

华润赋能强化协同，仪器放量布局市场

——迪瑞医疗（300396.SZ）首次覆盖报告

报告要点：

● 深耕 IVD 多年，华润入主开启新篇章

迪瑞医疗 1992 年成立，深耕体外诊断行业 30 余年，以尿液分析起步涉足诊断设备行业，近年各产品线不断推陈出新，七大业务板块已成为公司长期可持续发展的动力。公司产品辐射全球市场，已销售到全球 120 多个国家和地区，并持续推动在全球建设销售和服务网络。2020 年华润产业基金入主公司，全面拓展、优化公司研发和销售体系，资本赋能驱动下，带动公司业绩显著增长，2023 年前三季度继续保持高增速，营业收入 10.49 亿元，归母净利润 2.34 亿元，分别同比增长 30.69% 和 20.35%。

● 公司 IVD 领域广泛布局，高端仪器快速放量

据中商产业研究院预测，我国体外诊断市场规模由 2023 年的 1698 亿元增长到 2027 年的 2428 亿元，年均复合增长率 7.4%。迪瑞医疗全面布局 IVD 七大板块，并持续加大装机力度，2023 上半年仪器收入达 4.34 亿元，同比增长 64.21%，随仪器占有率为提升，试剂营收有望迎来快速增长。从细分领域来看，公司具备尿液分析领域头部竞争力，业务有望稳健增长；高速生化分析仪竞争力强劲，产品进军高端市场，市占率有望持续提升；化学发光基数较低，加速进口取代，已经成为新的增长点；LA-60 系统带动整体化实验室业务，配合国产化政策支持，持续贡献业绩增量。

● 海外销售体系持续优化，业务高速扩张

随着公司的物联网平台业务布局的日益完善，公司深耕海外市场已超过 20 年，拥有稳定的销售渠道和品牌影响力，并不断加强市场推广和商务拓展。近年来公司海外收入增长迅速，2023 年上半年 2.41 亿元，同比增长率 29.87%。目前，公司产品已销售到全球 120 多个国家和地区，并在全球范围内建立了完善的销售和服务网络，有望持续扩张海外市场。

● 投资建议与盈利预测

公司在体外诊断领域竞争力强劲，自研产品技术领先，预计明年试剂放量，仪器业务则有望继续保持快速增长，加速进口替代。预计 2023-2025 年，公司归属母公司股东净利润分别为 3.26、4.08 和 5.14 亿元，EPS 为 1.19、1.48 和 1.87 元/股，对应 PE 分别为 21、17 和 13 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

研发不及预期风险，产品降价风险，竞争格局恶化风险，协同效应不及预期风险等。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	905.80	1220.01	1658.10	2191.21	2796.96
收入同比 (%)	-3.35	34.69	35.91	32.15	27.64
归母净利润(百万元)	209.95	261.72	326.14	408.04	513.83
归母净利润同比(%)	-21.39	24.66	24.61	25.11	25.93
ROE (%)	11.19	13.63	15.39	17.27	19.23
每股收益 (元)	0.76	0.95	1.19	1.48	1.87
市盈率(P/E)	33.01	26.48	21.25	16.98	13.49

资料来源：Wind, 2024.01.30 更新，国元证券研究所

买入|首次推荐

当前价： 25.18 元

基本数据

52周最高/最低价(元): 38.2 / 21.15

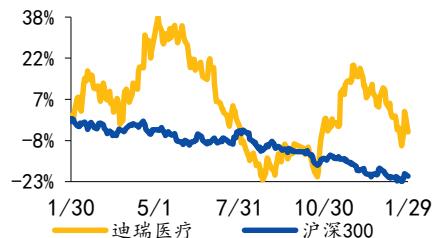
A股流通股(百万股): 255.21

A股总股本(百万股): 274.70

流通市值(百万元): 6426.09

总市值(百万元): 6916.91

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 马云涛

执业证书编号 S0020522080001

电话 021-51097188

邮箱 mayuntao@gyzq.com.cn

目 录

1. 国内领先的 IVD 公司，华润赋能开启新增长路径	4
1.1 深耕行业三十年，布局 IVD 七大方向	4
1.2 华润资本入主，连续激励彰显发展信心	4
1.3 华润赋能提高公司综合治理能力，协同作用明显	5
1.4 重点布局仪器业务，盈利能力显著提升	6
2. 体外诊断市场稳定增长，政策助力国产化	8
2.1 免疫和分子诊断主导全球市场，我国 IVD 行业高速发展	8
2.2 行业集采常态化，助力国产商份额提升	9
3. 细分产业广布局，自主研发添动力	10
3.1 具备尿液分析领域头部竞争力，业务平稳增长	10
3.2 高速生化分析仪竞争力强劲，产品进军顶端市场	12
3.3 布局化学发光广阔市场，成为新增长驱动力	15
3.4 LA-60 系统带动整体化实验室业务	17
3.5 覆盖妇科检测业务补全产业管线	18
4. 销售战略体系建设完备，海外市场广布局	19
5. 盈利预测	20
5.1 盈利预测	20
5.2 投资建议	21
6. 风险提示	22

图表目录

图 1：迪瑞医疗发展历程	4
图 2：迪瑞医疗股权结构	5
图 3：公司营业收入及增长（百万元，%）	6
图 4：公司归母净利润及增长（百万元，%）	6
图 5：公司主营构成（百万元）	7
图 6：公司主营业务增长趋势（%）	7
图 7：公司仪器、设备、整体毛利率和净利率（%）	7
图 8：公司期间费用率（%）	7
图 9：全球 IVD 行业市场规模（亿美元）	8
图 10：2022 年全球 IVD 市场份额分布（%）	9
图 11：预计 2026 年全球 IVD 市场份额分布（%）	9
图 12：中国 IVD 行业市场规模（亿元）	9
图 13：全球尿液分析市场规模（亿美元）	11
图 14：中国尿液分析市场规模（亿元）	11
图 15：2018 年中国尿液分析市场竞争（%）	11
图 16：全球生化诊断市场规模（亿美元）	13

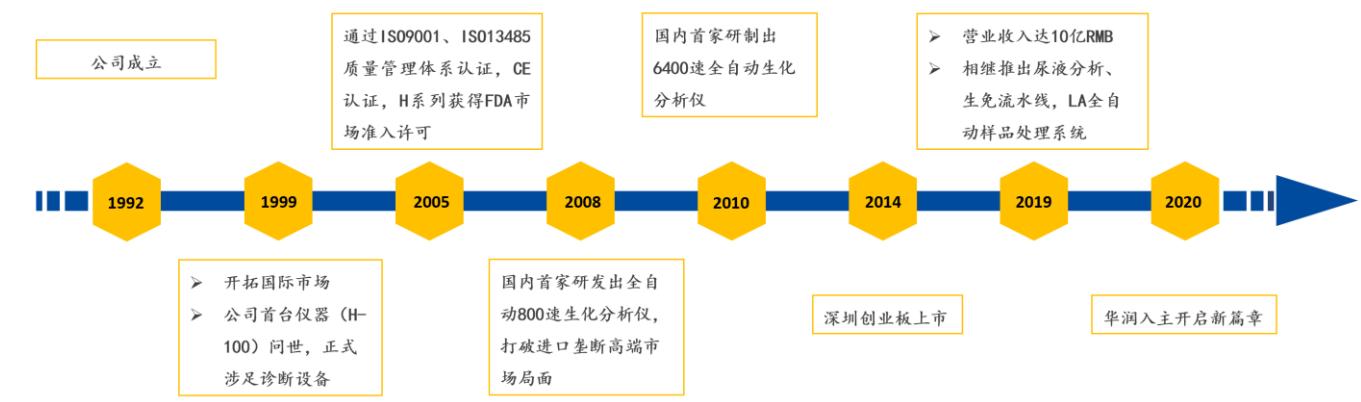
图 17: 中国生化诊断市场规模 (亿元)	13
图 18: 中国生化试剂、仪器国产化水平 (%)	13
图 19: 中国生化诊断市场份额占比 (%)	13
图 20: 公司 2000 速生化分析仪.....	14
图 21: 全球化学发光市场规模 (亿美元)	15
图 22: 预计 2026 全球免疫诊断方式占比 (%)	15
图 23: 中国化学发光市场规模 (亿元)	16
图 24: 中国生殖道分泌物检验市场规模 (亿元)	17
图 25: 迪瑞医疗整体化实验室	19
图 26: 公司国内外营收比例变化 (万元)	20
表 1: 公司 2022-2023 股权激励考核要求	5
表 2: 中国体外诊断大范围集采事件	10
表 3: 公司尿液分析设备.....	12
表 4: 中国市场生化分析仪参数对比	14
表 5: 全自动生化分析仪在基层医疗机构的配备要求	15
表 6: 公司化学发光分析仪	16
表 7: 公司生化免疫流水线	17
表 8: 公司妇科分泌物分析仪器产线	18
表 9: 收入拆分	20
表 10: 可比公司估值	21

1. 国内领先的 IVD 公司，华润赋能开启新增长路径

1.1 深耕行业三十余年，布局 IVD 七大方向

迪瑞医疗 1992 年成立，深耕体外诊断行业 30 余年，主营业务为医疗检验仪器及配套试剂的研发、生产、营销与服务。公司产品主要包括尿液分析、生化分析、血细胞分析、化学发光免疫分析、妇科分泌物分析、凝血分析、整体化实验室七大系列。经过多年的发展，公司已经构建了较为完善的拥有全自主知识产权的技术平台及产品线，近年各产品线不断推陈出新，已成为公司长期可持续发展的动力。迪瑞医疗是国内最早的国际化医疗器械厂商之一，公司产品辐射全球市场，已销售到全球 120 多个国家和地区，并持续推动在全球建设销售和服务网络。2020 年华润产业基金入主公司，全面拓展、优化公司研发和销售体系，资本赋能驱动下，带动公司业绩显著增长。

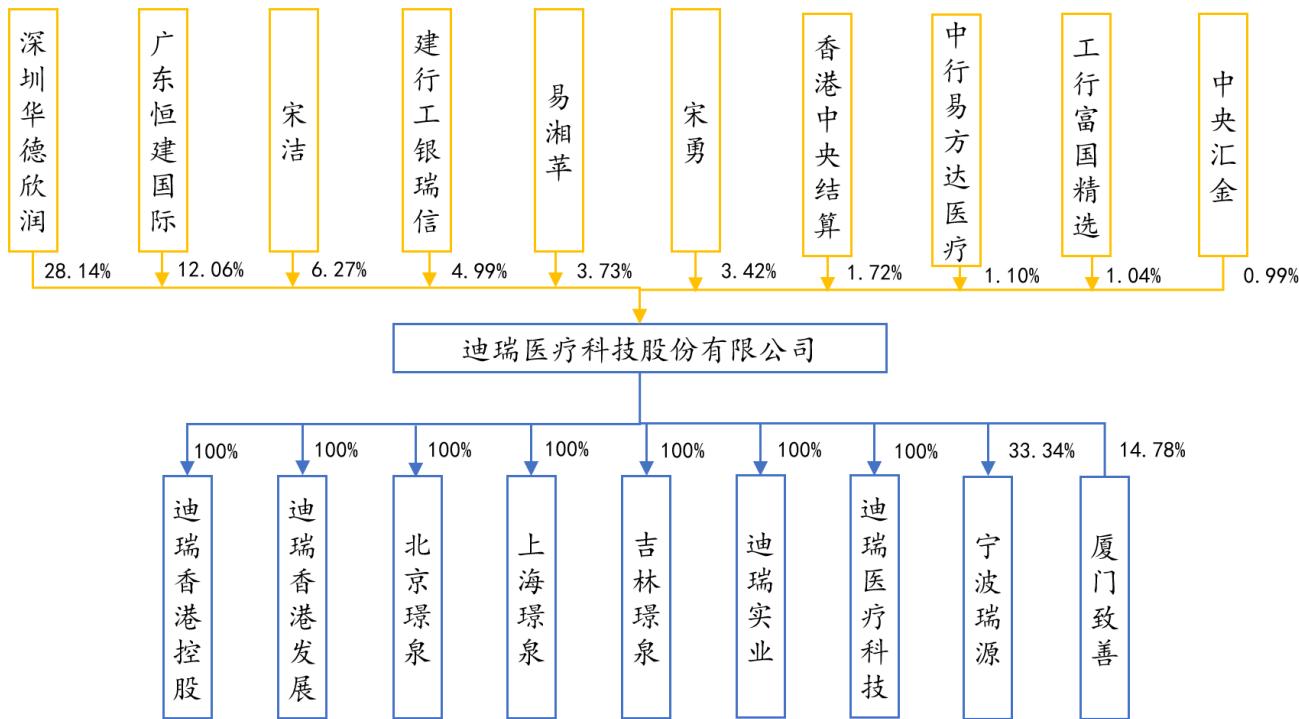
图 1：迪瑞医疗发展历程



资料来源：公司官网，国元证券研究所

1.2 华润资本入主，连续激励彰显发展信心

2020 年华润集团入主迪瑞医疗，公司转为国资与民营资本结合的企业，实控人由宋勇变为中国华润有限公司，华润旗下股权投资公司华德欣润持有 28.14% 股份。公司作为华润集团大健康领域下医疗器械布局的重要一环，也是体系里唯一体外诊断企业平台，以业务拓展为核心，加强了与华润体系的产业融合，并设立专属部门加强与华润体系医院、经销商对接；同时以市场化为基础，重点加强新产品窗口医院建设以及学术交流互动。公司借助华润公共关系赋能加强国内重要省份以及“一带一路”国家的市场开发力度，更进一步提升公司市场占有率和业内影响力，产品已进入 120 余个国家。

图 2：迪瑞医疗股权结构


资料来源：公司公告，2024.01.15 更新，国元证券研究所

公司在华润集团入主后，于 2021 年首次推出股权激励计划，随后 2022 年实行第二次股权激励。在本次 2022-2023 年度的激励计划中，对象为公司高管和中层人员共计不超过 91 人，合计 288.71 万股。此次激励考核年度涉及 2022-2023 两个会计年度，每个会计年度考核一次。公司连续的激励和高增长业绩的考核机制有助于保持核心团队的稳定性，也彰显企业对未来发展的信心。

表 1：公司 2022-2023 股权激励考核要求

解除限售期	考核年度	营业收入定比 2021 年增长率 (A)		归属于上市公司股东的净利润定比 2021 年增长率 (B)	
		目标值 (Am)	触发值 (An)	目标值 (Bm)	触发值 (Bn)
第一个解除限售期	2022	38.89%	24.55%	20.89%	4.79%
第二个解除限售期	2023	79.21%	55.92%	42.89%	25.27%

资料来源：公司公告，国元证券研究所

1.3 华润赋能提高公司综合治理能力，协同作用明显

公司发展战略以公司“十四五”战略为指引，市场需求为导向进行研发布局和团队建设。在华润集团入主后，产品战略方面实现以“整体化实验室”为引领，化学发光免疫分析、妇科分析等产品销售取得显著提升，生化和尿分产品增长也超过同行业平均水平。公司在 2022 年侧重做大企业规模，加大了仪器产品的推广力度，深化华润产业

协同。海内外市场布局方面，公司强化营销力建设，国内和国际市场双轮驱动，国内市场以提升三甲医院份额为目标，继续加强渠道能力建设；加大售服体系队伍培养，积极响应客户需求，落实和推进仪器装机以及试剂上量工作。国际市场发挥仪器多元化的优势，聚焦以俄罗斯、泰国、印度、土耳其、巴西等十大主力国家市场，进一步提升试剂销售占比和利润贡献能力。在研发布局方面，公司持续加大研发投入，以深圳南部研究院为依托，加强各类人才的引进以及外部科研院所的合作，逐步落实和推进研发系统的国际化和市场化。在持续深化现有产线竞争力基础上，以需求为导向，储备更多具有前瞻性、有市场潜力的优势产品。此外，公司有力推进与华润产业融合，公司作为华润体系唯一体外诊断企业平台，以业务拓展为核心，加强与华润体系的产业融合。设立专属部门加强与华润体系医院、经销商对接，重点加强了新产品窗口医院建设以及学术交流互动。迪瑞医疗借助华润公共关系赋能加强国内重要省份以及“一带一路”国家的市场开发力度，进一步提升公司市场占有率和业内影响力。公司同步加速外延式发展，计划以并购形式拓展公司业务范围，以做大企业规模和强化主营业务协同为目标，加速外延扩张。

1.4 仪器业务高速增长，盈利能力显著提升

华润集团入主后，公司在赋能作用下营收及利润增速显著上升。公司 2022 年营收及归母净利润分别为 12.2 亿元和 2.6 亿元，分别同比增长 34.69% 和 24.66%。2023 年前三季度继续保持高增速，营业收入 10.49 亿元，归母净利润 2.34 亿元，分别同比增长 30.69% 和 20.35%。

图 3：公司营业收入及增长（百万元，%）

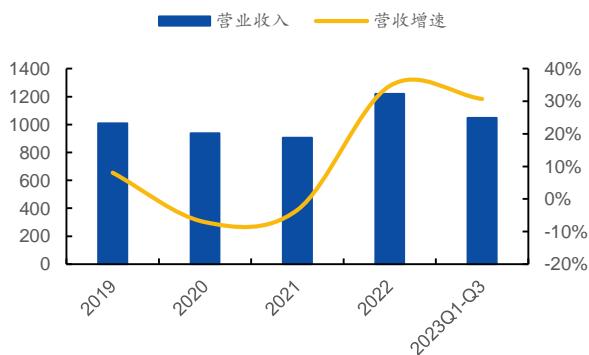
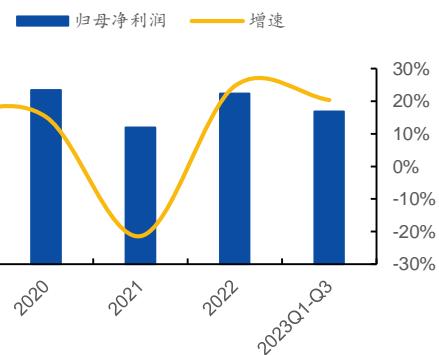


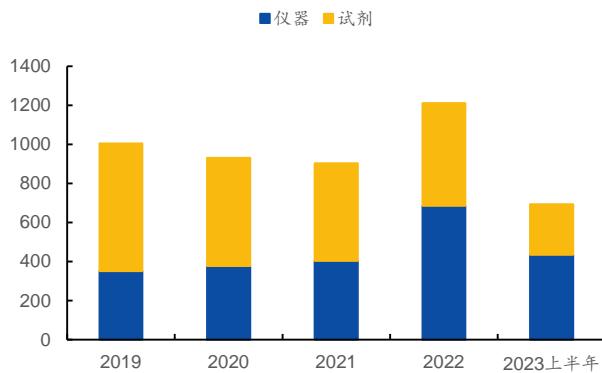
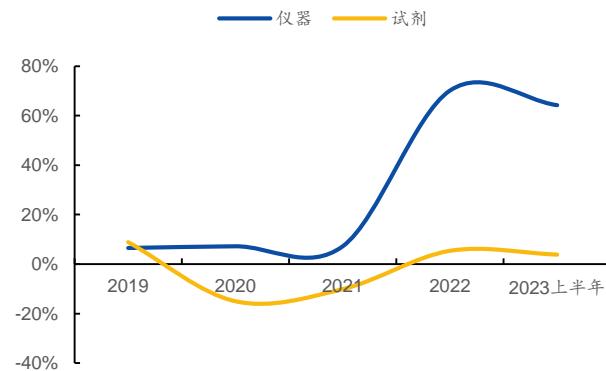
图 4：公司归母净利润及增长（百万元，%）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

资料来源：公司公告，国元证券研究所

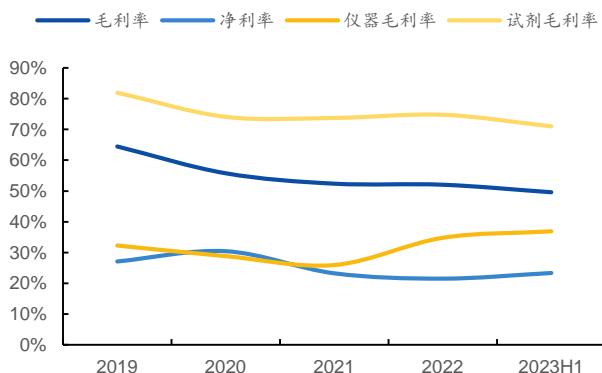
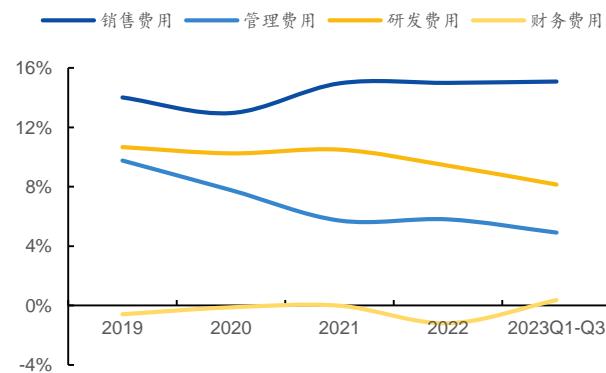
公司主营收入分为仪器和试剂，仪器部分营收近年来增量显著，从 2019 年的 3.51 亿元上涨到 2022 年的 6.85 亿元，2023 上半年达到 4.34 亿元，同比增长 64.21%。试剂业务的营业收入近年来小幅度下滑，从 2019 年 6.53 亿元下降到 2022 年的 5.26 亿元，2023 上半年收入 2.58 亿元，同比增长 3.87%。公司近年销售以仪器销售为核心，随公司试剂上量团队建设完成和近年仪器占有率为提升，试剂营收有望在明年迎来一定幅度增加。

图 5: 公司主营构成 (百万元)

图 6: 公司主营业务增长趋势 (%)


资料来源：公司公告，国元证券研究所

资料来源：公司公告，国元证券研究所

公司整体毛利率、净利率保持平稳。2023 上半年公司试剂、仪器毛利率分别为 71.01% 和 36.93%；整体毛利率、净利率分别为 49.54% 和 23.28%。近年来公司毛利率呈小幅下降趋势，主要系仪器业务比重增加所致。后续试剂业务上量及仪器投放项目设备更新，公司整体毛利率有望逐步回升。公司销售费用率前三季度为 15.09%，相比于 2019 年的 14.02% 小幅上涨，主要系公司大力推广仪器销售和海外销售支出。

图 7: 公司仪器、试剂、整体毛利率和净利率 (%)

图 8: 公司期间费用率 (%)


资料来源：公司公告，国元证券研究所

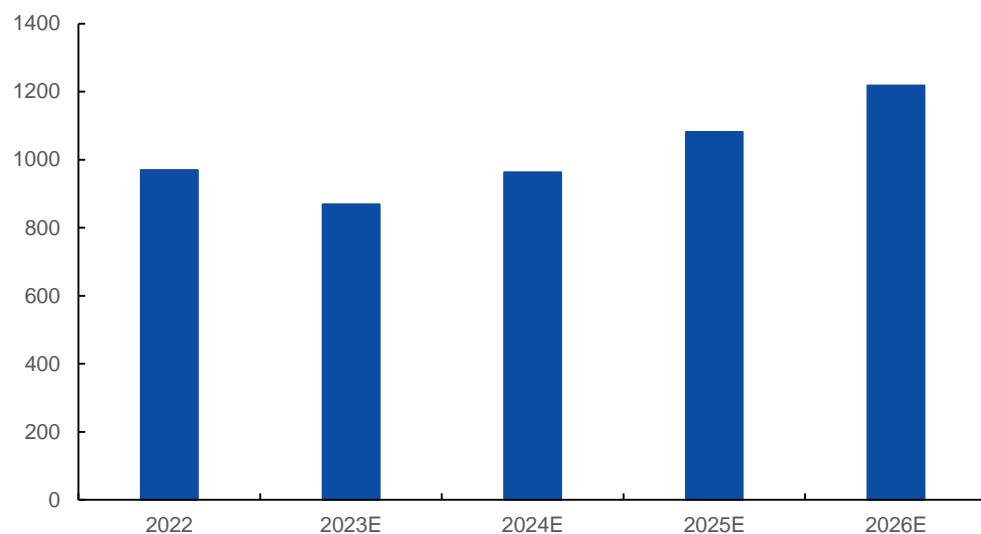
资料来源：公司公告，国元证券研究所

2.体外诊断市场稳定增长，政策助力国产化

2.1 免疫和分子诊断主导全球市场，我国 IVD 行业高速发展

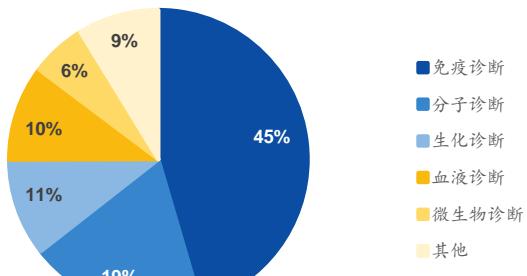
体外诊断，即 IVD(In Vitro Diagnosis)，是指在人体之外，通过对人体样本（血液、体液、组织等）进行检测而获取临床诊断信息，进而判断疾病或机体功能的产品和服务。据艾瑞咨询统计，2022 年全球 IVD 市场规模约 970 亿美元，2023 年市场总量随新冠疫情基本结束迎来一定程度回调，预计随后将稳步增长，2026 年达到 1218 亿美元的全球市场规模。

图 9：全球 IVD 行业市场规模（亿美元）

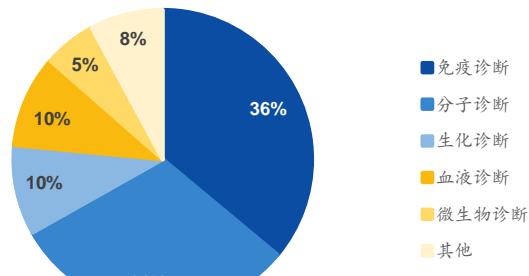


资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究所

免疫诊断和分子诊断占有体外诊断领域目前和未来的主要市场。目前免疫诊断在全球 IVD 细分市场中占比达到 45%，占有最大市场份额，预计 2023-2026 年年均复合增长率 14.3%，可应用于传染病、内分泌、肿瘤、药物检测等领域；分子诊断是实施精准医疗的重要技术前提基础，代表着诊断技术前沿方向，在 PCR 技术的加持之下，将持续保持高速增长，预计 2023-2026 年年均复合增长率 19.8%，预计会在 5 年后接近免疫诊断份额。

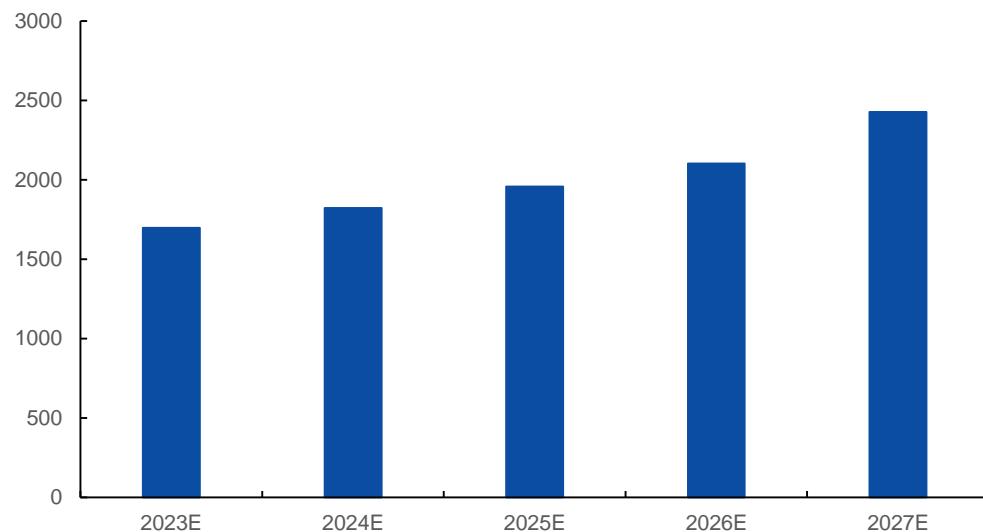
图 10：2022 年全球 IVD 市场份额分布 (%)


资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究所

图 11：预计 2026 年全球 IVD 市场份额分布 (%)


资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究所

据中商产业研究院预测，我国体外诊断市场规模由 2023 年的 1698 亿元增长到 2027 年的 2428 亿元，年均复合增长率 7.4%。我国属于体外诊断高速发展市场，增速高于国际市场。老龄化趋势是刺激了国内体外诊断市场的迅速发展，由于老年人代谢及免疫能力逐步下降，因而更易患上慢性病，包括糖尿病、血脂异常、高胆固醇血症等，而 IVD 产品可有效协助诊断。随政策加持下对于医疗健康的不断投入和居民健康意识水平的提升，我国市场还将在一段时间内保持稳定增长。

图 12：中国 IVD 行业市场规模（亿元）


资料来源：中商产业研究院，国元证券研究所

2.2 行业集采常态化，助力国产商份额提升

2021 年到 2023 年国内共开展三次涉及化学发光、生化、凝血类的省级联盟试剂集采，试剂价格大幅降低，采购名单以国产商为主。2021 年安徽省化学发光类集采范

围包括肿瘤标志物、甲状腺、感染性疾病、心肌标记物和降钙素原合计 23 个试剂项目，根据 2022 年第一个完整执行年度来看，迈瑞医疗、新产业、亚辉龙等国产企业在安徽省的医院覆盖数量、仪器装机量或相关试剂收入得到显著提升。2022 年 11 月安徽省开展凝血集采，凝血六项平均综合降幅 40.16%，最大降幅 49.59%，心梗类三项平均降幅 57.35%，最大降幅 80%，两类产品预计每年节省采购资金 8709 万元。2023 年，安徽医保局牵头的体外诊断领域涉及范围最大的省际联盟集采正式开启，采购品种及检测项目涉及人乳头瘤核酸病毒、人绒毛膜促性腺激素、性激素六项、传染病八项、糖代谢两项检测等五大类，采购周期为 2 年。此次集采共 120 家企业产品拟中选，市场主流进口产品罗氏诊断、雅培、贝克曼、西门子，国产主流产品迈瑞、安图、新产业等纷纷中选，平均降幅为 53.9%，最高降幅达 73%。

2022 年 7 月江西省牵头 23 省集采联盟开展肝功生化类集采，为检验试剂市场第一次大规模集采，共涉及 26 项品种。2023 年 6 月，江西省牵头的 23 省肝功生化类检测集采结果正式公示，项目逐步落地中，为目前体外诊断领域最大规模集采。

表 2：中国体外诊断大范围集采事件

体外诊断领域	参与省份	政策时间线	涉及项目
化学发光试剂	安徽省	2021 年 8 月发布议价公告，2021 年 11 月开始执行，采购周期为 2 年。	肿瘤标志物、甲状腺、感染性疾病、心肌标记物和降钙素原合计 23 个试剂项目。
凝血试剂、Poct 检测	安徽省	2022 年 11 月开始项目申报，2023 年 1 月公示中选结果。	凝血六项产品，心梗（POCT）三项产品。
化学发光免疫分析、即时检验 POCT、PCR	安徽省牵头，包括二十 五省（区、兵团）	2023 年 11 月发布省际联盟集中带量 采购公告，采购周期为 2 年	基于 PCR 方法学的人乳头瘤病毒（HPV-DNA）分型检 测、人绒毛膜促性腺激素（HCG）（化学发光法）、性 激素六项（化学发光法）、传染病八项（酶联免疫法 和化学发光法）及糖代谢两项（化学发光法），
生化试剂	江西省牵头、全国 23 省组成的集采联盟	2022 年 7 月启动，2023 年 7 月执行， 采购周期为两年。	总蛋白、白蛋白、血氧等 26 类肝功生化检测试剂。

资料来源：各地医保局，国元证券研究所

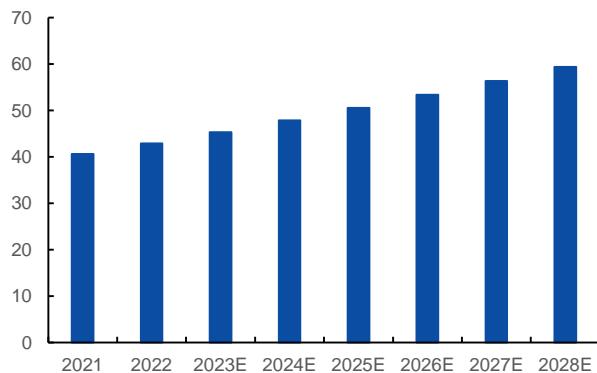
3.细分产业广布局，自主研发添动力

3.1 具备尿液分析领域头部竞争力，业务稳健增长

尿液分析指通过目测、理学、化学、显微镜及仪器，对尿液进行分析，以达到对泌尿、循环、肝、胆、内分泌等疾病进行预防、诊断疗效观察及预后判断等目的。尿常规检查是健康体检中的必查项目，尿液分析一般过筛项目包括颜色、混浊度、干化学试带十一项及沉渣显微镜检查，通过此项检查可以判断患者相应的病征。尿液分析仪是测定尿中某些化学成分的自动化仪器，仪器在计算机的控制下通过收集、分析试带上各种试剂块的颜色信息，并经过一系列信号转化，最后输出测定的尿液中化学成分含量。全球尿液分析仪市场预计将以 5.6% 的年复合增长率增长到 2028 年的 59.38 亿美元，中国尿液分析市场预计将于 2023 年达到 39 亿元。据弗若斯特沙利文统计，2018 年

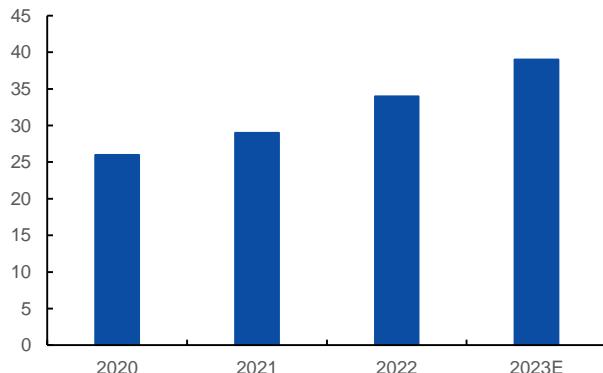
中国尿液分析 IVD 市场三大制造商为优利特、希森美康和迪瑞医疗，市场份额分别为 34.3%，29.7% 和 12.3%。

图 13：全球尿液分析市场规模（亿美元）



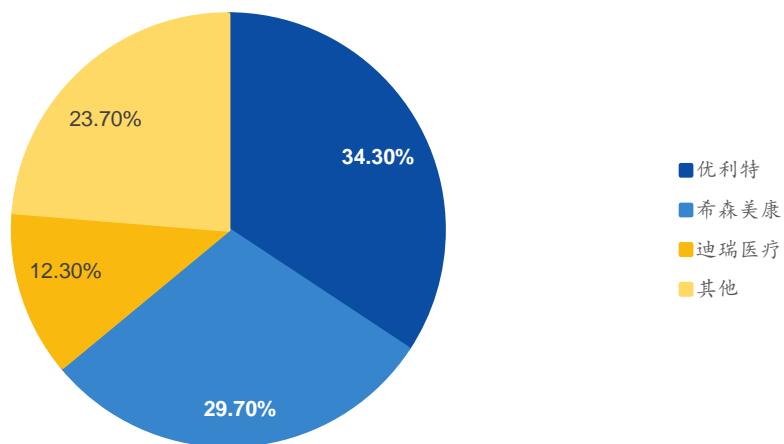
资料来源：theinsightpartners，国元证券研究所

图 14：中国尿液分析市场规模（亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，国元证券研究所

图 15：2018 年中国尿液分析市场竞争 (%)



资料来源：华检医疗招股书，国元证券研究所

迪瑞医疗发展三十年积累了多项尿液分析仪核心技术，包括自动追光技术、基于模糊技术的抗干扰算法，和尿有形成分分析仪的自动聚焦技术、平面流式细胞技术。目前公司的 MUS-3600 和 MUS-9600 高速流水线产品是尿液检测最新代表产品之一，多项领先技术可提高阳性标本出检率、提供尿液分析完成解决方案、实现一人多机操作等。此外还包括全自动尿液分析系统、尿液分析仪、尿有形成分分析仪等多个产品线，当前公司战略以推进新老机型迭代、增加试剂的产出为重点。

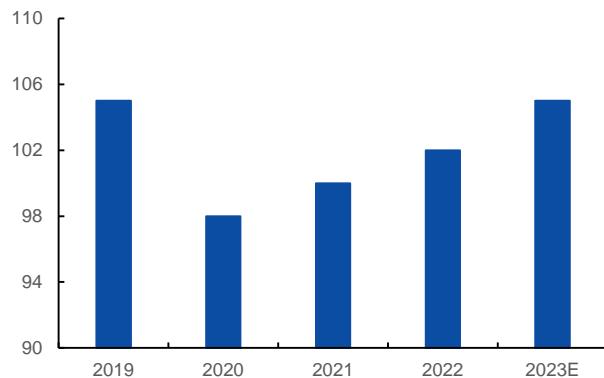
表 3：公司尿液分析设备

产品	型号	图示	功能特点介绍
全自动尿液分析系统 (流水线)	MUS-9600、MUS-4800 MUS-3600		先行推出尿干化学与有形成分一体机模块化流水线；采用流式图像技术；40 倍物镜放大，单个标本 2000 多幅照片；多模块灵活组合；仪器、试剂质控；配合专利新型尿液标本采集器可闭盖穿刺取样。
全自动尿液分析系统	FUS-3000Plus、 FUS-1000Plus FUS-2000、FUS-1000		搭载平面流式细胞技术、高速摄像技术、人工智能识别技术；提供丰富的辅助诊断信息，包括五种红细胞、五种管型、四种结晶和三种上皮细胞分类；配备完善的质控体系，配备原厂试剂，在多家临检中心应用。
尿液分析仪	HC-900、HC-600、H-800、H-500		全自动分析仪可实现精确的定量滴样技术；精确控制反应时间；自动连续进样；内置条码系统和数据传输系统可实现与医院 LIS 系统数据交换。
尿有形成分析仪	FUS-100		形态学检查，直观显示有形成份真实图像；采用流式技术；全自动识别尿中 12 大有形成份；无需离心及染色，使用成本低；具有红细胞异常提示功能。

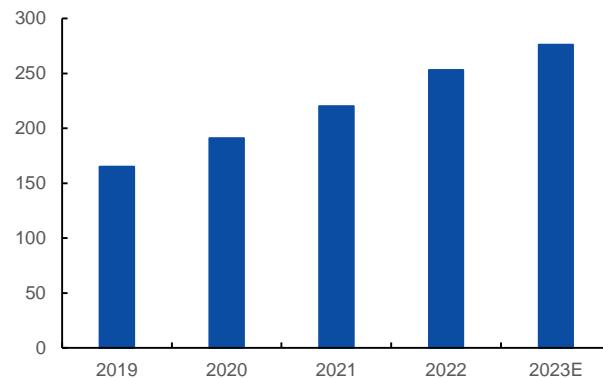
资料来源：公司官网，国元证券研究所

3.2 高速生化分析仪竞争力强劲，产品进军终端市场

临床生化是在人体正常化学的基础上，研究病理状态下生物化学的改变，通过分析相关代谢物的变化，寻找特征性标志物，建立相应检测方法，为疾病预防、诊断、治疗和预后提供生物化学信息和决策依据。生化诊断通过各种生物化学反应在体外测定各种无机元素、蛋白和非蛋白氮及酶、糖、脂等生化指标，常用的生化诊断包括肝功能、肾功能、血糖、血脂等项目。全球生化诊断市场总量保持稳定，疫情期间总量略有下滑，预计 2023 全球生化诊断市场规模 105 亿美元，后续以年复合增长率 4% 保持小幅增长。中国生化诊断市场近年来保持稳定增长，从 2019 年的 165 亿元到 2022 年的 253 亿，预计 2023 年达到 276 亿元。

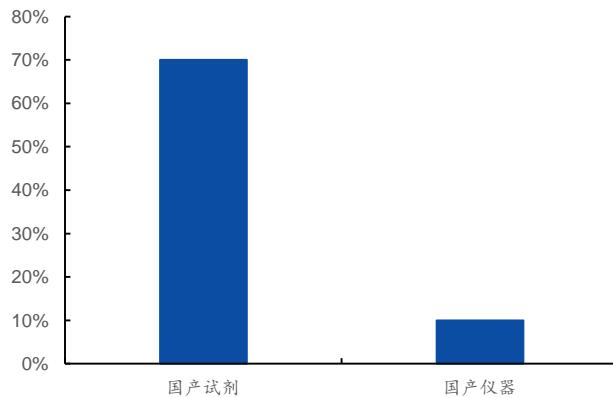
图 16：全球生化诊断市场规模（亿美元）


资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究所

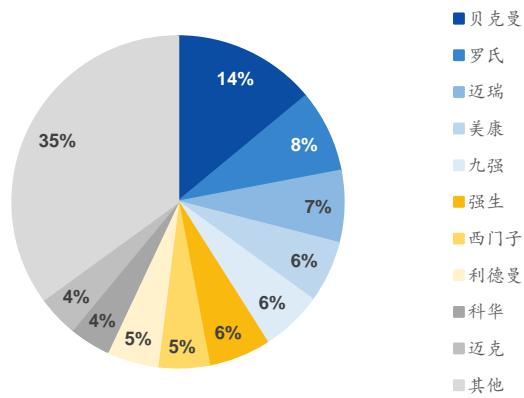
图 17：中国生化诊断市场规模（亿元）


资料来源：中商产业研究院，国元证券研究所

贝克曼、罗氏、迈瑞医疗占据中国生化诊断市场前三。生化诊断试剂技术壁垒较低，国内厂商凭借价格优势，高速推动国产化进程，当前国产替代率达到 70%。在生化分析仪器上，贝克曼、罗氏、国外厂商凭借长期技术积累、先入优势占据医疗机构高端市场，国内厂商设备主要面向中低端市场，通过完善技术从下层布局，逐步渗透高端市场。

图 18：中国生化试剂、仪器国产化水平（%）


资料来源：前瞻产业研究院，国元证券研究所

图 19：中国生化诊断市场份额占比（%）


资料来源：中商情报网，国元证券研究所

在生化分析仪器领域，公司拥有用于生化分析仪的精密加注机构和注射机构设计、系统控制流程及协同调度技术。目前在售有 8 种型号生化分析仪，CS-2000 是最新机型，可搭载自动分析模块，在四模块运行下检测速度可达到 8000T/H；配有标本加载系统、急诊处理系统和生化试剂加载系统，拥有更高效的流程管理；智能化操作上采用了公司自研的糖化血红蛋白检测，通过了美国国家糖化血红蛋白标准化计划 (NGSP) 认证，是中国生化分析领域的先行者。

图 20：公司 2000 速生化分析仪



资料来源：公司官网，国元证券研究所

迪瑞医疗在 2023 前三季度国际市场收入同比增速 30%以上，全年国际业务增长保持稳定，目前增速较快的国家和地区分别是俄罗斯，印度，泰国，罗马尼亚等。公司生化产线在市场的优异表现是其业绩增速的关键，公司通过加快高通量封闭仪器产品的装机，有望在未来进一步提升试剂销售额。迪瑞医疗的生化分析仪 CS-2000 是少数国产自主研发的 2000 速生化分析仪之一，产品系能优异，可对标进口产品。CS-2000 生化检测速度 2000T/H，选配 ISE 模块后综合检测速度可以达到 2400T/H，最高支持四模块联机，满足不同实验室对工作效率的需求。

表 4：中国市场高速生化分析仪参数对比

产品型号	生化检测速度 (T/H)	ISE 离子速度 (T/H)	样本体积	试剂位 (单盘)	反应体积
迪瑞 CS-2000	生化 2000，选配 ISE 综合 2400	/	88	最小 70ul	
罗氏 C702	2000	900	1.5-35ul	70	100-250ul
雅培 c16000	支持 ISE，综合速度 1800		1.5-35ul	65	最小 50ul
贝克曼 AU5800	2000	900-1800	1.0-17ul	54	80-287ul
西门子 Atellica CH930	生化 1200，IMT600		0.4-5ul	70	80-240ul
日立 LST 008AS	S 模块 2000			S 模块 70	S 模块 100-250ul
	P 模块 800		1.5-35ul	P 模块 44	P 模块 120-300ul
佳能 TBA FX-8	2000	600	最小 1.0ul	90	最小 80ul
迈瑞 BS-2800M	综合最高 2400	/	/	/	/

资料来源：各公司官网，国元证券研究所

全自动医疗生化分析仪是基层医疗的必需品，政府采购潮开始。国家财政部、卫健委下达的 2023 年医疗服务与保障能力提升（医疗卫生机构能力建设）补助资金的通知中提到，为强化乡镇卫生院服务能力，方便基层群众就近获得基本医疗卫生服务，补助资金合计 4.56 亿元，明确指出全自动生化分析仪采购是资金使用的关键之一。在国家新颁布的《乡镇卫生院服务能力标准（2022 版）》、《社区卫生服务中心服务能力

标准（2022 版）》及《村卫生室服务能力标准（2022 版）》中明确规定：“B”级乡镇卫生院、社区卫生服务中心及“A”级村卫生室均提及了对于生化分析仪的配置要求。

表 5：全自动生化分析仪在基层医疗机构的配备要求

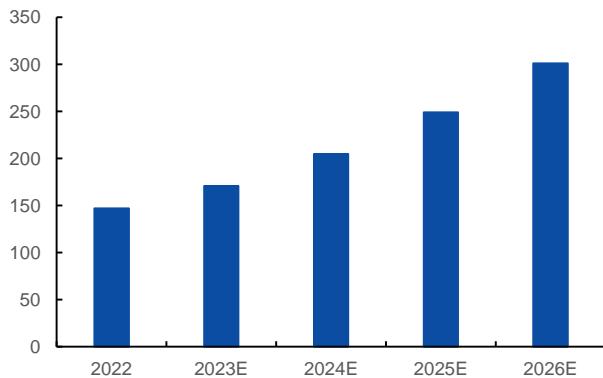
相关文件	医疗机构	要求
《乡镇卫生院服务能力标准（2022 版）》	B 级乡镇卫生院	
《社区卫生服务中心服务能力标准（2022 版）》	B 级社区卫生服务中心	配备全自动生化分析仪
《村卫生室服务能力标准（2022 版）》	A 级村卫生室	配备自动生化仪

资料来源：国家卫生健康委，国家中医药局，国元证券研究所

3.3 布局化学发光广阔市场，成为新增长驱动力

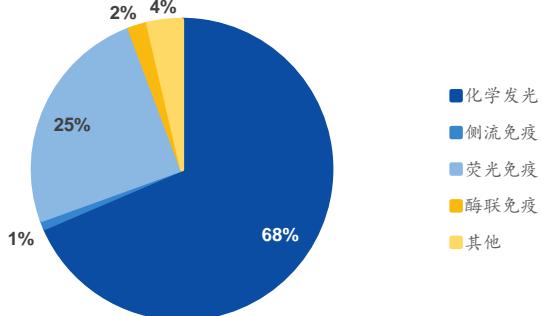
化学发光免疫分析，是将具有高灵敏度的化学发光测定技术与高特异性的免疫反应相结合，用于各种抗原、半抗原、抗体、激素、酶、脂肪酸、维生素和药物等的检测分析技术。由于它具备分析灵敏度高、线性范围宽、没有散射光的干扰、没有放射性污染物、设备简单等优势，被广泛应用于生命科学、临床诊断、环境监测、食品安全、药物分析等领域。化学发光技术在当前免疫诊断市场占有主导地位，并且是未来主流的发展方向。据艾瑞咨询数据，预计 2023-2026 年化学发光市场年均复合增长率为 26.94%，2026 年达到 301 亿美元，占全球免疫市场份额达 68%。

图 21：全球化学发光市场规模（亿美元）



资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究所

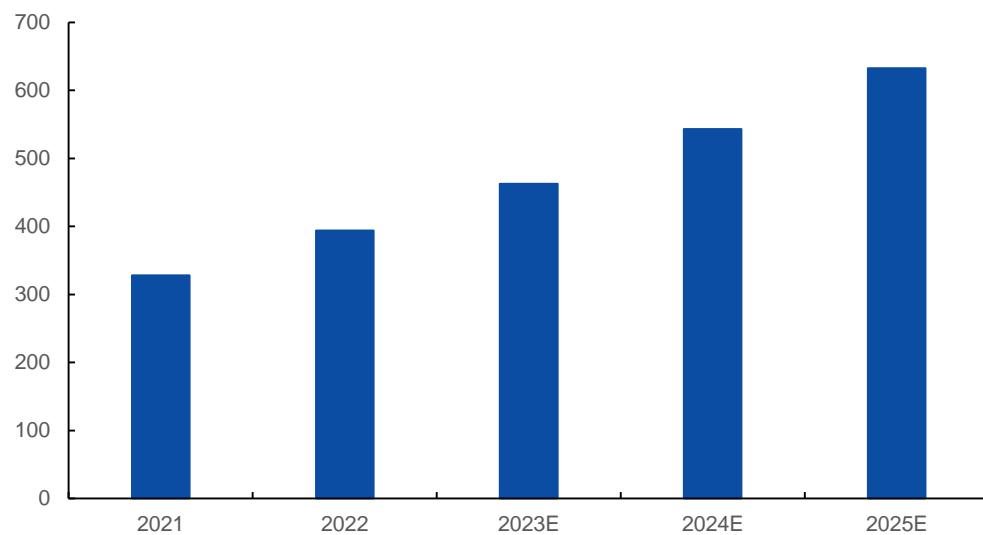
图 22：预计 2026 全球免疫诊断方式占比（%）



资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究所

据统计，2022 年中国化学发光市场规模达到 394.1 亿元，预计 2025 年达到 632.6 亿元，CAGR 为 17.4%。全球市场来看，欧美日等发达国家由于体外诊断行业出现时间较早、发展时间较长，目前仍然是全球主要的体外诊断市场，市场相对成熟，发展较为平衡。相比之下，中国等发展中国家由于行业发展时间较短，目前仍然处于成长期，体外诊断行业市场竞争激烈，整体集中度不高。近年来中国经济水平的显著提高，体外诊断行业处于快速发展阶段，随国产化政策加持，国产器械、试剂替代空间广阔。

图 23：中国化学发光市场规模（亿元）



资料来源：华经产业研究院，国元证券研究所

化学发光免疫分析产品线是迪瑞医疗近年新开展的管线，是公司转型的重点，增长势头明显。2022 年，公司 CM-640 全自动化学发光免疫分析仪获医疗器械注册证，2023 年转产上市，进一步补充该类产品线。与已有设备相同，产品采用吖啶酯直接化学发光技术，具有本底低、灵敏度高的特点，结果准确可靠，最高检测速度可达 640 测试/小时/模块，拓展最高可达 2560 测试/小时，最快 11 分钟出结果，同时具备大容量样本台，单模块可实现一次性装载 620 个样本，贴心的反应杯废料回收，液体分离，防止实验室生物污染。同时，公司持续完善化学发光免疫分析检测产品，目前公司化学发光产线可以进行甲状腺功能、传染病、性激素、骨代谢、炎症、肿瘤标志物、糖代谢、心肌标志物、肾功能、高血压、肝纤维化、贫血等项目的检测，可以满足不同规模的终端需求。

表 6：公司化学发光分析仪

产品	型号	检测速度(测试/小时)	样本位	试剂位	反应杯数	图示
全自动化学发光 免疫分析仪	CM-640	640	620	/	/	
	CM-320	320	620	36	1500	
	CM-180	180	90	25	180	

资料来源：公司官网，国元证券研究所

CM-640 与 CS-2000 全自动生化分析仪联机推出的 CSM-9000 生化免疫分析流水线也于 2022 年完成注册，公司生化免疫流水线现在拥有 CSM-6000、CSM-8000 和 CSM-9000 三套流水线。产品可以满足实验室对于自动化、信息化、智能化解决方案的需求，此类模块化血清工作站为大型实验室量身设计，支持多重模块组合方式，可扩展性的功能可以适应实验室未来不断发展的要求。

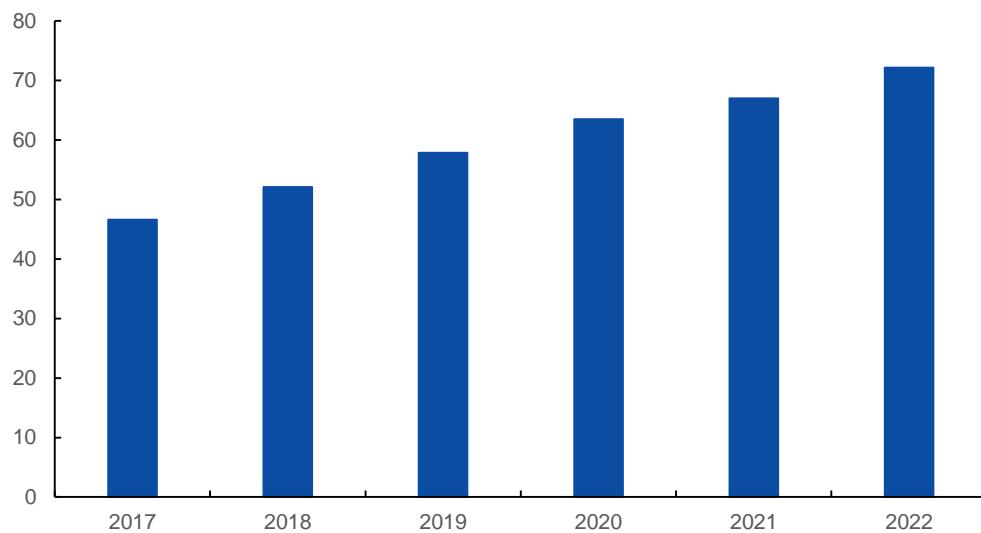
表 7：公司生化免疫流水线

产品	型号	样本位	试剂位	反应杯	冷藏试剂位	图示
生化免疫流水线	CSM-8000	620	88	1500	36	
	CSM-6000	620	67	1500	36	

资料来源：公司官网，国元证券研究所

3.4 覆盖妇科检测业务补全产业管线

目前国内生殖道分泌物检测主要通过人工法进行检测，而人工检测存在操作繁琐、人为误差、标本易污染、保存时间短、无镜下实景图片等缺陷。自动化生殖道分泌物检测仪可避免人为因素干扰，逐渐兴起并开始投入市场。全自动分析系统随着其产品检测技术的不断改进和优化，仪器的临床使用效果也在不断提升，预计将会逐步代替现阶段的人工镜检方法。目前我国生殖道分泌物检验仪器目前尚处于市场推广阶段，现在市场上主要的生殖道分泌物分析仪供应商包括安图生物、爱威科技、江苏新万格、迪瑞医疗等。根据测算，2021 年国内生殖道分泌物分析仪器的市场规模约 35.44 亿元，每年配套检测试剂耗材的市场规模约为 31.55 亿元，2022 年市场规模达到 72.15 亿元。

图 24：中国生殖道分泌物检验市场规模（亿元）


资料来源：共研产业资讯，观研天下数据中心，国元证券研究所

迪瑞医疗的全自动妇科分泌物分析系统采用平面层流技术、高速摄像技术、智能识别技术等，替代了传统检测方式，实现了从样本分析至报告结果的全自动化，解决了传统的妇科分泌物检测中样本质量参差不齐、检测项目不全面、人为误差等问题。

表 8：公司妇科分泌物分析仪器产线

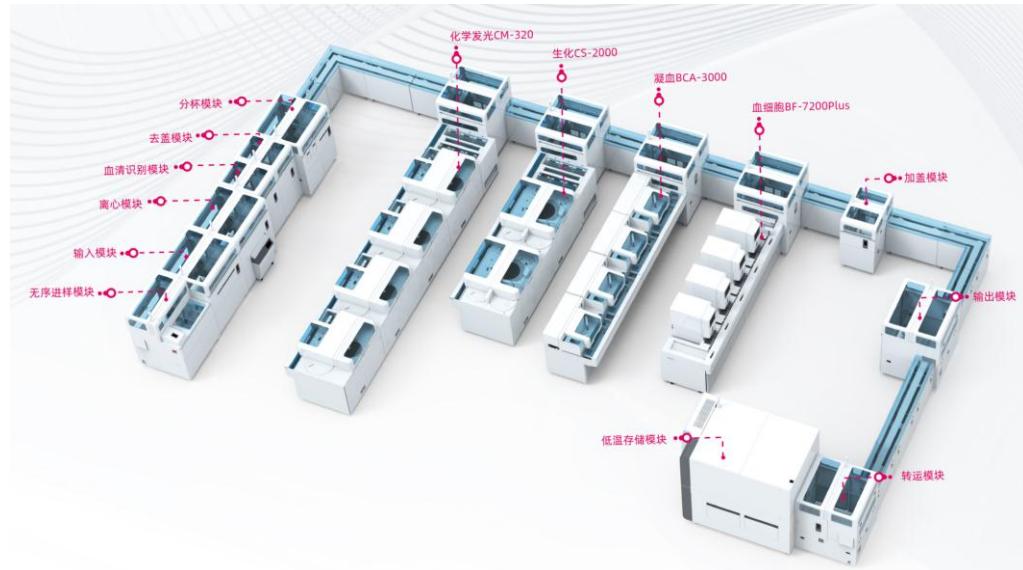
产品	型号	核心技术	图示
妇科分泌物检测仪	GD-S120		
	GMD-S6000	平面层流技术、高速摄像技术、智能识别技术	
	GMD-S6000 联机版		

资料来源：公司官网，国元证券研究所

3.5 LA-60 系统带动整体化实验室业务

全实验室自动化系统 (TLA)，是将不同的分析仪器与分析前和分析后的实验室分析系统通过自动化传输轨道串联起来，在信息化网络的主导控制下，构成流水线作业的组合，达到流程最优化、效率最大化的目的，在当前医疗新基建的大背景下，市场需求旺盛。

迪瑞医疗的整体化实验室产品包含样品的前处理、轨道运输、检测、冰箱存储等模块，是其历时多年全自主研发设计并生产销售的国产集约化流水线产品，系统组成包括无序进样模块、输入模块、离心模块、血清识别模块、去盖模块、分杯模块、接口模块、加盖模块、转运模块、输出模块、低温存储模块及 I 型、L 型、U 型轨道模块。产品可根据不同用户需求，实现任意组合，满足多种分析检测需求，产品搭载 LA-60 全自动样本处理系统，智能分配样本路径，避免拥堵。公司的参考实验室获得了 CNAS 认可资格，已成为国际检验医学溯源联合委员会执行委员会利益相关成员。

图 25：迪瑞医疗整体化实验室


资料来源：公司官网，国元证券研究所

2022 年，公司在整体化实验室等智能化产品线增长态势实现新的突破，随科研机构、高校等需求逐渐释放，该项业务有望为公司持续提供营收增长助力。技术层面，公司

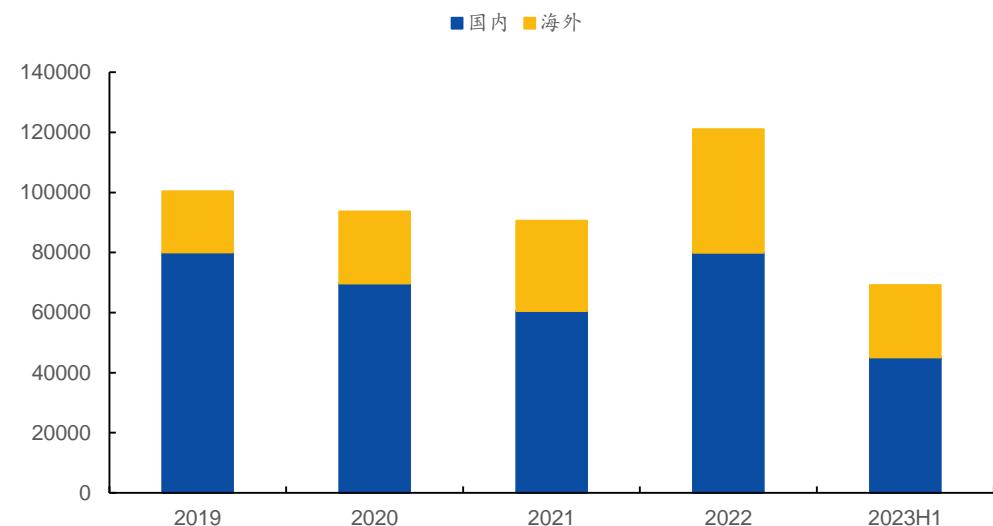
战略产品整体化实验室，更新升级产品 LA-60SE 全自动样品处理系统已取得注册备案。在学术建设方面，公司以整体化实验室、生免流水线为主建立了多家窗口医院，并成立了国家级博士后工作站。公司与中国医学科学院北京协和医院签订科研项目合作协议，将有效衔接基础研究和临床研究，加强未来与权威机构的科研合作。在业务方面，公司持续推进与华润健康体系医院端，流通端的业务合作，聚焦检验科的综合需求，定制专属方案。2023年，公司多条整体化实验室完成了装机及调试，完成了重点机型的窗口医院建设。公司以整体化实验室为代表得集约化、智能化高速机型初步得到了市场认可，对仪器产品市场销售起到了促进作用，也为后期试剂的提升打下基础。

4. 销售战略体系建设完备，海外市场广布局

公司以尿液分析和生化分析产品为基础，重点推动了化学发光免疫、妇科分析、整体化实验室等自动化、智能化产品的市场拓展。其中，化学发光免疫分析产品线的增长势头尤为强劲，为公司稳定发展提供了有力支撑。整体化实验室等智能化产品线的增长态势也实现了新的突破，为未来公司业绩的增长提供了产品保障。为了应对整体化实验室以及高速流水线的装机量的快速提升，公司扩充了百余人的售后服务队伍，在加速装机调试的同时，为2024年开始的试剂上量打下基础。公司采取“经销为主、直销为辅”的销售模式，将产品销售给经销商，由经销商销售至医院等医疗机构。同时设立售后运营中心为经销商提供培训和技术支持。公司按照产线及区域划分经销商，以月度、季度、年度对经销商进行评估考核，执行优胜劣汰制。在渠道建设方面，聚焦于三甲医院以及大型体检中心，开发了百余家优质的经销商，为产品向高端客户渗透打下了坚实基础。公司与中国医学科学院北京协和医院签订了科研项目合作协议，将有效衔接基础研究和临床研究，加强与权威机构的科研合作，充分发挥公司自身优势，致力于成为体外诊断领域的引领者。

公司深耕海外市场已超过20年，拥有稳定的销售渠道和品牌影响力，并不断加强市场推广和商务拓展。近年来公司海外收入增长迅速，从2019年的2.03亿元到2022年的4.12亿元。2023年上半年2.41亿元，同比增长率29.87%，低于同期国内市场营收增长37.82%源于2023年以来俄罗斯子公司结算汇率的影响。目前，公司产品已销售到全球120多个国家和地区，并在全球范围内建立了完善的销售和服务网络。凭借本地化团队的优势，公司成功完成了跨境电商布局和本地化管理。2022年，公司开拓了50余家国际渠道商，并尝试拓展直销渠道。公司在荷兰、俄罗斯、土耳其、泰国等海外子公司相继运营，持续推动团队本地化运营，注重经销商质量培养的同时也增加了子公司直营渠道销售占比。针对海外市场，公司聚焦19个重点国家进行精准投入，在尿分和生化基础上，血球、免疫等多个产品在年内实现了销售。此外，电商平台作为提升品牌知名度和自产产品渠道的补充开发手段，也探索出了清晰的发展路径，业务开展更为灵活，为公司在国际市场高速拓展提供有力的支持。

图 26：公司国内外营收比例变化（万元）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

- 1) 我们预测公司 2023-2025 合计收入增速分别为 35.91%，32.15% 和 27.64%。
- 2) 在体外诊断市场，公司目前在尿液分析和生化分析仪器产品拥有较强竞争力，化学发光产线增长迅速，国内与海外业务增长势头强劲，为实现仪器装机布局战略，预测公司仪器业务将保持较为高速的增长，预计 2023-2025 公司仪器合计收入增速分别为 59.24%，39.94% 和 32.38%。
- 3) 公司在 2023 年加快仪器装机，以抢占市场为核心，随公司试剂上量团队建设完成和近年仪器占有率的提升，试剂营收有望从 2024 年开始迎来一定幅度增长。预计 2023-2025 年公司试剂及其他收入合计增速分别为 7.77%，17.17% 和 16.76%。

表 9：收入拆分

单位 (亿元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
汇总	收入	9.06	12.20	16.58	21.91
	增速	-3.35%	34.69%	35.91%	32.15%
	成本	4.32	5.86	8.78	11.96
	毛利	4.74	6.34	7.80	9.95
	毛利率	52.33%	51.99%	47.02%	45.43%

	收入	4. 03	6. 85	10. 91	15. 27	20. 21
仪器	增速	7. 18%	70. 12%	59. 24%	39. 94%	32. 38%
	成本	2. 99	4. 47	7. 31	10. 23	13. 54
	毛利	1. 04	2. 39	3. 60	5. 04	6. 67
	毛利率	25. 89%	34. 81%	33. 00%	33. 00%	33. 00%
	收入	4. 99	5. 26	5. 67	6. 64	7. 76
试剂及其他	增速	-10. 10%	5. 40%	7. 77%	17. 17%	16. 76%
	成本	1. 31	1. 33	1. 47	1. 73	2. 02
	毛利	3. 68	3. 93	4. 20	4. 92	5. 74
	毛利率	73. 74%	74. 77%	74. 00%	74. 00%	74. 00%

资料来源：公司公告，国元证券研究所

5.2 投资建议

公司深耕 IVD 领域三十余年，在行业内拥有较强竞争力，七大业务板块已成为公司长期可持续发展的动力，产品辐射全球市场，出海战略已显著成效。2020 年华润产业基金入主公司，全面拓展、优化公司研发和销售体系，资本赋能驱动下，带动公司业绩显著增长。我们认为公司海外销售体系成熟，具备先行优势，也符合当下医疗器械行业出海逻辑，有助于充分扩展第二增长路径；在国资赋能作用下，管理效率显著提升，销售团队得到强化，公司在 2022 全年、2023 前三季度仪器业务收入大幅增长，看好未来试剂销售业务将随仪器放量后迎来同步增长。

我们选取了行业中与迪瑞医疗业务最为相近的新产业、安图生物和亚辉龙三家公司，2024 年平均 PE 为 23 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 10：可比公司估值

证券代码	股票简称	收盘价 (元)	总市值(亿元)	EPS			PE	
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E
300832.SZ	新产业	69. 85	549	2. 09	2. 69	3. 46	34	27
603658.SH	安图生物	48. 07	282	2. 21	2. 71	3. 34	21	17
688575.SH	亚辉龙	21. 36	121	0. 67	0. 90	1. 19	34	25
平均值							30	23
300396.SZ	迪瑞医疗	25. 18	69	1. 19	1. 48	1. 87	21	17
平均值							23	18

资料来源：Wind，2024.01.30 更新，国元证券研究所

6 风险提示

- 1、产品降价风险：集采降价幅度超出预期，可能会导致公司营收和净利润增长不及预期；
- 2、产品放量不及预期风险：公司产品如果放量不及预期，则会导致公司销售额不及预期；
- 3、研发不及预期风险：目前公司仍有部分在研产品，如果研发进度不及预期，则会对公司长期发展造成一定影响。

财务预测表

资产负债表					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	1310.31	1828.45	1964.87	2439.62	2991.85
现金	460.70	838.14	648.11	764.99	923.51
应收账款	128.53	345.33	343.99	484.91	634.62
其他应收款	27.85	5.57	66.69	57.68	75.83
预付账款	16.08	27.94	35.35	50.49	66.09
存货	237.30	375.90	519.87	719.13	941.24
其他流动资产	439.84	235.57	350.87	362.42	350.56
非流动资产	1065.32	1096.81	1138.15	1118.39	1094.36
长期投资	400.36	423.96	407.70	411.89	412.50
固定资产	192.45	170.17	150.98	131.11	111.25
无形资产	81.68	75.28	67.99	60.70	53.41
其他非流动资产	390.83	427.41	511.49	514.69	517.20
资产总计	2375.63	2925.26	3103.02	3558.02	4086.21
流动负债	443.66	906.77	883.86	1094.98	1314.66
短期借款	150.00	298.15	292.50	292.50	292.50
应付账款	77.49	268.86	269.55	402.16	539.83
其他流动负债	216.17	339.76	321.81	400.32	482.33
非流动负债	55.62	98.67	100.11	100.07	100.03
长期借款	0.00	45.04	45.00	44.96	44.92
其他非流动负债	55.62	53.63	55.11	55.11	55.11
负债合计	499.28	1005.44	983.98	1195.05	1414.69
少数股东权益	0.00	0.05	0.05	0.05	0.05
股本	275.89	275.21	275.21	275.21	275.21
资本公积	287.64	261.33	261.33	261.33	261.33
留存收益	1184.42	1343.04	1537.07	1780.99	2089.54
归属母公司股东权益	1876.35	1919.78	2119.00	2362.92	2671.47
负债和股东权益	2375.63	2925.26	3103.02	3558.02	4086.21

利润表					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	905.80	1220.01	1658.10	2191.21	2796.96
营业成本	431.80	585.74	878.46	1195.72	1555.93
营业税金及附加	10.02	13.22	18.39	24.11	30.78
营业费用	135.59	182.96	242.91	324.71	413.73
管理费用	51.94	70.94	101.41	130.42	167.37
研发费用	95.03	114.82	105.09	106.66	107.49
财务费用	-0.07	-14.65	-4.75	-3.45	-9.16
资产减值损失	-2.48	-11.82	-7.20	-7.95	-8.34
公允价值变动收益	1.40	4.82	2.87	3.28	3.40
投资净收益	37.54	27.15	38.63	34.62	34.71
营业利润	230.13	292.18	360.07	451.30	568.64
营业外收入	0.14	0.09	1.05	0.58	0.66
营业外支出	1.14	0.83	1.22	1.08	1.09
利润总额	229.13	291.44	359.90	450.80	568.21
所得税	19.18	29.73	33.77	42.76	54.38
净利润	209.95	261.71	326.14	408.04	513.83
少数股东损益	0.00	-0.01	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	209.95	261.72	326.14	408.04	513.83
EBITDA	266.02	311.80	375.18	467.71	579.34
EPS(元)	0.76	0.95	1.19	1.48	1.87

现金流量表					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	167.41	40.92	-25.52	251.89	294.00
净利润	209.95	261.71	326.14	408.04	513.83
折旧摊销	35.97	34.27	19.87	19.87	19.87
财务费用	-0.07	-14.65	-4.75	-3.45	-9.16
投资损失	-37.54	-27.15	-38.63	-34.62	-34.71
营运资金变动	-54.80	-258.69	-322.38	-151.38	-210.91
其他经营现金流	13.91	45.44	-5.76	13.44	15.09
投资活动现金流	-280.65	272.93	-36.56	25.69	60.68
资本支出	16.14	9.98	0.00	0.00	0.00
长期投资	387.65	-250.00	-21.03	5.32	0.85
其他投资现金流	123.14	32.91	-57.59	31.01	61.52
筹资活动现金流	-118.66	41.08	-127.94	-160.71	-196.16
短期借款	0.00	148.15	-5.65	0.00	0.00
长期借款	0.00	45.04	-0.04	-0.04	-0.04
普通股增加	-0.14	-0.69	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.37	-26.31	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-118.89	-125.11	-122.25	-160.66	-196.12
现金净增加额	-234.10	361.13	-190.02	116.88	158.52

主要财务比率					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	-3.35	34.69	35.91	32.15	27.64
营业利润(%)	-25.65	26.97	23.23	25.34	26.00
归属母公司净利润(%)	-21.39	24.66	24.61	25.11	25.93
盈利能力					
毛利率(%)	52.33	51.99	47.02	45.43	44.37
净利润率(%)	23.18	21.45	19.67	18.62	18.37
ROE(%)	11.19	13.63	15.39	17.27	19.23
ROIC(%)	41.93	39.77	35.25	39.62	42.49
偿债能力					
资产负债率(%)	21.02	34.37	31.71	33.59	34.62
净负债比率(%)	30.65	34.67	34.84	28.68	24.23
流动比率	2.95	2.02	2.22	2.23	2.28
速动比率	2.40	1.59	1.62	1.55	1.54
营运能力					
总资产周转率	0.41	0.46	0.55	0.66	0.73
应收账款周转率	7.09	4.79	4.49	4.91	4.65
应付账款周转率	7.13	3.38	3.26	3.56	3.30
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.76	0.95	1.19	1.48	1.87
每股经营现金流(最新摊薄)	0.61	0.15	-0.09	0.92	1.07
每股净资产(最新摊薄)	6.82	6.98	7.70	8.59	9.71
估值比率					
P/E	33.01	26.48	21.25	16.98	13.49
P/B	3.69	3.61	3.27	2.93	2.59
EV/EBITDA	21.11	18.01	14.97	12.01	9.69

资料来源：公司公告，国元证券研究所

投资评级说明：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内，股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内，股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内，行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内，股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（如有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系。 网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188