

# 多款重磅新品发布，产品矩阵进一步完善

## 核心观点

公司近期发布了 CM-640 全自动化学发光免疫分析仪、BCA-4000 全自动凝血分析仪、CS-690 全自动生化分析仪 3 款重磅新品，产品矩阵进一步完善，有望进一步提升公司免疫、凝血及生化产品的品牌影响力，带动后续试剂的上量，助力公司产品进口替代。

公司在华润入主后，管理和销售渠道能力有所提升，且与华润在流通及医院领域协同效应显著，近几年装机量有望快速提升，进一步带动试剂上量。同时，公司或在华润的助力下持续进行外延并购，有望打造 IVD 平台型企业。

## 事件

2023 年 3 月 11 日，公司召开了迪瑞医疗 2023 年春节新品上市会，发布了 CM-640 全自动化学发光免疫分析仪、BCA-4000 全自动凝血分析仪、CS-690 全自动生化分析仪 3 款重磅新品。

## 简评

### 公司发布多款重磅新品，产品矩阵进一步完善

公司近期发布了 CM-640 全自动化学发光免疫分析仪、BCA-4000 全自动凝血分析仪、CS-690 全自动生化分析仪 3 款重磅新品，产品布局进一步丰富。

公司布局化学发光免疫产品多年，此前化学发光仪器产品主要包括 CM180、CM-320 以及生化免疫流水线 CSM-8000，最新上市的 CM-640 全自动化学发光免疫分析仪分析速度可达 640 测试/小时，可与公司的生化免疫流水线及 LA-60 全自动样品处理系统进行连接，是国产高速化学发光仪的代表之一。经过近五年市场验证，公司化学发光检测项目已经逐步得到了客户的认可，随着 CM-640 的发布，公司免疫产品的品牌影响力有望进一步提高，并推动三级医院客户的开拓以及后续发光试剂销量的提升。

公司最新上市的 BCA-4000 全自动凝血分析仪检测速度达 400 测试/小时，可快速完成批量检测和急诊检测，解决了传统凝血检测中效率低等痛点问题，为医学实验室的质效提升赋能。

## 迪瑞医疗 (300396.SZ)

### 首次评级

### 买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-86451162

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

王在存

wangzaicun@csc.com.cn

010-86451382

SAC 编号:S1440521070003

发布日期：2023 年 03 月 28 日

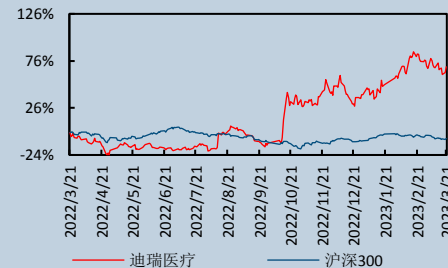
当前股价：29.83 元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-6.08/-5.02	30.21/24.29	68.25/68.11
12 月最高/最低价 (元)		32.66/13.74
总股本 (万股)		27,520.83
流通 A 股 (万股)		24,858.25
总市值 (亿元)		82.09
流通市值 (亿元)		74.15
近 3 月日均成交量 (万)		249.15
主要股东		
深圳市华德欣润股权投资企业 (有限合伙)		28.08%

### 股价表现



### 相关研究报告

BCA-4000 可根据需要升级为全自动凝血分析流水线,同一模块兼具进样、出样及样本归类,样本路径智能分配,自动离心,自动旋转开盖等功能,具备高效的检测系统和优异的分析性能,也可与迪瑞 LA-60 全自动样品处理系统联机为用户提供自动化、智能化的实验室解决方案。根据新思界产业研究中心发布的《2020 年全球凝血检测行业市场现状调研报告》,2020 年我国凝血检测市场规模约为 55 亿元,但其中大部分市场被沃芬、希森美康以及思塔高等国外厂家占据,国产替代空间较大。BCA-4000 全自动凝血分析仪的推出进一步拉近了公司与国外厂家的差距,有望助力公司产品在凝血检测领域的进口替代。

公司自 2008 年研发出国内首台全自动 800 速生化分析仪,目前已经推出覆盖高中低市场全需求的十余款生化分析仪。最新推出的 CS-690 全自动生化分析仪可以使用尿液原始样本管直接上样,专机专用,并采取了特殊吸样针设计,防止堵塞,确保结果准确。CS-690 全自动生化分析仪进一步丰富了公司的生化产品的应用场景,有望进一步完善公司在生化诊断的布局。

### 华润赋能驱动公司长期发展,公司业绩改善明显

2020 年 8 月,华润资本旗下的私募股权投资基金华德欣润成为公司第一大股东,并于 2021 年年底完成公司管理团队的优化,研发能力和销售能力都有所提升,先后在北京及深圳分别成立国内及国际营销中心,在深圳建立研发中心。2022 年上半年公司拓展了 130 余家国内代理商和 50 余家国际代理商,渠道能力显著提升。2021 年公司归母净利润同比下滑 21.39%,2022 年前三季度公司实现营业收入 8.02 亿元,同比增长 26.70%,实现归母净利润 1.95 亿元,同比增长 25%,公司业绩出现明显拐点。

华润与迪瑞医疗在流通领域协同效应显著,2022 年华润医药商业与公司在流通领域的关联交易金额预计达 1.46 亿元,2023 年与华润医药商业的关联交易金额有望进一步提高。此外,迪瑞医疗拥有华润旗下医院的设备升级的优先权,未来将陆续对接华润健康及华润医疗旗下医院,并建立新产品窗口医院,实现医院端的产业协同,助力公司的长期发展。

### 各产线装机量高速增长,奠定未来试剂快速上量基础

公司现拥有尿液分析、生化分析、化学发光免疫分析、妇科分泌物分析、血细胞分析、凝血分析、分子诊断分析、整体化实验室 8 大产品线,数十款仪器产品全部为自主研发并拥有自主知识产权,搭配 500 余种配套试剂,可覆盖检验科 80% 以上的检验项目,满足各级医疗机构的检验需求。公司尿液流水线、生免流水线、妇科分泌物流水线以及整体化实验室等高通量检测产品在 2022 年装机量达到历史最好水平,其中整体化实验室增速最为明显,出货量超过 50 条,尿液分析仪和生化分析仪在全球累计装机量分别超过 50,000 台和 20,000 台,为后续带动试剂销售打下良好基础。

### 海外市场布局时间长,有望成为第二增长点

公司是国内较早实现全球化的 IVD 企业之一,目前已与上百家国际渠道商达成合作。为提高国际分销体系的稳定性,公司先后建立了香港、荷兰、俄罗斯、土耳其、泰国、印度等子公司,并逐步完成团队本地化,国际团队不仅完成跨境电商布局,同时借助产品优势积极参与当地政府采购。未来公司有望借助优势产线加快对发光、凝血、妇科等新产品市场导入,并进一步提升试剂销售占比,国际市场的利润贡献有望持续提高。

### 盈利预测与估值

短期看，公司在华润入主后管理和销售渠道不断优化，且在流通领域协同效应显著，近几年装机量有望快速提升，仪器持续升级迭代进一步带动试剂上量，业绩确定性较强。中长期看，公司国际化发展潜力充足，有望构建第二增长点，同时公司或在华润的助力下持续进行外延并购，打造 IVD 平台型企业。我们预测公司 2022-2024 年实现营业收入分别为 12.60 亿元、16.76 亿元和 22.86 亿元，分别同比增长 39.1%、33.0%、36.4%，归母净利润分别为 2.55 亿元、3.11 亿元和 4.69 亿元，分别同比增长 21.3%、22.2%、50.6%。首次覆盖给予“买入”评级。

**表 1: 预测及比例**

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	937	906	1,260	1,676	2,286
增长率 (%)	-7.1%	-3.4%	39.1%	33.0%	36.4%
归母净利润(百万元)	267	210	255	311	469
增长率 (%)	15.2%	-21.4%	21.3%	22.2%	50.6%
每股收益 (元)	0.97	0.76	0.45	0.55	0.83
净资产收益率 (ROE)	16.1%	11.2%	13.0%	15.0%	21.0%
市盈率 (PE)	30.8	39.2	32.3	26.4	17.6
市净率 (PB)	5.0	4.4	4.2	4.0	3.7

资料来源：Wind、公司公告、中信建投

## 风险分析

- 1) 集采政策风险：2022 年江西省牵头 23 省联盟进行了肝功生化检测试剂的带量集中采购，公司中标情况良好，但出厂价预计仍受到一定影响，若份额无法得到提升，可能存在生化检测试剂销售额下滑的风险。2023 年预计安徽省将牵头进行下一轮 IVD 检测试剂的带量集中采购，可能对公司产品的出厂价形成冲击，影响公司产品的利润率水平。
- 2) 市场竞争加剧风险：IVD 行业内厂家较多，行业竞争逐步加剧，尤其是在国产化率较高的生化检测和尿液检测领域，不排除部分厂家为扩大市场份额出现降价行为，影响公司的市场份额，导致行业竞争进一步加剧。
- 3) 研发及注册进展不达预期的风险：公司的各产品线仪器仍需要持续更新迭代，免疫检测等试剂项目也仍在不断丰富，公司仪器及试剂的研发进展存在不确定性，可能会对公司业绩造成一定影响。
- 4) 核心原料及零部件断供风险：目前国内 IVD 厂商在部分原料及零部件供应方面仍须依赖进口，若发生突发事件可能导致原材料短缺或价格大幅提升，影响公司的生产进度及成本。
- 5) 管理层变动及减持风险：公司持股 5%以上股东、董事宋洁及其一致行动人宋勇、易湘苹短期可能进一步减持，对公司股价造成波动，同时减持一定比例的股份之后，公司的董事席位可能会发生变更，存在一定的管理风险。
- 6) 主业敏感度测算：假设 2023 年公司的国内生化诊断及免疫诊断业务同比增速比预测值降低 20 个百分点，则整体净利润将比预测值降低 3.86 个百分点；2023 年收入增速将从预测值 33.0%降低至 26.7%，净利润增速将从预测值 22.2%降低至 17.6%。

