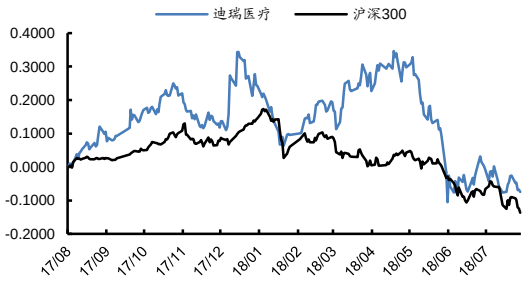
研究所
证券分析师： 胡博新 S0350517060001
hubx@ghzq.com.cn

期待下半年新产品放量

——迪瑞医疗（300396）中报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
迪瑞医疗	-7.7	-28.7	-9.6
沪深 300	-7.5	-17.3	-13.3

市场数据	2018-08-17
当前价格（元）	17.58
52 周价格区间（元）	16.83 - 26.08
总市值（百万）	4852.61
流通市值（百万）	4344.06
总股本（万股）	27603.00
流通股（万股）	24710.24
日均成交额（百万）	36.45
近一月换手（%）	7.62

相关报告

《迪瑞医疗（300396）事件点评：业绩符合预期，预计新产品下半年贡献业绩》——2018-07-13

《迪瑞医疗（300396）事件点评：封闭仪器+试剂推动业绩增长，布局多元化产品》——2018-04-23

《迪瑞医疗（300396）事件点评：业绩增速靓眼，封闭式策略推动高速成长》——2017-10-22

《迪瑞医疗（300396）事件点评：中期业绩预告超预期，化学发光值得期待》——2017-07-13

合规声明

事件：

公司发布 2018 年中报：营业收入 4.38 亿元，同比增长 10.73%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.01 亿元，同比增长 11.40%，扣非后净利增长 23.75%；实现经营活动产生的现金流量净额 1.31 亿元，同比增长 0.70%。

投资要点：

- **Q2 业绩增长稳定，符合预期。**由于 2017 年 Q2，公司转让参股公司武汉兰丁的 10%股权，因此 2018 年上半年净利增速仅 11.4%，扣非增速 23.75%，继续保持稳定增长趋势，符合预期。从单季度看，Q2 扣非净利增速 22.66%，和 Q1 相比，保持平稳，而季度间收入增速变化较大，主要是仪器销售季度结算影响。从利润构成来看，母公司依然是业绩增长主力，上半年实现扣非净利润 7570.61 万元，增速 25.63%，占公司业绩构成的 79%。控股子公司扣非后净利润 5265.28 万元，考虑摊销后净利润 4379.45 万元，较上年同期增长 9.73%，其中纳入合并范围的归属于上市公司股东的净利润 2233.52 万元，利润占比约 23%。由于 2015-2017 年为宁波瑞源的业绩承诺期，而且 3 年的净利符合增速超过 30%，进入 2018 年宁波瑞源进入研发巩固期，因此净利增速有所放缓。

- **封闭模式继续带动自产试剂快速增长。**公司以仪器研发见长，从 2015 年起，公司执行“封闭仪器+试剂”销售策略，通过封闭的生化分析仪给予经销商一定折扣，带动高毛利的试剂销售。2018 年公司继续加强仪器与试剂闭环销售模式，同时叠加销售层级的改革，上半年试剂收入 2.93 亿元，同比增长 17.03%，其中，母公司试剂收入 1.91 万元，同比增长 24.62%，生化及尿有形试剂产品收入保持较好增长。

- **仪器研发奠定基础，期待下半年业绩贡献增量。**公司是国内以仪器研发见长的体外诊断公司，2018 年 3 月公司发布了妇科分泌物分析仪和化学发光分析仪两项重磅新品，是继生化、免疫、尿液、血细胞之后新增的两大领域，覆盖医院检验科 50%以上的检测项目。随着新产品的上市，公司全自动产品线已逐渐完善，凭借较强的仪器研发实力，向打造全自动化流水线实验室迈进一步。新产品推广方面，公司在尿液检测已有较好的品牌基础，FUS-1000 全自动尿液分析系统上市切合基层医疗结构的需求销售拓展迅速。GMD-S600 全自动妇科分泌物分析系统兼具检测方便性和经济效益双重优势，目前处于医

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

院装备阶段，下半年有望生产配套试剂收入。CM-180 全自动化学发光免疫分析仪，采用了国际主流吖啶酯标记化学发光检测技术，目前处于和进口品牌做临床对照阶段，为市场推广做准备。目前已获批配套试剂约 38 项，预计下半年试剂还将陆续增加。

- **盈利预测和投资评级：**公司“封闭仪器+试剂”成效初显，高毛利试剂收入占比逐渐增加，2018 年妇科分泌物分析、化学发光等新产品进入市场推广阶段，并逐渐放量，公司有望进入快速成长阶段。预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.80 元、1.06 元和 1.43 元，业绩复合增速超过 30%，对应 PE 分别为 22.05、16.65 和 12.33 倍，**维持买入评级**。

- **风险提示：**产品价格下降风险、研发进展不达预期、销售推广不达预期。

预测指标	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入（百万元）	868	1098	1440	1874
增长率(%)	14%	27%	31%	30%
净利润（百万元）	167	220	291	394
增长率(%)	34%	31%	32%	35%
摊薄每股收益（元）	1.09	0.80	1.06	1.43
ROE(%)	11.84%	13.01%	14.15%	15.41%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：迪瑞医疗盈利预测表

证券代码:	300396.SZ		股价:	17.58	投资评级:	买入		日期:	2018-08-17
财务指标	**2017**	**2018E**	**2019E**	**2020E**	**每股指标与估值**	**2017**	**2018E**	**2019E**	**2020E**
盈利能力					**每股指标**				
ROE	12%	13%	14%	15%	EPS	1.09	0.80	1.06	1.43
毛利率	64%	66%	67%	70%	BVPS	8.06	5.28	6.33	7.76
期间费率	41%	39%	40%	41%	**估值**				
销售净利率	19%	20%	20%	21%	P/E	24.16	22.05	16.65	12.33
成长能力					P/B	2.18	3.33	2.78	2.27
收入增长率	14%	27%	31%	30%	P/S	3.11	4.42	3.37	2.59
利润增长率	34%	31%	32%	35%					
营运能力					**利润表（百万元）**	**2017**	**2018E**	**2019E**	**2020E**
总资产周转率	0.47	0.51	0.57	0.61	**营业收入**	**868**	**1098**	**1440**	**1874**
应收账款周转率	4.62	3.76	4.53	4.27	营业成本	310	377	469	565
存货周转率	1.67	1.74	1.74	1.72	营业税金及附加	13	15	20	26
偿债能力					销售费用	151	198	274	375
资产负债率	24%	21%	19%	17%	管理费用	177	223	295	384
流动比	2.01	2.74	3.56	4.49	财务费用	11	(4)	(10)	(16)
速动比	1.50	2.15	2.90	3.75	其他费用/（-收入）	9	0	0	0
					营业利润	**229**	**289**	**392**	**541**
资产负债表（百万元）	**2017**	**2018E**	**2019E**	**2020E**	营业外净收支	13	30	30	30
现金及现金等价物	193	315	613	921	**利润总额**	**243**	**319**	**422**	**571**
应收款项	188	292	318	439	所得税费用	32	42	55	74
存货净额	186	225	281	344	**净利润**	211	277	367	496
其他流动资产	174	220	288	375	少数股东损益	44	57	76	103
流动资产合计	**741**	**1052**	**1499**	**2079**	**归属于母公司净利润**	**167**	**220**	**291**	**394**
固定资产	306	287	272	258					
在建工程	0	0	0	0	**现金流量表（百万元）**	**2017**	**2018E**	**2019E**	**2020E**
无形资产及其他	279	279	251	223	**经营活动现金流**	**231**	**227**	**394**	**428**
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	211	277	367	496
资产总计	**1851**	**2144**	**2547**	**3086**	少数股东权益	44	57	76	103
短期借款	36	36	36	36	折旧摊销	64	66	64	59
应付款项	81	86	107	130	公允价值变动	(0)	0	0	0
预收帐款	39	50	65	85	营运资金变动	(88)	(174)	(113)	(230)
其他流动负债	213	213	213	213	**投资活动现金流**	**25**	**18**	**16**	**14**
流动负债合计	**369**	**384**	**421**	**463**	资本支出	23	18	16	14
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0
其他长期负债	68	68	68	68	其他	2	0	0	0
长期负债合计	**68**	**68**	**68**	**68**	**筹资活动现金流**	**(134)**	**0**	**0**	**0**
负债合计	**437**	**452**	**489**	**531**	债务融资	(149)	0	0	0
股本	153	276	276	276	权益融资	0	0	0	0
股东权益	1414	1692	2059	2555	其它	15	0	0	0
负债和股东权益总计	**1851**	**2144**	**2547**	**3086**	**现金净增加额**	**122**	**245**	**410**	**442**

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【医药组介绍】

胡博新，药学专业，7 年证券行业医药研究经验，曾在医药新财富团队担任核心成员。对 OTC 和原料药行业有长期跟踪经验。

周超泽，哥伦比亚大学化学工程/罗格斯大学金融工程双硕士，浙江大学工学学士，生物工程和金融复合背景，2017 年加入国海证券医药组，主要覆盖创新药、生物制药、原料药、制剂出口板块。

【分析师承诺】

胡博新，本人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，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本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数;
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数;
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%～20%之间;
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～10%之间;
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己

的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。