齐鲁证券 QILU SECURITIES

投资价值分析报告

三诺生物(300298.SZ)

国产血糖监测系统的领军者

评级： 买入　　前次：

目标价（元）： 59.50-64.45

联系人　　分析师

陈景乐,CPA　　张爱玲

中小市值研究小组　　S0740511120001

021-20315157　　021-20315195

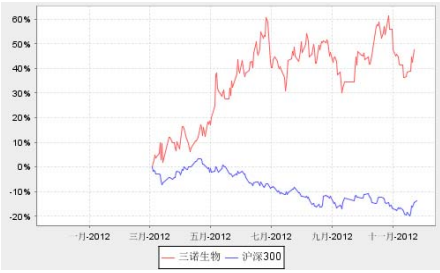
chenjl@r.qlzq.com.cn　　zhangal@r.qlzq.com.cn

2012 年 12 月 10 日

基本状况

总股本(百万股)	88.00
流通股本(百万股)	22.00
市价(元)	50.68
市值(百万元)	4459.84
流通市值(百万元)	1114.96

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入（百万元）	160.23	209.47	317.36	427.21	560.51
营业收入增速	130.45%	30.73%	51.51%	34.61%	31.20%
净利润增长率	110.40%	60.71%	44.38%	34.45%	28.84%
摊薄每股收益（元）	0.83	1.34	1.45	1.94	2.51
前次预测每股收益（元）	—	—	—	—	—
市场预测每股收益（元）	—	—	—	—	—
偏差率（本次-市场/市场）	—	—	—	—	—
市盈率（倍）	0.00	0.00	33.81	25.14	19.52
PEG	0.00	0.00	0.76	0.73	0.68
每股净资产（元）	1.38	2.72	10.74	12.68	15.19
每股现金流量	1.02	1.30	1.65	2.08	2.83
净资产收益率	60.05%	49.11%	13.47%	15.34%	16.50%
市净率	0.00	0.00	4.55	3.86	3.22
总股本（百万股）	66.00	66.00	88.00	88.00	88.00

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- **血糖监测系统市场空间广阔：**我国成年糖尿病患者高达 9240 万人，与欧美国家 90%以上的血糖仪渗透率相比，我国仅 6.7%，行业成长空间广阔。据我们测算，**在中性假设下，至 2015 年我国血糖仪渗透率可达 25%，国内存量血糖仪数量达 2460 万台，试条年消耗复合增长率 32%。**

- **国产品牌崛起，至 2015 年有望占据零售市场 2/3 的市场份额：**目前我国血糖监测系统专业市场主要由外资品牌主导，市场份额超过 95%；而在零售市场国产和外资品牌的市场份额各占一半。随着血糖仪技术的日趋成熟，国产品牌和外资品牌在核心技术上并无显著差异。因此，在零售市场，由于糖尿病患者对价格敏感且产品本身的转换成本低，国产品牌有望迅速崛起，我们预计市场份额将从 2010 年的 50%提升至 2015 年的 62%；而在专业市场，2-3 年内仍将由外资品牌垄断。

- **凭借强大的销售能力，公司有望成为国产血糖监测系统的领军者：**经过与北京怡成、天津九安等公司的对比，我们认为国内企业品牌和产品之间的差异不大，销售能力才是决定未来成败的关键。北京怡成的销售团队仅 100 人左右，无法实现对终端的精细化管理；九安医疗的营销重点仍在血压计上，对血糖监测系统的支持不够；鱼跃医疗的产品定位高端，未形成与公司的正面交锋；而公司自上市以来，销售人员从 100 多人增加至 350 人，加强了对终端的维护，900 多个经销商的营销团队（国内企业中最多），实现了广铺货，迅速抢占空白市场的目的。公司激励到位，保证了营销骨干与公司利益的一致性；统一出厂价，防窜货奖励等措施的推出，也增加了渠道商对公司的粘性。

- **海外市场助推公司加速成长：**公司的血糖监测产品已出口至古巴和委内瑞拉两国，目前累计销售了 44 万台，我们测算对应的试条需求超过 8000 万条。公司还在积极进行 FDA 的认证，未来有望在巴基斯坦、印度尼西亚等新兴市场推广，海外市场将助推公司更上一层楼。

此报告专供泰信基金管理有限公司公共邮箱阅读

- **盈利预测和投资建议：**我们预计公司 2012-2014 年的营业收入为 3.17 亿元、4.27 亿元、5.61 亿元，增速为 51.5%、34.6%、31.2%；归属母公司净利润为 1.27 亿元、1.71 亿元、2.20 亿元，增速为 44.4%、34.4%、28.8%；2012-2014 年对应 EPS 为 1.45 元、1.94 元、2.51 元。综合相对估值和绝对估值的结果，公司的合理估值区间为 59.50-64.45 元，首次覆盖，给予“买入”的投资评级。
- **风险提示：**毛利率下滑的风险、产品单一的风险、出口业务不稳定的风险

此报告专供泰信基金管理有限公司公共邮箱阅读

内容目录

血糖监测系统市场空间广阔 - 5 -
我国是糖尿病第一大国，患病人数逐年递增 - 5 -
糖尿病无法治愈，血糖监测意义重大 - 6 -
我国血糖监测系统渗透率低，具有很大的发展空间 - 6 -
行业未来格局：国产品牌市场占有率大幅提升 - 7 -
外资品牌具有先发优势，市场占有率超过 70% - 7 -
血糖仪技术已成熟，国内企业具有研发和生产能力 - 7 -
外资品牌 vs 国产品牌，国产品牌性价比优势明显 - 8 -
至 2015 年，国产品牌有望占据 OTC 市场 2/3 的份额 - 9 -
三诺生物：强大销售能力成就国产品牌领军者 - 10 -
同业比较，品牌和产品差异性小，销售能力才是决定成败的关键 - 10 -
主动降价占领市场，耗材驱动增长加速 - 13 -
进军海外市场，助推公司更快成长 - 14 -
盈利预测、估值与投资建议 - 14 -
盈利预测 - 14 -
绝对估值法：64.45 元 - 15 -
PEG 相对估值法：67.00 元 - 16 -
投资建议 - 16 -
风险提示 - 17 -

图表目录

图表 1：我国糖尿病患病率（%）逐年上升 - 5 -
图表 2：我国 65 岁以上两周患病率(‰)逐年上升 - 5 -
图表 3：我国城市人口两周患病率(‰)显著高于农村人口，且逐年上升 - 5 -
图表 4：2010 年我国血糖监测系统市场容量测算（未包含医疗机构用量） - 6 -
图表 5：不同情景假设下，2015 年我国血糖监测系统的市场容量（未包含医疗机构用量） - 6 -
图表 6：我国血糖仪市场份额（不完全统计） - 7 -
图表 7：血糖仪技术经历的五个阶段 - 7 -
图表 8：第五代血糖仪-三诺安准，怡成 5D-6，九安 AG-605 - 8 -
图表 9：各品牌血糖仪对比，国产品牌具有显著的价格优势 - 8 -
图表 10：各品牌血糖仪试条对比，国产品牌同样具有价格优势 - 9 -
图表 11：2015 年我国零售市场血糖监测系统市场容量测算 - 9 -
图表 12：各品牌血糖监测系统的消费者支持率对比 - 10 -
图表 13：国产品牌血糖仪对比 - 11 -
图表 14：国产品牌血糖试纸对比 - 11 -

此报告专供泰信基金管理有限公司公共邮箱阅读

图表 15: 国产品牌销售能力对比 ..... - 12 -
图表 16: 销售经理通过益和投资对公司的间接持股数 ..... - 13 -
图表 17: 2009-2012H 三诺生物产品毛利率变动图 ..... - 13 -
图表 18: 2009-2011 三诺生物内销血糖仪和试条数量 ..... - 13 -
图表 19: 三诺生物 2008-2012H 年国内外销售收入构成图 ..... - 14 -
图表 20: 三诺生物分产品销售预测表 ..... - 15 -
图表 21: 三诺生物期间费用率和所得税预测表 ..... - 15 -
图表 22: 三诺生物 DCF 估值结果 ..... - 16 -
图表 23: 三诺生物可比公司估值 ..... - 16 -
图表 24: 三诺生物股权结构图 ..... - 17 -
图表 25: 三诺生物财务预测简表 ..... - 18 -

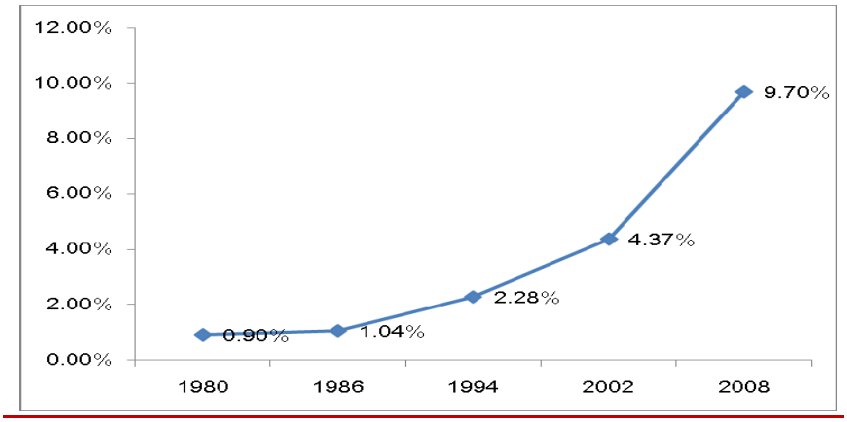
此报告专供泰信基金管理有限公司公共邮箱阅读

血糖监测系统市场空间广阔

我国是糖尿病第一大国，患病人数逐年递增

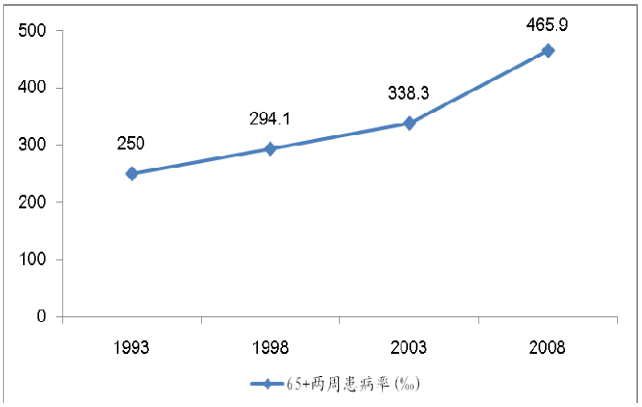
- **我国已成为糖尿病第一大国：**根据中华医学会糖尿病学分会的统计，2010年我国成年糖尿病患者为9240万人，糖尿病前期人数高达1.48 亿人，我国已成为糖尿病患病人数最多的国家。
- **随着老龄化和城镇化进程的加快，糖尿病人数将加速增长：**根据中华医学会糖尿病学分会的数据显示，我国糖尿病患病率已从1980年的0.9%上升至2008年的9.7%，患病率扩大了10倍左右。未来随着我国老龄化和城镇化进程的加快，我们预计糖尿病患病人数将继续快速上升。根据中华医学会糖尿病学分会的估计，未来我国每年将以约120万例糖尿病患者的速度增加。

图表1：我国糖尿病患病率（%）逐年上升



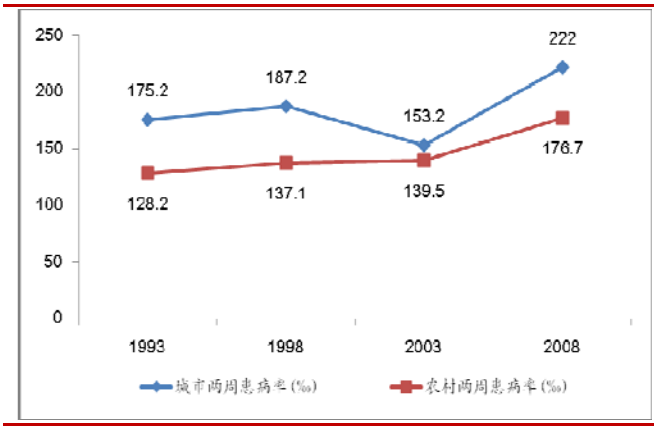
来源：中华医学会糖尿病学分会，齐鲁证券研究所

图表2：我国65岁以上两周患病率(‰)逐年上升



来源：2010中国卫生统计年鉴，齐鲁证券研究所（两周患病率=调查居民中两周内患病人数或人次数/调查总人数之比）

图表3：我国城市人口两周患病率(‰)显著高于农村人口，且逐年上升



来源：2010中国卫生统计年鉴，齐鲁证券研究所

此报告专供泰信基金管理有限公司公共邮箱阅读

糖尿病无法治愈，血糖监测意义重大

- **糖尿病是一种无法治愈的慢性疾病，血糖监测极为重要：**糖尿病共分为 I 型糖尿病、II 型糖尿病、妊娠糖尿病等几种亚型。其中 II 型糖尿病所占比例超过 90%。在糖尿病治疗过程中，患者需要根据血糖水平，调整饮食和药量，将血糖水平控制在正常范围之内，从而预防糖尿病并发症的发生，所以平时的血糖监测对于患者极为重要。

我国血糖监测系统渗透率低，具有很大的发展空间

- 据有关数据显示，2010 年我国约 10%的城市糖尿病患者拥有自己的血糖监测系统，而农村该比例不到 3%（平均约 6.7%），这与欧美等国家 90%的渗透率相差甚远，未来国内发展前景广阔。根据渗透率简单测算可得，2010 年我国存量血糖仪约为 622 万台，另外按照每位患者每周消耗 2 条试条进行计算，试条消耗量高达 6.22 亿条。（未包含医疗机构用量）

图表 4：2010 年我国血糖监测系统市场容量测算（未包含医疗机构用量）

区域	患者人数（万人）	血糖仪渗透率（%）	血糖仪数量（万台）	试条消耗量（亿条）
城市	4930	10%	493.00	4.93
农村	4310	3%	129.30	1.29
总和	9240		622.30	6.22

来源：齐鲁证券研究所

- **中性假设下，至 2015 年我国存量血糖仪可达 2460 万台，试条年消耗复合增长率达到 32%：**
  - 根据 2010 年糖尿病患病人数 9240 万人以及每年增加 120 万人计算可得 2015 年患病人数为 9840 万人；
  - 我国血糖仪渗透率 2004 年为 1.5%，2010 年为 6.7%，推算可得渗透率年复合增长率为 28%。然后我们分三种情景进行假设：悲观假设下渗透速度与之前相当，至 2015 年渗透率约为 23%；中性假设下增速为 30%，至 2015 年渗透率约为 25%；乐观假设下增速为 32%，至 2015 年渗透率约为 27%；
  - 计算结果见下表（未考虑医疗机构用量）

图表 5：不同情景假设下，2015 年我国血糖监测系统的市场容量（未包含医疗机构用量）

患者人数（万人）	乐观			中性			悲观		
	血糖仪渗透率（%）	血糖仪数量（万台）	试条消耗量（亿条）	血糖仪渗透率（%）	血糖仪数量（万台）	试条消耗量（亿条）	血糖仪渗透率（%）	血糖仪数量（万台）	试条消耗量（亿条）
9840	27%	2,656.80	26.57	25%	2,460.00	24.60	23%	2,263.20	22.63
复合增长率（%）			34%			32%			29%

来源：齐鲁证券研究所

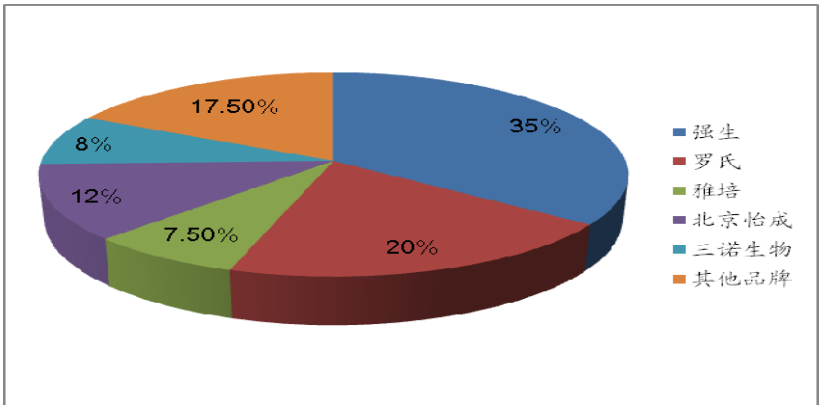
此报告专供泰信基金管理有限公司公共邮箱阅读

行业未来格局：国产品牌市场占有率大幅提升

外资品牌具有先发优势，市场占有率超过 70%

- 1995 年，在中国没有一台自主生产的血糖仪的情况下，强生作为外资品牌最早进入中国市场，随后是瑞士罗氏，经过约 20 年时间的市场开拓，外资品牌已占据了我国血糖仪市场 2/3 以上的市场份额。2010 年，我国血糖监测系统市场规模已超过 30 亿元。其中强生占 35%，罗氏 20%，外资品牌占比超过 70%，国产品牌主要为北京怡成（12%）和三诺生物（8%）。

图表 6：我国血糖仪市场份额（不完全统计）



来源：公司投资价值分析报告，齐鲁证券研究所

血糖仪技术已成熟，国内企业具有研发和生产能力

- **血糖仪核心技术已成熟，国内企业有能力研发和生产出与外资品牌类似的产品：**至今血糖仪技术经历了五个发展阶段，前三代基本都采用光反射法实现血糖浓度测定，第四和第五代主要依靠电化学法。目前国内主流血糖仪采用的是电化学法，第五代只是在第四代基础上进行了细节方面的改进，如微量采血、多部位采血等，核心技术并无显著差异。目前国内市场上第五代血糖仪主要有三诺安准型、怡成 5D-6 型等。

图表 7：血糖仪技术经历的五个阶段

历程	名称	特点	技术特点
第一代	水洗式血糖测试仪	在试条上滴加血样，需要等 1 分钟后用水冲洗以去除红细胞，再将试条插入机器以读取结果。	基本依靠光反射技术实现
第二代	擦血式血糖测试仪	1980 年，拜尔公司推出了第二代血糖测试仪，与第一代产品的区别在于，患者不需要冲洗，直接轻轻擦去试条上的红细胞就可以读数。	
第三代	比色法血糖测试仪	在试条上滴加血样，不需擦血或冲洗，读取结果。	
第四代	电化学法血糖测试仪	1986 年第一台电化学法血糖测试仪上市，反应时间更短，体积更小，更方便使用。	大多数依靠电化学法实现
第五代	微量血、多部位采血血糖测试仪	血样量微小，采血部位多的血糖测试仪。	

来源：招股说明书，齐鲁证券研究所

此报告专供泰信基金管理有限公司公共邮箱阅读

图表 8：第五代血糖仪-三诺安准，怡成 5D-6，九安 AG-605

来源：公司网站，齐鲁证券研究所

外资品牌 vs 国产品牌，国产品牌性价比优势明显

- **零售市场：**零售市场外资品牌与国产品牌占比各约 50%。参与者主要包括消费者、药店以及渠道商（经销商或代理商）。
  - 从消费者角度考虑，由于糖尿病患者大部分是中老年人，产品的性价比是影响其购买行为的最重要因素。目前市售血糖仪外资品牌均价在 400-1200 元之间，国产品牌均价仅为 100-200 元，售价不到外资品牌的一半；外资品牌的试条为 4.5-5 元/张，国产品牌为 2-3 元/张，试条的价格也仅为外资品牌的 60%左右，对消费者具有较大的吸引力。
  - 从渠道商角度考虑，国产血糖仪留给代理商的利润空间通常是外资的一倍，且从我们对渠道商的调研情况来看，外资品牌在渠道中可能存在水货等问题，因而代理商更愿意推广国产品牌。**另外由于国产品牌主要从二三线城市入手，在这些地方外资对产品销售的支持力度不大，而国产品牌会参与终端的促销宣传等活动，因此国产品牌的市场占有率有望快速提升。**

图表 9：各品牌血糖仪对比，国产品牌具有显著的价格优势

生产厂商	型号	测试范围（mmol/L）	测试时间（秒）	用血量(ul)	记忆量（条）	京东零售价格（元）	备注
强生	稳豪倍异	1.1-33.3	5	1	500	469（赠送25条试纸）	
强生	稳豪倍优	1.1-33.3	5	1	600	869（赠送50条试纸）	
罗氏	活力	0.6-33.3	5	1-2	350	399（赠送50条试纸）	
罗氏	卓越	0.6-33.3	5	0.6	500	748（赠送50条试纸）	
罗氏	整合	0.6-33.3	5	1.5	100	1199（赠送50条试纸）	
怡成	超越JPS-7	1.7-27.8	20	≤1.5	256	158（赠送40条试纸）	CE认证
三诺	稳益	1.1-33.3	10	<0.6	200	158（赠送50条试纸）	CE认证
三诺	安稳	2.2-27.8	25	3	220	101（桶装） 150（独立包装）（赠送50条试纸）	CE认证
三诺	安准	1.1-33.3	10	<0.6	200	218（赠送50条试纸）	CE认证
九安	AG-605	1.2～30.2	5	0.7	350	122	FDA，CE认证

来源：京东商城，齐鲁证券研究所

此报告专供泰信基金管理有限公司公共邮箱阅读

图表 10：各品牌血糖仪试条对比，国产品牌同样具有价格优势

生产厂商	型号	规格（条）	京东零售价格（元）	单位零售价格（元/条）	备注
强生	稳豪	50	219	4.38	
罗氏	活力	50	228	4.56	
罗氏	卓越	50	248	4.96	
罗氏	整合	50	229	4.58	
怡成	超越	10	19	1.9	CE认证
三诺	稳益	50	99	1.98	CE认证
三诺	安稳	50	150（独立包装） 125（桶装）	3/2.5	CE认证
三诺	安准	50	138	2.76	CE认证
九安	AGS-1000	25	81（桶装）	3.24	FDA，CE认证

来源：京东商城，齐鲁证券研究所

- **专业市场：**外资品牌进入时间早，知名度高，市场占比超过 95%。从我们草根调研的情况来看，目前上海某二级医院血糖检测的收费是 6 元/次，外资品牌试条医院的采购价为 5 元/张，医院的利润空间很小。我们认为在新医改的大背景下，医院具有成本控制的动力，未来具有成本优势的国产品牌有望逐步实现进口替代。

至 2015 年，国产品牌有望占据 OTC 市场 2/3 的份额

- 由于国内生产企业还未将营销重点放在专业市场，因此我们预计专业市场在未来的 2-3 年内仍将由外资品牌垄断，所以下文中我们也将主要研究国产品牌在零售市场的进口替代;
- 根据前文中性假设下 2015 年我国血糖仪渗透率为 25%，推算可得 2015 年当年销售的血糖仪数量为 590 万台。另外根据《糖尿病之友》杂志的调查显示，8 成以上的糖尿病患者认为试条价格应该在 3 元以下。所以我们假设国产品牌与外资品牌的销量比为 8:2。具体测算结果见下表。
- 至 2015 年国产品牌的市场规模可达 49.2 亿元，占比提升至 62%。公司即使保持在国内品牌中市场份额不变（占国内品牌 1/3 的份额），终端规模也有望达到 16.4 亿元。

图表 11：2015 年我国零售市场血糖监测系统的市场容量测算

	血糖仪销量占比	血糖仪销量（万台）	血糖仪单位售价（元）	血糖仪销售额（亿元）
国产品牌	80%	472.62	-	-
外资品牌	20%	118.15	500.00	5.91
总计	100%	590.77		5.91
	试条销量占比	试条销量（亿条）	试条单位售价（元）	试条销售额（亿元）
国产品牌	80%	19.68	2.50	49.20
外资品牌	20%	4.92	5.00	24.60
总计	100%	24.60		73.80

来源：齐鲁证券研究所

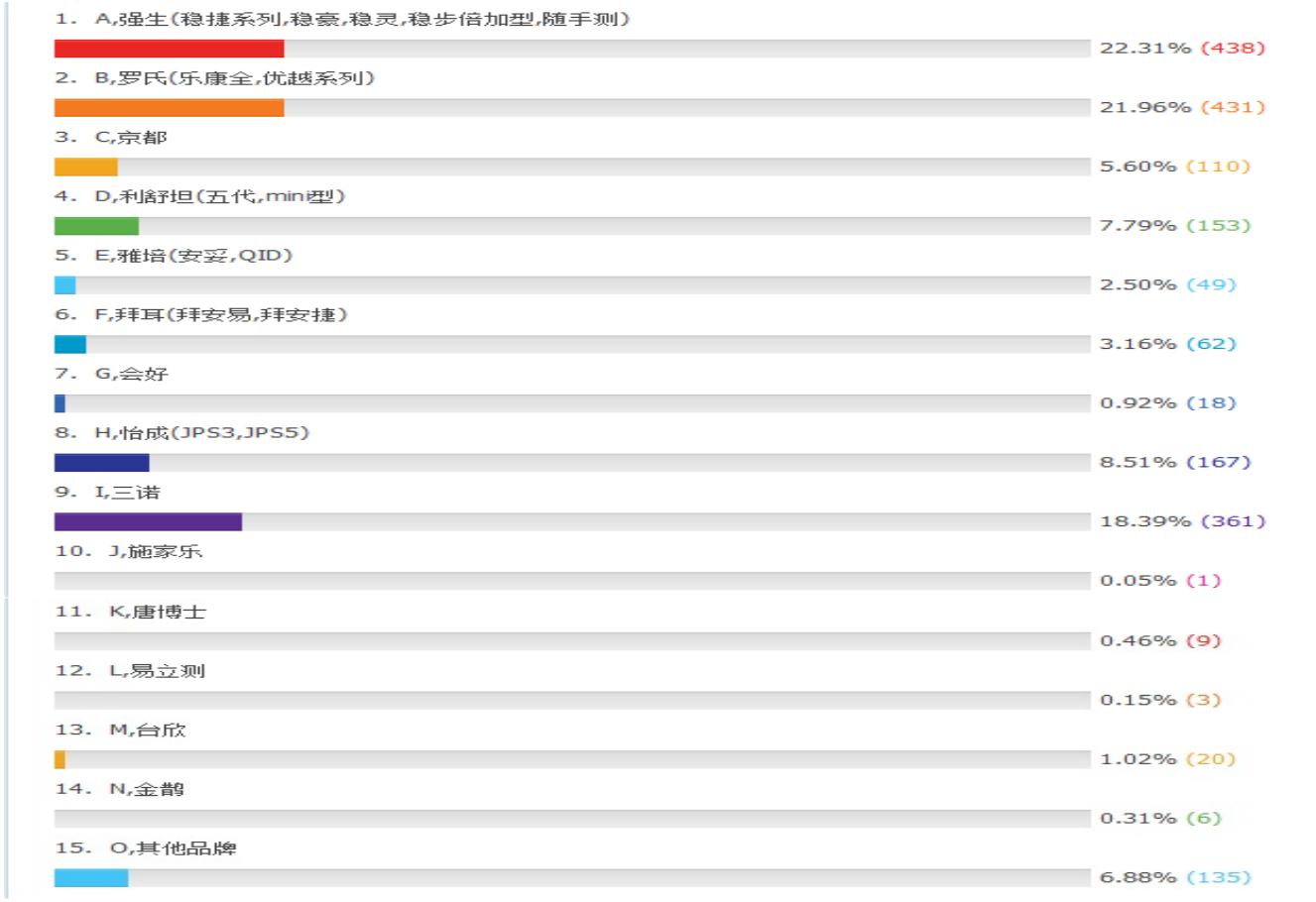
此报告专供泰信基金管理有限公司公共邮箱阅读

三诺生物：强大销售能力成就国产品牌领军者

同业比较，品牌和产品差异性小，销售能力才是决定成败的关键

- 血糖仪具有较强的消费属性，产品营销推广与 OTC 药物类似。所以我们从品牌力、产品力以及销售力三个角度对国产品牌进行对比，可以看到：
  - **品牌力：**根据我国最大的糖尿病人交流网站甜蜜家园论坛的投票结果显示，三诺血糖监测系统的支持率位居国产品牌第一位，比北京怡成高出一倍以上，说明公司产品在糖尿病人群中具有较好的品牌形象。但是由于目前国产品牌大部分是通过药店销售人员推荐，产品促销等方式进行品牌营销，而不是通过医生推荐等专业学术方式，所以品牌间的差异性不大，且血糖监测系统本身转换成本低，患者的品牌忠诚度也较低。

图表 12：各品牌血糖监测系统的消费者支持率对比



来源：甜蜜家园论坛（中国最大的糖尿病人交流网站），齐鲁证券研究所

- **产品力：**
  - **血糖仪：**技术方面，不同型号血糖仪的测试范围、测试时间和用血量等指标之间会有差异，但是核心技术都是电化学法，并无实质性区别，且消费者对这些指标的差异并不敏感；质量方面，国产品牌基本上都通过了欧洲的CE认证，无显著性差异；

此报告专供泰信基金管理有限公司公共邮箱阅读

价格方面，三诺血糖仪150元/套（含50张试纸），属于国产品牌中价格优势较为明显的。

- **血糖试条：试条批次间的稳定性是血糖监测系统主要的技术壁垒。**一般试条上市之后，需要经过长期的市场检验和反馈来考察批次间的稳定性，从而进一步优化生产工艺。因此虽然鱼跃医疗在2012年拿到了血糖仪和试条的生产批件，但是试条的稳定性需要经历时间的考验，短期内鱼跃的生产量会有所保留，所以我们认为鱼跃对公司的影响不大。

图表 13：不同国产血糖仪的性价比

生产厂商	型号	测试范围（mmol/L）	测试时间（秒）	用血量(ul)	记忆量（条）	京东零售价格（元）	附加功能	认证
怡成	超越JPS-5	1.7-33.3	20	约1.5	10	无		CE认证
	超越JPS-6	1.7-33.3	20	约1.5	256	无	双插口	CE认证
	超越JPS-7	2.2-27.8	20	≤1.5	256	158（赠送40条试纸）	全程语音自动提示功能	CE认证
	JPST-5	2.2-27.8	20	≤1.5	256	无	双参数（血糖和血酮检测）	CE认证
	5D-1	1.1-33.3	5	≤0.5	256	无		CE认证
	5D-2	1.1-33.3	5	≤0.5	300	无	超大屏幕，时尚外观	CE认证
	5D-3	1.1-33.3	5	≤0.5	256	未上市	双插口	CE认证
	5D-6	1.1-33.3	5	≤0.5	256	无	能联网上传数据	CE认证
	5D-7	1.7-27.8	5	≤0.5	256	未上市	全程语音自动提示功能	CE认证
	5DT-4	1.1-33.3	5	≤0.5	256	无	双参数（血糖和血酮检测）	CE认证
三诺	稳益	1.1-33.3	10	<0.6	200	158（赠送50条试纸）		CE认证
	安稳	2.2-27.8	25	3	220	101（桶装） 150（独立包装）（赠送50条试纸）	操作过程无需按键，一插即用	CE认证
	智能	1.1-33.3	10	0.5	未知	无	全程语音自动提示功能	
	安准	1.1-33.3	10	0.5	200	218（赠送50条试纸）		CE认证
九安	AG-605	1.2～30.2	5	0.7	350	122		FDA，CE认证

来源：京东商城，齐鲁证券研究所

图表 14：不同国产血糖试条的性价比

生产厂商	型号	规格（条）	京东零售价格（元）	单位零售价格（元/条）	认证
怡成	超越	10	19	1.9	CE认证
三诺	稳益	50	99	1.98	CE认证
三诺	安稳	50	150（独立包装） 125（桶装）	3/2.5	CE认证
三诺	安准	50	138	2.76	CE认证
九安	AGS-1000	25	81（桶装）	3.24	FDA，CE认证

来源：京东商城，齐鲁证券研究所

- **销售力：**血糖监测系统产品间的同质化程度较高，**我们认为营销实力才是决定产品市场份额的最重要因素。**我们对国内主要生产血糖仪的公司进行了对比，如下表所示：

此报告专供泰信基金管理有限公司公共邮箱阅读

图表 15：国产品牌销售能力对比

	北京怡成	三诺生物	鱼跃医疗	九安医疗
产品上市时间	1995 年，2000 年开始盈利	2004 年	2012 年 2 月	2008 年
销售人数	不到 100 人	约 350 人，其中 10 人左右负责医院市场	共 400 多人（所有产品），其中 30 多人负责医院市场	约 150 人
经销商数量	未知	约 900 家	约 500-600 家	约 400-500 家
推广模式	OTC 渠道为主	OTC 渠道为主	医院和 OTC 渠道并重	OTC 渠道为主
终端情况	二三线城市，终端数量万家以上	二三线城市，终端数量约 2-3 万家，重点区域在北京、湖南和河南	OTC 渠道尚在铺货中，杭州宜昌等 17 个地区的医院市场中标	北京、天津、广州、上海和深圳是重点区域，采用直营店模式，这些地区收入占总收入的 80%左右
2011 年销售额	超过 2.5 亿元	约 2 亿	无（2012 年预计实现销售额 4000-5000 万）	约 1700 万

来源：齐鲁证券研究所

- 北京怡成作为国内第一家生产血糖仪的公司，产品线最丰富，但是公司的营销人员仅100人左右，在各个省份对终端的支持有限，营销或成其短板；
- 九安医疗目前的营销重心主要在主打产品电子血压计上，血糖仪销售的推广力度不大，所以市场份额不到1%，与怡成和公司的差距较大；
- 鱼跃医疗2012年获得生产批件，但是一方面试条批次间的稳定性需要时间的考验，公司本身不会进行大规模的生产和销售；另一方面公司产品定位高端市场，并采取医院和OTC渠道并重的营销策略，避开了与公司和怡成的直接竞争；
- 公司自上市以来，销售人员从100多人增加至350人，相当于每10名销售人员覆盖一个省份，可以实现对终端的精细化管理，包括定期拜访、合作促销活动等。公司的经销商数量是四家中最多的，可以达到广铺货，迅速抢占空白市场的目的，2011年单家经销商年均销售额仅15万元左右，尚有很大的提升空间。在营销管理方面，公司通过对大小经销商实行统一出厂价来防止窜货，还通过季度返利的方式给予经销商季度防窜货奖励。另外公司主要的销售经理都通过益和投资间接持有公司的股份，说明公司激励到位，保证了骨干人员与公司利益的一致性。

此报告专供泰信基金管理有限公司公共邮箱阅读

图表 16：销售经理通过益和投资对公司的间接持股数

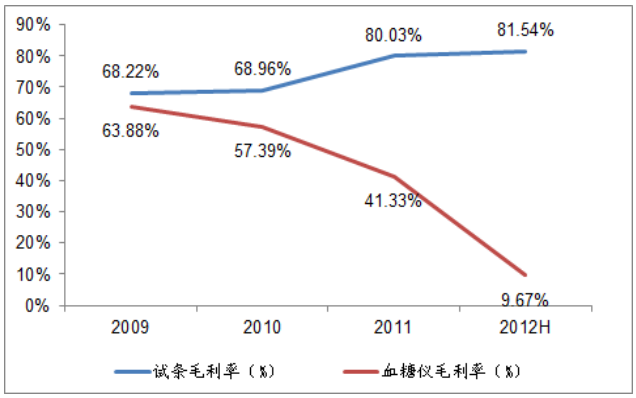
序号	合伙人	间接持股数（股）	在公司担任的职务
1	杜成进	46,000	销售部 大区经理
2	李卉华	39,000	销售部 省级经理
3	朱迅	38,500	销售部 大区经理
4	赵雅沙	34,500	销售部 大区经理
5	陈黎	21,000	销售部 大区经理
6	马国瑞	18,000	销售部 省级经理
7	艾萍	16,500	销售部 省级经理
8	孙红霞	16,500	销售部 省级经理
9	赵振伟	12,500	销售部 省级经理
10	孙鹰	12,500	销售部 省级经理
11	李鹏	11,500	销售部 省级经理
12	吴志平	11,500	销售部 省级经理
13	于海龙	11,000	销售部 省级经理
14	曾桥俊	11,000	销售部 省级经理
15	李旭果	10,000	销售部 省级经理
16	张立	10,000	销售部 省级经理
17	孙红旗	10,000	销售部 省级经理
18	黄云标	10,000	销售部 省级经理
19	严建文	10,000	销售部 省级经理

来源：招股说明书，齐鲁证券研究所

主动降价占领市场，耗材驱动增长加速

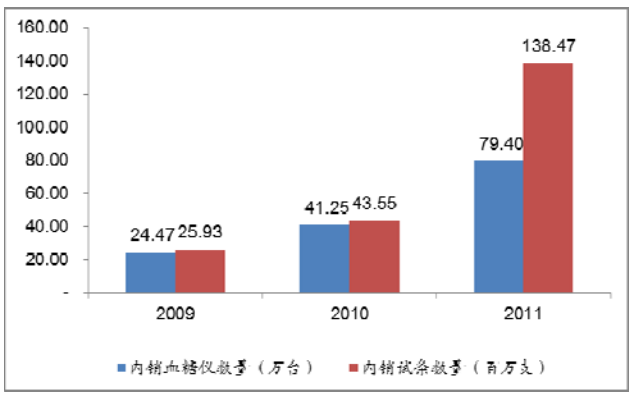
- 公司目前的营销策略是通过主动降价抢占血糖仪市场，由血糖仪带动试条销售，依靠试条赚取利润。因此我们看到 2010-2011 年血糖仪的毛利率下降了 16 个百分点，2012 年中期更是下降到了个位数。但是随着降价策略的实行，2011 年血糖仪和试条的销量都暴增了 1.92 倍和 3.18 倍。同时试条的规模化生产也降低了生产成本，毛利率逐年上升，试条将成为公司未来高速增长的主要驱动力。

图表 17：2009-2012H 三诺生物产品毛利率变动图



来源：公司公告，齐鲁证券研究所

图表 18： 2009-2011 三诺生物内销血糖仪和试条数量



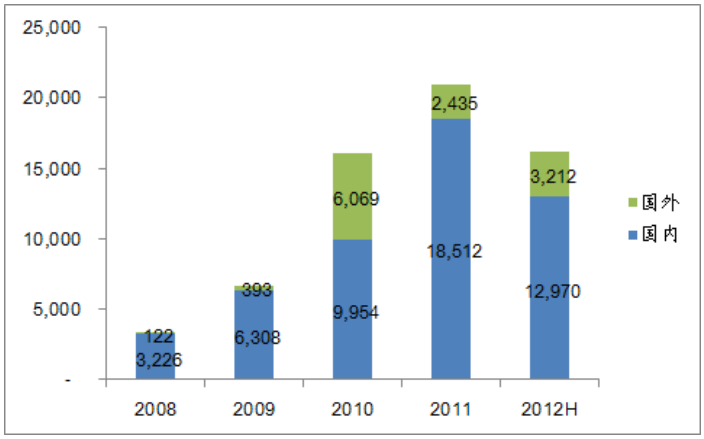
来源：公司公告，齐鲁证券研究所

此报告专供泰信基金管理有限公司公共邮箱阅读

进军海外市场，助推公司更快成长

- **古巴和委内瑞拉是主要出口国，存量血糖仪保证试条销售：**公司 2007 年授予 TISA（隶属于古巴国家科学中心）公司作为独家经销商在拉美地区（主要是古巴和委内瑞拉）销售其血糖监测系统，已累计销售 44 万台。由于产品主要出售给当地的医疗机构，对应的试条需求超过 8000 万条。目前公司正在协助古巴建设 2000 万条的试条生产基地，但即使完全达产后也远达不到存量血糖仪所需的试条量，所以未来 TISA 公司将长期向公司采购。

图表 19：三诺生物 2008-2012H 年国内外销售收入构成图



来源：公司公告，齐鲁证券研究所

- **加快 FDA 认证，开拓海外新兴市场：**公司将尽快完成美国 FDA 的产品认证，未来有可能在巴基斯坦、印度尼西亚等新兴市场进行销售推广，海外新兴市场将助推公司更上一层楼。

盈利预测、估值与投资建议

盈利预测

- 我们预测公司 2012-2014 年的营业收入分别为 3.17 亿元、4.27 亿元和 5.61 亿元，同比分别增长 51.5%、34.6%和 31.2%；归属母公司净利润分别为 1.27 亿元、1.71 亿元和 2.20 亿元，同比分别增长 44.4%、34.4%和 28.8%；对应 EPS 分别为 1.45 元、1.94 元和 2.51 元。

- 我们分产品对公司销售收入、增速和毛利率进行了预测，具体见下表：

此报告专供泰信基金管理有限公司公共邮箱阅读

图表 20：三诺生物分产品销售预测表

项目	2011	2012E	2013E	2014E
内销-血糖仪				
销售收入（百万元）	50.80	47.42	56.32	67.58
增长率（YOY）	-1.57%	-6.65%	18.75%	20.00%
毛利率(%)	42.20%	8.05%	3.21%	3.21%
外销-血糖仪				
销售收入（百万元）	3.03	3.80	3.80	3.80
增长率（YOY）	-81.34%	25.29%	0.00%	0.00%
毛利率(%)	26.84%	20.59%	20.59%	20.59%
内销-血糖仪试条				
销售收入（百万元）	134.32	200.70	306.09	424.81
增长率（YOY）	180.21%	49.42%	52.51%	38.78%
毛利率(%)	81.44%	84.11%	83.27%	82.39%
外销-血糖仪试条				
销售收入（百万元）	21.32	65.44	61.00	59.33
增长率（YOY）	-52.02%	207.0%	-6.78%	-2.74%
毛利率(%)	69.49%	72.11%	72.11%	72.11%
尿微量白蛋白测试条				
销售收入（百万元）				5.00
增长率（YOY）				
毛利率(%)				50.00%

来源：齐鲁证券研究所

■ 公司期间费用率和税率假设如下表：

图表 21：三诺生物期间费用率和所得税预测表

项目（百万元）	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业费用	13.66	31.41	34.54	66.61	85.39	109.23
%销售收入	19.65%	19.61%	16.49%	20.99%	19.99%	19.49%
管理费用	8.70	12.00	14.16	22.61	29.65	39.42
%销售收入	12.51%	7.49%	6.76%	7.12%	6.94%	7.03%
财务费用	-0.02	-1.21	-3.41	-18.90	-15.75	-12.60
%销售收入	-0.03%	-0.75%	-1.63%	-5.96%	-3.69%	-2.25%
所得税	2.69	8.33	14.75	22.46	30.20	38.91
所得税率	9.34%	13.18%	14.34%	15.00%	15.00%	15.00%

来源：齐鲁证券研究所

绝对估值法：64.45 元

■ 假定公司无风险利率 3.5%，风险溢价 8.5%，股票 BETA 为 1.05，2012-2014 年显性增长率详见销售收入预测表，2014-2024 年为半显性

此报告专供泰信基金管理有限公司公共邮箱阅读

预测期，收入增速从 31%逐步下降至 11%左右，TV=2%，DCF 绝对估值显示公司价值为 64.45 元。

图表 22：三诺生物 DCF 估值结果

每股价值	**64.45**	TV增长率	2.0%
隐含P/E	44.55	WACC	12.43%
企业值	4,253.41	债务	0.00
		投资	178.95
股票价值	4,253.41	少数股东权益	0.00

来源：齐鲁证券研究所

PEG 相对估值法：59.50 元

- 我们选取目前上市的医疗器械企业作为可比公司，计算出 2013 和 2014 年的平均 PEG 为 0.89 和 0.74，我们采用 2013 年平均 PEG0.89 为公司估值，对应公司的合理价值为 59.50 元。

图表 23：三诺生物可比公司估值

证券代码	公司名称	收盘价（元）	11EPS	12EPS	13EPS	14EPS	12PEG	13PEG	14PEG
002223.SZ	鱼跃医疗	14.00	0.43	0.54	0.70	0.91	0.98	0.64	0.52
300030.SZ	阳普医疗	7.87	0.24	0.32	0.41	0.56	0.78	0.62	0.40
300206.SZ	理邦仪器	16.30	0.59	0.72	0.92	1.15	1.03	0.63	0.60
300238.SZ	冠昊生物	15.18	0.33	0.43	0.55	0.70	1.18	0.99	0.80
300246.SZ	宝莱特	14.24	0.46	0.49	0.54	0.60	4.87	2.58	2.14
300273.SZ	和佳股份	14.38	0.40	0.57	0.80	1.04	0.59	0.45	0.46
300314.SZ	戴维医疗	24.73	0.67	1.05	1.35	1.64	0.42	0.63	0.71
300318.SZ	博晖创新	15.58	0.44	0.57	0.75	0.96	0.89	0.66	0.59
300326.SZ	凯利泰	40.20	0.72	1.11	1.49	2.11	0.67	0.79	0.46
	均值						1.27	0.89	0.74

来源：同花顺，齐鲁证券研究所

投资建议

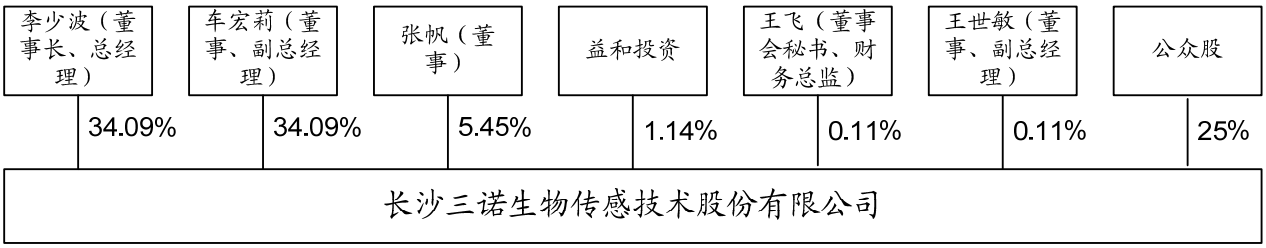
- 根据绝对估值法和相对估值法，我们认为公司合理的估值区间为 59.50-64.45 元。
- 公司的看点在于：低价抢占血糖仪市场，并依靠试纸赚取利润的独特的盈利模式。同时由于公司的主导产品背靠大治疗领域，在逐步进口替代的过程中，公司有望凭借自身强大的销售能力，成长为国内血糖仪市场的领军者，我们看好公司的投资价值，给予“买入”的投资评级。

此报告专供泰信基金管理有限公司公共邮箱阅读

风险提示

- **毛利率下滑的风险：**血糖监测系统本身的技术壁垒并不是很高，如果行业内新进入者增加，行业竞争加剧，不排除公司陷入价格战的可能，那么产品售价将大幅下调，因此公司具有毛利率下滑的风险。
- **产品单一的风险：**由于公司利润主要来自于血糖监测系统，如果遇到技术更新换代、需求改变等不利因素的影响，将大幅影响公司的盈利能力。虽然公司已成功研发出尿酸测试仪、尿微量白蛋白测试试条等新产品，但是需要较长时间的市场培育，公司具有产品单一的风险。
- **出口业务不稳定的风险**：根据协议，公司通过 OEM 方式代 TISA 公司生产血糖监测系统产品，出口古巴、委内瑞拉等拉美国家，并协助其形成 2000 万支试条产能的生产基地。由于公司接到海外订单的时间具有不确定性，以及试条产能达产后将抵消公司部分的海外业务收入来源，所以公司出口业务具有不稳定的风险。

图表 24：三诺生物股权结构图



来源：招股说明书，齐鲁证券研究所

此报告专供泰信基金管理有限公司公共邮箱阅读

图表 25：三诺生物财务预测简表

损益表（人民币百万元）

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业总收入	**70**	**160**	**209**	**317**	**427**	**561**
增长率	96.95%	130.4%	30.7%	51.5%	34.6%	31.2%
营业成本	-23	-58	-63	-97	-126	-162
% 销售收入	32.8%	35.9%	29.9%	30.5%	29.4%	28.9%
毛利	47	103	147	221	301	398
% 销售收入	67.2%	64.1%	70.1%	69.5%	70.6%	71.1%
营业税金及附加	-1	-2	-2	-4	-5	-6
% 销售收入	1.4%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
营业费用	-14	-31	-35	-67	-85	-109
% 销售收入	19.6%	19.6%	16.5%	21.0%	20.0%	19.5%
管理费用	-9	-12	-14	-23	-30	-39
% 销售收入	12.5%	7.5%	6.8%	7.1%	6.9%	7.0%
息税前利润（EBIT）	23	57	96	128	182	243
% 销售收入	33.7%	35.8%	45.7%	40.3%	42.5%	43.4%
财务费用	0	1	3	19	16	13
% 销售收入	0.0%	-0.8%	-1.6%	-6.0%	-3.7%	-2.2%
资产减值损失	0	0	0	-1	0	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	24	59	99	146	197	255
营业利润率	34.0%	36.5%	47.4%	45.9%	46.2%	45.6%
营业外收支	5	5	4	4	4	4
税前利润	**29**	**63**	**103**	**150**	**201**	**259**
利润率	41.4%	39.4%	49.1%	47.2%	47.1%	46.3%
所得税	-3	-8	-15	-22	-30	-39
所得税率	9.3%	13.2%	14.3%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	26	55	88	127	171	220
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	**26**	**55**	**88**	**127**	**171**	**220**
净利率	37.5%	34.2%	42.1%	40.1%	40.1%	39.3%
			44.4%	34.4%	28.8%	-100.0%

现金流量表（人民币百万元）

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	26	55	88	127	171	220
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	1	2	2	4	2	22
非经营收益	0	-1	0	-4	-4	-4
营运资金变动	16	11	-4	19	13	10
经营活动现金净流	**43**	**67**	**86**	**145**	**183**	**249**
资本开支	10	4	8	97	97	7
投资	0	1	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	**-10**	**-3**	**-8**	**-97**	**-97**	**-7**
股权募资	0	9	0	638	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	0
其他	-2	-14	0	0	0	0
筹资活动现金净流	**-2**	**-5**	**0**	**638**	**0**	**0**
现金净流量	**32**	**59**	**78**	**686**	**86**	**242**

资产负债表（人民币百万元）

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	42	101	179	865	951	1,192
应收款项	7	10	10	26	27	41
存货	5	14	23	15	20	26
其他流动资产	2	4	6	7	10	13
流动资产	57	129	217	913	1,009	1,272
% 总资产	79.5%	87.9%	90.1%	88.1%	82.0%	85.7%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	5	7	12	111	210	189
% 总资产	7.6%	4.7%	4.9%	10.7%	17.1%	12.7%
无形资产	9	10	12	12	11	22
非流动资产	15	18	24	123	222	212
% 总资产	20.5%	12.1%	9.9%	11.9%	18.0%	14.3%
资产总计	**71**	**146**	**241**	**1,036**	**1,231**	**1,483**
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	12	24	31	47	64	83
其他流动负债	6	18	16	30	36	50
流动负债	18	43	47	77	100	132
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	11	12	15	15	15	15
负债	**30**	**55**	**62**	**92**	**115**	**147**
普通股股东权益	41	91	180	945	1,116	1,336
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	**71**	**146**	**241**	**1,036**	**1,231**	**1,483**

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益（元）	5.215	0.831	1.336	1.446	1.945	2.506
每股净资产（元）	8.299	1.384	2.720	10.736	12.681	15.187
每股经营现金净流（元）	8.605	1.016	1.302	1.651	2.081	2.832
每股股利（元）	0.000	0.000	0.500	0.000	0.000	0.000
净资产收益率	62.84%	60.05%	49.11%	13.47%	15.34%	16.50%
总资产收益率	36.59%	37.46%	36.55%	12.28%	13.91%	14.86%
投入资本收益率	-2300.90%	-495.96%	14570.01%	135.85%	93.37%	143.70%
增长率						
营业总收入增长率	96.95%	130.45%	30.73%	51.51%	34.61%	31.20%
EBIT增长率	375.39%	144.98%	66.89%	33.43%	42.14%	33.94%
净利润增长率	263.77%	110.40%	60.71%	44.38%	34.45%	28.84%
总资产增长率	142.87%	105.50%	64.70%	329.70%	18.75%	20.54%
资产管理能力						
应收账款周转天数	34.0	16.9	13.2	26.4	19.8	23.1
存货周转天数	54.9	60.4	106.9	57.6	59.0	58.3
应付账款周转天数	52.9	28.3	23.9	26.1	25.0	25.5
固定资产周转天数	25.3	14.0	15.6	11.6	6.9	63.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-102.23%	-111.00%	-99.69%	-91.53%	-85.18%	-89.23%
EBIT利息保障倍数	-1,061.8	-47.6	-28.1	-6.8	-11.5	-19.3
资产负债率	41.77%	37.62%	25.57%	8.83%	9.32%	9.91%

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入： 预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持： 预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有： 预期未来 6－12 个月内波动幅度在-5%-+5%

减持： 预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 5%以上

此报告专供泰信基金管理有限公司公共邮箱阅读

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

此报告专供泰信基金管理有限公司公共邮箱阅读