



Research and  
Development Center

# 渠道整合效应逐渐释放，业绩回暖

—— 利德曼（300289.SZ）深度报告

2018年8月10日

李惜沅 医药行业分析师  
吴临平 医药行业分析师  
龚琴容 研究助理

## 证券研究报告

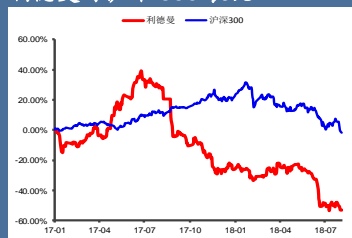
### 公司研究——跟踪报告

#### 利德曼 (300289.SZ)



上次评级: 买入

#### 利德曼对沪深 300 表现



资料来源: 信达证券研发中心

#### 公司主要数据 (2018.8.9)

收盘价(元)	6.03
52周内股价波动区间(元)	15.91-5.8
最近一月涨跌幅(%)	-2.58
总股本(亿股)	4.24
流通A股比例(%)	77.36
总市值(亿元)	25.56

资料来源: 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO.,LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

李惜浣 行业分析师  
执业编号: S1500512040001  
联系电话: +86 10 8332 6736  
邮箱: lixihuan@cindasc.com

吴临平 行业分析师  
执业编号: S1500514070004  
联系电话: +86 10 8332 6738  
邮箱: wulinping@cindasc.com

龚琴容 研究助理  
联系电话: +86 10 8332 6750  
邮箱: gongqinrong@cindasc.com

## 渠道整合效应逐渐释放, 业绩回暖

2018年8月10日

### 本期内容提要:

- ◆ **公司业绩逐渐回暖。**公司控股股东迈迪卡股权结构发生较大改变, 但是实际控制人仍为沈广仟先生。公司从上市以来到 2015 年, 营业收入和净利润都保持正的增长, 2016 年业绩出现大幅度下滑, 直到 2017 年三季度才逐渐恢复。
- ◆ **产品线丰富, 后续业绩有望继续增长。**公司现有产品线包括生化诊断、免疫诊断中的化学发光、凝血类诊断, 均属于 IVD 中市场规模较大的几个细分行业; 正在积极布局的分子诊断和 POCT 业务是 IVD 行业未来主要的发展方向。(1) 公司通过收购德赛中国, 提高了在生化诊断领域的竞争力; (2) 目前化学发光业务体量较小, 随着新产品 CI2000 预计今年上市销售以及终端学术推广见效, 预计未来化学发光产品销量能得到大幅度提升; (3) 目前公司拥有 2 项血凝产品注册证书, 血凝业务对公司业绩贡献很小, 血凝分析仪 CM4000 预计今年上市; (4) 与 Enigma 设立合资公司英格曼, 布局 POCT 和分子诊断业务。
- ◆ **渠道整合效应逐渐释放, 业绩回暖。**从国家药品“两票制”执行力度来看, 全国各地陆续执行耗材“两票制”势在必行, 目前已有部分省份开始试点。为了提前应对两票制, 公司整合下游渠道经销商, 与区域性经销商成立合资公司; 并积极探索新的经营模式, 与医院合作产品集中采购业务。公司原营销总监张海涛先生再次出任公司副总裁, 负责销售工作, 对公司营销产生积极的影响。
- ◆ **盈利预测与投资评级:** 我们预测公司 2018-2020 年营业收入分别为 6.29 亿元、7.03 亿元、7.94 亿元; 归属于上市公司股东的净利润分别为 0.89 亿元、0.93 亿元、0.96 亿元; 摊薄 EPS 分别为 0.21、0.22 和 0.23 元; 市盈率 PE 分别为 29、27、27 倍。参照生化诊断行业平均市盈率, 公司 2018 年市盈率低于可比公司平均值, 给予公司“增持”评级。
- ◆ **股价催化剂:** 新产品上市销售、渠道整合效应逐渐释放。
- ◆ **风险因素:** 医疗器械实行“两票制”风险、主营业务收入集中风险、化学发光业务放量不及预期、渠道整合效应不及预期、3113.25 万股限售股解禁, 有可能减持。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	533.39	575.98	629.49	703.18	793.68
增长率 YoY %	-21.75%	7.98%	9.29%	11.71%	12.87%
归属母公司净利润(百万元)	69.65	73.07	88.98	92.97	95.53
增长%	-55.70%	4.91%	21.78%	4.49%	2.75%
毛利率%	55.18%	55.15%	54.59%	52.96%	50.70%
净资产收益率 ROE%	5.74%	5.73%	6.60%	6.52%	6.33%
摊薄 EPS(元)	0.16	0.17	0.21	0.22	0.23
市盈率 P/E(倍)	37	35	29	27	27
市净率 P/B(倍)	2.04	1.95	1.84	1.74	1.65

资料来源: Wind、信达证券研发中心预测

注: 股价取 2018-8-9 日收盘价

## 目 录

公司业绩逐渐回暖 .....	2
控股股东股权结构发生较大改变 .....	2
诊断试剂收入是公司主要收入来源 .....	2
产品线丰富，后续业绩有望继续增长 .....	4
收购德赛中国，公司在生化诊断领域的竞争力进一步提高 .....	6
化学发光业务是公司后续业绩增长点之一 .....	6
血凝分析仪 CM4000 公司预计今年上市 .....	8
积极布局分子诊断业务 .....	9
渠道整合效应逐渐释放，业绩回暖 .....	9
耗材“两票制”部分省市已经开始试点 .....	9
渠道整合效应逐渐释放，业绩回暖 .....	10
3113.25 万股限售股解禁，有可能减持 .....	11
盈利预测及假设 .....	12
风险因素 .....	14

## 表 目 录

表 1：国内主要化学发光仪器统计 .....	6
表 2：国内凝血分析仪统计 .....	8
表 3：各省耗材“两票制”实施进展情况 .....	10
表 4：公司渠道整合情况 .....	10
表 5：解禁限售股情况 .....	12
表 6：公司与 A 股生化诊断企业主要财务数据对比 .....	13

## 图 目 录

图 1：利德曼股权结构 .....	2
图 2：2013-2017 年公司营业收入构成（%） .....	3
图 3：2013-2017 年公司毛利构成（%） .....	3
图 4：2013-2017 年公司各项业务毛利率（%） .....	3
图 5：2016 年主要生化诊断企业诊断试剂毛利率 .....	3
图 6：公司上市以来经营业绩 .....	4
图 7：2015 年我国体外诊断市场格局 .....	5
图 8：公司上市以来发展历程 .....	5
图 9：2016 年单台化学发光仪器试剂收入（万元） .....	8

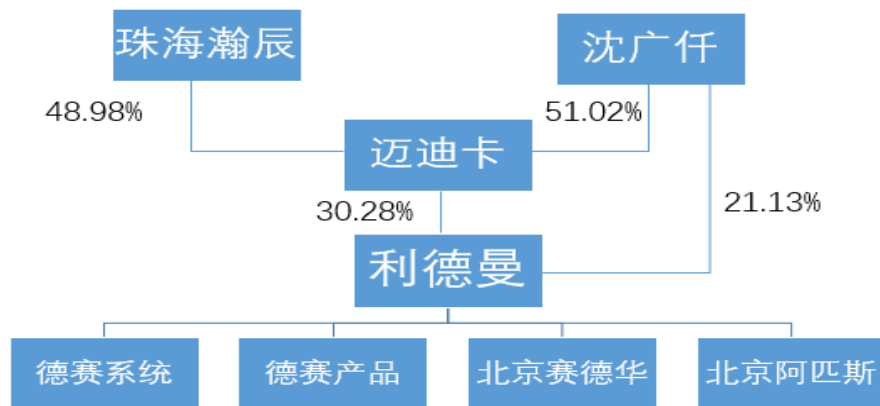
## 公司业绩逐渐回暖

### 控股股东股权结构发生较大改变

公司从 2012 年上市以来，控股股东一直是北京迈迪卡科技有限公司。近期控股股东股权结构发生较大改变，两大股东持股比例由沈广仟先生（持有 80% 股权）及其妻子孙茜（持有 20% 股权）变更为沈广仟（51.02%）和珠海瀚辰（48.98%），其中珠海瀚辰的实际控制人是沈广仟先生的妹妹沈桂冬。沈广仟先生直接持有公司 21.13% 股权，通过迈迪卡间接持有 15.45% 股权，合计控制公司 36.58% 股权，仍是公司实际控制人。

公司旗下拥有四家全资子公司，其中德赛诊断系统和德赛诊断产品是通过外延并购取得的，主营生化诊断仪器和试剂的研发、生产及销售；北京赛德华负责医疗器械销售；北京阿匹斯主要负责公司生化原料药的生产与销售。

图 1：利德曼股权结构



资料来源：Wind，信达证券研发中心，截止 2018 年一季度

### 诊断试剂收入是公司主要收入来源

2017 年公司实现营业收入 5.76 亿，其中体外诊断试剂收入为 4.94 亿元，占比 85.83%；仪器收入为 0.52 亿元，仅占 9.01%；生物化学原料收入为 0.16 亿元，仅占 2.84%。

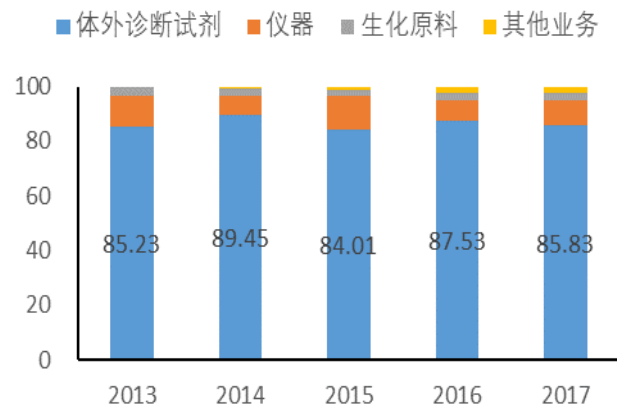
公司各项业务中，盈利能力最高的是体外诊断试剂业务，这主要是由体外诊断行业整体商业模式决定的（低价销售或者免费投放仪器，主要靠试剂销售盈利）：

➤ 从纵向来看，公司体外诊断试剂业务毛利率出现下滑，一方面是生化诊断领域竞争加剧，产品终端价格有小幅缓慢下

滑，另一方面是合并德赛系统和德赛产品（产品毛利率低于利德曼本身）报表导致；

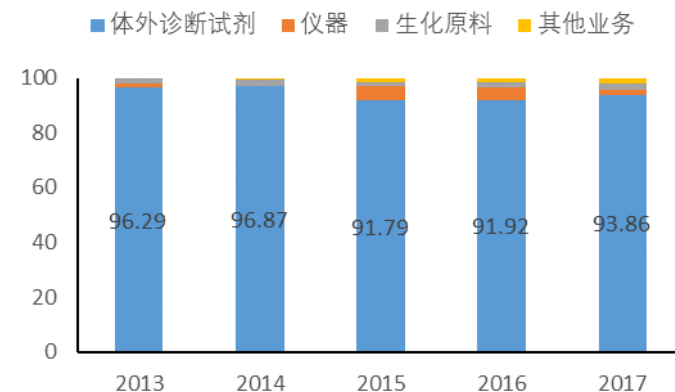
➤ 从横向来看，公司诊断试剂毛利率低于其他生化诊断企业，主要是因为公司大部分产品是通过采取经销模式销售的。

图 2：2013-2017 年公司营业收入构成（%）



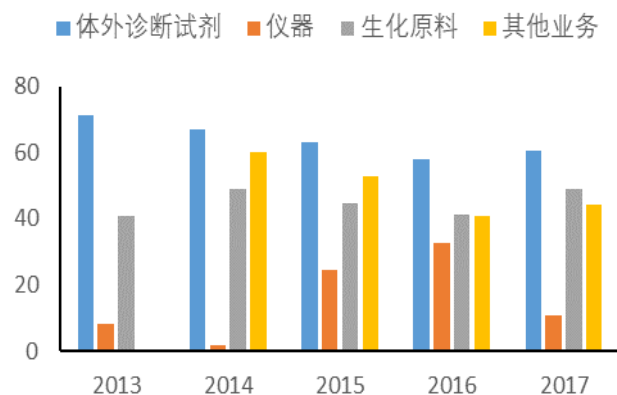
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 3：2013-2017 年公司毛利构成（%）



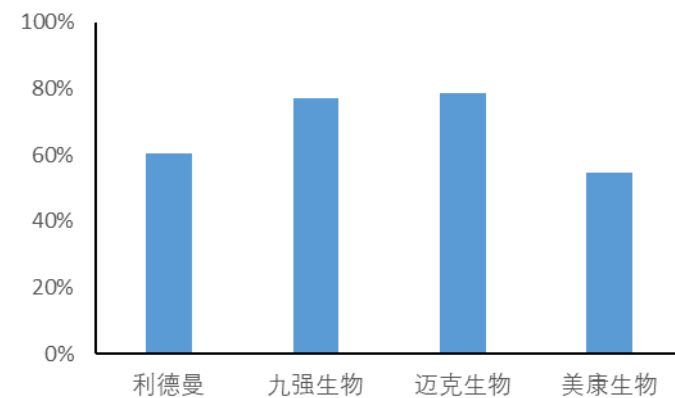
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 4：2013-2017 年公司各项业务毛利率（%）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 5：2016 年主要生化诊断企业诊断试剂毛利率

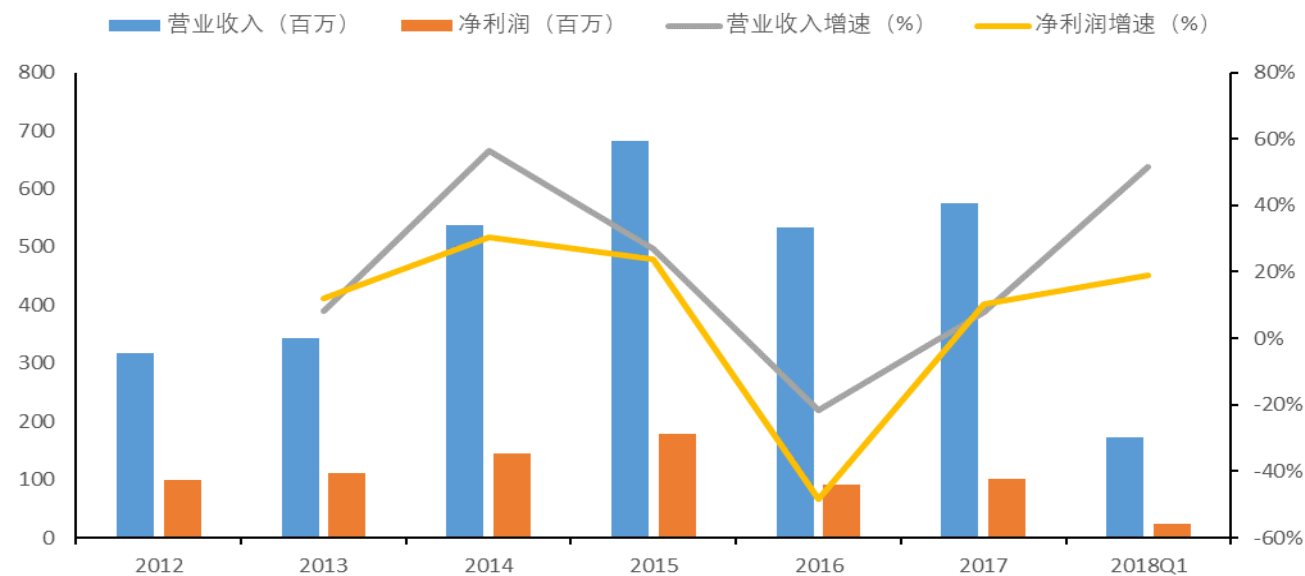


资料来源：Wind，信达证券研发中心

## 业绩已经逐渐复苏

公司从上市以来到 2015 年，营业收入和净利润都保持正的增长。2016 年公司业绩出现大幅度下滑，直到 2017 年第三季度，业绩才逐渐恢复。2018 年一季度，公司实现营业收入 1.72 亿元，同比增长 51.54%；实现净利润 0.23 亿元，同比增长 18.82%。

图 6：公司上市以来经营业绩

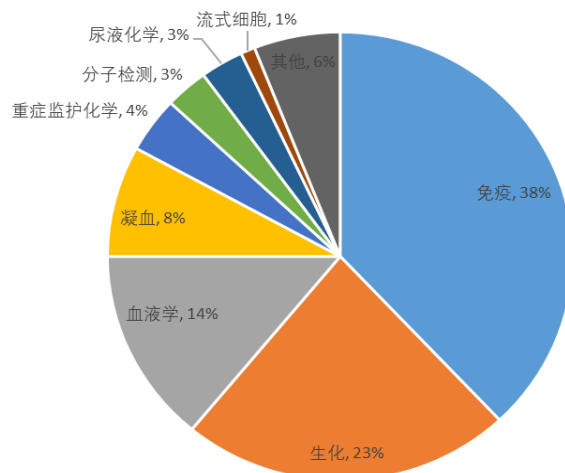


资料来源：公司公告，信达证券研发中心；

## 产品线丰富，后续业绩有望继续增长

根据临床医学检验项目所用技术的不同，体外诊断产品可分为生化诊断、免疫诊断、血糖检测、血液学、微生物学、分子诊断等类别，其中生化诊断和免疫诊断是国内体外诊断行业中市场规模最大的两个细分行业；从市场规模上来看，目前临床上最主要的两种主流检测技术是生化诊断和免疫诊断，二者合计约占 IVD 行业 60% 市场份额，其中免疫诊断已经超过生化诊断，成为体外诊断行业最大的一个细分市场。公司现有产品线包括生化诊断、免疫诊断中的化学发光、凝血类诊断，均属于体外诊断行业中市场规模较大的几个细分行业；正在积极布局的分子诊断和 POCT 业务是 IVD 行业未来主要的发展方向。

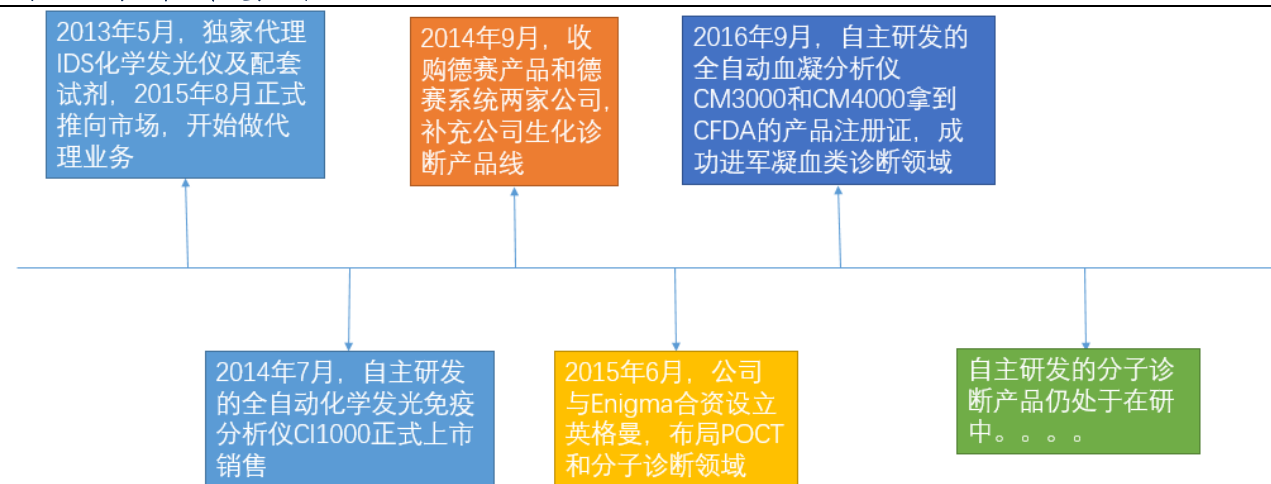
图 7：2015 年我国体外诊断市场格局



资料来源：McEvoy&Farmer，信达证券研发中心；

公司上市之初是一家纯粹的生化诊断企业，上市之后通过自主研发和外延并购方式逐渐拓展 IVD 产品线，布局化学发光、凝血类诊断、POCT、代理医疗器械等几大板块，产品线得到大幅度拓展。

图 8：公司上市以来发展历程



资料来源：公司公告，信达证券研发中心；



## 收购德赛中国，公司在生化诊断领域的竞争力进一步提高

公司从成立到上市期间，只销售自主研发产品。2014 年 9 月收购德国德赛两家子公司（德赛产品+德赛系统），开始开展医疗器械代理业务。公司的经营路径是从自主研发到自主研发和代理产品并存，与一般的体外诊断企业是相反的。这两家公司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，其中德赛系统拥有 77 项诊断试剂产品证书、3 项诊断仪器产品注册证；德赛产品拥有 1 项诊断试剂产品注册证。德国德赛在欧洲被誉为“液体生化试剂之父”，是免疫透射比浊技术的领跑者，此次收购，是对公司生化产品线的重要补充，大大增强了公司在生化诊断领域的竞争力。

生化诊断是我国起步最早、发展最成熟的体外诊断领域，仪器多为开放型，不同厂商生产的试剂可通用。目前，公司拥有 152 项生化诊断试剂产品注册证，产品检测项目可分为 12 大类，涵盖肝脏疾病、肾脏疾病、心血管病、糖尿病、免疫性疾病、代谢性疾病、胰腺炎、凝血与纤溶障碍等主要疾病类型，主要应用于医院的常规检测。

## 化学发光业务是公司后续业绩增长点之一

2013 年 5 月，公司与 IDS 公司签订了《合作研发合同》和《独家代理合同》，独家代理 IDS 产品在中国区的销售。IDS 化学发光仪可兼容化学发光、生化和凝血分析等多种模块，以其独特的骨代谢、钙代谢标志物、生长素、糖尿病、高血压等特殊菜单项目，主要销往三甲医院。

公司拥有两台自主研发全自动化学发光免疫分析仪，其中 CI1000 在 2012 年 10 月拿到《医疗器械产品注册证》，2014 年 7 月正式上市销售，目前医院装机量大概为 150 台；CI2000 于 2015 年 10 月获得《医疗器械产品注册证》，公司预计今年上市销售。化学发光仪器为封闭系统，目前公司拥有配套试剂 36 种，涵盖肿瘤标志物、性激素、甲状腺功能、糖尿病、心肌、炎症、肝纤维化等常规检测菜单，常用于内分泌疾病、肿瘤、炎症、孕检、心血管疾病等蛋白类靶标的检测，基本能覆盖检验科的基础检验。

表 1：国内主要化学发光仪器统计

产品名称	生产厂商	主要性能指标	样本装载	试剂装载	发光原理
CI1000	利德曼	测试速度 180 测试/小时，最长离机时间为 4 小时，百万级宽线性范围， $10^{-19}$ 超微量灵敏度，背景干扰接近 0	100 个，可随时添加样本	24 个，具有恒温冷藏功能	管式发光（磁微粒）
MAGLUMI 4000Plus (4000)		测试速度 280 个/小时；16(15)分钟出第一个结果；24 小时待机，样本	144 个样本；试剂仓和样本仓有独	25 个试剂；射频识别技术瞬间读取试剂盒全部	

		即时检测,可与同型号仪器、生化仪组合互联	立供电的冷藏功能	信息	
<b>MAGLUMI 2000 Plus (2000)</b>	新产业	测试速度 180 个/小时; 17 分钟出第一个结果; 24 小时待机, 样本即时检测,	144 个样本; 试剂仓和样本仓有独立供电的冷藏功能	25 (15) 个试剂; 射频识别技术瞬间读取试剂盒全部信息	管式发光 (磁微粒)
<b>MAGLUMI 1000</b>		测试速度 120 个/小时; 17 分钟出第一个结果; 24 小时待机, 样本即时检测,	144 个样本; 试剂仓和样本仓有独立供电的冷藏功能	15 个试剂; 射频识别技术瞬间读取试剂盒全部信息	
<b>MAGLUMI 800</b>		测试速度 180 个/小时; 17 分钟出第一个结果; 24 小时待机, 样本即时检测,	40 个样本; 试剂仓和样本仓有独立供电的冷藏功能	9 个试剂; 射频识别技术瞬间读取试剂盒全部信息	
<b>MAGLUMI 600</b>		测试速度 180 个/小时; 17 分钟出第一个结果; 24 小时待机, 样本即时检测,	16 个样本; 试剂仓和样本仓有独立供电的冷藏功能	4 个试剂; 射频识别技术瞬间读取试剂盒全部信息	
<b>IS1200</b>	迈克生物	测试速度 120 个/小时	50 个样本	18 个试剂	管式发光 (磁微粒)
<b>卓越 C1800</b>	科华生物	测试速度 180 个/小时			
<b>A2000 Plus</b>	安图生物	测试速度 200 个/小时			

资料来源: 公司公告, 公司官网, 信达证券研发中心

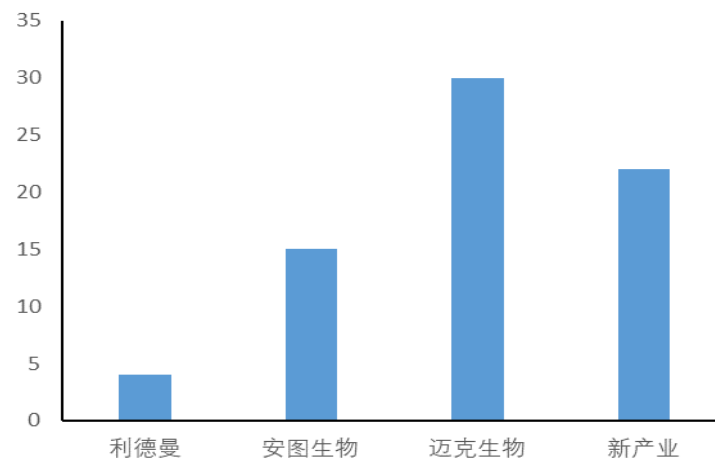
- **目前公司化学发光业务体量较小:** 与化学发光同行业其他公司相比, 公司化学发光业务体量较小, 未能形成规模化效应。从产品种类来看, 新产业作为化学发光龙头企业, 拥有 7 款全自动化学发光免疫分析仪, 配套试剂 102 项, 而公司仅有 2 款分析仪, 配套试剂 36 项; 从仪器保有量来看, 国内化学发光前三大企业新产业、安图生物、迈克生物 2016 年仪器保有量分别为 3246、1570、1420 台, 而公司仅 150 台左右; 从化学发光试剂销售收入来看, 新产业、安图生物、迈克生物 2016 年分别为 6.89 亿、5.47 亿、1.77 亿, 而公司 2016 年化学发光试剂收入大概是 400-500 万元。

公司化学发光业务体量较小主要来自于两方面原因: 1) 相比市场上其他化学发光企业, 公司进入化学发光领域较晚, 产品种类较少; 2) 与公司合作的经销商原本以销售生化产品为主, 对技术含量更高的化学发光产品了解较少, 不熟悉化学发光产品的推广模式, 在终端推广速度上不具备优势。

公司目前销售聚焦化学发光产品, 对经销商进行学术培育, 针对化学发光产品对终端进行学术推广, 我们预计未来化学发光产品销量能得到大幅度提升。另一方面, 新产品 CI2000 公司计划今年上市销售, 由于化学发光系统为封闭系统, 仪器销售必定带动试剂销量上升。

- **单台试剂收入低于同行业其他企业：**新产业、安图生物、迈克生物单台化学发光仪器试剂收入分别在 22 万/台、15 万/台、30 万/台左右，根据公司 2016 年度财务数据计算，公司化学发光仪器单台试剂收入大概是 4 万左右。由于化学发光是封闭系统，仪器投放之后，配套检测试剂有一个放量的过程，随着渠道整合，提高经销商化学发光产品的终端推广能力，单台试剂收入有望提高。

图 9：2016 年单台化学发光仪器试剂收入（万元）



资料来源：公司公告，公司官网，信达证券研发中心；

### 血凝分析仪 CM4000 公司预计今年上市

目前我国凝血诊断试剂主要包括血浆凝血酶原时间测定 (PT)、活化部分凝血酶原时间测定 (APTT)、凝血酶时间测定 (TT)、纤维蛋白原测定 (FIB)、纤维蛋白 (原) 降解产物测定 (FDP)、D-二聚体测定 (D-Dimer)、抗凝血酶 III 测定 (AT-III) 七项检测。2016 年 9 月，公司自主研发的全自动血凝分析仪 CM3000 和 CM4000 拿到了 CFDA 的《医疗器械产品注册证》，其中 CM4000 公司预计今年上市。目前公司仅有两个血凝产品注册证书 (D-Dimer 和纤维蛋白原降解产物 FDP)，还缺 5 项凝血类诊断试剂证书，凝血类诊断业务对公司经营业绩贡献还很小。

表 2：国内凝血分析仪统计

产品名称	生产厂商	半自动/全自动	测试方法	配套试剂
CM4000/3000	利德曼	全自动	免疫比浊法	D-Dimer、FDP
BCS				PT、TT、FIB、APTT、D-Dimer、FDP
XON6	武汉景川诊断	半自动	凝固法、免疫比浊法	

<b>IS1200</b>	古高生物			PT、APTT、FIB、TT
<b>Coatron 5000/3000</b>	德国 TECO (北京美创新跃独家代理)	全自动	凝固法、发色底物法和免疫法三种方法为一体	PT、TT、FIB、APTT、D-Dimer、FDP、AT-III
<b>H2600</b>	迈克生物	全自动	凝固法(双磁路磁珠法)、发色底物法和免疫比浊法相结合	PT, APTT, TT, Fib, FDP, D-Dimer 等, 任意项目自由组合
<b>BCS-04</b>	迈克生物	半自动	凝固法	PT、APTT、TT、Fbg (纤维蛋白原)

资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心;

国内以凝血类诊断为主营的企业都是非上市公司, 比如武汉景川诊断、山东古高生物、北京美创新跃等。上市公司中除了利德曼以自主研发的方式布局凝血类诊断外, 九强生物在 2017 年 5 月发布公告称, 以 3.325 亿元收购北京美创新跃 100% 股权, 收购标的主营业务是代理德国 TECO 公司的血凝仪器和配套试剂、以及生产销售自主研发的血凝试剂, 借助外延并购成功进军凝血类诊断。

### 积极布局分子诊断业务

2015 年 6 月, 公司与 Enigma 共同设立合资公司英格曼, 公司占有 30% 的股权, 意图布局 POCT 和分子诊断业务。Enigma 成立于 2004 年, 专注于分子诊断设备、检测和其他产品。Enigma 开发的迷你实验室诊断设备, 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, 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。

分子检测全过程包括样本的采集、样本处理、核酸提取、核酸扩增、核酸检测、数据采集、数据解读和最后的结果输出; Eingma 的仪器包含了采集到样本之后的所有步骤, 只需将采集到的样本放入仪器当中, 便可以得到阳性或阴性的输出结果, 为分子检测完全自动化提供了解决方案; 而荧光定量 PCR 的仪器只包含核酸扩增、核酸检测和数据采集这些步骤, 不能涵盖分子检测的全过程。

### 渠道整合效应逐渐释放, 业绩回暖

公司采用“经销和直销相结合, 经销为主”的营销模式, 在巩固原有三甲医院终端用户的同时, 将渠道下沉到地市、县级医院, 随着渠道下沉和基层医疗机构检测量增加促进了公司诊断试剂产品的销售。

耗材“两票制”部分省市已经开始试点

随着药品“两票制”在全国推广，耗材“两票制”各个省份也在陆续实施。截止目前，已有福建、青海、陕西、安徽、天津、湖北、黑龙江、辽宁和海南等省市出台耗材“两票制”文件，在全省范围内执行耗材“两票制”，其中天津是征求意见稿。除了全省范围执行耗材“两票制”外，还有河北、广东等地部分地区已执行耗材“两票制”。随着国家医保控费的严格执行，我们预计未来有更多地区将陆续实施耗材“两票制”，实施范围预计主要是高值医用耗材，一般医用耗材实施两票制的范围相对高值医用耗材要小，执行速度和力度也要小一些。

**表 3：各省耗材“两票制”实施进展情况**

省份	实施范围	执行情况
福建	医用耗材	已执行（2017 年 1 月 1 日）
青海	一般医用耗材	已执行（2017 年 4 月 1 日）
陕西	高值医用耗材，其它类别逐步推广	已执行（2017 年 1 月 1 日）
安徽	高值耗材（十大类）	已执行（2017 年 12 月 1 日）
天津	高值耗材（十三类）	已出征求意见稿
湖北	高值医用耗材	已执行（2018 年 3 月 1 日）
黑 龙 江	IVD 试剂	已执行（2017 年 5 月）
辽宁	医用耗材+检测检验试剂	已执行（2017 年 2 月）
海南	高值医用耗材	已执行（2017 年 1 月）

资料来源：各省卫计委网站，信达证券研发中心

## 渠道整合效应逐渐释放，业绩回暖

从国家药品“两票制”的执行力度来看，全国各地陆续执行耗材“两票制”势在必行。为了提前应对“两票制”，公司以资本为手段，通过整合产业链下游渠道经销商，与区域性经销商成立合资公司；并且积极探索新的经营模式，与医院合作产品集中采购业务。

**表 4：公司渠道整合情况**

时间	合作方	省份	合资公司
2017 年 3 月	唐亮	福建厦门	厦门利德曼医疗器械有限公司
2017 年 3 月	李红波	湖北武汉	武汉利德曼医疗器械有限公司
2017 年 9 月	范圳	吉林长春	吉林利德曼医疗器械有限公司

资料来源：公司公告，信达证券研发中心，截至 2018 年 8 月 10 日



公司通过与区域性经销商成立合资公司，陆续整合福建、湖北、吉林三地的销售渠道，以厦门、武汉和长春为核心辐射福建、湖北和吉林三个省份，利用区域性经销商在地方的销售渠道，提高公司产品在部分区域的销售力度。除了通过成立合资公司提高渠道掌控力度之外，公司还采用以下合作模式去推动试剂销售：

- 2016 年 8 月，公司与吉林松原市政府签订了《战略合作框架协议》，依托松原市中心医院建立松原市区域临床检验中心，公司负责该检验中心所需试剂和耗材的集中配送，意图以松原为中心辐射整个东北三省。
- 2017 年 7 月，公司与奥森多医疗器械贸易（中国）有限公司签订《合作合同》，合作内容分为两部分：首先要开展公司试剂产品在奥森多设备 Vitro5600 上的适配性研究，其次奥森多负责销售公司产品。
- 2013 年 5 月，公司与 IDS 签订《合作研发合同》和《独家代理合同》，合同约定公司作为 IDS 在中国区域的独家经销商，销售其生产的 IDS-iSYS 仪器和配套试剂，公司意图通过销售 IDS 产品带动公司自有产品的销售。

在公司对渠道进行整合之前，减少了对经销商的发货量，主要让经销商先去库存，导致公司 2016 年以及 2017 年半年度经营业绩出现大幅度下滑，随着公司渠道整合效应逐渐释放，我们预计公司业绩将逐渐恢复。虽然公司是从 2017 年第一季度就开始对渠道进行整合，但是在公司 2017 年度半年报、三季度报上并未体现，这主要是因为合资公司成立之后，需要取得《医疗器械经营许可证》才可开始投入运营；公司最早在厦门和武汉成立的两家合资子公司都是陆续在 2017 年七八月份才取得《医疗器械经营许可证》。

目前，公司营销网络覆盖了全国 31 个省市自治区，有 300 多家经销商，服务于超过 2000 家医院，与多家大型连锁第三方检验中心、体检中心、科研机构建立了长期稳定的合作关系。公司凭借高技术含量的产品品质和完善的服务保障体系受到了国内临床检验界的一致好评，产品在国内大中型医院的市场占有率一直名列前茅。德赛系统覆盖的客户一半以上为大型三甲医院，对全国排名前 50 的三甲医院覆盖率超过 80%。

此外，公司原营销总监张海涛先生再次出任公司副总裁，负责销售工作。2010 至 2014 年，张海涛先生任公司市场营销总监、副总裁和董事；2015 至 2017 年，在中生北控任副总裁；2018 年 1 月再次回到公司，负责营销工作。张海涛先生负责营销多年，具有丰富经验，此次回归对公司营销产生积极的影响。此外，为了提升投资者信心、促进公司股东和管理者的利益趋同，张海涛先生以集中竞价方式累计增持公司股份 2,732,900 股，占公司总股本的 0.6448%，累计增持金额为 2,291.61 万元。

## 3113.25 万股限售股解禁，有可能减持

2018 年 8 月 6 日，力鼎基金、赛领基金和智度投资持有的 3113.25 万股限售股解禁，解禁总股数占公司总股本的 7.35%。力鼎基金、赛领基金和智度基金是公司在 2014 年收购德赛系统和德赛产品时进入的机构投资者，为了取得德赛系公司的实际控

制权，公司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%股权、德赛产品 39%股权，发行价格为 27.35 元/股。2015 年，公司以资本公积金向全体股东每 10 股转增 15 股，除权除息日为 2015 年 10 月 27 日，前复权后的发行价格为 10.94 元/股；公司 2018 年 8 月 6 日收盘价为 5.86 元/股，低于 2014 年定增时的发行价格。

**表 5：解禁限售股情况**

股东名称	持股数量/公司总股本	备注
力鼎基金	4.04%	第三大股东
赛领基金	2.17%	第四大股东
智度基金	1.14%	第六大股东
合计	7.35%	

资料来源：公司公告，信达证券研发中心，截至 2018 年 8 月 6 日

## 盈利预测及假设

### 核心假设

公司业务可以拆分为体外诊断试剂、体外诊断仪器、生物化学原料三大板块，其中体外诊断试剂按现有产品种类可以拆分为生化诊断试剂、化学发光诊断试剂、凝血类诊断试剂三大种类：

- 生化诊断试剂未来三年按行业平均增速增长，毛利率维持平稳；
- 化学发光诊断试剂方面，一是销售模式转变带来销量增长；二是新仪器（CI2000）上市带动配套试剂销售，我们预计未来三年化学发光诊断试剂增速分别为 100%、50%、25%；
- 考虑化学发光分析仪 CI2000 和凝血分析仪 CM4000 预计今年上市，我们假设医疗器械业务未来三年收入增速分别为 30%、50%、50%；
- 生物化学原料业务未来三年收入增速分别为 20%、20%、20%。

### 盈利预测

我们预测公司 2018-2020 年营业收入分别为 6.29 亿元、7.03 亿元、7.94 亿元；归属于上市公司股东的净利润分别为 0.89 亿元、0.93 亿元、0.96 亿元；摊薄 EPS 分别为 0.21、0.22 和 0.23 元；市盈率 PE 分别为 29、27、27 倍。

从公司历年的经营数据来看，约 85%左右的收入都是来自于生化诊断试剂生产销售，目前 A 股以生化诊断为主营的上市公司

有九强生物、迈克生物、美康生物、安图生物等。参照生化诊断行业平均市盈率，公司 2018 年预测市盈率低于可比公司平均值，给予公司“增持”评级。

表 6：公司与 A 股生化诊断企业主要财务数据对比

证券代码	证券简称	股价 (元)	PE TTM
300406	九强生物	11.91	21.38
300463	迈克生物	22.45	30.33
300439	美康生物	18.87	27.94
603658	安图生物	70.08	58.66
	平均值		34.58
300289	利德曼	6.03	34.16

数据来源：Wind，信达证券研发中心，注：股价取自 2018 年 8 月 9 日收盘价



## 风险因素

### 1、医疗器械实行“两票制”风险

从 2017 年 1 月国家版“两票制”实施意见出台至今，“两票制”实施已近有一年时间，目前综合医改试点省份和非医改试点省份已全部正式对外发布“两票制”实施方案公开稿，各省市超额完成任务。继药品“两票制”全国推开后，耗材“两票制”也在部分省份开始实施，截至目前，已有福建、青海、陕西、安徽等在全省范围内执行“两票制”，我们预计 2018 年将会有更多省份实施耗材“两票制”。继药品实行“两票制”之后，全国各地陆续推行医疗器械“两票制”也将是大势所趋，将会对体外诊断产品流通渠道产生较大的冲击。

### 2、主营业务收入集中风险

公司现有主营业务较为单一，以体外诊断试剂为主，2015-2017H1 公司体外诊断试剂收入占比分别为 85.32%、89.57%、87.19%。其中，体外诊断试剂中约有 95%是来自于生化诊断试剂，生化诊断相对免疫诊断、分子诊断产品而言，国产化率较高、产品同质化较为严重，目前产品价格已有小幅度下滑，但是终端的使用量仍处于上升的阶段，整体而言，生化诊断市场规模大概有 5%的增速。但是，并不排除未来产品价格出现大幅度下滑，对公司经营业绩产生较大的影响。

### 3、化学发光业务放量不及预期

公司化学发光产品从 2014 年 7 月就开始正式上市销售，经过 3 年左右的市场培育期，规模大概只有 500-1000 万左右，体量相对较小。国内化学发光市场主要被深圳新产业、安图生物、迈克生物等几家企业占据，利德曼在产品数量及体量上均处于较为劣势的地位。由于公司原先的经销商团队主要销售低技术壁垒的生化诊断产品，在化学发光领域缺少专业储备知识和推广经验，导致公司化学发光产品推广速度较慢。虽然公司正在进行渠道整合，计划对销售团队进行化学发光产品学术培训，提高化学发光业务在终端的推广力度，但是仍存在较大的风险。

### 4、渠道整合效应不及预期

公司采用“经销和直销相结合，经销为主”的营销模式，公司为了应对医疗器械“两票制”以及加速化学发光产品放量，对产品流通渠道进行整合，计划以合资公司形式在全国各地建立区域性医疗器械销售公司，提高公司对产品流通渠道的掌控力度。在一定程度上，借助这些省级区域性经销商的渠道，可以提高公司产品在终端的放量速度；一旦渠道整合效应不及预期，将对公司未来经营业绩增速产生较大的负面影响。

### 5、3113.25 万股限售股解禁，有可能减持

公司前十大股东中有三大股东股票于 2018 年 8 月 6 日解禁，这部分股权是 2014 年公司收购德赛产品和德赛诊断时定增引入

的机构投资者，共计 3113.25 万股，共占公司总股本的 7.35%，有可能减持。

**资产负债表**

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	760.43	893.00	991.72	1,098.96	1,212.09
货币资金	199.70	305.37	350.85	381.36	397.62
应收票据	50.99	144.14	157.53	175.97	198.62
应收账款	392.45	283.59	309.94	346.22	390.78
预付账款	11.65	28.51	31.55	36.51	43.18
存货	73.58	98.09	108.55	125.60	148.58
其他	32.06	33.30	33.30	33.30	33.30
<b>非流动资产</b>	902.40	860.89	881.80	905.18	931.08
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	643.32	620.91	631.19	657.88	686.25
无形资产	36.50	32.32	28.05	23.77	19.47
其他	222.59	207.66	222.56	223.53	225.37
<b>资产总计</b>	1,662.84	1,753.89	1,873.52	2,004.14	2,143.17
<b>流动负债</b>	229.59	278.43	287.76	302.55	322.22
短期借款	42.56	102.21	102.21	102.21	102.21
应付账款	66.87	61.20	67.72	78.36	92.70
其他	120.16	115.03	117.83	121.98	127.31
<b>非流动负债</b>	96.54	50.30	50.30	50.30	50.30
长期借款	63.80	20.40	20.40	20.40	20.40
其他	32.74	29.90	29.90	29.90	29.90
<b>负债合计</b>	326.13	328.73	338.06	352.85	372.52
少数股东权益	95.04	115.03	149.07	184.63	221.18
归属母公司股东权益	1,241.67	1,310.13	1,386.40	1,466.65	1,549.47
<b>负债和股东权益</b>	1662.84	1753.89	1873.52	2004.14	2143.17

**重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	533.39	575.98	629.49	703.18	793.68
同比(%)	-21.75%	7.98%	9.29%	11.71%	12.87%
归属母公司净利润	69.65	73.07	88.98	92.97	95.53
同比(%)	-55.70%	4.91%	21.78%	4.49%	2.75%
毛利率(%)	55.18%	55.15%	54.59%	52.96%	50.70%
ROE(%)	5.74%	5.73%	6.60%	6.52%	6.33%
摊薄 EPS(元)	0.16	0.17	0.21	0.22	0.23
P/E	37	35	29	27	27
P/B	2.04	1.95	1.84	1.74	1.65
EV/EBITDA	16.77	15.78	13.80	13.28	12.87

**利润表**

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	533.39	575.98	629.49	703.18	793.68
营业成本	239.09	258.33	285.87	330.79	391.30
营业税金及附加	8.14	10.48	11.46	12.80	14.45
营业费用	60.05	72.85	69.24	77.35	87.30
管理费用	108.11	105.47	107.01	119.54	134.93
财务费用	6.92	6.75	5.02	4.55	4.27
资产减值损失	15.45	10.81	7.68	8.45	7.60
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	95.63	117.15	143.20	149.70	153.84
营业外收入	12.48	2.10	2.10	2.10	2.10
营业外支出	0.33	0.13	0.25	0.24	0.20
<b>利润总额</b>	107.78	119.12	145.06	151.57	155.73
所得税	16.15	18.10	22.04	23.03	23.66
<b>净利润</b>	91.63	101.02	123.02	128.54	132.07
少数股东损益	21.98	27.95	34.04	35.57	36.54
<b>归属母公司净利润</b>	69.65	73.07	88.98	92.97	95.53
EBITDA	160.48	171.37	197.26	204.92	211.40
EPS (摊薄)	0.16	0.17	0.21	0.22	0.23

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	81.78	120.97	129.95	118.45	109.19
净利润	91.63	101.02	123.02	128.54	132.07
折旧摊销	44.86	42.91	44.15	45.29	47.61
财务费用	7.83	9.33	8.06	8.06	8.06
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-74.19	-42.46	-51.60	-70.38	-84.79
其它	11.64	10.16	6.32	6.95	6.24
<b>投资活动现金流</b>	-23.31	-10.81	-63.69	-67.17	-72.16
资本支出	-23.31	-10.81	-63.69	-67.17	-72.16
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	-37.99	-4.29	-20.77	-20.77	-20.77
吸收投资	0.09	2.94	0.00	0.00	0.00
借款	13.16	16.61	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	49.79	24.03	20.77	20.77	20.77
<b>现金净增加额</b>	20.48	105.87	45.48	30.51	16.26

## 医药生物研究小组简介

**李惜沅**，曾任职于某医药上市公司研究院、东海证券研究所，现任职于信达证券研究开发中心，从事医药行业研究。

**吴临平**，南京大学制药学士，生化硕士，2012 年加入信达证券研究开发中心。

**龚琴容**，北京师范大学物理学学士，北京大学理论物理专业博士，2017 年加入信达证券研究开发中心。

## 医药生物行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
誉衡药业	002437	康恩贝	600572	天坛生物	600161	利德曼	300289
华润双鹤	600062	嘉事堂	002462	博晖创新	300318	乐普医疗	300003
同仁堂	600085	昆明制药	600422	天士力	600535	羚锐制药	600285

## 机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。