

启动 PTS 注入，主营业务迎来业绩拐点

投资要点

- **事件:** 公司公告拟发行股份购买三诺健康 64.98% 股权并募集配套资金。三诺健康 64.98% 股权作价 5.3 亿元，重组发行价为 14.75 元/股。拟采用询价方式非公开发行股票募集配套资金，募集配套资金总金额上限为 5.03 亿元。
- **三诺健康核心资产为 PTS，交易完成后公司将持有 PTS100% 股权，协同效应显著。** 本次交易前，公司已持有三诺健康 35.02% 股权，交易完成后将持有三诺健康 100% 股权。三诺健康核心资产为 PTS 100% 股权，PTS 主要产品为血脂和糖化血红蛋白监测系统，在全球 130 多个国家销售。我们认为公司和 PTS 的协同效应显著：1) 目前国内的血脂和糖化血红蛋白市场较为空白，公司通过引进 PTS 的产品开发新增长点。2) 公司产品将由单一的血糖监测产品向慢性病检测全线产品发展，未来的市场开拓方案有望以“产品群”形式进行，利好医院市场的开拓；3) 在原材料、技术上有望协同，实现成本节约；4) 我们预计 PTS 2018 年将实现 4000 万元净利润，将显著增厚公司业绩。
- **公司 2017 年将迎来业绩拐点。** 基于以下理由，我们认为公司在 2017 年迎来业绩拐点：1) 公司于 2015 年进行销售渠道整顿，2015 年销售人员数量同比增长 58%，由此带来销售费用率大幅提升约 9 个百分点，2017 年以来销售人员数趋于稳定，前期新增的销售人员亦将进入业绩贡献期，预计销售费用率将恢复至 28% 左右；2) 公司于 2014 年开始启动海外并购，2015-2016 年每年花费中介费用约 2000 万元，目前并购项目已基本完成，预计 2018 年开始不再产生相应中介费用；3) 公司参股的 Trividia 与 PTS 受产品升级换代及费用计提影响，2016 年亏损，导致公司投资收益亏损约 9000 万元，2017 年 Trividia 亏损幅度收窄，PTS 已正常盈利，公司投资收益的亏损亦将相应减少。
- **海外资产整合顺利，医院市场打开增长空间。** 2016 年中国血糖检测市场规模约 60 亿元，近年来行业增速稳定在 10-15%，其中医院市场：零售市场=50:50。1) 零售市场：公司为龙头，市场份额接近 35%，2015 年销售体系改革后，预计零售市场将保持 17% 左右的增长。2) 医院市场：目前由外资品牌占据，随着医保控费、分级诊疗，国内品牌迎来发展机遇，公司收购 Trividia 和 PTS，旨在导入海外品牌进军国内医院市场，预计 Trividia 和 PTS 的中国产品注册将于 2017 年年底陆续完成，有望为公司打开中国医院市场提供助力。
- **盈利预测与投资建议。** 不考虑资产重组及募集配套资金事项，预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.64 元、0.97 元、1.16 元，对应 PE 分别为 26 倍、17 倍、14 倍，若考虑 PTS 注入及募集配套资金，2018-2019 备考净利润分别为 4.35 亿元、5.15 亿元，对应 PE 分别为 19 倍、15 倍。随着业绩拐点呈现，与海外资产协同效应体现，医院市场成长空间广阔，看好公司长期发展，给予“买入”评级，给予 2018 年 25 倍 PE，目标价 24.25 元。
- **风险提示:** 资产重组进展或不及预期风险，海外资产整合或不及预期风险。

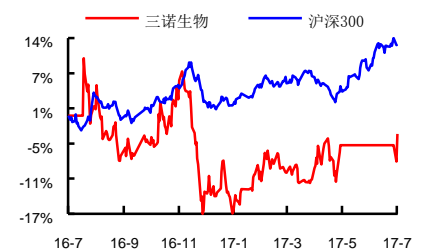
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	795.84	1011.80	1258.56	1507.29
增长率	23.29%	27.14%	24.39%	19.76%
归属母公司净利润(百万元)	115.20	259.41	392.21	471.68
增长率	-19.81%	125.19%	51.19%	20.26%
每股收益 EPS(元)	0.28	0.64	0.97	1.16
净资产收益率 ROE	8.96%	18.02%	23.60%	25.14%
PE	59	26	17	14
PB	5.26	4.70	4.07	3.61

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513070001
电话: 021-68413530
邮箱: zhugg@swsc.com.cn
联系人: 张肖星
电话: 021-68415020
邮箱: zxxing@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.05
流通 A 股(亿股)	3.01
52 周内股价区间(元)	15.78-23.06
总市值(亿元)	67.24
总资产(亿元)	14.97
每股净资产(元)	3.89

相关研究

关键假设：

假设 1：公司血糖监测量的增速略高于行业，2017 年产品价格提升，毛利率提升；

假设 2：2017 年支付并购相关中介费用约 1500 万元；

假设 3：随着前期新增销售人员贡献业绩，销售费用率下降至 28%左右；

假设 4：2017 年海外资产亏损幅度缩窄。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
合计				
营业收入	795.8	1011.8	1258.6	1507.3
yoy	23.29%	27.14%	24.39%	19.76%
营业成本	285.9	331.1	396.1	473.9
毛利率	64.08%	67.27%	68.52%	68.56%
血糖监测				
收入	780.6	993.5	1237.7	1483.4
yoy	23.32%	27.28%	24.58%	19.86%
其中：零售市场	745.60	930.51	1130.6	1322.8
YOY		24.80%	21.50%	17.00%
其中：医院市场	35.0	63.0	107.1	160.7
YOY		80.0%	70.0%	50.0%
成本	273.2	315.9	378.7	453.9
毛利率	65.0%	68.2%	69.4%	69.4%
医疗服务				
收入	15.0	17.3	19.9	22.9
yoy		15.0%	15.0%	15.0%
成本	12.7	14.7	16.9	19.4
毛利率	15.4%	15.0%	15.0%	15.0%
其它				
收入	3.15	1	1	1
成本	0.00	0.5	0.5	0.5

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	795.84	1011.80	1258.56	1507.29	净利润	114.50	257.83	389.82	468.81
营业成本	285.90	331.14	396.13	473.87	折旧与摊销	22.15	32.98	43.89	55.81
营业税金及附加	13.47	15.28	19.36	23.43	财务费用	-8.27	-6.28	-7.69	-9.25
销售费用	246.91	283.31	346.10	406.97	资产减值损失	5.23	0.00	0.00	0.00
管理费用	94.63	101.51	109.90	124.09	经营营运资本变动	69.31	-68.69	-81.41	-78.68
财务费用	-8.27	-6.28	-7.69	-9.25	其他	0.51	30.00	-15.00	-17.00
资产减值损失	5.23	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	203.42	245.84	329.60	419.68
投资收益	-84.83	-30.00	15.00	17.00	资本支出	-27.77	-130.00	-130.00	-130.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-274.77	-30.00	15.00	17.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-302.53	-160.00	-115.00	-113.00
营业利润	73.15	256.86	409.75	505.19	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	63.17	50.12	54.38	52.98	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	136.32	306.97	464.12	558.17	股权融资	-21.08	0.00	0.00	0.00
所得税	21.82	49.15	74.31	89.36	支付股利	-93.70	-75.14	-169.20	-255.82
净利润	114.50	257.83	389.82	468.81	其他	14.74	-23.31	7.69	9.25
少数股东损益	-0.70	-1.58	-2.39	-2.88	筹资活动现金流净额	-100.05	-98.44	-161.51	-246.56
归属母公司股东净利润	115.20	259.41	392.21	471.68	现金流量净额	-198.12	-12.61	53.09	60.12
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	215.79	203.18	256.27	316.39	成长能力				
应收和预付款项	196.91	218.19	275.17	334.38	销售收入增长率	23.29%	27.14%	24.39%	19.76%
存货	50.13	58.06	69.45	83.08	营业利润增长率	-47.00%	251.13%	59.52%	23.29%
其他流动资产	181.19	230.36	286.53	343.16	净利润增长率	-20.00%	125.19%	51.19%	20.26%
长期股权投资	498.92	498.92	498.92	498.92	EBITDA 增长率	-37.19%	225.83%	57.27%	23.72%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	244.85	342.90	430.04	505.26	毛利率	64.08%	67.27%	68.52%	68.56%
无形资产和开发支出	50.73	49.78	48.83	47.89	三费率	41.88%	37.41%	35.62%	34.62%
其他非流动资产	35.00	34.93	34.85	34.77	净利率	14.39%	25.48%	30.97%	31.10%
资产总计	1473.51	1636.31	1900.07	2163.84	ROE	8.96%	18.02%	23.60%	25.14%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.77%	15.76%	20.52%	21.67%
应付和预收款项	126.13	126.45	156.10	190.76	ROIC	8.69%	29.97%	37.86%	38.67%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	10.93%	28.02%	35.43%	36.60%
其他负债	69.55	78.93	92.41	108.54	营运能力				
负债合计	195.68	205.38	248.52	299.30	总资产周转率	0.57	0.65	0.71	0.74
股本	338.36	405.04	405.04	405.04	固定资产周转率	3.47	3.71	3.59	3.53
资本公积	398.65	331.97	331.97	331.97	应收账款周转率	6.87	6.39	6.77	6.52
留存收益	508.64	692.91	915.92	1131.79	存货周转率	5.51	6.12	6.21	6.21
归属母公司股东权益	1275.23	1429.92	1652.93	1868.79	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.14%	—	—	—
少数股东权益	2.60	1.02	-1.38	-4.25	资本结构				
股东权益合计	1277.83	1430.93	1651.55	1864.54	资产负债率	13.28%	12.55%	13.08%	13.83%
负债和股东权益合计	1473.51	1636.31	1900.07	2163.84	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.47	3.64	3.72	3.73
					速动比率	3.20	3.34	3.43	3.44
					股利支付率	81.34%	28.96%	43.14%	54.23%
业绩和估值指标					每股指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	87.02	283.55	445.94	551.74	每股收益	0.28	0.64	0.97	1.16
PE	58.51	25.98	17.18	14.29	每股净资产	3.15	3.52	4.07	4.59
PB	5.27	4.71	4.08	3.61	每股经营现金	0.50	0.61	0.81	1.03
PS	8.47	6.66	5.36	4.47	每股股利	0.23	0.19	0.42	0.63
EV/EBITDA	61.67	22.93	14.46	11.58					
股息率	1.39%	1.11%	2.51%	3.80%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	地区销售副总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn