国中投证券研究总部整理

生化领域销售试剂为主的企业有利德曼、九强生物、迈克生物、中生北控、科华生物，主要盈利模式是为进口生化分析仪提供配套试剂，毛利率 60-80%，同时代理少量进口仪器，毛利率仅 5%左右。生化试剂技术壁垒低，品牌厂商较多，竞争日趋激烈。生化领域销售自主研发生产的仪器为主的企业较少，品牌厂商仅迈瑞、迪瑞、科华，仪器毛利率约 40%-50%。生化仪器技术壁垒高，品牌厂商较少，随着进口替代和仪器向封闭型发展的趋势下，市场占有率会逐步提升。

我们认为，具备仪器研发能力的企业才能最终成为行业领军企业。一般路径为仪器打开市场，而后仪器带动试剂销售，国内龙头迈瑞就是典型。因为，首先仪器的壁垒比试剂高，需要的研发积累深厚，其次，仪器的进步才能促使检验精度和速度的提升，而单纯的试剂研发只能永远跟随仪器，不断去适配当前各品牌的主流机型。最后，从行业趋势看，封闭配套的仪器试剂对医院用户来说，检验结果溯源性更优、售后保养和维修均更加及时，仪器试剂封闭化是大趋势，因此在进口替代的背景下，下一阶段在生化领域市场占有率能不断提升的，我们判断是迪瑞这样的具有自主仪器研发能力的企业。

仪器生产企业的业绩大幅增长一般是由新产品上市带动的，我们预计随新产品上市，公司将迎来业绩快速增长。下表是公司过往重点产品上市时间表，公司 2009 年-2011 年是新产品推出的密集期，随后出现了 2009-2012 年销售收入高速增长期。

表 4 公司历年重点上市产品列表

年份	上市产品
2008	CS-800 全自动生化分析仪
2009	全自动五类血细胞分析仪和试剂
	FUS-100 全自动尿沉渣分析仪和试剂
2010	CS-1600、CS-6400 全自动生化分析仪
	FUS-200 全自动尿沉渣分析仪和试剂
2011	BF-6800、BF-6880 全自动五分类血细胞分析仪和试剂
	CS-1300 全自动生化分析仪

资料来源：公司官网、中国中投证券研究总部整理

我们预计，随着公司未来重点产品 CM-960 全自动化学发光免疫分析流水线、CS-9200 全自动生化检测分析流水线两大产品的上市，将开启公司下一轮高速增长期。

CM-960 全自动化学发光免疫分析流水线是化学发光领域的高端产品,目前仪器和试剂已经在申报中。CS-9200 全自动生化检测分析流水线是国家 2011 年“863 计划”重大课题,公司是该课题的牵头承担单位,目前该产品处于小试阶段。两项新产品预计在 16 年开始为公司贡献业绩。

2. 全自动生化分析仪技术领先,现阶段明星产品

全自动生化分析仪是公司销售额最大的产品,整个系列覆盖 800 速及以上的高档、400 速及以上的中档、200 速的中低档各个档次。由优秀国产医疗设备产品遴选打分(技术参数占比 60%、企业情况占比 20%、临床应用评价占比 20%)可以看出,公司的全自动生化分析仪技术处于国内领先水平,与迈瑞相当。

如下表,我们选取所有速度档上总分前 5 名产品进行分析,三个档次均进入前 5 的只有迈瑞和迪瑞,其中迈瑞在 800 速及以上的高档、400 速及以上的中档两档中略微领先,在 200 速的中低档中迪瑞略胜迈瑞,而科华仅在 200 速的中低档入围前 5 名。

表 5 优秀国产医疗设备产品遴选打分结果(全自动生化分析仪)

名次	800 速及以上型号		400 速及以上型号		200 速型号	
	企业及型号	总分	企业及型号	总分	企业及型号	总分
1	迈瑞 BS-2000M	95.8	江西特康 TC6090	96.4	深圳蓝韵 LW C310	95.1
2	迈瑞 BS-820M	94.5	迈瑞 BS-490	95.1	迪瑞 CS-380	93.4
3	迈瑞 BS-2000	94.2	迪瑞 CS-600B	95.0	迈瑞 BS-390	93.2
4	迈瑞 BS-820	92.3	迪瑞 CS-600A	95.0	科华 ZY-280	93.0
5	迪瑞 CS-1600	92.1	深圳蓝韵 LW C400	94.6	迈瑞 BS-350E	92.5

资料来源:中国医学装备协会

公司在全自动生化分析仪技术上与迈瑞相当,但迈瑞的体量比公司大很多,因此公司在后续增长空间上具有优势明显。

3. 随产品管线的拓展,公司将成长为诊断实验室解决方案服务商

公司现拥有尿液分析仪、尿沉渣分析仪、生化分析仪、血细胞分析仪四个系列,待目前在研的化学发光分析仪上市后,公司将具备提供最前沿的实验室自动化流水线的基础,有望逐步成为诊断实验室整体解决方案服务商。

实验室自动化流水线是将实验室内的检测系统(如生化、免疫、电解质、血液等)整合在一起,实现全检验过程的自动化,具有提高准确度、缩短出报告时间、减少操作人员接触来自患者样本潜在的生物污染等诸多好处。

目前只有少数国外企业能够提供实验室自动化流水线,但自动化系统与 LIS 的联网、以及最终实现与 HIS 的连接、系统兼容方面还有待成熟。公司优势在于更能理解国内用户的需求、售后维护更及时等,未来有望在实验室自动化流水线这一高端市场分一杯羹。

四、 营销改善空间大，试剂放量支撑短期业绩高速增长

调整销售平台，布局全球，销售平台的发展对公司成长的促进作用值得长期关注。

公司上市后，募集资金中 5214 万元用于销售平台建设，拟在国内建立 3 个营销中心（北京、上海、广州）和 4 个大区办事处（沈阳、西安、郑州、成都），由其向周边二、三级城市辐射。

国际市场方面，将全球市场划分为 10 个营销区域，在业务相对集中的七个国家建立海外办事处（土耳其、印度、巴西、意大利、印度尼西亚、俄罗斯、墨西哥），实现对国际市场的全面覆盖，全面提升公司在海外及时获取市场信息、快速响应客户需求的能力。在重点市场设专员负责销售和售后，并积极参加国际医疗诊断展会，部分市场组织开展新产品发布会和学术交流会议。

图 8 海外办事处及售后服务中心



资料来源：公司招股说明书

规定销售人员销售任务中的试剂占比，短期试剂销量提升可见成效。公司试剂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，以及尿沉渣分析仪和血细胞分析仪的配套试剂。公司 08、09 年才开始进入试剂领域，受益于公司前期仪器的销售积累，试剂销售增速较快，2014 年试剂销售额已达到 1 亿元，毛利率维持在 80% 的较高水平。我们认为，公司 2015 年开始规定销售人员销售任务中的试剂占比，加之公司目前仪器和试剂的配比明显偏低，短期试剂放量可期。

适当放宽对经销商的信用政策。公司由于 IPO 排队期间的审慎考量，在销售策略方面比较谨慎，上市后，将适当放宽对经销商的信用政策，这有助于减轻经销商资金压力，利好公司产品放量。

五、 盈利预测和投资建议

关键假设：

- 1、 仪器销售稳步增长，新产品陆续上市可带动销售额快速提升。

自动生化分析仪技术领先，在进口替代趋势下，预计增速在 25%左右；尿沉渣分析仪在国内处于顶尖水平，新产品 FUS-3000 在研中，上市后有望推动该系列高速增长，预计增速在 20%左右；尿液分析仪产品系列比较成熟，我们判断其将小幅稳步增长；血细胞分析仪竞争对手为国内的迈瑞和国外的希森美康，主要产品五分类血细胞仪器性能上略差与迈瑞，但是有价格优势，预计增速在 5%左右。

2、营销策略的改善有望带动试剂销量大幅提升，预计增速可达 35%以上。

3、销售推广力度增加，销售政策在保持稳健的同时略微宽松，渠道管控良好，销售费用率略有提升；研发持续投入，管理费用略有提升。

表 6 分产品收入预测（单位：万元）

	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
仪器	25412	27950	29703	30709	36851	44958	55748
yoy	95.40%	9.99%	6.27%	3.39%	19.63%	24.45%	29.18%
毛利率	42.18%	43.44%	41.81%	41.12%	42.60%	43.75%	44.25%
生化分析仪	12098	16265	15194	15973	20127	25158	32202
yoy	63.84%	34.44%	-6.58%	5%	26.00%	25.00%	28.00%
毛利率	47.21%	46.15%	43.91%	43.24%	44.80%	45.20%	45.10%
尿沉渣分析仪	5778	5262	6024	6093	7617	9140	10968
yoy	243.32%	-8.93%	14.48%	1.15%	25.00%	20.00%	20.00%
毛利率	45.08%	48.15%	46.07%	45.08%	45.90%	46.80%	46.70%
尿液分析仪	3819	3680	3285	3351	3451	3520	3591
yoy	58.53%	-3.64%	-10.73%	2.00%	3.00%	2.00%	2.00%
毛利率	33.73%	29.50%	29.81%	30%	29.90%	30.10%	30.20%
血细胞分析仪	3251	2106	3996	4076	4280	4536	4854
yoy	112.34%	-35.22%	89.74%	2.00%	5.00%	6.00%	7.00%
毛利率	24.62%	32.62%	32.42%	31.55%	32.10%	33.10%	32.11%
其他	466	638	1205	1217	1266	1367	1449
yoy		36.91%	88.87%	1.00%	4.00%	8.00%	6.00%
毛利率	67.39%	51.56%	57.85%	57.85%	57.85%	57.85%	57.85%
化学发光分析仪						2000	6000
yoy							200%
毛利率						50.05%	50.15%
试纸	7262	7407	7900	7867	8260	8673	9107
yoy	14.91%	2.00%	6.66%	-0.42%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	79.91%	78.73%	78.80%	79.09%	79.20%	79.50%	79.00%
试剂	3090	5946	8762	10044	13559	18305	24712
yoy	203.54%	92.43%	47.36%	14.63%	35.00%	35.00%	35.00%
毛利率	80.80%	83.95%	82.71%	82.67%	82.20%	82.40%	82.60%
总计	35764	41304	46366	48621	58560	72700	92883
yoy	75.79%	15.49%	12.26%	4.86%	20.44%	24.15%	27.76%
毛利率	53.18%	55.60%	55.84%	55.86%	56.93%	57.74%	57.86%

来源：WIND、中国中投证券研究总部

请务必阅读正文之后的免责条款部分

12/15

我们预计公司 2015-2017 年 EPS 为 1.86、2.30、2.97 元，对应增速为 13%、24%、29%，考虑到公司是体外诊断行业中具有仪器研发能力的稀缺标的，有成为行业领军企业的潜质，短期来看，销售策略和经销商信用政策调整给业绩带来提升，中期来看，化学发光免疫分析流水线 and 高速全自动生化检测分析流水线两大产品的上市将带动业绩的大幅增长，长期来看，受益于行业医保控费下的医院药占比持续下降以及进口替代的大趋势，我们给予公司 16 年 60 倍 PE，对应目标价 138.00 元。

表 7 可比公司估值比较

证券代码	上市公司	收盘价 (元) 3 月 20 日	每股收益 (元)			市盈率 (倍)		
			2014	2015E	2016E	2014	2015E	2016E
002022	科华生物	29.75	0.59	0.78	0.96	50.20	38.16	30.99
300289	利德曼	38.92	0.82	0.98	1.16	47.71	39.68	33.41
300406	九强生物	90.78	1.69	1.99	2.37	53.63	45.54	38.35
002030	达安基因	39.11	0.27	0.34	0.42	144.85	116.36	93.59
300244	迪安诊断	80.50	0.61	0.90	1.23	132.00	88.83	65.00
	平均					85.68	65.71	52.27

资料来源：WIND、中国中投证券研究总部 注 14-16 年 EPS 采用 WIND 一致盈利预测

六、风险提示

1、新产品上市慢于预期的风险

公司在研产品丰富，重点项目有 CM-960 全自动化学发光免疫分析仪、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等，目前进展顺利，但是后续申报注册证过程中的审批速度不能确定，如取得注册证时间晚于预期，不能及时推出新产品，销售收入的增长将受到影响。

2、新增产能产品销售不达预期的风险

公司投入 2.4 亿募集资金建设年产 6000 台仪器及 90000 盒配套试剂规模化生产项目，其中全自动生化分析仪 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。募投项目产能投产后显著提升公司仪器和试剂的供应能力，但是新增产能较大，如果销售不达预期，会存在压货风险。

3、经销商模式风险

公司是“经销商销售为主、直销为辅”的销售模式，收入主要来自于国内外的经销商。公司与大多数经销商签订的是 1 年期经销合同，合同到期后影响续签的因素较多。若公司不能保持与现有经销商的合作关系，或与经销商产生合作纠纷，或现有经销商销售额降低，或公司无法开发新的国内外经销商，或无法有效的管理经销商，公司的业务、品牌、经营情况可能会受到不利影响。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	849	984	1158	1377
现金	557	691	810	924
应收账款	88	98	125	161
其它应收款	5	8	9	11
预付账款	12	14	17	21
存货	128	174	197	260
其他	60	0	0	0
非流动资产	198	170	154	138
长期投资	0	0	0	0
固定资产	156	140	124	108
无形资产	10	10	10	10
其他	31	20	20	20
资产总计	1047	1154	1312	1516
流动负债	81	81	96	117
短期借款	0	0	0	0
应付账款	22	26	31	40
其他	59	56	64	77
非流动负债	46	39	41	41
长期借款	5	5	5	5
其他	41	34	37	37
负债合计	127	120	137	158
少数股东权益	0	0	0	0
股本	61	61	61	61
资本公积	502	502	502	502
留存收益	357	471	612	794
归属母公司股东权益	920	1034	1175	1358
负债和股东权益	1047	1154	1312	1516

现金流量表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	124	127	110	103
净利润	101	114	141	182
折旧摊销	17	16	16	16
财务费用	-5	-7	-9	-11
投资损失	-1	0	0	0
营运资金变动	7	-5	-43	-91
其它	5	9	5	7
投资活动现金流	-52	0	0	0
资本支出	53	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他	2	0	0	0
筹资活动现金流	428	7	9	11
短期借款	0	0	0	0
长期借款	5	0	0	0
普通股增加	15	0	0	0
资本公积增加	404	0	0	0
其他	4	7	9	11
现金净增加额	501	134	119	114

利润表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	486	586	727	929
营业成本	215	252	307	391
营业税金及附加	5	6	8	10
营业费用	82	103	128	163
管理费用	91	110	142	178
财务费用	-5	-7	-9	-11
资产减值损失	4	5	6	6
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1	0	0	0
营业利润	95	115	145	191
营业外收入	21	15	16	17
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	115	129	160	206
所得税	13	15	19	24
净利润	101	114	141	182
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	101	114	141	182
EBITDA	106	125	152	196
EPS (元)	1.65	1.86	2.30	2.97

主要财务比率

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	4.8%	20.4%	24.1%	27.8%
营业利润	3.0%	21.9%	25.5%	31.7%
归属于母公司净利润	8.3%	12.6%	23.8%	29.0%
获利能力				
毛利率	55.9%	56.9%	57.7%	57.9%
净利率	20.8%	19.5%	19.4%	19.6%
ROE	11.0%	11.0%	12.0%	13.4%
ROIC	20.0%	25.2%	29.7%	33.5%
偿债能力				
资产负债率	12.1%	10.4%	10.4%	10.4%
净负债比率	3.55%	3.74%	3.29%	2.85%
流动比率	10.48	12.09	12.11	11.82
速动比率	8.81	9.83	9.93	9.45
营运能力				
总资产周转率	0.61	0.53	0.59	0.66
应收账款周转率	6	6	6	6
应付账款周转率	6.53	10.67	10.85	11.07
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.65	1.86	2.30	2.97
每股经营现金流(最新摊薄)	2.02	2.07	1.80	1.68
每股净资产(最新摊薄)	15.00	16.86	19.16	22.13
估值比率				
P/E	64.05	56.88	45.93	35.61
P/B	7.06	6.28	5.52	4.78
EV/EBITDA	56	48	39	30

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

张镭,中国中投证券研究总部首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。

陈丹霏,中国中投证券研究总部医药行业研究员,北京协和医学院情报学硕士,华中科技大学同济医学院本科。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及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,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434