

IVD龙头企业 产品线日益丰富

利德曼 (300289.SZ)

谨慎推荐 首次评级

分析师: 郭思捷 电话: (8610) 83574110 电子邮箱: guosijie@chinastock.com.cn 执业证书编号: S0130513090001

1. 事件

近日，我们对公司的情况进行了跟踪。

2. 我们的分析与判断

(一) 并购德赛将进一步巩固公司的竞争优势

公司近日公告通过现金及股权的方式收购德赛系统及德赛产品股权，目前现金收购部分已经完成，股权收购部分正在进行。全部收购完成后，利德曼将直接持有德赛系统 70%的股权和德赛产品 70%的股权。

表 1: 收购德赛交易细节一览

交易方式	交易细节	交易进度
现金收购	9月11日，德国德赛、钱盈颖等以4.9亿元的价格将德赛系统70%的股权转让给利德曼、力鼎基金、赛领基金和智度基金，转让比例分别为25%、24%、13.5%、7.5%； 德国德赛以4,270万元的价格将德赛产品的70%的股权转让给利德曼、力鼎基金、赛领基金，转让比例分别为31%、30%、9%。	此次股权转让已完成工商变更
股权收购	11月7日，公司公告拟通过发行股份的方式购买力鼎基金、赛领基金、智度基金合计持有的德赛系统45%的股权；通过发行股份的方式购买力鼎基金、赛领基金合计持有的德赛产品39%的股权。 拟向三名特定投资者发行股份募集资金，预计募集资金的金额不超过11,350万元。 拟增发数量不超过1660万股，发行价格27.35元/股。 本次发行股份购买资产完成后，利德曼将直接持有德赛系统70%的股权和德赛产品70%的股权。	尚需取得股东大会审议，以及证监会的核准。

资料来源: 公司公告 中国银河证券研究部

表 2: 德赛系统及德赛产品介绍

	公司介绍	盈利情况
德国德赛	德国德赛是一家总部位于德国法兰克福的专业研发、生产和销售体外诊断产品的大型跨国公司。德国德赛自1991年率先推出全液体、即用型、长效稳定的生化试剂以来，取得了良好的口碑和市场反响，在欧洲享有“液体生化试剂之父”的美誉，同时德国德赛也是欧洲首家获得CE认证的体外诊断试剂生产厂家。	
德赛系统	德赛系统是德国德赛在中国的控股子公司，1997年进入中国市场。主要从事研制、开发、生产医学临床诊断试剂及临床诊断用实验室检测仪器设备和附件，销售收入和净利润过去三年均保持20%以上的增长，毛利率稳定在50%左右。	承诺2014年~2017年实现的净利润数不低于4,978万元、5,724万元、6,297万元和6,926万元
德赛产品	德赛产品成立于2008年8月，主营业务为体外诊断试剂，主要销售对象是关联方德赛系统，2013年度德赛产品对其销售收入占总销售收入的97.6%。	承诺2014年~2017年实现的净利润数不低于538万元、618万元、680万元和748万元。

资料来源: 公司公告 中国银河证券研究部

德赛与公司现有业务能够形成很好的互补，主要体现在以下几个方面：

1. 品牌互补：德赛产品的“DiaSys”品牌在我国三级医院中高端市场内具有较高的知名度与影响力，在外资品牌中名列前三位，主要竞争对手为罗氏、贝克曼。德赛中国对全国排名前 50 的医院覆盖率达 74%。公司通过本次并购将获得国外高端品牌，开始双品牌运营，满足各种不同类型的医院检验科的诉求。

2. 产品互补：德赛诊断的产品在细分领域与利德曼并不完全一致。在产品结构方面，德赛系统的产品包括临床化学试剂、免疫透射比浊试剂，配套校准品、标准品、质控品，以及生化分析仪等，细分产品达 100 多个，涵盖了所有的生化检测项目，特别是在风湿诊断领域及特种蛋白诊断领域具有明显的优势。通过本次收购，利德曼将拥有更多的细分品种，巩固在生化诊断行业的领先地位，成为生化诊断领域产品最全的公司之一。

3. 渠道互补：双方都拥有覆盖全国范围的销售网络，在全国都有超过 300 家的经销商，在营销效率和渠道实力在国内同行业内均处于领先地位。收购完成后可在营销经验和经销商渠道方面充分的互相借鉴。

表 3：公司主要产品一览

所属	利德曼	德赛
品牌	公司创始于 1997 年 11 月，是国内 IVD 行业的龙头企业之一。	德赛产品的“DiaSys”品牌在我国三级医院中高端市场内具有较高的知名度与影响力，在外资品牌中名列前三位，主要竞争对手为罗氏、贝克曼。
产品	<p>1. 生化诊断试剂产品线：肝功类、肾功类、血脂与脂蛋白类、血糖类、心肌酶类、离子类、胰腺功能类、特种蛋白类等九大系列，目前已获得 110 项产品注册证书。</p> <p>2. 免疫诊断试剂产品线：目前公司已取得 31 个化学发光诊断试剂的注册证书</p> <p>3. 诊断试剂原料：</p> <p>4. 仪器：全自动化学发光仪器 CI1000 等</p>	<p>1. 生化诊断试剂产品线：涵盖了所有的生化检测项目。拥有世界上较为先进的免疫透射比浊试剂，免疫透射比浊试剂占公司总销售额比例 40% 以上，达 1 亿元左右。从产品角度来讲，德赛公司具有较强优势的免疫比浊试剂项目是对利德曼产品线的重要补充。</p> <p>2. 校准品、质控品与高端生化仪适配</p>
渠道	截止 2012 年报告期末，公司共有骨干经销商 62 个，二级经销商 350 家，终端客户已经超过 2400 家，其中三级医院 630 家，占全国三级医院总量的 59%，已建成覆盖全国的营销网络。	拥有覆盖全国范围的销售网络，在全国的经销商有 300 家以上，下游客户一半以上为大型三甲医院，对全国排名前 50 的医院覆盖率达 74%

资料来源：公司公告 中国银河证券研究部

此外，双方在研发和生产方面也会有不同程度的合作。

我们认为，并购德赛将提升公司整体规模和盈利能力（德赛系统和产品 2013 年收入约为公司的 80%，利润约为公司的 42%）。在我国 IVD 行业整合逐渐加速的大趋势下，公司通过此次实现了生化诊断试剂领域市场份额的整合，形成全面的生化诊断产品结构，持续强化产品创新能力和核心竞争力，进一步巩固在生化诊断领域的领先地位。

（二）与 Enigma 合作，迅速切入分子诊断蓝海

公司 10 月 23 日发布公告，拟出资 128.57 万美元与 Enigma 设合资公司英格曼，占其 30% 股权。在 Enigma ML 设备系统、Enigma 的其他诊断设备产品线及若干相关诊断检测产品的商业化方面实现合作。（不构成重大资产重组，无需股东大会审议）

在合资公司成立日的 24 个月至 48 个月内，利德曼有权以现金或现金等价物认购合资公司的股权，使其在合资公司的股权比例达到最高 60%。

分子诊断是 IVD 领域增速最高的子行业

我国体外诊断行业近年来一直保持着 15-20% 的增长速度，分子诊断是 IVD 的细分子行业之一。我国分子诊断市场起步最晚但技术起点较高，且由于市场规模基数较小，是近年来增长速度最快的领域，增速一直维持在 30% 以上。

分子诊断包括 PCR（聚合酶链式反应）、基因芯片、原位杂交技术等。分子诊断综合了多种高精尖技术，进入门槛较高，目前临床应用产品主要是核酸扩增技术（PCR）系列。PCR 技术仅建立 30 年，发展迅速，应用于临床诊断的多个方面如细菌、病毒、寄生虫检测，肿瘤诊断，产前遗传疾病诊断等。传统 PCR 诊断试剂操作比较复杂，检测环境要求高，同时其试剂设备相应成本高、开发难度大，主要核心技术受国外专利保护，国内参与企业较少。

表 4：近年分子诊断行业并购重组一览

时间	事件
2014 年 7 月	Illumina 收购 Myraqa。Myraqa 是家公司专注于体外诊断。此次收购是 Illumina 为基因组学技术在监管市场的应用铺平道路，包括新一代测序，同时推动临幊上使用的标准。
2014 年 4 月	罗氏制药斥资 4.5 亿美元收购 IQuum 公司。IQuum 专注于开发即时护理产品，用于分子诊断市场。罗氏将获得 IQuum 公司的 Liat 系统（Laboratory-in-a-tube，管中实验室），该系统能够以最少的培训，使护理人员在更接近患者的护理现场，开展快速的分子诊断测试。
2012 年 1 月	Life Technologies 公司宣布与达安基因签订合作协议，在中国成立体外诊断技术合资企业 Life-达安诊断。20 年前达安与 Life Technologies 的前身 ABI 公司合作，将 PCR 技术引入中国分子诊断领域，使中国发展为最有潜力成为世界上最大的 PCR 技术临幊应用市场的国家。
2011 年 6 月	美国 Luminex 公司以 3400 万美元收购了分子试剂和检测公司 EraGen Biosciences。EraGen Biosciences 成立于 1999 年，开发并制造创新的分子诊断产品。这些产品主要基于其专利的 MultiCode® 平台，是新一代的 DNA 和 RNA 型检测，适用于传染病的早期诊断。其中，MultiCode-RTx Herpes Simplex Virus 1&2 Kit 据说是第一个经美国 FDA 批准，用于阴道病变拭子标本中 HSV-1 或 HSV-2 检测和分型的 PCR 型定量检测。Luminex 认为，MultiCode 分析试剂非常灵活，适合实时定量 PCR 和多重 PCR 型应用。
2011 年底	Bio-Rad 以 1.62 亿美元收购了数字 PCR 公司 quantalife
2010 年 4 月	Illumina 公司收购 PCR 仪制造商 Helixis 公司

资料来源：公司公告 中国银河证券研究部

Enigma 在 POCT 应用和分子诊断技术领域拥有雄厚实力

Enigma 公司成立于 2004 年，系一家设立并注册于英格兰和威尔士的公司，专注于分子诊断设备、检测及其他产品，目前的核心产品为的迷你实验室（“ML”）诊断设备。Enigma ML 系统提供了将现有分子诊断的前处理、PCR 检测、数据处理和分析、数据传输合为一体的全自动化解决方案，结合了实时荧光 PCR 反应的高灵敏度和 POCT 类产品检测的特点，具有快速、准确、简易、数据实时传输的优势。

表 5：传统 PCR 和 Enigma Mini Laboratory (ML) 系统的对比

项目	传统 PCR（定性和定量）	Enigma Mini Laboratory (ML) 系统
原理	二代 PCR 实现实时定量检测。	具有实时荧光 PCR（聚合酶链式反应）的高灵敏度能力与现时及未来的疾病监测路径，是分子诊断技术和 POCT（point-of-care testing）应用的结合，更适用于临床实时诊断。
反应时间	系统反应约 90 分钟，加样准备时间因样本数目而异	该系统能够在 60 分钟内提供原始样本的诊断测试结果，并提供可与参考实验室媲美的精确性标准。
操作难易程度 和对人员要求	步骤较多，对环境要求高，否则样本易被污染。需专业人员从操作。	摒弃以往分子诊断绝大多数产品的不足之处，真正实现了分子诊断基因检测的自动化，提供了将现有分子诊断的前处理、PCR 检测、数据处理和分析、数据传输合为一体的全

应用范围 科研研究和临床诊断

自动化解决方案。只需简单培训，且近期试用显示，该系统的操作者差异为零。

该检测系统可广泛应用于临床实验室、重症监护室和外科手术室、疾控中心实验室等研究机构及传染病监测、肿瘤基因检测、食品安全、流行病学研究、兽医检测、环境监测等多个领域。

资料来源：公司公告 中国银河证券研究部

目前 Enigma ML 系统还处于商业化的初期阶段：在欧洲市场已经投放了超过 200 台仪器，但还没有形成正式销售；在美国市场的注册工作也已经开始。

与 Enigma 合作，利德曼将迅速切入分子诊断蓝海

此次通过设立合资公司，利德曼将享有就 ML 系统及产品在中国境内、香港、澳门指定领域内进行商业化的排他性权利。公司将尽快取得产品在相关地区的注册证。在此之前，主要向科研机构销售。

考虑到价格的因素，我们认为 ML 系统在国内短期难以形成大规模销售，但是此次合作对公司还是意义重大：利德曼在分子诊断领域的技术实力较为薄弱。通过此次合作，可以进一步缩短研发时间，降低研发成本，迅速切入分子诊断领域，成为国内为数不多的在生化、免疫、分子诊断领域均有涉足的多元化 IVD 企业。

(三) 仪器业务逐步发力 化学发光将成为公司新的增长点

化学发光是近十多年发展起来的免疫诊断技术，在欧美等发达国家已进入成熟期，并取代酶联免疫成为免疫检测的主流方法。在我国，酶联免疫还占据较大的市场份额，但是已经基本处于零增长；而化学发光虽然处于发展初期，但是增长非常迅猛。

化学发光技术门槛较高，属于封闭式系统，使用时试剂须与相应的化学发光仪配套，现市场主要为进口品牌占据。随着一批国内领先的体外诊断企业在化学发光免疫诊断领域的不断创新和突破，国产化学发光免疫仪器及配套试剂开始推向市场，对外资巨头在该领域的垄断地位发起挑战。利德曼、深圳迈瑞、深圳新产业及郑州安图、四川迈克等公司化学发光免疫仪器及配套试剂已开始推向市场。

公司在化学发光领域的布局主要来自两方面：

1.自产仪器。2014 年 7 月，公司的全自动化学发光免疫分析仪 CI1000 上市销售，主要用于对人类血清进行定量和定性的免疫分析，与公司自主研发、生产和销售的化学发光试剂盒配合，目前已全部匹配 31 个检测试剂，可检测肿瘤标志物、甲状腺激素、性腺激素、传染病标志物、糖代谢标志物、肾功能标志物、心肌损伤标志物、炎症标志物、生长激素。公司计划开发新的特色化学发光试剂与仪器匹配。

2.代理业务。2013 年公司与英属免疫诊断系统股份有限公司 (IDS)签订了《合作研发合同》和《独家代理合同》，销售 IDS 公司生产的 IDS-iSYS 仪器及配套试剂。公司目前已经将全部 31 种化学发光试剂与之匹配。

我们认为，目前国内企业在化学发光领域的技术实力还较为薄弱，早期通过自产仪器与代理仪器相结合的方式，可以形成很好的互补，满足不同层次的客户需求，销售有效性将大大提升，化学发光将逐步成为公司新的利润增长点。

3. 投资建议

1-9 月份公司净利润为 6581 万元。根据公司股权激励计划，2014 年公司需实现净利润至少 1.19 亿元才能达到解锁条件（全部解锁则需 1.23 亿元），则公司四季度净利润至少要达到 5319 万元。现金收购德赛部分股权后可并表 353 ($=4,978*25\%+538*31\%$) /4 万元，意味着公司原有业务单季度需要实现 4966 万元净利润，短期业绩压力较大。

我们认为，公司是国内为数不多的在生化、免疫、分子诊断领域均有涉足的多元化 IVD 企业，未来将成为行业

升级和整合的受益者。暂不考虑此次增发，预计 2014-16 年 EPS 分别为 0.78 元(对应净利润 1.19 亿)、0.94 元和 1.14 元，同比增长分别为 8%，21% 和 21%，首次给予“谨慎推荐”评级。

附表1：利德曼（300289.SZ）财务报表预测

资产负债表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	利润表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
	货币资金	应收票据	应收账款	预付款项	其他应收款		营业收入	营业成本	营业税金及附加	销售费用	管理费用
货币资金	432	328	407	518	641	营业收入	317	344	541	671	829
应收票据	3	10	16	19	24	营业成本	120	127	234	293	366
应收账款	120	133	210	261	322	营业税金及附加	4	4	6	7	9
预付款项	12	15	27	34	43	销售费用	35	38	44	54	66
其他应收款	2	1	2	3	3	管理费用	45	55	114	148	187
存货	30	46	86	107	134	财务费用	0	(7)	4	1	(2)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	2	2	2	2	2
固定资产净值	75	658	652	635	619	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	426	20	10	10	20	投资收益	0	0	0	0	0
无形资产净值	27	26	30	35	38	营业利润	111	125	136	165	201
递延所得税资产	2	3	3	3	3	营业外净收入	4	3	3	3	3
资产总计	1130	1244	1470	1668	1909	税前利润	115	128	139	168	204
短期借款	0	0	0	0	0	所得税	17	18	20	24	29
应付票据	5	0	0	0	0	净利润	98	110	119	144	175
应付账款	84	124	229	287	358	归属母公司净利润	98	110	119	144	175
预收款项	2	5	7	9	11	少数股东损益	0	0	0	0	0
应付职工薪酬	10	12	13	15	18	基本每股收益	0.64	0.72	0.78	0.94	1.14
应交税费	11	6	6	6	6	摊薄每股收益	0.64	0.72	0.78	0.94	1.14
其他应付款	2	3	3	3	3	财务指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
一年内到期的非流动负债	10	18	32	41	51	成长性					
长期借款	236	219	219	219	219	营业收入增长率	26%	8%	57%	24%	24%
长期应付款	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	27%	6%	18%	19%	19%
专项应付款	0	0	0	0	0	净利润增长率	37%	12%	8%	21%	21%
其他非流动负债	7	7	0	(4)	(9)	盈利能力					
负债合计	369	393	511	576	657	毛利率	62%	63%	57%	56%	56%
所有者权益合计	761	851	959	1092	1252	净利润率	31%	32%	22%	22%	21%
现金流量表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	EBITDA/营业收入	39%	40%	30%	28%	26%
净利润	98	110	119	144	175	ROE	13%	13%	12%	13%	14%
折旧与摊销	0	0	17	17	18	ROIC	10%	10%	10%	11%	11%
经营活动现金流	98	110	85	122	140	估值指标					
投资活动现金流	0	0	(5)	(5)	(15)	PE	41	37	34	28	23
融资活动现金流	0	0	(0)	(5)	(2)	P/S	13	12	7	6	5
净现金流	98	110	79	111	123	P/B	5	5	4	4	3
期初现金余额	50	432	328	407	518	EV/EBITDA	32	29	24	20	17
期末现金余额	148	542	407	518	641	股息收益率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源：中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

郭思捷，医药生物行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼	上海地区：何婷婷 021-20252612	hetingting@chinastock.com.cn
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层	深广地区：詹璐 0755-83453719	zhanlu@chinastock.com.cn
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座	海外机构：李笑裕 010-83571359	lixiaoyu@chinastock.com.cr
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座	北京地区：王婷 010-66568908	wangting@chinastock.com.cn
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座	海外机构：刘思瑶 010-83571359	liusiyao@chinastock.com.cn
公司网址： www.chinastock.com.cn		