

## 立足尿检、布局生化及免疫全领域的 IVD 领导者

### 投资要点

- **事件:** 公司公告拟以 5.5 亿元收购宁波瑞源生物科技有限公司 51% 股权。
- **IVD 市场整体向好, 公司凭技术优势占据领先地位。** 在市场持续扩容和进口替代趋势下, 国内 IVD 市场整体向好, 据统计 2012 年我国 IVD 市场规模约为 190 亿元, 年均增长率达到 15%-20%, 预计 2015 年市场规模将超过 300 亿元。公司具备强大的仪器研发能力, 尤其在尿液分析仪市场占有率 30% 以上, 强大的仪器研发能力将为高毛利试剂产品的销售提供支持, 公司在体外诊断领域尤其是尿检细分领域的领先地位已经确立。除了重点发展的尿检领域, 公司向肾功、肝功检测领域、血糖监测领域等非尿检领域布局, 加快推出全自动化学发光免疫分析仪等新产品, 预计年底或明年初将拿到化学发光仪器+试剂生产批件。
- **销售策略升级, 产品结构优化助力盈利能力提升。** 公司制定了“三阶段销售策略”, 该策略契合了 IVD 的行业特点, 为公司的长期增长奠定了基础, 现有业务的业绩增长模式将由抢占市场份额向挖掘市场深度的方向演变。在第一阶段策略为公司带来了良好增长之后, 公司的销售策略正在向第二阶段“仪器+试剂”模式转变, 销售模式的转变将在提高公司收入规模的同时提升毛利率水平, 有助于深度挖掘现有市场的盈利空间。
- **外延扩张+布局海外, 未来增长动力充足。** 1) 收购宁波瑞源, 完成仪器+试剂全产业链布局。宁波瑞源拥有近 120 项生化试剂产品医疗器械产品注册证和年产 1 亿毫升的液体生化试剂生产线, 将显著增厚公司业绩。2) 乘全球性医疗器械产业转移东风, 抢占国际市场先机。公司积极开拓国际市场, 产品已经销售到 100 多个国家和地区, 2011-2014 年出口销售额占到公司当期主营业务收入均超过 30%, 未来将加大海外市场的力度, 拟建立七个海外办事处和售后服务中心, 以强大的营销服务网络和服务优势在市场竞争中抢占先机。
- **估值与评级:** 预测 2015-2017 年每股收益分别为 0.74 元、1.06 元和 1.31 元, 对应 PE 分别为 69 倍、49 倍、39 倍。**我们认为:** 公司为国内 IVD 行业领导者, 更是全国尿检行业的龙头, 收购宁波瑞源进一步完善了公司器械+试剂的产业链布局, 未来将立足尿检、布局生化及免疫诊断全领域, 在行业趋势向好的大背景下, 具备长期增长的潜力。首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 收购进度或低于预期; 并购后业务整合或低于预期。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	486.47	606.67	878.92	1055.91
增长率	4.75%	24.71%	44.88%	20.14%
归属母公司净利润(百万元)	101.36	114.02	162.35	201.55
增长率	8.28%	12.49%	42.39%	24.14%
每股收益 EPS(元)	0.66	0.74	1.06	1.31
净资产收益率 ROE	11.02%	11.61%	16.09%	16.86%
PE	78	69	49	39
PB	8.61	7.71	6.56	5.53

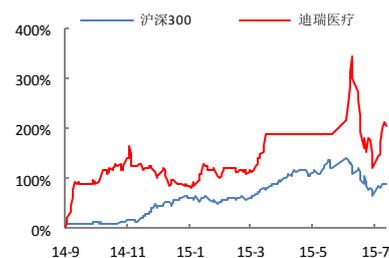
数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广  
执业证号: S1250513070001  
电话: 021-68413530  
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

联系人: 陈铁林  
电话: 023-67909731  
邮箱: cti@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 西南证券

### 基础数据

总股本(亿股)	1.53
流通 A 股(亿股)	0.38
52 周内股价区间(元)	37.76-77.01
总市值(亿元)	79.21
总资产(亿元)	10.49
每股净资产(元)	15.29

### 相关研究

## 目 录

<b>1. IVD 市场整体向好，公司凭技术优势占据领先地位</b> .....	<b>1</b>
1.1 市场扩容+进口替代趋势下，国内 IVD 市场整体向好.....	1
1.2 研发优势奠定公司行业领军者地位.....	3
1.3 布局生化及免疫诊断全领域，产品线扩充带来新盈利点.....	4
<b>2. 销售策略升级，产品结构优化助力盈利能力提升</b> .....	<b>6</b>
2.1 有的放矢，三阶段销售策略勾勒长期增长曲线.....	6
2.2 步入“仪器+试剂”模式，深度挖掘现有市场盈利空间.....	7
<b>3. 外延扩张+布局海外，未来增长动力充足</b> .....	<b>8</b>
3.1 收购宁波瑞源，试剂领域竞争力进一步提升.....	8
3.2 乘全球性医疗器械产业转移东风，抢占国际市场先机.....	9
<b>4. 盈利预测与投资建议</b> .....	<b>11</b>
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>11</b>

## 图 目 录

图 1: 全球 IVD 市场规模增长趋势 .....	2
图 2: 我国 IVD 市场规模增长趋势 .....	2
图 3: 全球 IVD 市场地域分布 .....	2
图 4: 2011 年各国人均 IVD 费用比较 (元) .....	2
图 5: 我国医院诊疗人次及增速 .....	3
图 6: 我国医院住院人数及增速 .....	3
图 7: 我国生化诊断分类 .....	5
图 8: 我国生化诊断试剂市场增长趋势 .....	5
图 9: 我国免疫诊断市场增长趋势 .....	5
图 10: 我国免疫诊断细分领域市场分布格局 .....	5
图 11: 公司销售策略 .....	6
图 12: 公司收入及增速 .....	6
图 13: 公司扣非净利润及增速 .....	6
图 14: 产品收入构成 .....	7
图 15: 产品毛利构成 .....	7
图 16: 公司主营业务毛利率变化趋势 .....	7
图 17: 公司毛利率和净利率变化趋势 .....	7
图 18: 公司与宁波瑞源协同效应 .....	8
图 19: 我国医疗器械进出口情况 .....	9
图 20: 公司 2014 年收入分地区情况 .....	10
图 21: 公司 2014 年毛利分地区情况 .....	10
图 22: 迪瑞医疗海外市场布局 .....	10

## 表 目 录

表 1: 公司主要产品具体测试项及临床应用 .....	1
表 2: 公司 2014 年新取得的医疗器械注册证书 .....	3
表 3: 公司在研技术和产品储备 .....	4
表 4: 宁波瑞源 2015-2017 年净利润测算 .....	9
附表: 财务预测与估值 .....	12

## 1. IVD 市场整体向好，公司凭技术优势占据领先地位

公司主营业务是医疗检验仪器及配套试纸试剂的研发、生产与销售，产品主要包括尿液、尿沉渣、生化、血细胞四大系列。其中，CS-6400、CS-800 全自动生化分析仪、FUS 系列全自动尿有形成成分分析仪、FB 系列全自动便潜血分析仪、尿液分析质控液等相关产品及试纸抗维生素 C 干扰技术，均达到国际同类产品先进水平。

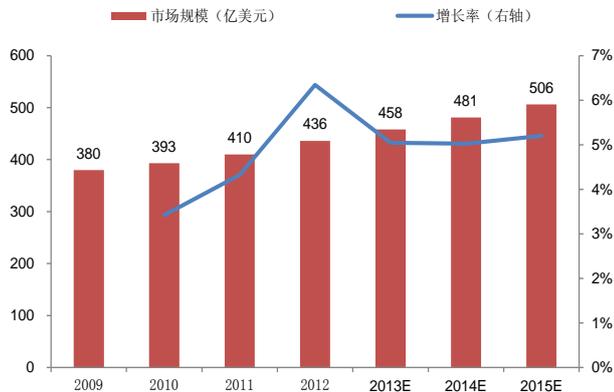
**表 1: 公司主要产品具体测试项及临床应用**

系列	代表产品	主要测试项	临床应用	
仪器类产品	尿液分析系列	H-800 全自动尿液分析仪 (240 样本/小时)	尿比重、尿胆原、胆红素、白细胞、红细胞、潜血、葡萄糖、酮体等	检验尿液中的生化指标，用于糖尿病、肝胆系统、泌尿系统等疾病的筛查及疗效监测。
	尿沉渣分析系列	FUS-200 全自动尿沉渣分析仪 (120 样本/小时)	尿液中细胞、管型、结晶、细菌、寄生虫等	用于泌尿系统疾病的检验，可对尿液中的细胞、结晶、管形、细菌、寄生虫等多项尿有形成成分进行检验。可对泌尿系统疾病、肝脏疾病、代谢性疾病(如糖尿病)进行筛查及疗效监测。
	生化分析系列	CS-1300 全自动生化分析仪 (800 测试/小时)	白蛋白、血红蛋白、血糖血脂、总胆固醇等	用于肾脏疾病、糖尿病、内分泌疾病、恶性肿瘤及心脏疾病、骨疾病、肝胆胰疾病等的筛查及疗效监测。
	血细胞分析系列	BF-6880 全自动五分类血细胞分析仪(80 样本/小时)	白细胞、红细胞、血小板等	用于白血病、急性淋巴细胞增多症、风疹等细菌病毒感染、自身免疫性疾病、贫血、脾功能亢进、慢性理化损伤等的筛查及疗效监测。
试剂试纸类产品	生化试剂、生化分析仪配套清洗液、血细胞分析仪配套试剂、尿液分析液、尿液分析试纸等		与检测仪器配套使用	

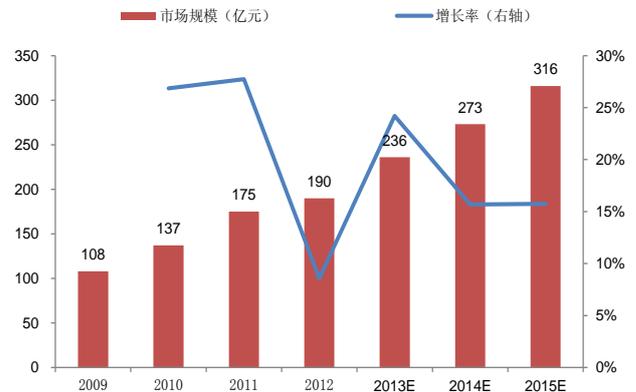
数据来源：公司招股书，西南证券

### 1.1 市场扩容+进口替代趋势下，国内 IVD 市场整体向好

国内 IVD 市场发展迅速，市场潜力巨大。从市场规模来看，2012 年全球 IVD 市场规模约为 436 亿美元，并将保持 3%-6% 的年均增长率，在 2015 年预计将超过 500 亿美元。据统计 2012 年我国 IVD 市场规模约为 190 亿元，年均增长率远高于全球平均水平达到 15%-20%，预计 2015 年将超过 300 亿元。我们认为体外诊断是当前医药行业增速整体下滑大趋势下，少数充满活力并保持较快增速发展的子行业。

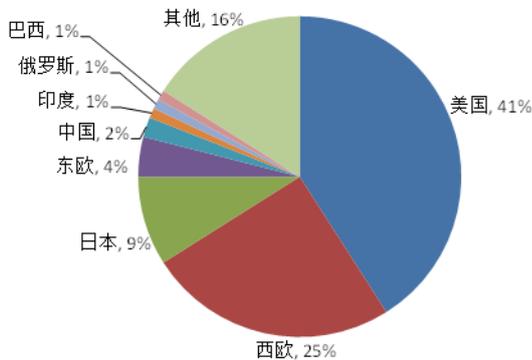
**图 1: 全球 IVD 市场规模增长趋势**


数据来源: GlobalData: In Vitro Diagnostics Markets; EvaluateMedTech. 西南证券

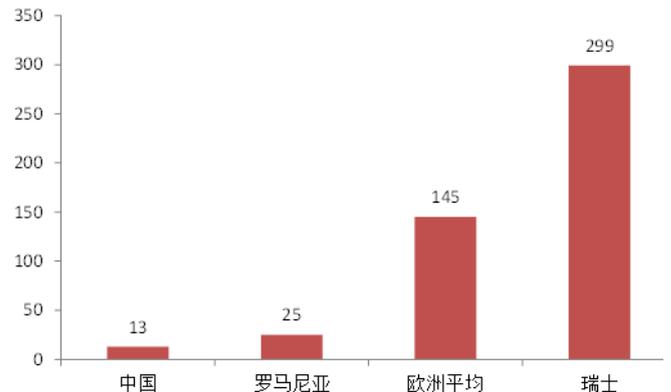
**图 2: 我国 IVD 市场规模增长趋势**


数据来源: Kalorama Information, McEvoy&Farmer, Huidian Research. 西南证券

从市场份额来看,我国仅占全球 IVD 市场份额的 2%左右,市场规模偏小。从人均 IVD 支出来看,2011 年欧盟人均 IVD 支出达到 145 元,最低的罗马尼亚也达到了人均 25 元,而我国仅为 13 元。我国 IVD 行业无论是市场规模还是人均费用都还存在巨大的增长空间,是少数同时具备增速快和空间大的子行业。

**图 3: 全球 IVD 市场地域分布**


数据来源: GlobalData IVD Markets, 西南证券

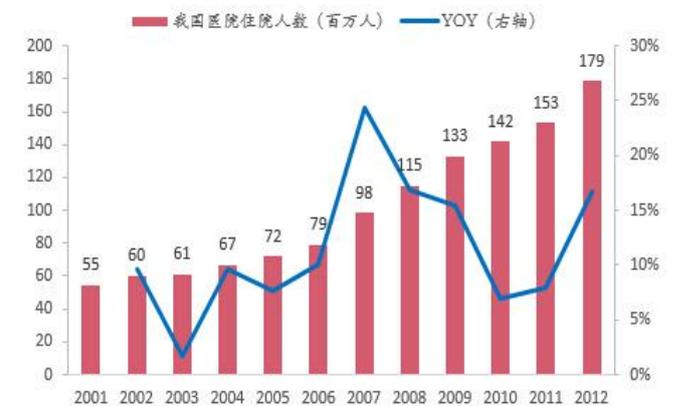
**图 4: 2011 年各国人均 IVD 费用比较 (元)**


数据来源: European IVD Market Statistics, 西南证券

我国诊疗人次和入院人数持续上升促进市场的快速增长。随着我国经济的快速增长和医疗卫生保障体系的完善,居民对疾病诊断预防及健康管理意识加强,我国医疗机构的总诊疗人次和入院人数持续上升。其中,总诊疗人次从 2004 年 39.91 亿人次上升至 2012 年的 68.9 亿人次;入院人数从 2004 年的 0.67 亿人次上升至 2012 年的 1.78 亿人次。

**图 5: 我国医院诊疗人次及增速**


数据来源: wind, 西南证券

**图 6: 我国医院住院人数及增速**


数据来源: wind, 西南证券

**进口替代带动体外诊断产业快速增长。**国内企业在众多因素的推动下,加速实现进口替代,抢占体外诊断市场份额。推动因素主要体现在两个方面:其一、产品质量和技术含量不断提高,实现与国外品牌的技术、性能可比;其二、较低的成本为本土产品带来明显的价格优势。随着高端产品的推出、制造工艺的提升、价格优势的凸显,本土品牌将加速进口替代,进而带动体外诊断产业快速增长。

## 1.2 研发优势奠定公司行业领军者地位

在技术开发与创新方面,公司继续坚持走自主创新的技术研发之路。公司拥有强大的研发团队,取得了诸多研发成果,截至 2014 年年底,公司已获得的专利共有 158 项(其中发明专利 31 项)、已登记的软件产品 44 项、软件著作权 45 项。2015 年 5 月首批优秀国产设备目录公布,公司共 3 个型号入选。

**表 2: 公司 2014 年新取得的医疗器械注册证书**

序号	医疗器械注册证名称	证书编号	有效期	注册人
1	多项复合尿液分析质控液	吉食药监械(准)字 2014 第 2400024 号	2014.01.14-2018.01.13	迪瑞医疗
2	C 反应蛋白定量测定试剂盒 (胶乳增强免疫比浊法)	吉食药监械(准)字 2014 第 2400025 号	2014.01.14-2018.01.13	迪瑞医疗
3	CS-4000 全自动生化分析仪	吉食药监械(准)字 2014 第 2400152 号	2014.08.14-2019.08.13	迪瑞医疗
4	特种蛋白复合质控血清	吉食药监械(准)字 2014 第 2400215 号	2014.10.08-2019.10.07	迪瑞医疗
5	脂类复合质控血清	吉食药监械(准)字 2014 第 2400217 号	2014.10.08-2019.10.07	迪瑞医疗
6	全自动五分类血细胞分析仪	吉食药监械(准)字 2014 第 2400153 号	2014.08.14-2019.08.13	瑞克医疗
7	全自动尿液分析工作站	吉食药监械(准)字 2014 第 2400154 号	2014.08.14-2019.08.13	瑞克医疗

数据来源: 公司年报, 西南证券

**表 3: 公司在研技术和产品储备**

序号	项目名称	进展情况	拟达到目标	对发行人业务的影响
一、在研技术				
1	显微镜景深拓展技术	研究阶段	通过拓展显微镜的景深，使 CCD 获得更好的成像质量	保证拍摄图片的清晰度，提高检测的准确性
2	抗原抗体制备技术	研究阶段	降低抗原抗体的制备成本，完善抗原抗体的制备技术	降低试剂成本，获取更高的市场份额
二、在研产品				
1	FUS-3000 全自动尿液分析工作站	研究阶段	国际水平	拓展产品线
2	BF-7500 全自动血细胞分析仪（网织）	研究阶段	国内先进	拓展产品线
3	CM-960 全自动化学发光免疫分析流水线	研究阶段	国内先进	拓展产品线
4	CS-9200 全自动生化检测分析流水线	研究阶段	国际水平	完善生化产品线

数据来源：公司招股书，西南证券

公司具备强大的仪器研发能力，尤其是在尿液分析仪市场取得了较大的市场份额，公司尿液分析仪市场占有率 30% 以上。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，能够覆盖各级医疗机构的使用需求。目前尿检行业存在众多发展机遇，公司有望凭借其国内领先的技术水平进一步巩固其在该领域的市场地位，扩大市场份额。

**我们认为：**公司强大的仪器研发能力将为高毛利试剂产品的销售提供支持，未来增速提高是大概率事件，随着后期高毛利试剂产品的放量，整体毛利水平将持续增长，公司在体外诊断领域尤其是尿检细分领域的领先地位已经确立。

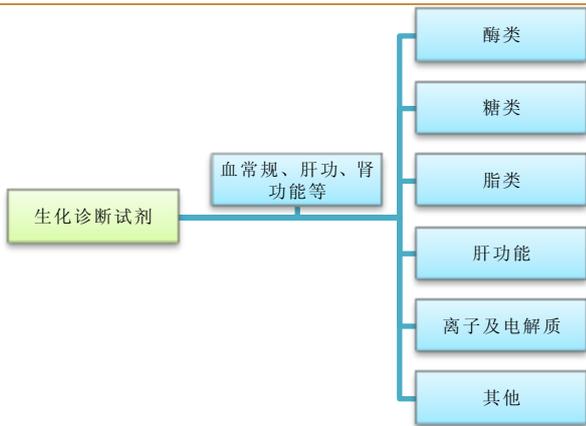
### 1.3 布局生化及免疫诊断全领域，产品线扩充带来新盈利点

除了重点发展的尿检领域，公司正谋划向肾功、肝功能检测领域、血糖监测领域等非尿检领域布局，包括生化诊断领域和免疫诊断领域。

生化诊断为医院最常见的检查项目。由于生化试剂技术壁垒相对较低，且生化诊断系统多为开放系统（即试剂和仪器可以分别由不同厂商提供），目前生化试剂国产化率已超过 80%，但高端的全自动生化分析仪仍由外企主导。公司依靠其研发优势将在仪器方面进行全面布局。

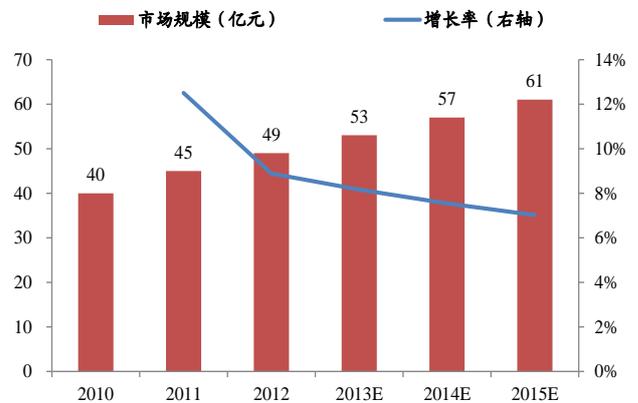
生化诊断未来的增长动力主要来源于两方面：1、全自动生化分析仪的进口替代和生化诊断产品在基层医疗机构的覆盖率逐步提高；2、新检验项目的开拓，特别是一些免疫诊断可以通过透射免疫比浊方式在生化诊断仪器上实现，通过新业务带来市场增量。预计 2015 年我国生化诊断市场规模将达到 61 亿元，年均增长率约为 6%-8%。同时由于生化诊断试剂竞争较为激烈且行业集中度低，未来性价比高和渠道能力强的厂商有望最终胜出，市场集中度将逐步提升。

图 7: 我国生化诊断分类



数据来源: 公开资料, 西南证券

图 8: 我国生化诊断试剂市场增长趋势

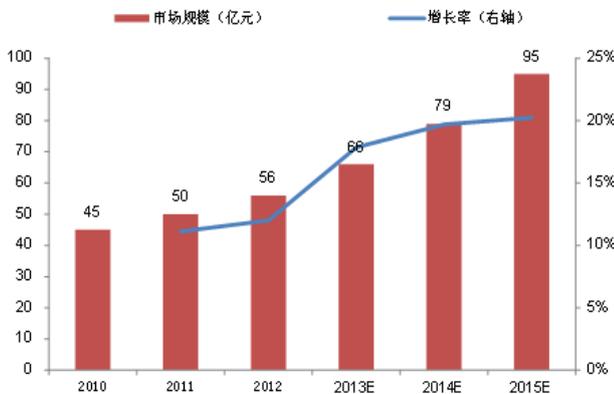


数据来源: Kalorama, McEvoy&Farmer, 西南证券

在免疫诊断方面, 公司也积极布局。预计在年底或明年年初将拿到相关化学发光仪器+试剂生产批件。

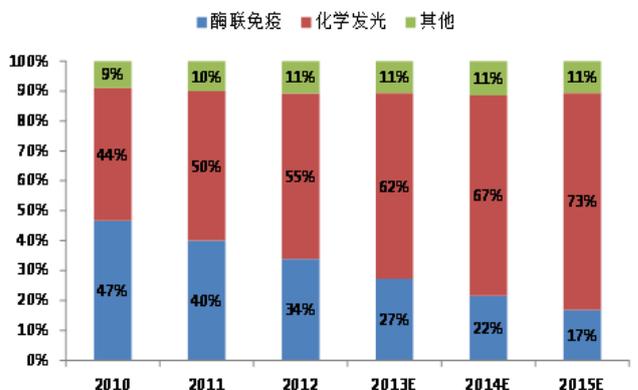
化学发光是免疫诊断的一个细分领域, 从体外诊断技术发展趋势来看, 免疫诊断已成为全球主流。我国也同样如此, 免疫诊断市场份额达到 35%, 是最大的体外诊断子行业。预计 2015 年我国免疫诊断市场将达到 95 亿元, 未来年均复合增长率在 15% 左右。化学发光是增长最快的免疫诊断细分领域, 市场份额不断提升, 预计 2015 年将达到 73%, 约 70 亿元。

图 9: 我国免疫诊断市场增长趋势



数据来源: Kalorama, McEvoy&Farmer, 西南证券

图 10: 我国免疫诊断细分领域市场分布格局



数据来源: Kalorama, McEvoy&Farmer, 西南证券

化学发光体量大、增速快, 是我国体外诊断技术的重要发展方向, 市场前景广阔: 从 IVD 子行业来看, 免疫诊断市场份额逐步提升是全球趋势; 从免疫诊断细分领域来看, 化学发光凭借技术优势将逐步替代酶联免疫; 从进口替代来看, 随着国内企业技术发展, 凭借成本优势必然会不断提高国产化水平。

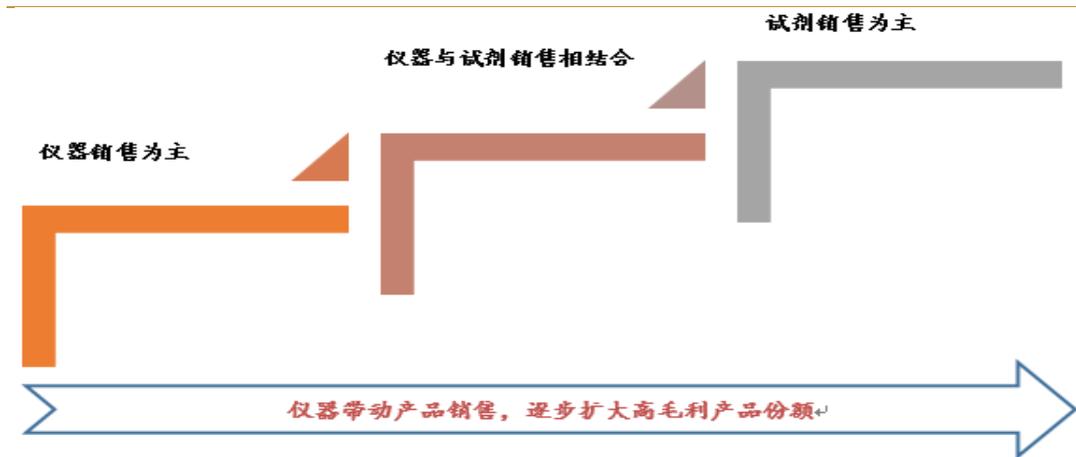
**我们认为:** 公司正在积极切入的生化诊断和免疫诊断市场增长动力充足, 进口替代趋势为国内企业提供了发展机遇。公司已经在 IVD 领域积累了技术优势和营销经验, 有望在未来的竞争中崭露头角, 非尿检领域的布局将为公司带来新的盈利点。

## 2. 销售策略升级，产品结构优化助力盈利能力提升

### 2.1 有的放矢，三阶段销售策略勾勒长期增长曲线

公司的销售策略主要分为三个阶段，第一阶段为仪器销售为主，目标为凭借仪器打开市场，扩大市占率；第二阶段为仪器与试剂销售相结合，目标为用仪器带动试剂销售；第三阶段为试剂销售为主，进一步挖掘市场潜力。我们认为三阶段销售策略契合了 IVD 的行业特点，为公司的长期增长奠定了基础。公司现有业务的业绩增长模式将由抢占市场份额向挖掘市场深度的方向演变。

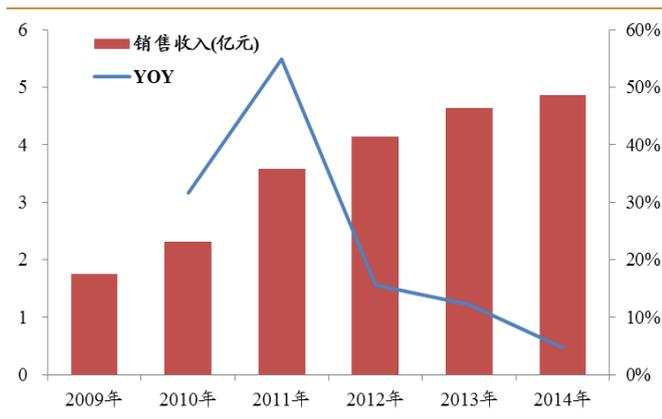
图 11: 公司销售策略



数据来源: 西南证券

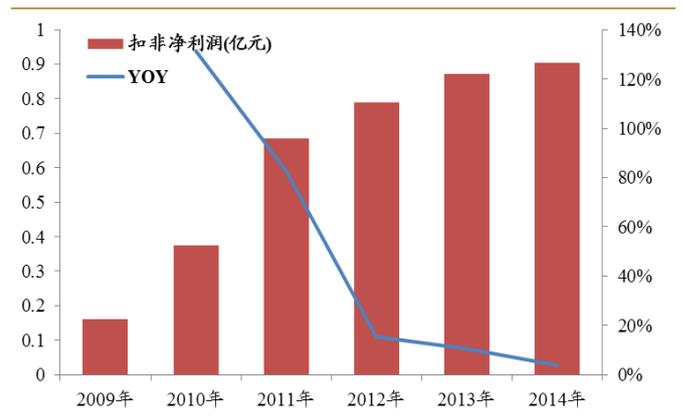
第一阶段的仪器销售为主策略为公司前期的发展带来了高速增长，尿液分析仪市场占有率 30% 以上，2009-2014 年收入的复合增速达 22.6%，扣非后净利润的复合增速达 41.1%。

图 12: 公司收入及增速



数据来源: wind, 西南证券

图 13: 公司扣非净利润及增速



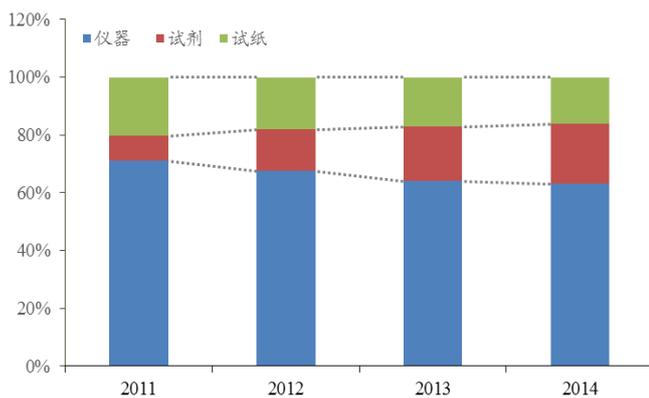
数据来源: wind, 西南证券

## 2.2 步入“仪器+试剂”模式，深度挖掘现有市场盈利空间

随着公司市场份额日益扩大，所在行业的竞争日趋激烈，且医院固定资产投入意愿不强，以仪器销售为主的策略面临着收入增速下滑的风险，公司 2014 年的收入、扣非后归母净利润增速分别为 4.8%、3.7%，同比下降 7.5、6.8 个百分点。而试剂需求稳定且消费频次高，市场规模不断扩大，且其单价较低，销售成本可以直接转嫁给消费者，盈利能力大大高于仪器。因此公司的销售策略正在向第二阶段“仪器+试剂”模式转变，我们认为销售模式的转变将在提高公司收入规模的同时提升公司的毛利率水平，有助于深度挖掘公司在现有市场的盈利空间。

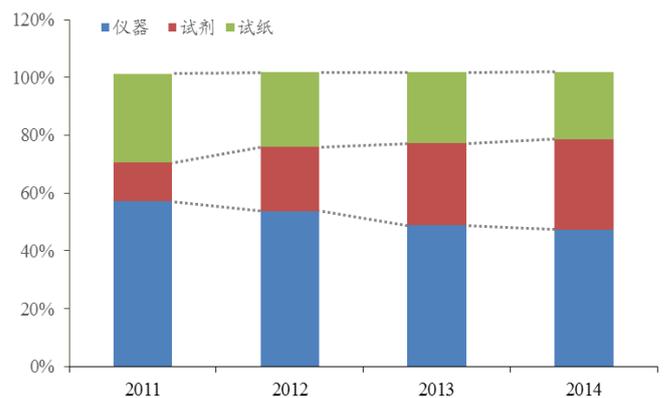
从模式转变的结果来看，公司的销售策略转变带来了产品结构的优化。2014 年试剂和试纸收入占比仅为 37%，但贡献毛利达 54%，销售收入呈现向高毛利产品转移的趋势，其中试剂产品的收入和毛利占比均增长最快。在此背景下公司综合毛利率和净利率水平呈现出稳中缓慢上升趋势，2014 年销售毛利率和销售净利率分别为 55.9%、20.8%，处于业内较高水平。

图 14: 产品收入构成



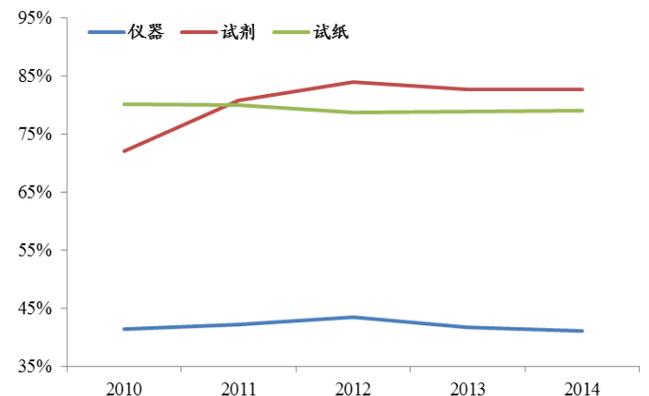
数据来源: wind, 西南证券

图 15: 产品毛利构成



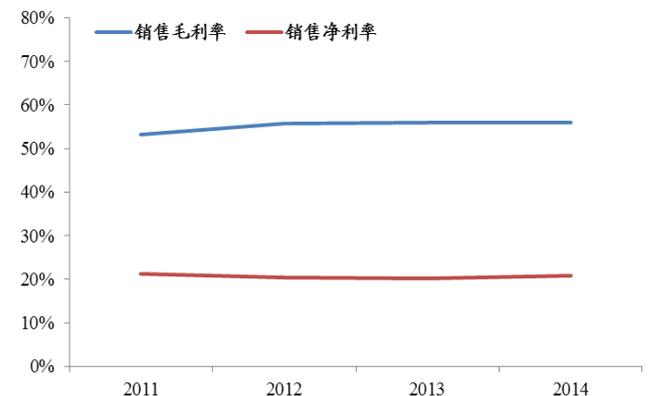
数据来源: wind, 西南证券

图 16: 公司主营业务毛利率变化趋势



数据来源: wind, 西南证券

图 17: 公司毛利率和净利率变化趋势



数据来源: wind, 西南证券

### 3. 外延扩张+布局海外，未来增长动力充足

#### 3.1 收购宁波瑞源，试剂领域竞争力进一步提升

公司于 2015 年 6 月公告拟以 5.5 亿元收购宁波瑞源生物科技有限公司 51% 股权。宁波瑞源拥有近 120 项生化试剂产品的医疗器械产品注册证和年产 1 亿毫升的液体生化试剂生产线，收购宁波瑞源将显著增厚公司业绩。

此外，公司与宁波瑞源在产品、销售模式、销售渠道、研发及地域等多个方面都存在协同效应。体外诊断试剂目前在国内企业占比在 1/10 左右，进口替代和行业集中度提升为我国体外诊断试剂行业未来主要发展趋势。若收购完成，公司体外诊断试剂的生产能力将有所提升，形成规模效应，在行业竞争中更具优势。此外，还将有利于公司更好地实现以试剂销售为主的目标，提高公司整体的毛利水平。

图 18: 公司与宁波瑞源协同效应

	迪瑞医疗	宁波瑞源	协同效应
产品	体外检测仪器为主	体外诊断试剂为主	✓
销售模式	合作销售模式	单纯销售模式	✓
销售渠道	覆盖国内各省及国外 100 多个国家和地区	国内有 400 余家经销商	✓
研发	体外诊断仪器研发优势	体外诊断试剂研发优势	✓
生产基地	长春（北方）	宁波（南方）	✓

数据来源：公司公告，西南证券

宁波瑞源目前拥有的生化诊断试剂产能为 1 亿毫升，2014 年的产能利用率达到 92.58%。2015 年宁波瑞源正在建设的“2 亿毫升生化体外诊断试剂生产线建设项目”将竣工投产。目前，项目已经完成竣工环境保护验收，预计 2015 年下半年项目投产后，宁波瑞源的体外诊断试剂生产能力将达到 3 亿毫升。

按照并购业绩承诺，2015-2017 年宁波瑞源的扣非净利分别为 4200 万元、6600 万元、9300 万元，按照近三年宁波瑞源平均销售利润率 27% 和公司 2014 年的产品单价测算，我们预计公司 2015-2017 年的净利润分别为 4454 万元、6929 万元、9403 万元。根据测算结果，宁波瑞源实现业绩承诺概率较高，将显著增厚公司业绩。

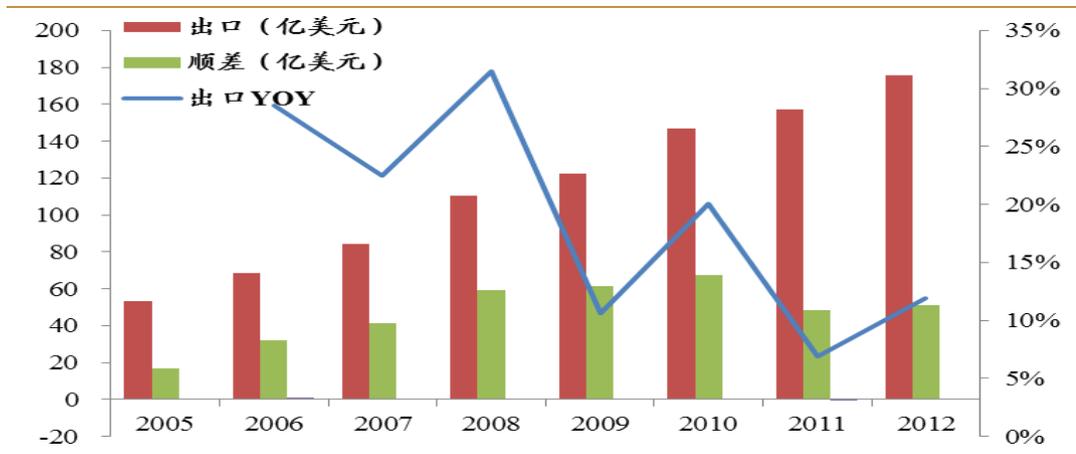
**表 4: 宁波瑞源 2015-2017 年净利润测算**

年份	2014	2015E	2016E	2017E
产能 (万毫升)	10000	30000 (下半年达产)	30000	30000
产量 (万毫升)	9282	13500	21000	28500
销量 (万毫升)	9057	12825	19950	27075
期初库存 (万毫升)	3515	576	1251	2301
期末库存 (万毫升)	576	1251	2301	3726
产能利用率	92.58%	45%	70%	95%
产销率	97.58%	95%	95%	95%
销售收入 (万元)	11650	16497	25662	34827
销售利润率	-	27%	27%	27%
净利润 (万元)	-	4454	6929	9403

数据来源: 公司公告, 西南证券

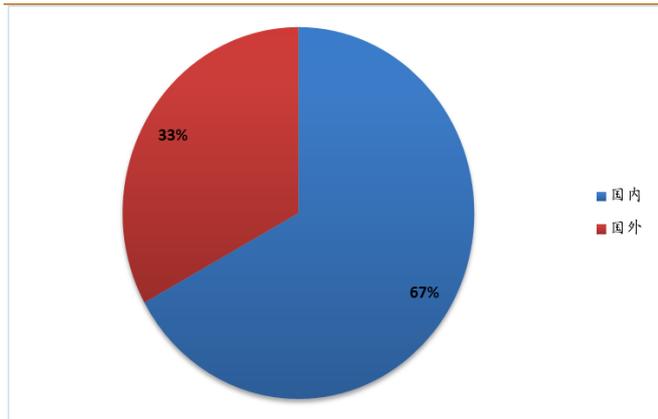
### 3.2 乘全球性医疗器械产业转移东风, 抢占国际市场先机

国内医疗器械生产企业创新能力的提高及技术积累使得国内医疗器械产品质量能够达到国际先进水平, 逐步打破国外产品在高端市场的垄断。凭借特有的成本优势, 医疗器械产业逐步向国内转移, 促使出口快速增长。

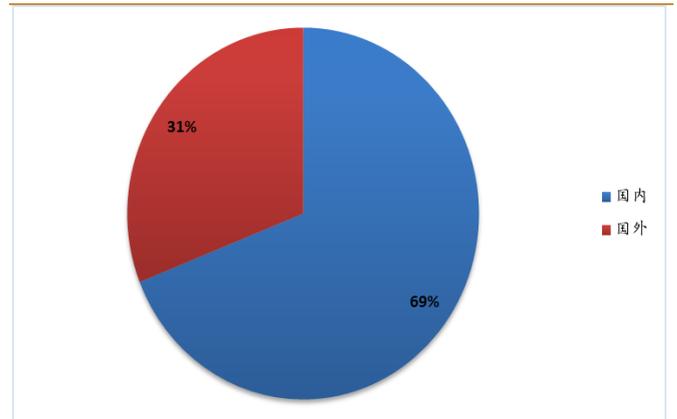
**图 19: 我国医疗器械进出口情况**


数据来源: wind, 西南证券

公司积极开拓国际市场, 目前产品已经销售到 100 多个国家和地区, 2011-2014 年出口销售额均超过主营业务收入的 30%。

**图 20: 公司 2014 年收入分地区情况**


数据来源: wind, 西南证券

**图 21: 公司 2014 年毛利分地区情况**


数据来源: wind, 西南证券

为了进一步加强和拓展海外业务, 公司将在土耳其、印度、巴西、意大利、印尼、俄罗斯、墨西哥等国家建立七个海外办事处和售后服务中心, 以强大的营销服务网络和服务优势在市场竞争中抢占先机。此外, 公司还计划外包医院检测业务, 或组建全迪瑞的医学检验科, 增加医院对产品的粘性。自开拓国际市场以来, 公司产品已经销售到 100 多个国家和地区。

**图 22: 迪瑞医疗海外市场布局**


数据来源: 公开信息, 西南证券

我们认为, 全球性医疗器械产业转移为国内企业在海外市场的发展提供了契机。公司顺势而上, 积极开拓海外营销, 有望抢占市场先机。

## 4. 盈利预测与投资建议

未来 3 年盈利预测关键假设如下：

- 宁波瑞源于 2015 年下半年并表；
- 产品结构的变化带来公司毛利率的提升，预计 2015 年公司毛利率将提升至 57% 左右，2016 年将达到 59% 左右；
- 宁波瑞源收购初期的整合工作在短期内提高了公司的销售费用率和管理费用率，预计公司 2015 年的销售费用率和管理费用率将分别达到 17.5% 和 19.5%。

基于上述假设，我们预测公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.74 元、1.06 元和 1.31 元，对应 PE 分别为 69 倍、48 倍、39 倍。我们认为：公司作为东北地区 IVD 行业龙头，更是全国尿检行业的领导者，收购宁波瑞源进一步完善了公司器械+试剂的产业链布局，在行业趋势向好的大背景下，具备长期增长的潜力。首次覆盖给予“买入”评级。

## 5. 风险提示

收购进度或低于预期；

收购后业务整合效果或低于预期。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	486.47	606.67	878.92	1055.91	净利润	101.36	119.27	194.35	241.55
营业成本	214.74	260.64	369.46	431.14	折旧与摊销	17.02	17.70	20.56	21.29
营业税金及附加	5.34	6.62	9.60	11.54	财务费用	-5.36	0.07	1.18	0.96
销售费用	82.44	106.17	140.63	168.95	资产减值损失	4.08	0.00	0.00	0.00
管理费用	91.26	118.30	158.21	190.06	经营营运资本变动	-56.19	-274.30	-175.62	-123.86
财务费用	-5.36	0.07	1.18	0.96	其他	63.26	2.67	-0.26	-0.31
资产减值损失	4.08	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	124.17	-134.60	40.21	139.63
投资收益	0.64	0.00	0.00	0.00	资本支出	-25.85	-520.69	-15.00	-15.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-25.70	-20.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	-51.55	-540.69	-15.00	-15.00
<b>营业利润</b>	94.61	114.88	199.85	253.27	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	20.10	20.10	20.10	20.10	长期借款	4.50	274.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	114.71	134.98	219.95	273.36	股权融资	419.39	0.00	0.00	0.00
所得税	13.35	15.71	25.60	31.82	支付股利	0.00	-12.18	-13.70	-16.26
净利润	101.36	119.27	194.35	241.55	其他	3.75	-0.07	-1.18	-0.96
少数股东损益	0.00	5.25	32.00	40.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	427.64	261.75	-14.88	-17.22
归属母公司股东净利润	101.36	114.02	162.35	201.55	<b>现金流量净额</b>	500.65	-413.54	10.33	107.41
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	557.00	143.46	153.79	261.20	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	104.36	293.00	388.51	465.48	销售收入增长率	4.75%	24.71%	44.88%	20.14%
存货	127.78	210.04	299.11	349.76	营业利润增长率	3.00%	21.42%	73.97%	26.73%
其他流动资产	60.00	74.83	108.40	130.23	净利润增长率	8.28%	17.67%	62.96%	24.28%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-1.05%	24.82%	67.06%	24.33%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	173.26	237.41	233.73	229.33	毛利率	55.86%	57.04%	57.96%	59.17%
无形资产和开发支出	10.22	449.10	447.30	445.49	三费率	34.60%	37.01%	34.13%	34.09%
其他非流动资产	14.11	34.42	34.34	34.26	净利率	20.84%	19.66%	22.11%	22.88%
<b>资产总计</b>	1046.74	1442.26	1665.19	1915.76	ROE	11.02%	11.61%	16.09%	16.86%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	17.14%	9.68%	8.27%	11.67%
应付和预收款项	78.13	91.94	132.74	157.18	ROIC	21.63%	12.77%	13.79%	15.45%
长期借款	4.50	278.50	278.50	278.50	EBITDA/销售收入	21.85%	21.86%	25.21%	26.09%
其他负债	44.28	44.91	46.39	47.23	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	126.92	415.35	457.63	482.91	总资产周转率	0.61	0.49	0.57	0.59
股本	61.34	61.34	61.34	61.34	固定资产周转率	3.09	3.35	4.22	5.25
资本公积	501.96	501.96	501.96	501.96	应收账款周转率	5.88	4.71	4.51	4.37
留存收益	356.52	458.36	607.01	792.30	存货周转率	1.44	1.53	1.44	1.32
归属母公司股东权益	919.82	1021.66	1170.31	1355.60	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	112.20%	—	—	—
少数股东权益	0.00	5.25	37.25	77.25	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	919.82	1026.91	1207.56	1432.85	资产负债率	12.12%	28.80%	27.48%	25.21%
负债和股东权益合计	1046.74	1442.26	1665.19	1915.76	带息债务/总负债	3.55%	67.05%	60.86%	57.67%
					流动比率	10.48	7.55	6.89	7.40
					速动比率	8.90	5.35	4.72	5.26
					股利支付率	0.00%	10.68%	8.44%	8.07%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	106.27	132.65	221.60	275.52	每股收益	0.66	0.74	1.06	1.31
PE	78.14	69.47	48.79	39.30	每股净资产	6.00	6.70	7.87	9.34
PB	8.61	7.71	6.56	5.53	每股经营现金	0.81	-0.88	0.26	0.91
PS	16.28	13.06	9.01	7.50	每股股利	0.00	0.08	0.09	0.11
EV/EBITDA	24.48	24.65	14.71	11.44					
股息率	—	0.15%	0.17%	0.21%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

### 上海地区

蒋诗烽 (地区销售总监)

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

### 北京地区

赵佳 (地区销售负责人)

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

### 深圳地区

刘娟 (地区销售总监)

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn