

## 业绩略低于预期，封闭化带动试剂快速增长

### 投资要点

- **事件:** 公司2016年实现收入7.6亿元,同比+33.7%;归母净利润1.3亿元,同比+15.6%;扣非后归母净利润1.1亿元,同比+10.7%;经营性净现金流2.1亿元,同比+40.6%,EPS为0.82元。
- **业绩略低于预期,封闭化带动试剂快速增长。** 公司2016年实现收入7.6亿元,同比33.73%,主要原因在于宁波瑞源全年并表而2015年仅9-12月并表。分产品线看,公司仪器实现收入3.1亿元,同比+7.9%;试剂实现3.7亿元,同比+83.2%;试纸收入8612万元,同比+3.3%。公司在收购宁波瑞源后加强了仪器+试剂的联动销售模式,主推生化仪器封闭化,2016年公司生化仪主要以封闭化销售,带动试剂快速增长,2016年公司实现生化试剂收入2.9亿元,同比+119.2%,其中宁波瑞源实现收入2.0亿元,同比+17.7%,母公司生化试剂实现收入9145万元,同比+41.8%,远超行业不到10%的增速,即母公司与宁波瑞源的封闭化协同效应正在凸显。从利润构成看,母公司由于费用影响,连续三年净利润基本维持在1亿元,利润增长主要来源于宁波瑞源。
- **公司化学发光即将正式推向市场,有望成为新的业绩增长点。** 化学发光是最先进的免疫诊断技术,2015年国内市场规模达160亿元,近年来维持20%-25%的增速。化学发光具有仪器试剂封闭化、研发难度高、市场壁垒高等特点,国产化比例不到10%,广阔的基层市场和进口替代将推动化学发光市场持续扩容,是国内IVD企业必争之地。公司已于2015年获得化学发光仪器的注册证,目前已获得了35项化学发光试剂的注册证,另外还有20-30项化学发光试剂处于申报阶段。公司的IVD仪器和试剂质量处在国内前列,且营销渠道覆盖全国,化学发光产品上市后有望迅速放量,成为新的业绩增长点。公司化学发光有望2017年下半年开始正式销售,2018年开始公司业绩有望加速。
- **盈利预测与投资建议。** 我们下调了公司盈利预测,预计2017-2019年EPS分别为0.97元、1.14元、1.35元,对应当前股价PE分别为39倍、34倍和28倍。考虑到公司化学发光即将正式推向市场,带动业绩快速增长,给予“增持”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	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	758.69	859.76	982.23	1129.71
增长率	33.73%	13.32%	14.24%	15.02%
归属母公司净利润(百万元)	125.14	148.67	174.29	207.11
增长率	15.57%	18.81%	17.23%	18.83%
每股收益EPS(元)	0.82	0.97	1.14	1.35
净资产收益率ROE	11.45%	11.98%	12.31%	12.76%
PE	47	39	34	28
PB	4.26	3.75	3.29	2.87

数据来源: Wind, 西南证券

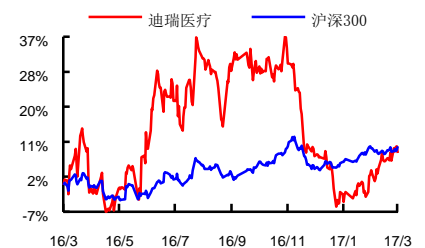
### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广  
执业证号: S1250513070001  
电话: 021-68413530  
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 陈铁林  
执业证号: S1250516100001  
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)	0.47
52周内股价区间(元)	33.22-48.56
总市值(亿元)	58.66
总资产(亿元)	18.58
每股净资产(元)	7.12

### 相关研究

1. 迪瑞医疗(300396): 费用拖累业绩, 化学发光即将上市 (2016-10-24)
2. 迪瑞医疗(300396): 营销策略初见成效, 瑞源并表增厚业绩 (2016-08-21)
3. 迪瑞医疗(300396): 战略布局分子诊断, 外延并购预期强烈 (2016-05-23)
4. 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 (2016-04-11)

**关键假设：**

假设 1：仪器：我们预计 2017-2019 年生化和尿液分析仪投放台数增长在个位数，预计 5-6%，毛利率保持 34-35%左右；

假设 2：试剂：在封闭化带动下，我们预计生化试剂销量增速有望维持 25%左右，而其他试剂销量增速预计在 10%左右，即试剂整体我们预计 2017-2019 年维持在 22%左右，毛利率 80-82%；

假设 3：试纸：跟随仪器销量增速，我们预计 2017-2019 年维持在 5%左右，毛利率 81%；

假设 4：公司三费率无明显变化。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

**表 1：迪瑞医疗收入拆分及盈利预测**

单位：百万元	2013A	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
合计：营业收入	464.40	486.47	567.33	758.69	859.76	982.23	1,129.71
yoy	12.27%	4.75%	16.62%	33.73%	13.32%	14.24%	15.02%
合计：营业成本	204.92	214.74	233.73	283.71	307.98	343.02	384.07
毛利率	55.87%	55.86%	58.80%	62.61%	64.18%	65.08%	66.00%
<b>仪器</b>							
收入	297.03	307.09	283.49	305.97	323.35	341.76	361.27
yoy		3.39%	-7.68%	7.93%	5.68%	5.69%	5.71%
成本	172.85	180.81	179.31	196.95	208.63	222.51	237.30
毛利率	41.81%	41.12%	36.75%	35.63%	35.48%	34.89%	34.31%
<b>试剂</b>							
收入	87.62	100.44	199.48	365.49	445.99	545.52	668.75
yoy	-1.48%	14.63%	98.60%	83.22%	22.02%	22.32%	22.59%
成本	15.15	17.4	38.41	66.53	82.17	102.47	127.83
毛利率	82.71%	82.68%	80.74%	81.80%	81.58%	81.22%	80.89%
<b>其中：生化试剂</b>							
收入			133.69	293.00	366.25	457.81	572.26
yoy				119.16%	25.00%	25.00%	25.00%
成本			37.60	64.88	80.57	100.72	125.90
毛利率			71.87%	77.86%	78.00%	78.00%	78.00%
<b>其中：其他试剂</b>							
收入			65.79	72.49	79.74	87.72	96.49
yoy				10.19%	10.00%	10.00%	10.00%
成本			0.81	1.65	1.59	1.75	1.93
毛利率			98.78%	97.72%	98.00%	98.00%	98.00%
<b>试纸</b>							
收入	79.00	78.67	83.35	86.12	90.43	94.95	99.69
yoy	6.65%	-0.42%	5.95%	3.32%	5.00%	5.00%	5.00%

单位: 百万元	2013A	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成本	16.75	16.45	15.76	16	17.18	18.04	18.94
毛利率	78.80%	79.09%	81.09%	81.42%	81.00%	81.00%	81.00%
其他							
收入			1.01	1.11	1.17	1.23	1.29
yoy					5.00%	5.00%	5.00%
成本					0.23	0.25	0.26
毛利率					80.00%	80.00%	80.00%

