

利德曼 (300289.sz)

聚焦体外诊断试剂及仪器的民营翘楚

贺菊颖 首席分析师

电话: 010-59136691

eMail: hjy@gf.com.cn

执业编号: S0260511050002

聚焦体外诊断试剂及仪器的民营翘楚

利德曼是一家以体外诊断产品及生物化学原料的研发、生产和销售为主业的公司。公司是我国体外生化诊断试剂品种最齐全的生产厂商之一,也是目前国内该领域的龙头企业。其实际控制人为沈广仟和孙茜夫妇;沈广仟先生现任公司董事长和总经理,孙茜女士现任公司董事。公司本次拟发行 3840 万股人民币普通股,占发行后总股本 1.54 亿股的 25%。

体外诊断行业前景光明,看好化学发光试剂发展

我国体外诊断试剂市场主要由生化、免疫和分子诊断试剂构成。体外诊断试剂市场整体有望保持较快增长,但集中度有待提高。行业的未来发展趋势将体现在:①生化诊断试剂有望保持稳定增长,基层市场可能提供部分增量,该领域将着重于原有检测项目产品稳定性的提高以及技术进步带来的新检测项目的开发;②化学发光是免疫诊断试剂未来的主流技术方向,目前化学发光试剂主要来自于国外、检测成本较高,进口替代是必然趋势;③国内少数领先企业自主开发诊断仪器的趋势正逐步增强。

创新带动多样化,辅以优秀的营销模式

公司重视具备自主知识产权的技术和产品的研发积累,其优秀的质量管理体系和突出的原料质量控制能力为产品质量奠定扎实的基础。公司在生物诊断试剂领域产品齐全,同时积极推进化学发光免疫诊断试剂和配套仪器的生产前准备工作。预计一期试剂注册批文 2012 年 7 月底前全部取得,2012 年底前全自动化学发光仪取得产品注册证书,这将为公司提供新的利润增长点。公司采取“经销和直销相结合、经销为主”的营销模式,形成了对二三级医院较好的覆盖。

募投项目:增加产能、加速研发

公司本次募集资金 1.85 亿元将用于扩大体外诊断试剂生产项目、研发中心和参考实验室建设项目以及其他与主营业务相关的营运资金项目。项目达产后将新增 98800 升体外生化诊断试剂和 1800 升体外免疫诊断试剂的生产能力。同时,通过研发投入丰富公司产品线后,公司的市场竞争力将得到大幅度提高。

建议询价区间:12-15 元

根据盈利预测假设,我们预计公司 2011-2013 年摊薄后的 EPS 分别为 0.46/0.60/0.78 元,净利润增速分别为 30.22%/29.96%/30.76%。根据已有的生物制剂主要上市公司的估值情况及相对估值法,我们以 2012 年 20-25 倍给公司估值,建议的询价区间为 12-15 元。

风险提示

主营业务单一的风险、原材料供应相对集中的风险、同行业竞争激烈的风险。

预测及评估

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	143.27	185.62	240.05	303.33	379.55
增长率(%)	38.01%	29.57%	29.32%	26.36%	25.13%
EBITDA(百万元)	52.48	69.25	91.08	121.88	161.28
净利润(百万元)	41.41	54.40	70.41	91.67	119.72
增长率(%)	58.30%	31.35%	29.43%	30.20%	30.60%
每股收益(元)	0.27	0.35	0.46	0.60	0.78

数据来源:北京利德曼生化股份有限公司财务报表,广发证券发展研究中心

价格区间

发行价格

上市价格

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

154/0

主要股东:

北京迈迪卡科技有限公司

主要股东持股比例

49.00%

流通 A 股比例

.00%

财务比率

ROE

34.06%

ROA

26.43%

资产负债率

38.26%

2010 年报数据

发行消息

发行价格(元)

主承销商:

民生证券有限责任公司

发行市盈率

正文目录

一、 建议询价区间：12-15 元	3
二、 致力于体外诊断试剂的自主创新与研发	3
（一） 产品类别丰富，致力于体外诊断试剂的自主创新与研发	3
（二） 民营企业，实际控制人为北京迈迪卡公司股东沈广仟孙茜夫妇	4
三、 体外诊断行业前景光明，看好化学发光试剂	5
（一） 政策大力支持促进体外诊断行业快速发展	5
（二） 体外诊断试剂市场需求不断增长，集中度有待提高	5
（三） 生化诊断试剂稳定增长，免疫诊断试剂有望突破	7
四、 创新带动多样化，辅以优秀的营销模式	8
（一） 坚持自主创新与研发，质量控制体系优异	8
（二） 生物诊断试剂品种丰富，逐步切入免疫试剂及仪器	9
（三） 强大的营销模式与优质的客户资源	10
五、 财务指标总体正常，且多优于行业均值	10
六、 募投项目：增加产能、加速研发，夯实自身竞争优势	11
七、 盈利预测	11
八、 风险提示	12

图目录

图 1：2008 年-2011 上半年营业收入、毛利率	4
图 2：2008 年-2011 上半年期间费用率	4
图 3：公司发行后股权结构	5
图 4：我国体外诊断试剂市场规模预期	6

表目录

表 1：生物制剂主要上市公司盈利预测及估值情况	3
表 2：公司主导产品及相关情况一览	3
表 3：2008-2011 年上半年盈利分析	4
表 4：我国生化、免疫、分子三大主要子市场相关信息	6
表 5：2008-2010 年体外诊断试剂行业内主要厂家市场份额及竞争优势	6
表 6：目前生化诊断试剂正进行的重点研发项目	8
表 7：公司现有生化诊断试剂的分类及相应产品名称	9
表 8：公司化学发光免疫试剂类别及注册情况	9
表 9：利德曼 2008-2011 上半年主要财务指标	10
表 10：利德曼募投资金使用规划	11
表 11：利德曼业务收入预测（2008-2013E）	11

一、建议询价区间：12-15元

根据盈利预测假设，我们预计公司2011-2013年摊薄后的EPS分别为0.46 /0.60/0.78元，净利润增速分别为30.22%/29.96%/30.76%。根据已有的生物制剂主要上市公司的估值情况及相对估值法，我们以2012年20-25倍给公司估值，建议的询价区间为12-15元。

表 1：生物制剂主要上市公司盈利预测及估值情况

公司代码	公司名称	收盘价	EPS (元/股)			PE (倍)			投资评级	总市值	总股本
		(元/股)	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E		(亿元)	(万股)
生物制剂											
诊断试剂											
002022	科华生物	10.14	0.49	0.57	0.71	21	18	14	持有	50	49228
002030	达安基因	8.48	0.20	0.24	0.28	43	35	30	无评级	29	34671
生物制药											
002038	双鹭药业	26.33	1.48	1.35	1.70	18	20	15	买入	100	38070
300199	翰宇药业	31.28	0.80	1.11	1.52	39	28	21	持有	31	10000
疫苗											
300122	智飞生物	21.40	0.50	0.81	1.03	43	26	21	持有	86	40000
300142	沃森生物	39.45	1.35	1.75	2.17	29	23	18	持有	59	15000
600161	天坛生物	14.61	0.50	0.52	0.63	29	28	23	持有	75	51547
血制品											
002252	上海莱士	23.62	0.74	0.87	1.01	32	27	23	无评级	64	27200
002007	华兰生物	23.12	0.81	0.96	1.18	29	24	20	持有	133	57620

数据来源：wind资讯，广发证券发展研究中心

二、致力于体外诊断试剂的自主创新与研发

（一）产品类别丰富，致力于体外诊断试剂的自主创新与研发

利德曼生化股份有限公司是一家以体外诊断产品及生物化学原料的研发、生产和销售为主营业务的公司。公司现已获得99项体外生化诊断试剂产品注册证书，是我国体外生化诊断试剂品种最齐全的生产厂商之一，也是目前国内该领域的龙头企业。

体外诊断试剂为公司主营，占营业收入的92%以上。其种类主要涵盖肝功、肾功、血脂与脂蛋白、血糖、心肌酶、离子、胰腺、特殊蛋白等9类生化检测项目，能够满足医疗机构、体检中心等各种生化检测需求。同时，公司也致力于研发新兴的体外诊断产品，如化学发光免疫诊断试剂、全自动化学发光仪器等。公司研发中心被北京市科学技术委员会认定为“生化诊断试剂检验技术北京市重点实验室”，是目前唯一一家获评“北京市重点实验室”的体外诊断企业。

表 2：公司主导产品及相关情况一览

体外诊断试剂领域	公司试剂品种	公司试剂注册情况
体外生物诊断试剂	肝功、肾功、血脂与脂蛋白、血糖、心肌酶、离子、胰腺、特殊蛋白等试剂系列	2008 年以前： 80 种
		2009 年： 2 种
		2010 年： 7 种
		2011 年： 10 种
体外免疫诊断试剂	化学发光试剂：肿瘤标志物诊断试剂、甲状腺激素诊断试剂、性腺激素诊断试剂和其他等试剂系列	2008 年以前： 0 种
		2009 年： 0 种
		2010 年： 0 种
		2011 年： 10 种

数据来源：招股说明书，广发证券研发中心

生化试剂市场份额的快速增长是公司营业收入保持持续快速增长的主要原因。2009 年度、2010 年度体外诊断试剂销售收入分别较上年增长 35.50%、26.70%，呈现良好的成长性。同时，2009-2011 年上半年公司期间费用与同期营业收入之比分别为 25.98%、25.84%、29.66% 和 26.80%，期间费用率相对稳定。

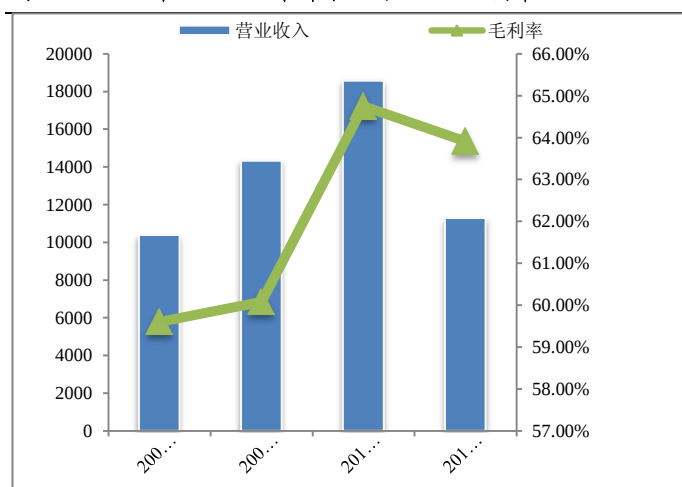
公司综合毛利率保持较高水平且相对稳定。其中，2011 年 1-6 月公司综合毛利率为 63.91%，比 2010 年下降了 0.86 个百分点，主要是 2011 年 1-6 月公司主营业务收入中含有仪器收入 361.98 万元，仪器业务毛利率仅为 17.08%，低于体外诊断试剂毛利率。

表 3：2008-2011 年上半年盈利分析

单位：万元	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年上半年
营业收入	10380.97	14326.56	18562.5	11277.82
净利润	2616.23	4141.49	5439.87	3342.48
毛利率	59.60%	60.08%	64.75%	63.91%
净利率	25.20%	28.91%	29.31%	29.64%
期间费用率	25.98%	25.84%	29.66%	26.80%

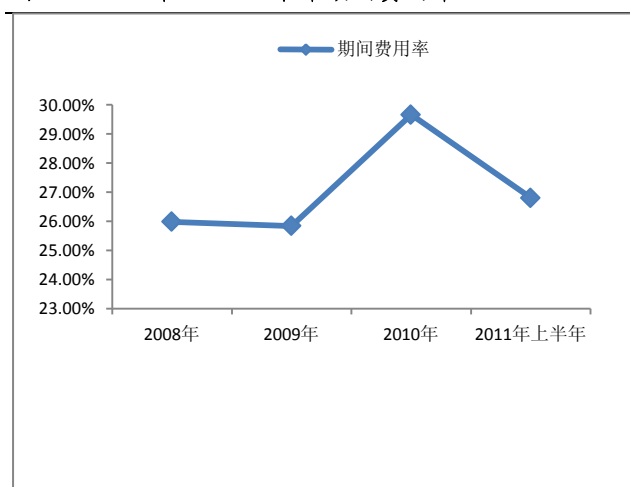
数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图 1：2008 年-2011 上半年营业收入、毛利率



数据来源：wind 资讯，IMS，广发证券发展研究中心

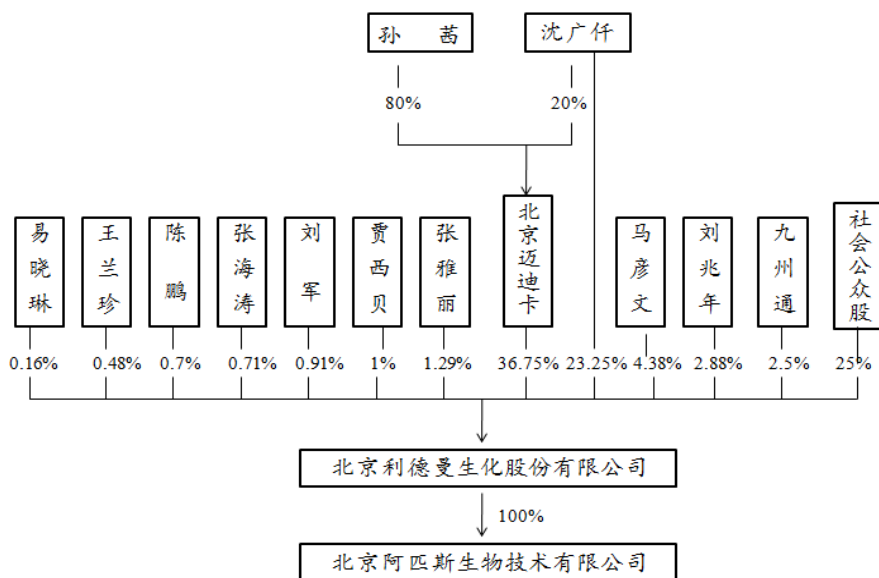
图 2：2008 年-2011 上半年期间费用率



（二）民营企业，实际控制人为北京迈迪卡公司股东沈广仟孙茜夫妇

利德曼为民营企业，实际控制人为沈广仟和孙茜夫妇。公司成立于1997年11月，北京阿匹斯生物技术有限公司为公司全资子公司，负责生物化学材料的销售（生产仍在公司本部）。沈广仟先生现任公司董事长和总经理，孙茜女士现任公司董事。公司本次拟发行3840万股人民币普通股，占发行后总股本1.54亿股的25%。发行后，沈广仟、孙茜夫妇持有公司股权的60%，仍为公司的实际控制人。

图 3：公司发行后股权结构



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

三、体外诊断行业前景光明，看好化学发光试剂

（一）政策大力支持促进体外诊断行业快速发展

体外诊断试剂行业将在产业发展浪潮中获益。近年来国家重视生物技术及其产业化发展，包括诊断试剂在内的生物产业因此将长期获得政府全方位的政策扶持，在产业形势整体向好的背景下，体外诊断试剂行业也将在产业发展浪潮中获益。

为加快生物产业的发展，2009年国务院办公厅发布《促进生物产业加快发展的若干政策》，政策中将预防和诊断严重威胁我国人民群众生命健康的重大传染病的新型疫苗和诊断试剂作为生物医药的重点发展领域，同时特别指出要支持生物企业利用资本市场融资，积极支持符合条件的中小生物企业在中小企业板和创业板上市，鼓励符合条件的生物企业在境内外上市筹资。2010年国务院进一步发布《关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》，将生物产业列为了七大战略性新兴产业之一，并指出要大力发展重大疾病防治的生物技术药物、新型疫苗和诊断试剂、化学药物、现代中药等创新药物大品种，提升生物医药产业水平。

（二）体外诊断试剂市场需求不断增长，集中度有待提高

在医疗保健支出整体规模扩大和体外诊断费用占医疗保健支出比例增高的两大驱动力作用下，我国体外诊断试剂行业的市场需求增长强劲，已从导入期步入发展期。国内企业抓住机遇，凭借产品性价比高和更为贴近本土市场的优势，不断抢占份额，致使

原以进口产品为主导的市场格局被逐渐打破。随着研发投入的加大和产品质量水平的提升，我国体外诊断试剂行业现已涌现一批实力较强的本土企业，集中在生化、免疫、分子诊断三大领域，并在某些产品领域逐渐具备与国际巨头竞争的实力。

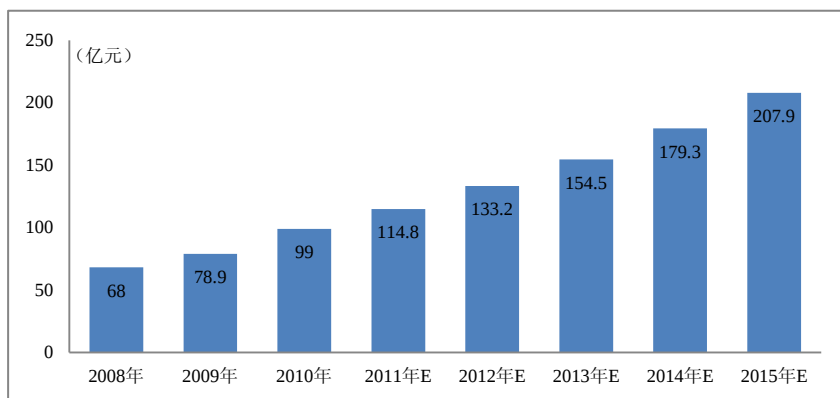
表 4：我国生化、免疫、分子三大主要子市场相关信息

市场分类	市场份额	主要品种	市场现状	国内主要企业
体外生化诊断试剂	27%	肝功、肾功、血脂与脂蛋白、血糖、心肌酶、离子、胰腺、特殊蛋白等试剂	约 67% 的份额已由国产品牌占据	利德曼生化、中生北控、北京九强、科华生物、四川迈克等
体外免疫诊断试剂	33%	放射免疫试剂、胶体金试剂、酶联免疫试剂、时间分辨荧光试剂、化学发光试剂	60% 以上的市场份额仍由国外品牌占据	北京万泰、科华生物、深圳新产业、北京倍爱康
体外分子诊断试剂	5%	核酸扩增技术（PCR）试剂系列	目前市场以国内企业为主	达安基因、深圳匹基、科华生物、复星医药等

数据来源：招股说明书，广发证券研发中心

根据 Kalorama Information 的预测：2008-2012 年，我国体外诊断试剂市场主要由生化、免疫和分子诊断试剂构成，且三大品种增长迅速，其中分子诊断试剂增速最高，年复合增长率可达 20%，其次为免疫诊断试剂，年复合增长率为 18%，生化和其他诊断试剂的年复合增长率也将达到 15%。

图 4：我国体外诊断试剂市场规模预期



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

但体外诊断试剂市场集中度有待提高。我国目前拥有数百家体外诊断试剂生产企业，但年销售收入过亿的企业仅约 20 家，排名靠前的 20 家企业市场占有率在 30% 左右，其余大多数体外诊断试剂企业普遍规模较小，市场集中度不高，市场竞争较为激烈。总体而言，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，行业排名靠前的企业主要是在某一领域具备竞争优势。

表 5：2008-2010 年体外诊断试剂行业内主要厂家市场份额及竞争优势

公司名称	市场份额			主营业务	竞争优势
	2008年	2009年	2010年		
科华生物	4.5%	4.36%	3.87%	免疫诊断试剂、生化诊断试剂、分子诊断试剂	免疫诊断试剂
达安基因	2.26%	2.51%	2.23%	分子诊断试剂、免疫诊断试剂、生化诊断试剂和诊断仪器等	分子诊断试剂
利德曼	1.51%	1.76%	1.78%	生化诊断试剂	生化诊断试剂
中生北控	1.95%	1.82%	1.7%	蛋白质多肽类药物、生化诊断试剂、免疫诊断试剂、分子诊断试剂、分析仪等	生化诊断试剂

数据来源：招股说明书，广发证券研发中心

体外诊断试剂行业的未来发展趋势将体现在以下三点：（1）生化诊断领域将着重于原有检测项目产品稳定性的提高以及技术进步带来的新检测项目的开发。如在新产品研发方面，由于胶乳增强免疫比浊和胶体金增强免疫技术的应用，全自动生化仪的检测灵敏度大幅提高，使得一些原本采用酶联免疫检测的项目可以在全自动生化分析仪上检测；（2）免疫诊断领域，化学发光是免疫诊断试剂未来的主流技术方向，目前化学发光试剂主要来自于国外，检测成本较高，研发化学发光类产品以替代进口是必然趋势；（3）目前我国从事体外诊断产业的企业主要为试剂厂商，由于部分产品应用时需要与诊断仪器配套使用，为了进一步提升与国际领先企业的竞争实力，国内少数领先企业自主开发诊断仪器的趋势正逐步增强。

（三）生化诊断试剂稳定增长，免疫诊断试剂有望突破

（1）生化诊断试剂国产化相对成熟，基层市场有望提供增量

生化诊断试剂国产化已相对成熟。经过多年发展，我国在生化诊断试剂领域的自主创新能力已显著提升，整体技术水平已基本达到国际同期水平，目前约三分之二的市场份额已由国产品牌占据，同时，涌现出了一些具备与国际巨头竞争的企业主要企业有利德曼生物、中生北控、北京九强、科华生物、四川迈克等。但由于国内一线城市三级医院配置进口高速生化分析仪较多，且进口产品在技术和质量方面仍具备一定优势，因此目前在一线城市三级医院等高端市场国外企业，如罗氏、贝克曼等，仍占主导优势，占市场份额的三分之一。

从市场需求发展来看，由于现有生化诊断项目，如甘油三酯、胆固醇和胆红素等，都是最基本的临床检验项目、临床认可度高，仪器和试剂的技术成熟，操作简便，分析时间短，检验成本也是各类检验产品中最低的，因此生化诊断试剂在整个体外诊断试剂市场中仍将保持较大份额。同时，县级医院全自动生化分析仪和基层医院半自动生化分析仪将逐渐普及，基层需求将继续呈现高速增长。

根据公司调研数据显示：2010 年体外生化诊断试剂采购金额同比增长23.31%，2011 年预计增长18.72%，显示体外生化诊断试剂仍然处于快速增长阶段。此外，Kalorama Information还推测：生化诊断试剂主要消费终端市场集中在三级医院和二级医院，这两个消费终端占到整个市场容量的85%以上。

生化诊断试剂未来发展主要体现在两个方面：一是原有检测项目上将着眼于产品质量的持续提高；二是技术进步带来的新检测项目的持续开发，而目前生化诊断领域一个明显的趋势是胶乳增强免疫比浊和胶体金增强免疫技术的应用，使全自动生化仪的检测

灵敏大幅提高,使得一些原本采用酶联免疫检测的项目可以在全自动生化分析仪上检测。总而言之,由于国内生化试剂的质量提高和品种增加,未来生化诊断试剂市场的国产化替代趋势将进一步加强。

(2) 免疫诊断试剂行业进入加速起步阶段,化学发光试剂将成为市场主流

目前我国体外诊断试剂市场中,免疫诊断试剂市场份额最大,达33%,且品种繁多,主要有放射免疫(RIA)、胶体金、酶联免疫(ELISA)、时间分辨荧光(TRFIA)、化学发光(CLIA)试剂等。酶联免疫试剂具有成本低、可大规模操作等特点,主要集中在肝炎及性病的临床诊断上,是目前免疫诊断试剂中的主流。化学发光试剂灵敏度高、特异性强,可用于半定量和定量分析,是免疫试剂的重要发展方向之一,主要用于其他方法目前较难测定的一些项目,随着研发生产技术的成熟和成本的降低,最终可能替代酶联免疫试剂,成为市场的主流。胶体金是目前最快速方便的免疫学检测技术之一,特别适合于医院的急诊化验室、监护病房、门诊即时检验,以及家庭、社区医疗、医师诊断和事故现场等医院外的即时检验、大批量时间紧的检测和大规模普查等,发展潜力巨大。

然而主流的化学发光试剂需要和全自动诊断仪器配套使用。目前在国内市场上销售化学发光试剂和配套仪器的国外厂商主要有贝克曼、罗氏、雅培和西门子。进口厂商提供的检测仪器基本为全自动检测系统,占据了三甲医院市场的绝大多数份额,考虑到维持高利润率的需要,国外厂商向其它级别医院扩展的欲望并不强烈。国内大部分生产厂商生产的检测设备为半自动化学发光检测仪器,不利于医院的操作。该领域主要国内竞争对手为深圳新产业、北京倍爱康和科华生物,深圳新产业、北京倍爱康已推出化学发光产品进入市场,科华生物近年来开始在化学发光检测领域布局,目前研发工作正在进行中。利德曼生化也紧随其后,在2011年获得了10项化学发光试剂的注册许可。

公司调研数据显示:2010年体外免疫诊断试剂采购金额同比增长24.23%,2011年预计增长24.52%,显示体外免疫诊断试剂处于快速增长阶段。此外,Kalorama Information与McEvoy & Farmer还预测:随着国内企业化学发光免疫诊断试剂和配套仪器的成功开发,试剂质量有了较好保障且生产成本亦大幅降低,化学发光免疫诊断试剂将从三甲医院向下推广,最终二级医院免疫诊断试剂使用增长率将高于三级医院。

四、创新带动多样化,辅以优秀的营销模式

(一) 坚持自主创新与研发,质量控制体系优异

持续自主创新与研发奠定公司快速增长的基础。公司自成立以来,高度重视具备自主知识产权的技术和产品的研发积累。通过多年自主研发,掌握了近百项生化诊断试剂的配方和制备技术。最近几年,公司加大投入,计划进行22项新生物诊断试剂的研发,其中10项已进入研发阶段,余下12种的研发即将进行。

表 6: 目前生化诊断试剂正进行的重点研发项目

序号	研发项目名称	序号	研发项目名称
1	脂蛋白(a)检测试剂盒(胶乳增强法)	6	胰弹性蛋白酶I定量检测试剂
2	血清游离脂肪酸检测试剂	7	胰岛素定量检测试剂
3	β2微球蛋白检测试剂(化学交联法胶乳增强试剂)	8	胃蛋白酶原I和II定量检测试剂
4	单胺氧化酶定量检测试剂	9	甘氨酸脯氨酸二肽氨基肽酶定量检测试剂

5 纤维蛋白原降解产物定量检测试剂

10 触珠蛋白定量检测试剂

数据来源：招股说明书，广发证券研发中心

持续有效的质量管理体系、优良的产品质量性能以及突出的原料质量控制能力为公司产品质量奠定扎实的基础。公司现已建立覆盖研发、采购、生产、销售、服务的质量管理体系，并邀请第三方认证机构按照ISO13485:2003、ISO9001:2008 的要求定期进行认证，以确保质量管理体系的持续性和有效性。此外，体外诊断试剂对诊断酶、抗原、抗体等关键原料品质要求极高，为保证产品质量，公司不仅对半成品、产成品进行严格的质量检测，对原辅料也提出严格的检测要求。同时，公司自产原料可以提高原料供应保障，亦可以从源头上保证原料质量的稳定性，进而保证诊断试剂产品的质量

（二）生物诊断试剂品种丰富，逐步切入免疫试剂及仪器

在生化诊断试剂领域，公司现已获得99 项生化诊断试剂产品注册证书，涵盖肝功、肾功、血脂与脂蛋白、血糖、心肌酶、离子、胰腺、特殊蛋白等九大系列，是国内生化诊断试剂品种最齐全的生产厂商之一，能够满足终端用户的各种生化检测需求。

表 7：公司现有生化诊断试剂的分类及相应产品名称

1. 肝功类	白蛋白测定试剂盒-ALB，氨测定试剂盒-AMM，总蛋白试剂盒-TP，胆碱酯酶测定试剂盒-CHE 等
2. 肾功类	肌酐测定试剂盒-CRE(氧化酶法)，尿酸测定试剂盒-UA，胱抑素C校准品，视黄醇结合蛋白测定试剂盒-RBP(免疫比浊法)等
3. 血脂与脂蛋白类	低密度脂蛋白胆固醇测定试剂盒-LDL-C，载脂蛋白E测定试剂盒-APOE，甘油三酯测定试剂盒-TG，磷脂测定试剂盒-PLIP等
4. 血糖类	葡萄糖测定试剂盒-GLU-HK（己糖激酶终点法），糖化血清蛋白测定试剂盒（GSP酶法），糖化血红蛋白校准品等
5. 心肌酶类	肌酸激酶MB同工酶测定试剂盒-CK-MB，肌酸激酶测定试剂盒-CK，乳酸脱氢酶测定试剂盒-LDH等
6. 离子类	二氧化碳测定试剂盒-CO ₂ ，铜离子测定试剂盒-CU，氯离子测定试剂盒-CL等
7. 胰腺类	α -淀粉酶测定试剂盒-AMY(GalG2CNP)，脂肪酶测定试剂盒-LPS，胰淀粉酶测定试剂盒-PAMY等
8. 特殊蛋白类	补体C3测定试剂盒-C3（免疫比浊法），C-反应蛋白测定试剂盒-CRP（胶乳凝聚法），抗链球菌素O测定试剂盒-ASO（胶乳凝聚法）等
9. 其他类	酸性磷酸酶测定试剂盒-ACP，多项免疫类质控液，葡萄糖-6-磷酸脱氢酶测定试剂盒-G6PD等

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

在巩固生化诊断试剂领域优势的同时，公司以市场需求为导向，积极拓宽研究领域，已从单一的生化诊断试剂领域发展到生化诊断试剂、免疫诊断试剂、诊断仪器、上游原料等系列技术和产品并存的格局。最近几年，公司积极进化学发光免疫诊断试剂和配套仪器的研发、注册及其他生产前的准备工作。试剂方面，目前拟生产的试剂共26 项，其中10 项产品注册证书已取得，其余16 项正在进行注册审批，预计2012 年7 月底前全部取得。仪器方面，全自动化学发光仪已完成产品注册检测，预计2012 年底前取得产品注册证书。由于公司同时自主研发化学发光免疫试剂及与之配套的全自动化学发光仪，因此公司未来化学发光免疫试剂无需依赖其他仪器厂商，将为公司提供新的利润增长点。

表 8：公司化学发光免疫试剂类别及注册情况

类别	已取得注册证书	已完成注册检验/正在进行注册审批
肿瘤标志物	甲胎蛋白AFP、癌胚抗原CEA、前列腺特异性抗原PSA	游离前列腺特异性抗原F-PSA、肿瘤相关抗原CA125、肿瘤相关抗原CA15-3、肿瘤相关抗原CA19-9
甲状腺激素	促甲状腺激素TSH	甲状腺素T4、游离甲状腺素 FT4、三碘甲状腺原氨酸T3、游离三碘甲状腺原氨酸FT3、甲状腺过氧化物酶抗体TPOAb、人甲状腺球蛋白抗体TGAb
性腺激素	促卵泡生成激素FSH、人绒毛膜促性腺激素HCG、泌乳素PRL、促黄体生成激素LH	游离人绒毛膜促性腺激素β亚单位F-hCGβ、雌二醇E2、睾酮T、孕酮P
其他	铁蛋白定量(FERR)、生长激素(GH)	C肽C-P、胰岛素INS

数据来源：招股说明书，广发证券研发中心

（三）强大的营销模式与优质的客户资源

强大的营销网络是体外诊断试剂企业核心竞争力的重要方面。公司在销售模式上不断革新，现已形成“经销和直销相结合、经销为主”的营销模式。公司保持原有生化诊断试剂的营销模式：以二、三级医院作为主要营销对象；而对于免疫诊断试剂的营销，公司将依托现有覆盖全国的经销网络，选择化学发光诊断试剂作为切入点，并以二级医院市场作为起步，逐步拓展至三级医院市场，产品定位清晰，市场前景广阔。

经过多年发展，“利德曼”品牌在行业内已享有较高的市场美誉度和影响力。公司体外诊断试剂现已进入全国各省市的各级医院和体检中心，据统计，截至2011年1季度，公司医院终端用户已超2,000多家，其中三级医院606家，占全国三级医院总量的57%，中国人民解放军总医院、北京协和医院、广东省中医院、广东省南方医院、武汉同济医院、西京医院等著名医疗机构均使用本公司产品。

五、财务指标总体正常，且多优于行业均值

从盈利能力、盈利增长以及运营能力、偿债能力四方面的指标来看，利德曼生化的财务指标总体正常，且多优于所在行业均值。

表 9：利德曼 2008-2011 上半年主要财务指标

	指标	2008	2009	2010	2011 上半年
盈利能力	销售净利率(%)	25.20	28.91	29.31	29.64
	销售毛利率(%)	59.60	60.08	64.75	63.91
	净资产收益率（加权平均）(%)	36.60	43.77	41.05	19.75
盈利增长	营业收入同比增长率(%)	-	38.01	29.57	
	净利润(%)	-	58.23	32.35	
运营能力	应收账款周转天数(天)	81	72	71	85
	存货周转天数(天)	131	155	128	98
偿债能力	流动比率(%)	2.44	3.3	2.1	2.02
	速动比率(%)	1.75	2.44	1.87	1.69
	资产负债率（母公司）(%)	26.34	31.12	38.1	35.08

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

从盈利能力相关数据分析，2008-2011上半年，公司的毛利率与净利率在较高的水平上保持稳定增长，且均处于行业内较高水平。其中，净资产收益率将会在此次发行结束后有所下降，其主要是由于发行后公司净资产规模将大幅度上升，从而摊薄收益率。

在成长方面，随着产能扩大，公司呈现快速稳定的成长趋势，将营业收入增长率与净利润率维持在相对稳定的状态内。

在运营能力方面，2008-2010年，公司的周转指数都略低于行业均值，处于较高水平。但在2011年上半年，公司的周转速度有所放缓。

最后，从偿债能力相关指数分析，公司的资产负债率均处于较低水平，其主要原因是诊断试剂行业盈利能力较高、现金流转情况良好，经营活动产生的现金净流量基本能满足日常生产经营需求，在不进行大规模资本性支出的情况下，负债水平较低，不能偿还到期债务的风险较低。而公司的流动比率和速动比率两项指标略低于同行业水平。

六、募投项目：增加产能，加速研发

此次募集资金全部用于公司主营业务相关的项目及主营业务发展所需的营运资金。公司本次募集资金将用于扩大体外诊断试剂生产项目、研发中心和参考实验室建设项目以及其他与主营业务相关的营运资金项目。项目达产后将新增98800升体外生化诊断试剂和1800升体外免疫诊断试剂的生产能力。同时，通过研发投入丰富公司产品线后，公司的市场竞争力将得到大幅度提高。截至2011年6月30日，公司已投入自筹资金1635.36万元用于募投项目建设。

表 10：利德曼募投资金使用规划

项目名称	投资总额（万元）	建设周期
扩大体外诊断试剂生产项目	11531	1.5 年
研发中心和参考实验室建设项目	6983	1.5 年
其他与主营业务相关的营运资金项目		

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

七、盈利预测

我们的盈利预测的主要假设包括：

- （1） 业务收入预测见下表，预计2011-2013年整体收入增长分别为29.4%、26.4%、和25.1%；其中生化诊断试剂保持稳定增长，仪器及免疫诊断试剂分别从2011年和2012年开始贡献收入；
- （2） 销售费用率分别为12.66%、12.72%和12.63%，管理费用率分别为14.47%、13.07%和12.54%；
- （3） 营业外收支净额分别为82.27万元、0.73万元及102.84万元。

根据以上假设，我们预计公司2011-2013年摊薄后的EPS分别为0.46 /0.60/0.78元。

表 11：利德曼业务收入预测（2008-2013E）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
--	------	------	------	-------	-------	-------

营业收入						
生化诊断试剂（万元）	10,237	13,871	17,575	21,968	27,241	33,234
增长率		35.5%	26.7%	25.0%	24.0%	22.0%
毛利率	60.4%	61.4%	66.8%	66.1%	64.7%	64.5%
免疫诊断试剂（万元）					1000	2000
增长率						100.0%
毛利率					61.7%	62.0%
生物化学原料（万元）	144	455	980	1157	1388	1666
增长率		215.7%	115.3%	18.0%	20.0%	20.0%
毛利率	0.1%	19.1%	28.2%	25.0%	25.0%	25.0%
仪器（万元）				880	704	1056
增长率					-20.0%	50.0%
毛利率				17.0%	17.0%	30.0%
其它（万元）		8				
增长率						
毛利率		100.0%				
收入合计(万元)	10381	14334	18555	24005	30333	37955
增长率		18.4%	8.8%	29.4%	26.4%	25.1%
毛利率	59.6%	60.1%	64.8%	62.3%	61.7%	61.7%

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

八、风险提示

主营业务单一的风险。公司主要产品为体外生化诊断试剂，占营业收入的92%以上，且短期内不会改变，若体外诊断试剂行业较高的回报率吸引更多的投资者介入，或现有厂商扩大体外诊断试剂的产能，将可能使公司体外诊断试剂产品的收益水平下降，对未来生产经营和财务状况产生不利影响。

原材料供应相对集中的风险。公司从前五大供应商采购金额占采购总额的比例分别为73.68%、60.89%、49.99%和49.20%，进口原料占当期采购总额的比例分别为58.19%、83.25%、74.74%和79.86%，一旦进口原料供需关系发生重大变化，价格出现大幅波动，将可能对公司的生产成本和盈利能力产生负面影响。

同行业竞争激烈的风险。行业内，企业普遍规模小、品种少，市场竞争较为激烈，一但若公司不能尽快在规模效应、产业链延伸、新产品研发和技术创新等方面取得突破，继续强化和提升自身的竞争优势，将可能导致公司产品的竞争力下降，从而影响公司盈利能力。

行业监管的风险。我国体外诊断试剂现按照医疗器械进行监管，行政主管部门为国家食品药品监督管理局。本公司如果不能持续满足国家食品药品监督管理局的有关规定，出现违法、违规等现象，则可能受到国家有关部门的处罚，从而对公司的正常经营造成影响。

股权相对集中的管理风险。本次向社会公众发行3,840 万股股份后，仍持有公司60%的股份，处于绝对控股地位。公司实际控制人沈广仟、孙茜夫妇可能通过行使投票表决

方式或其他方式对公司经营决策和人事安排等重大事项施加影响，虽然公司在《公司章程》、“三会”议事规则及其他治理制度、内控制度等方面做了相关限制性安排，但仍然有可能发生公司实际控制人利用控制权作出有损于公司其他中小股东或本公司利益的行为。

资产负债表

单位：百万元

报表项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	43	101	16	207	316
应收账款	30	38	48	66	86
预付款项	5	1	3	5	6
应收利息	0	0			
应收股利	0	0			
其他应收款	2	5	3	4	6
存货	28	18	36	49	61
流动资产合计	108	166	107	340	478
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	36	41	68	167	203
在建工程	4	24	124	65	25
无形资产	5	27	31	34	36
长期待摊费用	0	0			
递延所得税资产	0	0	0	0	0
非流动资产合计	45	93	223	265	264
资产总计	153	259	330	606	741
短期借款	10	41	0	0	0
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	16	12	22	26	33
预收款项	2	3	3	4	5
应付职工薪酬	4	5	7	9	12
应交税费	1	7	7	7	11
应付利息	0	0			
应付股利	0	0	0	0	0
其他应付款	1	0	0	0	1
流动负债合计	33	79	44	49	65
长期借款	15	20	20	20	20
应付债券	0	0	0	0	0
长期应付款	0	0			
预计负债	0	0			
递延所得税负债	0	0	0	0	0
非流动负债合计	15	20	20	20	20
负债合计	48	99	64	69	85
股本	72	72	115	154	154
资本公积	10	10	2	143	143
盈余公积	4	10	20	34	52
未分配利润	20	69	128	206	308
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债股东权益总计	153	259	330	606	741
每股净资产（元）	1.46	2.22	2.31	3.49	2.31

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

利润简表

单位：百万元

报表项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	143	186	240	303	380
营业成本	57	65	90	116	145
营业税金及附加	1	2	1	2	3
销售费用	13	24	30	39	48
管理费用	23	29	35	40	48
财务费用	1	1	1	-1	-4
资产减值损失	1	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	48	62	82	108	140
营业外收入	2	0	1	0	1
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	49	63	83	108	141
所得税费用	8	8	12	16	21
净利润	41	54	70	92	120
归属于母公司净利润	41	54	70	92	120
少数股东损益	0	0	0	0	0
EPS（元）	0.27	0.35	0.46	0.60	0.78

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

现金流量简表

单位：百万元

报表项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	31	53	70	72	133
投资活动现金流量	-15	-38	-137	-58	-23
筹资活动现金流量	-5	23	-17	177	-1
现金及现金等价物净增加额	12	38	-85	191	109
期末现金余额	40	81	16	207	316
每股经营活动现金流（元）	0.43	0.74	0.60	0.47	0.87

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

主要财务指标

单位：百万元

指标项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入增长率	38.0%	29.6%	29.3%	26.4%	25.1%
营业利润增长率	38.3%	29.5%	32.6%	31.5%	29.6%
毛利率	60.1%	64.8%	62.3%	61.7%	61.7%
营业利润率	33.4%	33.3%	34.2%	35.6%	36.8%
净利润率	28.9%	29.3%	29.3%	30.2%	31.5%
净资产收益率	39.3%	34.1%	26.5%	17.1%	18.2%
总资产收益率	27.1%	21.0%	21.3%	15.1%	16.1%
流动比率	3.3	2.1	2.4	6.9	7.3
资产负债率	31.2%	38.3%	19.4%	11.5%	11.5%
所得税税率	16.3%	13.3%	15.0%	15.0%	15.0%

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

广发医药行业研究小组

贺菊颖，分析师，复旦大学管理学硕士，2011 年进入广发证券发展研究中心。

葛峥，分析师，广州中医药大学方剂学硕士，2006 年进入广发证券发展研究中心。

杨挺，分析师，天津大学制药工程硕士，2008 年进入广发证券发展研究中心。

吴雅春，研究助理，浙江大学内科学博士，2011 年进入广发证券发展研究中心。

刘宇恒，研究助理，中科院生物化学与分子生物学博士，2011 年进入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入(Buy): 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有(Hold): 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出(Sell): 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。