

2016 年 08 月 22 日

公司研究·证券研究报告

利德曼 (300289.SZ)

公司快报

布局 IVD 全产品线，有望实现多点开花

投资要点

- ◆ **事件** 公司 2016 年上半年营业收入 2.57 亿元，同比下降 14.15%，归母净利润 3543 万元，同比下降 27.51%，EPS 为 0.08 元。
- ◆ **体外诊断试剂仍为主要收入来源**：分产品看，公司体外诊断试剂收入 2.13 亿元，占比 85.23%（去年同期为 82.27%），仍是公司收入的主要来源；生物化学原料收入 646.75 万元，占比 2.58%（去年同期为 2.25%）；仪器收入 3051.85 万元，占比 12.19%（去年同期为 15.45%）。费用方面，公司上半年销售费用 2683.01 万元，同比上升 47.85%，主要由于本期新产品注册费增加以及加大了市场推广力度；管理费用 5009.32 万元，同比下降 12.72%，主要由于折旧费和股份支付费用降低；财务费用 447.93 万元，同比下降 40.74%，主要由于本期利息支出下降。
- ◆ **收购德赛中国，增强生化诊断竞争力**：2014 年公司发布公告，收购德赛系统和德赛产品，其产品主要包括临床化学试剂、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，同时拥有世界上较为先进的免疫透射比浊试剂，是对公司产品线的重要补充，大大增强了公司在生化诊断领域的竞争力水平。
- ◆ **化学发光产品逐渐上市，业绩放量在即**：公司自主研发的 CI1000 化学发光分析仪于 2014 年 7 月上市，2015 年全年销售量超过 100 台，公司预计今年销售量比去年翻一番，同时 2015 年 CI2000 已正式立项，针对基层医院开发的 CI800 也已开始预研。公司代理的 IDS 化学发光仪可兼容化学发光免疫、生化及凝血分析等多模块，该仪器及 4 项试剂及其质控产品也已取得《医疗器械注册证》，于 2015 年 8 月正式推向市场，目前已在多家三甲医院装机，该系列产品极大地丰富了公司的免疫产品线，使公司在国内拥有化学发光技术的生产企业中，成为少数几家既有自主研发品牌，又有国外合作品牌的医疗器械生产企业。
- ◆ **合资设立英格曼，布局 POCT-分子诊断领域**：公司与 Enigma 合资设立英格曼，Enigma 开发的迷你实验室 Enigma ML 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，具有实时的聚合酶链式反应能力与现时及未来的疾病监测路径，是 POCT 应用和分子诊断技术的完美结合。英格曼主要负责 Enigma ML 系统在中国境内、香港、澳门的商业化，公司借助英格曼积极布局 POCT-分子诊断领域，有望成为公司新的业绩增长点。
- ◆ **投资建议**：公司积极布局 IVD 全产品线，通过收购德赛中国深入布局生化诊断市场，通过自主产品 CI1000 化学发光分析仪及代理的 IDS 化学发光仪进入化学发光市场，通过负责 Enigma ML 在国内的销售开启 POCT-分子诊断领域，产品覆盖了生化、免疫、分子和 POCT 技术平台，未来有望实现全产品多点开花。我们预测公司 2016 年至 2018 年每股收益分别为 0.43、0.50 和 0.62 元，给予增持-A 建议，6 个月目标价为 15 元，相当于 16 年 35 倍的动态市盈率。

医药 | 化学制剂 III

增持-A(首次)

投资评级

6 个月目标价

15 元

股价(2016-08-19)

13.98 元

交易数据

总市值（百万元）	5,822.76
流通市值（百万元）	4,281.65
总股本（百万股）	424.09
流通股本（百万股）	311.85
12 个月价格区间	11.60/51.80 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.16	1.61	-16.45
绝对收益	-5.31	10.58	-28.53

分析师

徐曼
SAC 执业证书编号：S0910516020001
xuman@huajinsc.cn
021-20655643

报告联系人

郑巧
zhengqiao@huajinsc.cn
021-20655738

相关报告

◆ **风险提示：**体外诊断市场不达预期、竞争加剧

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	537.0	681.7	743.0	847.1	1,041.9
同比增长(%)	56.3%	26.9%	9.0%	14.0%	23.0%
营业利润(百万元)	161.7	198.5	245.0	278.0	343.5
同比增长(%)	29.1%	22.7%	23.4%	13.5%	23.6%
净利润(百万元)	128.3	157.2	183.0	213.7	261.2
同比增长(%)	16.5%	22.6%	16.4%	16.8%	22.2%
每股收益(元)	0.30	0.37	0.43	0.50	0.62
PE	45.4	37.0	31.8	27.2	22.3
PB	6.0	4.9	4.3	3.8	3.3

