

一季度业绩超预期，公司步入快速发展阶段

迪瑞医疗 (300396.SZ)

核心观点

公司 2022 年业绩符合预期，2023 年一季度公司收入实现高速增长，业绩超预期。短期看，公司在华润的赋能下，销售体系持续优化，质量控制体系、售后服务体系、学术建设体系得到了较明显改善，各产品线均有望受益于疫情后检测需求恢复，同时，公司近几年装机量快速提升，为试剂上量奠定了良好的基础，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，未来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

公司发布 2022 年年报及 2023 年一季度报

2023 年 4 月 17 日，公司发布 2022 年年报及 2023 年一季度报。公司 2022 年实现营业收入、归母净利润和扣非归母净利润分别为 12.20、2.62、2.49 亿元，同比增速分别为 34.69%、24.66%、32.68%。EPS 为 0.96 元/股。

公司一季度实现营业收入、归母净利润和扣非归母净利润分别为 3.32、0.78、0.77 亿元，同比增速分别为 46.54%、27.79%、34.12%。EPS 为 0.29 元/股。

简评

2022 年业绩符合预期，国内外市场双轮驱动有望持续高增长

公司 2022 年实现营业收入、归母净利润和扣非归母净利润分别为 12.20、2.62、2.49 亿元，同比增速分别为 34.69%、24.66%、32.68%。公司 2022 年四季度实现营业收入、归母净利润和扣非归母净利润分别为 4.18、0.67、0.65 亿元，同比增长 53.25%、24.73%、83.72%，业绩符合预期。2022 年国内疫情多点散发，对于公司的试剂收入造成了一定的负面影响，但公司在华润入主后，销售及研发能力都有所提升，国内外业绩仍实现稳健增长。

分产品来看，2022 年试剂收入 5.26 亿元，同比增长 5.40%，占营收比重为 43%；仪器收入 6.85 亿元，同比增长 70.11%，占营收比重为 55%，公司 2022 年加大仪器产品的推广力度，仪器收入实现快速增长，以整体化实验室为代表的集约化、智能化高速机型正逐步得到市场认可。

维持

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

李虹达

lihongda@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100006

发布日期：2023 年 04 月 20 日

当前股价：32.97 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
16.01/11.62	20.55/15.30	102.27/96.60
12 月最高/最低价 (元)		33.05/13.74
总股本 (万股)		27,520.83
流通 A 股 (万股)		25,422.52
总市值 (亿元)		90.74
流通市值 (亿元)		83.82
近 3 月日均成交量 (万)		232.27
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



分地区来看，2022 年境内收入 8.04 亿元，同比增长 33%，占营收比重为 66%；境外收入 4.16 亿元，同比增长 38%，占营收比重为 34%，海内外业绩均实现稳步增长。

一季度业绩超预期，装机数量快速增长有望带动后续试剂销量提升

公司 2023 年一季度实现营业收入、归母净利润和扣非归母净利润分别为 3.32、0.78、0.77 亿元，同比增速分别为 46.54%、27.79%、34.12%，业绩超预期，预计主要由于前期销售仪器产品快速装机带动了试剂销量的提升，以及新增渠道带动了仪器及试剂的销售。其中公司一季度国内业务同比增速达到六成，国际业务同比增速超两成，国际业务自产产品（剔除 2022 年初代理产品影响）出口增速超四成，业绩延续稳健增长趋势。

展望 2023 年，随着疫情后国内医疗机构诊疗人次的增加以及国际基础医疗的复苏，检测需求预计将持续恢复，公司的试剂收入有望恢复快速增长。同时公司尿液流水线、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。此外，公司的仪器产品持续更新迭代，CM-640 化学发光免疫分析仪等新产品推向市场，LA-60 整体化实验室等仪器产品逐步得到市场认可，仪器收入有望持续高增长。

产品矩阵不断完善，销售体系持续优化

产品方面，公司建立了“以市场需求为导向”的研发机制，产品体系正在逐步向智能化、集约化转变，已形成了较为齐全的产品线。公司继续加大免疫分析等产品的投入，推出了 CM-640 及 CM-640i 化学发光免疫分析仪、CSM-9000 模块化生化免疫分析系统等产品，持续补充高端产品结构，进一步增强公司产品竞争力。

销售方面，2022 年公司新增 200 余家国内代理商和 50 余家国际市场代理商，国内渠道建设方面逐步向三甲医院聚集，十大国际主力市场的子公司陆续投入运营。在华润赋能下，公司的质量控制体系、售后服务体系、学术建设体系得到了较明显改善，2022 年公司与华润在流通领域的关联交易金额为 1.14 亿元，未来在医院端的产业协同有望进一步体现，助力公司长期发展。

持续加码海外市场，有望构建第二增长极

公司深耕海外市场 20 余年，拥有较为稳定的销售渠道及品牌影响力，2022 年公司开拓了国际渠道商 50 余家，香港、荷兰、俄罗斯、土耳其、泰国等海外子公司相继运营，凭借本地化团队优势，国际团队完成了跨境电商布局及本地化管理。国际市场目前聚焦在 19 个重点国家进行深度开发，已经取得阶段性进展。此外，公司此前海外销售产品以尿分和生化为主，目前正逐步导入血球、免疫等产品，有望进一步为海外的持续增长增添动力。

毛利率略有下降，各项费用率控制良好

公司 2022 年的毛利率为 51.99%，同比下降 0.34 个百分点，一季度毛利率为 51.40%，同比下降 1.81 个百分点，预计主要由于公司仪器收入占比提升。分产品看，2022 年公司试剂毛利率为 74.77%，同比增加 1.03 个百分点；仪器毛利率为 34.81%，同比增加 8.92 个百分点，预计主要由于公司较高端的机型销售占比持续提升。

公司 2022 年整体费用率控制良好，费用率为 29.02%，同比下降 2.17 个百分点。其中销售费用率 15.00%，同比增长 0.03 个百分点；管理费用率 5.81%，同比增长 0.08 个百分点，主要由于薪酬增加以及股权激励股份支付费用增加所致；财务费用率-1.20%，同比下降 1.19 个百分点，主要系报告期内汇率波动形成汇兑收益、利息收入增加所致；研发费用率 9.41%，同比下降 1.08 个百分点。公司 2023 年一季度费用率为 29.36%，同比提升 2.75 个百分点，其中销售费用率为 16.62%，同比提升 4.86 个百分点，主要系报告期内人员、薪酬以及开拓市场

的差旅费、会议费增加所致；管理费用率为 4.51%，同比提升 0.27 个百分点；研发费用率 6.70%，同比下降 2.43 个百分点，主要由于收入大幅增加所致；财务费用率为 1.53%，同比提升 0.05 个百分点。

公司 2022 年经营活动产生的现金流量净额为 0.41 亿元，同比减少 75.77%，主要系报告期内对原材料进行备货，支付的现金增加，以及分期收款销售业务增加所致。投资活动产生的现金流量净额为 2.73 亿元（上年同期为-2.81 亿元），主要是购买的理财产品减少所致。筹资活动产生的现金流量净额为 0.41 亿元（上年同期为-1.89 亿元），变动的主要原因为收到的银行借款增加。公司 2022 年存货为 3.76 亿元，占总资产比例 12.85%，同比提升 2.86 个百分点，预计主要由于原材料备货增加所致，存货周转天数减少 2 天至 188 天。应收账款为 3.45 亿元，占总资产比例 11.80%，同比提升 6.39 个百分点，应收账款周转天数增加 23 天至 70 天，预计主要由于分期收款销售业务增加所致。公司 2023 年一季度经营活动产生的现金流量净额为-0.06 亿元（上年同期为-0.29 亿元）；投资活动产生的现金流量净额为-0.14 亿元（上年同期为 1.27 亿元），主要由于报告期内赎回理财产品减少所致；筹资活动产生的现金流量净额为-0.03 亿元（上年同期为-0.50 亿元）。

盈利预测与估值

短期看，公司在华润的赋能下，质量控制体系、售后服务体系、学术建设体系得到了较明显改善，各产品线均有望受益于疫情后检测需求恢复，同时，公司近几年装机量快速提升，为试剂上量奠定了良好的基础，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，未来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。我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 16.56、22.36、30.00 亿元，同比增速分别为 35.7%、35.0%、34.2%，归母净利润分别为 3.31、4.74、6.72 亿元，同比增速分别为 26.3%、43.2%、41.8%。预计今年公司利润端增速低于收入增速，主要由于今年股权激励费用有所增加。维持“买入”评级。

表 1: 预测及比例

单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	906	1,220	1,656	2,236	3,000
增长率(%)	-3.4%	34.7%	35.7%	35.0%	34.2%
净利润(百万元)	210	262	331	474	672
增长率(%)	-21.4%	24.7%	26.3%	43.2%	41.8%
每股收益 (EPS,元)	0.76	0.95	1.20	1.72	2.43
净资产收益率 (ROE)	11.2%	13.6%	15.7%	19.8%	24.2%
市盈率 (PE)	39.2	35	28	19	14

资料来源: Wind, 中信建投证券

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，公司出厂价预计将受到一定影响，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。

表 2:财务预测

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债表（百万元）						
现金及现金等价物	688	461	838	676	831	1102
应收款项	202	132	351	358	484	649
存货净额	218	237	376	484	636	836
其他流动资产	85	40	31	89	120	161
流动资产合计	1196	1310	1828	1839	2302	2980
固定资产	214	193	170	183	177	173
无形资产及其他	76	82	75	72	69	66
投资性房地产	164	391	427	427	427	427
长期股权投资	374	400	424	524	544	564
资产总计	2023	2376	2925	3046	3520	4210
短期借款及交易性金融负债	150	153	304	202	202	236
应付款项	94	152	416	362	475	624
其他流动负债	95	139	187	273	361	476
流动负债合计	339	444	907	837	1038	1336
长期借款及应付债券	0	0	45	45	45	45
其他长期负债	30	56	54	51	49	51
长期负债合计	30	56	99	96	94	96
负债合计	369	499	1005	934	1132	1432
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
股东权益	1655	1876	1920	2112	2387	2778
负债和股东权益总计	2023	2376	2925	3046	3520	4210
利润表（百万元）						
营业收入	937	906	1220	1656	2236	3000
营业成本	415	432	586	824	1076	1408
营业税金及附加	11	10	13	19	25	33
销售费用	122	136	183	248	333	444
管理费用	73	52	71	235	312	411
财务费用	-1	0	-15	-9	-5	-8
投资收益	75	38	27	25	26	28
资产减值及公允价值变动	3	4	17	0	0	0
其他收入	-86	-88	-133	0	0	0
营业利润	310	230	292	364	522	740
营业外净收支	3	-1	-1	0	0	0
利润总额	313	229	291	364	522	740
所得税费用	28	19	30	33	48	68
少数股东损益	18	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	267	210	262	331	474	672

现金流量表（百万元）

净利润	267	210	262	331	474	672
资产减值准备	-2	7	14	-21	0	0
折旧摊销	56	34	32	23	24	25
公允价值变动损失	-3	-4	-17	0	0	0
财务费用	-1	0	-15	-9	-5	-8
营运资本变动	269	2	-60	-164	-109	-140
其它	8	-7	-14	21	0	0
经营活动现金流	595	242	217	189	388	556
资本开支	15	-33	-53	-12	-14	-17
其它投资现金流	90	-437	207	0	0	0
投资活动现金流	-269	-496	130	-112	-34	-37
权益性融资	-3	-2	0	0	0	0
负债净变化	0	0	45	0	0	0
支付股利、利息	-179	-140	-110	-138	-198	-281
其它融资现金流	273	309	159	-101	0	34
融资活动现金流	-89	27	30	-240	-198	-247
现金净变动	237	-227	377	-163	155	271
货币资金的期初余额	450	688	461	838	676	831
货币资金的期末余额	688	461	838	676	831	1102

资料来源：Wind，中信建投证券

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。

李虹达

北京大学金融硕士、理学/经济学双学士。2021 年加入中信建投研究发展部。主要覆盖医疗器械行业。

研究助理

喻胜锋

yushengfeng@csc.com.cn

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。

<p>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 2103 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</p>