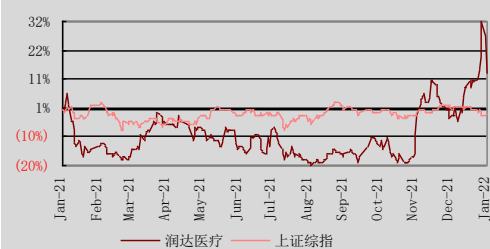


603108.SH
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 14.0

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	1.8	16.4	30.1	13.2
相对上证指数	3.5	18.1	30.1	13.9

发行股数(百万)	580
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	8,114
3个月日均交易额(人民币 百万)	145
净负债比率(%) (2022E)	52
主要股东(%)	
杭州市拱墅区国有投资控股集团有限公司	20

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
 以 2022 年 1 月 18 日收市价为标准

相关研究报告

《润达医疗: 诊断服务板块的“价值洼地”, 被低估的 IVD 院内服务领军者》 20220108

 中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

医药生物: 医疗服务

证券分析师: 邓周宇

(86755)82560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050001

润达医疗

商业板块: IVD 院内集约化服务领军者; 工业板块: IVD 试剂“CDMO”再注新动能

事件点评: 2022 年 1 月 8 日公司发布公告, 其全资子公司上海惠中生物科技有限公司与奥森多生物科技(上海)有限公司签署《战略合作暨合资经营协议》的公告, 该合作若成功落地将有助于公司将研发能力、生产能力提升到更高的国际化体系标准, 预期为公司工业板块发展注入新动能。

支撑评级的要点

- 工业板块: 外延内生, 有望厚积薄发。** 公司通过收购和自主研发逐步完善对 IVD 产品业务版图的布局, 避开竞争激烈市场发展特色产品, 如糖化产品、质控产品、医疗信息化等产品独具优势已实现部分细分领域国产领先。2021 年 12 月初公司公告润达格嘉 ARP-6465MD 三重四极杆质谱仪系统获批上市更是公司研发能力的彰显。而本次合作的奥森多生物科技(上海)有限公司是奥森多总部研发中心以外的重要创新平台, 奥森多是全球体外诊断领域的先锋企业之一, 服务于全球临床实验室和输血医学领域。该项合作将有助于公司将研发能力、生产能力提升到更高的国际化体系标准。
- 商业板块: 诊断服务“价值洼地”, 被低估的医学实验室综合服务商龙头。** 公司为医学实验室综合服务商, 商业板块分为 IVD 仪器耗材传统经销代理业务、集约化/区域检验中心业务和 ICL 业务, 集约化/区域检验中心业务更是公司的核心价值所在之一, 重资产 ICL 业务发展较快。作为国内院内医学实验室综合服务领军者, 医保控费环境下公司价值凸显。国家推动 IVD 行业控费大势所趋并超过之前市场预期, 未来若随着 IVD 试剂价格降低检测项目收费降低, 医院降本增效动力将更足。润达作为专业化综合实验室服务商, 除了其强大的 IVD 产品供应链之外, 其打包的多样化服务业务价值将更加凸显, 一方面能为其上游 IVD 生产企业客户提供更好的市场推广、产品入院和售后服务, 需求持续存在, 另一方面能为医院检验科的降本增效提供多样化服务、更高效的运营管理、更好的质控管理等, 从而更好的实现医院的降本增效。
- 商业板块和工业板块协同并进, 打造平台型 IVD 领域的医学实验室综合服务商龙头值得期待。** 一方面, 公司商业板块集约化/区域检验中心业务顺应医保控费政策价值凸显, 公司的商业板块将是公司了解终端需求, 更好的了解行业发展的最佳途径, 从而为工业板块提供更加贴合市场实际需求的战略指引、且利于公司工业产品导流, 从而更好的加大终端客户的粘性; 另一方面, 公司工业板块特色化产品是公司商业板块提供多元化打包服务的基础之一, 新增的合作研发生产模式也有助于公司利用综合服务平台优势为客户提供更多、更优的体外诊断产品选择。另外, 公司近期发布了内部业务整合及架构调整公告, 该调整也将助力公司全面发展、优化内部管理结构、清晰业务板块布局, 促进自产业务整合、加强自产业务协同、提升自产业务经营效率, 有利于自产业务结构优化, 充分整合公司资源, 提高经营管理效率。

估值

- 预计 2021-2023 年公司归母净利润为 4.20/5.79/6.43 亿元, 对应 EPS 为 0.73/1.00/1.11 元, 给予**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 应收账款快速增长的风险、终端客户开发不及预期风险、工业板块新品研发不及预期风险、商誉减值风险, 业务整合及股权架构调整的实行的不确定性风险、合资公司经营不确定性风险、市场监管风险等。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	7,052	7,069	8,743	10,826	12,756
变动(%)	18	0	24	24	18
净利润(人民币 百万)	310	330	420	579	643
全面摊薄每股收益(人民币)	0.534	0.569	0.725	0.999	1.110
变动(%)	18.2	6.6	27.4	37.7	11.1
全面摊薄市盈率(倍)	26.2	24.6	19.3	14.0	12.6
价格/每股现金流量(倍)	32.9	25.1	3.5	(6.6)	3.6
每股现金流量(人民币)	0.43	0.56	4.01	(2.11)	3.91
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.0	9.4	6.7	6.1	4.6
每股股息(人民币)	0.000	0.114	0.099	0.112	0.166
股息率(%)	n.a.	0.8	0.7	0.8	1.2

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

1、合作事件：

公司 2022 年 1 月 8 日公告其全资子公司上海惠中生物科技有限公司与奥森多生物科技发展（上海）有限公司签署《战略合作暨合资经营协议》。

事件概述：基于上海润达医疗科技股份有限公司与 Ortho-Clinical Diagnostics（奥森多）多年来密切、良好的合作关系，为加快推进奥森多相关体外诊断新设备及试剂在中国市场的上市步伐，双方达成深层次战略合作伙伴关系。润达医疗全资子公司上海惠中生物科技有限公司（惠中生物）与奥森多在国内的全资子公司奥森多生物科技发展（上海）有限公司（奥森多生物）签订《战略合作暨合资经营协议》，设立合资公司，注册资本为人民币 200 万元，公司拟以自有资金出资 100 万元，占合资公司注册资本的 50%。

合资公司将为奥森多 VITROS®免疫诊断分析仪（包括但不限于奥森多 VITROS 3600、5600 和 7600 仪器）研发符合中国市场需求的体外诊断试剂产品，研发过程中形成的任意形式的全部知识产权均归属于合资公司。同时公司将提供自有生产能力及产品推广渠道满足合资公司产品委托生产及产品推广的需求。（企业性质：有限责任公司；经营范围：从事生物科技、医药科技领域内的技术服务、技术开发、技术咨询、技术交流、技术转让、技术推广（人体干细胞、基因诊断与治疗技术开发和应用除外）等（具体经营范围以工商行政管理部门核准为准））。

图表 1. 该合作双方的权力与义务

甲方（奥森多生物科技发展（上海）有限公司

负责协调奥森多对合资公司及合作项目的各方面支持，并代表奥森多推动合资公司的良好发展。

乙方（上海惠中生物科技有限公司）

1) 乙方负责协调润达医疗对合资公司及合作项目的各方面支持，并代表润达医疗推动合资公司的良好发展。

2) 乙方负责协调金融、制造、流通、建筑、交通等相关的资源，协助推动合资公司的良好发展。

3) 乙方负责提供自有生产能力或者协调关联公司的生产能力，尽最大努力满足合资公司委托生产的需求。

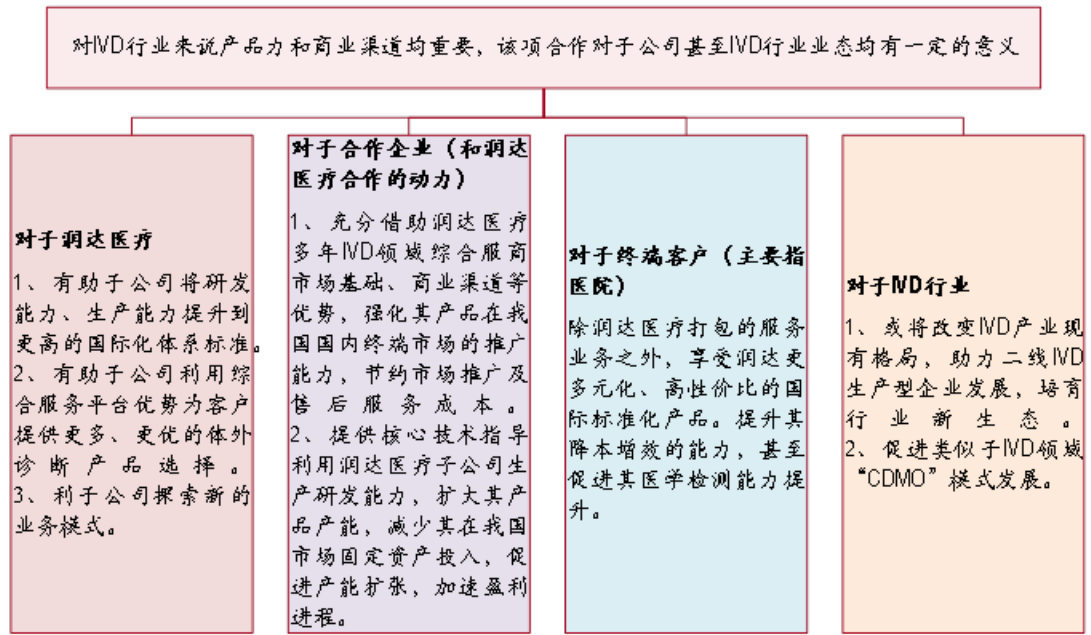
4) 乙方负责提供自有经销渠道或者协调关联公司的经销渠道，尽最大努力提高合资公司产品的市场占有率。

5) 乙方负责主导本协议下拟议交易的经营集中申报（如需要）。

资料来源：公司公告，中银证券

合作意义分析：奥森多是全球体外诊断领域的先锋企业之一，服务于全球临床实验室和输血医学领域。奥森多生物科技发展（上海）有限公司是奥森多总部研发中心以外的重要创新平台，专注于生物科技和医疗器械领域的技术开发和服务。对于润达医疗来说，本次合作的签署，是奥森多对公司包括在体外诊断产品研发能力、生产能力和市场综合竞争能力等方面的认可，以及公司发展方向和战略的认同。通过此次合作，有助于公司将研发能力、生产能力提升到更高的国际化体系标准，也有助于公司利用综合服务平台优势为客户提供更多、更优的体外诊断产品选择。

图表 2. 该战略合作意义分析



资料来源：公司公告，中银证券

2、润达医疗与 OCD 合作历程

润达医疗作为医学实验室综合服务商，其提供产品为体外诊断仪器和配套试剂。公司主要经销产品品牌包括许多强生品牌的体外诊断产品，该类产品的OCD研发制造。2014年1月，凯雷集团收购OCD。润达医疗与强生公司签署2015年度经销协议，2015年公司仍将通过强生公司采购OCD的产品。根据该经销协议，强生公司将OCD产品相关业务及合同权利义务转授予奥森多医疗器械贸易（中国）有限公司（OCD公司境内全资子公司），该转让于2015年完成。转让完成后，润达医疗通过奥森多医疗器械贸易（中国）有限公司或其指定方采购OCD产品。

图表 3. 合作初期润达医疗主要经销的 OCD 产品

产品名称	图示	主要用途
VITROS系列生化分析仪及配套试剂和耗材		采用多层涂膜干片试剂技术，通过检测血液尿液等，测定酶类、糖类、脂类、无机元素类、肝功能等项目，为临床诊断提供依据
VITROS系列免疫分析仪及配套试剂和耗材		利用化学发光技术和抗原抗体反应，用于检查传染病、内分泌激素、肿瘤标志物、药物浓度检测等检测项目，为临床诊断提供依据
ORTHO AUTOVUE血型交叉配血分析系统及配套试剂和耗材		主要用于血型鉴定、交叉配血、抗体筛查等项目的检测，保证输血安全
其他优势产品，如血糖仪、临床生化免疫分析仪等实验室诊断、检测耗材和设备产品		

资料来源：润达医疗招股说明书，中银证券

图表 4. 润达医疗与 OCD 的合作梳理

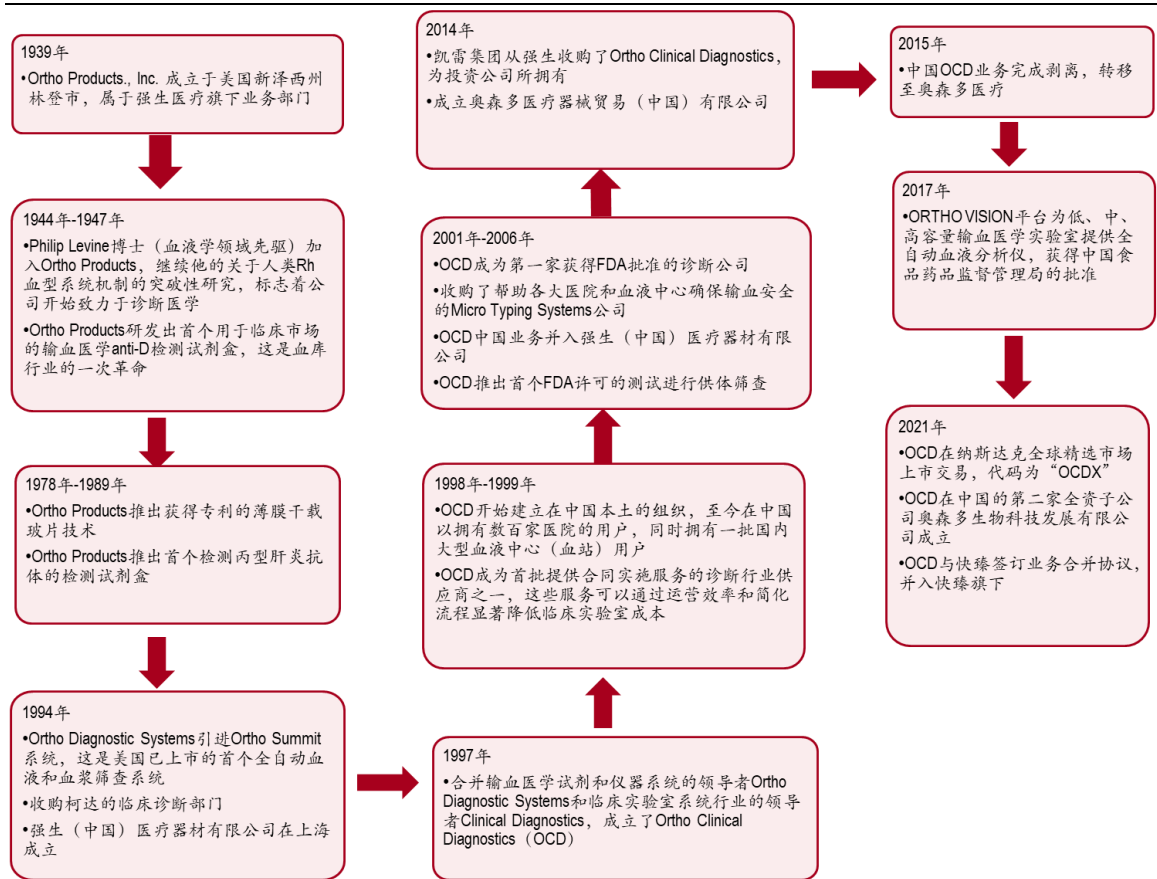


资料来源：润达医疗招股说明书；润达医疗2019年报，中银证券

3、奥森多医疗公司简介

奥森多生物科技发展（上海）有限公司是 OCD/奥森多医疗总部研发中心以外的重要创新平台，奥森多医疗是生物医药领域的国际领先体外诊断公司。公司曾经是强生（Johnson & Johnson）旗下的部门，2014 年被凯雷集团（Carlyle Group）以 40 亿美元收购，成为独立的组织，并于 2021 年 1 月 28 日在美国 NASDAQ 证券交易所单独 IPO 上市。公司是全球领先的体外诊断解决方案提供商，以纯粹的体外诊断业务为驱动，为临床实验室和输血医学界提供服务。公司在 130 多个国家和地区拥有商业业务部署，其医疗仪器、检测试剂及其他医疗耗材用于世界各地的医院、实验室、诊所、血库和献血中心。公司在全球运营，在美国和英国设有制造工厂，销售中心、行政办事处和仓库遍布全球。自 2014 年成为独立组织以来，OCD 对重点业务进行了大量投资。

图表 5. OCD 发展历程



资料来源：OCD 官网，中银证券

图表 6. 独立组织以来，OCD 投资的重点领域

基础设施	OCD 在 IT、财务、供应链和其他支持职能方面投资了超过 5 亿美元，以将公司的基础设施和能力构建为一个独立的业务，并推动长期的盈利增长。
研发投入	公司通过投资约 5.5 亿美元用于研发，以增强公司现有能力，并开发细心的仪器和检测方法来补充产品组合，从而加强了对创新的关注。
商业规划	公司重新设计了所有关键地区的上市战略，扩大了销售队伍，实施了新的客户信息系统，并推出了 ORTHO Care，以提高服务能力。
运营状况	公司整合并精简了制造能力和其他全球职能，以提高盈利能力和现金流，自被凯雷收购以来，节省了超过 2 亿美元。
领导团队	为了利用以上投资，公司招募了一支由经验丰富的诊断和医疗保健领导者组成的高素质管理团队，专注于客户并加速客户增长。

资料来源：OCD2020 年报，中银证券

2021 年 5 月 25 日，OCD 宣布在中国的第二家全资子公司奥森多生物科技发展（上海）有限公司成立，该生物科技创新中心是 OCD 总部研发中心以外的重要创新平台，将专注于生物科技和医疗器械领域的技术开发和服务，也是 OCD 整合全球创新资源，全面开启本土化创新的重要举措。依托该创新中心的平台技术优势和区域产业集合资源，OCD 计划在未来五年内推动数十个符合中国本土医疗市场需求的新产品上市（包括设备和试剂）；同时，计划通过人才引进、加大本土及国际合作等多项措施，进一步提升在中国的运作能级，加速构建中国市场“研—产—销一体化生态圈”。

2021 年 12 月 23 日，OCD 与 Quidel 公司签订业务合并协议。Quidel 公司（中文名快臻公司），是一家快速诊断检测解决方案提供商，是基于细胞的病毒学检测和分子诊断系统的全球领导者，Quidel 通过提供准确快速诊断传染病以及心血管和代谢疾病的诊断解决方案，使医护人员能够在护理点快速测试和治疗。

产品管线

目前 OCD 主要有两条产品线，临床实验室（生化和免疫诊断）和输血医学（供体筛查和免疫血液学），除此之外公司的 ORTHO Care 服务也是为客户提供价值的关键因素。

临床实验室业务

- 临床化学，通过检测体液中目标化学物质评估病人的健康和临床管理。
- 免疫分析，对在疾病传播中作为抗原的蛋白质、由疾病引起的免疫反应中的抗体或器官正常功能和健康的标记物进行测量。

公司一直是临床诊断领域重要技术进步的先驱。独特的干载玻片技术，将分散、遮盖、清除剂和试剂层结合到一个邮票大小的载玻片中，为客户提供卓越的测试性能，结果准确，具有稳定性、可靠性、易用性优势和更低的总成本。目前载玻片校准间隔约 6 个月，这个时间跨度是行业领先的。公司提供全面的临床化学测试菜单，干载玻片的保质期长，具有更低的实验室货架空间需求。公司的新型 XT7600 和 XT3400 仪器通过数字精度和 XT 多重测试载玻片增强了这些优势，并且随着时间的推移，有机会进一步提高精度。公司的干燥化学载玻片无需用水并显著减少了临床废物和生物危害，具有环保性，对环境友好。

临床实验室平台采用 VITROS 系列仪器，包括一系列临床化学、免疫测定和集成系统(化学和免疫分析结合)以及自动化和中间件解决方案，能够对传染病、败血症、心血管疾病和贫血、骨病、糖尿病、药物滥用/毒理学、肿瘤和肾脏疾病等诸多领域进行试验。VITROS 仪器被广泛使用于集中的、高通量的测试站点（医院和实验室）和分散的、低通量的站点（医生办公室、诊所和专业环境）中。

公司分别于 2018 年和 2019 年推出了下一代 VITROS 仪器，即 XT7600 集成系统和 XT3400 临床生化分析仪。两台仪器均部署了一种新型高精度数字反射仪，可测量测试结果并利用新的 XT 化学载玻片，将两种经常使用的测试结合在一起，提升客户体验和价值，带来经济效益。此外，随着时间的推移，数字传感将通过更好的图像处理来提高测试精度。XT 仪器与前几代产品相比，在以下方面取得长足进步：①XT 载玻片的测试吞吐量提高 40%；②测试结果的一次通过率为 96%；③为美国客户提供高可靠性和 98% 的正常运行时间保证。

OCD 的临床实验室检测菜单广泛，涵盖了 24 个不同的治疗领域和大约 90% 的典型实验室测试需求。公司尤其以干燥的临床化学测试以及传染病和急性护理免疫测定的强度而闻名，包括公司用于心脏病发作和充血性心力衰竭的高性能心脏标志物。

图表 7. OCD 临床实验室业务主要产品

分类	介绍	举例
Standalone CC 系列	高效可扩展的分析仪，可运行一般和特殊的化学测试，包含差异化干燥化学微载玻片，不需要外部供水	<ul style="list-style-type: none"> •VITROS 350 化学系统 •VITROS XT3400 化学系统 •VITROS 4600 化学系统
Standalone IA 系列	随机访问，可扩展的通量分析仪，可运行免疫分析，不需要外部供水	<ul style="list-style-type: none"> •VITROS ECiQ 免疫诊断系统 •VITROS 3600 免疫诊断系统
集成仪器(CC + IA)	随机访问，高通量分析仪，可在同一单元内运行化学和免疫分析测试，不需要外部供水	<ul style="list-style-type: none"> •VITROS 5600 集成系统 •VITROS XT7600 集成系统
干燥化学载玻片和 XT 多载玻片	差异化的“干”微载玻片技术避免了水杂质引起的潜在变化，以及湿化学产品中常见的频繁校准。每张 XT 载玻片可进行两次测试，效率更高	•VITROS XT 微载玻片临床化学技术
急性护理—ED/ICU 的心脏和脓毒症标志物	在急症监护情况下，帮助提供准确、可靠结果的重症监护检测	VITROS 免疫诊断产品 <ul style="list-style-type: none"> •高灵敏度肌钙蛋白 •NT(proBNP II) •B•R•A•H•M•S PCT(原降钙素)
传染病(用于病人管理和献血者筛查的检测)	高效检测识别抗原和抗体的存在	<ul style="list-style-type: none"> •VITROS 艾滋病毒联合免疫诊断分析 •VITROS 抗 HCV 免疫诊断分析 •VITROS 抗非典 IgG 免疫诊断分析 •VITROS 抗 SARS(CoV2 免疫诊断分析 •VITROS SARS 抗原免疫诊断分析
其他关键化验	微探针分析提供了广泛的特殊化学测试，使用湿试剂，但不需要外部供水	•VITROS 糖化血红蛋白微探针检测

资料来源：OCD2020 年报，中银证券

图表 8. OCD 临床实验室业务关键产品

产品	图示	介绍	用途
VITROS XT 760 0 全自动生化免疫分析仪		VITROS XT 系统采用数字化学并由新型数字反射仪提供支持, 可比以往更好地连接使用者的实验室生态系统, 从而提高效率、生产力并提高使用者可以为患者提供的护理质量。	贫血、骨代谢疾病、心脏疾病、糖尿病、临床生化、肝功、传染病、重症感染、炎症、血脂、营养评估、肿瘤标志物、胰腺、肾功、生殖激素、呼吸系统、脑脊液、药物浓度监测、甲状腺、毒理学
VITROS 5600 全自动生化免疫分析仪		VITROS 5600 具有分析菜单, 涵盖一般实验室所需要的检测量。VITROS 5600 旨在帮助使用者有效集成关键检测, 为依赖使用者的医生和患者提供及时的结果。奥森多希望在单一整合平台上提供全面的临床生化和免疫分析菜单, 使实验室实现高质量、高生产率和高价值	贫血、骨代谢疾病、心脏疾病、糖尿病、临床生化、肝功、传染病、重症感染、炎症、血脂、营养评估、肿瘤标志物、胰腺、肾功、生殖激素、呼吸系统、脑脊液、药物浓度监测、甲状腺、毒理学
VITROS XT 3400 全自动生化分析仪		VITROS XT 系统采用数字化学并由新型数字反射仪提供支持, 可比以往更好地连接使用者的实验室生态系统, 从而提高效率、生产力并提高使用者可以为患者提供的护理质量。	贫血、骨代谢疾病、心脏疾病、糖尿病、临床生化、肝功、炎症、血脂、营养评估、胰腺、肾功、呼吸系统、脑脊液、药物浓度检测、甲状腺、毒理学
VITROS 4600 全自动生化分析仪		VITROS 4600 涵盖了广泛的专业检测菜单项目, 其中覆盖了众多 MicroTip 合作测试项目 (MPA) 的标志物。通过个性化项目参数设置, 使您可以为临床医生提供所需了解的信息, 患者可以尽快得到治疗。	贫血、骨代谢疾病、心脏疾病、糖尿病、临床生化、肝功、炎症、血脂、营养评估、胰腺、肾功、呼吸系统、脑脊液、药物浓度检测、甲状腺、毒理学
VITROS 3600 全自动免疫分析仪		VITROS 3600 分析仪为实验室提供全面的检测菜单和高质量、标准化的检测结果。此外, 该系统还将准确性、效率和正常运行时间等关键性能与专利技术相结合, 增强实验室能力。实现这一切, 无需额外试剂和额外样本量。	贫血、骨代谢疾病、心脏疾病、糖尿病、传染病、重症感染、营养评估、肿瘤标志物、生殖激素、甲状腺
VITROS ECiQ 全自动免疫分析仪		VITROS ECiQ 免疫分析仪拥有多功能设计, 占用空间小, 能够为使用者的实验室提供广泛的常规和特殊免疫诊断测试菜单。VITROS Intellicheck 技术可以自动对每样本进行质量测试	贫血、骨代谢疾病、心脏疾病、糖尿病、传染病、重症感染、营养评估、肿瘤标志物、生殖激素、甲状腺

资料来源: OCD 公司官网, 中银证券

输血医学

- 供体筛查, 在献血者献血时对血液和血浆进行血型和目标疾病筛查
- 免疫血液学, 在将血液输进病人体内之前, 在医院血库对血液进行分型和筛选。

供体筛查业务专注于为客户提供用于传染性疾病的血液和血浆筛查的仪器和测试。在供体筛查中提供的核心仪器是 ORTHO VERSEIA 集成处理器("VIP"), 将 ORTHO VERSEIA 和 ORTHO Summit 处理器结合, 可实现端到端移液和处理。公司目前正在与一家美国主要客户合作升级 VIP 系统, 并有望推出下一代产品。对于供体筛查, 公司的血清学测试菜单涵盖了全方位的血型和一套全面的传染病筛查, 包括对 Chagas 等热带疾病的重要测试, 这些测试对新兴市场的发展至关重要。

免疫血液学业务专注于免疫血液学仪器和用于血型鉴定的测试, 以确保输血中患者与献血者的相容性。在该领域内, 基于公司的仪器和检测技术实力, OCD 始终是全球市场的领导者。公司的血液学分析仪 ORTHO VISION 和 ORTHO VISION Max 系统为血库自动分型和血清学疾病筛查。ORTHO VISION 最初于 2015 年推出, 随后是 ORTHO VISION Max, ORTHO VISION Swift 也随后推出, 其设计旨在比前几代产品更快, 更安静, 更安全。在不断的更新和升级中, ORTHO VISION 在为客户推动工作流程简化和自动化方面取得了巨大的成功。此外, 公司还为血库客户销售半自动 ORTHO 工作站。

图表 9. OCD 输血医学义务主要产品

分类	介绍	举例
免疫血液学 手动和半自动	唯一的二合一血液检测系统，使用可靠的柱凝集技术(CAT)。阅读器提供客观的评分，结果解释与 ORTHO VISION 分析仪一致	<ul style="list-style-type: none"> •手动血库试剂 •ORTHO 工作站 •ORTHO OPTIX™ 阅读器 •ORTHO VISION 分析仪
免疫血液学 自动	一套自动化仪器解决方案与一个可选的中间件软件连接，弥补仪器和医院 IT 网络之间的差距	<ul style="list-style-type: none"> •ORTHO VISION Max 分析仪 •ORTHO CONNECT 中间件 •ORTHO PROVUE •ORTHO AUTOVUE
免疫血液学 BIOVUE	ORTHO BIOVUE 盒易于使用，是常规和专业免疫血液学检测的理想选择，可以手动或与全自动分析仪一起使用	<ul style="list-style-type: none"> •BIOVUE Cassettes
免疫血液学 ID-MTS 凝胶卡	安全、成本效益高的测试格式，可手动或与全自动分析仪一起使用。ID-MTS 凝胶卡易于使用，适合常规和专门的免疫血液学检测	<ul style="list-style-type: none"> •ID-MTS 凝胶卡
免疫血液学 关键筛选和分型分析	BIOVUE 和 ID-MTS 系列产品提供全面的检测解决方案，包括：分型和筛选，供体确认，抗体筛选和鉴定，Rh 表型，稀有抗原检测，DAT	<ul style="list-style-type: none"> •Anti-Fya, Anti-Fyb, Anti-Jka, Anti-Jkb, Anti-S, •Anti-s, Anti-K, Anti-D (IAT), Anti-D (DVI), Anti-P1, Anti-Lea, Anti-Leb and Anti-N
美国供体筛查	超高通量的供体测试平台，每小时能够进行 264 个测试。设计运行一个全面的高敏感性和特异性的分析小组，用于供体测试	<ul style="list-style-type: none"> •ORTHO VERSEIA 集成处理器 •ORTHO HBc ELISA 试剂盒 •ORTHO T. cruzi ELISA 试剂盒 •ORTHO HCV 3.0 ELISA 试剂盒

资料来源：OCD2020 年报，中银证券

图表 10.OCD 输血医学业务关键产品

产品	图示	介绍	用途
ORTHO VISION 平台		ORTHO VISION 平台的成熟设计能够提供更高的处理能力、更强的响应能力和更可靠的数据安全性，以确保结果的准确性和安全性。此外，可靠的全菜单自动化周转时间最大限度地提高了效率	具有当今市场上最多样化的测试功能，包括用于滴定研究的连续稀释、选定的细胞组合和开放通道，使实验室能够自动执行更多测试并实现更高的工作流程效率
ORTHO 血型检测工作站		ORTHO 血型检测工作站围绕成熟的色谱柱凝集技术而构建，是一个二合一的血液检测系统，将离心机和培养箱组合在一起，占地面积约为 2 平方英尺。	ORTHO 血型检测工作站是唯一具有可靠的 ID-Micro 分型系统 (ID-MTS™) 凝胶柱凝集技术 (CAT) 的紧凑型二合一血液检测系统。该系统有助于确保检测结果的准确性，同时满足实验室需求，提供便利性和易用性
ORTHO Optix 读数仪		ORTHO 半自动化产品组合的核心是 ORTHO Optix 读数仪，这是一款先进的读数仪，旨在自动进行反应分级，并将实验室的性能提升到最高水平	<ul style="list-style-type: none"> • 确保结果准确。显示结果可达到 99.9% 的一致性 • 消除估计误差。ORTHO Optix 读数仪使用反应柱每侧的高分辨率图像来确定结果，从而消除与人工读取结果相关的主观性和差异性 • 减少手动错误。将结果直接传送到计算机或从双向接口传送到实验室的 LIS，减少或消除了手动操作的需要，以及抄写错误的可能性
ORTHO 血清		转向自动化方法可以通过减少手动干预和自动化任务，帮助实验室减少 95% 的错误。ORTHO 血清可帮助实验室消除与表现型试剂相关的许多潜在的错误可能性。ORTHO 血清添加剂方法允许使用者定制测试以满足患者需求	ORTHO 血清提供凝胶测试格式中唯一全面的表现型抗血清菜单，可用于：ABO、Rh(D) 血型鉴定；Rh 分型；K 分型；间接抗人球蛋白检验等
试管检测传统试剂		一个全面、灵活的测试菜单，包括抗原谱测试，可实现最高效率和标准化，同时最大限度地减少出错的可能性	菜单包括手动试剂和自动试剂的组合，能够满足所有测试需求。可确保免疫血液学产品组合包括自动化，色谱柱凝集技术 (CAT) 或传统试管测试是可用的，有效的和有反应的
ORTHO Connect		Ortho 的完整产品组合提供了可扩展的解决方案，可推动整个实验室和网络的集成	Ortho 的增强型中间件解决方案，能让使用者控制数据和指标、优化资源并提升实验室内和整个网络的患者护理

资料来源：OCD 公司官网，中银证券

ORTHO Care 服务

截至 2020 年 9 月，OCD 在全球拥有约 900 名服务团队成员。公司聘请了训练有素的服务专业人员，包括 340 多名具有高级资格的实验室专家。例如，公司有超过 95% 的美国实验室专家拥有医学技术学士学位。公司高度重视的 ORTHO Care 服务产品套件包括：

- 提升仪器可靠性，进行主动维护计划——保证美国客户 98% 的正常运行时间
- 电子连接远程监控软件——公司超过 80% 的 VITROS 5600、VITROS XT 7600 和 ORTHO VISION 平台安装基础均采用电子连接，从而实现远程监控并提高分析仪可用性
- 实验室信息学——旨在为实验室提供增量价值的解决方案，包括库存规划、实验室生产力指标和技术文档
- ValueMetrix——是备受推崇的咨询服务，经验证，可利用精益原则和卓越流程提高实验室工作流程、生产力和实验室服务水平。该服务提供对新产品、服务和工作流程需求的可操作见解。
- 全球技术解决方案中心——七个技术解决方案中心以超过 15 种语言提供一线支持，使公司可以远程解决服务问题，而无需更多时间进行现场访问
- 智能服务移动应用程序——在 iPhone 和 Android 设备上启用的一流技术，使公司的服务团队能够接收最新的分析仪运行状况检查、主动警报和性能监控，以确保实现最高水平的可靠性
- 培训和教育——客户关系生命周期内的灵活教育资源，包括虚拟技术培训、继续教育和专业发展
- 智能启动——由认证项目经理领导的礼宾实施计划。使用协作软件更轻松地完成，通过实时进度报告、自定义仪表盘和状态更新保持最新状态

- 融合实现——使产品专家能够通过移动设备（包括智能眼镜）向现场服务工程师和客户提供远程“并排”协助。这使得双方能够同时看到相同的内容，并提供指导性指示，从而实现更好更快的修复

技术研发

公司通过投资约 5.5 亿美元用于研发，以增强公司现有的能力，并持续开发新的仪器和检测方法来补充产品组合，从而加强创新能力。公司的研发重点是设计和开发产品，同时平衡研发团队的能力、开发时间和总体成本。

产品方面，公司一直是诊断领域重要技术进步的先驱，拥有者跨越八十多年的创新历史。公司拥有多项专利技术，如多层涂抹干化学技术、增强化学发光技术等，给实验室带来了革命性变化，在生化、免疫、血液筛查及血型分析领域处于世界领先地位。公司独特的干载玻片技术以及自动化和半自动化血库系统是行业内的领先创新技术。公司目前在临床实验室和输血医学领域拥有 17 种仪器和超过 240 种检测方法，涵盖临床实验室和输血医学。独特的干载玻片技术，将分散、遮盖、清除剂和试剂层结合到一个邮票大小的载玻片中，为客户提供卓越的测试性能，结果准确，具有稳定性、可靠性、易用性优势和更低的总成本。载玻片校准间隔目前大约为 6 个月，处于行业领先地位。XT 载玻片可在一张载玻片上执行两项测试，测试通量提高 40%，首次通过率达到 96%。公司将仪器设计和开发能力相结合，为客户设计实验室测试解决方案，为中高通量测试应用提供行业领先的成本效益，特别是在空间有限的限制条件下。公司与 Quotient 合作，将 IH 中的下一代产品商业化，该产品可实现高水平的多路复用，满足超高吞吐量市场的需求。在过去五年，公司设计并向市场交付了六个新的平台，并通过超过 75 种新的或改进的检测方法扩展了检测产品，提高了产品活力，市场份额和收入增长。

研发团队方面，公司的研发团队由经验丰富的专业人士组成，他们在诊断行业拥有多年的经验，与技术人员共同拥有持续创新所需的信息技术、生物医学科学和工程方面的专业知识和技术能力。

图表 11. OCD 的研发历程



资料来源：公司官网，中银证券

4、投资风险

合资公司在未来经营过程中可能受到行业政策、市场环境及经营管理等因素影响，存在研发及经营不及预期的可能。

本次合作需通过市场监督管理局的经营者集中反垄断审查，具体实施过程中尚存在不确定性。

另外还需关注应收账款快速增长的风险、终端客户开发不及预期风险、工业板块新品研发不及预期风险，商誉减值风险，业务整合及股权架构调整的实施的的不确定性风险等。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	7,052	7,069	8,743	10,826	12,756
销售成本	(5,164)	(5,188)	(6,350)	(7,738)	(9,244)
经营费用	(670)	(703)	(1,041)	(1,335)	(1,557)
息税折旧前利润	1,218	1,178	1,352	1,752	1,954
折旧及摊销	(239)	(303)	(302)	(309)	(317)
经营利润(息税前利润)	979	875	1,050	1,443	1,637
净利息收入/(费用)	(231)	(242)	(287)	(355)	(418)
其他收益/(损失)	129	128	98	98	98
税前利润	877	762	861	1,185	1,317
所得税	(175)	(132)	(219)	(302)	(335)
少数股东权益	202	174	221	305	339
净利润	310	330	420	579	643
核心净利润	906	455	423	581	645
每股收益(人民币)	0.534	0.569	0.725	0.999	1.110
核心每股收益(人民币)	1.563	0.784	0.729	1.002	1.113
每股股息(人民币)	0.000	0.114	0.099	0.112	0.166
收入增长(%)	18	0	24	24	18
息税前利润增长(%)	31	(11)	20	37	13
息税折旧前利润增长(%)	28	(3)	15	30	12
每股收益增长(%)	18	7	27	38	11
核心每股收益增长(%)	42	(50)	(7)	37	11

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	877	762	861	1,185	1,317
折旧与摊销	239	303	302	309	317
净利息费用	231	242	287	355	418
运营资本变动	(656)	(635)	1,669	(2,604)	1,273
税金	(164)	(84)	(219)	(302)	(335)
其他经营现金流	(280)	(264)	(578)	(169)	(722)
经营活动产生的现金流	247	323	2,322	(1,225)	2,268
购买固定资产净值	25	4	94	94	94
投资减少/增加	54	(319)	100	100	101
其他投资现金流	(361)	(698)	6	(236)	(193)
投资活动产生的现金流	(281)	(1,013)	201	(41)	2
净增权益	0	(66)	(58)	(65)	(96)
净增债务	958	978	(1,698)	1,955	(1,591)
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(700)	(133)	(609)	(478)	(574)
融资活动产生的现金流	258	806	(2,312)	1,515	(2,040)
现金变动	224	116	212	249	231
期初现金	373	844	835	1,047	1,296
公司自由现金流	(34)	(690)	2,523	(1,266)	2,271
权益自由现金流	1,155	530	1,112	1,044	1,099

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	844	835	1,047	1,296	1,527
应收帐款	2,943	3,217	3,539	4,826	5,450
库存	1,177	1,154	1,706	1,779	2,382
其他流动资产	673	1,022	582	1,024	850
流动资产总计	5,637	6,227	6,874	8,924	10,209
固定资产	888	932	737	534	324
无形资产	57	61	49	36	24
其他长期资产	634	1,049	1,274	1,599	1,889
长期资产总计	1,579	2,041	2,059	2,169	2,237
总资产	9,033	10,177	10,575	12,400	13,450
应付帐款	1,045	938	1,323	1,432	1,941
短期债务	2,317	3,758	1,914	3,842	2,318
其他流动负债	1,852	848	2,326	1,347	2,461
流动负债总计	5,214	5,544	5,563	6,621	6,720
长期借款	129	480	289	269	346
其他长期负债	173	73	168	138	126
股本	580	580	580	580	580
储备	2,179	2,511	2,877	3,389	3,936
股东权益	2,759	3,091	3,457	3,969	4,516
少数股东权益	758	877	1,098	1,403	1,742
总负债及权益	9,033	10,177	10,575	12,400	13,450
每股帐面价值(人民币)	4.76	5.33	5.97	6.85	7.79
每股有形资产(人民币)	4.66	5.23	5.88	6.78	7.75
每股净负债/(现金)(人民币)	2.76	5.11	1.57	4.46	1.43

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	17.3	16.7	15.5	16.2	15.3
息税前利润率(%)	13.9	12.4	12.0	13.3	12.8
税前利润率(%)	12.4	10.8	9.8	11.0	10.3
净利率(%)	4.4	4.7	4.8	5.3	5.0
流动性					
流动比率(倍)	1.1	1.1	1.2	1.3	1.5
利息覆盖率(倍)	4.2	3.6	3.7	4.1	3.9
净权益负债率(%)	45.6	85.8	25.4	52.4	18.2
速动比率(倍)	0.9	0.9	0.9	1.1	1.2
估值					
市盈率(倍)	26.2	24.6	19.3	14.0	12.6
核心业务市盈率(倍)	9.0	17.8	19.2	14.0	12.6
市净率(倍)	2.9	2.6	2.3	2.0	1.8
价格/现金流(倍)	32.9	25.1	3.5	(6.6)	3.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.0	9.4	6.7	6.1	4.6
周转率					
存货周转天数	82.2	82.0	82.2	82.2	82.1
应收帐款周转天数	141.0	159.0	141.0	141.0	147.0
应付帐款周转天数	47.6	51.2	47.2	46.4	48.2
回报率					
股息支付率(%)	0.0	20.0	13.7	11.2	15.0
净资产收益率(%)	11.8	11.3	12.8	15.6	15.2
资产收益率(%)	9.5	7.5	7.5	9.4	9.4
已运用资本收益率(%)	1.4	1.2	1.4	1.8	1.7

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371