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	537.0	681.7	743.0	847.1	1,041.9	年增长率					
减:营业成本	205.0	287.9	290.4	337.4	420.7	营业收入增长率	56.3%	26.9%	9.0%	14.0%	23.0%
营业税费	5.2	7.8	8.0	9.0	11.5	营业利润增长率	29.1%	22.7%	23.4%	13.5%	23.6%
销售费用	41.3	43.5	62.2	63.4	77.2	净利润增长率	16.5%	22.6%	16.4%	16.8%	22.2%
管理费用	103.3	120.1	130.7	153.7	185.3	EBITDA 增长率	60.2%	22.4%	11.9%	10.2%	19.7%
财务费用	9.6	14.9	-0.6	-3.5	-4.7	EBIT 增长率	44.8%	24.6%	14.5%	12.3%	23.4%
资产减值损失	10.8	8.9	7.4	9.0	8.4	NOPLAT 增长率	44.5%	23.9%	15.0%	12.2%	23.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	44.7%	5.6%	-25.6%	46.2%	-24.0%
投资和汇兑收益	-	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	净资产增长率	28.4%	15.3%	16.8%	14.1%	15.2%
营业利润	161.7	198.5	245.0	278.0	343.5	盈利能力					
加:营业外净收支	6.1	10.6	6.5	7.7	8.3	毛利率	61.8%	57.8%	60.9%	60.2%	59.6%
利润总额	167.8	209.1	251.6	285.7	351.8	营业利润率	30.1%	29.1%	33.0%	32.8%	33.0%
减:所得税	24.1	30.9	36.3	41.5	51.3	净利润率	23.9%	23.1%	24.6%	25.2%	25.1%
净利润	128.3	157.2	183.0	213.7	261.2	EBITDA/营业收入	40.3%	38.9%	39.9%	38.6%	37.5%
						EBIT/营业收入	31.9%	31.3%	32.9%	32.4%	32.5%
资产负债表						偿债能力					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	资产负债率	32.4%	24.0%	25.6%	18.0%	24.7%
货币资金	105.1	177.8	626.4	450.5	1,011.8	负债权益比	47.9%	31.6%	34.4%	22.0%	32.7%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.59	2.05	2.30	3.62	2.99
应收帐款	343.3	354.9	304.4	486.7	501.6	速动比率	1.36	1.85	2.07	3.31	2.74
应收票据	114.3	112.1	36.8	178.9	94.5	利息保障倍数	17.83	14.30	-394.46	-79.16	-71.94
预付帐款	4.3	8.6	25.2	3.4	31.2	营运能力					
存货	94.8	71.5	109.7	102.8	154.1	固定资产周转天数	451	357	311	253	189
其他流动资产	2.4	1.9	2.6	2.3	2.3	流动营业资本周转天数	96	147	96	126	138
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	403	367	444	495	522
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	160	184	160	168	171
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	47	44	44	45	44
投资性房地产	45.2	44.2	44.2	44.2	44.2	总资产周转天数	959	865	881	855	797
固定资产	686.7	666.3	618.7	571.1	523.4	投资资本周转天数	621	595	488	450	382
在建工程	5.4	6.7	6.7	6.7	6.7	费用率					
无形资产	45.2	40.7	36.2	31.7	27.3	销售费用率	7.7%	6.4%	8.4%	7.5%	7.4%
其他非流动资产	169.4	173.9	166.2	168.8	168.8	管理费用率	19.2%	17.6%	17.6%	18.1%	17.8%
资产总额	1,616.2	1,658.7	1,977.2	2,047.2	2,565.8	财务费用率	1.8%	2.2%	-0.1%	-0.4%	-0.5%
短期债务	10.2	19.7	-	-	-	三费/营业收入	28.7%	26.2%	25.9%	25.2%	24.7%
应付帐款	176.0	114.3	310.8	125.0	392.4	投资回报率					
应付票据	-	-	4.2	0.8	1.9	ROE	13.3%	13.2%	13.4%	13.9%	14.9%
其他流动负债	232.4	221.1	166.4	212.7	205.2	ROA	8.9%	10.7%	10.9%	11.9%	11.7%
长期借款	80.5	-	-	-	-	ROIC	19.4%	16.6%	18.1%	27.3%	23.0%
其他非流动负债	24.3	43.7	24.9	31.0	33.2	分红指标					
负债总额	523.5	398.8	506.2	369.5	632.7	DPS(元)	0.06	0.06	0.08	0.09	0.11
少数股东权益	128.2	73.0	105.2	135.8	175.0	分红比率	18.4%	16.2%	18.0%	17.5%	17.3%
股本	157.3	424.1	423.8	423.8	423.8	股息收益率	0.4%	0.4%	0.6%	0.6%	0.8%
留存收益	851.0	792.0	941.9	1,118.2	1,334.2						
股东权益	1,092.7	1,259.9	1,471.0	1,677.7	1,933.1						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	143.7	178.1	183.0	213.7	261.2	EPS(元)	0.30	0.37	0.43	0.50	0.62
加:折旧和摊销	45.5	53.2	52.1	52.1	52.1	BVPS(元)	2.27	2.80	3.22	3.64	4.15
资产减值准备	10.8	8.9	-	-	-	PE(X)	45.4	37.0	31.8	27.2	22.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	6.0	4.9	4.3	3.8	3.3
财务费用	10.2	14.5	-0.6	-3.5	-4.7	P/FCF	-20.8	88.0	14.1	-35.0	10.3
投资损失	-	0.0	0.0	0.0	0.0	P/S	10.8	8.5	7.8	6.9	5.6
少数股东损益	15.4	20.9	32.3	30.5	39.3	EV/EBITDA	10.6	21.9	17.9	16.9	12.8
营运资金的变动	-128.4	-94.7	251.9	-457.8	253.5	CAGR(%)	19.3%	19.0%	25.1%	19.3%	19.0%
经营活动产生现金流量	-13.2	177.8	518.7	-164.9	601.4	PEG	2.3	1.9	1.3	1.4	1.2
投资活动产生现金流量	-138.0	-24.7	-0.0	-0.0	-0.0	ROIC/WACC	1.8	1.6	1.7	2.6	2.2
融资活动产生现金流量	-71.3	-80.3	-70.0	-11.0	-40.1						

资料来源: Wind 资讯华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

徐曼声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券有限责任公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券有限责任公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn