

# 利德曼 (300289)

## 加大研发投入，进军分子诊断领域 买入（首次）

2015 年 8 月 31 日

证券分析师 洪阳

执业资格证书号码:

S0600513060001

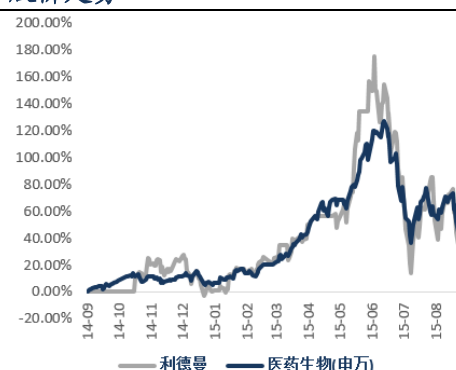
0512-62938572

[Hongyang614@gmail.com](mailto:Hongyang614@gmail.com)

### 投资要点

- **子公司德赛系统和德赛产品并表，推出仪器占领市场：**2015 年上半年度公司实现主营营业收入 2.95 亿元,与上年同期 1.95 亿元相比增长 51.25%;实现利润总额 7967.35 万元,与上年同期 5315.22 万元相比增长 49.90%;归属于上市公司股东的净利润 4887.70 万元,与上年同期 4405.31 万元相比增长 10.95%。公司仪器收入较去年同期增长 82.58%，虽导致公司毛利率下降，前期市场开发费用也由此增加，但仪器销售收入的增加，可以在后续为公司带来持续、稳定的体外诊断试剂收入，有利于不断占领市场。
- **加大研发投入丰富产品线，提升公司竞争力：**2015 年上半年公司研发投入为 1630.28 万元，同比增长 36.90%。研发项目集中于体外诊断试剂、生物化学原料及诊断试剂研发，公司不断完善检测项目，拓展新的业务领域，满足生化、免疫、分子、血凝等多种诊断领域的需求。公司不断的研发投入，生化项目能够不断保持稳定增长，化学发光产品和血凝分析仪将会是公司新的增长点。这些产品线针对的均为医院的检验科，可以利用公司及德赛的现有渠道实现进口替代，全面提升公司竞争力。
- **进军分子诊断领域，研发分子诊断项目：**Enigma@ML 自动化平台整合了核酸提取、实时定量 PCR 等多个过程，实现检测过程的自动化；同时此平台能够将数据接入互联网，为将来的互联网医疗奠定基础。公司开始研发分子诊断检测试剂盒，用于 Enigma@ML 自动化平台，市场前景广阔。
- **盈利预测与投资评级：**公司收购德赛系统和德赛产品两家子公司，产品与现有产品渠道可以相互加强，推出 800 速的生化仪、化学发光平台抢占高端市场，预计 2015-2018 年营业收入为 7.19、8.27、9.76、11.52 亿元，归属上市公司净利润为 1.63、1.90、2.30、2.77 亿元，摊薄后 EPS 分别为 0.38、0.45、0.54、0.65 元，对应 PE 为 40X、34X、28X、23X。看好公司在生化诊断领域继续增长，在化学发光及分子诊断平台的潜力，我们首次给予公司“买入”评级。
- **风险提示：**化学发光平台市场推广不及预期；生化检测项目招标降价；产品研发进度不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价（元）	35.04
一年最低价/最高价	26.89 / 77.24
市净率	4.4
流通A股市值(百万元)	4273.8

### 基础数据

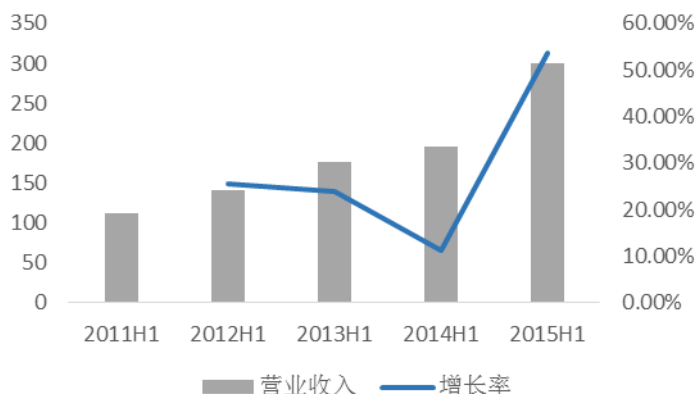
每股净资产（元）	6.40
资产负债率（%）	28.19
总股本（百万股）	170.12
流通A股（百万股）	121.97

## 1. 子公司德赛系统和德赛产品并表，推出仪器占领市场

2015 年上半年度公司实现主营营业收入 2.95 亿元,与上年同期 1.95 亿元相比增长 51.25%;实现利润总额 7967.35 万元,与上年同期 5315.22 万元相比增长 49.90%;归属于上市公司股东的净利润 4887.70 万元,与上年同期 4405.31 万元相比增长 10.95%。公司主营业务的收入增加主要是由于子公司德赛系统和德赛产品并表,为公司贡献 1.29 亿元的营业收入,扣除德赛业务,公司 2015 年上半年的主营业务为 1.66 亿元,同比下降 14.90%。

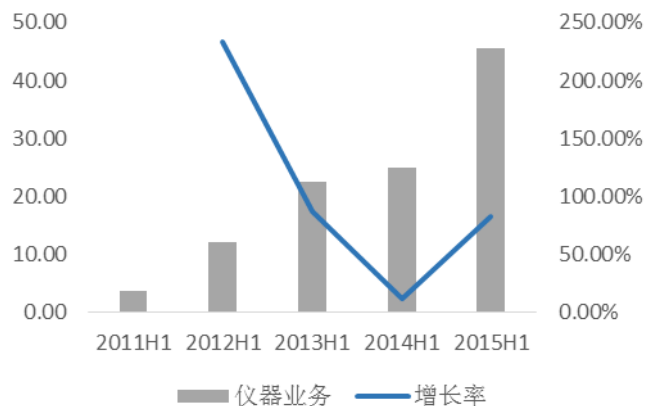
公司主营业务主要包括体外诊断试剂、生化原料及仪器,其中体外诊断试剂较去年同期增长 49.50%,仪器收入较去年同期增长 82.58%。公司利润增长速度较主营收入增长慢,主要原因是公司仪器产品的毛利率较体外诊断试剂产品低、前期市场开发及技术服务增强导致市场及差旅费用增加。仪器销售收入的增加,可以在后续为公司带来持续、稳定的体外诊断试剂收入,有利于公司不断占领市场。

图表 1: 2010H1-2015H1 公司主营收入及增长率情况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 2: 2010H1-2015H1 公司仪器收入及增长率情况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 2. 加大研发投入丰富产品线, 提升公司竞争力

2015 年上半年公司研发投入为 1630.28 万元, 同比增长 36.90%。研发项目集中于体外诊断试剂、生物化学原料及诊断试剂研发, 公司不断完善检测项目, 拓展新的业务领域, 满足生化、免疫、分子、血凝等多种诊断领域的需求。

生化试剂不断研发新项目，共有 12 项在研发中，这些项目推出后有助于丰富公司已有产品线。诊断试剂的原料研发包括酶制剂、抗体等用于试剂盒的关键原料，有助于降低试剂盒的生产成本，保证产品品质，提高竞争力。化学发光试剂盒也在不断开发，其中乙肝五项(HbsAb, HbsAg, HbeAb, HbeAg, HBcAb)已经在进行中试生产和产品注册,此项目临床需求量大,上市后有利于带动公司化学发光产品的销售,并带来持续、稳定的回报; 肝纤维化 4 项(HA,PIIINP,LN,CIV) 完成增加适用机型验证工作,此项目对肝硬化诊断具有重要的辅助意义, 国内竞争对手较少, 具有良好的市场前景。CM4000 全自动血凝分析仪预计明年上半年上市, 2 项相应血凝试剂已获批,其余五项在注册。

公司不断的研发投入，生化项目能够不断保持稳定增长，化学发光产品和血凝分析仪将会是公司新的增长点。这些产品线针对的均为医院的检验科，可以利用公司及德赛的现有渠道实现进口替代，全面提升公司竞争力。

图表 3: 母公司在研项目列表

项目类型	状态	项目名称
化学发光	中试生产和产品注册	乙肝五项(HbsAb, HbsAg, HbeAb, HbeAg, HBcAb)
	完成增加适用机型验证工作, 具备上市条件	肝纤维化 4 项(HA, PIIINP, LN, CIV)
	研发中	梅毒抗体(TP), 丙肝抗体(HBV), 肿瘤抗原 50(CA50), 细胞角蛋白片段(CYFRA21-1), 神经元特异性烯醇化酶(NSE), 鳞状上皮细胞癌抗原(SCC), 肌钙蛋白 I(c-TNI), 脑钠肽 N 末端肽(NT-proBNP)
生物化学	中试生产和产品注册	降钙素原(PCT)、癌胚抗原(CEA)、前列腺特异性抗原(PSA)、线粒体谷丙转氨酶(m-AST)、糖化白蛋白(GA)、类风湿因子(RF)、免疫球蛋白 E(IgE) 项目
	研发中	单胺氧化酶(MAO), 缺血修饰白蛋白(IMA)、触珠蛋白、免疫球蛋白轻链 lamida、免疫球蛋白轻链 kappa
血凝	明年上半年上市	CM4000 全自动血凝仪, 7 个相关项目

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

### 3. 军分子诊断领域, 研发分子诊断项目

微流控芯片在分子诊断技术中的应用是具有颠覆性的: Enigma®ML 自动化平台整合了核酸提取、实时定量 PCR 等多个过程, 实现检测过程的自动化; 同时此平台能够将数据接入互联网, 为将来的互联网医疗奠定基础。目前公司开发的念珠菌胞外游离 DNA(cell free DNA: cfDNA)的

快速核酸诊断项目，PCR 体系已经建立，下一步将磁珠提取和实时定量 PCR 整合，并进行临床样本的收集工作。分子诊断平台搭建成熟后，后续产品将能够迅速研发，市场前景广阔。

图表 4: Engima ML 系统操作流程



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

#### 4. 盈利预测

公司收购德赛系统和德赛产品两家子公司，产品与现有产品渠道可以相互加强，推出 800 速的生化仪、化学发光平台抢占高端市场，预计 2015-2018 年营业收入为 7.19、8.27、9.76、11.52 亿元，归属上市公司净利润为 1.63、1.90、2.30、2.77 亿元，摊薄后 EPS 分别为 0.38、0.45、0.54、0.65 元，对应 PE 为 40X、34X、28X、23X。看好公司在生化诊断领域持续增长，在化学发光及分子诊断平台的潜力，首次给予公司“买入”评级。

#### 5. 风险提示

化学发光平台市场推广不及预期；生化检测项目招标降价；产品研发进度不及预期。

附表 1：利德曼盈利预测表

资产负债表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	<b>664.23</b>	<b>732.57</b>	<b>837.96</b>	<b>959.04</b>	<b>1097.37</b>	<b>营业收入</b>	<b>536.97</b>	<b>719.54</b>	<b>827.47</b>	<b>976.42</b>	<b>1152.17</b>
现金	105.09	148.86	195.88	252.74	320.45	营业成本	204.96	303.64	364.09	429.62	506.95
应收款项	462.01	460.55	506.60	557.26	612.99	营业税金及附加	5.24	7.76	9.31	10.98	12.96
存货	94.76	119.62	131.58	144.74	159.21	销售费用	41.31	38.12	45.74	54.89	65.86
其他	2.37	3.55	3.91	4.30	4.73	管理费用	103.27	120.54	113.60	124.96	137.45
<b>非流动资产</b>	<b>951.94</b>	<b>937.70</b>	<b>1078.83</b>	<b>1247.35</b>	<b>1448.69</b>	财务费用	9.61	15.88	19.05	22.86	27.43
长期股权投资	45.22	43.69	48.06	52.86	58.15	资产减值损失	10.85	6.05	0.86	0.86	0.86
固定资产	692.13	673.27	807.92	969.51	1163.41	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	212.53	210.86	212.97	215.10	217.25	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2.05	9.88	9.88	9.88	9.88	<b>营业利润</b>	<b>161.73</b>	<b>227.55</b>	<b>274.83</b>	<b>332.25</b>	<b>400.65</b>
<b>资产总计</b>	<b>1616.17</b>	<b>1670.27</b>	<b>1916.79</b>	<b>2206.39</b>	<b>2546.06</b>	营业外净收支	6.05	7.34	0.00	0.00	0.00
<b>流动负债</b>	<b>418.69</b>	<b>442.87</b>	<b>451.38</b>	<b>456.42</b>	<b>447.44</b>	<b>利润总额</b>	<b>167.78</b>	<b>234.89</b>	<b>274.83</b>	<b>332.25</b>	<b>400.65</b>
短期借款	10.22	10.22	10.22	10.22	10.22	所得税费用	24.08	33.71	39.44	47.68	57.50
应付账款	364.75	431.36	439.87	444.91	435.93	少数股东损益	15.44	38.12	45.74	54.89	65.86
其他	43.71	1.29	1.29	1.29	1.29	<b>归属母公司净利润</b>	<b>128.26</b>	<b>163.07</b>	<b>189.65</b>	<b>229.68</b>	<b>277.28</b>
<b>非流动负债</b>	<b>104.79</b>	<b>52.44</b>	<b>55.06</b>	<b>55.06</b>	<b>60.57</b>	EBIT	177.39	250.77	293.88	355.11	428.08
长期借款	104.79	52.44	55.06	55.06	60.57	EBITDA	131.93	195.05	232.59	287.69	353.92
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
<b>负债总计</b>	<b>523.48</b>	<b>495.31</b>	<b>506.44</b>	<b>511.48</b>	<b>508.01</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
少数股东权益	128.18	166.30	212.03	266.92	332.78	每股收益 (元)	0.82	0.38	0.45	0.54	0.65
归属母公司股东权益	964.51	1008.67	1198.32	1427.99	1705.27	每股净资产 (元)	6.13	2.37	2.82	3.36	4.01
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1616.17</b>	<b>1503.98</b>	<b>1704.76</b>	<b>1939.47</b>	<b>2213.28</b>	发行在外股份 (百万股)	157.27	425.3	425.3	425.3	425.3
						ROIC (%)	11.97%	16.26%	16.81%	17.85%	18.86%
						ROE (%)	11.74%	13.88%	13.45%	13.55%	13.61%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	毛利率 (%)	61.83%	57.80%	56.00%	56.00%	56.00%
经营活动现金流	-13.21	89.56	98.52	108.37	119.20	EBIT Margin (%)	33.04%	34.85%	35.52%	36.37%	37.15%
投资活动现金流	-138.02	-35.89	-40	-40	-40	销售净利率 (%)	23.89%	22.66%	22.92%	23.52%	24.07%
筹资活动现金流	-71.26	-9.84	-11.5	-11.5	-11.5	资产负债率 (%)	32.39%	29.65%	26.42%	23.18%	19.95%
汇率变动对现金的影响	0	0	0	0	0	收入增长率 (%)	56.26%	34.00%	15.00%	18.00%	18.00%
现金净增加额	-222.49	43.83	47.02	56.87	67.70	净利润增长率 (%)	30.57%	27.14%	16.30%	21.11%	20.73%
折旧和摊销	45.46	55.72	61.29	67.42	74.16	P/E	50	40	34	28	23
资本开支	19.16	45.89	45.89	45.89	45.89	P/B	6	6	5	5	4
营运资本变动	548.49	90.00	66.53	68.85	61.22	EV/EBITDA	49	36	30	24	20
企业自由现金流	-349.34	164.19	235.24	298.71	384.19						

资料来源：东吴证券研究所



## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>