

医疗器械

三诺生物 (300298)

首次

报告原因：公司调研

成本、渠道优势显著，尽享行业高景气

增持

2013年6月13日

公司研究/深度报告

市场数据：2013年6月13日

盈利预测：

单位：百万元、元、倍

收盘价(元)	43.50
一年内最高/最低(元)	47.80/28.91
市净率	4.67
市盈率	42.30
流通A股市值(百万元)	1435.50

	营业收入	营业成本	净利润	每股收益	市盈率
2012A	339.12	100.64	128.83	0.98	44.6
2013E	460.39	126.74	168.28	1.26	34.4
2014E	616.48	154.42	236.46	1.76	24.7
2015E	784.20	181.87	316.28	2.31	18.8

注：市盈率是指目前股价除以各年业绩

基础数据：2012年3月31日

每股净资产(元)	9.31
资产负债率%	16.36
总股本/流通A股(百万)	132/33
流通B股/H股(百万)	

相关研究

《糖尿病诊疗行业深度报告：完善产品线，稳扎基层，分享蓝海》，2012年9月26日

分析师：裴云鹏

执业证书编号：S0760511010009

Email: peiyunpeng@sxzq.com

研究助理：林小伟

021-38529769

linxiaowei@sxzq.com

销售联系人：张小玲

0351-8686990

zhangxiaoling@sxzq.com

地址：上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦7层

<http://www.i618.com.cn>

● **公司是国内血糖监测系统龙头企业之一。**国内血糖监测系统市场70%份额由外资占据，国产品牌只占30%，而公司是最大的两家国内企业之一，约占10%。目前公司每年的血糖仪、试条销量均是国内企业最大的，12年血糖仪销量超过140万台，试条销量接近3亿条。

● **血糖监测市场空间广阔，国产品牌机会在零售市场。**2010年国内血糖监测产品市场规模已超过30亿元，经估算未来五年血糖监测系统市场复合增速超过27%。国内血糖监测市场中医院市场和零售市场约各占一半，外资在医院市场占据绝对优势约有90%，而国产品牌凭借良好的成本控制及渠道优势在零售市场占有约55%的市场份额，未来行业的发展方向在零售市场，利于国产品牌实现进口替代。

● **成本和零售渠道优势助公司尽享行业高景气。**公司凭借多年技术积累实现了大规模化的生产，试条成本国内最低只有0.15元/条左右，成本优势显著。此外公司拥有1200多个经销商和2-3万个销售终端，在零售渠道上优势显著，正是凭借这两项优势公司尽享了行业的高景气。公司自产品上市以来一直保持着高速增长的势头，2008-2011年营业收入CAGR76.05%，净利润CAGR105.88%，充分分享了该细分行业的高景气。

● **业绩与评级。**我们预计公司13-15年实现净利润1.67亿元、2.32亿元、3.05亿元，分别同比增长29.5%、39.1%、31.3%，EPS分别为1.26元、1.76元、2.31元/股，对应PE为34倍、25倍、19倍。公司短期估值略微偏高，但考虑到该细分行业空间广阔将持续高景气，且公司是国内血糖监测系统的龙头企业最能受益，我们首次给予“增持”评级，建议逢低介入。

● **风险提示。**产品过于单一的风险；新进入者增多导致市场竞争程度超预期；渠道库存可能压力过大的风险。

目录

1. 国内专注血糖监测系统的龙头企业.....	4
1.1 专注血糖监测系统市场，业绩保持高速增长	4
1.2 激励到位的管理层控股的民营企业	4
2. 公司主营业务分析：仪器占市场，试条赚利润.....	5
3. 血糖监测系统市场分析：空间广阔，国产品牌机会在零售市场.....	7
3.1 血糖监测系统行业高速增长	7
3.2 行业竞争格局：外资品牌强势，国产品牌机会在中低端市场.....	9
3.3 国产品牌具性价比优势，进口替代可期	10
4. 公司竞争力分析：成本和渠道优势显著.....	11
4.1 最大规模化生产，成本优势显著	11
4.2 零售渠道优势明显，且逐步开拓医院市场	12
5. 募投项目分析：产能扩增、新产品研发、营销网络建设保障公司未来持续高增长.....	13
5.1 生物传感器生产基地：预计 7 月份投产，解决产能瓶颈.....	13
5.2 研发中心项目：增加产品储备，降低产品单一风险	13
5.3 营销网络建设项目：增强营销管理，提升品牌形象	14
6. 盈利预测及估值讨论	15
7. 风险提示	17

图表目录

图表 1 2008-2012 年营业收入 CAGR 达到 76.05%	4
图表 2 2008-2012 年净利润 CAGR 达到 105.88%	4
图表 3 三诺生物股权结构.....	4
图表 4 公司主要员工持有公司股份情况.....	5
图表 5 三诺生物血糖仪和试条产品.....	6
图表 6 三诺生物试条收入比重不断提高	6
图表 7 三诺生物试条综合毛利率稳步提升	6
图表 8 三诺生物产品内销为主，部分出口	7
图表 9 三诺生物内销毛利率高于出口	7
图表 10 我国血糖仪渗透率还有很大提升空间	8
图表 11 我国单台血糖仪消耗试条量还有提升空间	8
图表 12 我国血糖仪市场竞争格局.....	9
图表 13 我国血糖仪细分市场格局情况.....	9
图表 14 零售市场主导美国血糖监测系统市场	9
图表 15 国产品牌血糖仪和血糖试纸性价比显著优于外资品牌	10

图表 16 三诺生物与鱼跃医疗血糖产品盈利能力对比	11
图表 17 三诺生物试条良品率情况	12
图表 18 国内血糖产品企业渠道对比	12
图表 19 主要销售骨干均间接持有公司股份	13
图表 20 三诺生物研发中心主要项目	14
图表 21 三诺生物分项盈利预测	15
图表 22 可比公司估值情况	16

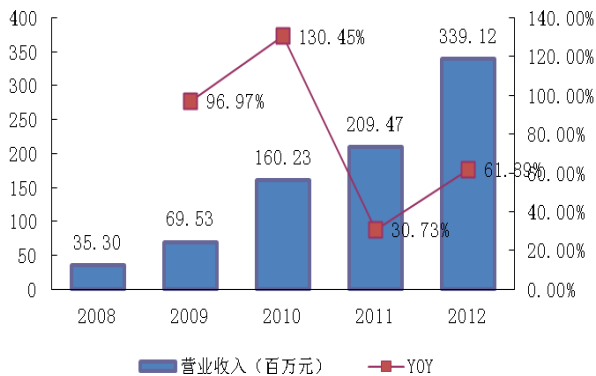
1. 国内专注血糖监测系统的龙头企业

公司主营是利用生物传感技术研发、生产、销售即时检测（POCT）产品，主要产品是血糖仪和配套的血糖试条，是公司的最主要利润来源。近年来公司也开发出其他 POCT 产品，如尿微量白蛋白检测试条、血糖/尿酸双功能检测仪，今年上半年将推出市场。公司于 2012 年 3 月 19 日在深圳上市成为中国血糖仪第一股。

1.1 专注血糖监测系统市场，业绩保持高速增长

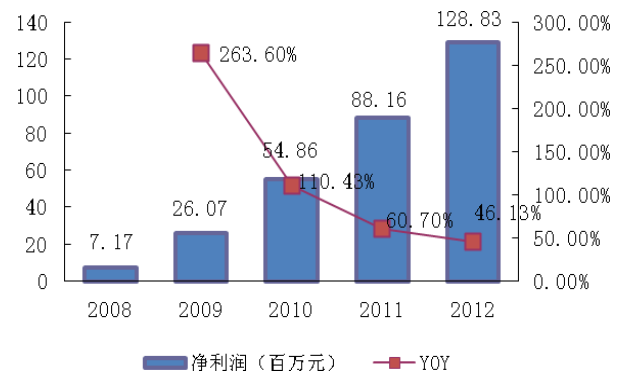
公司一直专注于血糖监测系统市场，2012 年实现收入 3.39 亿元，同比增长 61.89%，净利润 1.29 亿元，同比增长 46.13%。公司自产品上市以来一直保持着高速增长的势头，2008-2012 年营业收入年复合增长率为 76.05%，净利润年复合增长率为 105.88%，尽享该细分行业的高景气。

图表 1 2008-2012 年营业收入 CAGR 达到 76.05%



数据来源：wind 山西证券研究所

图表 2 2008-2012 年净利润 CAGR 达到 105.88%

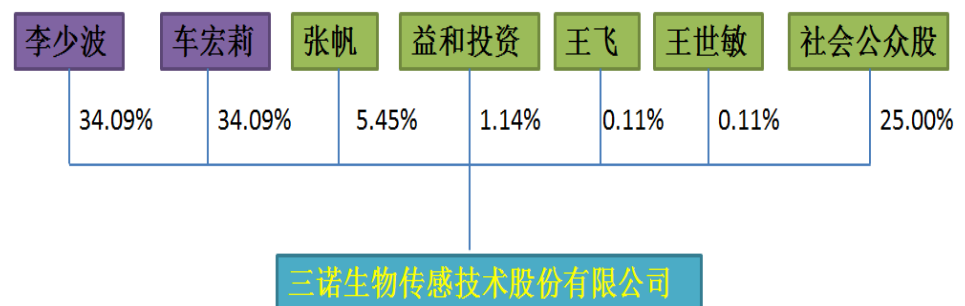


数据来源：wind 山西证券研究所

1.2 激励到位的管理层控股的民营企业

公司实际控制人为李少波先生和车宏莉女士。董事长李少波先生负责公司战略规划的制定与实施、市场与营销方案的计划和执行等工作。车宏莉女士负责公司产品的研发，并担任公司董事、副总经理等职务。公司其他管理者、研发人员、生产人员等均通过益和投资间接持有公司股份，公司激励机制到位。

图表 3 三诺生物股权结构



数据来源：公司招股说明书 山西证券研究所

图表 4 公司主要员工持有公司股份情况

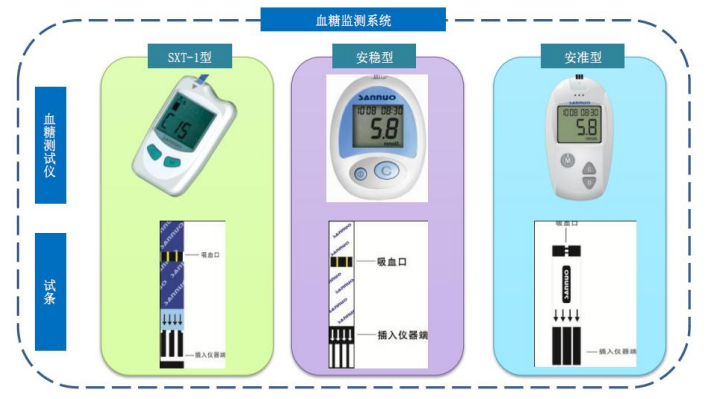
主要员工	占益和投资股份 (%)	间接持有公司股份数 (股)	职务
车宏菁	5.50%	55176	财务经理
张伟	4.60%	46147	仪器研发部助理
聂海龙	4.50%	45144	研发工程师
欧阳柏伸	4.00%	40128	市场经理
彭谢兰	3.80%	38122	研发工程师
周倩	3.60%	36115	研发工程师
魏巧龙	3.00%	30096	研发工程师
周清华	2.60%	26083	试条生产部经理
贺霞	2.60%	26083	客服经理
宁桂春	2.50%	25080	监事会主席、审计经理
昌凯君	2.20%	22070	行政经理、监事
李艳辉	2.20%	22070	物流经理
黄彩虹	2.00%	20064	试条生产部副经理
李跃晖	2.00%	20064	研发工程师
吉翔	2.00%	20064	研发助理
唐彬连	2.00%	20064	仪器生产部技术专家
杨永峰	1.80%	18058	仪器生产部经理
刘振华	1.50%	15048	研发工程师
宋维日	1.00%	10032	试条生产部组长
李宗祥	1.00%	10032	研发工程师
周建华	1.00%	10032	研发工程师
谢光	1.00%	10032	研发工程师

数据来源：公司招股说明书 山西证券研究所

2. 公司主营业务分析：仪器占市场、试条赚利润

公司是国内较早自主研发血糖仪的企业，目前已是国内血糖监测系统市场的龙头企业之一。血糖检测业务是公司主要收入、利润来源。

图表 5 三诺生物血糖仪和试条产品

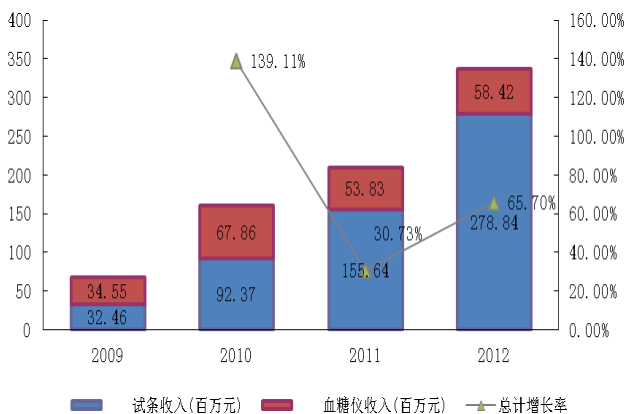


数据来源：公司招股说明书 山西证券研究所

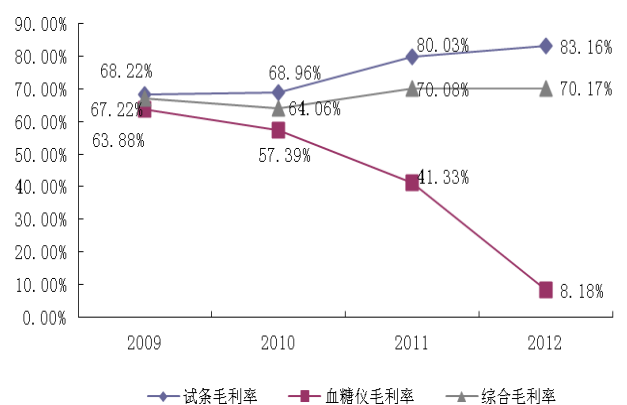
从行业来看，血糖仪和试条是“一一对应”的封闭体系，不同品牌和型号的仪器和试条不能通用。公司采取“低价仪器抢占市场，高毛利率试条赚利润”的盈利模式，通过廉价的仪器快速抢占市场，不断扩大市场占有率，随着仪器保有量达到一定规模，由于仪器和试条是一一对应的“封闭系统”，用户会持续购买试条，那么高毛利率的试条的销售收入不断增长，从而带动公司收入快速增长，之后公司再进一步降低仪器价格以扩大仪器销量，进一步滚动高毛利率的试条销量增长，公司主要利润来源于试条。

2012年公司血糖仪和试条收入为5842万元、27884万元，分别占公司总收入的17.23%、82.22%，试条收入占比逐年提高，从而带动综合毛利率的稳步提升，盈利能力逐步增强。

图表 6 三诺生物试条收入比重不断提高



图表 7 三诺生物试条综合毛利率稳步提升

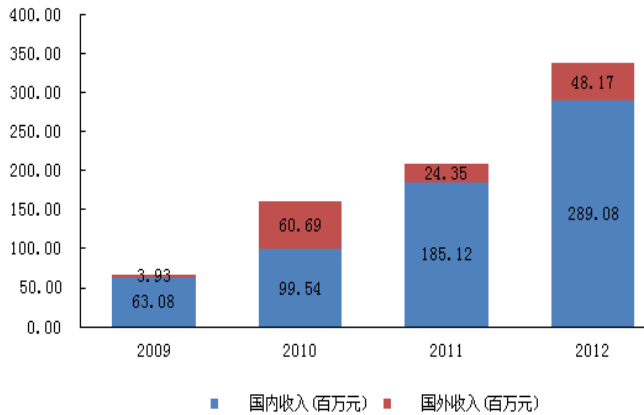


数据来源：wind 山西证券研究所

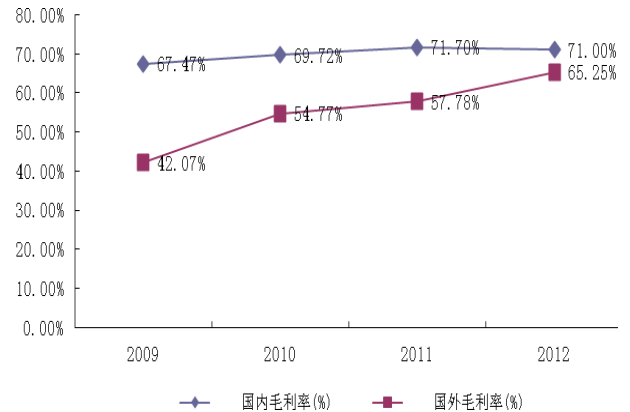
公司产品主要在国内销售，也有部分海外出口。出口方面，主要是公司2007年12月18日与古巴TISA公司签订生产销售合同，通过OEM方式出口至拉美地区，原合同已于2010年到期，后又签订了补充协议将合同延长至2013年7月，近日公司又与TISA再次续签了协议将合同期限延长至2016年。出口

产品主要是根据对方的合同订单来生产的，有一定不稳定性，且是以 OEM 方式生产，所以价格和毛利率低于国内，但净利润率较高。

图表 8 三诺生物产品内销为主，部分出口



图表 9 三诺生物内销毛利率高于出口



数据来源：wind 山西证券研究所

目前公司海外市场的代理商是古巴的 TISA 公司，面向的市场主要是古巴和委内瑞拉两个国家。公司在这两个国家有 50 多万台的存量仪器，对应的试条数量在 7000 万条左右，对应每年的业务量在 5000 万元人民币左右。海外订单有一定的不确定性，大部分为试条订单，少量仪器订单。目前 TISA 公司将开拓墨西哥，阿根廷等市场，新兴市场的开拓会给公司海外业务带来新的增长空间，同时公司正在申请 FDA 认证，一旦认证通过进入欧美主流市场的话，那么出口业务有超预期的可能，值得期待。

3. 血糖监测系统市场分析：空间广阔，国产品牌机会在零售市场

3.1 血糖监测系统行业高速增长

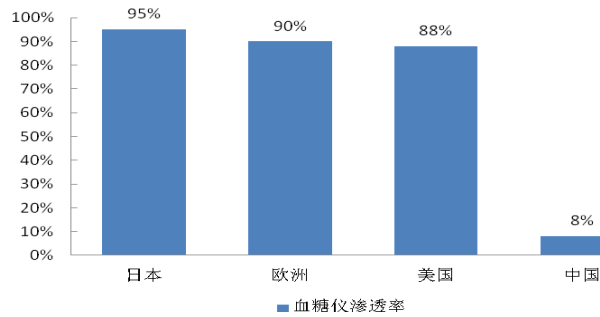
2010 年国内血糖监测产品市场规模已超过 30 亿元。如果血糖仪按零售价 200 元/台，试条按 2.5 元/条计算，血糖仪市场规模新增 30 亿元，每年消耗试条容量超过 53 亿元，这样估算未来五年血糖监测系统市场复合增速超过 27%，具体估算过程可参见我们在 2012 年 9 月 26 日发布的《糖尿病诊疗行业深度报告——完善产品线，稳扎基层，分享蓝海》。

未来我国血糖监测系统市场仍将处于高成长期，主要驱动因素有：

(1) 血糖仪渗透率的提高

我国糖尿病患者中，大概只有约 8% 的患者拥有自己的血糖监测系统，与欧美发达国家高达 90% 以上渗透率相比相距甚远。随着居民对糖尿病认知水平和支付能力的提高，未来我国血糖仪渗透率还有很大的提升空间。

图表 10 我国血糖仪渗透率还有很大提升空间

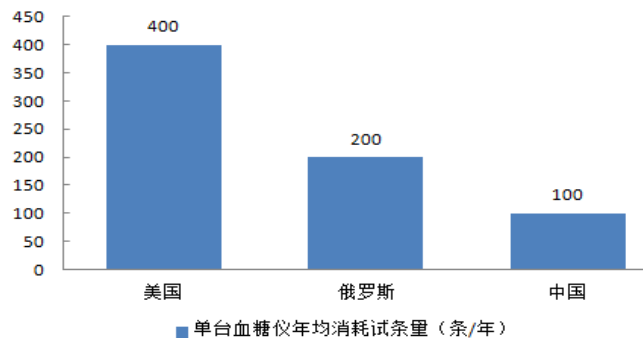


数据来源：公司招股说明书 山西证券研究所

(2) 单台血糖仪消耗试条量的提升

目前我国单台血糖仪年均消耗的试条量大致为 100 条左右，相当于一周测两次，与欧美发达国家相比，我国单台血糖仪年均试条消耗量明显偏低，如美国单台血糖仪年均消耗的试条数量为 400 条，甚至连俄罗斯单台血糖仪年平均消耗试条量也是我国的 2 倍。一般血糖较为稳定的患者一周需要测两次，而其他病情更重的患者则需要更频繁的测试血糖以严格控制血糖以防并发症的出现。随着患者对血糖控制意识的增强及对并发症预防意识的加强，未来我国单台血糖仪消耗试条量还有提升空间。

图表 11 我国单台血糖仪消耗试条量还有提升空间



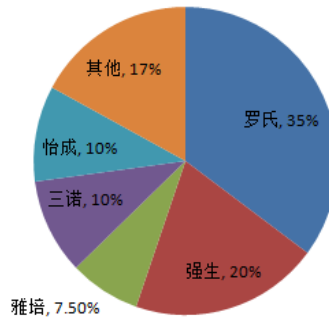
数据来源：公司招股说明书 山西证券研究所

此外我国血糖仪消耗试条量偏低，部分原因是患者保健意识弱，测试血糖的主动性不强，依赖于医生。从更深层次的原因来看可能是试条还未纳入我国医保报销范围，而欧美国家可以报销，未来如能进入医保（短期内可能性不大）则能极大地刺激试条的消耗。

3.2 行业竞争格局：外资品牌强势，国产品牌机会在中低端市场

国内血糖监测系统市场以外资品牌为主导，占有率超过 70%，国产品牌占比不到 30%，公司是国内血糖仪龙头之一，约占 10%的份额。

图表 12 我国血糖仪市场竞争格局



数据来源：公司招股说明书 山西证券研究所

我国血糖监测系统市场由医院市场和零售市场组成，各占约一半份额，外资品牌在医院市场占有率高达 90%，无可撼动。而国产血糖仪凭借性价比和渠道优势在零售市场占据一定优势。零售市场增速超过医院市场，整体血糖监测系统市场增速约 20%，而零售市场增速超过 30%。未来各厂家的争夺方向以及行业的发展方向都是零售市场。

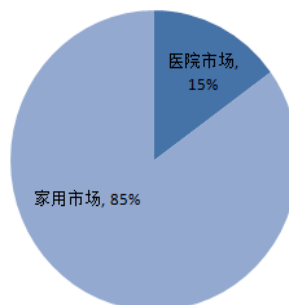
图表 13 我国血糖仪细分市场格局情况

细分市场	市场份额	外资品牌占比	国产品牌占比	细分市场增速
医院市场	50%	90%	10%	不到 20%
零售市场	50%	45%	55%	超过 30%

数据来源：山西证券研究所

在美国，零售市场占据了血糖检测系统市场的主要份额，占比高达 85%。

图表 14 零售市场主导美国血糖监测系统市场



数据来源：山西证券研究所

虽然目前国内医院市场仍然强势，但由美国市场的经验来看零售市场才是行业未来的发展方向。

3.3 国产品牌具性价比优势，进口替代可期

目前国产品牌的产品在性能指标上已与外资品牌差别不大，但国产品牌通过良好的成本控制，其性价比显著优于外资品牌。而且在零售市场，尤其是二、三线城市的基层市场，廉价、贴近客户、使用方便等是消费者购买时的重要考虑因素，因此国产品牌的性价比优势和服务优势正好契合零售市场。

图表 15 国产品牌血糖仪和血糖试纸性价比显著优于外资品牌

厂商	型号	分类	测试范围 (mmol/L)	测试时 间(秒)	需血量 (μ l)	记忆量 (条)	零售价格	
							仪器(元/台)	试条(元/条)
罗氏	活力型	第四代	0.6-33.3	5	1.5	350	369(含50条试条)	228(50条)
	卓越型	第四代	0.6-33.3	5	0.6	500	658(含50条试条)	248(50条)
强生	稳豪型	第四代	1.1-33.3	5	1	150	235	235(50条)
	稳豪倍优型	第四代	1.1-33.1	5	1	600	839(含50条试条)	220(50条)
雅培	利舒坦	第五代	1.1-27.8	7	0.3	250	650(含50条试条)	256(50条)
三诺	安稳型	第四代	2.2-27.8	25	3	220	110(含50条试纸)	95(50条)
	安准型	第五代	1.1-33.3	10	0.5	200	165(含50支试条)	99(50条)
怡成	怡成5d-6	第五代	1.1-33.3	5	0.5	256	199(含50条试纸)	99(50条)
	超越JPS-7	第四代	1.7-27.8	20	1.5	256	180(含50条试纸)	85(50条)
九	AG-60	第	1.1-33.3	5	0.7	350	119(含10条试	

安	5	四代					纸)	
鱼跃	悦准	第五代	1.1-33.3	8	1	250	202	140 (50 条)

数据来源：卓越亚马逊网 山西证券研究所

综上所述，国产品牌的优势在中低端市场零售市场，且二、三线城市有大量的空白市场等待挖掘，未来国产品牌有望实现进口替代。

4. 公司竞争力分析：成本和渠道优势显著

4.1 最大规模化生产，成本优势显著

血糖仪的技术早就为业界共知，但如何实现试条的大规模化生产、保证产品稳定性、报废率低才是竞争核心所在，全球能真正实现大规模化生产的企业只有 10 家左右。

公司经过多年的技术及经验积累实现国内最大规模化的试条生产能力，成本最低，竞争优势显著。市场担心鱼跃医疗的血糖产品大规模上市会对三诺形成很大的冲击，而我们则认为目前来说鱼跃的威胁不大。主要原因有下：1、鱼跃 12 年 2 月份拿到批文，12 年下半年才正式将血糖仪推向市场，且试条工艺稳定还没得到很好地解决，尚不能大规模化生产；2、鱼跃试条产能 6000 条，而三诺则能达到近 3 亿条，规模化差异导致成本相差很大鱼跃试条成本在 0.3 元/条左右，而三诺试条成本只有 0.15 元/条左右；3、鱼跃 12 年血糖产品收入 2000 万元左右，三诺则有 3.39 亿元，不是一个量级别的。

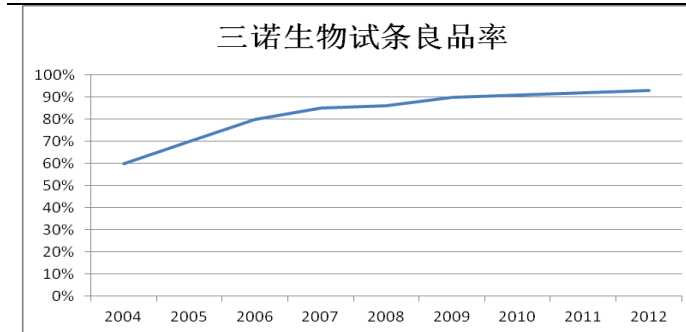
图表 16 三诺生物与鱼跃医疗血糖产品盈利能力对比

项目	三诺生物	鱼跃医疗
血糖仪成本价 (元/台)	36	30 多
血糖仪出厂均价 (元/台)	39	50~60
试条成本价 (元/条)	0.15 左右	0.30 左右
试条出厂均价 (元/条)	0.95	1.30 左右
综合毛利率 (%)	70.17%	不到 60%
2012 年血糖产品收入	3.39 亿元	近 2000 万元

数据来源：山西证券研究所 注：以上数据是根据公司收入、销量、调研等估算所得，因有不同销售渠道、产品规格等因素影响不一定准确。

随着公司产品技术的进步和生产规模的逐步扩大，公司产品的单位生产成本还会进一步下降，市场竞争力不断提升。正是良好的工艺稳定性和极高的良品率保证了公司产品的成本优势，目前公司试条良品率稳定在 90%以上。

图表 17 三诺生物试条良品率情况



数据来源：山西证券研究所

4.2 零售渠道优势明显，且逐步开拓医院市场

公司形成了覆盖全国的经销网络，在全国建立了 28 个销售办事处，并拥有稳定的经销商队伍，且经销商与公司具有良好的合作关系，公司的经销商数量是国内几家可比公司中最多的，可以达到广铺货，迅速抢占空白市场的目的。在营销管理方面，公司通过对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，与同行相比公司在零售渠道的优势非常显著。

图表 18 国内血糖产品企业渠道对比

国内厂家	经销商数量 (家)	终端覆盖点 (个)	销售人员 (人)	市场定位
三诺生物	1200 多个	2-3 万	362 人	OTC 为主, 逐步开拓医院市场
怡成生物	N/A	1 万以上	不到 100 人	OTC
九安医疗	400-500	N/A	150	N/A
鱼跃医疗	500-600	部分地区医院中标, OTC 较少	40 多	医院和 OTC 并重, 目前以医院推广为主

数据来源：各公司公告 山西证券研究所

公司于 12 年下半年开始向医院市场渗透，目前有 10 多人负责医院市场，还在继续组建医院渠道销售团队，计划 2014 年扩增至 50 人，实现近 5000 万的销售收入，医院市场将成为公司新的增长点。

此外，公司骨干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，充分带动积极性。

图表 19 主要销售骨干均间接持有公司股份

合伙人	占益和投 资股份 (%)	间接持有公司 股份数 (股)	职务
杜成进	4.60%	46147	大区经理
李卉华	3.90%	39125	省级经理
朱迅	3.85%	38623	大区经理
赵雅沙	3.45%	34610	大区经理
陈黎	2.10%	21067	大区经理
马国瑞	1.80%	18058	省级经理
艾萍	1.65%	16553	省级经理
孙红霞	1.65%	16553	省级经理
赵振伟	1.25%	12540	省级经理
孙鹰	1.25%	12540	省级经理
吴志平	1.15%	11537	省级经理
李鹏	1.15%	11537	省级经理
曾桥俊	1.10%	11035	省级经理
于海龙	1.10%	11035	省级经理
孙红旗	1.00%	10032	省级经理
严建文	1.00%	10032	省级经理
黄云标	1.00%	10032	省级经理
张立	1.00%	10032	省级经理
李旭果	1.00%	10032	省级经理

数据来源：公司招股说明书 山西证券研究所

5. 募投项目分析：产能扩增、新产品研发、营销网络建设保障公司未来持续高增长

5.1 生物传感器生产基地：预计 7 月份投产，解决产能瓶颈

生物传感器生产基地的生产厂房建设进展顺利，预计今年 7 月份可正式投产，全部达产后可实现年产血糖仪 200 万台，配套血糖测试试条 5 亿支的产能，届时将成为亚洲最大的血糖仪及试条生产基地，将有力解决公司目前满负荷生产、产能偏紧的状况，为公司未来业绩的持续增长提供有力保障。

5.2 研发中心项目：增加产品储备，降低产品单一风险

公司一直致力于生物传感器技术的发展研究，努力构建创新发展平台，不断研发更多的 POCT 产品。未来三年，公司在产品创新方面，重点是完善生化类、免疫类检测项目 POCT 系列产品的研发和产业化生产。目前生物传感器技术研发中心项目建设进展顺利，预计 2014 年 3 月份可建成投入使用。

图表 20 三诺生物研发中心主要项目

研发部门名称	功能
免疫诊断技术研发部	POCT 免疫产品的研发, 包括: 尿微量白蛋白, 心脏标记物, C 反应蛋白, D-二聚体项目的研究
电化学技术研发部	1、 新一代血糖测试系统的开发 2、 动态血糖测试系统的产品开发
光化学技术研发部	POCT 生化测试系统的研发, 包括血糖、血脂、尿酸、肌肝、转氨酶、胆红素等
生物原材料研发部	1. 规模化产品的生物原材料的制备 2. 新型分子识别探针
仪器研发部	与试剂系统配套的仪器的研发
测试和信息情报中心	1、 研发项目的阶段性验证测试 2、 研发项目的临床研究支持 3、 产品注册报批 4、 专利申报和管理 5、 相关技术标准的收集和培训 6、 竞争性情报的收集、整理、保存

数据来源: 公司招股说明书 山西证券研究所

5.3 营销网络建设项目: 增强营销管理, 提升品牌形象

本项目建设布局以公司总部为中心, 实施地点包括分布在全国的 28 个城市以及相应的销售区域, 建立营销管理信息系统和客户服务中心, 并在销售终端投放销售专柜, 加强公司的销售覆盖能力、客户服务能力以及提升公司产品品牌形象。该营销网络预计 2014 年 3 月份建成。

我们认为“营销网络建设项目”有助于公司进一步提高市场覆盖率、提升品牌形象, 增强客户服务能力, 为公司获取更大的市场份额和覆盖更高层次的市场奠定基础。

6. 盈利预测及估值讨论

我们盈利预测的关键假设：

(1) 2013-2015 年国内仪器销量增长分别为 20%，15%，10%，价格维持保本微利状态，毛利率维持在 8%左右；

(2) 存量仪器激活率 80%，存量仪器年均试条消耗量 100 支/年，新增仪器年均试条消耗量 60 支/年，内销试条毛利率小幅下滑；

(3) 由于出口业务受订单影响不稳定，我们假设每年维持 5000 万元不变，毛利率小幅下滑；

(4) 由于公司要加大市场推广及进入医院市场和新产品推广等，预计未来几年销售费用率仍维持较高水平，但会有小幅下降。

图表 21 三诺生物分项盈利预测

项目		2012A	2013E	2014E	2015E	
内销	仪器	当年销量（万台）	150	180	207	228
		YOY	88.92%	20.00%	15.00%	10.00%
		年初存量（万台）	163	313	493	700
		单价（元/台）	38.95	38.00	37.00	36.00
		仪器收入（百万元）	58.42	68.40	76.59	81.97
		YOY	15.00%	17.08%	11.97%	7.03%
	试条	毛利率	8.18%	8.00%	8.00%	8.00%
		销量（万条）	24281	35850	51870	69671
		YOY	75.35%	47.64%	44.69%	34.32%
		单价（元/条）	0.95	0.94	0.93	0.92
		试条收入（百万元）	230.67	336.99	482.39	640.98
		YOY	71.74%	46.09%	43.15%	32.88%
外销	毛利率	86.90%	86.50%	86.00%	85.00%	
	收入（百万元）	48.17	50.00	50.00	50.00	
	成本（百万元）	16.74	17.50	17.50	17.50	

	毛利率	65.25%	65.00%	64.50%	64.00%
新产品	收入（百万元）		5.00	7.50	11.25
	YOY			50.00%	50.00%
	成本（百万元）		2.50	3.75	5.63
	毛利率		50.00%	50.00%	50.00%
合计	营业总收入（百万元）	337.25	460.39	616.48	784.20
	YOY	60.96%	36.51%	33.90%	27.21%
	毛利率	70.17%	72.11%	74.13%	75.11%

数据来源：山西证券研究所

我们预计公司 13-15 年实现净利润 1.67 亿元、2.32 亿元、3.05 亿元，分别同比增长 29.5%、39.1%、31.3%，预计 13-15 年 EPS 为 1.26 元、1.76 元、2.31 元/股，对应 PE 为 34 倍、25 倍、19 倍。公司短期估值略微偏高，但考虑到该细分行业空间广阔将持续高景气，且公司是国内血糖监测系统的龙头企业最能受益，因此我们首次给予“增持”评级，建议逢低介入。

图表 22 可比公司估值情况

代码	简称	收盘价 (元/股)	EPS				PE			
			12A	13E	14E	15E	12A	13E	14E	15E
002223.SZ	鱼跃医疗	20.39	0.46	0.57	0.74	0.95	44	36	28	21
300003.SZ	乐普医疗	11.98	0.50	0.55	0.62	0.74	24	22	19	16
300206.SZ	理邦仪器	18.23	0.55	0.48	0.67	0.94	33	38	27	19
300246.SZ	宝莱特	11.68	0.50	0.33	0.41	0.51	23	36	28	23
300273.SZ	和佳股份	21.03	0.62	0.46	0.68	1.00	34	46	31	21
300314.SZ	戴维医疗	17.00	1.01	0.62	0.77	0.89	17	27	22	19
300318.SZ	博晖创新	11.37	0.56	0.37	0.46	N/A	20	30	25	N/A
300326.SZ	凯利泰	34.29	1.24	0.90	1.15	1.50	28	38	30	23
600055.SH	华润万东	11.23	0.15	0.21	0.27	0.33	75	54	42	34
均值							33	36	28	22
300298.SZ	三诺生物	43.50	0.98	1.27	1.79	2.40	44	34	24	18

数据来源：wind 山西证券研究所 注：可比公司 EPS 为 wind 一致预期，收盘价为 2013 年 6 月 13 日收盘价

7. 风险提示

- (1) 产品过于单一的风险；
- (2) 新进入者增多导致市场竞争程度超预期；
- (3) 渠道库存可能压力过大的风险。

财务报表预测及财务指标

财务报表预测与财务指标						更新日期: 13/06/13					
单位: 百万											
利润表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	资产负债表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	209.47	339.12	460.39	616.48	784.20	现金	178.95	655.30	560.13	600.00	720.00
YOY(%)	30.7%	61.9%	35.8%	33.9%	27.2%	交易性金融资产	0.00	36.24	36.24	36.24	36.24
营业成本	62.67	100.64	128.42	159.50	195.19	应收款项净额	9.85	16.13	21.90	29.32	37.30
营业税金及附加	2.28	3.98	5.52	7.40	9.41	存货	22.88	37.05	45.34	53.57	65.55
销售费用	34.54	89.33	115.10	147.95	180.37	其他流动资产	5.51	144.69	196.43	263.03	334.59
占营业收入比(%)	16.5%	26.3%	25.0%	24.0%	23.0%	流动资产总额	217.19	889.41	860.03	982.16	1,193.68
管理费用	13.90	27.49	36.83	49.32	62.74	固定资产净值	10.95	15.02	154.25	189.70	203.03
占营业收入比(%)	6.6%	8.1%	8.0%	8.0%	8.0%	减:资产减值准备	0.09	(0.34)	(3.49)	(4.29)	(4.60)
EBIT	95.82	117.15	174.05	251.85	336.04	固定资产净额	11.04	14.68	150.76	185.41	198.43
财务费用	(3.41)	(15.96)	(18.23)	(17.18)	(18.43)	工程物资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
占营业收入比(%)	-1.6%	-4.7%	-4.0%	-2.8%	-2.4%	在建工程	0.78	25.39	26.20	20.54	12.32
资产减值损失	0.09	(0.34)	(1.00)	(1.00)	(1.00)	固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	6.87	0.00	0.00	0.00	固定资产总额	11.82	40.07	176.96	205.95	210.75
营业利润	99.32	139.64	191.28	268.03	353.47	无形资产	11.24	11.55	11.09	10.63	10.16
营业外净收入	3.59	10.03	5.00	5.00	5.00	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	102.92	149.67	196.28	273.03	358.47	其他长期资产	0.93	5.24	5.24	5.24	5.24
所得税	14.75	20.84	29.44	40.95	53.77	资产总额	241.18	946.27	1,053.32	1,203.98	1,419.83
所得税率(%)	14.3%	13.9%	15.0%	15.0%	15.0%	循环贷款	0.00	0.00	0.00	7.47	39.22
净利润	88.17	128.83	166.84	232.08	304.70	应付款项	3.23	8.02	9.81	11.60	14.19
占营业收入比(%)	42.1%	38.0%	36.2%	37.6%	38.9%	预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其他流动负债	43.68	76.82	97.15	121.03	148.69
归属母公司净利润	88.16	128.83	166.84	232.08	304.70	流动负债	46.91	84.84	106.97	140.09	202.09
YOY(%)	60.7%	46.1%	29.5%	39.1%	31.3%	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS (元)	0.67	0.98	1.26	1.76	2.31	应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						其他长期负债	14.76	16.26	17.76	19.26	20.76
主要财务比率	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	负债总额	61.67	101.10	124.73	159.35	222.85
成长能力						少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业收入	30.7%	61.9%	35.8%	33.9%	27.2%	股东权益	179.51	845.18	928.60	1,044.64	1,196.99
营业利润	69.7%	40.6%	37.0%	40.1%	31.9%	负债和股东权益	241.18	946.28	1,053.33	1,203.99	1,419.84
净利润	60.7%	46.1%	29.5%	39.1%	31.3%						
获利能力						现金流量表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
毛利率(%)	70.1%	70.3%	72.1%	74.1%	75.1%	税后利润	88.16	128.83	166.84	232.08	304.70
净利率(%)	42.1%	38.0%	36.2%	37.6%	38.9%	加:少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ROE(%)	49.1%	15.2%	18.0%	22.2%	25.5%	公允价值变动	-0.09	0.34	1.00	1.00	1.00
ROA(%)	36.6%	13.6%	15.8%	19.3%	21.5%	折旧和摊销	1.91	3.01	9.42	19.67	24.36
偿债能力						营运资金的变动	-4.65	-124.08	-39.02	-54.30	-59.46
流动比率	4.63	10.48	8.04	7.01	5.91	经营活动现金流	85.33	8.10	138.25	198.44	270.60
速动比率	4.14	10.05	7.62	6.63	5.58	短期投资	0.00	-36.24	0.00	0.00	0.00
资产负债率%	25.6%	10.7%	11.8%	13.2%	15.7%	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运能力						固定资产投资	-6.42	-30.82	-150.00	-50.00	-30.00
总资产周转率	86.9%	35.8%	43.7%	51.2%	55.2%	投资活动现金流	-6.42	-67.06	-150.00	-50.00	-30.00
应收账款周转天数	17.16	17.36	17.36	17.36	17.36	股权融资	0.00	588.00	0.00	0.00	0.00
存货周转天数	131.93	132.40	132.40	132.40	132.40	长期贷款的增加/(减少)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股指标(元)						公司债券发行/(偿还)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股收益	0.67	0.98	1.26	1.76	2.31	股利分配	-0.27	-44.00	-83.42	-116.04	-152.35
每股净资产	1.36	6.40	7.03	7.91	9.07	计入循环贷款前融资活动	-0.27	544.00	-83.42	-116.04	-152.35
估值比率						循环贷款的增加(减少)	-0.82	35.31	0.00	7.47	31.75
P/E	65.1	44.6	34.4	24.7	18.8	融资活动现金流	-1.36	535.31	-83.42	-108.57	-120.60
P/B	32.0	6.8	6.2	5.5	4.8	现金净变动额	77.55	476.35	-95.17	39.87	120.00

数据来源: 山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。