**表 2:财务预测**

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>资产负债表（百万元）</b>						
现金及现金等价物	450	688	461	533	560	518
应收款项	180	202	132	227	302	411
存货净额	220	218	237	357	484	640
其他流动资产	26	85	40	67	90	122
<b>流动资产合计</b>	<b>969</b>	<b>1196</b>	<b>1310</b>	<b>1624</b>	<b>1876</b>	<b>2132</b>
固定资产	282	214	193	197	198	203
无形资产及其他	258	76	82	78	75	72
投资性房地产	553	164	391	391	391	391
长期股权投资	0	374	400	500	520	540
<b>资产总计</b>	<b>2062</b>	<b>2023</b>	<b>2376</b>	<b>2790</b>	<b>3060</b>	<b>3338</b>
短期借款及交易性金融负债	70	150	153	404	440	395
应付款项	93	94	152	177	241	318
其他流动负债	104	95	139	194	263	348
<b>流动负债合计</b>	<b>267</b>	<b>339</b>	<b>444</b>	<b>775</b>	<b>943</b>	<b>1061</b>
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	60	30	56	53	51	53
长期负债合计	60	30	56	53	51	53
<b>负债合计</b>	<b>328</b>	<b>369</b>	<b>499</b>	<b>829</b>	<b>994</b>	<b>1114</b>
少数股东权益	210	0	0	0	0	0
股东权益	1525	1655	1876	1962	2066	2223
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2062</b>	<b>2023</b>	<b>2376</b>	<b>2790</b>	<b>3060</b>	<b>3338</b>
<b>利润表（百万元）</b>						
营业收入	1009	937	906	1260	1676	2286
营业成本	359	415	432	614	829	1090
营业税金及附加	14	11	10	16	20	27
销售费用	141	122	136	183	248	336
管理费用	99	73	52	196	261	340
财务费用	(6)	(1)	(0)	(6)	3	3
投资收益	2	75	38	25	26	28
资产减值及公允价值变动	4	3	4	0	0	0
其他收入	(104)	(86)	(88)	0	0	0
营业利润	303	310	230	282	342	518
营业外净收支	6	3	(1)	0	0	(0)
利润总额	310	313	229	282	342	517
所得税费用	37	28	19	27	31	49
少数股东损益	41	18	0	0	0	0
归属于母公司净利润	232	267	210	255	311	469

**现金流量表（百万元）**

净利润	232	267	210	255	311	469
资产减值准备	1	(2)	7	(6)	(0)	0
折旧摊销	69	56	34	24	25	27
公允价值变动损失	(4)	(3)	(4)	0	0	0
财务费用	(6)	(1)	(0)	(6)	3	3
营运资本变动	(16)	269	2	(169)	(95)	(134)
其它	19	8	(7)	6	0	(0)
经营活动现金流	301	595	242	110	242	362
资本开支	(46)	15	(33)	(19)	(23)	(28)
其它投资现金流	(89)	90	(437)	0	0	0
投资活动现金流	(135)	(269)	(496)	(119)	(43)	(48)
权益性融资	0	(3)	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0	0	0
支付股利、利息	(116)	(179)	(140)	(169)	(207)	(312)
其它融资现金流	134	273	306	251	36	(45)
融资活动现金流	(98)	(89)	27	81	(171)	(356)
现金净变动	68	237	(227)	72	28	(42)
货币资金的期初余额	382	450	688	461	533	560
货币资金的期末余额	450	688	461	533	560	518
企业自由现金流	0	0	256	63	197	312
权益自由现金流	0	0	563	314	231	265

资料来源: Wind、公司公告、中信建投

## 分析师介绍

### 贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

### 王在存

北京大学生物医学工程博士。2017 年加入中信建投研究发展部，负责医疗器械和医疗服务板块，研究勤奋、全面，深度跟踪医疗器械产业趋势和研究成果。

## 研究助理

**评级说明**

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

**分析师声明**

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

**法律主体说明**

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

**一般性声明**

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

**中信建投证券研究发展部**

北京  
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B  
 座 12 层  
 电话：(8610) 8513-0588  
 联系人：李祉瑶  
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路 528 号南  
 塔 2106 室  
 电话：(8621) 6882-1600  
 联系人：翁起帆  
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交  
 汇处广电金融中心 35 楼  
 电话：(86755) 8252-1369  
 联系人：曹莹  
 邮箱：caoying@csc.com.cn

**中信建投（国际）**

香港  
 中环交易广场 2 期 18 楼  
 电话：(852) 3465-5600  
 联系人：刘泓麟  
 邮箱：charleneliu@csci.hk