

仟源医药（300254）

正式收购联合利康，发展医学检验业务 增持（维持）

2016年1月13日

盈利预测与估值

项目	2015E	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	652.5	759.5	885.7	1,098.2
同比（%）	2.6%	16.4%	16.6%	24.0%
归属母公司净利润 （百万元）	39.7	45.9	53.2	63.9
同比（%）	-3.1%	15.5%	16.0%	20.0%
毛利率（%）	67.4%	65.2%	64.1%	62.5%
摊薄每股收益（元）	0.23	0.26	0.31	0.37

证券分析师 洪阳

执业资格证书号码：

S0600513060001

0512-62938572

Hongyang614@gmail.com

投资要点

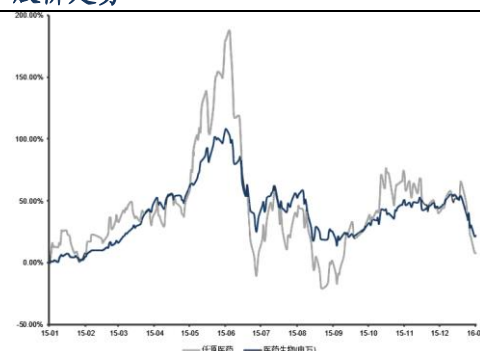
■ **正式收购联合利康，发展医学检验业务：**2016年1月，仟源医药计划以3506万元的价格收购王牧、罗亚芬持有的无锡联合利康100%的股权，并计划向其联合利康增资500万元。通过收购具有医疗机构执业资质和医学检验能力的专业医学检验机构，仟源医药布局医学诊断业务。未来通过联合利康成熟的医学检测业务，公司融合已有的孕环境检测和婴儿基因保存等妇幼业务，借助已有市场资源、管理团队优势，发展医学检验的整体解决方案，增强公司在健康领域的竞争力。

■ **拥有新生儿免疫检测等多项专利检测技术，联合利康立足江苏辐射长三角地区市场：**无锡联合利康是江苏省内规模最大的独立医学检验实验室之一，拥有临检、生化、免疫、分子生物学、病理等方向的实验室和无锡医学检验工程技术研究中心。目前联合利康拥有已授权专利4篇，其中两篇为涉及糖化血红蛋白分析系统的应用专利，另外两篇专利涉及新生儿免疫系统T细胞水平、B细胞水平的筛查，是新生儿免疫系统功能筛查专利技术。无锡联合利康检验业务全面，涵盖检验项目丰富，检验内容涉及肿瘤标志物、甲状腺功能、性激素、肝炎、肝功能、心肌酶、糖尿病、免疫相关、PCR项目等重大疾病，该中心还涉及不孕不育、优生优育等与仟源医药相关的特色业务。无锡联合利康在2014年、2015年1-10月的营业收入分别为992万元、833万元，分别实现净利润161万元、98万元。2015年第三方医学检测市场份额约为医学检验市场的3%，分级诊疗等政策利好下，第三方检验业务发展迅速。配合公司已有的妇幼健康业务资源和入口，以联合利康为基础，仟源医药发展妇幼健康为特色多领域协同发展的医学检验业务。

■ **盈利预测与投资建议：**在完成系列收购后，公司立足于为孕产妇及婴幼儿提供从孕期到婴幼儿期的全套健康解决方案，逐步发展妇幼健康为特色多领域协同发展的医学检验业务。预计公司2015-2017年EPS分别为0.23、0.26、0.31，对应PE为148.9倍、128.9倍、111.1倍，我们给予公司“增持”评级。

■ **风险提示：**（1）公司治理结构风险；（2）市场激烈竞争导致产品降价风险。

股价走势



市场数据

收盘价（元）	23.24
一年最低价/最高价	16.98 / 72.55
市净率	5.06
流通A股市值（百万元）	2438.7

基础数据

每股净资产（元）	4.57
资产负债率（%）	27.20
总股本（百万股）	174.00
流通A股（百万股）	105.00

相关报告

并仟源医药：并购转型成功，掘金二胎政策

红利—— 2015.12.24

1. 正式收购联合利康，增强医学检验业务实力

2015 年 11 月，仟源医药就与无锡联合利康临床检验所达成股权转让框架协议，待无锡联合利康以新设公司方式续存后将收购其 100% 的股份。随后 2016 年 1 月，仟源医药正式计划以 3506 万元的价格收购王牧、罗亚芬持有的无锡联合利康临床检验所 100% 的股权，并计划向其增资 500 万元。通过收购具有医疗机构执业资质和医学检验能力的专业医学检验机构，仟源医药布局医学诊断业务。未来通过联合利康成熟的医学检测业务，公司融合已有的孕环境检测和婴儿基因保存等妇幼业务，借助已有市场资源、管理团队优势，发展医学检验的整体解决方案，增强公司在健康领域的竞争力。

图表 1：无锡联合利康临床检验所有限公司



资料来源：公司网站，东吴证券研究所

图表 2：仟源医药收购无锡联合利康概况

时间	资金	备注
王牧	2629.5 万元	收购其联合利康的 75% 的股权
罗亚芬	876.5 万元	收购其联合利康的 25% 的股权
向联合利康增资	500 万元	增加联合利康注册资本
合计	4006 万元	联合利康 100% 由仟源医药控股，注册资本增加至 1700 万元，本次收购 PE=21.8 (2014)、PB=1.66 (2015)

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

无锡联合利康成立于 2006 年，中心面积超过 2000 平方米，是江苏省内规模最大的独立实验室之一，拥有临检、生化、免疫、分子生物学、病理等方向的实验室和无锡医学检验工程技术研究中心。该医学检验中心拥有一支由国内检验、病理、临床各专业领域的教授组成的专家团队，在 ISO17025 标准实施的基础上，积极导入 ISO15189 的标准化质量管理体系，通过对人、机、料、环、法的全面控制，实现了样本分析前、分析中、分析后的全面质量掌控，并以网络化、数字化的管理模式，搭建了与客户及时交流与充分共享的信息化平台。目前联合利康拥有已授权专利 4 篇，其中两篇为涉及使用高效液相的糖化血红蛋白分析系统的应用专利，另外两篇专利涉及新生儿免疫系统 T 细胞水平、B 细胞水平的筛查，是新生儿免疫系统功能筛查专利技术。

图表 3: 无锡联合利康拥有专利情况一览

专利号	专利名称	备注
ZL 201220264797	液相色谱系统采样阀	已授权, 属于联合利康新设公司, 涉及糖化血红蛋白分析系统的应用型专利
CN 201220264798	一种用于液态样本分析的二维坐标式自动采样臂系统	已授权, 属于联合利康新设公司, 涉及糖化血红蛋白分析系统的应用型专利
CN 201210471999	一种定量检测 TRECs 基因的实时荧光定量 PCR 试剂盒及应用	已授权, 该试剂盒可应用于检测新生儿免疫系统 T 细胞水平, 临床上用于新生儿免疫系统功能筛查
CN 201210470713	一种定量检测 TRECs 和 KRECs 基因的实时荧光定量 PCR 试剂盒以及应用	已授权, 该试剂盒可以快速地联合筛查新生儿免疫系统 T 细胞水平和 B 细胞水平, 临床上用于新生儿免疫系统功能筛查

资料来源: Google patent, 东吴证券研究所

技术上, 无锡联合利康拥有糖化血红蛋白分析系统相关专利背景, 检验业务全面技术涵盖内容丰富, 检验内容涉及肿瘤标志物、甲状腺功能、性激素、肝炎、肝功能、心肌酶、糖尿病、免疫相关、PCR 项目等重大疾病相关检测, 该中心还涉及不孕不育、优生优育等与仟源医药相关的特色业务。无锡联合利康在 2014 年、2015 年 1-10 月的营业收入分别为 992 万元、833 万元, 分别实现净利润 161 万元、98 万元。

图表 4: 无锡联合利康医学部分检测项目一览

检测大类	检测项目	备注
肿瘤标志物	甲胎蛋白 (AFP)、癌胚抗原 (CEA)、糖类抗原 199 (CA199)、糖类抗原 125 (CA125)、糖类抗原 153 (CA153)、铁蛋白测定 (FER)、前列腺特异性抗原 (PSA)、游离前列腺特异性抗原 (F-PSA) 等	用于原发性肝癌、消化道癌症、胃肠道、呼吸道、泌尿道、乳腺和卵巢等肿瘤的诊断和病情判断, 电化学发光法
甲状腺功能	血清促甲状腺激素 (TSH)、血清三碘甲状腺原氨酸 (T3)、游离三碘甲状腺原氨酸 (FT3)、抗甲状腺激素受体抗体 (TR-Ab)、反 T3 等	甲状腺功能紊乱、甲亢和甲减等甲状腺疾病, 涉及电化学发光法、放免法
性激素	促黄体生成素 (LH)、雌二醇 (E2) 血浆皮质醇 (CORT) 等指标	女性生殖健康、男性生殖健康等相关性激素指标检测、电化学发光法

肝纤维化及肝功能检测	透明质酸酶 (HA)、层粘连蛋白 (CN 或 LN)、IV 型胶原、III 型前胶原, 总胆红素、白蛋白、球蛋白等指标	肝纤维化四项指标, 肝功能指标, 放射免疫法、酶动力学法等
肝炎系列	乙肝表面抗原 (HBsAg)、丁肝 IgM、戊肝抗体 IgM、丙肝抗体等指标	感染性肝炎相关检测, 酶联免疫法
优生优育	弓形虫抗体、风疹病毒抗体等优生四项, 血型抗体效价测定、直接抗人球蛋白试验等新生儿溶血症等疾病的诊断	产前诊断等项目, 酶免法等检测方法
不孕不育	抗子宫内膜总抗体、人 β -绒毛膜促性腺激素等指标	辅助性诊断免疫性不孕不育症, 酶免法、电化学发光法
其他	心肌酶、糖尿病、免疫相关、PCR 等检测	涉及多种疾病, 使用免疫学法、电化学发光法等方法

资料来源: Google patent, 东吴证券研究所

目前第三方医学检验行业每年行业增速 20%以上, 远超化学药、中药等制药工业增速, 处于快速增长阶段。按照医学检验业务占医院收入 8%到 10%的比例计算, 2014 年医学检验行业市场规模可达 1500 亿元。2015 年第三方医学检验机构大约只占国内医学检验市场份额的 3%。国家相关政策利好不断, 2015 年国家加速推进分级诊疗制度, 计划 2020 年在全国建立起比较完善的分级诊疗系统, 形成基层首诊、双向转诊、急慢分治、上下联动的分级诊疗模式。作为支撑分级诊疗真正落地的第三方检验外包服务, 可大大提高基层医疗机构检测服务的数量和质量, 快速弥补诊断能力差距, 第三方医学检验机构有望分享这一巨大市场蛋糕。目前国内最大医疗检验企业有金域检验、赛迪诺以及迪安诊断和达安基因两家上市公司。

仟源医药目前在妇幼健康已有较好布局, 在完成对恩氏基因整合和收购后, 公司已经在孕婴保健产品及技术服务领域形成了产品系列, 从备孕期的孕环境检测服务, 到孕期的孕妇保健食品, 再到新生儿出生后的基因保存服务及维生素补充药品, 能够为孕产妇及婴幼儿提供从备孕期到婴幼儿期的全套健康解决方案。收购无锡联合利康后, 仟源医药获得第三方医学检验中心, 医学检验能力得到增强。配合仟源医药已有妇幼健康业务的资源及检测入口, 无锡联合利康使公司具备发展妇幼健康为特色、多领域协同发展的医学检测业务。

2. 盈利预测

关键假设:

1、我们预计 2015 年仟源医药实现营业收入 6.53 亿元, 同比增长 2.59%, 到 2016 年总营收预计可达 7.60 亿元, 同比增加 16.4%。

2、仟源医药的营收根据收入来源可分为抗感染药物、泌尿系统用药、保健品、儿童用药、DNA 基因保存及孕环境检测服务等关键部分。预计 2015-2016 年抗感染药物收入分别为 1.81 亿元和 1.96 亿元; 预计 2015-2016 年泌尿系统用药收入分别为 1.36 亿元和 1.65 亿元; 预计 2015-2016 年保健品收入分别为 1.03 亿元和 1.22 亿元; 预计 2015-2016 年儿童用药收入分别为 5860 万元和 7030 万元。预计 DNA 基因保存及孕环境检测服务 2015-2016 年收入达到 1500 万元和 1800 万元。

3、我们预计公司 2015-2016 年归属母公司净利润分别为 3970 万元和 4590 万元, 分别同比增长-3.1%和 15.5%, 对应 EPS 为 0.23 和 0.26。

3. 投资建议

在完成收购后, 公司立足于为孕产妇及婴幼儿提供从孕期到婴幼儿期的全套健康解决方案, 逐步发展妇幼健康为特色多领域协同发展的医学检验业务。预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.23、0.26、0.31, 对应 PE 为 148.9 倍、128.9 倍、111.1 倍, 我们给予公司“增持”评级。

4. 投资风险

- 1、公司治理结构风险;
- 2、市场激烈竞争导致产品降价风险。

图表 13: 公司盈利假设性预测

产品	项目	2014A	2015E	2016E	2017E
抗感染药	收入(百万元)	206.5	181.2	195.7	205.5
	增长率	-5.4%	-12.2%	8.0%	5.0%
泌尿系统用药	收入(百万元)	109.9	136.2	164.8	201.1
	增长率	46.3%	24.0%	21.0%	22.0%
保健品	收入(百万元)	109.9	103.0	121.5	144.6
	增长率	227%	-6.3%	18.0%	19.0%
儿童用药	收入(百万元)	56.7	58.6	70.3	84.3
呼吸系统药	收入(百万元)	39.2	44.2	49.1	54.5
医药原料及中间体	收入(百万元)	24.8	31.3	30.7	30.0
DNA 基因保存及孕环境检测服务	收入(百万元)	17.7	15.0	18.0	21.6
其他	收入(百万元)	89.1	98.01	127.4	165.6
总收入	收入	636.0	652.5	759.5	885.7
	增长率	27.3%	2.6%	16.4%	16.6%

资料来源: 东吴证券研究所

仟源医药(300254)主要财务数据及估值 (百万元)

资产负债表(百万元)	2015E	2016E	2017E	2018E	利润表(百万元)	2015E	2016E	2017E	2018E
流动资产	306.3	330.8	360.6	418.3	营业收入	652.5	759.5	885.7	1098.2
现金	168.8	182.3	198.7	230.5	营业成本	569.5	655.0	759.1	933.7
应收款项	144.8	156.4	170.5	197.7	营业税金及附加	8.7	10.0	11.5	13.9
存货	79.6	86.0	93.7	108.7	销售费用	191.4	208.6	227.4	263.8
预付款项	7.8	8.5	9.2	10.7	管理费用	104.5	110.7	117.4	136.2
非流动资产	963.8	980.7	1078.8	1251.4	财务费用	7.8	8.2	8.7	10.0
长期股权投资	34.3	35.2	36.3	36.5	投资净收益	-0.3	0.2	0.2	0.3
固定资产	272.3	282.6	298.7	308.4	资产减值损失	5.0	5.0	5.0	5.0
无形资产	84.5	85.1	89.6	94.2	营业利润	74.2	94.5	115.1	150.7
其他	2.9	3.2	3.6	3.9	营业外净收支	2.5	2.5	2.5	2.5
资产总计	1270.1	1311.5	1439.4	1669.7	利润总额	76.7	97.0	117.6	153.2
流动负债	302.0	326.1	355.5	412.4	所得税费用	7.6	9.7	11.8	15.3
短期借款	83.1	89.9	94.6	101.5	少数股东损益	2.60	2.88	3.20	3.78
应付账款	54.3	60.2	65.9	70.1	归属母公司净利润	39.7	45.9	53.2	63.9
其他	82.6	86.9	90.6	97.1	EBIT	56.0	65.6	76.5	93.1
非流动负债	85.0	86.3	91.2	98.7	EBITDA	82.3	93.4	106.4	124.7
长期借款	70.0	75.1	79.8	81.4					
其他	15.0	11.2	11.4	17.3	重要财务与估值指标	2015E	2016E	2017E	2018E
负债总计	387.0	412.4	446.7	511.1	每股收益(元)	0.23	0.26	0.31	0.37
少数股东权益	85.6	87.1	96.2	112.3	每股净资产(元)	4.57	4.67	5.15	6.01
归属母公司股东权益	797.5	811.9	896.5	1046.3	发行在外股份(百万股)	174	174	174	174
负债和股东权益总计	1184.5	1224.4	1343.2	1557.4	ROIC(%)	7.20%	7.90%	7.93%	8.10%
					ROE(%)	4.50%	5.11%	5.36%	5.52%
现金流量表(百万元)	2015E	2016E	2017E	2018E	毛利率(%)	67.40%	65.20%	64.10%	62.50%
经营活动现金流	30.1	33.6	37.0	44.4	股息率	0.68%	0.76%	0.91%	1.09%
投资活动现金流	-141.2	-125.1	-102.6	-99.6	销售净利率(%)	6.08%	6.04%	6.01%	5.82%
筹资活动现金流	121.8	131.2	135.6	139.5	资产负债率(%)	30.47%	31.45%	31.03%	30.61%
现金净增加额	10.7	39.7	70.0	84.3	收入增长率(%)	2.60%	16.40%	16.60%	24.00%
折旧和摊销	26.3	27.8	29.9	31.6	净利润增长率(%)	-3.10%	15.50%	16.00%	20.00%
无形资产摊销	13.1	13.6	14.1	15.2	P/E	147.8	130.8	109.7	91.9
长期待摊费用摊销	0.75	0.78	0.81	0.87	P/B	7.4	7.3	6.6	5.7
现金及现金等价物净增加额	10.7	39.7	70.0	84.3	EV/EBITDA	76.2	67.1	59.0	50.7

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>

