

化学发光产品获批, 全产品线布局显现

- **事件:** 公司公告称全自动化学发光测定仪获得医疗器械注册证。
- **化学发光新产品获批, 进军市场前景最广阔的 IVD 子领域。** 按照出厂口径计算, 化学发光市场规模在 135 亿左右, 且年均复合增速高达 20%-25%, 是目前 IVD 行业规模和增速最具诱惑力的子领域。随着药品加成取消, 医院将逐渐增加检测费用以保证收益, 而医保控费压力加大则使得医院更加倾向于采用国产产品。跨国企业在化学发光市场的份额达到 90%, 在医改大趋势下将逐步实现进口替代, 为国内企业创造发展的良机。随着下半年 30 多个化学发光检测项目陆续获批, 公司的化学发光产品有望凭借覆盖全国的营销渠道迅速实现放量, 分享化学发光快速成长和进口替代的市场红利。
- **尿检+生化仪+化学发光+瑞源试剂, 全产品线格局显现:** 公司是尿检领域的龙头, 尿液分析仪市场占有率超过 30%, 最近又进入了市场前景广阔的化学发光市场, 同时还在积极开拓肾功、肝功、血糖监测等领域, 全自动生化分析流水线 CS-9200 也有望在年底获批, 产品线不断丰富, 规模效应逐步显现。公司的传统强项是仪器研发, 仪器销售占比在 60% 左右。而 IVD 行业的常见盈利模式为仪器低价甚至免费销售, 主要收入来自试剂。公司近期公告拟以 5.5 亿元收购了宁波瑞源 51% 股权, 宁波瑞源拥有接近 120 项试剂产品, 将补充公司的试剂短板, 凭借丰富的试剂组合成为新的业绩增长点。在仪器方面, 公司从尿检向化学发光、生化分析仪等多个方向延伸, 100 多种试剂产品补齐短板, 全产品线格局将逐步完善, 共享营销渠道, 实现协同效应。
- **仪器+试剂营销新模式, 国内+海外市场新局面。** 公司营销模式从以前的仪器广覆盖、抢占市场份额逐步转变为深挖市场潜力, 借助仪器优势带动试剂放量, 从而实现营收和毛利率双双提升, 进入新一轮高速成长期。公司凭借产品质量和价格优势已经进入了全球 100 多个国家和地区的 MD 市场, 出口额占销售收入的比例超过 30%, 公司未来将进一步加大海外市场营销力度, 拟建立 7 个海外办事处和售后服务中心, 将种类不断丰富的 IVD 仪器和试剂销往海外市场, 形成国内+海外双轮驱动的新局面。
- **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 51 倍、36 倍、29 倍。考虑到公司获得了成长性最好的化学发光市场的敲门砖, 众多新产品将陆续获批, 且仪器+试剂的营销模式转变将带来营收和毛利率双丰收, 国内和海外市场双轮驱动的新局面逐渐形成, 将迎来新一轮高速成长期, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 新产品获批进度或低于预期; 业务整合或低于预期; 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	57	51	36	29
PB	6	6	5	4

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

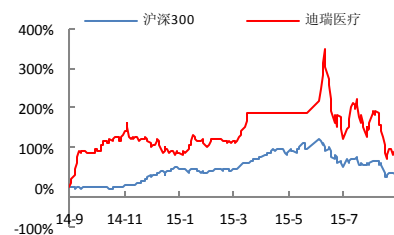
邮箱: cti@swsc.com.cn

联系人: 周平

电话: 023-67791327

邮箱: zp@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)	28.62-77.01
总市值(亿元)	58.27
总资产(亿元)	10.65
每股净资产(元)	6.11

相关研究

1. 迪瑞医疗(300396): 布局产业链, 试剂高增长 (2015-08-18)
2. 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	57.49	51.11	35.89	28.91	每股净资产	6.00	6.70	7.87	9.34
PB	6.34	5.67	4.83	4.07	每股经营现金	0.81	-0.88	0.26	0.91
PS	11.98	9.61	6.63	5.52	每股股利	0.00	0.08	0.09	0.11
EV/EBITDA	16.61	18.34	10.93	8.40					
股息率	—	0.21%	0.24%	0.28%					

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