

2017年03月27日

迪瑞医疗 (300396.SZ)

动态分析

宁波瑞源并表贡献业绩，封闭销售模式带动试剂高增长

投资要点

◆ **事件：**公司发布 2016 年年报，公司 2016 年全年实现营业收入 7.59 亿元，同比上升 33.73%，实现归母净利润 1.25 亿元，同比上升 15.57%，EPS 为 0.82 元。同时，公司发布 2017 年第一季度业绩预告，公司 2017 年第一季度预计实现归母净利润 2,006.33 — 2,563.65 万元，同比上升-10%—15%。

◆ **宁波瑞源并表贡献业绩，封闭销售带动试剂高增长：**2016 年公司业绩快速增长一大主要原因是由于子公司宁波瑞源 2016 年全年并表的原因，2016 年，公司控股子公司宁波瑞源实现营业收入 2.02 亿元，同比上升 17.69%；实现净利润 9,188.91 万元，同比上升 41.54%，为公司贡献较大的业绩。公司采取仪器与试剂闭环销售的模式，仪器的销售进一步带动了试剂的销售水平，其中公司 2016 年试剂收入 3.65 亿元，同比上升 83.22%。费用方面，公司 2016 年销售费用 1.38 亿元，同比上升 34.71%，主要由于公司控股子公司宁波瑞源的并表，同时由于公司加强市场推广，导致相关费用的提升；管理费用 1.70 亿元，同比上升 42.82%，一方面由于宁波瑞源的并表，另一方面由于公司加强研发投入，2016 年公司研发费用 7,349.23 万元，同比上升 46.72%；财务费用 333.72 万元。公司期间费用增速较快，导致公司整体净利增速水平低于营收增速。

◆ **化学发光研发稳定推进，化学发光即将放量：**2015 年，公司完成了 CM-240 化学发光测定仪的注册工作，该仪器采用吡啶酯直接化学发光技术（雅培技术），发光原理上相比国内同行较为领先，试剂方面，截止目前公司已取得化学发光试剂注册证 35 个（其中二类 22 个+三类 13 个），另有多项化学试剂在批。我们认为，化学发光产品市场拥有很大的成长空间和进口替代空间，进入化学发光市场有望为公司持续贡献业绩。

◆ **外延并购持续落地，产品线逐渐丰富：**2016 年 1 月，公司受让兰丁高科 10% 股权，开始布局肿瘤早诊业务，兰丁高科代表产品细胞 DNA 自动检测分析仪能够自动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，而公司尿检细分领域市场占有率较高，有一定的医院和渠道优势，可与兰丁高科达成协同效应，进一步推动肿瘤早诊业务的开展。同年 5 月，公司受让致善生物 6.61% 股份，致善生物专注于分子诊断，核心产品为其自主研发的第三代 PCR 分子诊断产品，分子诊断是目前增长最快、市场空间最大的 IVD 细分领域，公司布局分子领域丰富自身产品线，有望在未来获得较快发展。

◆ **投资建议：**我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 1.07、1.15 和 1.33 元。给予增持-A 建议，6 个月目标价为 41 元，相当于 2017 年 38 倍的市盈率。

◆ **风险提示：**新产品获批进度或低于预期，市场竞争加剧。

医药 | 医疗器械 III

增持-A(维持)

投资评级

6 个月目标价

41 元

股价(2017-03-27)

35.81 元

交易数据

总市值 (百万元)

5,491.46

流通市值 (百万元)

1,665.99

总股本 (百万股)

153.35

流通股本 (百万股)

46.52

12 个月价格区间

32.12/49.50 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.09	-4.57	20.12
绝对收益	-1.62	-5.91	8.0

分析师

徐曼
SAC 执业证书编号：S0910516020001
xuman@huajinsec.cn
021-20655643

报告联系人

郑巧
zhengqiao@huajinsec.cn
021-20655738

相关报告

迪瑞医疗：化学发光即将放量，公司产品逐渐丰富 2016-10-25

迪瑞医疗：宁波瑞源并表贡献业绩，公司产品逐渐丰富 2016-08-22

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	567.3	758.7	880.2	1,007.3	1,153.9
同比增长(%)	16.6%	33.7%	16.0%	14.5%	14.6%
营业利润(百万元)	113.9	153.9	184.7	209.0	248.5
同比增长(%)	20.4%	35.1%	20.0%	13.2%	18.9%
净利润(百万元)	108.3	125.1	164.0	176.6	203.8
同比增长(%)	6.8%	15.6%	31.0%	7.7%	15.4%
每股收益(元)	0.71	0.82	1.07	1.15	1.33
PE	50.7	43.9	33.5	31.1	26.9
PB	5.5	5.0	4.5	4.1	3.7

数据来源：贝格数据华金证券研究所

内容目录

一、宁波瑞源并表贡献业绩，封闭销售带动试剂高增长.....	4
二、化学发光研发稳定推进，化学发光即将放量	6
三、外延并购持续落地，产品线逐渐丰富	6
四、盈利预测	6
五、风险提示	6

图表目录

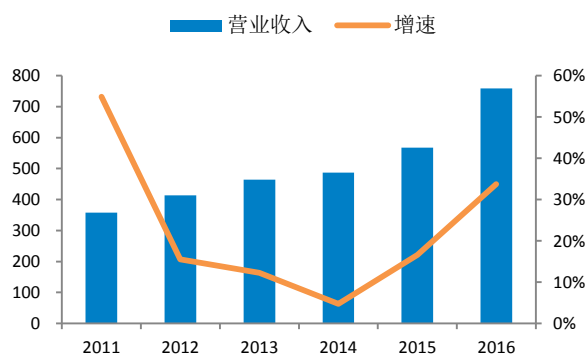
图 1：公司历年营业收入情况（单位：百万元，%）	4
图 2：公司历年净利润情况（单位：百万元，%）	4
图 3：主营业务收入分产品拆分（单位：百万元，%）	5
图 4：2016 年公司产品拆分情况	5
图 5：公司分产品毛利率情况	5
图 6：公司历年毛利率与净利率情况	5
图 7：公司历年期间费用情况（单位：百万元，%）	6
图 8：公司历年期间费用率情况（单位：%）	6

事件 公司发布 2016 年年报,公司 2016 年全年实现营业收入 7.59 亿元,同比上升 33.73%,实现归母净利润 1.25 亿元,同比上升 15.57%,EPS 为 0.82 元。同时,公司发布 2017 年第一季度业绩预告,公司 2017 年第一季度预计实现归母净利润 2,006.33 — 2,563.65 万元,同比上升-10%—15%。

一、宁波瑞源并表贡献业绩，封闭销售带动试剂高增长

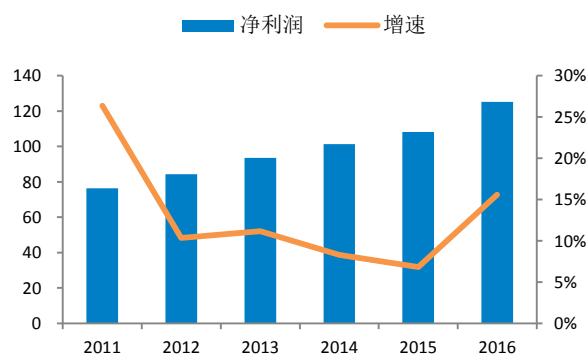
公司 2016 年实现营业收入 7.59 亿元,同比上升 33.73%,实现归母净利润 1.25 亿元,同比上升 15.57%,相比前几年的增速水平均有所上升,主要是由于子公司宁波瑞源 2016 年全年并表的原因,而 2015 年同期仅有 9-12 个月纳入并表范围。2016 年,公司控股子公司宁波瑞源实现营业收入 2.02 亿元,同比上升 17.69%;实现净利润 9,188.91 万元,同比上升 41.54%,为公司贡献较大的业绩。

图 1：公司历年营业收入情况（单位：百万元，%）



资料来源：wind，华金证券研究所

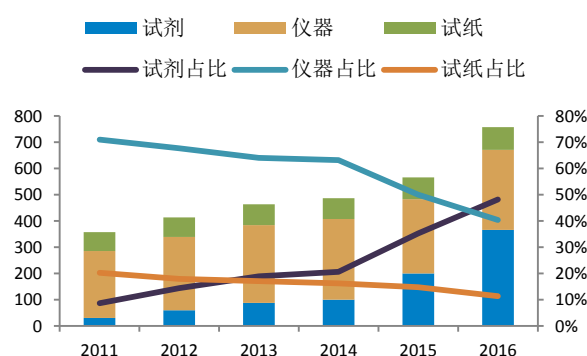
图 2：公司历年净利润情况（单位：百万元，%）



资料来源：wind，华金证券研究所

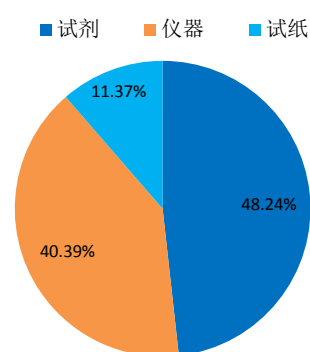
分产品看,公司主要的产品包括试剂、仪器和试纸三类,其中公司采取了仪器与试纸试剂闭环销售的模式,仪器的销售进一步带动了试剂的销售水平,导致公司近年来试剂的销量逐年上升,占比也逐年扩大。2016 年公司试剂、仪器、试纸占主营业务收入的比例分别为 48.24%、40.39% 和 11.37%。

图 3：主营业务收入分产品拆分（单位：百万元，%）



资料来源：wind，华金证券研究所

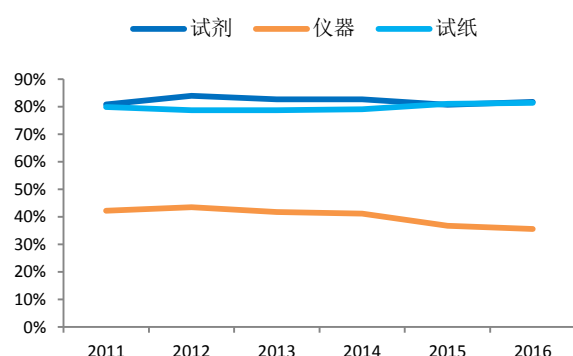
图 4：2016 年公司产品拆分情况



资料来源：wind，华金证券研究所

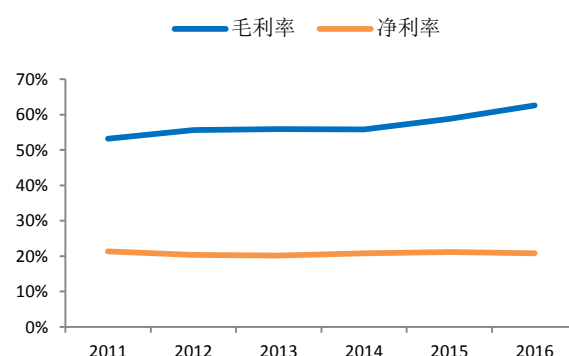
公司毛利率呈现稳中略升的趋势，2016 年公司毛利率 62.61%，同比上升 3.81PCT，主要由于试剂和试纸的毛利率略有上升，其中试剂、仪器、试纸 2016 年毛利率水平分别为 81.80%（+1.06PCT）、35.63%（-1.12PCT）和 81.42%（+0.33PCT）。

图 5：公司分产品毛利率情况



资料来源：wind，华金证券研究所

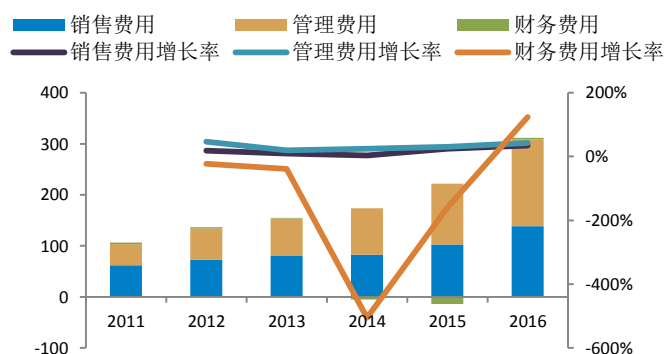
图 6：公司历年毛利率与净利率情况



资料来源：wind，华金证券研究所

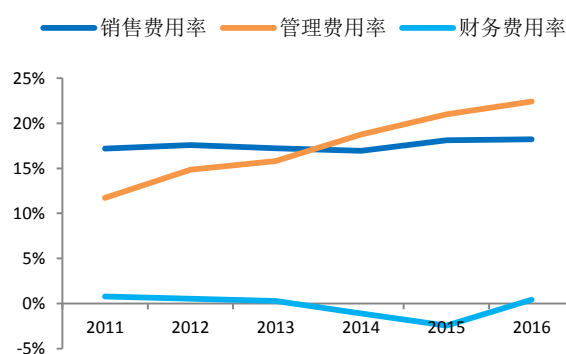
费用方面，公司 2016 年销售费用 1.38 亿元，同比上升 34.71%，主要由于公司控股子公司宁波瑞源的并表，同时由于公司加强市场推广，导致相关费用的提升；管理费用 1.70 亿元，同比上升 42.82%，一方面由于宁波瑞源的并表，另一方面由于公司加强研发投入，2016 年公司研发费用 7,349.23 万元，同比上升 46.72%；财务费用 333.72 万元。公司期间费用增速较快，导致公司整体净利增速水平低于营收增速。

图 7：公司历年期间费用情况（单位：百万元，%）



资料来源：wind，华金证券研究所

图 8：公司历年期间费用率情况（单位：%）



资料来源：wind，华金证券研究所

二、化学发光研发稳定推进，化学发光即将放量

2015 年，公司完成了 CM-240 化学发光测定仪的注册工作，该仪器采用吡啶酯直接化学发光技术（雅培技术），发光原理上相比国内同行较为领先，试剂方面，截止目前公司已取得化学发光试剂注册证 35 个（其中二类 22 个+三类 13 个），另有多项化学试剂在批。我们认为，化学发光产品市场拥有很大的成长空间和进口替代空间，进入化学发光市场有望为公司持续贡献业绩。

三、外延并购持续落地，产品线逐渐丰富

2016 年 1 月，公司受让兰丁高科 10% 股权，开始布局肿瘤早诊业务，兰丁高科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，其代表产品细胞 DNA 自动检测分析仪能够自动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，而公司尿检细分领域市场占有率较高，有一定的医院和渠道优势，可与兰丁高科达成协同效应，进一步推动肿瘤早诊业务的开展。同年 5 月，公司受让致善生物 6.61% 股份，致善生物专注于分子诊断，核心产品为其自主研发的第三代 PCR 分子诊断产品，分子诊断是目前增长最快、市场空间最大的 IVD 细分领域，公司布局分子领域丰富自身产品线，有望在未来获得较快发展。

四、盈利预测

我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 1.07、1.15 和 1.33 元。给予增持-A 建议，6 个月目标价为 41 元，相当于 2017 年 38 倍的市盈率。

五、风险提示

新产品获批进度或低于预期，市场竞争加剧。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	567.3	758.7	880.2	1,007.3	1,153.9	年增长率					
减:营业成本	233.7	283.7	338.9	387.8	440.0	营业收入增长率	16.6%	33.7%	16.0%	14.5%	14.6%
营业税费	7.4	11.0	11.3	13.5	15.6	营业利润增长率	20.4%	35.1%	20.0%	13.2%	18.9%
销售费用	102.8	138.4	156.4	181.7	207.9	净利润增长率	6.8%	15.6%	31.0%	7.7%	15.4%
管理费用	119.0	170.0	182.3	215.3	248.1	EBITDA 增长率	22.9%	64.1%	12.0%	7.6%	13.2%
财务费用	-13.9	3.3	4.5	-1.5	-6.9	EBIT 增长率	12.0%	57.3%	20.3%	9.7%	16.5%
资产减值损失	6.5	1.1	3.9	3.8	2.9	NOPLAT 增长率	11.1%	56.1%	21.2%	9.4%	16.4%
加:公允价值变动收益	0.1	-0.0	-0.1	0.1	-0.0	投资资本增长率	239.2%	9.5%	1.0%	-4.4%	4.6%
投资和汇兑收益	2.0	2.8	1.8	2.2	2.3	净资产增长率	39.8%	7.0%	9.9%	10.4%	11.1%
营业利润	113.9	153.9	184.7	209.0	248.5						
加:营业外净收支	22.9	27.2	23.4	24.5	25.0	盈利能力					
利润总额	136.9	181.1	208.1	233.5	273.6	毛利率	58.8%	62.6%	61.5%	61.5%	61.9%
减:所得税	16.9	23.6	25.7	29.4	34.6	营业利润率	20.1%	20.3%	21.0%	20.7%	21.5%
净利润	108.3	125.1	164.0	176.6	203.8	净利润率	19.1%	16.5%	18.6%	17.5%	17.7%
						EBITDA/营业收入	23.0%	28.2%	27.2%	25.6%	25.3%
						EBIT/营业收入	17.6%	20.7%	21.5%	20.6%	20.9%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	27.2%	26.0%	20.9%	15.4%	15.1%
货币资金	310.2	230.1	266.9	357.9	490.4	负债权益比	37.4%	35.0%	26.5%	18.2%	17.8%
交易性金融资产	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	流动比率	3.05	2.29	2.54	4.20	4.72
应收帐款	190.1	186.5	211.4	274.4	275.9	速动比率	2.49	1.81	1.82	3.36	3.58
应收票据	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-7.17	47.12	42.05	-136.26	-34.94
预付帐款	25.3	12.6	32.4	22.5	37.3	营运能力					
存货	133.7	156.2	238.6	188.7	293.7	固定资产周转天数	117	126	126	104	85
其他流动资产	66.3	157.4	94.6	106.1	119.4	流动营业资本周转天数	158	153	158	149	147
可供出售金融资产	-	67.1	67.1	67.1	67.1	流动资产周转天数	500	348	325	321	338
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	90	89	81	87	86
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	83	69	81	76	75
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	893	860	771	694	648
固定资产	212.5	318.0	299.8	281.6	263.4	投资资本周转天数	492	596	539	463	405
在建工程	57.5	11.0	11.0	11.0	11.0						
无形资产	332.9	301.0	268.7	236.4	204.2	费用率					
其他非流动资产	438.2	418.3	422.3	426.2	422.1	销售费用率	18.1%	18.2%	17.8%	18.0%	18.0%
资产总额	1,766.9	1,858.4	1,913.0	1,972.2	2,184.8	管理费用率	21.0%	22.4%	20.7%	21.4%	21.5%
短期债务	60.0	100.0	132.7	-	-	财务费用率	-2.5%	0.4%	0.5%	-0.2%	-0.6%
应付帐款	58.5	57.6	66.0	80.1	88.7	三费/营业收入	36.6%	41.1%	39.0%	39.3%	38.9%
应付票据	-	10.2	15.1	4.3	19.2	投资回报率					
其他流动负债	119.1	156.4	119.0	142.0	149.9	ROE	10.9%	11.5%	13.5%	13.2%	13.7%
长期借款	154.5	85.0	-	-	-	ROA	6.8%	8.5%	9.5%	10.3%	10.9%
其他非流动负债	88.9	73.1	67.8	76.6	72.5	ROIC	24.8%	11.4%	12.6%	13.7%	16.6%
负债总额	481.0	482.3	400.5	303.0	330.3	分红指标					
少数股东权益	288.5	283.7	302.1	329.5	364.7	DPS(元)	0.20	0.20	0.30	0.31	0.35
股本	153.4	153.4	153.4	153.4	153.4	分红比率	28.3%	24.5%	27.7%	26.8%	26.4%
留存收益	844.1	938.5	1,057.1	1,186.3	1,336.4	股息收益率	0.6%	0.6%	0.8%	0.9%	1.0%
股东权益	1,285.9	1,376.1	1,512.5	1,669.2	1,854.4						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	119.9	157.5	164.0	176.6	203.8	EPS(元)	0.71	0.82	1.07	1.15	1.33
加:折旧和摊销	30.6	57.0	50.4	50.4	50.4	BVPS(元)	6.50	7.12	7.89	8.74	9.71
资产减值准备	6.5	1.1	-	-	-	PE(X)	50.7	43.9	33.5	31.1	26.9
公允价值变动损失	-0.1	0.0	-0.1	0.1	-0.0	PB(X)	5.5	5.0	4.5	4.1	3.7
财务费用	-1.9	9.8	4.5	-1.5	-6.9	P/FCF	-11.5	4,350.8	80.3	47.7	37.4
投资损失	-2.0	-2.8	-1.8	-2.2	-2.3	P/S	9.7	7.2	6.2	5.5	4.8
少数股东损益	11.7	32.4	18.4	27.5	35.1	EV/EBITDA	43.7	26.7	23.4	21.0	18.2
营运资金的变动	30.6	-71.4	-68.1	3.5	-104.4	CAGR(%)	19.4%	14.9%	21.6%	19.4%	14.9%
经营活动产生现金流量	152.0	213.7	167.3	254.3	175.9	PEG	2.6	2.9	1.5	1.6	1.8
投资活动产生现金流量	-759.4	-47.1	1.9	2.0	2.3	ROIC/WACC	2.4	1.1	1.2	1.3	1.6
融资活动产生现金流量	229.4	-84.5	-132.4	-165.3	-45.8						

资料来源：贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

徐曼声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn