

迪瑞医疗 (300396)

医药生物

发布时间: 2022-10-31

证券研究报告 / 公司深度报告

老牌企业焕发新活力, “内涵+协同” 双轮驱动保增长

--- 迪瑞医疗深度报告

买入

首次覆盖

报告摘要:

迪瑞医疗作为华润医药大健康板块唯一医疗器械工业平台, 二者有望形成优势互补。华润医药的医疗器械业务板块聚焦于医疗器械的分销, 2022H1 华润医药器械业务收入 143 亿, 同比增长约 39%, 占华润医药总收入 11%。目前其缺少医疗器械工业制造重要板块, 需要对相关资产进行补充布局, 迪瑞医疗作为 IVD 企业检测项目齐全、综合体外诊断优质标的, 有望对华润医药的医疗器械布局形成有利补充。

销售机制得到根本性的改革, 未来放量可期。华润入主后, 公司销售策略转变为主动营销驱动型, 主要表现在: 公司增加经销商数量、改善经销商结构, 2022 年上半年已拓展 130 余家国内高质量经销商, 为开拓三甲医院市场提供桥梁; 国内销售中心由长春调整至北京, 形成了长春(生产基地)+北京(国内营销中心)+深圳(国际营销中心)的整体布局, 完成了公司治理体系和营销体系的转型升级。2022 上半年营收约 5.15 亿, 同比增长 23.27%, 销售改善已初具效果, 长期发展潜力指日可待。

传统产品稳中有进, 亮点产品表现良好。公司多条产线快速发展, 传统尿液分析、生化分析销售占比由 90% 已下降到 60%+。免疫、妇科、标准化实验室等亮点产品初入市场便获得认可, 2022 年上半年多条产线仪器端增速超过 100%。化学发光免疫处于技术上升期, 前景良好; 标准化实验室拥有全部自主知识产权, 具有价格优势。公司工业端与华润服务端内部协同主推亮点产品, 合作空间潜力巨大且后续试剂带动十分可观。

领先布局国际市场, 海外占比持续上升。公司布局海外市场 22 年, 在注册周期、子公司建设方面有一定基础。国际收入持续增长, 海外收入占比不断提高, 2022H1 海外占比 36%, 国际收入增长 25.04%, 其中俄罗斯独联体、泰国、土耳其、巴西、印度等市场增速明显, 海外区域性存储仓库的建立有望为公司业绩带来新看点。

盈利预测: 预计公司 2022-2024 年实现收入 11.8/15.79/21.10 亿元, 归母净利润 2.67/3.21/3.88 亿元, 对应每股收益为 0.97/1.17/1.41 元/股。我们认为, 公司仪器产品优质、终端检验项目覆盖广, 解决销售痛点后具有长期发展潜力, 首次覆盖给与公司“买入”的投资评级。

风险提示: 业绩预测和估值判断不达预期, 集采大幅降价风险等

财务摘要(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	937	906	1,180	1,579	2,110
(+/-)%	-7.09%	-3.35%	30.23%	33.83%	33.66%
归属母公司净利润	267	210	267	321	388
(+/-)%	15.17%	-21.39%	27.21%	20.14%	20.97%
每股收益(元)	0.97	0.76	0.97	1.17	1.41
市盈率	24.15	23.58	24.41	20.32	16.80
市净率	3.91	2.63	3.29	2.83	2.42
净资产收益率(%)	16.14%	11.19%	13.48%	13.93%	14.42%
股息收益率(%)	2.07%	1.60%	2.11%	2.53%	2.95%
总股本(百万股)	276	276	275	275	275

股票数据

2022/10/31

6 个月目标价(元)	—
收盘价(元)	23.69
12 个月股价区间(元)	13.74~25.03
总市值(百万元)	6,520.55
总股本(百万股)	275
A 股(百万股)	275
B 股/H 股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	8

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	52%	56%	48%
相对收益	59%	71%	76%

相关报告

《迪瑞医疗(300396): 疫情影响有限, 业绩符合预期》

--20210331

《东北医药行业周报: 多项目集采结果优于预期, 医药板块价值回归》

--20221017

《医药行业 2022 年 H1 全景复盘》

--20220926

《医保初审通过名单出炉, 本土新药值得关注》

--20220924

证券分析师: 刘宇腾

执业证书编号: S0550521080003

010-63210890 liuyt@nesc.cn

目 录

1.	尿液分析先行者成长为综合性 IVD 企业.....	7
1.1.	华润集团旗下医疗器械平台	7
1.2.	尿液分析起步，央企控股销售转型	8
1.3.	产线全面共同发力，国内海外持续增长	10
2.	常规业务稳步发展，创新领域逐步发力	13
2.1.	尿液、生化：传统优势产线稳健增长	14
2.2.	化学发光、妇科产线：产业技术上升期，发展前景向好	18
2.3.	标准化实验室：全部自主知识产权，高通量产品不断进化	24
3.	销售导向转型，协同发展创造新动能	25
3.1.	研发导向向销售导向转型	25
3.2.	大健康板块稳健增长，内部协同赋能	27
3.3.	发布两期股权激励，彰显公司长期发展信心	28
3.4.	积极参与集采政策，加速进口替代	29
4.	盈利预测	30

图表目录

图 1: 华润集团大健康板块布局	7
图 2: 迪瑞发展历程	8
图 3: 华德欣润股权结构	9
图 4: 迪瑞医疗股权结构	10
图 5: 迪瑞七大产线及主要产品型号	11
图 6: 2017-2021 迪瑞获得专利情况	11
图 7: 2017-2022H1 迪瑞医疗营业收入 (亿)	12
图 8: 2017-2022H1 迪瑞医疗净利润 (亿)	12
图 9: 迪瑞海外销售策略变化	12
图 10: 迪瑞销售中心布局	12
图 11: 迪瑞海外销售占比	13
图 12: 迪瑞医疗国际产品注册证数量	13
图 13: 2016-2021 中国体外诊断市场规模情况	13
图 14: 迪瑞使用的流式图像技术原理	14
图 15: 迪瑞医疗尿液分析产线发展历程	15
图 16: 中国体外诊断细分检测方法占比	17
图 17: 中国生化诊断市场规模及增速	17
图 18: 中国生化诊断市场国产替代	17
图 19: 迪瑞生化分析产线发展历程及主要产品	18
图 20: 中国 IVD 产业技术生命周期	20
图 21: 2019 年中国 IVD 妇科产线市场占比情况	22
图 22: 迪瑞 GMD-S600 全自动检测流程	22
图 23: 迪瑞全自动妇科分泌物分析系统三大核心技术	24
图 24: 2022 年整体实验室市场占比情况	24
图 25: 2020 年整体实验室竞争厂家装机数量	24
图 26: 满足二级以上大型医疗机构实验室标准化建设需求	25
图 27: 流水线参数对比	25
图 28: 迪瑞营业收入构成	26
图 29: 华润医疗华润健康旗下医院服务网络	27
图 30: 华润医商分销区域及所辖商业公司	27
图 31: 2020-2022H1 销售货物关联交易情况	28

表 1: 华润集团持旗下大健康领域企业股权情况	8
表 2: 华润入主后进入迪瑞主要高管情况	9
表 3: 中国分级医院数量及迪瑞医疗覆盖情况	12
表 4: 尿液产线主要竞争对手产品性能指标对比	15
表 5: 免疫诊断不同方法对比	18
表 6: 化学发光免疫不同原理对比	19
表 7: 主要竞品技术指标比较	20
表 8: 三大政策相关内容	21
表 9: 迪瑞与妇科产线主要竞争对手产品性能指标对比	23
表 10: 迪瑞医疗境外子公司	27
表 11: 第一期股权激励计划具体目标.....	28
表 12: 第二期股权激励计划具体目标	29
表 13: 生化诊断不同体系情况对比	29
表 14: 迪瑞医疗营收拆分 (百万)	30

投资聚焦

报告主题

本篇报告将视角放在迪瑞现有主要产线上，通过分析比较各细分领域产品市场发展现状和国内外厂商的布局情况，对迪瑞产品在尿分、生化、免疫、妇科、集约化实验室细分领域市场的竞争状况进行梳理，探讨迪瑞在各细分领域相比其他竞争厂商的优势和特点与长期在体外诊断领域的发展潜力。

投资逻辑

迪瑞医疗起步初期以生产尿液检测试纸，后来逐渐发展到生产尿液分析仪，市场普遍认为迪瑞是一家以尿液分析为主的公司。 华润入主前，销售体量在9亿左右，长期保持自然增长状态。2020年华润入主，2021年报表观上并未体现对迪瑞营收及利润上的直观明显改变，很多投资者对迪瑞是否有发展突破潜力存在疑问。

我们认为公司自华润入主后转变为主动营销驱动，具有长期发展的潜力，主要体现在：

1、销售机制得到根本性的改革，未来放量可期；

(1) 销售团队引入新力量，管理机制改善。 国内销售系统引入强劲销售团队，管理层变化有助于国内销售体系优化；更换一批销售大区经理，调整省区销售阵营，补充新鲜血液；改善经销商结构，增加经销商数量与质量，2022年上半年公司已拓展130余家国内高质量经销商，为开拓三甲医院市场提供桥梁。

(2) 更新、细化销售考核机制，引入华润竞争文化。 对经销商管理引入市场化机制，实行末尾淘汰机制，改善公司原有经销商管理市场化程度低的问题；制定更贴近市场的销售政策，与国内竞品IVD公司进行充分对标，采取累进奖励的激励机制，充分调动销售团队积极性。

(3) 销售模式多样化。 过去迪瑞产品90%以上通过代理商销售，营销渠道较为单一，如今公司销售模式逐渐向直销、学术推广拓展。通过直销、亚直销手段与终端客户直接联系，加强客户粘度，削弱中间商的作用。考核中加强对学术推广的要求，在华润支持下开展学术推广和临床结合的活动，对产品销售有一定促进作用。

(4) 营销中心从东北走向全国。 华润入主后，迪瑞国内销售中心由长春调整至北京，形成了以长春为生产基地，北京为国内营销中心，深圳为国际营销中心的整体布局，实现公司治理体系和营销体系的转型升级。

2、公司已进入华润全面主导期，内部协同陆续开展。

(1) 派驻高管进入时间短，长期发展未来可期。 负责销售的张海涛于2022年4月升任副总经理，王学敏总经理2021年9月入职，实质性改革措施落地时间不长，暂时没有体现在年度公司财务指标上。目前通过管理考核、公司治理、团队阵型调整，内涵式发展已稍有起色，2022上半年营收约5.15亿，同比增长23.27%，我们认为其销售改善已初具效果，长期发展潜力指日可待。

(2) 内部协同作用初显效果。 迪瑞医疗作为华润医药大健康板块唯一医疗器械工业平台，二者有望形成优势互补。华润医药医疗器械业务板块聚焦医疗器械分销，2022H1华润器械业务收入143亿，同比增长约39%，占华润总收入11%。目前华润医药缺少医疗器械工业制造重要板块，需要对相关资产进行补充布局，迪瑞医疗作为IVD企业检测项目齐全、综合体外诊断优质标的，有望对华润医药的医疗器械布局形成有利补充。

3、国际发展

(1) 海外市场空间大，加速拓展海外市场。海外市场是集采免疫避风港，迪瑞积极加速布局海外市场，快速发展海外子公司，建设地区性存储集运仓库。2022 年上半年迪瑞海外占比 36%，国际收入增长 25.04%（器械龙头迈瑞海外占比 40%左右），我们认为迪瑞在海外还存在较大发展空间。

(2) 公司多年布局国际市场，产线全面多样化。迪瑞产品型号全面、产品选择性大，深耕海外市场 22 年，聚焦海外基础医疗市场，其中俄罗斯独联体、泰国、土耳其、巴西、印度等市场增速明显，在国际市场上具有一定品牌影响力。

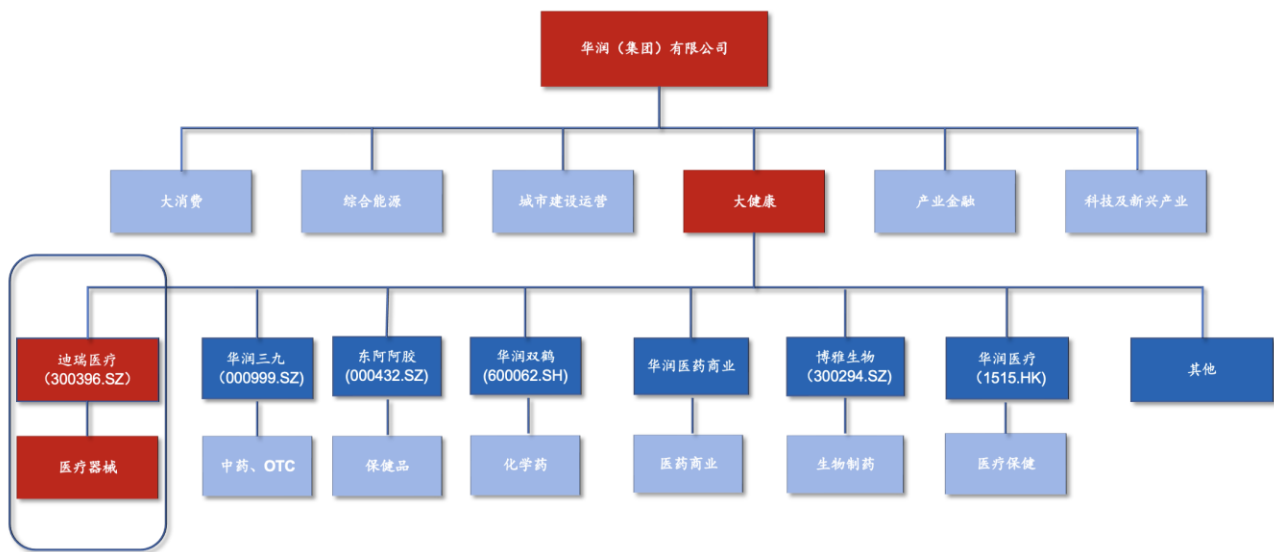
风险提示：业绩预测和估值判断不达预期，集采大幅降价风险等

1. 尿液分析先行者成长为综合性 IVD 企业

1.1. 华润集团旗下医疗器械平台

华润集团布局大健康板块，位居医药第一梯队。华润集团成立于 1983 年，前身是 1938 年在香港成立的“联和行”。顺应外贸体制改革的形势，企业逐渐从综合性贸易公司转型为以实业为核心的多元化控股企业集团。业务涵盖大消费、综合能源、城市建设运营、大健康、产业金融、科技及新兴产业 6 大领域。其中大健康是华润集团的支柱产业之一，医药整体规模居中国医药行业第二名，仅次于国药（中国医药集团有限公司）。

图 1：华润集团大健康板块布局



数据来源：华润集团官网，东北证券

7+2 版图不断扩大，唯一医疗器械平台肩负使命。医药行业监管力度强，有市场进入技术门槛高、生产资源集中的特点，并购方式对于拓宽产线效率或许更高。华润并购基因十分活跃，目前华润集团大健康板块有 9 家上市公司，其中 7 家 A 股、2 家港股，包括迪瑞医疗（300396.SZ）、华润三九（000999.SZ）、华润双鹤（600062.SH）、江中药业（600750.SH）、东阿阿胶（000423.SZ）、博雅生物（300294.SZ）、昆药集团（600422.SH），2 家港股包括华润医药（3320.HK）、华润医疗（1515.HK）。除华润医药属于整体 IPO 以外，其他 8 家上市公司均通过并购的方式纳入华润大健康体系，覆盖医药制造、医药流通、医疗及医疗保健、医疗器械、血浆制品等医药全产业链。其中，迪瑞医疗是集团唯一的医疗器械平台，肩负着拓宽华润在医疗器械领域发展的重任。

表 1: 华润集团持旗下大健康领域企业股权情况

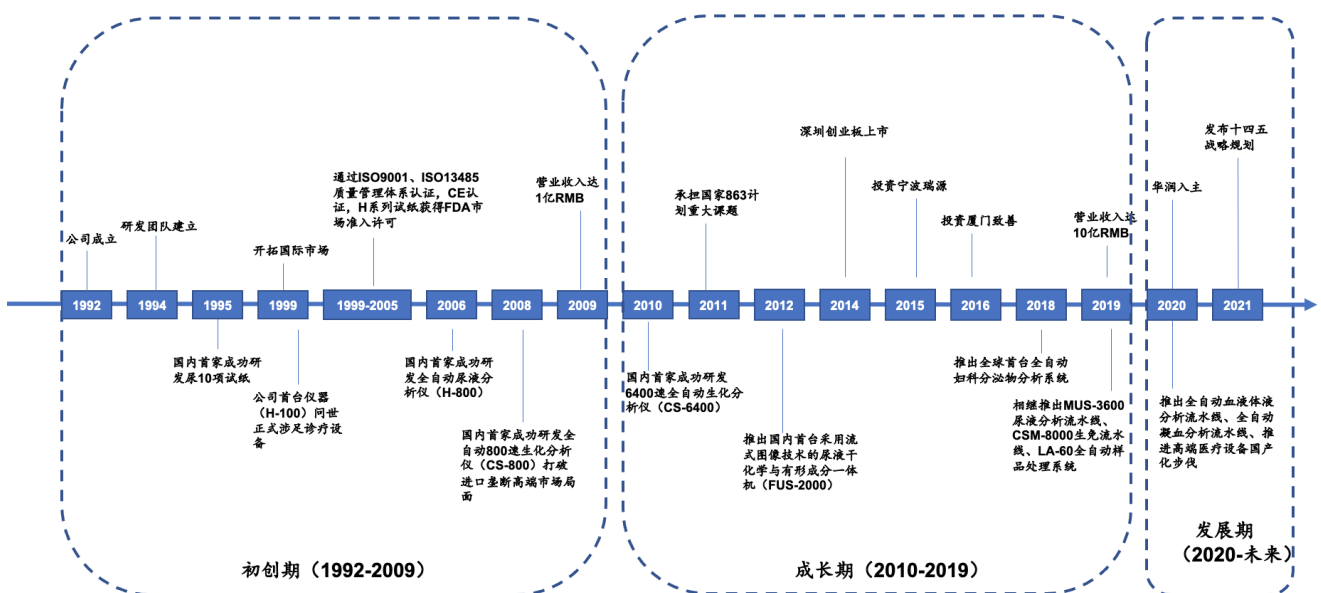
旗下企业	主要领域	华润集团持股情况	持股比例
迪瑞医疗	体外诊断	第一大股东深圳市华德欣润股权投资企业由华润控股	28.01%
华润医药	综合医药	华润集团（医药）有限公司为第一大股东	53.05%
华润三九	研制生产销售中、西药	华润医药控股有限公司为第一大股东	43.03%
江中药业	生产抗生素原料药、抗生素制剂、胶囊	华润江中制药集团有限责任公司为第一大股东	43.03%
华润医疗	医疗及医疗保健	华润集团（医疗）有限公司为第一大股东	35.76%
东阿阿胶	生产中成药、生物制药、保健食品	华润东阿阿胶有限公司及华润医药投资有限公司分别为第一及第三大股东	32.00%
华润双鹤	加工、制造、销售制剂药品、化学原料药、制药装备	第一大股东北京医药集团有限责任公司（持股 59.99%）由华润医药投资有限公司持股 51.00%。	30.59%
博雅生物	研发生产血制品	华润医药控股有限公司为第一大股东	28.86%
昆药集团	研发生产中成药、化学药	5月8日，华润系旗下上市公司华润三九披露重组预案，公司拟合计斥资 29.02 亿元购买昆药集团 28% 股份，交易完成后，昆药集团将成为华润系控股公司。	28.00%

数据来源：公司公告，东北证券

1.2. 尿液分析起步，央企控股销售转型

尿液分析起步，医疗检测制造商。迪瑞医疗成立于 1992 年，前身是长春迪瑞实业有限公司。1995 年研发出国内首个尿 10 项尿液分析试纸，后续开始涉足诊断仪器研发，先后研发出全自动尿液分析仪 H-800、全自动 800 速生化分析仪 CS-800 等产品，打破了国外厂商在尿分、生化等领域专利垄断，成为国内知名医疗器械制造企业。

图 2: 迪瑞发展历程



数据来源：公司官网，东北证券

研发导向发展，产线不断拓宽。2010 年后，公司通过不断的技术创新进入快速成长

期。产线从最初的尿液、生化为主，到现在的7大产线8个细分领域共同发力。公司现有管线可覆盖80%以上检验科常规项目。公司在不断完善现有领域产品的同时，实现在IVD市场的全面发展。

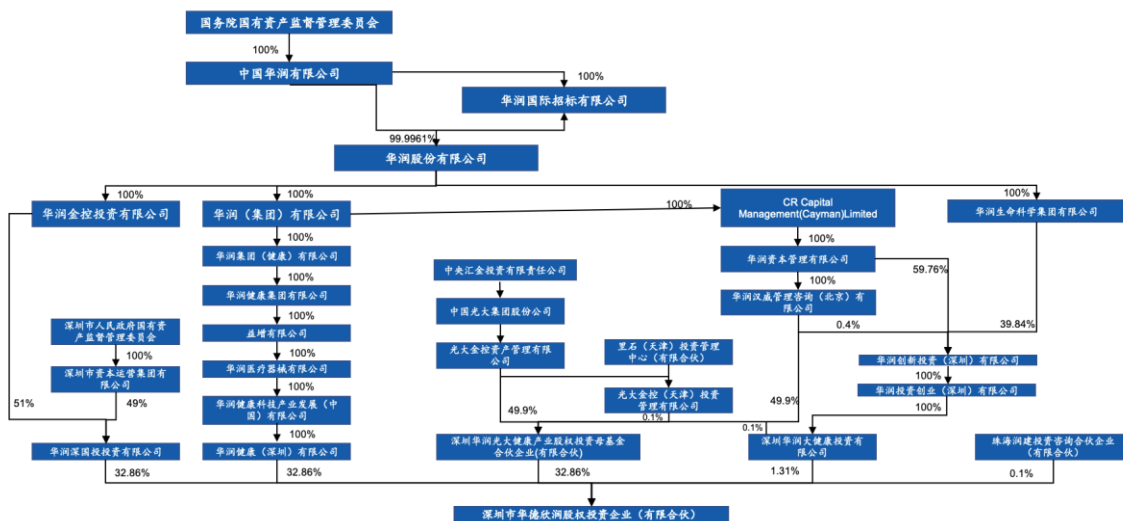
表 2: 华润入主后进入迪瑞主要高管情况

姓名	职位	时间	主要任职经历
王学敏	总经理,董事, 法定代表人	2021年9月	华润三九医药股份有限公司直管经理人。
宋清	董事长	2020年12月	曾任华润三九总裁,华润医药集团公司执行董事、总裁、华润三九董事长,现任华润健康集团董事长,兼任深圳华润健康产业投资有限公司法定代表人、董事长、总经理,华润健康(江西)有限公司法定代表人、董事长,华润健康(深圳)有限公司法定代表人、董事长、总经理,华润健康科技产业发展(中国)有限公司法定代表人、董事长、总经理。于2021年4月23日调任为华润医疗(HK1515)董事长。
倪冰	监事会主席	2020年12月	深圳市华德欣润股权投资企业(有限合伙)执行事务合伙人委派代表,深圳华润大健康投资有限公司法定代表人、董事、总经理、珠海润健投资咨询合伙企业(有限合伙)执行事务合伙人委派代表,普通合伙人。
姜鹏	财务总监	2021年8月	历任毕马威会计师事务所深圳分所助理经理、华为技术有限公司税务经理、华润资本管理有限公司财务部联席董事等职务。
张海涛	副总经理	2021年6月	北京利德曼生化股份有限公司,历任市场营销总监、副总裁、董事、总裁。
魏国振	副总经理	2022年4月	历任北京北大纵横管理咨询有限责任公司项目经理;安永(中国)企业咨询有限公司北京分公司项目经理;韬睿惠悦咨询(上海)有限公司北京分公司咨询总监等职务。

数据来源: wind, 东北证券

央企实际控制, 销售导向转型。公司实际控制人深圳市华德欣润股权投资企业(有限合伙)持股 28.08%, 由央企华润集团实际控制。迪瑞创始人宋洁持股 8.93%, 宋勇持股 6%, 其一致行动人易湘苹持股 4.96%, 已签订医疗产业终身竞业限制。华润入主后, 公司向销售导向转型。为了进一步健全公司长效激励机制, 充分调动公司核心团队积极性, 公司对董事、高级管理人员、中层管理人员实行两次股权激励计划。

图 3: 华德欣润股权结构

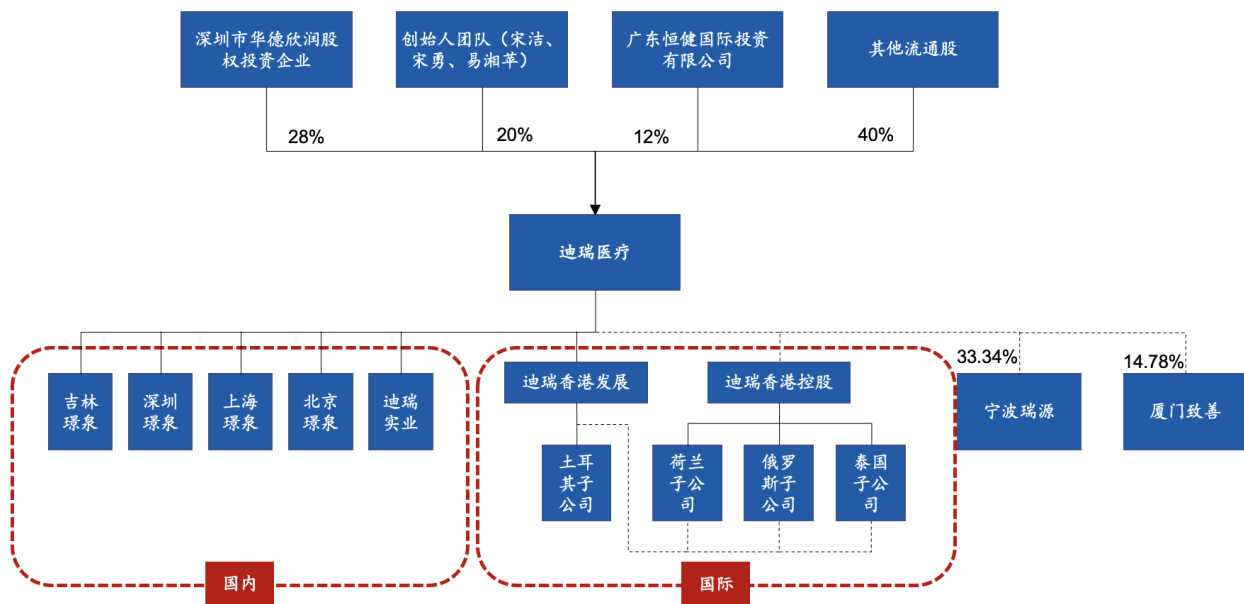


数据来源: wind, 东北证券

参股公司在细分领域拓展助力。公司主要有两家参股公司：厦门致善、宁波瑞源。厦门致善生物成立于2010年，是以分子诊断技术为核心，集分子诊断试剂和分子诊断仪器的研发、生产、销售于一体的生命科学企业。主要产品包含传染性疾病（结核病特别是耐药结核病、呼吸道疾病）、感染性疾病（人乳头瘤病毒感染）、血液肿瘤（白血病）、个性化用药（硝酸甘油、叶酸、华法林、卡马西平等指导性用药）和遗传性疾病（地中海贫血症、遗传性耳聋、蚕豆病）等分子诊断试剂产品以及分子诊断仪器类产品。迪瑞医疗持股14.78%，依托厦门致善研发团队，补充了公司在分子诊断方面的能力。2022年9月6日，厦门致善首次公开发行股票申请获深圳证券交易所创业板上市委员会审议通过，厦门致善与公司不仅在产业协同上带来互补，也有望为公司带来综合收益。

宁波瑞源创建于2005年，集IVD产品的研发、生产、销售及售后服务为一体，公司拥有132项医疗器械产品注册证和年产两亿毫升的液体生化试剂生产线，并提供罗氏、雅培、贝克曼、西门子、东芝、日立系列等国际主流生化分析仪专用包装。迪瑞医疗持股33.34%，依托宁波瑞源在试剂方面的积累，协助公司在生化试剂、凝血试剂、化学发光试剂等细分方向提升扩展。目前宁波瑞源IPO正在推进，正处在股权分置改革阶段。宁波瑞源近年成长稳健，目前尚无投资减值情形。

图 4: 迪瑞医疗股权结构

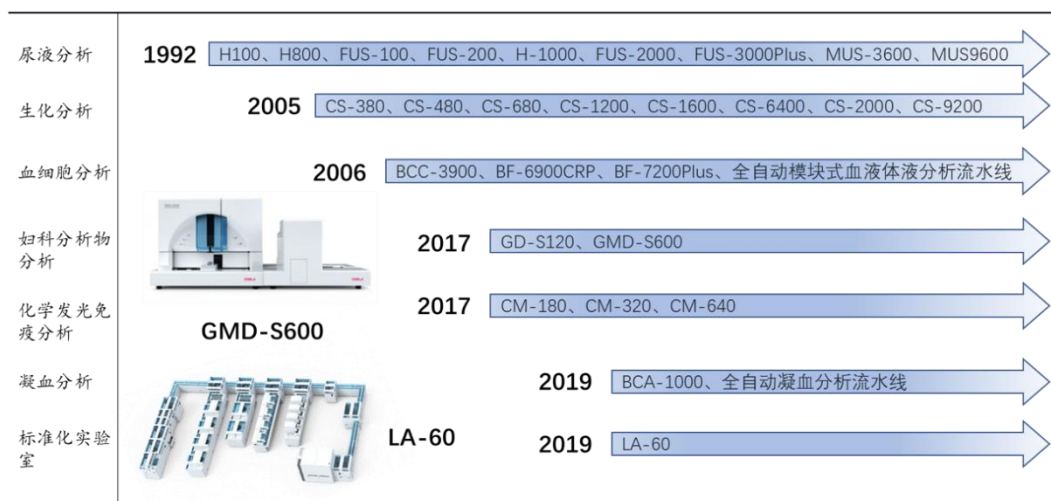


数据来源: wind, 东北证券

1.3. 产线全面共同发力，国内海外持续增长

七大产线共同发力，产品覆盖面广。迪瑞医疗主营业务是医疗检验仪器及配套试纸试剂的研发、生产与销售。公司现有产品包括了尿液分析、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、标准化实验室七大产线。公司仪器产品多元化，产品覆盖检验科80%以上常规项目，产品体系优势明显。截止2022年6月末，拥有检验试剂注册证378个、仪器注册证57个，可以满足各层级医疗机构检验需求。

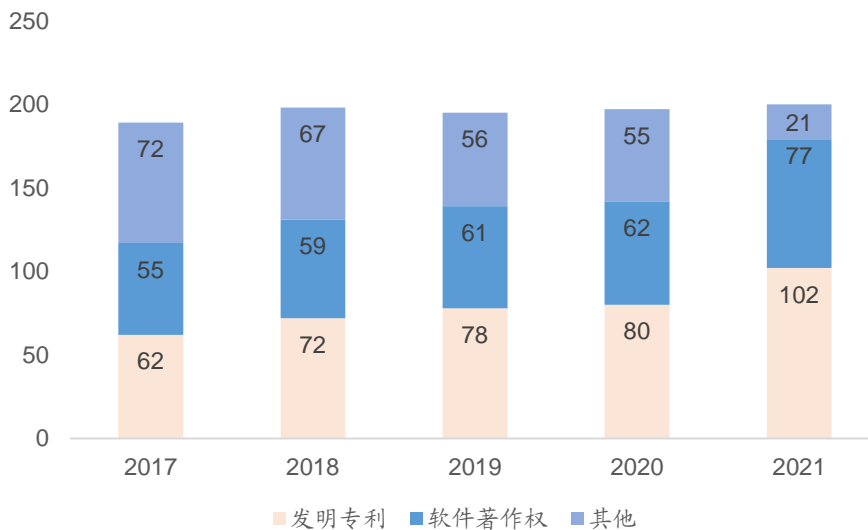
图 5: 迪瑞七大产线及主要产品型号



数据来源: wind, 公司官网, 东北证券

全自主知识产权, 仪器性能优势明显。迪瑞拥有全自主知识产权的产品覆盖了全部七条产线。2022 上半年增速明显提升的妇科、免疫产品都有很强的技术优势。妇科分析系统采用流式分析技术, 是目前国产仪器中唯一可实现从样本分析至报告结果全自动化的产品, 竞争性强。免疫类产品逐渐向高端高通量发展, 推出 CM-320 机型, 600 速机型正在研发中。截止 2022 年 6 月末, 公司共获得授权发明专利 112 项。2022 年上半年, 公司新增授权发明专利 8 项。

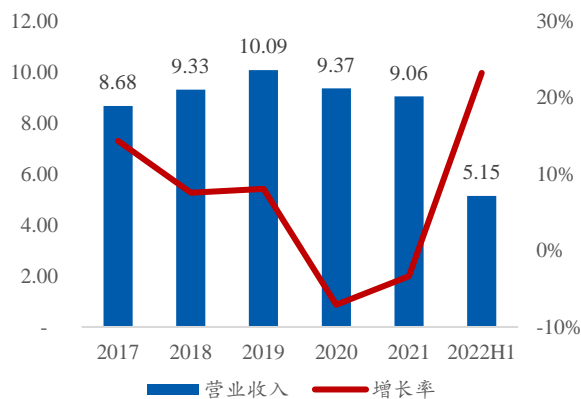
图 6: 2017-2021 迪瑞获得专利情况



数据来源: wind, 东北证券

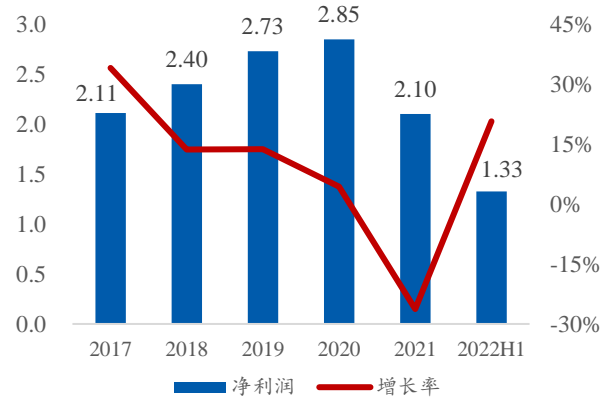
传统优势产品增长稳定, 新产线发力明显。公司营收逐步上升, 仪器端增速明显。公司多产线快速发展, 传统尿液分析、生化分析销售占比由 90% 已下降到 60%+。妇科、免疫、标准化实验室等流水线新产品得到市场认可, 增速明显, 免疫、妇科同比增速 100% 以上。集约化实验室性能优势、成本优势明显, 市场需求相对旺盛。流水线产品仪器对试剂的销售带动大, 预计明后年可以为公司带来明显增量。

图 7: 2017-2022H1 迪瑞医疗营业收入 (亿)



数据来源: wind, 东北证券

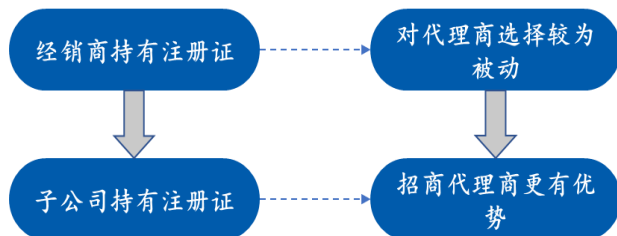
图 8: 2017-2022H1 迪瑞医疗净利润 (亿)



数据来源: wind, 东北证券

销售情况持续好转, 销售团队持续优化。通过引进销售团队, 调整销售阵型, 改变销售策略改变销售情况。销售中心从东北地区迁出, 目前国内营销中心在北京, 国际营销中心在深圳, 公司销售重心逐渐走向全国、走向国际。调整了国内经销商团队数量结构, 进行渠道优化, 直销能力提升, 2022 年上半年仪器端增速明显。国际业务从 2021 年陆续设立子公司, 重要市场 100% 完成在子公司的注册转移, 招商代理带来优势。

图 9: 迪瑞海外销售策略变化



数据来源: 东北证券

图 10: 迪瑞销售中心布局



数据来源: 东北证券

市场表现良好, 用户信赖不断提升。公司体外诊断产品性能出色、性价比高, 赢得了广大终端用户的信赖。目前体外诊断仪器全球累计销量已超过 10 万台, 全自动产品覆盖国内 2 万余家终端客户, 其中三级医院市场覆盖率达到 50%

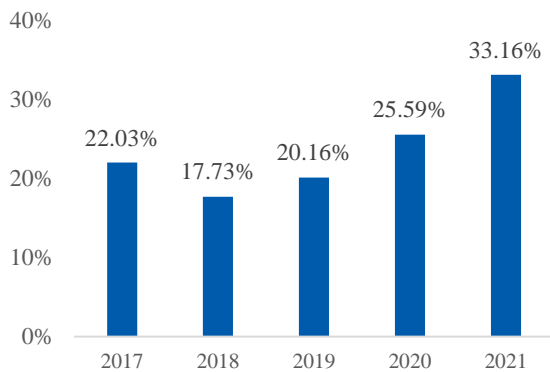
表 3: 中国分级医院数量及迪瑞医疗覆盖情况

	医院数量	所服务终端数量	所在层级市场覆盖率
三级医院	2749	1300+	50%
二级医院	9687	3000+	32%
其他	21000+	9600+	45%

数据来源: 《中国卫生健康统计年鉴 2020》, 东北证券

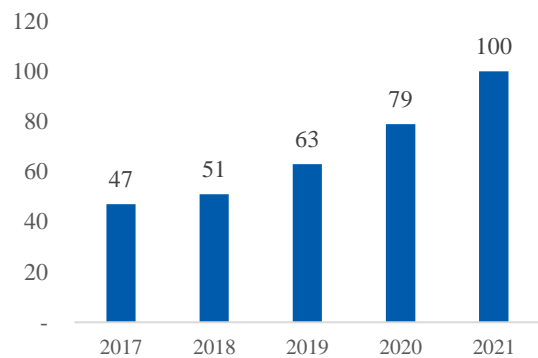
国际收入占比增大，海外销售优势明显。迪瑞是国内最早实现全球化的 IVD 企业之一，目前公司产品已销售到全球 120 多个国家和地区，在全球建立销售和服务网络。同时借助产品优势积极参与政府采购，自产产品销售保持稳步增长。迪瑞布局国际市场 22 年，产品机型全面，注册周期、子公司建设有一定基础。2022 年上半年，迪瑞国际收入增长 25.04%，其中自产产品增速同比超 40%。

图 11：迪瑞海外销售占比



数据来源：wind，东北证券

图 12：迪瑞医疗国际产品注册证数量

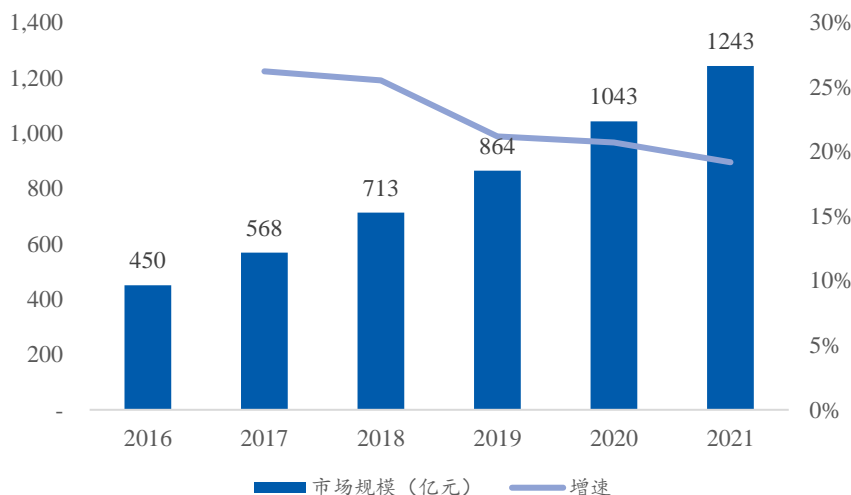


数据来源：wind，东北证券

2. 常规业务稳步发展，创新领域逐步发力

体外诊断（IVD）是医疗器械领域规模最大的板块，预计 2024 年销售额将达到 796 亿美元，占据全球医疗器械市场份额将达 13.4%。目前国内体外诊断行业细分领域主要有免疫分析、生化分析、血液体液分析、尿液分析、微生物诊断、即时诊断产品和分子诊断产品等。

图 13：2016-2021 中国体外诊断市场规模情况



数据来源：体外诊断蓝皮书，东北证券

我国人口约占世界人口的 20%，但体外诊断市场规模仅占全球体外诊断市场的 15% 左右，人均体外诊断支出低于世界平均水平。随着经济发展，体外诊断市场增长迅速，预计增长率在 15% 至 20% 之间。分级诊疗、国产替代等政策成为驱动国内体外诊断行业发展的重要力量。

2.1. 尿液、生化：传统优势产线稳健增长

尿液分析系列：

尿液分析是临床检验的基础常规项目，通常以尿液干化学分析和尿液有形成分分析为主。尿液干化学分析仪一般采用反射光电比色法对尿液化学成分做定性或半定量分析，近年来也有采用影像比色法做定性或半定量分析的仪器。尿液有形成分分析仪按技术原理主要分为：静止式数字影像拍摄技术、流动式数字影像拍摄技术、流式核酸荧光染色技术。

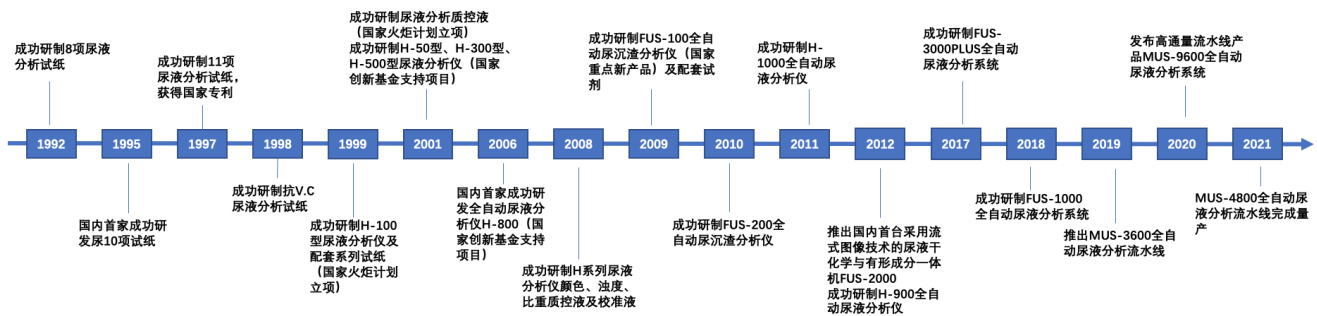
图 14：迪瑞使用的流式图像技术原理



数据来源：公司官网，东北证券

迪瑞医疗自 1992 年公司创立开始，就在尿分领域不断开拓。迪瑞尿液分析系列包括：尿液分析仪、尿有形成分分析仪、尿液分析流水线、尿液分析工作站及分析系统、试纸及配套试剂、质控/校准。公司率先开发了采用流动式数字影像拍摄技术尿液有形成分分析仪，一体式尿液分析系统，荣获多项国家发明专利；参与起草了中国尿液分析仪、尿液分析质控液两项行业标准，目前卫生部临检中心及 80% 的省级临检中心使用迪瑞的尿液分析质控液；尿分仪器全球累计装机量超过 50000 台，在部分欧洲国家市场占有率位列第一；全自动尿液诊断设备在国内三级市场占有率超过 28%，是目前国内引领尿液常规检验产品的主要厂家之一。

图 15: 迪瑞医疗尿液分析产线发展历程



数据来源: 公司官网, 东北证券

进口替代背景下, 国产品牌不断打破国外垄断。 国外企业依靠品牌、资金以及技术实力等方面优势, 在全球医疗器械市场, 尤其是高端市场, 占有较高的市场占有率。近年来, 随着本土品牌的发展壮大和不断创新, 成功打破了国外产品一直以来的垄断地位。外资品牌因产品价格、使用成本、技术水平、宏观政策等因素, 市占率逐渐萎缩, 国产品牌市场占有率已超过 50%。

初期国内尿液有形成分分析仪市场主要被希森美康和贝克曼库尔特等国外公司所垄断。2021 年我国尿液有形成分分析仪器的市场规模约 47.99 亿元, 每年配套检测试剂耗材的市场规模约为 7.40 亿元。尿液干化学分析仪相对进入市场较早, 各类中大型医疗机构普及率较高, 国内供应商主要有爱科来、77 Elektronika Kft、罗氏等外资品牌以及迪瑞医疗、优利特、爱威科技等本土品牌, 本土品牌市场占有率正逐步提高。尿液干化学分析仪器的市场规模约 24.69 亿元, 每年配套检测试剂耗材的市场规模约为 24.99 亿元。2020 年, 尿液分析市场的规模约占中国 IVD 市场规模的 3%。尿分赛道总体容量不大, 目前头部品牌是希森美康, 大概占 28-30% 的市场份额, 迪瑞排名第二, 市场份额大概占 10%。

尿分产线仪器品类全面, 具有技术竞争优势。 目前国内引领尿液常规检验产品的主要厂家有迪瑞、优利特、爱威、迈瑞、美侨等。迪瑞有近 30 年的自主研发和技术创新经验, 在长期研发过程中积累了较多核心技术, 公司尿液分析仪采用自动追光技术、基于模糊技术的抗干扰算法, 尿有形成分分析仪采用自动聚焦技术、平面流式细胞技术, 具有竞争优势。

表 4: 尿液产线主要竞争对手产品性能指标对比

	迪瑞医疗	希森美康 (日本)	爱威科技	优利特
有形				
型号	FUS-360	UF-1000i	AVE-766	URIT-1280
检测原理	流式细胞技术+数字成像技术	荧光染色+激光散射+流式细胞技术	机器视觉技术识别技术, 自动形态学方法	高低倍双摄像头并排检测显微系统; 机器视觉技术+智能识别技术
技术流派	流式图像法	流式法	显微镜自动镜检	显微镜自动镜检
显微镜	40 倍物镜	无显微镜	高低倍显微镜	高低倍显微镜
样本要求	原尿	原尿, 需染色	原尿	原尿, 需染色

检测速度	120 标本/小时	100 标本/小时	100-200 标本/小时	100 标本/小时
图像显示	提供单个细胞图&全景图	不能提供有形成分图像	提供镜下实景图	提供镜下实景图
电导率	不能检测电导率 (干化学分析仪检测)	可检测电导率	可检测电导率	不能检测电导率
红细胞形态学分析	提供单个红细胞图片及异常红细胞比例、红细胞分类占比图、红细胞大小分布图、形状分布图、形状大小分布图	提供红细胞均一性分析直方图和散点图	提供红细胞图片、异常红细胞比例、3 个曲线图及 1 个散点图	提供红细胞平均直径、分布宽度、异常红细胞百分比，一个曲线图
质控品	有通过 CFDA 认证的两个浓度的质控品	有通过 CFDA 认证的两个浓度的质控品	有通过 CFDA 认证的灵敏度、低浓度、中浓度及高浓度质控品	有通过 CFDA 认证的检出限、低浓度、中浓度及高浓度质控品
校准品	有通过 CFDA 认证的校准品	有通过 CFDA 认证的校准品	有通过 CFDA 认证的校准品	有通过 CFDA 认证的校准品

迪瑞医疗

爱科来 (日本)

爱威科技

优利特

 DIRUI 迪瑞

 arkray

 AVE 爱威科技

 URIT 优利特

干
化
学
分
析

型号	H-1600	AX-4030	AVE-752	URIT-1600
工作原理	光电比色法	光电比色法	比色分析法+CCD 图像处理技术	CIS 传感检测技术+反射光电比色法
检测项目	理学指标: 颜色、浊度、比重、电导率、渗透压; 干化学项目: 搭配不同的试纸条, 可检干化 10-14 项	理学指标: 颜色、浊度、比重; 干化学项目: 可检测干化学 10 项	理学指标: 颜色、浊度、比重、电导率; 干化学项目: 搭配不同的试纸条, 可检测干化学 10-14 项	理学指标: 颜色、浊度、比重; 干化学项目: 搭配不同的试纸条, 可检测干化学 11 项、12 项、14 项
检测速度	240 标本/小时	225 标本/小时	240 标本/小时	300 标本/小时
图像显示	不能提供干化学检测图像	不能提供干化学检测图像	提供干化学检测图像, 供人工复审和溯源	提供干化学检测图像, 供人工复审和溯源
加样方式	点样	点样	可选择点样或淋样方式	点样
质控品	有通过 CFDA 认证的阴性及阳性质控品	无通过 CFDA 认证的质控品	有通过 CFDA 认证的阴性及阳性质控品	有通过 CFDA 认证的阴性及阳性质控品

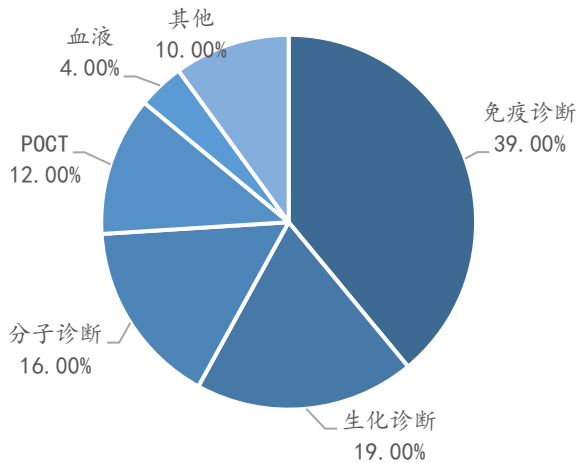
数据来源: 公司官网, 爱威科技招股书, 东北证券

自主产权产线覆盖全面, 自动化流水线助力。迪瑞深耕尿液分析产品 30 年, 仪器产品多元化发展, 目前尿产线拥有高中低十余款仪器产品, 可以满足从基础医疗到三甲医院不同客户的需求, 亦可满足国内国际不同市场需求。仪器搭配原厂试剂、试纸、校准品、质控品, 为实验室提供完整解决方案。MUS 系列全自动尿液分析系统, 将尿干化学与尿有形成分检验组成模块化流水线, 以 MUS-3600 和 MUS-9600 为代表, 聚焦三甲市场。其中 MUS-9600 最大可实现 4 台尿液分析仪器组合, 综合测速高达 480 测试/小时, 可以满足多种需求。全自动流水线系统, 保障标本运送、检测过程中全程封闭, 有效提高实验室生物安全性, 符合新冠疫情下检测科发展趋势。

生化诊断系列：

生化诊断是指有酶反应参与、或者抗原抗体反应参与，主要用于测定酶类、糖类、脂类、蛋白和非蛋白氮类、无机元素类等生物化学指标、机体功能指标或蛋白的诊断方法。生化诊断作为 IVD 体外诊断五大细分领域之一，在我国发展较早，是我国 IVD 行业发展最为成熟的细分领域。

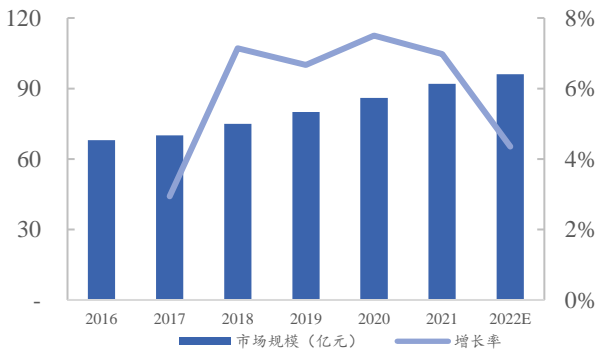
图 16：中国体外诊断细分检测方法占比



数据来源：前瞻产业研究，东北证券

生化诊断为临床最常见的检查项目，技术壁垒较低。全自动生化分析仪操作简便、检测速度快、精密度高、重复性好、检测结果不受操作影响，是目前生化检测发展的方向。国外全自动生化分析仪在技术上已非常成熟，如罗氏、贝克曼、雅培、西门子、强生、日立等公司均已推出性能优越、测速高、模块化并可与免疫联机的高端生化仪器。国产生化分析仪起步较晚，技术基础薄弱，目前国内以迪瑞、迈瑞、科华为代表的公司已成功生产出可与国外公司竞争的生化仪器，主要面对中、低端市场；英诺华、锦瑞、普康、特康等国内企业偏重于低端市场。目前的生化诊断市场趋近于红海市场，虽然增速放缓，但总体体量不容忽视，在体外诊断细分市场中排名第二。

图 17：中国生化诊断市场规模及增速



数据来源：体外诊断产业发展蓝皮书，东北证券

图 18：中国生化诊断市场国产替代

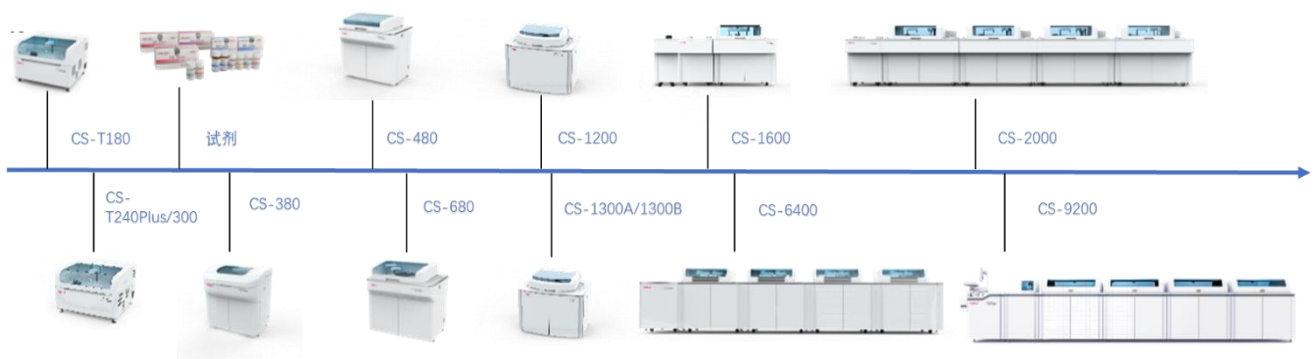


数据来源：体外诊断产业发展蓝皮书，东北证券

产品类型多样化，向高端市场迈进。迪瑞的生化分析系列包括生化分析仪、生化分析流水线、试剂、质控校准产品，产线全面。整体生化仪器有 40 多种机型，包括 CS-

800 等具有标志性的仪器，产品覆盖 180 速到 9600 速，充分满足不同市场的不同用户需求。其中迪瑞 CS-9200 全自动生化分析检测流水线及配套试剂质控品研制承担国家“863 计划”。迪瑞在全自动生化分析仪方面一直走在国产生化仪器前列。2008 年，迪瑞研发出国内首个全自动 800 速生化分析仪（CS-800），打破进口垄断高端市场局面。2010 年，迪瑞研制出国内首个 6400 速全自动生化分析仪（CS-6400），推进高端医疗设备国产化步伐。目前迪瑞在国内市场主推的生化产品 CS-2000，最高可以实现 4 台联机，是高通量流水线产品。同时，迪瑞全自动生化仪包含自动去盖模块，可以实现完全自动化。在疫情影响下保证检验科生物安全性，增加简单前处理的无序送样模块，可以最大程度避免气溶胶传播。

图 19：迪瑞生化分析产线发展历程及主要产品



数据来源：公司官网，东北证券

放眼国际市场，实现试剂带动。公司生化分析仪全球累计装机量超过 20000 台。碍于生化试剂的仓储运输条件要求高，国际市场装机仪器无法实现试剂带动。迪瑞放眼全球市场，不断推进本地化管理。在多个国家区域建立中转中心，对国际销售团队提出国际市场试剂收入占比考核，未来国际市场上试剂有望获得增量。

2.2. 化学发光、妇科产线：产业技术上升期，发展前景向好

化学发光系列：

免疫诊断的发展依靠免疫学技术的不断革新，免疫诊断的变革依次经历了放射免疫检验（RIA）、胶体金快速检验、酶联免疫检验（ELISA）、时间分辨荧光的迭代，到达了目前的化学发光免疫检验（CLIA）的时代。

表 5：免疫诊断不同方法对比

技术	原理	应用领域
化学发光	将抗原或抗体与样本结合，由微孔板或磁珠等捕捉反应物，再加发光促进剂，最后用发光信号测定仪进行测定	传染性疾病、内分泌、肿瘤、药物、血型等检测
酶联免疫	将抗原或抗体同样本结合，标记物上的酶与底物反应，依据底物颜色变化程度确定结果	传染性疾病、内分泌、肿瘤、药物、血型等检测
胶体金	蛋白质等高分子被吸附到胶体金颗粒表面的包被过程，聚合物聚集后肉眼可见	乙肝、HIV、标志物、女性妊娠、毒品等检测

乳胶比浊	抗体或抗原吸附在胶乳颗粒上，与抗原或抗体发生交联反应，形成抗原抗体复合物，胶乳颗粒发生凝聚	特定体液蛋白检测
免疫荧光	运用免疫学方法与荧光标记技术结合来研究特异蛋白抗原在细胞内分布	细菌、病毒、皮肤活性等检测
时间分辨荧光	根据镧系元素螯合物发光特点，用时间分辨技术测量荧光，同时检测波长和时间两个参数进行信号分辨	激素、病毒性肝炎、肿瘤等检测
放射免疫	将放射性同位素的高度灵敏性、精确性和抗原抗体反应的特异性相结合的体外测定技术	激素、微量蛋白、肿瘤标志物和药物微量物质检测

数据来源：亚辉龙招股书，东北证券

化学发光免疫测定法，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、维生素和药物等的定量检测分析技术。相较于传统生化诊断和其他免疫诊断技术，化学发光具有特异性好、灵敏度高、精确定量且结果稳定、检测范围广等优势，在临床应用中迅速推广，正逐步替代传统的酶联免疫和其他定性方法，成为免疫分析领域的主流诊断技术。在欧美发达国家化学发光免疫分析技术已经基本取代酶联免疫分析成为免疫诊断的主流，占免疫诊断 90% 以上市场份额；在国内，化学发光免疫诊断对酶联免疫诊断的替代将持续进行。

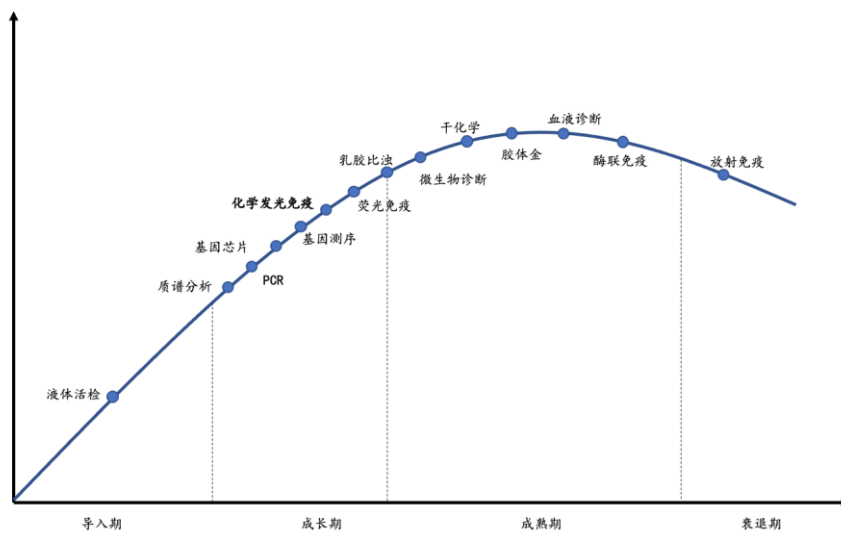
表 6：化学发光免疫不同原理对比

分类	原理	发光标记物	底物/氧化剂	特点	发光类型	代表厂家
直接化学发光	氧化物直接标记抗原或抗体，抗原抗体结合后，在含过氧化氢的强碱激发液的作用下，快速发出可见光	吖啶酯	氢氧化钠-过氧化氢	分子量小，背景干扰低、检测灵敏度高、检测结果稳定	闪光型（flash type）： 1、发光体系简单、快速，一般在数秒内完成 2、不需加入氧化剂 3、发光时间短	迪瑞、西门子、亚辉龙
	显色酶标记在抗体或抗原上，酶标记的抗原抗体复合物在发光底物的作用下，持续发出可见光	辣根过氧化物酶（HRP）	鲁米诺及其衍生物	原料来源广、成本低，大分子酶存在干扰问题	原料可获得，成本可控，大分子酶存在干扰问题	辉光型（glow type）： 1、标记酶易受环境温度的影响 2、激发发光时间长、测试速度慢，一般需要数分钟 3、试剂的稳定性不如直接化学发光好
酶促化学发光	三联吡啶标记的抗原抗体复合物，在三丙胺的作用下发生氧化还原反应，发出可见光	碱性磷酸酶（ALP）	1, 2-二氧环乙烷衍生物（AMPPD）	具有高的灵敏度，但存在流动比色池交叉污染问题	1、激发发光过程复杂，每一个发光约为 25 秒 2、能够稳定持续发光	罗氏、普门科技

数据来源：公司官网，亚辉龙招股书，东北证券

产业技术上升期，发展前景向好。中国化学发光免疫市场从 2010 年 20 亿元增长到 2018 年的 158 亿元，年均复合增长率达到 29%，未来仍将以超过 20% 的增长速度持续增长。化学发光法已替代酶联免疫法成为我国主流的免疫诊断方法，市场规模约占免疫诊断总市场的 70%。目前大型三甲医院已经基本实现化学发光的技术替代，二级医院以及部分三级医院，正处于以低成本化学发光法产品替代老旧方法学产品的阶段，技术迭代需求将为化学发光等先进技术带来较大的增量市场。

图 20: 中国 IVD 产业技术生命周期



数据来源:《中国医疗器械上市公司体外诊断 (IVD) 发展白皮书》, 东北证券

进口替代激励下, 国产产品份额增大。罗氏、雅培、贝克曼和西门子等国际诊断龙头较早地掌握了化学发光技术, 且拥有较为全面的检验试剂。约占据国内化学发光市场 70% 以上。近年, 国家出台的多项产业政策鼓励国内体外诊断企业进行技术创新, 为国产产品实现进口替代创造了良好的政策环境。部分国内企业的产品质量已经接近国际先进水平, 国产产品的市场份额正在逐步扩大。

全自主知识产权, 检验项目全面。迪瑞化学发光免疫分析系列包括全自动化学发光免疫分析仪、全自动生免流水线、试剂盒及配套耗材。采用吡啶酯标记的直接化学发光技术检验, 全流水线都拥有自主知识产权, 预计 2022 年底, 检验项目将超过 100 个, 其中覆盖肿瘤标志物、传染性疾病、优生优育等约 13 个临床项目种类。

迪瑞的化学发光免疫仪器采用直接化学法, 不需要酶进行催化, 体系较为稳定, 同时直接化学发光体系发光迅速, 产生结果的时间短, 数秒即可完成, 与环境温度变化无关。同时, 以吡啶酯作为发光标记物, 相较于异鲁米诺体系, 还具有标记可控性强、本底信号水平低、信噪比更佳、无自发光现象、检测结果稳定等显著优势。和其他主要竞争对手公司竞品相比, 在技术上具有一定优势。

表 7: 主要竞品技术指标比较

项目	迪瑞	亚辉龙	雅培	西门子	贝克曼	迈瑞	新产业
型号	CM-320	iFlash 3000	ARCHITE CT i2000SR	ADVIA Centaur XP	DxI800	CL-2000i	MAGLUMI 2000 Plus
技术路线	基于吡啶酯的直接化学发光法	基于吡啶酯的直接化学发光法	基于吡啶酯的直接化学发光法	基于吡啶酯的直接化学发光法	酶促化学发光 (发光底物 AMPPD)	酶促化学发光 (发光底物 AMPPD)	基于异鲁米诺衍生物的 直接化学发光
测试速度 (测试/小时)	320	300	200	240	400	240	180

样本位	620	140	135	180	120	300	144
试剂位（最大可开展项目数量）	36	30	25	30	50	36	25
反应杯装载量（个）	1500	2000	1200	1000	2000	1134	720

数据来源：相关产品的医疗器械注册证，产品说明书，官方网站，东北证券

妇科分析系列：

妇科分泌物检测仪器主要包括半自动干化学仪器、全自动干化学仪器、全自动一体机。半自动、全自动干化学仪器采用光电比色原理，全自动仪器在半自动仪器的基础上可以实现自动加样、自动温育、自动量化判读结果，但标本制备及镜检结果与干化结果整合需人工操作。半自动干化学仪器代表厂家及仪器有安图 AutowoMO 联检分析仪、硕世 bPR-2011A。全自动一体机实现了形态学与干化学的联合检测，并且实现了标本自动制备、加样、预温、染色及结果自动判读。代表厂家及仪器有迪瑞 GMD-S600。

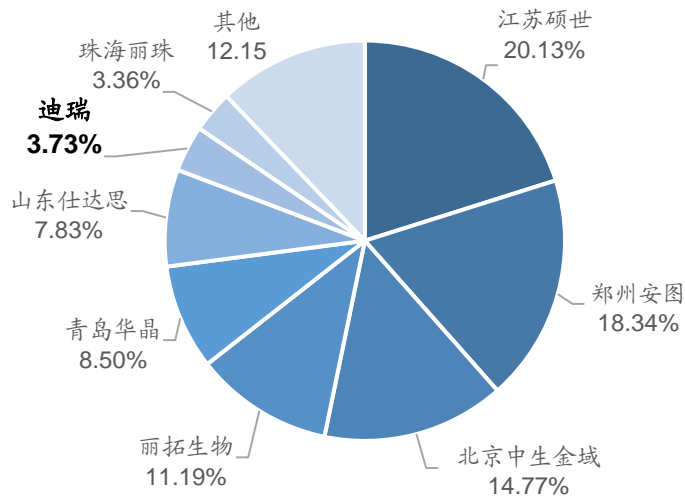
表 8：三大政策相关内容

政策名称	日期	相关内容
《关于进一步完善和落实积极生育支持措施的指导意见》	2022 年 8 月 16 日	提高优生优育服务水平，各省、市、县级都应设置 1 所政府举办、标准化的妇幼保健机构
《2021-2030 年中国妇女儿童发展纲要实施方案的通知》	2022 年 4 月 8 日	未来 8-10 年的长期大力发展产前筛查、宫颈癌和乳腺癌综合防治。婚前医学检查率达到 70%，孕前优生健康检查目标人群覆盖率 80% 以上，产前筛查率达到 90%；适龄妇女宫颈癌人群筛查率达到 70% 以上，乳腺癌人群筛查率逐步提高。
《妇幼保健机构医用设备配备标准》	2022 年 4 月 15 日	《标准》明确二级妇幼保健机构基本设备品目 193 种，三级妇幼保健机构在二级妇幼保健机构基本设备品目基础上增配 56 种，有条件的二级妇幼保健机构可参照三级妇幼保健机构标准选配

数据来源：国家卫生健康委，东北证券

研究结果显示，我国妇女妇科疾病检出率高达 68.3%，近 10 年来我国各地区混合性阴道炎的发病率总体波动在 7.33%~56.80%，2015 年我国女性宫颈癌发病率 16.56/10 万，包括阴道炎症、妇科肿瘤等妇科疾病为女性健康造成巨大危害，相关疾病诊疗已经成为临床研究的重要课题之一。需求端，大量成年女性存在生殖健康问题，随着女性的收入水平提升，对妇科疾病检查的重视度提升，未来女性个性化定期检查将成刚需。政策端，随着积极生育支持等三大政策发布落实，妇科检测市场将迎来长期增长。目前国内妇幼生殖健康检测市场空间高达约 2000 亿元，渗透率不足 10%，因此妇科分泌物检测仪器及配套试剂市场潜力巨大。

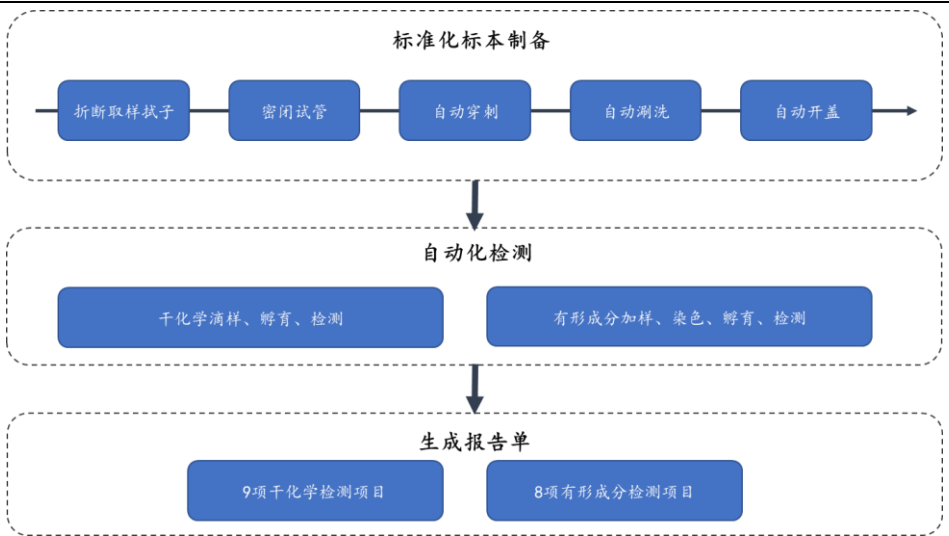
图 21: 2019 年中国 IVD 妇科产线市场占比情况



数据来源:《中国医疗器械上市公司体外诊断 (IVD) 发展白皮书》, 东北证券

主要竞争对手硕世生物的妇科产线产品主要有阴道炎检测试剂盒与自主生产的革兰氏染色仪、阴道炎自动检测工作站等组成女性生殖道医学图像分析诊断系统。迪瑞医疗妇科产线实现干化学与有形成分一体化全自动检测; 硕世生物妇科产线基于 PCR 技术平台与干化学相结合, 依赖人工参与过多, 未完全解决检验科面临的问题。

图 22: 迪瑞 GMD-S600 全自动检测流程



数据来源: 公司官网, 东北证券

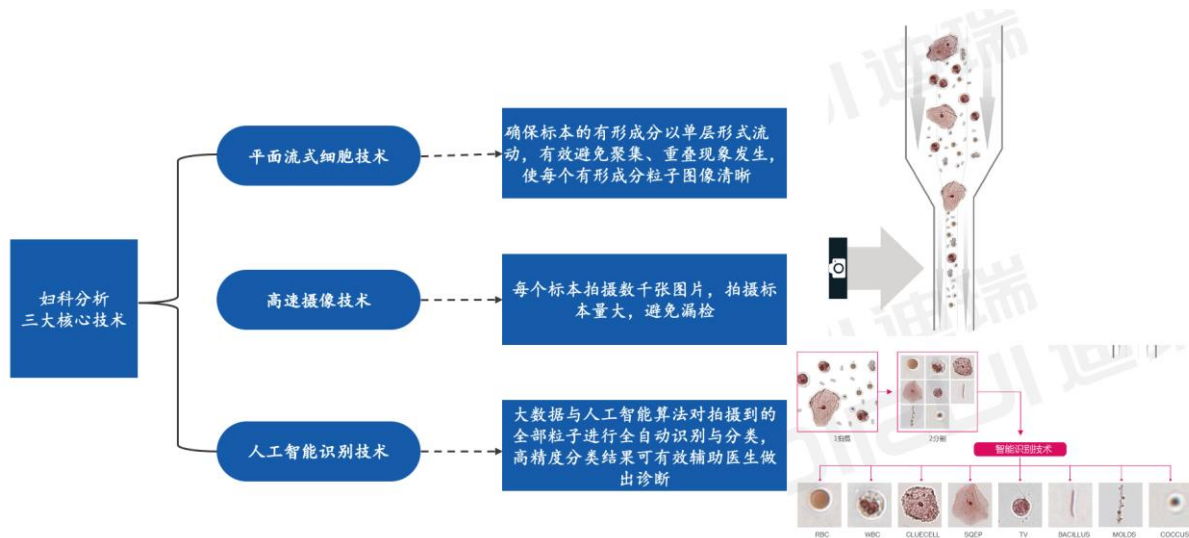
表 9: 迪瑞与妇科产线主要竞争对手产品性能指标对比

	迪瑞医疗 GMD-S600	爱威科技 AVE-320	硕世生物 bPR-2014A	丽拓生物 LTS-V800
检测原理	干化学: 双波长反射率测试原理 有形成分: 平面层流技术+智能识别	干化学: 比色分析法+CCD图像处理技术 有形成分: 机器视觉技术, 形态学自动显微镜检测	人工涂片及镜检	形态学自动显微镜检测
干化学检测项目	可选择 5、7、9 项, 包括唾液酸苷酶、白细胞酯酶、过氧化氢、N-乙酰氨基己糖苷酶、PH 值、乳酸、氧化酶、β-葡萄糖醛酸酶、脯氨酸氨基肽酶	可选择 1-9 项检测, 包括: 过氧化氢、PH 值、白细胞酯酶、碱性磷酸基酯酶、唾液酸苷酶、脯氨酸氨基肽酶、乙酰氨基葡萄糖苷酶、β-葡萄糖醛酸酶、凝固酶	可选择 4-6 项, 包括: PH 值、过氧化氢、白细胞脂酶、唾液酸苷酶、β-葡萄糖醛酸酶、乙酰氨基葡萄糖苷酶	可选择 1、5、6 项, 包括: pH 值、过氧化氢、β-葡萄糖醛酸苷酶、白细胞酯酶、唾液酸苷酶、N-乙酰氨基β-半乳糖苷酶
干化学检测温度功能	有	有	有	/
有形成分采图	高速摄像头拍摄, 每个标本拍摄 1000+	显微镜自动采图	外置显微镜, 需人工采图	显微镜自动采图
有形成分图像	提供单个细胞图	提供高低倍镜下实景图及单个细胞分割图	提供高低倍镜下实景图	提供高低倍镜下实景图
镜检通道	1	3	外置显微镜	1
结果识别	仪器自动识别干化学及有形成分检测结果	仪器自动识别干化学及有形成分检测结果	仪器自动识别干化学检测结果, 有形成分检测由人工识别	仪器自动识别干化学及有形成分检测结果
检测速度	恒速 60 个/小时	≥ 120 标本/小时	需人工采图	/

数据来源: 爱威科技招股书, 迪瑞医疗官网, 东北证券

迪瑞目前在妇科产线主推仪器为 GMD-S600 全自动妇科分泌物分析系统, 同时公司也推出了妇科分析流水线产品。GMD-S600 属于全自动一体机, 实现干化学与有形成分的一体化检测。采用平面层流技术、高速摄像技术、智能识别技术三大核心技术, 以流式图像技术+光电比色作为检测原理, 打破了以人工镜检+比色的传统检测方式。实现了从样本分析至报告结果的全自动化, 一次吸样即可完成干化学与有形成分检测, 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, 同时提高了检测速度和准确率, 检测速度可达到 60 测试/小时。迪瑞 GMD-S600 较其他竞品具有技术优势, 产线推广主要依靠学术引领, 目标终端客户主要为三甲医院。

图 23: 迪瑞全自动妇科分泌物分析系统三大核心技术

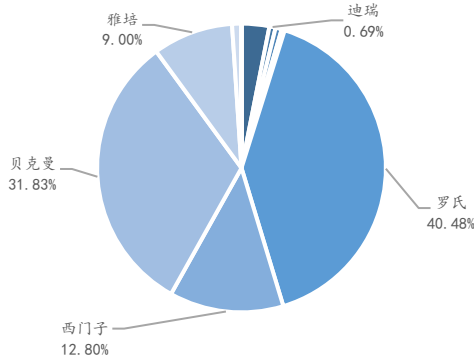


数据来源: 公司官网, 东北证券

2.3. 标准化实验室: 全部自主知识产权, 高通量产品不断进化

目前整体化实验室市场主要由进口品牌占据, 国产整体化实验室刚刚起步。2020 年进口品牌占据了 95% 以上的市场份额。随着进口替代政策的落地和国产品牌技术不断升级, 国产产品发展空间大, 预期增量可观。

图 24: 2022 年整体实验室市场占比情况



数据来源: 体外诊断产业发展蓝皮书, 东北证券

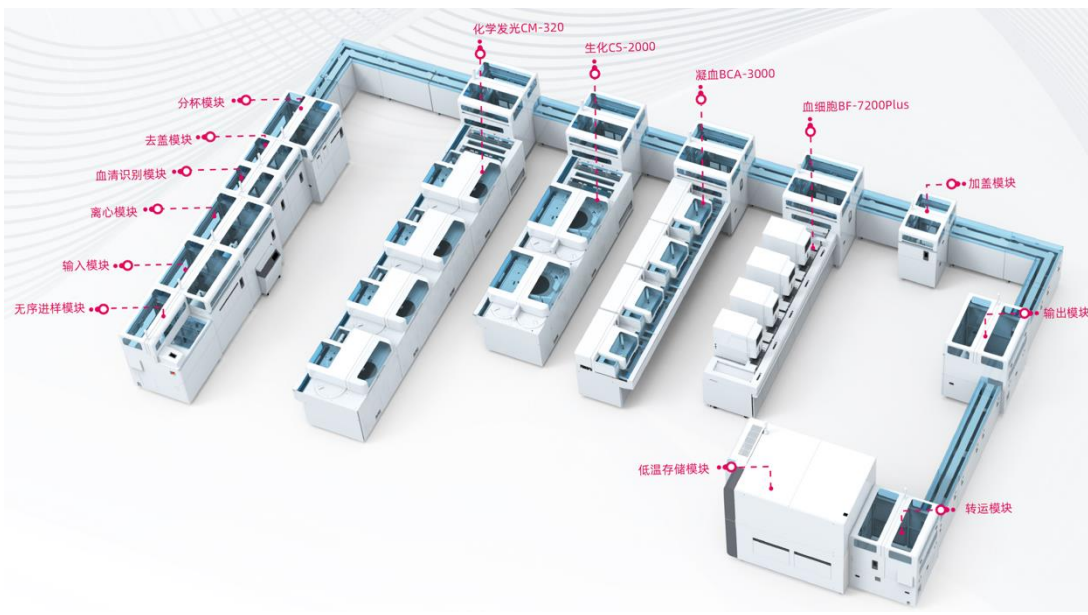
图 25: 2020 年整体实验室竞争厂家装机数量

国产品牌	2020 装机数量	进口品牌	2020 装机数量
安图	9	罗氏	117
迪瑞	2	西门子	37
迈瑞	2	贝克曼	92
透景	1	雅培	26
迈克	1	奥森多	3

数据来源: 体外诊断产业发展蓝皮书, 东北证券

全自动、可灵活组合的整体化实验室产品。迪瑞 LA-60 全自动样品处理系统是一套可以将前处理和后处理模块与体外诊断分析仪连接的实验室自动化系统。可与公司自主研发的生化、免疫、凝血、血细胞等检测模块组成, 根据不同客户需求定制, 实现灵活组合, 满足多种分析检测需求。系统组成包括: 无序进样模块、输入模块、输出模块、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、低温存储模块及 I 型、L 型、U 型轨道模块。

图 26: 满足二级以上大型医疗机构实验室标准化建设需求



数据来源: 公司官网, 东北证券

全部自主知识产权, 高通量产品不断进化。迪瑞是目前国内首个研发出具有全部自主知识产权的智能化实验室的厂家。LA-60 高效均衡的样本检测和样本全流程智能处理可提升管理效能, 样本全流程自动化封闭检测最大限度保证了实验室的生物安全性, 全程无气溶胶接触, 节约人工成本, 满足疫情下检测科的需求。随着国家加强基础医疗市场建设, 市场需求旺盛。目前 LA-60 全线检测速度最高为 700 速, 可以满足三甲医院使用, 随着离心机不断增速, 标准化实验室可以不断同步提速, 加强在高端市场的竞争力。LA-60 流水线可与国内外多品牌产品联接, 可以全产线或部分产线使用迪瑞产品。目标客户群体为区域中心医院及第三方检测机构, 也可以为同业单位提供前处理部分的技术合作共享。

图 27: 流水线参数对比

	安图 Autolas A-1	迈瑞 M6000	迪瑞 LA-60	新产业 SATLARS-TCA
品牌				
上市时间	2018	2020	2019	2019
合作厂家	ids	ids	自主研发	赛默飞
轨道灵活性	L型, T型	线型, T, H, L型	线型, L, U型	线性, T, L, Z, U型
样本管型	可使用直径13mm和16mm和高度75mm和100mm四种规格的样本管	直径13mm/16mm, 高度75mm/100mm	兼容不同规格样本管 Φ16mm×100mm & Φ16mm×75mm & Φ13mm×100mm & Φ13mm×75mm	13×75 mm - 16×100 mm
吸样模式	在线吸样 & RBU 架式进样(当一条轨道连接多台分析仪的时候, 样本需要先转换S连架, 轨道需改装成皮带式)		在轨吸样, 架式吸样	在轨吸样, 架式吸样

数据来源: 体外诊断蓝皮书, 各公司官网, 东北证券

3. 销售导向转型, 协同发展创造新动能

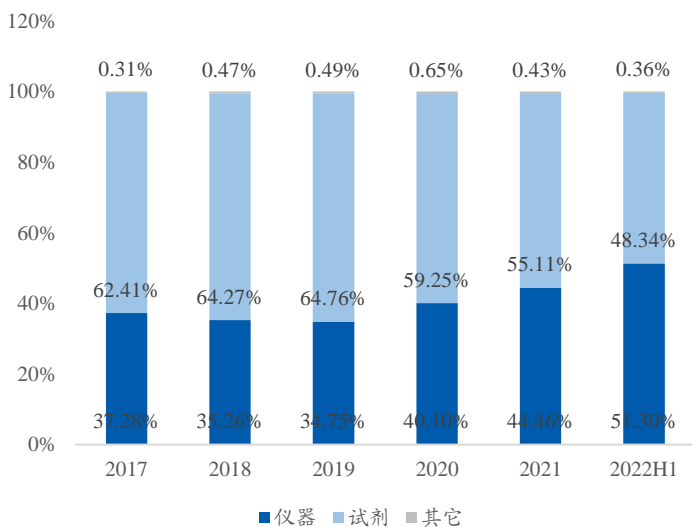
3.1. 研发导向向销售导向转型

推进销售导向转型，2022 上半年初见成效。公司上半年收入状况明显提升，第一季度营业收入 2.27 亿，同比增长 14.07%，第二季度营业收入 2.88 亿，同比增长 31.61%。2022 年国内市场将持续推进以销售为核心的战略导向，以客户需求为中心不断完善公司管理体系，为用户提供快捷、优质的服务。公司各项资源向销售系统倾斜，在继续夯实渠道分销的同时，加强学术推广力度，进一步培育直销能力，提升直销收入和试剂产品占比。

调整销售阵型，改善经销商结构。2022 年 4 月原利德曼总经理张海涛担任公司总经理职务，公司重新梳理销售政策、销售激励、经销商管理机制，有助于国内分销渠道的持续优化以及直销体系建设。原有代理渠道 100 多家，主要聚焦二甲医院和基础诊疗市场。通过改善经销商结构、引入高质量经销商、扩大经销商数量，目前代理渠道拓展至 300 多家，新增加的 130 家国内代理商大部分体量较大、原先从事进口品牌代理，为公司开拓高端市场提供桥梁，未来将重点向三甲医院延伸。同时对经销商进行市场化淘汰、末位淘汰，解决了公司原有经销商管理市场化程度低的问题。

改变国内市场策略。过去迪瑞主要以经销商代理为主，直销和投放比例少，目前迪瑞逐渐加强直销和亚直销团队能力，直销占比从 2021 年的 1.13% 上升到了 4.10%。迪瑞半年报体现出来的仪器占比相对较高，在未来规划中要求提升毛利率更高的试剂占比，将逐渐从一家仪器带动的厂商转变成仪器试剂两头兼顾。改变客户结构，过去迪瑞以二甲以下医院为主，重点关注基础医疗市场。迪瑞逐渐提升对三甲医院、关键客户的渗透能力，上半年迪瑞有效三甲经销商已超过 138 家。

图 28: 迪瑞营业收入构成



数据来源: wind, 东北证券

开拓国际化步伐。以往迪瑞国际市场销售占比约在 30% 左右，半年报体现国际市场占总收入 36%，在俄罗斯独联体、泰国、土耳其、巴西、印度等市场增速明显。其中俄罗斯市场在去欧美化情况下，扩张非常迅速。目前国际市场以仪器销售为主，未来也将扩大试剂销售。目前有多家国外子公司布局中，2022 年上半年新增 50 多家国际代理商，计划明年完成 10 家海外子公司的运营，对未来业绩增速有一定积极

影响。

表 10: 迪瑞医疗境外子公司

名称	主要经营地	注册地	业务性质	持股比例		取得方式
				直接	间接	
DIRUI MEDICAL INDIA PRIVATE LIMITED	印度	印度	医疗器械	99.00%		投资设立
迪瑞香港发展有限公司	香港	香港	医疗器械	100.00%		投资设立
迪瑞香港控股有限公司	香港	香港	医疗器械	100.00%		投资设立
DIRUI MEDICAL LLC	俄罗斯	俄罗斯	医疗器械		100.00%	投资设立
DIRUI NETHERLAND B.V.	荷兰	荷兰	医疗器械		100.00%	投资设立
DIRUI MEDİKAL ENDÜSTRİ İTHALAT VE İHRACAT LİMİTED ŞİRKETİ	土耳其	土耳其	医疗器械		100.00%	投资设立
DIRUI MEDICAL CO.,LTD.	泰国	泰国	医疗器械		99.00%	投资设立
PT DIRUI MEDICAL INDONESIA	印尼	印尼	医疗器械		100.00%	投资设立

数据来源: 公司年报, 东北证券

3.2. 大健康板块稳健增长, 内部协同赋能

大健康板块稳健增长, 内部协同赋能。 华润大健康板块对药品、器械的研发、分销、零售、使用环节进行全面覆盖, 内部协同作用为发展提供能量。医疗器械方面, 迪瑞是医疗器械制造工业企业; 华润医药在 2018 年成立华润医疗器械子公司, 专业性从事医疗器械的分销业务; 华润医疗旗下有医疗机构 120 家, 床位 12000 余张, 提供医疗服务。涵盖行业产业链的上下游, 可以实现内部高效协同发展。

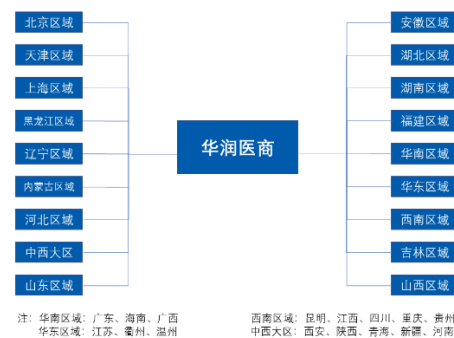
完善医疗服务系统支撑, 培养学术引领。 华润集团投资遍布各省市, 医疗服务端在华润医疗和华润健康旗下共有 400 多家医院, 接近 35000 张床位。凭借广泛的医院网络提升迪瑞销售情况, 按市场规则优先采购、优先使用迪瑞的工业产品。目前迪瑞已逐步开启和华润系医院的合作, 如: 辽健集团下属医院进行窗口指导, 推进免疫、生化、LA-60 项目。通过学术引领的方式, 积累总结学术推广经验, 促进和一线与高端用户的深层次交流合作, 不断进行产品提升。部分产品已经进入华润健康产业体系, 完成了供应链平台采购、测试、产品入围、审批等相关合作事宜。其中, 在生化、免疫、标准化实验室产线将有很大的合作空间, 集约化实验室安装使用后的后续试剂带动也十分可观。

图 29: 华润医疗华润健康旗下医院服务网络



数据来源: 华润健康官网, 华润医疗官网, 东北证券

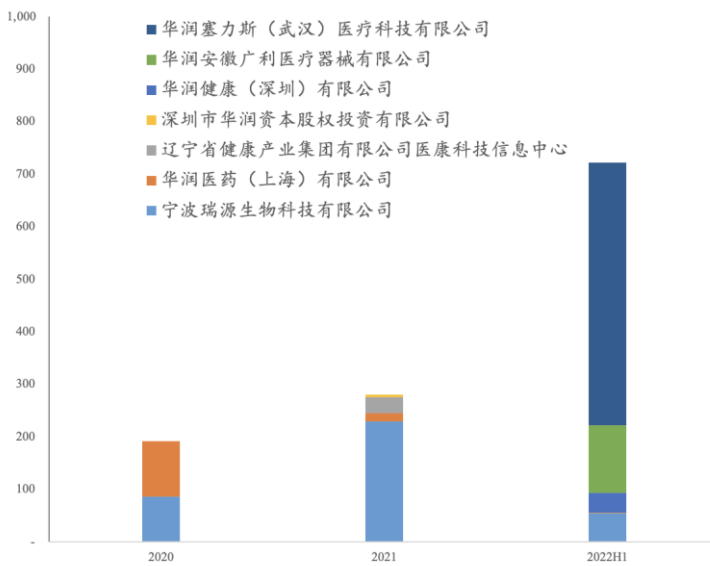
图 30: 华润医商分销区域及所辖商业公司



数据来源: 华润医商官网, 东北证券

医药全产业链布局，积累大量优秀经销商。华润医药商业拥有全国性网络覆盖的领先医药分销零售平台，为上游供货商及下游客户提供高度专业化且高效的医药商品物流配送、营销推广以及其他创新增值服务。在 28 个省（自治区、直辖市）成立 330 余家附属公司，并通过分销商建立起覆盖全国 31 个省的医药分销网络。与近万家上游供货商和近 9 万家下游客户建立了长期稳定的合作关系。去年成立分公司华润医疗器械，并购多家优秀医疗器械经销商，在 17 个省份建立 28 家独立医疗器械公司。目前华润医药各子公司正在推进与迪瑞国内销售系统的对接，通过总对总签约的方式，积极探索交叉的销售模式，重点主推生化、免疫、标准化实验室产品。从医药商业端扩大迪瑞的销售量，积极发挥华润体系内部协同作用。

图 31： 2020-2022H1 销售货物关联交易情况



数据来源：公司年报，东北证券

3.3. 发布两期股权激励，彰显公司长期发展信心

两期股权激励计划，激励公司营收增长。2021 年实施的第一期股权激励计划，拟向激励对象授予限制性股票数量 179.70 万股。激励对象为公司公告本计划时在公司（含子公司）任职的董事、高级管理人员、中层管理人员，共 107 名。该计划分为公司层面业绩考核和个人层面绩效考核两个层面。公司层面，对未来三年的营业收入增长率设置了业绩考核目标，旨在激励公司不断扩大市场占有率。营业收入增长率可以衡量企业经营状况和市场占有能力，是预测企业经营业务拓展趋势的重要标志。在个人层面，对董事、高级管理人员、中层管理人员等激励对象个人设置精确的绩效考核体系，可以对激励对象的工作绩效有较为准确、全面的综合评价。

表 11：第一期股权激励计划具体目标

解除限售期	业绩考核目标	解除限售比例
第一个解除限售期	以 2020 年营业收入为基数，2021 年营业收入增长率不低于 25%；	30%
第二个解除限售期	以 2020 年营业收入为基数，2022 年营业收入增长率不低于 55%；	30%
第三个解除限售期	以 2020 年营业收入为基数，2023 年营业收入增长率不低于 100%。	40%

数据来源：公司公告，东北证券

2022 年公布了第二期股权激励计划，计划首次授予的激励对象不超过 91 人，该计划拟向激励对象授予的限制性股票数量为 288.71 万股。在人员分配方面，第二期股权激励计划实现对高管经营层团队全覆盖，同时对中层管理人员进行再次覆盖。在公司层面业绩考核指标方面，在第一期基础上，增加了对净利润增长率的考察。归属于上市公司股东的净利润增长率可以反映公司盈利能力，是企业成长性的最终体现，能够树立较好的资本市场形象。第二期计划考核年度为 2022-2023 年两个会计年度，每个会计年度考核一次。

表 12：第二期股权激励计划具体目标

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%

数据来源：公司公告，东北证券

第一期股权激励只考察了营收增速，第二期增加了对利润增速的考察，但设定的目标值中利润增速相对营收增速较低。体现出公司在目前阶段对收入增速更为看重，增加公司品牌知名度、影响力和快速提升市场占有率是当前最重要的任务。通过股权激励以及组织绩效考核体系的优化，公司进一步完善公司法人治理结构，健全长效激励约束机制，吸引和留住优秀人才，充分调动公司核心团队的积极性和创造性，有效提升凝聚力和核心竞争力。通过内涵式增长和外延式扩张，实现企业规模的快速提升创造更大的价值，实现全体股东利益最大化。

3.4. 积极参与集采政策，加速进口替代

2022 年江西牵头 23 省联盟生化集采。8 月 4 日，江西省医药采购服务平台于正式发布《关于开展肝功能生化检测试剂信息申报工作的通知》，此次生化集采采取由江西牵头、各省报名参与的方式。此次省际集采涉及 23 省（市、自治区、兵团），覆盖地区占全国省市的三分之二。生化诊断在国内体外诊断市场占比第二，达 19%，其中肝功是生化诊断最大细分之一。生化诊断作为我国发展最早，成熟度最高的体外诊断细分领域之一，国产化程度较高，其中试剂国产替代率达到 70%，国内厂商的竞争激烈。同时，相较于专机专用的化学发光，生化设备 70% 以上都是开放体系，即产品系统支持跨品牌的试剂与仪器互用，市场竞争格局复杂激烈。

表 13：生化诊断不同体系情况对比

特点	开放式系统		封闭式系统	
市场占比	70%		30%	
唯一适配	否		是	
技术壁垒	较低		较高	
盈利重点	仪器		仪器+试剂	
可带动产品销量提升	不明显		明显	
企业代表	仪器	日立、东芝	外企	罗氏、贝克曼、雅培、西门子
	试剂	利德曼、九强、美康	国企	迈瑞、科华、迪瑞、迈克

数据来源：体外诊断蓝皮书，东北证券

抓住政策优势，加速进口替代。集采可打破部分细分领域里的进口品牌占据主导地

位形势，对本身具有竞争力的国产品牌是一个加速实现进口替代的机会，尤其迪瑞这类有技术优势的中小型国产品牌，进一步进入三甲医院的机会。公司多产线仪器试剂均衡发展，2022上半年试剂收入占总体48.34%，仪器占总体51.30%，相较于单一生产试剂和仪器的公司具有成本优势。目前的生化集采试点是以单一细分领域的试剂为主，我们认为，集采政策短期内是对经销环节进行重塑，于公司而言，其影响在于如何应对渠道改变，即加强直销、亚直销能力。长期来看，依靠华润的品牌影响力，迪瑞在积极调整自身的销售营销团队，不断扩大品牌知名度。加上迪瑞所拥有的自主知识产权的较为完整的IVD产线和自动化、高性能的仪器及配套试剂，在未来大规模集采中具有长期竞争力。

4. 盈利预测

核心假设：

(1) 试剂产品：目前公司妇科、免疫、标准化实验室等流水线新产品得到市场认可，流水线仪器对试剂的销售带动大，后续可为公司带来持续且明显的增量，预计2022-2024年试剂收入保持22%/36%/35%左右增速。

(2) 仪器产品：公司拥有全产线自主知识产权，在技术方面具有优势。CS2000产品进入放量期，LA-60是目前国内首个具有全部自主知识产权的智能化实验室，具有价格优势，预计2022-2024年仪器收入保持40%/31%/32%左右增速。

(3) 毛利率：考虑IVD试剂带量集采可能性，预计2022-2024年毛利率略有下降。

盈利预测：我们预计公司2022-2024年实现收入11.8/15.79/21.10亿元，归母净利润2.67/3.21/3.88亿元，对应每股收益为0.97/1.17/1.41元/股。我们认为，公司仪器产品优质、终端检验项目覆盖广，解决销售痛点后具有长期发展潜力，首次覆盖给与公司“买入”的投资评级。

表 14：迪瑞医疗营收拆分（百万）

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	933.42	1008.79	937.24	905.80	1179.63	1578.74	2110.17
YOY	7.6%	8.1%	-7.1%	-3.4%	30.2%	33.8%	33.7%
试剂收入	599.91	653.30	555.27	499.16	609.41	831.13	1125.66
YOY	10.8%	8.9%	-15.0%	-10.1%	22%	36%	35%
占比	64.3%	64.8%	59.2%	55.1%	51.7%	52.6%	53.3%
仪器收入	329.16	350.55	375.79	402.78	565.35	741.06	976.05
YOY	1.8%	6.5%	7.2%	7.2%	40%	31%	32%
占比	35.3%	34.7%	40.1%	44.5%	47.9%	46.9%	46.3%
其他收入	4.35	4.94	6.18	3.86	4.86	6.54	8.47
YOY	61.21%	13.70%	25.02%	-37.59%	26%	35%	29%
占比	0.47%	0.49%	0.66%	0.43%	0.41%	0.41%	0.40%
业务							

数据来源：公司年报，东北证券

风险提示：业绩预测和估值判断不达预期，集采大幅降价风险等

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	461	91	404	304
交易性金融资产	421	421	421	421
应收款项	129	210	233	356
存货	237	368	457	673
其他流动资产	62	216	170	332
流动资产合计	1,310	1,307	1,684	2,087
可供出售金融资产				
长期投资净额	400	538	678	799
固定资产	192	199	206	207
无形资产	82	82	87	90
商誉	0	0	0	0
非流动资产合计	1,065	1,220	1,383	1,520
资产总计	2,376	2,527	3,067	3,607
短期借款	150	177	203	226
应付款项	152	144	265	301
预收款项	0	9	6	9
一年内到期的非流动负债	3	3	3	3
流动负债合计	444	476	685	824
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	56	56	56	56
长期负债合计	56	56	56	56
负债合计	499	532	741	879
归属于母公司股东权益合计	1,876	1,982	2,303	2,691
少数股东权益	0	13	24	37
负债和股东权益总计	2,376	2,527	3,067	3,607

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	906	1,180	1,579	2,110
营业成本	432	551	766	1,045
营业税金及附加	10	14	18	24
资产减值损失	-2	0	0	0
销售费用	136	177	268	380
管理费用	52	84	107	141
财务费用	0	0	0	0
公允价值变动净收益	1	0	0	0
投资净收益	38	56	81	102
营业利润	230	308	364	440
营业外收支净额	-1	0	0	0
利润总额	229	308	364	440
所得税	19	28	32	39
净利润	210	280	332	401
归属于母公司净利润	210	267	321	388
少数股东损益	0	13	11	13

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	210	280	332	401
资产减值准备	9	0	0	0
折旧及摊销	37	36	31	34
公允价值变动损失	-1	0	0	0
财务费用	4	0	0	0
投资损失	-38	-56	-81	-102
运营资本变动	-55	-360	117	-386
其他	1	0	0	0
经营活动净现金流量	167	-100	400	-53
投资活动净现金流量	-281	-135	-114	-68
融资活动净现金流量	-119	-135	27	22
企业自由现金流	-39	-133	368	-79

财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
每股指标				
每股收益 (元)	0.76	0.97	1.17	1.41
每股净资产 (元)	6.80	7.20	8.37	9.78
每股经营性现金流量 (元)	0.61	-0.36	1.45	-0.19
成长性指标				
营业收入增长率	-3.4%	30.2%	33.8%	33.7%
净利润增长率	-21.4%	27.2%	20.1%	21.0%
盈利能力指标				
毛利率	52.3%	53.3%	51.5%	50.5%
净利率	23.2%	22.6%	20.3%	18.4%
运营效率指标				
应收账款周转天数	46.95	51.60	50.41	50.23
存货周转天数	189.97	197.99	193.97	194.65
偿债能力指标				
资产负债率	21.0%	21.1%	24.1%	24.4%
流动比率	2.95	2.74	2.46	2.53
速动比率	2.34	1.89	1.72	1.65
费用率指标				
销售费用率	15.0%	15.0%	17.0%	18.0%
管理费用率	5.7%	7.1%	6.8%	6.7%
财务费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
分红指标				
股息收益率	1.6%	2.1%	2.5%	3.0%
估值指标				
P/E (倍)	23.58	24.41	20.32	16.80
P/B (倍)	2.63	3.29	2.83	2.42
P/S (倍)	7.22	5.47	4.09	3.06
净资产收益率	11.2%	13.5%	13.9%	14.4%

资料来源：东北证券

研究团队简介:

刘宇腾: 中国人民大学经济学硕士。曾任职于华创证券研究所。2021 年加入东北证券研究所。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准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，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

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，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准： A 股市场以沪深 300 指数为市场基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场基准。	

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
王一 (副总监)	021-61001802	13761867866	wangyi1@nesc.cn
吴肖寅	021-61001803	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
李瑞暄	021-61001802	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-61001827	18516728369	zhoujq@nesc.cn
陈梓佳	021-61001887	19512360962	chen_zj@nesc.cn
屠诚	021-61001986	13120615210	tucheng@nesc.cn
康杭	021-61001986	18815275517	kangh@nesc.cn
丁园	021-61001986	19514638854	dingyuan@nesc.cn
吴一凡	021-20361258	19821564226	wuyifan@nesc.cn
王若舟	021-61002073	17720152425	wangrz@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
吕奕伟	010-58034553	15533699982	lyyw@nesc.com
孙伟豪	010-58034553	18811582591	sunwh@nesc.cn
陈思	010-58034553	18388039903	chen_si@nesc.cn
徐鹏程	010-58034553	18210496816	xupc@nesc.cn
曲浩蕴	010-58034555	18810920858	quhy@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (总监)	0755-33975865	13760273833	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
王谷雨	0755-33975865	13641400353	wanggy@nesc.cn
张瀚波	0755-33975865	15906062728	zhang_hb@nesc.cn
王熙然	0755-33975865	13266512936	wangxr_7561@nesc.cn
阳晶晶	0755-33975865	18565707197	yang_jj@nesc.cn
张楠淇	0755-33975865	13823218716	zhangnq@nesc.cn
钟云柯	0755-33975865	13923804000	zhongyk@nesc.cn
杨婧	010-63210892	18817867663	yangjing2@nesc.cn
梁家滢	0755-33975865	13242061327	liangjy@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-61002151	18616369028	liyinyin@nesc.cn
杜嘉琛	021-61002136	15618139803	dujiachen@nesc.cn
王天鸽	021-61002152	19512216027	wangtg@nesc.cn
王家豪	021-61002135	18258963370	wangjiahao@nesc.cn
白梅柯	021-20361229	18717982570	baimk@nesc.cn
刘刚	021-61002151	18817570273	liugang@nesc.cn
曹李阳	021-61002151	13506279099	caoly@nesc.cn
曲林峰	021-61002151	18717828970	qulf@nesc.cn
华北地区机构销售			
温中朝 (副总监)	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
王动	010-58034555	18514201710	wang_dong@nesc.cn
闫琳	010-58034555	17862705380	yanlin@nesc.cn
张煜苑	010-58034553	13701150680	zhangyy2@nesc.cn