

增持 维持

利德曼 (300289)

2014 年 11 月 10 日

收购德赛，生化领域强强联合

2014 年 11 月 7 日收盘价：35.00 元

6 个月目标价：40 元

医药行业分析师：郑琴

SAC 执业证书编号：S0850513080005

邮箱：zq6670@htsec.com

电话：021-23219808

医药行业分析师：江琦

SAC 执业证书编号：S0850513110002

邮箱：jq9458@htsec.com

电话：021-23219685

医药行业首席分析师：周锐

SAC 执业证书编号：S0850513110003

邮箱：zr9459@htsec.com

电话：0755-82780398

事件：

公司拟通过发行股份的方式（27.35 元 / 股）收购德赛诊断系统(上海)有限公司 45%的股权（作价 31680 万元），德赛诊断产品(上海)有限公司 39%的股权(作价 2379 万元)，同时向赛领基金、上海建新创业投资中心、智度基金非公开发行股份募集配套资金，总金额不超过 11350 万元。德国德赛承诺：德赛系统和德赛产品 2014 年~2017 年实现的扣除非经常性损益后的净利润数之和不低于 5516 万元、6342 万元、6977 万元和 7674 万元，同比增长 20%；15%，10%；10%。

我们目前对公司观点：整体看，公司管理层趋于稳定，业绩逐步触底，积极外延。

点评：

德国德赛具有较强综合实力。德赛系统和德赛产品的原母公司德国德赛是一家总部位于德国法兰克福附近的专业研发、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。

德赛系统和德赛产品具有独立完整的供、产、销及研发等业务体系，具有较强的持续经营能力和盈利能力。德国德赛 1997 年通过标的公司进入中国市场，经过多年发展，“DiaSys”品牌在行业内已享有较高的市场美誉度和影响力，在我国体外诊断领域特别是三级医院中高端市场内形成了较高的知名度。德国德赛采取以经销为主的销售模式，90%以上的产品经由经销商渠道完成销售。目前在 28 个省市共有约 300 多家经销商，基本构建了覆盖全国的销售网络，所覆盖的客户一半以上为大型三甲医院，目标公司对全国排名前 50 的医院覆盖率达 74%。参与卫生部 2009 年室间质评计划的大型医院中有 10% 是目标公司的客户（仅次于罗氏）；在 2013 年全国室间质评活动中，目标公司的特殊蛋白项目在所有上报品牌中排名前五，常规化学、脂类、心肌标志物中目标公司的优势项目也具有较高的市场占有率。2013 年，德赛系统实现营业收入 2.12 亿元，净利润 4148 万元，德赛产品实现营业收入 7506 万元，净利润 448 万元。2012 年，德赛系统实现营业收入 1.84 亿元，净利润 3339 万元，德赛产品实现营业收入 7705 万元，净利润 564 万元。

从行业竞争格局看，此次并购整合生化诊断试剂市场。中国生化诊断试剂市场相对比较分散，整体来讲竞争格局呈现群雄逐鹿的态势，国内企业市场割据竞争的格局较为明显，实力较强的综合性企业还较少，在较少几家领先企业中还未有任何一家公司处于绝对领导地位。被收购标的在生化诊断试剂领域的市场份额同样也处于领先水平，在这种竞争格局背景下，利德曼对收购标的的收购，将使利德曼能够抢占先机，迅速整合国内生化诊断试剂市场，确立在生化诊断试剂行业领先地位。

从产品线角度看，此次并购将丰富公司产品线。公司与德赛产品大部分重合，德赛生化试剂领域免疫透射比浊试剂具有品牌优势，将丰富上市公司的生化诊断试剂产品线，连同近年公司大力发展的免疫诊断试剂、化学发光仪器、在研的高速生化仪、血凝仪以及此次并购获得的进口生化仪等装备，将完善上市公司的产品结构，使公司成为在诊断试剂领域产品最齐全的公司之一。

从品牌的角度看，未来将优势互补，执行双品牌战略。国外试剂销售量占总销售量的 32% 左右，销售额约占总销售额的 50%。外资品牌的质量、口碑和高水平的学术形象都得到医院和医生的高度认可，在三甲医院的高端市场优势明显。外资品牌中占主导地位的企业有罗氏、贝克曼、德赛系统和德赛产品等，德赛系统和德赛产品的产品在外资品牌中享有盛誉，其中许多优势项目如特定蛋白等项目市场占有率名列前茅。本次并购之后，利德曼将开始双品牌运营，可进一步满足各种不同类型的医院检验科的诉求，可大大提高上市公司在生化诊断试剂领域的影响力，巩固在国内生化领域的领先地位。

维持“增持”评级，目标价 40 元。公司短期内将面临折旧压力，拖累净利润增长。预计利德曼 2014-2016 年 EPS 0.58 元、0.69 元、0.84 元。我们认为待公司销售团队稳定后以及化学发光试剂新业务上市后，收入端有望恢复快速增长。增发后股份由 1.57 亿股增至 1.74 亿股，假设收购和增发完成，股本摊薄，德赛产品和德赛系统 70% 开始并表，2015 年增厚业绩 0.26 元，2015 年-2017 年 EPS 为对应 0.88 元、1.04 元、1.22 元。当前股价对应 2015 年估值 40 倍，考虑到公司积极外延，可以给予一定估值溢价，给与 2015 年 45 倍 PE，目标价 40 元，继续给予增持评级。

不确定性因素。（1）生化试剂行业景气度；（2）新产品市场推广不畅的风险。

表 1 利德曼利润表预测（万元）

	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	34363	39318	44996	51503
营业成本	12661	15114	17215	19614
营业利润	12611	10725	12627	15617
营业费用	3789	3145	4500	5150
管理费用	5380	8847	8549	8755
利润总额	12826	10670	12767	15560
EBIT	12066	11714	13972	16962
折旧摊销	1685	7316	8706	9790
EBITDA	13752	19030	22678	26752
投资收益	0	0	0	0
营业外收支净额	299	50	450	450
所得税	1819	1600	1915	2334
少数股东损益	0	0	0	0
净利润	11007	9069	10852	13226
每股收益（元）	0.70	0.58	0.69	0.84

资料来源：WIND，公司 2013 年年报、2014 年三季度报，海通证券研究所

相关报告：

利德曼（300289）新股深度报告：深耕生化诊断，延伸免疫诊断化学发光领域 20120208
利德曼（300289）2012 中报点评：生化试剂驱动业绩持续增长 20120821
利德曼（300289）调研简报：化学发光领域前景可期 20120828
利德曼（300289）2012 三季度报点评：三季度收入增 28%，净利增 42% 20121022
利德曼深度报告：立足生化，展望化学发光 20121213
利德曼（300289）2012 年报点评：诊断试剂占比下降，配套仪器占比上升 20130325
利德曼（300289）2013 年半年报点评：试剂占比继续下降，仪器占比继续上升 20130820
利德曼（300289）2013 年报点评：化学发光上市有望拉动 14 年收入增速恢复 20140324
利德曼（300289）公告点评：激励新团队，执行股权激励 20140428

信息披露

分析师声明

医药行业：郑琴、江琦、周锐

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：片仔癀、同仁堂、通策医疗、莱美药业、利德曼、科华生物、华兰生物等。

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通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。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。