

迪瑞医疗（300396）深度研究报告

**华润入主，开启成长新篇章**

- ❖ **深耕 IVD 领域，向头部企业迈进。**公司 IVD 业务已涵盖了“生化分析、尿液分析、血细胞分析、化学发光免疫分析、妇科分泌物分析、凝血分析、分子诊断、标准化实验室”八大细分领域，已覆盖医院常规检验项目 80% 左右的份额。在海外公司产品已经销往全球 120 多个国家和地区。十四五内公司目标要培育出国际 5 个亿元国家市场，国内 5 个亿元省份和 5 个亿元城市市场的样本市场，向 IVD 头部企业迈进。
- ❖ **华润入主，向销售导向转型。**2020 年华润入主迪瑞，华德欣润成为大股东，持股比例达到 28%。迪瑞的实际控制人由宋勇变更为中国华润有限公司。华润入主后，迪瑞从研发导向向销售导向转型。华润集团旗下华润医疗、华润健康、华润流通板块与迪瑞充分发挥产品协同。迪瑞积极发挥仪器多元化优势，随着免疫、妇科及整体化实验室等新产品占比得到提升，公司收入结构呈现多元化的增长趋势。华润入主后公司深入国际化战略，在公司“十四五”战略规划中，国际销售中心规划 19 个重点市场区域，陆续在海外建立子公司，实现本地化管理。而且，在华润集团的支持下公司在 2021 年和 2022 年推出了二期限限制性股票激励计划，进一步增强了管理团队和核心技术团队的凝聚力。
- ❖ **IVD 平台型企业，流水线放量可期。**公司目前产品主要有尿液分析、生化分析、发光、流水线等。1) 尿液分析：公司的起家业务，2019 年以来公司推出 MUS-3600、MUS-9600、MUS-4800 三条尿液流水线，推动尿液业务持续较快增长。2) 生化：公司是国内第一家推出 800 速全自动生化分析仪的厂商，目前公司将加大以 CS-2000 速为主的高速生化仪器的销售力度，进一步做大生化产品业务的市场份额。3) 发光：22 年公司新推出 640 速的发光仪 CM-640，高中低速产品齐全，公司发光试剂聚焦特殊病种筛查推出特色项目套餐，客户认可度持续提升。4) 流水线：公司主推的尿液流水线、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。公司流水线客户群体由二甲及乡镇医院，逐步向三甲和区域性中心医院扩展。
- ❖ **盈利预测与投资建议：**我们预计，公司 22-24 年归母净利润分别为 2.54、3.30、4.40 亿元，同比增长 20.8%、30.2%、33.3%，对应 22-24 年 EPS 分别为 0.92、1.20、1.60 元。公司在华润入主后向销售导向转型，充分发挥与华润的协同作用；公司的尿液分析、生化、发光业务均有望持续增长，流水线放量可期。可比公司 2023 年平均 PE 为 30，我们给与公司 2023 年 30 倍估值，对应目标价约 36 元。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- ❖ **风险提示：**1、发光业务增长不达预期；2、流水线放量不达预期；3、诊疗量恢复不达预期。

**主要财务指标**

	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入(百万)	906	1,258	1,650	2,205
同比增速(%)	-3.4%	38.8%	31.2%	33.7%
归母净利润(百万)	210	254	330	440
同比增速(%)	-21.4%	20.8%	30.2%	33.3%
每股盈利(元)	0.76	0.92	1.20	1.60
市盈率(倍)	37	31	24	18
市净率(倍)	4	4	4	3

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2023 年 2 月 10 日收盘价

**推荐（首次）**

目标价：36 元

当前价：28.50 元

华创证券研究所

证券分析师：郑辰

邮箱：zhengchen@hcyjs.com

执业编号：S0360520110002

证券分析师：李婵娟

邮箱：lichajuan@hcyjs.com

执业编号：S0360520110004

**公司基本数据**

总股本(万股)	27,520.83
已上市流通股(万股)	24,858.25
总市值(亿元)	78.43
流通市值(亿元)	70.85
资产负债率(%)	30.02
每股净资产(元)	6.99
12 个月内最高/最低价	29.95/13.74

**市场表现对比图(近 12 个月)**



## 投资主题

### 报告亮点

本篇报告首先介绍了迪瑞的业务管线，然后重点分析了华润入主以来迪瑞的变化（包括产品线、营销网络、员工激励、国际化等），最后详细分析了迪瑞目前的主要业务管线（尿液、生化、发光、流水线）的增长动力。

### 投资逻辑

- 1) 深耕 IVD 领域，向头部企业迈进。公司 IVD 业务已涵盖了八大细分领域。十四五内公司目标要培育出国际 5 个亿元国家市场，国内 5 个亿元省份和 5 个亿元城市市场的样本市场，向 IVD 头部企业迈进。
- 2) 华润入主，向销售导向转型。华润集团旗下华润医疗、华润健康、华润流通板块与迪瑞充分发挥产品协同。公司收入结构呈现多元化的增长趋势，深入国际化战略。而且，在华润集团的支持下公司在 2021 年和 2022 年推出了二期限限制性股票激励计划，员工激励充分。
- 3) IVD 平台型企业，流水线放量可期。公司目前产品主要有尿液分析、生化分析、发光、流水线等。产品梯队丰富，客户群体由二甲及乡镇医院，逐步向三甲和区域性中心医院扩展。

### 关键假设、估值与盈利预测

我们预计，公司 22-24 年归母净利润分别为 2.54、3.30、4.40 亿元，同比增长 20.8%、30.2%、33.3%，对应 22-24 年 EPS 分别为 0.92、1.20、1.60 元。公司在华润入主后向销售导向转型，充分发挥与华润的协同作用；公司的尿液分析、生化、发光业务均有望持续增长，流水线放量可期。可比公司 2023 年平均 PE 为 30，我们给与公司 2023 年 30 倍估值，对应目标价约 36 元。首次覆盖，给予“推荐”评级。

## 目录

一、深耕 IVD 市场，向头部企业迈进.....	5
二、华润入主，向销售导向转型.....	7
（一）发挥与华润的协同，销售体系增强.....	9
（二）业务结构多元化，深入国际化.....	9
（三）发布两期股权激励计划，激励充分.....	10
三、IVD 平台型企业，流水线放量可期.....	11
（一）尿液起家，产品竞争力突出.....	11
（二）生化产品齐全，高速生化引领增长.....	12
（三）高速发光仪上市，单产提升潜力大.....	13
（四）开放式流水线放量可期.....	14
四、盈利预测与投资评级.....	15
五、风险提示.....	16

## 图表目录

图表 1 迪瑞医疗产品布局 .....	5
图表 2 迪瑞医疗收入 .....	6
图表 3 迪瑞医疗归母净利润 .....	6
图表 4 迪瑞医疗的收入结构（分产品） .....	6
图表 5 迪瑞医疗费用率 .....	7
图表 6 迪瑞医疗毛利率和净利率 .....	7
图表 7 迪瑞医疗股权结构 .....	8
图表 8 华润体系产业协同关联交易金额预期（单位：万元） .....	9
图表 9 迪瑞医疗的收入结构（分地区） .....	10
图表 10 迪瑞医疗股权激励业绩考核目标 .....	11
图表 11 国内尿液检测市场规模 .....	11
图表 12 我国生化诊断市场规模 .....	12
图表 13 我国生化诊断竞争格局 .....	12
图表 14 我国化学发光占免疫诊断比重变化 .....	13
图表 15 我国化学发光市场规模预测 .....	13
图表 16 2021 年我国化学发光市场竞争格局 .....	13
图表 17 体外诊断细分领域国产化率 .....	13
图表 18 国内流水线存量 .....	14
图表 19 公司收入预测及拆分 .....	15
图表 20 可比公司估值 .....	15

## 一、深耕 IVD 市场，向头部企业迈进

迪瑞医疗成立于 1994 年，于 2014 年上市。公司深耕体外诊断行业多年，已涵盖了“生化分析、尿液分析、血细胞分析、化学发光免疫分析、妇科分泌物分析、凝血分析、分子诊断、标准化实验室”八大细分领域，已覆盖医院常规检验项目 80% 左右的份额。

公司十四五战略目标将以三级医院、二级医院及县域区域医共体，独立第三方实验室为主要目标客户，通过提升二甲以上客户占有率与产出率及加强客户粘性，提升客户保有率，进一步增加分销渠道覆盖率。十四五期间公司目标要培育出国际 5 个亿元国家市场，国内 5 个亿元省份和 5 个亿元城市市场的样本市场，向 IVD 头部企业迈进。

图表 1 迪瑞医疗产品布局

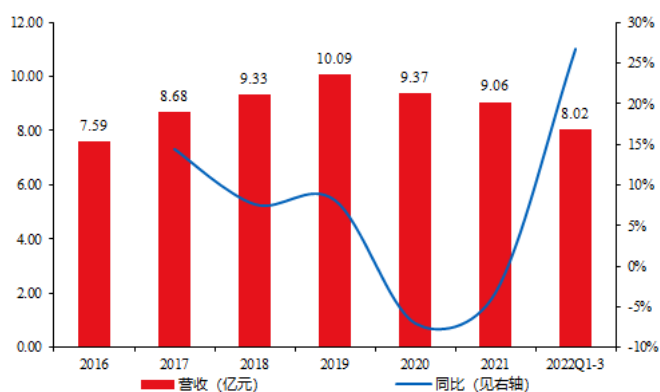


资料来源：公司官网

2020 年受到上半年疫情以及剥离宁波瑞源子公司影响，公司收入同比下降 7.09%。2020 年 9 月公司转让子公司宁波瑞源 11% 的股权，2020 年 12 月继续转让宁波瑞源 6% 股权。两次转让完成后，公司对宁波瑞源持股比例从 51% 降低至 34%，不再纳入合并范围。

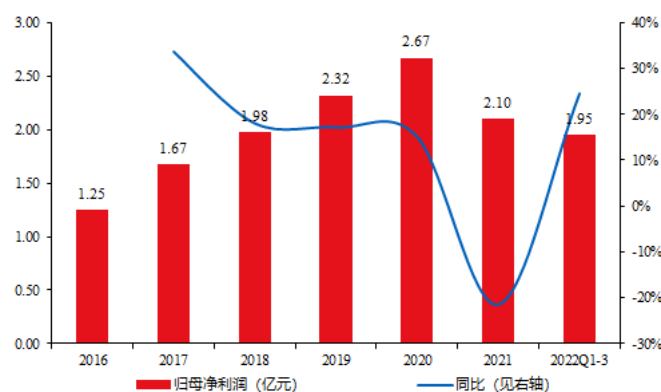
2021 年，公司收入 9.06 亿元，归母净利润 2.1 亿元。剔除宁波瑞源的影响，2021 年公司收入 9.06 亿元，同比增长 11.60%；归母净利润 1.83 亿元，同比增长 2.31%。2022 年前三季度，公司收入为 8.02 亿元，同比增长 26.70%；归母净利润为 1.95 亿元，同比增长 24.64%；收入和利润均实现较快增长。

图表 2 迪瑞医疗收入



资料来源: Wind, 华创证券

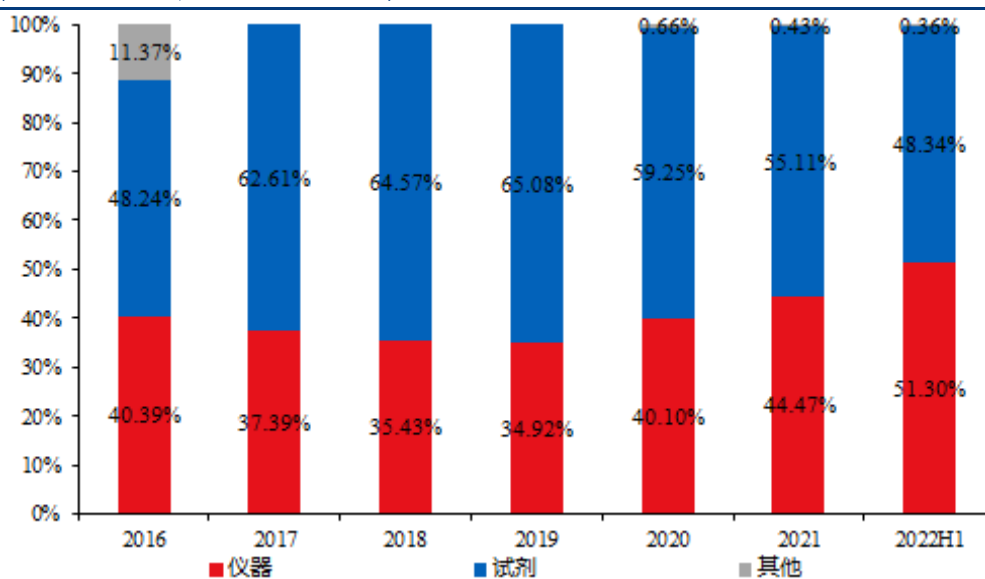
图表 3 迪瑞医疗归母净利润



资料来源: Wind, 华创证券

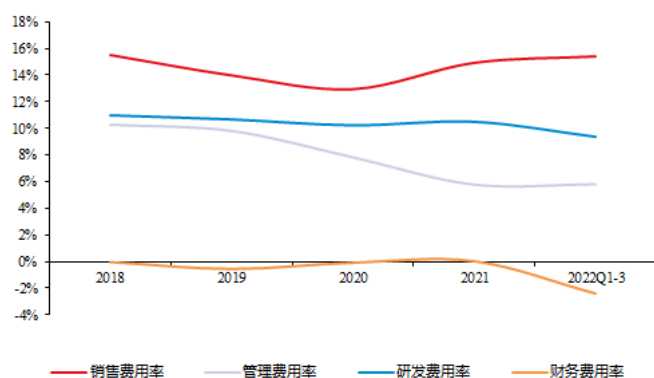
2019 年及之前, 随着公司试剂收入占比提升, 而试剂毛利率大幅高于设备, 公司毛利率在提升。随着规模效应显现、控本增效措施实施, 销售费用率、管理费用率在下降, 而研发费用率保持稳定, 因此公司净利率也在提升。2020 年之后, 公司毛利率略有下降, 主要原因是设备收入提升等。22 年前三季度, 公司毛利率较 21 年略有增长, 净利率提升更为明显。

图表 4 迪瑞医疗的收入结构 (分产品)

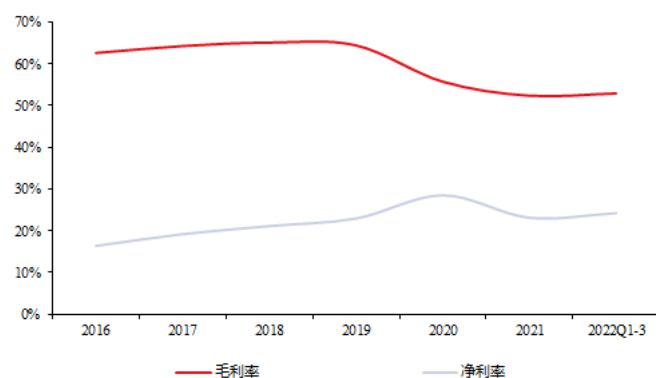


资料来源: Wind, 华创证券

公司已建立一支较为强大的研发团队, 研发团队具有丰富的行业经验和优秀的技术研发能力。截至 21 年底, 公司研发人员有 367 人。近年公司研发费用率维持在 10% 左右。公司始终重视研发投入, 构筑公司深厚的技术能力, 目前公司产品体系正在逐步向智能化、集约化转变。

**图表 5 迪瑞医疗费用率**


资料来源：Wind，华创证券

**图表 6 迪瑞医疗毛利率和净利率**


资料来源：Wind，华创证券

参股公司推进上市进度。迪瑞参股公司重点有两家，宁波瑞源和致善生物。

### 1) 宁波瑞源

宁波瑞源是一家集 IVD 产品的研发、生产、销售及售后服务为一体的国家高新技术企业。公司拥有 128 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。

2015 年 9 月起，公司将宁波瑞源纳入合并范围，持股比例 51%。2020 年 7 月公司发布公告，转让宁波瑞源 11% 股权，回收投资资金 1.186 亿元。在完成股权转让后，宁波瑞源不再是迪瑞医疗并表企业，转而全部计入长期股权投资。2020 年 12 月，公司再次转让宁波瑞源 6% 股权，转让完成后持股比例降至 34%。2020 年至今，宁波瑞源总体发展平稳，尽管受到疫情影响，但发挥了与迪瑞仪器的协同效应。针对宁波瑞源的日常经营，公司委派了监事和财务人员。

### 2) 致善生物 (A21663)

致善生物专注于体外诊断领域，致力于打造“体外诊断核心原材料+试剂+仪器+检测方案”的闭环快速检测体系，形成了以“体外诊断原材料制备”“超微磁颗粒核酸提取”“均相 PCR 多靶标核酸检测”和“自动化仪器系统”四大技术平台为一体的技术体系，产品线覆盖分子诊断“体外诊断核心原材料、样本采集、核酸提取、扩增检测及分析”全过程。目前，致善生物已与全国性的综合三甲医院和结核病定点防治医院达成稳定的合作。2022 年 9 月 6 日，深圳证券交易所创业板上市委员会审议通过致善生物的 IPO 首发申请。

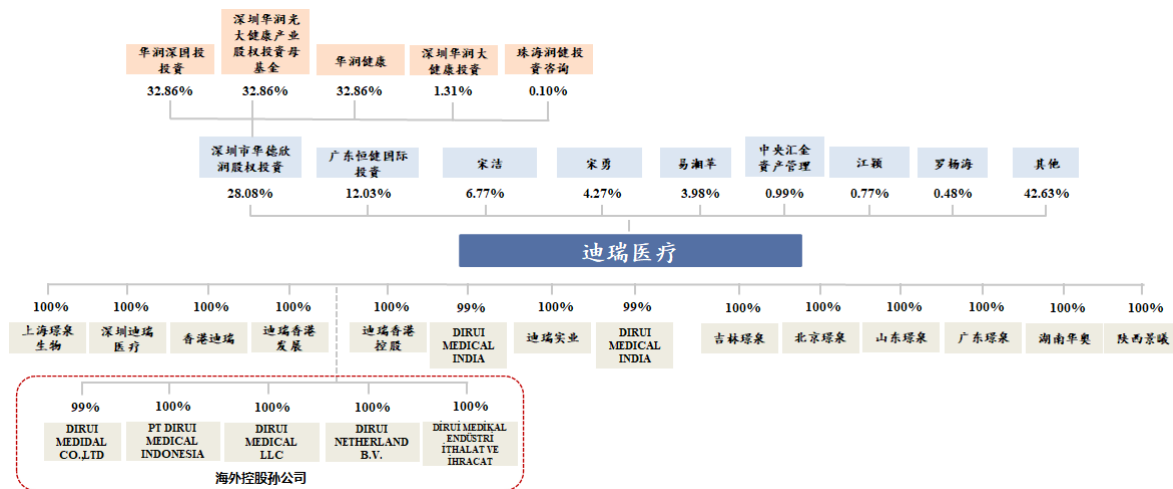
迪瑞医疗于 2016 年参股致善生物，占其发行前总股本的 14.78%，为该公司第二大股东。布局致善生物是迪瑞医疗丰富分子诊断产品的重要举措之一。当前，迪瑞医疗与致善生物采取“股权+分销代理”方式实现了产业和资本的深度合作，致善生物已经成为迪瑞医疗重要业务伙伴。

## 二、华润入主，向销售导向转型

2020 年 8 月 24 日，晋江瑞发将持有迪瑞医疗 53.8% 的股权全部转让。其中，28% 的股份转让给华德欣润，12% 的股份转让给广恒顺，其余股份转让给易湘革、宋洁及宋超。晋江瑞发持有公司的 7729 万股限售流通股协议转让给华德欣润的过户登记手续于 2020 年

11月26日已办理完毕。公司的控股股东由晋江瑞发变更为华德欣润。公司的实际控制人将由宋勇变更为中国华润有限公司，管理公司为深圳市华润资本股权投资有限公司。

图表 7 迪瑞医疗股权结构



资料来源：Wind，公司公告，华创证券（前五大股东数据为2023年2月9号最新数据，其余股东使用2022年三季报数据）

2020年12月28日，公司董事会完成换届，控股股东华德欣润比较重视迪瑞原有的创新能力和经营灵活性，保留原有迪瑞管理团队，确保公司管理团队的稳定，并在公司战略发展方向、团队文化建设、营销管理协同等多方面深层次融合，促进企业快速发展。2021年是公司融入华润体系的开局之年，新迪瑞扬帆起航。

2021年1月，公司完成了董事、监事、高级管理人员的换届选举事项。2021年下旬公司完成了管理体系的深度优化。公司聘任了王学敏为公司总经理，姜鹏为公司的财务总监。上述人员从华润体系集群中选出，能够更好地发挥与华润的产业协同效应。此外，2022年4月董事会聘任魏国振和张海涛为公司副总经理，张海涛先生有着丰富的企业管理和市场销售经验，由其分管国内营销中心，有助于国内分销渠道的持续优化以及直销体系建设。魏国振先生有着多年企业组织转型与人力资源管理经验，由其分管公司人力资源部和行政部，有助于公司完成组织重塑、优化人才配置、加快人才引进，为公司战略转型实现及“十四五”战略目标的实现提供人才保障。自华润入主迪瑞医疗以来，公司高管团队总体保持稳定，人才储备充足，可确保公司稳健发展。

**对华润而言：**收购迪瑞控制权助于华润集团在医疗器械领域进行战略布局，是华润大健康产业实现全产业链布局的重要一环。华润集团将发挥自身在医药工业、医药流通、医疗服务等领域产业优势资源和丰富运营管理经验，助力迪瑞医疗实现长期稳健发展。本次以基金的形式收购公司控制权是一次创新模式的探索，意在保留迪瑞医疗民营企业机制灵活的制度优势，特别是在公司制度制定、战略规划以及股权激励等方面，留存一定的机动空间。

**对迪瑞而言：**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、分子分析、集约化实验室等，在仪器研发布局上具备显著优势。此前国内市场的销售渠道以县域和中心医院为主，在重点二级、三级医院的市场开拓较少。迪瑞医疗未来将向平台型公司转变，从产品驱动型向销售导向型稳健过渡。下一步将充分发挥与华润产业协同优势，将三甲级医院的市场开拓作为重点发力点之一。主要推广产品包括MUS-9600和MUS-3600全自动分析流水线、GMD-S600全自动妇科分泌物分析系统和生化免疫流水线等高端流水线产品。



### (一) 发挥与华润的协同，销售体系增强

华润体系对迪瑞医疗的协同主要分为管理赋能和具体产业协同，其中产业协同主要是三个方面：

- 1) 华润健康旗下自有 100 余家医疗机构，其董事长宋清也是迪瑞医疗的董事长，所以在设备升级方面，迪瑞医疗拥有优先权。华润健康目前有三甲医院 16 家，同时还有二级、一级医院合计超过 2.8 万张床位，公司与华润健康的产业协同主要体现在两个方面，一方面华润健康成为迪瑞医疗新产品窗口医院建设，另一方面华润健康对公司仪器及试剂产品直接销售带动。
- 2) 港股上市公司华润医疗，旗下医疗机构覆盖更为广泛。
- 3) 体量巨大的华润商业，在十三省拥有单独运营的团队和公司，可做产品代理。目前迪瑞与每个团队都已开展过深度对接工作，其团队下属医院会优先考虑迪瑞的产品，在学术、成品、应用方面的导入和培训已经开始。

图表 8 华润体系产业协同关联交易金额预期 (单位: 万元)

关联交易类别	关联人		关联交易内容	关联交易定价原则	2022 年度			2023 年度新增预计金额	截至披露日已发生金额	上一年度发生金额
					调整前本年度预计发生金额	新增本年度预计发生金额	调整后本年度预计发生金额			
向关联方销售产品、商品	其他关联方	华润医药商业集团医疗器械有限公司、其子公司等	销售产品、商品	按照市场公允定价	8,500	60	14,560	500	5,653.89	51
					6,000			18,440		
	小计					8,500	6,060	14,560	18,940	5,653.89

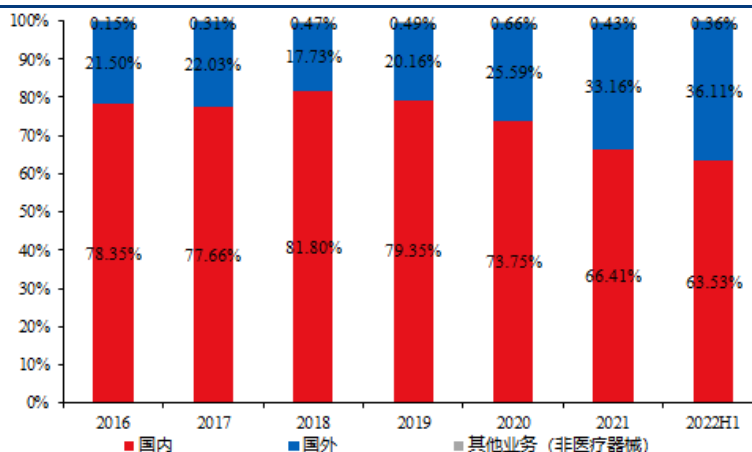
资料来源: 公司公告, 华创证券

2021 年公司按照由研发导向向销售导向转型的战略部署, 各项资源逐步向营销系统倾斜, 引进了管理团队, 增设北京国内营销中心, 在品牌建设以及学术推广方面加大了推广力度。在产品销售方面以尿液和生化优势产线为基础, 加大了免疫产品的销售支持力度。公司国内销售团队加强与华润健康体系内医院、华润医药商业流通渠道协作, 形成合力促使国内销售业务快速提升。此外公司开发了百余家具有三甲渠道资源的代理商, 整体渠道分销能力得到了提升, 主推的尿液流水线、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。

### (二) 业务结构多元化, 深入国际化

华润入主前公司的收入主要以尿液和生化分析两大产线为支撑。华润入主后, 公司积极发挥仪器多元化优势, 随着免疫、妇科及整体化实验室等新产品占比得到提升, 公司收入结构呈现多元化的增长趋势。此外, 公司品牌影响力得到显著提升, 销售团队重塑重点省区的经销网络, 按产线确定经销商, 优化管理机制, 捕捉更多的市场机会。

图表 9 迪瑞医疗的收入结构（分地区）



资料来源：Wind，公司公告，华创证券

公司海外收入主要来自尿液和生化产品。借助生化和尿液分析市场渠道优势，公司在国际市场加快对化学发光、凝血、妇科等新品的市场导入，进一步夯实和推动国际市场快速增长，带动公司业绩提升。

2017 年因中标乌兹别克斯坦政府采购项目，导致当年境外收入金额较大。2018 年未发生偶发性的大额境外销售项目，因此较 2017 年度境外收入金额有所下降。2019 年以来，公司进行持续的境外销售市场拓展，境外销售收入保持稳步增长态势。

迪瑞医疗开展国际销售业务 20 余年，是中国最早参与国际市场竞争的 IVD 产业公司之一，以优越的产品质量，以其超强的性价比已经形成了良好的国际口碑，目前国际销售业务同期对比逐年提升。公司为稳定国际分销体系，先后建立了中国香港地区、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，凭借本地化团队优势，对市场信息掌握、新业务模式拓展、终端掌控及渠道布局精细化等方面均有了较大提升，公司产品已销售到全球 120 多个国家和地区。

华润入主后在公司“十四五”战略规划中，国际销售中心规划 19 个重点市场区域，陆续在海外建立子公司，实现本地化管理。23 年预计将有 10 家子公司投入运营，截止目前国际收入总体增速保持 30% 以上，国际市场发展总体好于战略目标的预期。

### （三）发布两期股权激励计划，激励充分

华润入主后，在华润集团的支持下公司推出了二期限限制性股票激励计划，进一步增强了管理团队和核心技术团队的凝聚力。

2021 年限制性股票激励计划的业绩考核目标为：以 2020 年收入（剔除合并的宁波瑞源的营业收入）为基数，21-23 年收入增速不低于 25%、55% 和 100%。2022 年限制性股票激励计划的业绩考核目标为：以 2021 年收入为基数，22-23 年收入增速不低于 38.89%、79.21%；以 2021 年归母净利润为基数，22-23 年收入增速不低于 20.89%、42.89%。

2022 年限制性股票激励计划增加了对归母净利润的考核，在激励对象方面，新任命的总经理、财务总监、分管销售副总经理等都纳入激励人员名单，整个高管团队达到全覆盖。同时，在一期股权激励的基础之上，将优秀的基层核心技术人员、中层管理人员作为激励对象进行再次覆盖。

图表 10 迪瑞医疗股权激励业绩考核目标

第一期股权激励定比 2020 年			第二期股权激励定比 2021 年				
指标	营业收入增速 (比 2020 年)	营业收入 (亿元)	指标	营业收入增速 (比 2021 年)	营业收入 (亿元)	净利润增速 (比 2021 年)	净利润 (亿元)
2022 年触发值	39%	13.03	2022 年触发值	24.55%	11.28	4.79%	2.20
2022 年目标值	55%	14.53	2022 年目标值	38.89%	12.58	20.89%	2.54
2023 年触发值	74%	16.31	2023 年触发值	55.92%	14.12	25.27%	2.63
2023 年目标值	100%	18.74	2023 年目标值	79.21%	16.23	42.89%	3.00

资料来源：公司公告，华创证券

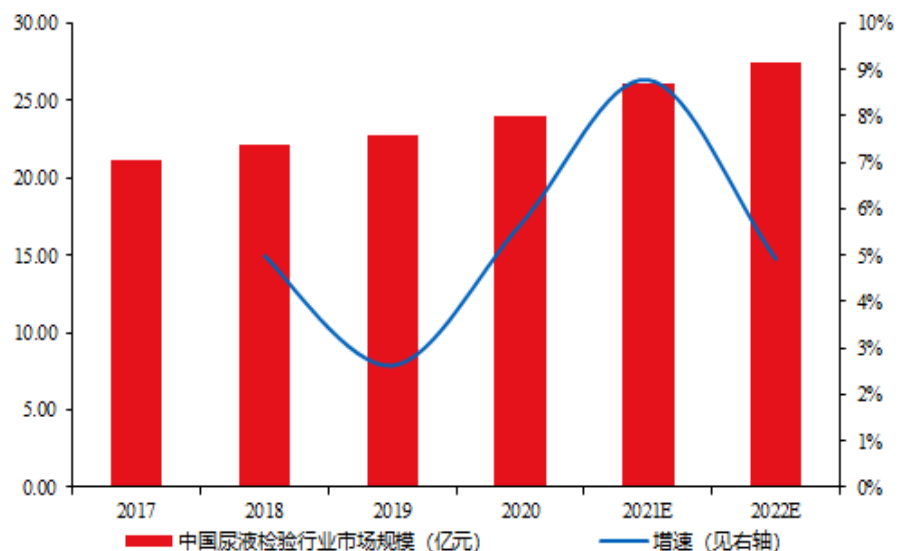
### 三、IVD 平台型企业，流水线放量可期

#### （一）尿液起家，产品竞争力突出

尿液分析是临床检验的基础常规项目，以尿液干化学分析和尿液有形成分分析为主。2022 年，国内尿液分析市场的规模约为 28 亿元，其中尿液有形成分分析仪器的市场规模约 17 亿元。尿液干化学分析仪器的市场规模约 11 亿元。

近年来随着优利特、迪瑞、爱威等国产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在高端尿液分析市场的垄断地位，逐步替代进口。外资品牌因产品价格、使用成本、技术水平等因素，市场占有率有所萎缩，国产品牌市场占有率已超过 50%。

图表 11 国内尿液检测市场规模



资料来源：普华有策，华创证券

1995 年迪瑞医疗在国内率先研发、生产尿 10 项试纸。1998 年公司成功研制出抗 VC 尿试纸，试纸抗 VC 技术为国内首创，凭借性价比使其快速占领市场。1999 年公司成功研制出 H-100 半自动尿液分析仪，这是国内首台超高亮度冷光源半自动尿液分析仪。2006 年公司研制出我国第一台全自动尿液分析仪 H-800。2009 年公司成功研制出我国首台采用流式图像技术的 FUS-100 全自动尿有形成分分析仪。2012 年公司颠覆性地将 H-800 全自动尿液分析仪与 FUS-100 全自动尿有形成分分析仪合二为一，创造性地研制出 FUS-

2000 全自动尿液分析工作站。2018 年公司在 FUS-2000 的基础上,又推出了 FUS-3000Plus 全自动尿液分析系统和 FUS-1000 全自动尿液分析系统,分别适用三级医院大市场和基层市场。2019 年以来,公司推出 MUS-3600、MUS-9600、MUS-4800 三条尿液流水线,为客户提供更多选择。

在国内,迪瑞医疗参与起草多份尿液分析领域的行业标准,有《干化学尿液分析仪》、《尿液有形成分分析仪(数字成像自动识别)》、《尿液干化学分析质控物》、《尿液有形成分分析仪用控制物质》等。

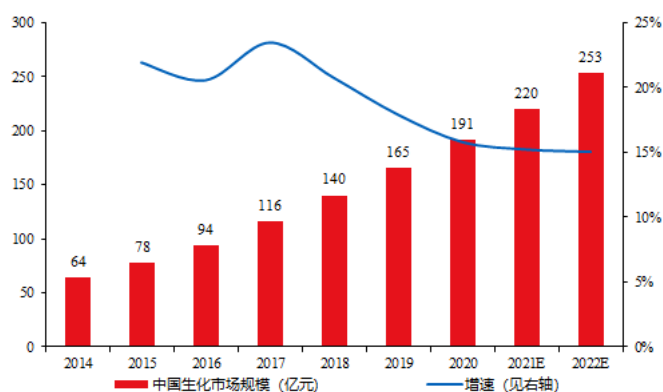
在海外,经过多年发展,迪瑞的尿液分析产品远销全球 120 多个国家和地区,在匈牙利、比利时等欧洲国家的市场占有率高达 70% 以上,迪瑞成为了尿液分析领域的国际品牌。

## (二) 生化产品齐全, 高速生化引领增长

2022 年我国生化市场规模约为 253 亿元,同比增长 15%。从市场规模来看,我国体外诊断行业的细分市场中,目前生化诊断的市场规模排名第二。生化诊断具有技术成熟,操作简便、分析时间短、检验成本低等特点。例如在血糖、血脂、胆固醇、酶等常规项目上,若使用化学发光方法反而程序复杂,需要进行一系列前期准备,对样本进行清洗、筛除干扰因素。因此生化检测在临床中仍有其优势,不会被替代。

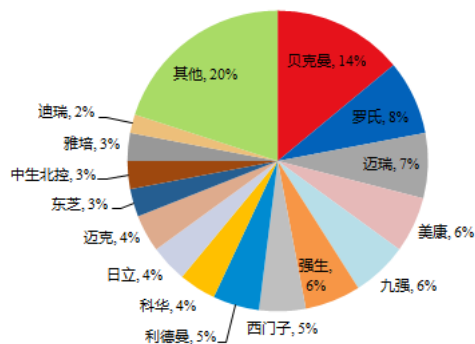
生化诊断试剂已成为我国体外诊断产业中发展最为成熟的细分领域,整体技术水平已基本达到国际同期水平。生化诊断在国产替代方面已走在前列,国产生化试剂占比已超过 70% 左右,并已全面进入二甲、三甲等大型医院,同时涌现出了一些具备与国际巨头竞争的企业。而在技术要求相对较高的生化检测分析仪上,尽管在检测精确性和稳定性上与进口产品仍有一定差距,但国产产品已具备一定的竞争能力,仪器大概有 30% 的国产化率。整体试剂+仪器大概可以达到 45% 的国产化率。

图表 12 我国生化诊断市场规模



资料来源: 体外诊断网, 华创证券

图表 13 我国生化诊断竞争格局



资料来源: 体外诊断网, 华创证券

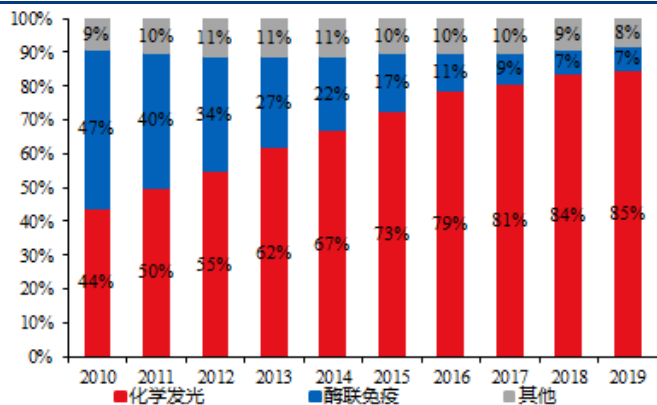
迪瑞医疗是国内第一家 800 速全自动生化分析仪的研发及生产厂商,凭借仪器及试剂的技术积累,生化分析产品覆盖 180 速至 2000 速市场,在国内生化分析领域占据了一定的市场地位。后续公司将加大以 CS-2000 速为主的高速生化仪器的销售力度,进一步做大生化产品业务的市场份额。

2022 年末江西省医保局公示肝功生化试剂带量采购拟中选结果,公司此次参与集采的涉及 24 项产品,其中 20 项产品入选 A 组,基本符合公司预期。

### （三）高速发光仪上市，单产提升潜力大

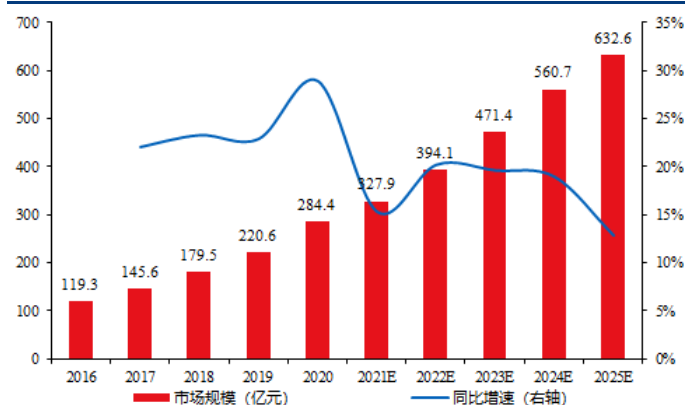
化学发光是免疫诊断的主流技术，已基本完成对酶联免疫的替代。国内化学发光市场规模长期保持高速增长，预计从2021年的327.9亿元增长到2025年的632.6亿元，CAGR达到17.9%。

图表 14 我国化学发光占免疫诊断比重变化



资料来源：华经产业研究院，华创证券

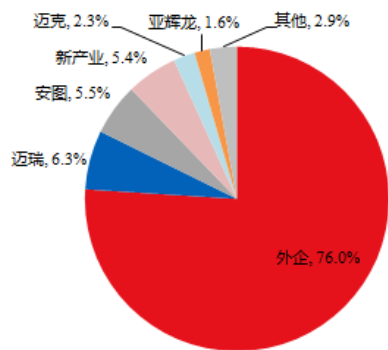
图表 15 我国化学发光市场规模预测



资料来源：中商情报网，华创证券

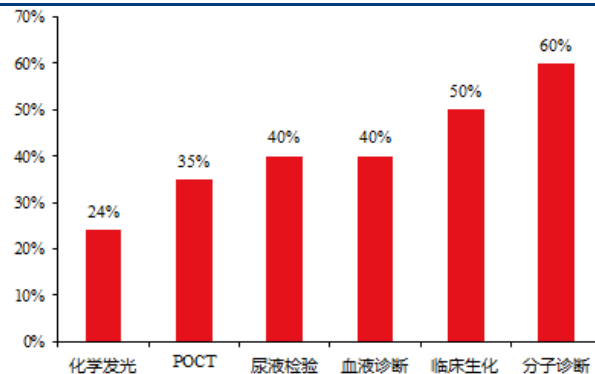
化学发光市场进口替代空间大。根据中商情报网的数据，2021年我国化学发光76%的市场仍被罗氏、雅培、西门子、贝克曼等外企占据，相较其他体外诊断细分领域来看，化学发光24%的国产化率较为滞后，有较大的进口替代空间。

图表 16 2021年我国化学发光市场竞争格局



资料来源：中商情报网，各公司公告，华创证券测算

图表 17 体外诊断细分领域国产化率



资料来源：医械汇《中国医疗器械蓝皮书-2022版》，中商情报网，华创证券

公司布局化学发光免疫产品多年，仪器产品主要包括CM-180、CM-320、CM-640以及生化免疫流水线CSM-8000。22H1公司完成了化学发光免疫分析仪CM-640及CM-640i注册工作，完善了公司化学发光免疫分析仪器产品的种类。最新上市的CM-640速度可达640测速/小时，是国内发光高速机的代表。

公司在产品布局方面，仪器类产品由高中低速，多款产品，可以满足不同终端客户的需求。公司通过前期仪器产品投放，带动免疫试剂销量已初见成效。公司借助学术推广，不断增强免疫产品的品牌影响力，聚焦特殊病种筛查推出特色项目套餐，例如肝纤维化4项检测、异常凝血酶配合甲胎蛋白的肝癌筛查套餐等项目，已经逐步得到了客户的认

可，有利于后期发光试剂的销量提升。

22H1 报告期内，公司化学发光产线销售收入占公司总收入的 10%以上，增速保持良好势头，也标志公司产线格局实现了优化。化学发光产线作为公司重点推出的明星产品，也是从无到有的过程，随着销量的提升，有望对公司业绩贡献更多增量。

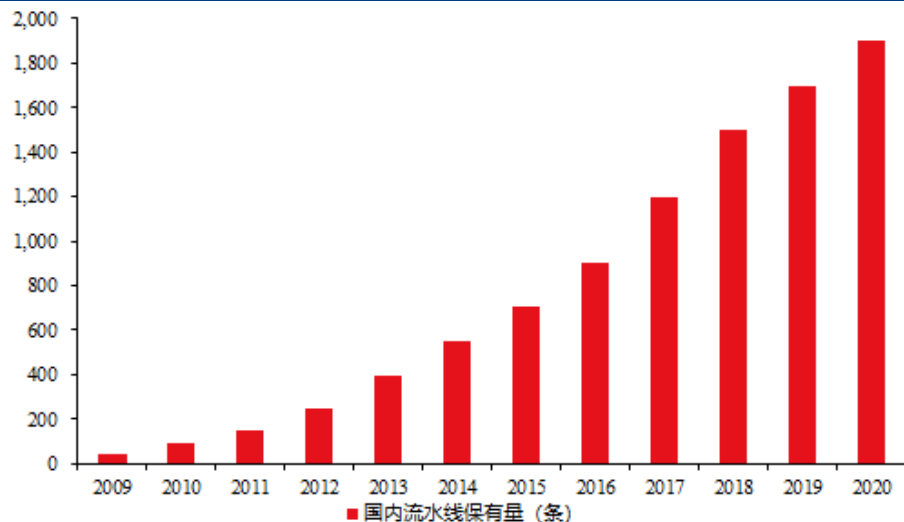
#### （四）开放式流水线放量可期

流水线，全称为全实验室自动化系统（TLA），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。

截至 2020 年底，全国大概保有 2000 条流水线，且以每年装机约 300 条的速度增长，未来市场可期。我国流水线市场处于外资高度垄断态势，罗氏、雅培、贝克曼、西门子、日立等品牌占据约 90% 的市场份额。

随着分级诊疗、带量采购等国家政策的大力推行，基层医疗机构对检验能力和效率的要求越来越高。基于基层医疗机构更青睐性价比高、兼容性强的分析仪器与流水线，国产全实验室自动化流水线迎来发展机遇。

图表 18 国内流水线存量



资料来源：动脉网，华创证券

标准化实验室产品是公司全自主研发设计生产的国产流水线，目前拥有输入、离心、血清识别、去盖、分杯等模块，其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，全封闭设计最大限度保证了实验室的生物安全性，本款产品可与多品牌产品联接，随着国家加强基础医疗市场建设，市场需求旺盛，市场潜力巨大。

公司以整体化实验室拥有全自主知识产权拳头产品为引领，加大了尿液分析流水线、生化免疫流水线、血细胞分析流水线、凝血分析流水线、妇科分析流水线等高端产品的销售力度，客户群体由二甲及乡镇医院，逐步向三甲和区域性中心医院扩展。

公司主推的尿液流水线、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，综合预判 2023 年公司试剂销售占比会有一定提升。

#### 四、盈利预测与投资评级

**关键假设:** 随着华润入主公司后, 公司从研发导向向销售导向转型, 充分发挥协同作用。将带动公司尿液分析、生化、发光、流水线等业务的仪器放量, 我们预计 2022-2024 年仪器业务同比增速为 63%、28%、28%; 仪器装机量提高后将逐渐带动试剂放量, 我们预计 2022-2024 年试剂业务同比增速为 20%、35%、40%。

图表 19 公司收入预测及拆分

单位: 亿元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
总收入(亿元)	9.37	9.06	12.58	16.50	22.05
yoy	-7%	-3%	38.8%	31.2%	33.7%
毛利额	5.22	4.74	6.09	8.30	11.49
毛利率	56%	52%	48%	50%	52%
仪器	3.76	4.03	6.57	8.39	10.72
yoy	7%	7%	63%	28%	28%
%总收入	40%	44%	52%	51%	49%
毛利率	29%	26%	26%	28%	29%
试剂	5.55	4.99	5.97	8.06	11.29
yoy	-15%	-10%	20%	35%	40%
%总收入	59%	55%	47%	49%	51%
毛利率	74%	74%	73%	74%	74%
其他业务	0.06	0.04	0.04	0.04	0.04
yoy	25%	-38%	5%	5%	5%
%总收入	1%	0%	0%	0%	0%
毛利率	40%	42%	40%	40%	40%

资料来源: Wind, 华创证券预测

**盈利预测及估值:** 我们预计, 公司 22-24 年归母净利润分别为 2.54、3.30、4.40 亿元, 同比增长 20.8%、30.2%、33.3%, 对应 22-24 年 EPS 分别为 0.92、1.20、1.60 元。公司在华润入主后向销售导向转型, 充分发挥与华润的协同作用; 公司的尿液分析、生化、发光业务均有望持续增长, 流水线放量可期。可比公司 2023 年平均 PE 为 30, 我们给与公司 2023 年 30 倍估值, 对应目标价约 36 元。首次覆盖, 给予“推荐”评级。

图表 20 可比公司估值

证券代码	公司名称	市值(亿元)	2022E	2023E	2024E
300760.SZ	迈瑞医疗	3930	40	33	28
300832.SZ	新产业	487	39	30	23
603658.SH	安图生物	411	33	26	20
平均 PE			37	30	24

资料来源: Wind 一致预期, 华创证券

注: 股价为 2023 年 2 月 10 日收盘价

## 五、风险提示

- 1、发光业务增长不达预期;
- 2、流水线放量不达预期;
- 3、诊疗量恢复不达预期。



**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	461	254	387	531
应收票据	0	0	0	0
应收账款	129	192	239	306
预付账款	16	30	37	40
存货	237	400	472	599
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	467	510	526	571
流动资产合计	1,310	1,386	1,661	2,047
其他长期投资	104	127	153	190
长期股权投资	400	400	400	400
固定资产	192	172	153	137
在建工程	0	1	2	3
无形资产	82	74	66	60
其他非流动资产	288	286	286	284
非流动资产合计	1,066	1,060	1,060	1,074
<b>资产合计</b>	<b>2,376</b>	<b>2,446</b>	<b>2,721</b>	<b>3,121</b>
短期借款	150	150	150	150
应付票据	74	97	111	153
应付账款	77	102	124	157
预收款项	0	0	0	0
合同负债	41	50	65	87
其他应付款	49	49	49	49
一年内到期的非流动负债	3	3	3	3
其他流动负债	50	65	85	113
流动负债合计	444	516	587	712
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	56	56	56	56
非流动负债合计	56	56	56	56
<b>负债合计</b>	<b>500</b>	<b>572</b>	<b>643</b>	<b>768</b>
归属母公司所有者权益	1,876	1,874	2,078	2,353
少数股东权益	0	0	0	0
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,876</b>	<b>1,874</b>	<b>2,078</b>	<b>2,353</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,376</b>	<b>2,446</b>	<b>2,721</b>	<b>3,121</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	<b>167</b>	<b>-34</b>	<b>202</b>	<b>245</b>
现金收益	246	260	350	457
存货影响	-19	-163	-72	-127
经营性应收影响	-25	-75	-51	-68
经营性应付影响	83	47	36	75
其他影响	-118	-103	-60	-92
<b>投资活动现金流</b>	<b>-281</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>
资本支出	-20	-3	-3	-3
股权投资	-27	0	0	0
其他长期资产变化	-234	1	1	1
<b>融资活动现金流</b>	<b>-119</b>	<b>-171</b>	<b>-67</b>	<b>-99</b>
借款增加	3	0	0	0
股利及利息支付	-140	-131	-169	-224
股东融资	0	0	0	0
其他影响	18	-40	102	125

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>906</b>	<b>1,258</b>	<b>1,650</b>	<b>2,205</b>
营业成本	432	648	820	1,056
税金及附加	10	16	21	27
销售费用	136	189	253	362
管理费用	52	72	95	126
研发费用	95	128	157	209
财务费用	0	-25	-8	-8
信用减值损失	-6	-6	-6	-6
资产减值损失	-2	-2	-2	-2
公允价值变动收益	1	1	1	1
投资收益	38	38	38	38
其他收益	18	18	18	18
<b>营业利润</b>	<b>230</b>	<b>278</b>	<b>361</b>	<b>481</b>
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	<b>229</b>	<b>277</b>	<b>360</b>	<b>480</b>
所得税	19	23	30	40
<b>净利润</b>	<b>210</b>	<b>254</b>	<b>330</b>	<b>440</b>
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>210</b>	<b>254</b>	<b>330</b>	<b>440</b>
NOPLAT	210	231	323	433
EPS(摊薄) (元)	0.76	0.92	1.20	1.60

**主要财务比率**

	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	-3.4%	38.8%	31.2%	33.7%
EBIT 增长率	-26.5%	9.9%	40.0%	34.1%
归母净利润增长率	-21.4%	20.8%	30.2%	33.3%
<b>获利能力</b>				
毛利率	52.3%	48.5%	50.3%	52.1%
净利率	23.2%	20.2%	20.0%	20.0%
ROE	11.2%	13.5%	15.9%	18.7%
ROIC	23.1%	24.9%	28.7%	31.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	21.0%	23.4%	23.6%	24.6%
债务权益比	11.1%	11.1%	10.0%	8.9%
流动比率	3.0	2.7	2.8	2.9
速动比率	2.4	1.9	2.0	2.0
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.4	0.5	0.6	0.7
应收账款周转天数	47	46	47	45
应付账款周转天数	50	50	50	48
存货周转天数	190	177	192	183
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.76	0.92	1.20	1.60
每股经营现金流	0.61	-0.12	0.73	0.89
每股净资产	6.82	6.81	7.55	8.55
<b>估值比率</b>				
P/E	37	31	24	18
P/B	4	4	4	3
EV/EBITDA	43	41	30	23

## 医药组团队介绍

### 组长、首席研究员：郑辰

复旦大学金融学硕士。曾任职于中海基金、长江证券。2020 年加入华创证券研究所。2020 年新财富最佳分析师第四名。

### 高级研究员：刘浩

南京大学化学学士、中科院有机化学博士，曾任职于海通证券、长江证券。2020 年加入华创证券研究所。2020 年新财富最佳分析师第四名团队成员。

### 高级研究员：李婵娟

上海交通大学会计学硕士。曾任职于长江证券。2020 年加入华创证券研究所。2020 年新财富最佳分析师第四名团队成员。

### 分析师：黄致君

北京大学硕士，2020 年加入华创证券研究所。

### 研究员：王宏雨

西安交通大学管理学学士，复旦大学金融硕士。2023 年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：万梦蝶

华中科技大学工学学士，中南财经政法大学金融硕士，医药金融复合背景。2021 年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：张艺君

清华大学生物科学学士，清华大学免疫学博士。2022 年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：朱珂琛

中南财经政法大学金融硕士。2022 年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：胡怡维

美国哥伦比亚大学硕士。2022 年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	公募机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	高级销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	刘懿	高级销售经理	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	蔡依林	销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	销售助理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	张嘉慧	销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	邓洁	销售经理	0755-82756803	dengjie@hcyjs.com
	王春丽	销售助理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	曹静婷	销售副总监	021-20572551	caojingting@hcyjs.com
	官逸超	销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	资深销售经理	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	邵婧	高级机构销售	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	销售总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	高级销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	高级销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	王卓伟	销售助理	0755—82756805	wangzhuowei@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国 际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522