数据来源: wind、西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	758.69	859.76	982.23	1129.71	净利润	157.52	187.15	219.39	260.71
营业成本	283.71	307.98	343.02	384.07	折旧与摊销	57.02	58.80	58.80	58.80
营业税金及附加	10.97	11.51	13.43	15.48	财务费用	3.34	7.57	4.94	3.53
销售费用	138.42	154.62	177.70	204.27	资产减值损失	1.08	0.00	0.00	0.00
管理费用	170.02	188.58	217.00	248.98	经营营运资本变动	-63.78	-74.99	-57.15	-66.05
财务费用	3.34	7.57	4.94	3.53	其他	58.55	2.30	0.03	-0.35
资产减值损失	1.08	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>213.74</b>	<b>180.83</b>	<b>226.01</b>	<b>256.64</b>
投资收益	2.78	0.00	0.00	0.00	资本支出	-425.27	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03	其他	378.20	0.02	-0.03	-0.03
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-47.07</b>	<b>0.02</b>	<b>-0.03</b>	<b>-0.03</b>
<b>营业利润</b>	<b>153.92</b>	<b>189.48</b>	<b>226.10</b>	<b>273.35</b>	短期借款	40.00	-100.00	0.00	0.00
其他非经营损益	27.19	24.60	25.19	25.32	长期借款	-69.50	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>181.11</b>	<b>214.07</b>	<b>251.29</b>	<b>298.68</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	23.59	26.93	31.90	37.96	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	157.52	187.15	219.39	260.71	其他	-54.98	-77.58	-4.94	-3.53
少数股东损益	32.38	38.47	45.10	53.60	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-84.48</b>	<b>-177.58</b>	<b>-4.94</b>	<b>-3.53</b>
归属母公司股东净利润	125.14	148.67	174.29	207.11	<b>现金流量净额</b>	<b>83.16</b>	<b>3.27</b>	<b>221.04</b>	<b>253.08</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	230.07	233.34	454.38	707.47	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	199.09	249.19	286.21	323.00	销售收入增长率	33.73%	13.32%	14.24%	15.02%
存货	156.21	167.30	186.59	209.57	营业利润增长率	35.08%	23.10%	19.33%	20.90%
其他流动资产	157.68	178.60	204.01	234.60	净利润增长率	31.32%	18.81%	17.23%	18.83%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	64.04%	19.40%	13.29%	15.81%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	328.98	298.77	268.56	238.35	毛利率	62.61%	64.18%	65.08%	66.00%
无形资产和开发支出	712.48	683.89	655.30	626.71	三费率	41.09%	40.80%	40.69%	40.43%
其他非流动资产	73.85	73.85	73.85	73.85	净利率	20.76%	21.77%	22.34%	23.08%
<b>资产总计</b>	<b>1858.35</b>	<b>1884.94</b>	<b>2128.89</b>	<b>2413.54</b>	ROE	11.45%	11.98%	12.31%	12.76%
短期借款	100.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.48%	9.93%	10.31%	10.80%
应付和预收款项	149.15	158.11	181.99	205.13	ROIC	10.27%	12.18%	14.09%	16.69%
长期借款	85.00	85.00	85.00	85.00	EBITDA/销售收入	28.24%	29.76%	29.51%	29.71%
其他负债	148.15	79.13	79.81	80.61	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>482.30</b>	<b>322.24</b>	<b>346.80</b>	<b>370.74</b>	总资产周转率	0.42	0.46	0.49	0.50
股本	153.35	153.35	153.35	153.35	固定资产周转率	2.86	2.84	3.60	4.66
资本公积	409.95	409.95	409.95	409.95	应收账款周转率	5.00	5.07	4.85	4.90
留存收益	528.59	677.26	851.55	1058.66	存货周转率	1.91	1.89	1.91	1.92
归属母公司股东权益	1092.40	1240.57	1414.86	1621.97	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	115.66%	—	—	—
少数股东权益	283.65	322.13	367.23	420.83	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1376.05</b>	<b>1562.69</b>	<b>1782.09</b>	<b>2042.80</b>	资产负债率	25.95%	17.10%	16.29%	15.36%
负债和股东权益合计	1858.35	1884.94	2128.89	2413.54	带息债务/总负债	38.36%	26.38%	24.51%	22.93%
					流动比率	2.29	5.05	6.00	6.94
					速动比率	1.81	4.03	5.01	5.95
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.82	0.97	1.14	1.35
					每股净资产	8.97	10.19	11.62	13.32
					每股经营现金	1.39	1.18	1.47	1.67
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	214.27	255.85	289.85	335.68					
PE	46.87	39.45	33.65	28.32					
PB	4.26	3.75	3.29	2.87					
PS	7.73	6.82	5.97	5.19					
EV/EBITDA	27.14	22.06	18.71	15.40					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

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

### 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

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn