业绩符合预期，仪器封闭化营销带动试剂高增长

2017.05.01

	唐爱金(分析师)	陈家华（研究助理）
电话：	020-88836115	020-88836115
邮箱：	tangaij@gzgzhs.com.cn	Chenjiahua@gzgzhs.com.cn
执业编号：	A1310516100001	

事件：

4 月 25 日，公司发布 2017 年一季度报告：实现营业收入 1.55 亿元，同比增长 9.15%；归母净利润 2741.41 万元，同比增长 22.97%；扣除非经常性损益净利润 2557.00 万元，同比增长 27.34%，基本每股收益 0.18 元，同比增长 20.00%。

点评：

● **“仪器+试剂”捆绑销售策略见成效，试剂增速靓眼**

2017Q1 公司实现营收 1.55 亿元，同比增长 9.15%，归母净利润为 2741.41 万元，同比增长 22.97%，扣非归母净利润为 2557 万元，同比增长 27.34%；公司试剂产品（包括生化试剂、尿沉渣试剂、血液分析试剂，其中生化试剂占比约一半）营收同比增长 24.16%，我们认为主要原因是仪器投放带动试剂销售增长，迪瑞是国内全自动生化分析仪的领军企业，其仪器具有高性能和稳定性优势，市场份额占据国内领先地位，公司推行诊断仪器封闭化以及捆绑式销售，试剂业务依托仪器投放逐步放量，高毛利率的试剂收入占比提高带动整体业务毛利率提高 5.78pp，达 66.42%。费用率方面，由于公司加大试剂的推广力度，销售费用同比增长 26.41%，费用率上升 2.15pp 达 15.71%；财务费用增幅为 59.76%，主要系利息收入减少、汇兑损失增加所致，费用率增加 0.48pp 达 1.52%；管理费用相比去年同期略有增长，增幅为 3%。受益高毛利试剂收入占比增加，公司盈利能力进一步提高，一季度销售净利率为 23.87%，同比上升 3.76pp。

● **宁波瑞源并表贡献利润 988 万，协同整合有望完成业绩承诺**

公司控股子公司宁波瑞源 2017Q1 销售收入和净利润分别达 4776.96 万和 1938.41 万元，分别同比增长 18%和 53%，其中纳入合并范围的归属于上市公司股东的净利润为 988.59 万元占公司归母净利润的 36%，业绩贡献明显。宁波瑞源生化试剂种类丰富，目前已经有 117 项生化试剂批文，处于行业领先位置，同时在免疫比浊、免疫荧光层析生化试剂领域具有强大的实力。其试剂产品与公司的仪器业务相互协同，公司仪器将带动宁波瑞源试剂迅速放量，我们预期子公司宁波瑞源完成 2017 年 9300 万元的业绩承诺是大概率事件。

● **“自研+外延”并举扩张产品线，期待未来化学发光放量贡献业绩**

公司拥有国内领先的仪器研发能力，公司自主研发的 CM-240 化学发光测定仪，采用吖啶酯直接化学发光技术（雅培技术），其发光原理相比国内同行较为领先，能满足高端医院需求，且公司已取得化学发光试剂注册证 35 个（二类 22 个+三类 13 个），另有多项化学试剂在批；领先同行的直接化学发光技术加之持续丰富的化学试剂未来有望为公司贡献业绩。此外，公司在研的 CS-9200 生化分析流水线、红细胞五分类分析仪均为国内体外诊断市场稀缺品种，预计未来随着其陆续上市有望进一步增强公司仪器的竞争力。在加强自身研发能力的同时，公司也通过外延方式进一步丰富产品线，公司 2015 年 12 月收购宁波瑞源 51%股权，后者 117 项生化试剂批文除去重复，可净增公司生化试剂 50+种，进一步丰富补充公司的生化试剂产品线；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；2016 年 5 月收购致善生物 6.61%股权，布局分子诊断领域。我们认为公司未来仍将继续丰富产品线，存在强烈的外延预期。

● **盈利预测与估值：**根据公司业务情况，我们测算公司 17-19 年 EPS 分别为 1.04/1.26/1.50 元，对应 33/27/23 倍 PE。考虑到公司试剂逐步放量，化学发光产品线逐渐丰富，且外延预期强烈，17 年给予 36 倍 PE，目标价 37.44 元，谨慎推荐。

● **风险提示：**营销与产品推广不达预期；产品研发不达预期；

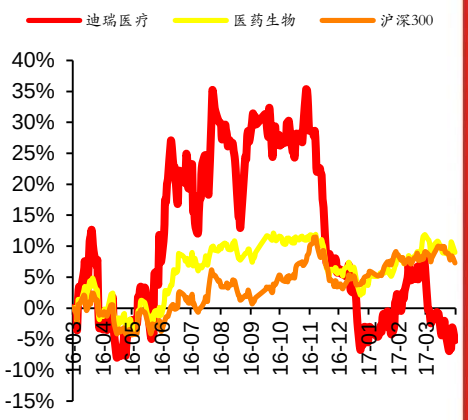
主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	758.69	943.33	1140.05	1342.99
同比(%)	33.73%	24.34%	20.85%	17.80%
归属母公司净利润	125.14	158.96	193.05	230.54
同比(%)	15.57%	27.03%	21.45%	19.42%
ROE(%)	11.46%	10.34%	11.21%	11.86%
每股收益(元)	0.82	1.04	1.26	1.50
P/E	41.69	32.82	27.02	22.63
P/B	5.31	4.16	3.63	3.14
EV/EBITDA	4.79	4.61	3.65	0.14

谨慎推荐

现价：	35.05
目标价：	37.44
股价空间：	**6.8%**

医药生物行业

行业指数走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
迪瑞医疗	-11.11	0.29	-25.65
医药生物	-2.63	5.08	-2.32
沪深 300	-1.39	2.27	2.57

基本资料

总市值（亿元）	52.14
总股本（亿股）	1.53
流通股比例	30.72%
资产负债率	25.95%
大股东	长春瑞发投资有限公司
大股东持股比例	53.8%

相关报告

附录：公司财务预测表　　单位：　百万元

资产负债表	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	743	735	852	983
现金	230	270	363	506
应收账款	151	152	151	152
其它应收款	35	37	36	36
预付账款	13	19	16	17
存货	156	145	151	148
其他	158	113	135	124
非流动资产	1115	1259	1326	1421
长期投资	0	0	0	0
固定资产	318	371	413	441
无形资产	301	423	451	526
其他	496	465	462	454
资产总计	1858	1994	2178	2404
流动负债	324	282	301	291
短期借款	100	83	90	85
应付账款	52	52	52	52
其他	172	148	159	154
非流动负债	158	208	190	203
长期借款	85	125	111	123
其他	73	83	79	80
负债合计	482	490	490	494
少数股东权益	284	284	284	284
归属母公司股东权益	1092	1254	1438	1660
负债和股东权益	1858	2028	2212	2438

利润表	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	758.69	943.33	1140.05	1342.99
营业成本	283.71	364.51	413.66	503.12
营业税金及附加	10.97	9.16	10.07	9.62
营业费用	138.42	179.94	228.53	260.52
管理费用	170.02	221.03	282.91	322.52
财务费用	3.34	10.29	9.62	7.87
资产减值损失	1.08	3.78	2.43	3.11
公允价值变动收益	-0.03	0.01	-0.01	0.00
投资净收益	2.78	2.38	2.58	2.48
营业利润	153.92	157.01	195.42	238.72
营业外收入	28.82	29.26	29.04	29.15
营业外支出	1.63	4.19	2.91	3.55
利润总额	181.11	182.08	221.55	264.32
所得税	23.59	23.13	28.50	33.79
净利润	157.52	158.96	193.05	230.54
少数股东损益	32.38	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	125.14	158.96	193.05	230.54
EBITDA	244.84	248.58	300.17	345.66
EPS（摊薄）	0.82	1.04	1.26	1.50

现金流量表	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	214	252	255	317
净利润	158	159	193	231
折旧摊销	57	56	69	73
财务费用	3	10	10	8
投资损失	-3	-2	-3	-2
营运资金变动	4	37	-19	11
其它	-5	-9	5	-4
投资活动现金流	-47	-184	-141	-163
资本支出	-57	-78	-68	-73
长期投资	-6	34	-17	8
其他	16	-140	-56	-98
筹资活动现金流	-84	-28	-21	-11
短期借款	40	-17	7	-5
长期借款	-70	40	-15	13
其他	-55	-51	-14	-19
现金净增加额	83	40	93	143

主要财务比率	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	33.7%	24.3%	20.9%	17.8%
营业利润增长率	35.1%	2.0%	24.5%	22.2%
归属于母公司净利润	15.6%	27.0%	21.4%	19.4%
获利能力				
毛利率	62.6%	61.4%	63.7%	62.5%
净利率	20.8%	16.9%	16.9%	17.2%
ROE	11.4%	10.3%	11.2%	11.9%
ROIC	12.1%	11.0%	11.8%	12.3%
偿债能力				
资产负债率	26.0%	24.6%	22.5%	20.6%
净负债比率	52.77%	54.66%	54.11%	54.76%
流动比率	2.29	2.61	2.83	3.37
速动比率	1.81	2.09	2.33	2.87
营运能力				
总资产周转率	0.42	0.49	0.55	0.59
应收账款周转率	5.00	6.23	7.52	8.87
应付账款周转率	5.48	7.02	7.98	9.69
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.82	1.04	1.26	1.50
每股经营现金流(最新	1.40	1.64	1.66	2.07
每股净资产(最新摊	7.12	8.18	9.38	10.82
估值比率				
P/E	41.69	32.82	27.02	22.63
P/B	4.78	4.16	3.63	3.14
EV/EBITDA	4.79	4.61	3.65	0.14

数据来源：港澳资讯，公司公告，广证恒生

广证恒生：

地　址：广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 4 楼
电　话：020-88836132，020-88836133
邮　编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6 个月内相对强于市场表现 15%以上；
谨慎推荐：6 个月内相对强于市场表现 5%—15%；
中　　性：6 个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；
回　　避：6 个月内相对弱于市场表现 5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经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，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。