

宁波瑞源并表增厚业绩, 期待化学发光上市放量

- **业绩总结:** 公司发布 2015 年报, 实现营收 5.7 亿 (+17%) 和扣非后归母净利润 1.0 亿 (+11%); 利润分配预案为每 10 股派发现金 2 元 (含税); 2016 年一季度业绩预告归母净利润为 1823-2370 万元, 同比增速为 0%-30%。
- **宁波瑞源并表增厚业绩, 试剂实现高速增长:** 2015 年母公司收入和净利润与 2014 年基本持平, 分别为 5.0 亿元 (+2%) 和 1.0 亿元 (0%), 增速较慢主要是因为全球经济增速放缓导致海外出口减少 3000 万元。2015 宁波瑞源实现扣非后净利润 5727 万元 (+128%), 比业绩承诺高出 1527 万元 (+36%)。从单季度来看, 公司营收和扣非后净利润增速逐步提升, 第四季度增速分别为 35% 和 22%, 主要原因是宁波瑞源从 2015 年 9 月开始并表, 收入和利润分别为 6918 万元和 2382 万元 (按照 51% 股权预计并表贡献 1200 万净利润)。分业务来看, 仪器收入为 2.8 亿 (-8%), 主要是因为公司在 2015 年改变营销策略, 重点推广封闭式仪器, 采取降价措施以促进仪器销售, 因此虽然仪器销量增长 2%, 但收入反倒降低 8%, 毛利率也下降了 4 个百分点。试剂收入为 2.0 亿元, 增速高达 99%, 一方面是因为公司加大试剂销售力度, 母公司的试剂内生增速接近 30%, 另一方面宁波瑞源并表也贡献 6000 多万收入。从盈利能力来看, 公司综合毛利率提高 3 个百分点, 主要是因为毛利率较高的试剂 (81%) 内生和外延带来高速增长, 销售占比大幅度提高。期间费用率提高 2 个百分点, 因为公司加大营销力度和宁波瑞源并表导致销售费率和管理费率分别提高 1.16 和 2.22 个百分点。
- **自研+并购扩张产品线, 化学发光即将放量。** 公司研发实力雄厚, 自主研发的尿液分析仪质量水平高, 市场占有率超过 30%, 在国内排名第一。2015 年自主研发的化学发光仪获批, 目前正在申报配套试剂, 预计年内有望上市, 凭借产品质量和品牌口碑迅速抢占市场。此外公司还在积极研发肾功、肝功、血糖监测等产品, 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。在加强自身研发能力的同时, 公司也通过外延并购迅速扩大规模, 2015 年收购宁波瑞源的 51% 股权, 仪器+试剂协同效应明显。2016 年初收购兰丁高科的 10% 股权, 获得先进的细胞 DNA 自动检测分析仪, 开拓肿瘤早期诊断市场。我们认为未来仍将持续丰富产品线, 存在强烈的外延并购预期。
- **盈利预测及评级:** 考虑到全球经济增速下滑导致公司海外出口减少, 我们下调公司 EPS, 2016-2018 年 EPS 分别为 0.95 元 (原预测值为 1.06 元)、1.17 元 (原预测值为 1.31 元) 和 1.33 元, 对应 PE 分别为 38 倍、31 倍、27 倍。公司仪器+试剂协同效应推动产品放量, 且外延并购预期强烈, 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	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	567.33	758.50	875.30	976.19
增长率	16.62%	33.70%	15.40%	11.53%
归属母公司净利润 (百万元)	108.28	145.61	178.66	203.41
增长率	6.83%	34.48%	22.70%	13.86%
每股收益 EPS (元)	0.71	0.95	1.17	1.33
净资产收益率 ROE	9.33%	11.34%	12.24%	12.28%
PE	51	38	31	27
PB	4	4	3	3

数据来源: Wind, 西南证券

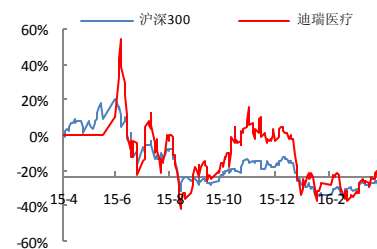
西南证券研究发展中心

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)	0.43
52 周内股价区间(元)	28.62-77.01
总市值(亿元)	55.76
总资产(亿元)	17.67
每股净资产(元)	6.50

相关研究

1. 迪瑞医疗 (300396): 化学发光产品获批, 全产品线布局显现 (2015-09-10)
2. 迪瑞医疗 (300396): 布局产业链, 试剂高增长 (2015-08-18)
3. 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)	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	567.33	758.50	875.30	976.19	净利润	119.95	163.61	200.74	228.55
营业成本	233.73	276.44	309.01	343.12	折旧与摊销	30.62	29.08	33.70	39.46
营业税金及附加	7.36	9.06	10.62	11.92	财务费用	-13.95	15.05	13.72	13.89
销售费用	102.76	136.53	148.80	156.19	资产减值损失	6.47	6.00	12.00	18.00
管理费用	119.04	151.70	175.06	195.24	经营营运资本变动	-75.89	-36.30	-51.44	-50.03
财务费用	-13.95	15.05	13.72	13.89	其他	84.77	-4.98	-12.59	-17.96
资产减值损失	6.47	6.00	12.00	18.00	经营活动现金流净额	151.98	172.45	196.12	231.90
投资收益	1.98	0.00	0.00	0.00	资本支出	-502.04	-65.00	-100.00	-125.00
公允价值变动损益	0.05	0.05	0.05	0.05	其他	-257.32	-24.61	-29.95	-34.95
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-759.36	-89.61	-129.95	-159.95
营业利润	113.94	163.77	206.15	237.89	短期借款	60.00	-10.00	30.00	40.00
其他非经营损益	22.95	22.95	22.95	22.95	长期借款	150.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	136.89	186.72	229.10	260.84	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	16.95	23.11	28.36	32.29	支付股利	0.00	-6.51	-4.37	-6.26
净利润	119.95	163.61	200.74	228.55	其他	19.41	-15.05	56.28	86.11
少数股东损益	11.67	18.00	22.08	25.14	筹资活动现金流净额	229.41	-31.56	81.91	119.85
归属母公司股东净利润	108.28	145.61	178.66	203.41	现金流量净额	-375.79	51.28	148.08	191.81
资产负债表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	310.21	361.49	509.57	701.38	成长能力				
应收和预付款项	215.32	220.35	266.21	303.26	销售收入增长率	16.62%	33.70%	15.40%	11.53%
存货	133.70	170.97	185.18	206.37	营业利润增长率	20.43%	43.73%	25.88%	15.40%
其他流动资产	66.61	88.52	102.10	113.84	净利润增长率	18.34%	36.40%	22.70%	13.86%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	22.91%	59.17%	21.96%	14.86%
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	269.98	304.83	365.85	442.11	毛利率	58.80%	63.56%	64.70%	64.85%
无形资产和开发支出	735.44	736.52	741.81	751.09	三费率	36.64%	39.98%	38.57%	37.42%
其他非流动资产	35.68	60.68	90.68	125.68	净利率	21.14%	21.57%	22.93%	23.41%
资产总计	1766.94	1943.35	2261.40	2643.73	ROE	9.33%	11.34%	12.24%	12.28%
短期借款	60.00	50.00	80.00	120.00	ROA	9.68%	6.79%	8.42%	8.88%
应付和预收款项	120.63	148.66	169.37	188.38	ROIC	10.54%	12.23%	14.47%	15.94%
长期借款	154.50	154.50	154.50	154.50	EBITDA/销售收入	23.02%	27.41%	28.97%	29.83%
其他负债	145.86	147.14	218.12	319.14	营运能力				
负债合计	480.99	500.30	621.98	782.02	总资产周转率	0.40	0.41	0.42	0.40
股本	153.35	153.35	153.35	153.35	固定资产周转率	3.08	3.27	3.18	2.97
资本公积	409.95	409.95	409.95	409.95	应收账款周转率	4.73	4.73	4.73	4.54
留存收益	434.13	573.23	747.52	944.67	存货周转率	1.79	1.81	1.73	1.75
归属母公司股东权益	997.43	1136.53	1310.82	1507.97	销售商品提供劳务收到现金营业收入	112.26%	—	—	—
少数股东权益	288.52	306.51	328.60	353.74	资本结构				
股东权益合计	1285.95	1443.05	1639.41	1861.71	资产负债率	27.22%	25.74%	27.50%	29.58%
负债和股东权益合计	1766.94	1943.35	2261.40	2643.73	带息债务/总负债	44.60%	40.88%	37.70%	35.10%
					流动比率	3.05	4.07	4.11	4.16
					速动比率	2.49	3.24	3.39	3.51
					股利支付率	0.00%	4.47%	2.45%	3.08%
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E	每股指标				
EBITDA	130.62	207.90	253.56	291.24	每股收益	0.71	0.95	1.17	1.33
PE	51.50	38.29	31.21	27.41	每股净资产	8.39	9.41	10.69	12.14
PB	4.34	3.86	3.40	2.99	每股经营现金	0.99	1.12	1.28	1.51
PS	9.83	7.35	6.37	5.71	每股股利	0.00	0.04	0.03	0.04
EV/EBITDA	42.06	25.77	20.55	17.25					
股息率	—	0.12%	0.08%	0.11%					

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 (地区销售总监)

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

广深地区

刘娟 (地区销售总监)

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn