

布局产业链, 试剂高增长

- **事件:** 公司 2015 年上半年实现营业收入 2.26 亿元, 同比增长 6.6%, 归母净利润 0.48 亿, 同比增长 8.5%。公司业绩整体增长稳健, 基本符合预期。
- **试剂收入同比增长 33%超预期, 仪器收入占比 58%为主要收入来源。** 1) 2015 上半年公司实现试剂收入 6173 万元, 收入占比 27%, 同比增长 33%, 增速快于预期, 试剂领域将是公司未来发展重点; 2) 报告期内实现仪器收入 1.32 亿元, 占比 58%, 为公司主要收入来源, 同比增速下滑 4%, 我们初步判断可能是公司为了促进试剂销售, 牺牲了部分仪器收入所致; 3) 未来公司将积极贯彻“试剂+仪器”的既定战略, 以仪器带动高毛利试剂产品销售。
- **宁波瑞源预计四季度并表, 将增厚下半年业绩。** 1) 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两亿毫升的液体生化试剂生产线, 主营业务收入和利润规模在体外诊断试剂行业排名第七; 2) 2015-2017 年宁波瑞源承诺的扣非净利分别为 4200 万元、6600 万元、9300 万元, 将显著增厚公司业绩; 3) 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均存在协同效应。
- **未来公司将立足尿检, 打通产业链, 同时积极开拓全球市场。** 1) 公司尿液分析仪市场占有率超过 30%, 为国内尿检行业龙头。未来凭借领先技术水平将不断实现进口替代, 扩大市场份额; 2) 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; 3) 公司还积极开拓国际市场, 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%, 未来公司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。
- **盈利预测及评级:** 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 65 倍、46 倍、37 倍。**我们认为:** 公司作为东北地区 IVD 行业龙头和全国尿检行业的领导者, 收购宁波瑞源进一步完善了公司“仪器+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。维持“买入”评级。
- **风险提示:** 收购进度或低于预期; 公司业务整合或不顺利; 行业增长或放缓; 汇率波动风险。

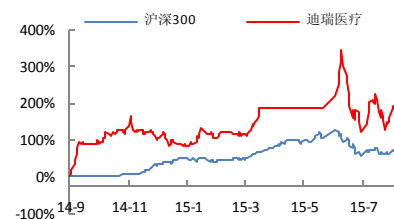
指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	486.47	606.67	878.92	1055.91
增长率	4.75%	24.71%	44.88%	20.14%
归属母公司净利润(百万元)	101.36	114.02	162.35	201.55
增长率	8.28%	12.49%	42.39%	24.14%
每股收益 EPS(元)	0.66	0.74	1.06	1.31
净资产收益率 ROE	11.02%	11.61%	16.09%	16.86%
PE	73.01	64.91	45.58	36.72
PB	8.05	7.21	6.13	5.16

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: ctl@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)	64.07
总资产(亿元)	10.49
每股净资产(元)	15.29

相关研究

1. 迪瑞医疗(300396): 立足尿检, 布局生化免疫全领域的 MD 领导者 (2015-07-22)

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	经营活动现金流净额	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	投资活动现金流净额	-51.55	-540.69	-15.00	-15.00
营业利润	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
利润总额	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	筹资活动现金流净额	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	现金流量净额	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	成长能力				
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	获利能力				
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%
资产总计	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	营运能力				
负债合计	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	153.35	153.35	153.35	固定资产周转率	3.09	3.35	4.22	5.25
资本公积	501.96	409.95	409.95	409.95	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	资本结构				
股东权益合计	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	每股指标				
EBITDA	106.27	132.65	221.60	275.52	每股收益	0.66	0.74	1.06	1.31
PE	73.01	64.91	45.58	36.72	每股净资产	6.00	6.70	7.87	9.34
PB	8.05	7.21	6.13	5.16	每股经营现金	0.81	-0.88	0.26	0.91
PS	15.21	12.20	8.42	7.01	每股股利	0.00	0.08	0.09	0.11
EV/EBITDA	22.53	56.56	33.81	26.80					
股息率	—	0.16%	0.19%	0.22%					

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

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn