

华润赋能强化协同，仪器放量布局市场

买入|首次推荐

——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%，随仪器占有率的提升，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，产品进军顶端市场，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

当前价： 25.18 元

基本数据

52 周最高/最低价 (元): 38.2 / 21.15

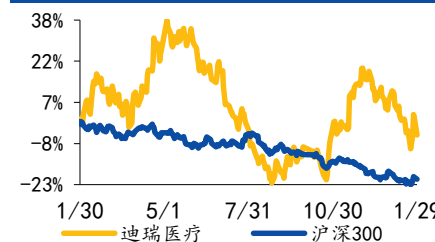
A 股流通股 (百万股): 255.21

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链	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

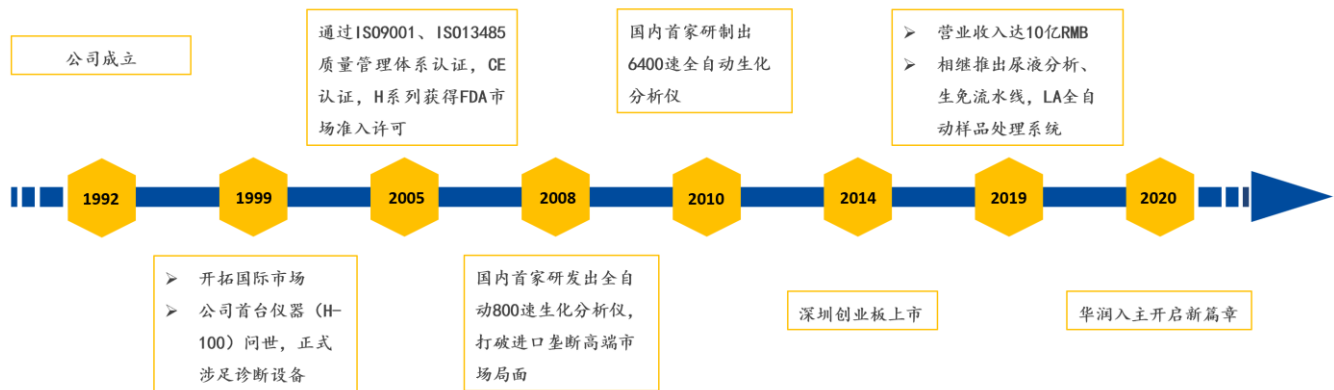
图 17: 中国生化诊断市场规模 (亿元)	13
图 18: 中国生化试剂、仪器国产化水平 (%)	13
图 19: 中国生化诊断市场份额占比 (%)	13
图 20: 公司 2000 速生化分析仪.....	14
图 21: 全球化学发光市场规模 (亿美元)	15
图 22: 预计 2026 全球免疫诊断方式占比 (%)	15
图 23: 中国化学发光市场规模 (亿元)	16
图 24: 中国生殖道分泌物检验市场规模 (亿元)	17
图 25: 迪瑞医疗整体化实验室	19
图 26: 公司国内外营收比例变化 (万元)	20
表 1: 公司 2022-2023 股权激励考核要求	5
表 2: 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纸试剂的研发、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

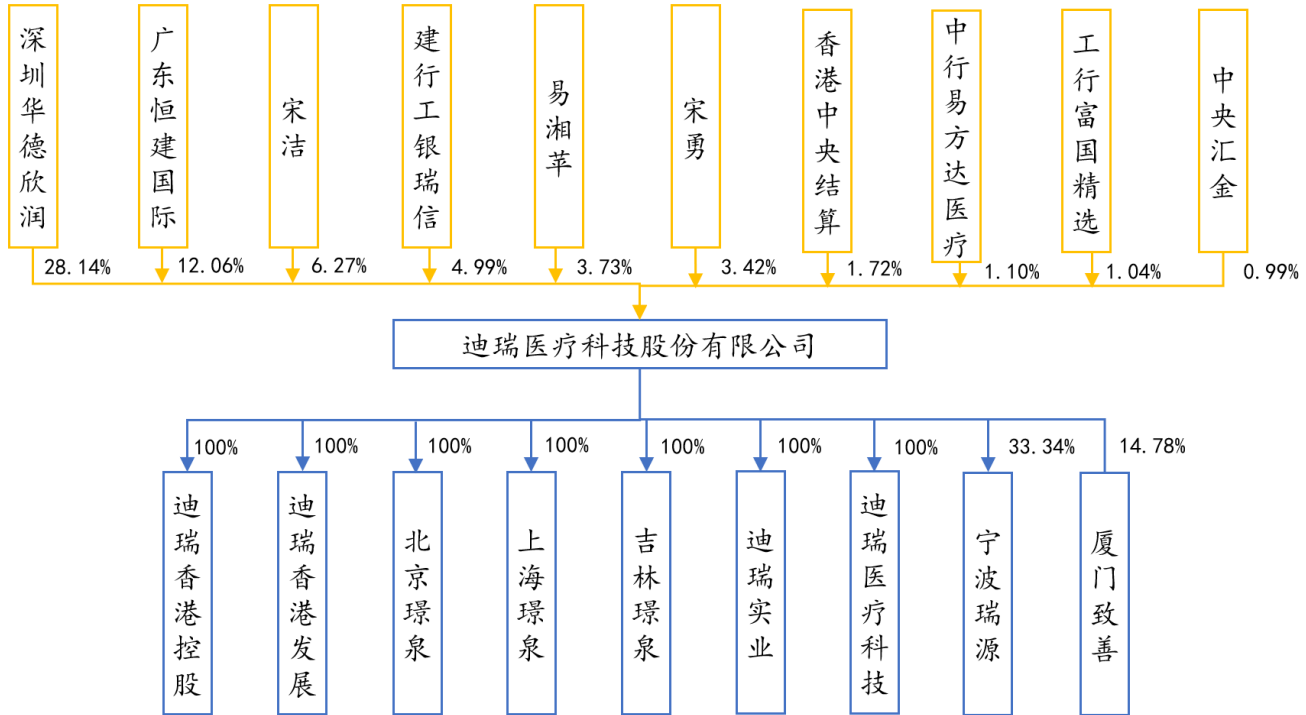


资料来源：公司官网，国元证券研究所

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 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，%）

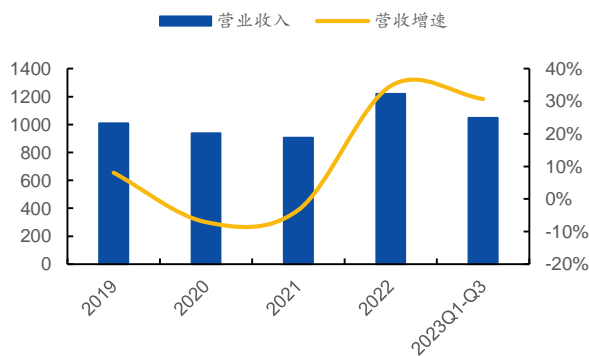
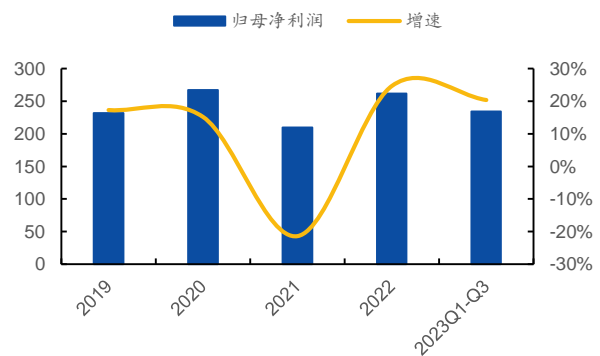


图 4：公司归母净利润及增长（百万元，%）

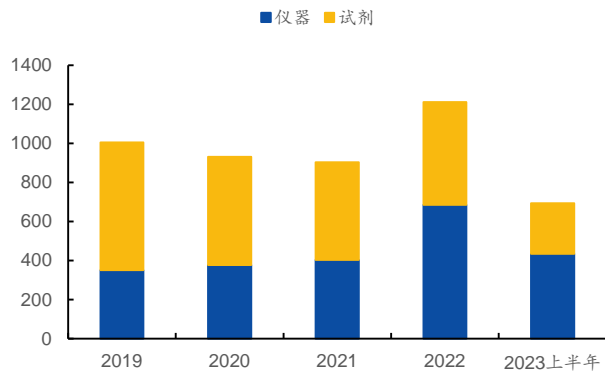


资料来源：公司公告，国元证券研究所

资料来源：公司公告，国元证券研究所

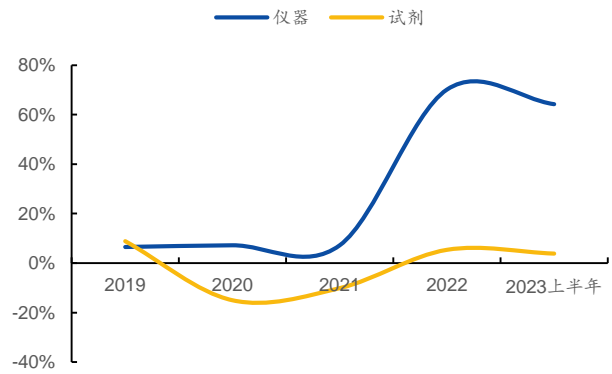
公司主营收入分为仪器和试剂，仪器部分营收近年来增量显著，从 2019 年的 3.51 亿元上涨到 2022 年的 6.85 亿元，2023 上半年达到 4.34 亿元，同比增长 64.21%。试剂业务的营业收入近年来小幅度下滑，从 2019 年 6.53 亿元下降到 2022 年的 5.26 亿元，2023 上半年收入 2.58 亿元，同比增长 3.87%。公司近年销售以仪器销售为核心，随公司试剂上量团队建设完成和近年仪器占有率的提升，试剂营收有望在明年迎来一定幅度增加。

图 5：公司主营构成（百万元）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

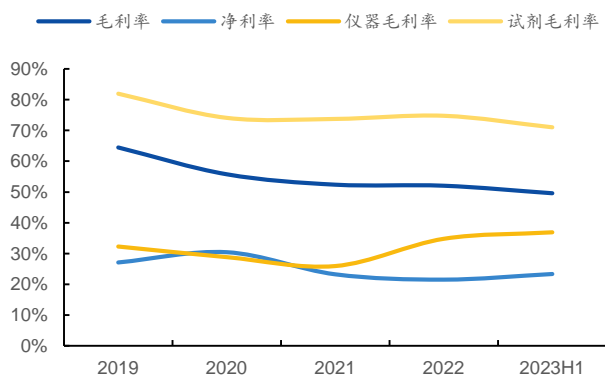
图 6：公司主营业务增长趋势（%）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

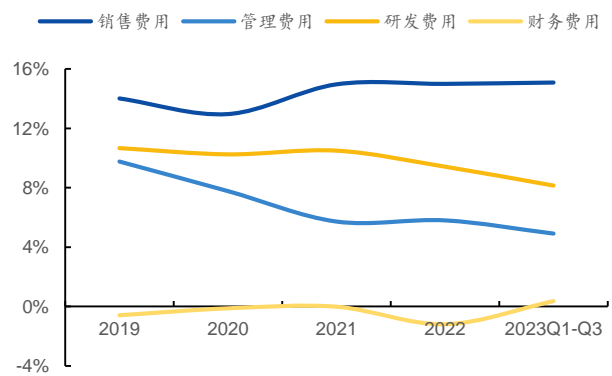
公司整体毛利率、净利率保持平稳。2023上半年公司试剂、仪器毛利率分别为71.01%和36.93%；整体毛利率、净利率分别为49.54%和23.28%。近年来公司毛利率呈小幅下降趋势，主要系仪器业务比重增加所致。随后续试剂业务上量及仪器投放项目设备更新，公司整体毛利率有望逐步回升。公司销售费用率前三季度为15.09%，相比于2019年的14.02%小幅上涨，主要系公司大力推广仪器销售和海外销售支出。

图 7：公司仪器、试剂、整体毛利率和净利率（%）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 8：公司期间费用率（%）



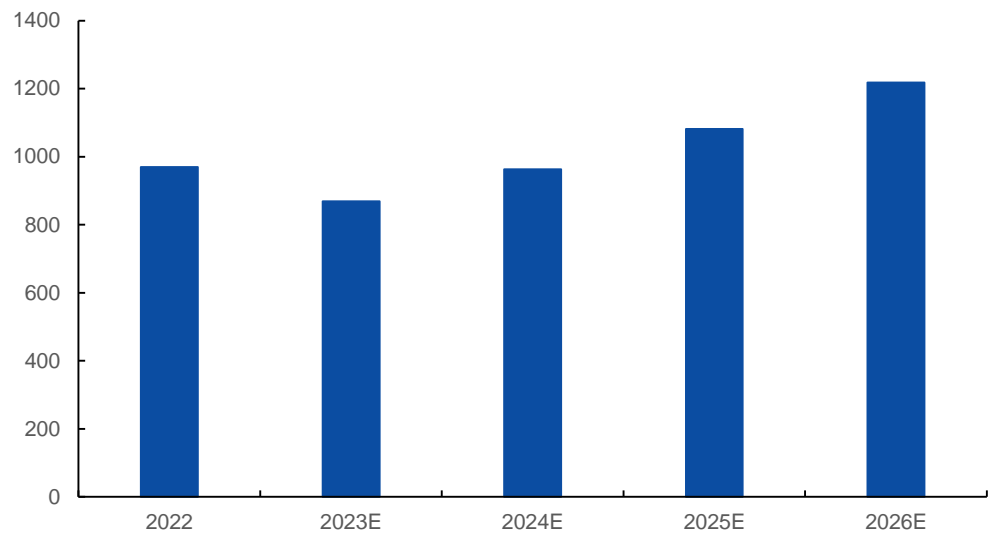
资料来源：公司公告，国元证券研究所

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 (%)

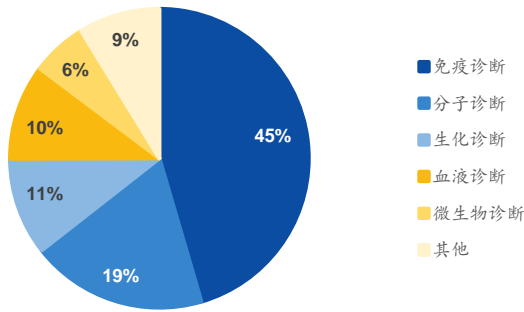
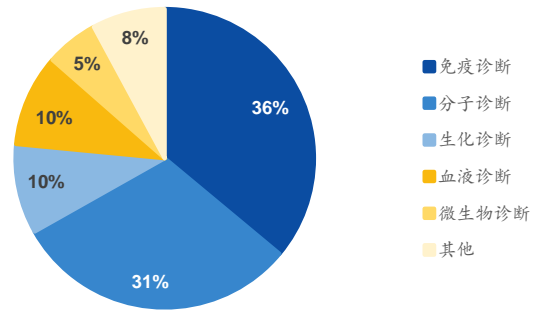


图 11: 预计 2026 年全球 IVD 市场份额分布 (%)

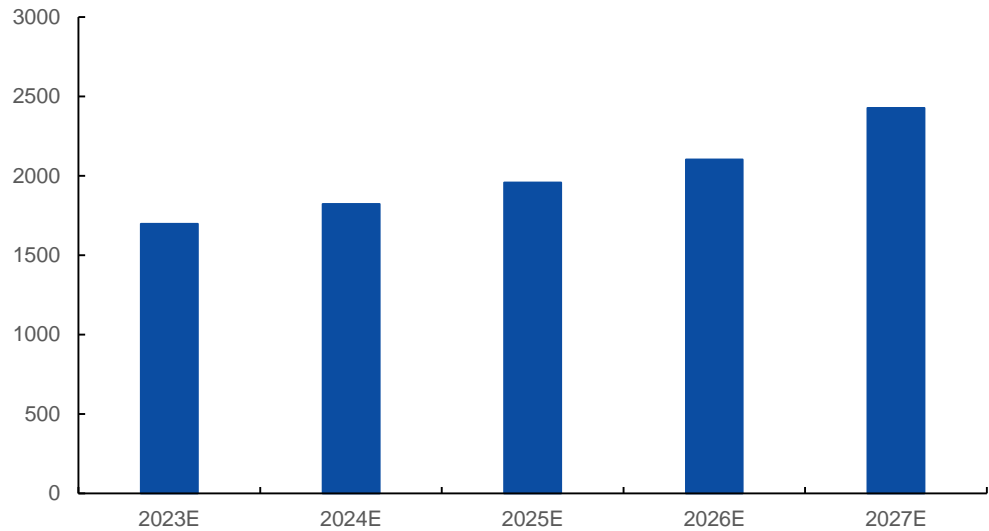


资料来源: 艾瑞咨询, 国元证券研究所

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

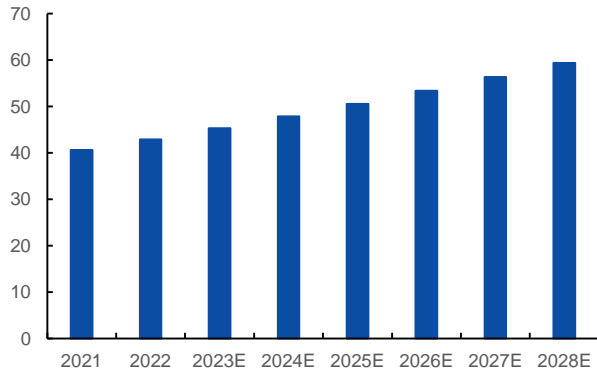
3. 细分产业广布局，自主研发添动力

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

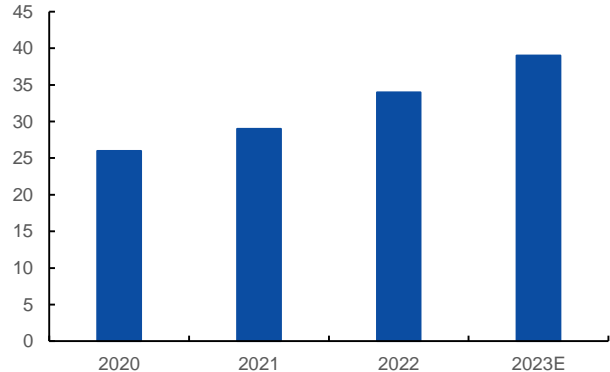
中国尿液分析 IVD 市场三大制造商为优利特、希森美康和迪瑞医疗，市场份额分别为 34.3%，29.7%和 12.3%。

图 13: 全球尿液分析市场规模 (亿美元)



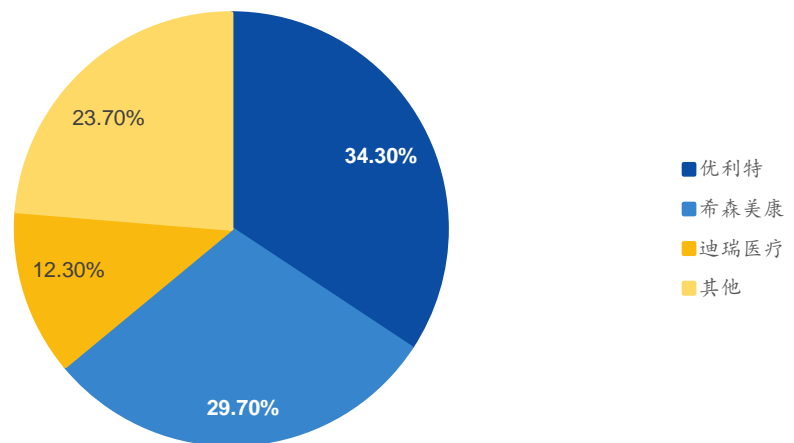
资料来源: theinsightpartners, 国元证券研究所

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，产品进军顶端市场

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。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/79611111023010043>