

战略布局分子诊断, 外延并购预期强烈

投资要点

- **事件:** 公司出资 2816 万元受让新三板挂牌公司致善生物的 6.61% 股份。
- **参股优质标的, 进入分子诊断市场。** 致善生物专注于分子诊断, 核心产品为自主研发的第三代 PCR 分子诊断产品。我国分子诊断市场规模小还不到 20 亿, 但是增速超过 30%, 是增长最快、市场前景也最广阔的 IVD 细分领域。致善生物拥有 PCR 仪器、分子诊断仪和分子诊断试剂的全套产品, 覆盖了从样本处理到核酸提取到基因检测的全过程, 重点布局肿瘤诊断、遗传病、传染病、个性化用药四大领域, 技术处于国际一流水平。致善生物高度重视研发, 每年的研发投入都超过营收的 20%, 形成了良好的产品梯队。2015 年致善生物的收入和净利润分别为 2145 万元 (+36%) 和 -163 万元 (+64%), 净利润低主要是因为期间费用率高, 占比达到 64%, 尤其是管理费用占比 50% 左右, 但是随着致善生物的高性能产品高速放量 and 研发费用逐步正常化, 盈利能力将迅速提升。通过此次收购, 公司布局了分子诊断前沿技术领域, 未来很可能持续扩张。
- **仪器研发实力雄厚, 试剂+仪器模式带动业绩高速增长。** 公司具有雄厚的研发实力, 自主研发的尿液分析仪技术水平高, 市场占有率超过 30%, 在国内排名第一。公司凭借雄厚的仪器研发实力, 已经在 IVD 市场上建立了良好的口碑。2015 年公司收购了宁波瑞源 55% 的股权, 宁波瑞源拥有近 120 项生化试剂产品注册证和年产两亿毫升的液体生化试剂生产线, 诊断试剂技术和销售规模都处在行业前列。公司雄厚的仪器研发和宁波瑞源的试剂技术形成了强强联合, 积极开拓仪器+试剂模式, 从仪器销售为主转变为以更高毛利的试剂销售为主, 2015 年内生+并表使得试剂销售同比增长 99%, 取得了明显的成效。
- **自研+外延扩充产品线, 存在强烈的外延并购。** 从 IVD 行业的发展趋势来看, 齐全的产品线是企业做大做强的重要基础。公司自上市以来就在朝着这个方向积极努力。在自主研发方面, 化学发光仪在 2015 年获批, 目前正在申报配套试剂, 参照公司一贯的品牌口碑, 上市后就有望迅速获得大量的市场订单。在外延方面, 2015 年完成对宁波瑞源的控股, 从而补齐了试剂短板, 形成仪器+试剂的新模式, 盈利能力明显提升。2016 年以来已经完成 2 项外延并购, 先后收购了兰丁高科的 10% 股权和致善生物的 6.61% 股权, 获得了细胞 DNA 检测和 PCR 分子诊断平台, 股权比例虽低, 但成功介入了代表 IVD 行业未来发展方向的分子诊断市场, 极具想象空间, 且后续仍然存在强烈的外延并购预期。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2016-2018 年 EPS 分别为 0.95 元、1.16 元、1.33 元, 对应 PE 分别为 36 倍、29 倍、26 倍。考虑到公司仪器+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	145.60	178.61	203.30
增长率	6.83%	34.47%	22.67%	13.83%
每股收益 EPS(元)	0.71	0.95	1.16	1.33
净资产收益率 ROE	9.33%	11.47%	12.56%	12.79%
PE	49	36	29	26
PB	4	4	3	3

数据来源: Wind, 西南证券

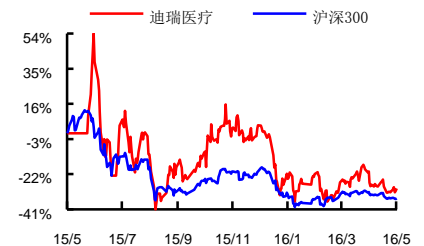
西南证券研究发展中心

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: ctl@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: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.53
流通 A 股(亿股)	1.53
52 周内股价区间(元)	28.8-75.5
总市值(亿元)	52.60
总资产(亿元)	18.12
每股净资产(元)	6.65

相关研究

1. 迪瑞医疗(300396): 宁波瑞源并表增厚业绩, 期待化学发光上市放量 (2016-04-10)
2. 迪瑞医疗(300396): 化学发光产品获批, 全产品线布局显现 (2015-09-10)
3. 迪瑞医疗(300396): 布局产业链, 试剂高速增长 (2015-08-18)
4. 迪瑞医疗(300396): 立足尿检、布局生化免疫全领域的 IVD 领导者 (2015-07-22)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	567.33	758.50	875.30	976.19	净利润	119.95	163.59	200.68	228.42
营业成本	233.73	276.44	309.01	343.12	折旧与摊销	30.62	35.82	40.44	46.20
营业税金及附加	7.36	9.06	10.62	11.92	财务费用	-13.95	15.07	13.79	14.03
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	15.07	13.79	14.03	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	179.20	202.88	238.67
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	163.75	206.08	237.75	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	186.70	229.03	260.69	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	16.95	23.11	28.35	32.27	支付股利	-30.67	-22.89	-30.07	-40.04
净利润	119.95	163.59	200.68	228.42	其他	50.08	-15.07	56.21	85.97
少数股东损益	11.67	18.00	22.07	25.13	筹资活动现金流净额	229.41	-47.96	56.14	85.93
归属母公司股东净利润	108.28	145.60	178.61	203.30	现金流量净额	-375.79	41.63	129.07	164.65
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	310.21	351.84	480.91	645.55	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%	43.71%	25.85%	15.36%
其他流动资产	66.61	88.52	102.10	113.84	净利润增长率	18.34%	36.39%	22.67%	13.83%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	22.91%	64.33%	21.27%	14.47%
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	299.67	355.53	426.63	毛利率	58.80%	63.56%	64.70%	64.85%
无形资产和开发支出	735.44	734.94	738.64	746.34	三费率	36.64%	39.99%	38.57%	37.44%
其他非流动资产	35.68	60.68	90.68	125.68	净利率	21.14%	21.57%	22.93%	23.40%
资产总计	1766.94	1926.96	2219.24	2567.67	ROE	9.33%	11.47%	12.56%	12.79%
短期借款	60.00	50.00	80.00	120.00	ROA	9.68%	6.79%	8.49%	9.04%
应付和预收款项	120.63	148.66	169.37	188.38	ROIC	10.54%	12.27%	14.59%	16.14%
长期借款	154.50	154.50	154.50	154.50	EBITDA/销售收入	23.02%	28.30%	29.74%	30.52%
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	0.41
股本	153.35	153.35	153.35	153.35	固定资产周转率	3.08	3.31	3.27	3.09
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	556.84	705.37	868.63	存货周转率	1.79	1.81	1.73	1.75
归属母公司股东权益	997.43	1120.14	1268.67	1431.93	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	328.59	353.71	资本结构				
股东权益合计	1285.95	1426.65	1597.26	1785.65	资产负债率	27.22%	25.96%	28.03%	30.46%
负债和股东权益合计	1766.94	1926.96	2219.24	2567.67	带息债务/总负债	44.60%	40.88%	37.70%	35.10%
					流动比率	3.05	4.02	4.00	3.98
					速动比率	2.49	3.19	3.28	3.33
					股利支付率	28.33%	15.72%	16.84%	19.69%
					每股指标				
					每股收益	0.71	0.95	1.16	1.33
					每股净资产	8.39	9.30	10.42	11.64
					每股经营现金	0.99	1.17	1.32	1.56
					每股股利	0.20	0.15	0.20	0.26
业绩和估值指标									
	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	130.62	214.65	260.31	297.98					
PE	48.58	36.13	29.45	25.87					
PB	4.09	3.69	3.29	2.95					
PS	9.27	6.93	6.01	5.39					
EV/EBITDA	39.64	23.53	18.91	15.98					
股息率	0.58%	0.44%	0.57%	0.76%					

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

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

赵晨阳（上海办公）

021-68416926

15821921712

zcy@swsc.com.cn