

迪瑞医疗 (300396)

强烈推荐

行业：医疗器械

瑞源整合显效,内生外延促成长

近日,迪瑞医疗公布2016年半年报,公司上半年营业收入3.35亿元,同比增长48.08%;归属上市公司股东净利润实现0.62亿元,同比增长30.03%。毛利率大幅提升至62.08%,同比增长7%。报告期内,公司业绩增长主要因为公司自有业务平稳增长以及宁波瑞源并表所致。

投资要点:

✧ **试剂增速靓丽,瑞源整合初显成效。**从产品情况来看:①仪器销售收入1.35亿元,同比增速平缓(2.26%),毛利率下降2.37%至34.97%,公司实行“仪器+试剂”的捆绑销售模式,通过仪器让利来带动试剂销售因而造成毛利率的下降;②试纸销售收入0.36亿元,同比增长10.94%,毛利率(78.27%)较为稳定;③试剂销售收入1.64亿元,同比增速显著为164.94%,毛利率(80.88%)比去年同期上升0.03%,主要因为宁波瑞源并表所致,公司原有试剂产品同比增长22.3%。上半年,宁波瑞源销售收入达8834万,占公司试剂收入的53.6%。

✧ **内生研发能力强,期待化学发光增厚业绩。**公司以尿检产品起家,凭借优异的研发能力,陆续推出生化分析以及血细胞分析仪器及配套试剂,化学发光仪器于去年9月取得注册证,此外51项化学发光试剂预计将从今年年底陆续获批。受益于化学发光行业增速高、进口替代空间大以及公司产品技术领先,产品上市后有望迅速放量,增厚业绩。

✧ **外延并购,拓展IVD新领域。**上半年,公司参股兰丁高科(10%)以及致善生物(10.16%)两家公司。前者目前主要产品为细胞DNA自动检测分析仪,可以发现细胞标本中的早期癌变细胞,属世界领先的肿瘤早期诊断设备。后者致力于成为专业的分子诊断领域全产品线供应商,产品线分为分子诊断试剂、分子诊断自动化仪器和PCR仪器三大类。公司参股的两家公司均属于IVD行业的新领域,对公司现有IVD传统业务进行补充。

✧ **给予强烈推荐评级。**预计公司2016-2018年收入分别为7.59亿,8.61亿,9.82亿;对应净利润为1.42亿,1.69亿,2.03亿,同比增长分别为32%,19%,20%;EPS为0.93,1.10,1.32。考虑公司的仪器研发能力以及与宁波瑞源试剂研发能力的优势互补,在扩增产品线的基础上,通过“仪器+试剂”的模式逐步实现产品放量。给予公司16年62倍PE,对应目标价57.66元。

✧ **风险提示:**化学发光试剂获批速度低于预期;业务整合低于预期

作者

署名:张镞

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与:王安艺

S0960116050039

0755-88323296

wanganyi@china-invs.cn

6-12个月目标价: 57.66

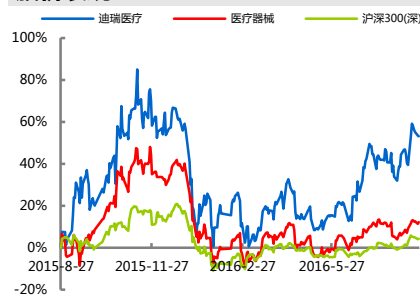
当前股价: 46.63

评级调整: 维持

基本资料

| | |
|-----------|-------|
| 总股本(百万股) | 153 |
| 流通股本(百万股) | 43 |
| 总市值(亿元) | 72 |
| 流通市值(亿元) | 20 |
| 成交量(百万股) | 0.85 |
| 成交额(百万元) | 39.91 |

股价表现



相关报告

主要财务指标

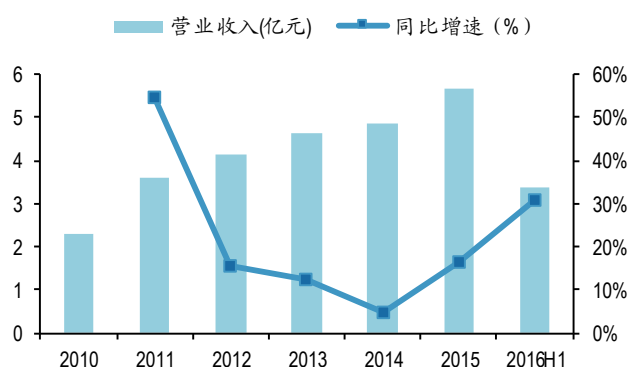
| 单位：百万元 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 567 | 759 | 861 | 982 |
| 收入同比(%) | 17% | 34% | 13% | 14% |
| 归属母公司净利润 | 108 | 142 | 169 | 203 |
| 净利润同比(%) | 7% | 32% | 19% | 20% |
| 毛利率(%) | 58.8% | 63.1% | 64.7% | 66.3% |
| ROE(%) | 10.9% | 12.8% | 13.5% | 14.3% |
| 每股收益(元) | 0.71 | 0.93 | 1.10 | 1.32 |
| P/E | 66.04 | 50.21 | 42.35 | 35.25 |
| P/B | 7.17 | 6.45 | 5.73 | 5.04 |
| EV/EBITDA | 56 | 37 | 32 | 28 |

资料来源：中国中投证券研究总部

一、试剂增速靓丽，瑞源整合初显成效

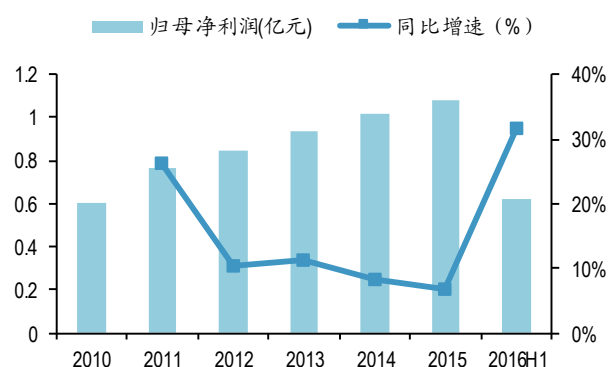
公司成立于 1992 年，是国内领先的医疗检验仪器及配套试纸试剂制造商，拥有强大的仪器研发能力。2016 上半年，公司营业收入 3.35 亿元，同比增长 48.08%；归母净利润实现 0.62 亿元，同比增长 30.03%。

图 1 2010-2016H1 营业收入及增速



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

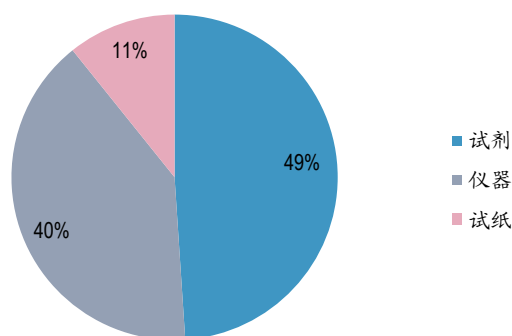
图 2 2010-2016H1 归母净利润及增速



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

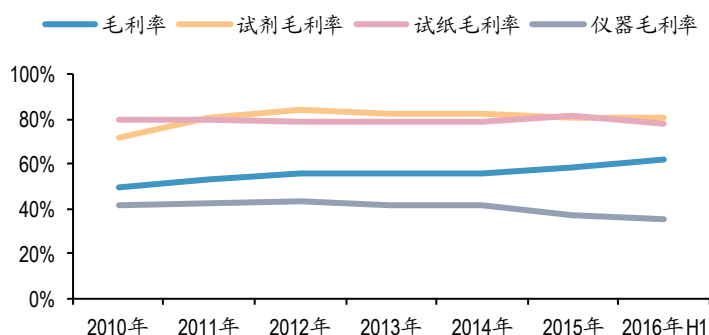
试剂销售收入翻倍，带动毛利大幅提升。半年报中，毛利率大幅提升至 62.08%，同比增长 7%，主要由于占收入比重近半数且毛利率较高的试剂销售收入大幅提升所致。分项产品中，试剂销售收入 1.64 亿，同比增长 165%。其中宁波瑞源并表产生收入 8834 万，占公司试剂销售收入的 53%；除去瑞源贡献，公司原有试剂销售收入 7552 万元，增速 24.6%。仪器销售收入 1.35 亿，同比增长 2.26%，受公司采取仪器让利带动试剂销售的模式影响，该部分毛利率同比下降 2.37%至 34.97%。试纸销售 0.36 亿，同比增长 10.94%，试纸销售较为平稳。

图 3 2016H1 分项产品占销售收入比例



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 4 2010-2016H1 分项产品毛利率趋势



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

瑞源试剂补充公司短板，整合初显成效。去年 6 月，公司以 5.5 亿自有资金收购宁波瑞源 51% 的股权。宁波瑞源一家以生物高新技术为核心，集研发、生产、销售为一体的体外诊断试剂生产企业，其主要产品为生化试剂。瑞源现有试剂产品与公司生化仪器互相补充，采用“仪器+试剂”的捆绑销售模式，从而带动公司和瑞源的试剂快速放

量。2016 年上半年，瑞源销售收入 8834 万元，净利润 3160 万元，整合初显成效。

表 1 瑞源生化试剂具体分类

| 序号 | 类别 | 序号 | 类别 |
|----|-------------|----|---------------|
| 1 | 肝功能检测试剂 | 6 | 微量元素及电解质检测试剂 |
| 2 | 心肌酶及心血管检测试剂 | 7 | 特种蛋白及风湿三项检测试剂 |
| 3 | 肾功能检测试剂 | 8 | 胰腺炎检测试剂 |
| 4 | 糖尿病检测试剂 | 9 | 血栓与止血检测试剂 |
| 5 | 血脂检测试剂 | | |

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

二、内生研发能力强，期待化学发光增厚业绩。

公司成立以来，致力于高品质医疗检验产品（医疗仪器、诊断试剂、免疫试剂）的研发、生产及销售，截至 2015 年 12 月，公司已获得专利 173 项，其中发明专利 42 项。公司大部分医疗检验产品通过了欧盟 CE 认证，部分产品通过美国 FDA 认证，已销售到全球 100 多个国家和地区。

产品线丰富，化学发光值得期待。公司的主要产品包括尿液、尿有形成分、生化、血细胞四大系列。公司的全自动化学发光测定仪已于去年 9 月取得认证；51 项化学发光试剂预计将从今年底陆续获批，借助公司的销售渠道有望明年迅速放量。

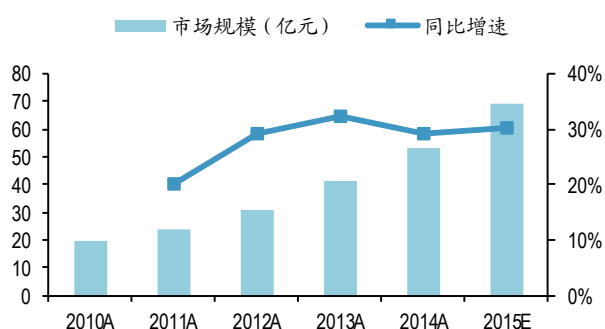
表 2 公司主要产品测试项及临床应用

| 系列 | 主要测试项 | 临床应用 | 竞争对手 | |
|-----------|--------------------------------|--|-------|-------------|
| | | | 国产 | 进口 |
| 尿液分析系列 | 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 | 桂林优利特 | 罗氏、西门子、日本京都 |
| 尿有形成分分析系列 | 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。 | 迈瑞、科华 | 罗氏、贝克曼、日历 |
| 生化分析系列 | 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 | 迈瑞、科华 | 罗氏、贝克曼、日历 |
| 血细胞分析系列 | 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 | 迈瑞 | 希森美康、雅培 |

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

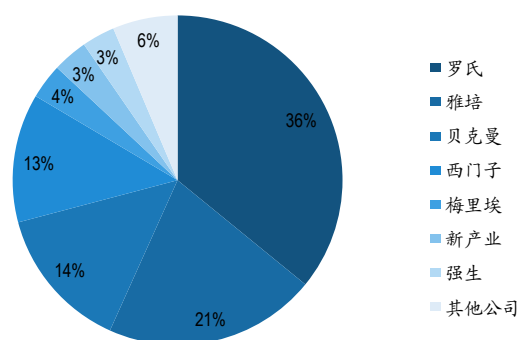
化学发光市场空间大、增速高，进口替代空间大。2014 年国内化学发光市场规模超过 50 亿元，预计 2015 年市场规模应在 70 亿左右，同比增速约 30%。在 IVD 约 350 亿元的市场规模中，属于比例较高的细分领域之一，约为 1/5。化学发光产品的技术壁垒较高，国内厂家处于起步阶段，约有 90% 的国内市场被以罗氏和雅培为首的国外厂商所垄断，进口替代空间巨大。

图 5 2010-2015 国内化学发光市场规模及增速



资料来源：中国产业信息、中国中投证券研究总部

图 6 2014 年国内化学发光市场格局



资料来源：网络资料、中国中投证券研究总部

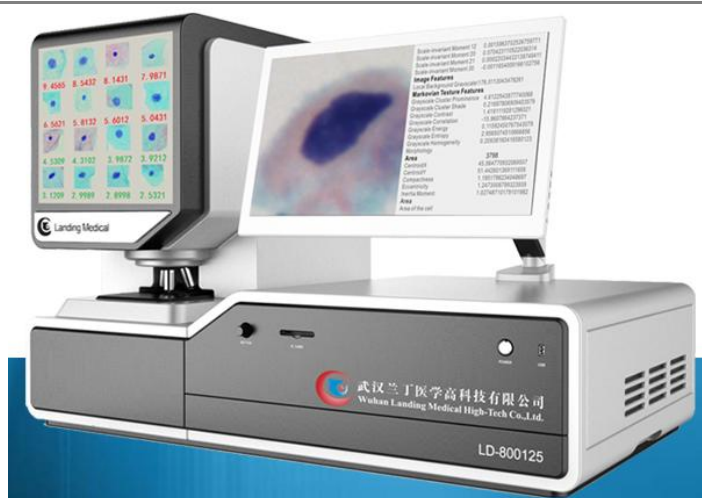
三、外延并购，拓展 IVD 新领域

深耕传统 IVD 细分，外延扩展新领域。公司以自身优秀的仪器研发能力和广泛的销售渠道在传统 IVD 领域中不断推出新产品的同时，也注重对新兴 IVD 技术的补充。上半年，分别以自有资金 859.41 万元和 2816 万元分别受让兰丁高科 10%和致善生物 6.61%的股权。

看好肿瘤早期诊断，投资世界领先技术设备。兰丁高科成立于 2000 年，公司是集肿瘤早期诊断有关的医疗诊断设备和试剂的研发、生产、销售与服务为一体的高科技企业。产品经过十年的研发及临床应用，已达到国际先进水平。目前主要产品有细胞 DNA 自动检测分析仪、阴道镜、全自动细胞组织染色机等仪器及相关配套试剂耗材。

公司的代表产品细胞 DNA 自动检测分析仪通过光机电及电脑技术与显微镜技术的结合，能够自动发现细胞标本中的早期癌变细胞。该产品主要应用于妇科宫颈癌的筛查以及非妇科的其他脱落细胞学的癌及癌前病变检测。细胞 DNA 自动检测分析仪为我国临床肿瘤早期诊断提供了新的技术和方法，属世界领先的肿瘤早期诊断设备。

图 7 细胞 DNA 自动检测分析仪



资料来源：中国产业信息、中国中投证券研究总部

延伸分子诊断，拓展业务新领域。致善生物成立于 2010 年，致力于分子诊断领域产品的研发与生产，产品涵盖传染病、遗传病、肿瘤、个体化用药等四大领域，其自主研发的第三代 PCR 分子诊断产品，达到国际一流水平。

表 3 致善生物产品线

| 产品线 | 产品系列 | 产品名称 | 分子诊断环节 |
|-----------|---------------|-------------------------------|--------|
| 分子诊断试剂 | 传染病分子诊断试剂系列 | 结核耐药系列检测试剂盒 | 基因检测 |
| | | HPV (人乳头瘤病毒) 分型试剂盒 | |
| | 遗传病分子诊断试剂系列 | 地中海贫血基因检测试剂盒 | |
| | | 葡萄糖-6-磷酸脱氢酶基因突变检测试剂盒 | |
| | 肿瘤分子诊断试剂系列 | 白血病常见融合基因检测试剂盒 | |
| 分子诊断自动化仪器 | 自动核酸提取仪器及试剂系列 | Lab-Aid 系列核酸提取试剂 | 样本处理 |
| | | Lab-Aid 系列核酸提取仪 | |
| | | 唾液 DNA 样本采集管 | |
| PCR 仪器 | 实时荧光定量 PCR 仪 | 经销伯乐、ABI 等国外知名品牌的实时荧光定量 PCR 仪 | 核酸扩增 |

资料来源：公司公告、公司官网、中国中投证券研究总部

四、盈利预测及投资建议

关键假设：

- 1、仪器方面，由于受“仪器+试剂”捆绑销售的模式影响，预计 16-18 年销售收入增速为 3%，毛利率会维持 35%左右；
- 2、试剂方面，宁波瑞源并表会使今年业绩大幅提升，预计今年增速 90%，17-18 年销售收入在未来两年中会以 23%的速度平稳增长；
- 3、试纸方面，预计 16-18 年销售收入以 6%的速度增长。

给予强烈推荐评级。预计公司 2016-2018 年收入分别为 7.59 亿，8.61 亿，9.82 亿；对应净利润为 1.42 亿，1.69 亿，2.03 亿；EPS 为 0.93,1.10,1.32。考虑公司的仪器研发能力以及与宁波瑞源试剂研发能力的优势互补，在扩增产品线的基础上，通过“仪器+试剂”的模式逐步实现产品放量。给予公司 16 年 62 倍 PE，对应目标价 57.66 元。

五、风险提示

- ◆ 化学发光试剂获批速度低于预期
- ◆ 业务整合低于预期

附：财务预测表
资产负债表

| 会计年度 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 726 | 868 | 981 | 1227 |
| 现金 | 310 | 418 | 480 | 682 |
| 应收账款 | 152 | 181 | 214 | 241 |
| 其它应收款 | 38 | 17 | 17 | 17 |
| 预付账款 | 25 | 25 | 29 | 31 |
| 存货 | 134 | 163 | 175 | 191 |
| 其他 | 67 | 64 | 65 | 65 |
| 非流动资产 | 1041 | 994 | 961 | 923 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 212 | 208 | 187 | 157 |
| 无形资产 | 333 | 333 | 333 | 333 |
| 其他 | 496 | 454 | 441 | 432 |
| 资产总计 | 1767 | 1863 | 1941 | 2150 |
| 流动负债 | 238 | 232 | 146 | 155 |
| 短期借款 | 60 | 100 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 51 | 51 | 59 | 63 |
| 其他 | 126 | 81 | 87 | 93 |
| 非流动负债 | 243 | 215 | 219 | 221 |
| 长期借款 | 155 | 155 | 155 | 155 |
| 其他 | 89 | 60 | 65 | 66 |
| 负债合计 | 481 | 447 | 365 | 376 |
| 少数股东权益 | 289 | 307 | 329 | 355 |
| 股本 | 153 | 153 | 153 | 153 |
| 资本公积 | 410 | 410 | 410 | 410 |
| 留存收益 | 434 | 546 | 684 | 856 |
| 归属母公司股东权益 | 997 | 1109 | 1247 | 1420 |
| 负债和股东权益 | 1767 | 1863 | 1941 | 2150 |

现金流量表

| 会计年度 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 152 | 150 | 194 | 225 |
| 净利润 | 120 | 161 | 191 | 229 |
| 折旧摊销 | 31 | 34 | 36 | 37 |
| 财务费用 | -14 | 7 | 1 | -8 |
| 投资损失 | -2 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | -1 | -39 | -37 | -38 |
| 其它 | 18 | -13 | 4 | 5 |
| 投资活动现金流 | -759 | 5 | -0 | -0 |
| 资本支出 | 95 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | -135 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -799 | 5 | -0 | -0 |
| 筹资活动现金流 | 229 | -48 | -132 | -23 |
| 短期借款 | 60 | 40 | -100 | 0 |
| 长期借款 | 150 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 92 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | -92 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 19 | -88 | -32 | -23 |
| 现金净增加额 | -376 | 107 | 62 | 202 |

利润表

| 会计年度 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 567 | 759 | 861 | 982 |
| 营业成本 | 234 | 280 | 304 | 331 |
| 营业税金及附加 | 7 | 9 | 11 | 12 |
| 营业费用 | 103 | 137 | 155 | 177 |
| 管理费用 | 119 | 159 | 189 | 226 |
| 财务费用 | -14 | 7 | 1 | -8 |
| 资产减值损失 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 114 | 161 | 195 | 238 |
| 营业外收入 | 30 | 27 | 28 | 27 |
| 营业外支出 | 7 | 5 | 5 | 5 |
| 利润总额 | 137 | 183 | 217 | 261 |
| 所得税 | 17 | 22 | 27 | 32 |
| 净利润 | 120 | 161 | 191 | 229 |
| 少数股东损益 | 12 | 18 | 22 | 26 |
| 归属母公司净利润 | 108 | 142 | 169 | 203 |
| EBITDA | 131 | 201 | 232 | 267 |
| EPS (元) | 0.71 | 0.93 | 1.10 | 1.32 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 16.6% | 33.8% | 13.3% | 14.2% |
| 营业利润 | 20.4% | 41.2% | 21.0% | 22.4% |
| 归属于母公司净利润 | 6.8% | 31.5% | 18.5% | 20.1% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 58.8% | 63.1% | 64.7% | 66.3% |
| 净利率 | 19.1% | 18.8% | 19.6% | 20.6% |
| ROE | 10.9% | 12.8% | 13.5% | 14.3% |
| ROIC | 6.8% | 11.5% | 13.4% | 15.8% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 27.2% | 24.0% | 18.8% | 17.5% |
| 净负债比率 | 54.99% | 56.94% | 42.27% | 41.07% |
| 流动比率 | 3.05 | 3.75 | 6.71 | 7.90 |
| 速动比率 | 2.46 | 3.01 | 5.45 | 6.60 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.40 | 0.42 | 0.45 | 0.48 |
| 应收账款周转率 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| 应付账款周转率 | 6.38 | 5.49 | 5.55 | 5.45 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.71 | 0.93 | 1.10 | 1.32 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.99 | 0.98 | 1.27 | 1.47 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 6.50 | 7.23 | 8.13 | 9.26 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 66.04 | 50.21 | 42.35 | 35.25 |
| P/B | 7.17 | 6.45 | 5.73 | 5.04 |
| EV/EBITDA | 56 | 37 | 32 | 28 |

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

张轶,中国中投证券研究总部首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。

王安艺,中国中投证券研究总部医药行业研究员,香港中文大学生物医学工程硕士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼
邮编：200082
传真：(021) 62171434