

日期: 2014年5月14日

行业: 医疗器械



魏贇
021-53519888-1960
weiyun@shzq.com
执业证书编号: S0870513090001

海外市场平稳 关注高端产品和医院终端

■ 投资摘要

现阶段目标成为血糖仪专家

公司整体战略划分为三个阶段, 第一个阶段目标是成为中国血糖仪普及推动者; 第二阶段公司希望成为全球“血糖仪专家”, 从去年开始, 针对这一目标的市场策略和产品策略都已经铺开; 第三个阶段公司目标是成为“糖尿病专家”, 不仅生产制造检测产品, 也能为广大糖尿病患者提供服务。

医院市场主推集成类产品和金系列

公司医院销售队伍约有二三十人, 主推产品为EA-11 (血糖、尿酸双功能监测仪器), 未来将会在医院市场主推“金系列”产品。同时会通过加强学术推广、品牌宣传等途径, 提升公司产品在医院市场中的影响力。

与华广合作优势互补

公司去年血糖仪销售增长迅速, 与公司进行了促销有关。今年公司促销上将更加注重精准促销, 力求带动试条销售。公司与华广生技合作, 技术和产品上能够实现互补, 有利于公司未来在国际市场上的拓展。今年公司海外订单平稳, 正在积极开拓印度市场。

维持“未来六个月, 谨慎增持”评级

公司13年实现EPS0.83元, 预计14年实现EPS为1.09元, 以5月13日收盘价36.50元计算, 静态与动态PE分别为44.04倍和33.62倍。医疗器械上市公司13、14年平均市盈率为54.64倍和39.22倍, 公司目前的估值低于行业平均估值。公司产能瓶颈得以解除, OTC渠道优势明显, 针对医院新产品逐步上市, 医院渠道正在拓展, 公司正进入新的电子商务渠道, 与华广生技的合作短期会完善公司产品结构, 有利于进一步巩固OTC市场的销售。我们看好公司未来的发展前景, 维持公司“谨慎增持”评级。

■ 数据预测与估值:

至12月31日 (¥.百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	449.05	590.03	768.23	971.52
年增长率	32.42%	31.39%	30.20%	26.46%
归属于母公司的净利润	165.31	216.56	285.40	363.18
年增长率	28.32%	31.01%	31.79%	27.25%
每股收益 (元)	0.83	1.09	1.43	1.82
PER (X)	44.04	33.62	25.51	20.05

注: 有关指标按最新股本摊薄

基本数据 (Y2013)

报告日股价 (元)	36.50
12mth A 股价格区间 (元)	55.36/26.30
总股本 (百万股)	199.64
无限售 A 股/总股本	31.25%
流通市值 (亿元)	22.75
每股净资产 (元)	4.71
PBR (X)	7.75
DPS (Y2013, 元)	10 转 5 派 5

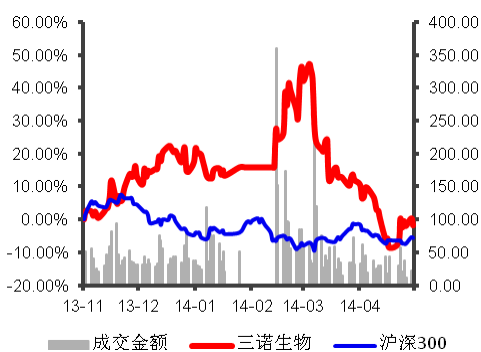
主要股东 (Y2013)

李少波	34.09%
车宏莉	34.09%
张帆	5.45%

收入结构 (Y2013)

试纸条	78.29%
血糖仪	21.62%

最近 6 个月股价与沪深 300 比较



报告编号: WY14-CI01

首次报告日期: 2013年03月22日

相关报告: 三诺生物 (300298) 调研报告

告: 出口订单平稳 试纸增长可期

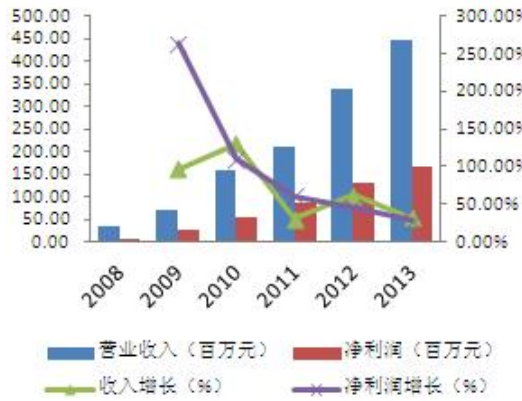
一、现阶段目标：血糖仪专家

公司主要生产血糖测试仪和配套试纸条。2013年度实现营业收入44,905.34万元，较上年同期增长32.42%，其中血糖仪收入占比21.62%，试纸条收入占比为78.29%。实现营业利润16,929.77万元，较上年同期增长21.24%，实现归属于上市公司股东的净利润16,530.63万元，较上年同期增长28.32%。公司销售费用率同比下降1.79个百分点，管理费用率同比略增0.58个百分点，主要与研发支出有关，总体而言，费用率水平较为稳定。2013年，公司募投项目生物传感器生产基地项目一期已完工并投入生产，产能瓶颈解除。营销方面，公司实施扁平化战略，渠道不断下沉并进行了区域性的优化调整；医院队伍建设完成，公司积极开拓医院市场。海外市场13年同比增长52.81%，收入占比16.39%，同比增长2.19个百分点，增速大于国内市场。

公司采取了自下而上的市场策略，通过基层市场逐步向一二线城市及二三级高端医院拓展。由于血糖仪的技术关键在于葡萄糖氧化酶规模化生产以后的重复率和稳定性，这需要一个经验和技术积累的过程。目前，公司产品的性能已经比较稳定，价格比进口产品低30%，性价比优势比较突出，这一点对基层医疗机构比较有影响力。同时由于生产自动化程度较高，控制废品率在较低水平，成本下降，毛利率一直保持在较高水平。公司正在研发适合医院市场产品，医院队伍已经建立，公司海外市场开发顺利，订单平稳，与华广生技进行了战略合作，未来有望借助华广生技进一步推动公司海外市场拓展。

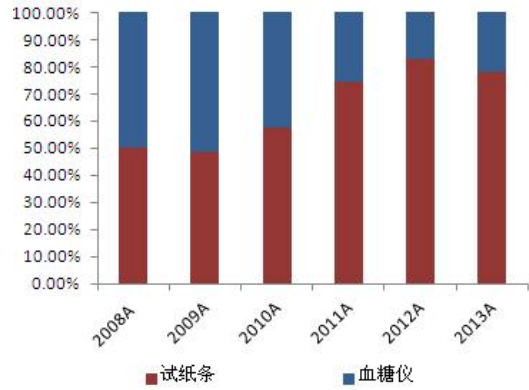
公司整体战略划分为三个阶段，第一个阶段的目标是中国血糖仪普及推动者。通过对基层市场和OTC市场的广泛覆盖以及性价比上的优势，目前公司已经成为国产血糖仪的主要供应商；第二阶段公司希望做成全球“血糖仪专家”，从去年开始，针对这一目标的市场策略和产品策略已经铺开；第三个阶段公司希望能打造成“糖尿病专家”，不仅生产制造检测产品，还为糖尿病患者提供服务。

图 1 公司近年来营业收入及净利润情况



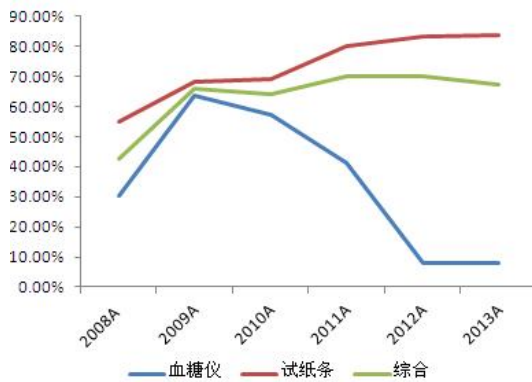
数据来源: wind 上海证券研究所

图 2 公司主营业务结构



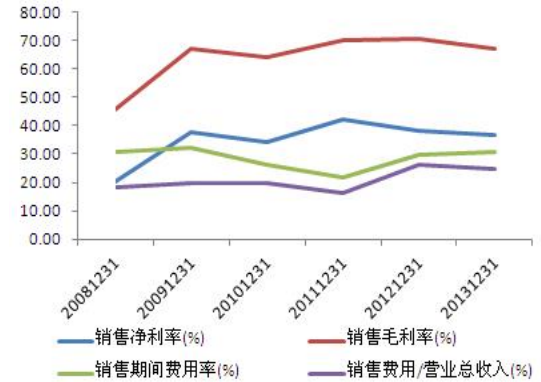
数据来源: wind 上海证券研究所

图 3 公司近年来的分产品毛利率变化



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 4 公司近年来盈利能力变化



数据来源: Wind 上海证券研究所

二、多方式优化产品结构

2.1 向医院市场拓展，开发针对性产品

上市之初，公司的产品主要是安稳型和安准型，其中安稳型血糖仪和试条是公司第二代产品，用量大约 3 微升，测试范围为 2.2mmol/L~27.8mmol/L，测试时间为 25 秒，可记忆 220 个测试数据，具有自动退条功能，适宜测试温度：10℃~35℃，适宜测试湿度不大于 80%。安准型产品是公司第三代血糖测试仪产品，指端末梢采集全血，用量小于 0.6 微升，测试范围为 1.1mmol/L~33.3mmol/L，测试时间为 10 秒，可记忆 200 个测试数据，具有自动退条功能，适宜测试温度：10℃~35℃，适宜测试湿度不大于 80%；重量更小，约 40 克。

公司的之前目标市场是基层和 OTC 终端，相对于外资品牌，安

稳和安准系列产品符合目标市场特征，具有明显的性价比优势，公司也通过扩张市场、下沉渠道，公司在二三线城市和地市级城市基本上实现了全覆盖。现阶段，公司将从巩固OTC市场、开拓医院市场和海外市场三方面着手进行销售布局。

在医院中，试条的稳定性和抗干扰能力是很重要的。针对医院市场，公司主要是围绕着糖尿病及其他代谢性疾病的相关领域（例如肾病等）的有关检测指标，开发集成化检测产品和高精确度产品，这一类产品将有别于传统OTC渠道的产品，主要满足医护对方便性和精准度的要求。

其中，EA-11为尿酸/血糖双功能监测仪，血糖检测系统对葡萄糖具有高度特异性，不与麦芽糖、半乳糖反应，尿酸测试系统反映物质为氧化型二茂铁衍生物，不与氧分子反应，不易受抗坏血酸干扰。该产品是针对医院市场的集成化检测系统，有利于进行糖尿病、痛风患者的床旁监测。

表1 EA-11功能参数

测试功能	尿酸	血糖
预期用途	全血尿酸测试	全血葡萄糖测试
检测方法	氧化型二茂铁衍生物	FAD-GDH
样本	末梢全血和静脉血	末梢全血和静脉血
用量	3 μ l	0.6 μ l
测试范围	181mmol/L~188mmol/L	1.1mmol/L~33.3mmol/L
测量时间	25 秒	5 秒
记忆容量	100	100
试条有效期	12 个月	18 个月

数据来源：公司网站 上海证券研究所

针对医院市场的另一款产品是荧光定量尿微量白蛋白检测试条，采用胶体金颗粒作为示踪物标记抗体，通过特异性识别反映，结合膜层分析法定性测定尿蛋白含量，可以检测至20mg/L的尿蛋白含量，检测限低于医院常规尿检的150mg/L的尿蛋白含量检测限，有利于发现早期肾损伤。

比较受关注的是“金系列”产品，较传统的碳电极试条更稳定、抗干扰能力更好。公司在2013年年底的医疗器械展上展出了该款产品，目前正在注册中，今年有望推出。

未来三年，公司在产品创新方面，公司将专注于生物传感相关技术的研发，打造生物传感器技术开发平台；加快糖尿病、心血管疾病和传染性疾病预防监测指标的POCT产品的研发和注册，推进已注册产品的产业化。

2.2 与华广生技合作，代理高端产品

公司与华广生技之间展开合作主要基于以下方面的考量：1) 华广生技产品技术上的独特性，华广产品主要采用嵌入式电极，双方合作能实现产品技术上的互补；2) 华广生技主导高阶产品，公司主导高性价比产品，双方产品上相互补充，丰富产品线，满足不同用户的需求。未来华广的产品将主要在公司OTC渠道销售，其定价将与进口品牌零售渠道销售价格相当。目前，公司已向相关主管部门提交了申请，双方之间的合作处于审核阶段。

2.3 手机血糖仪已经发售

公司与糖护科技合作生产手机血糖仪，目前已经在京东发售，标准装299元。公司主要负责手机血糖仪的生产和协助销售，糖护科技负责产品销售和数据管理。目前，公司占糖护科技总股本的8%，强化与糖护科技的合作也符合公司由血糖监测产品的提供者向糖尿病等慢性疾病管理者的战略转型。

我们认为，目前糖护科技对公司的业绩促进仅在于手机血糖仪的生产环节利润和8%的股权收益，短期来看不会太大。但基于移动互联网打造健康管理大数据平台，为慢性病患者提供专业的健康管理服务是未来移动医疗的发展趋势。通过手机血糖仪的销售，有利于拓宽销售渠道，提升品牌影响力，同时涉足健康数据管理领域未来也有利于公司实现“糖尿病管理专家”的目标。

三、国内多渠道销售促进，海外增长平稳

国内市场销售方面，公司主要通过强化销售终端控制，优化销售渠道，进行精耕细作；完善医院市场产品销售渠道，积极拓展医院市场；加大对新渠道的开拓力度，提高产品在电商平台的销量和品牌影响力。在国际市场，通过代加工和自有品牌两种方式进行市场开拓。

目前，医院销售渠道队伍已经建立，省市商务经理有二三十人，已经覆盖全国主要省市。今年公司将对终端渠道实施精细化管理。加强终端管理和促销管理，推动会员体系建设和管理，实现精准投放。由于影响试条销量的因素除了测试频率，还有市场上存量仪器的活跃度。此外公司通过促销带动血糖仪的投放，希望借此能带动试条销售，今年公司将转而进行精准促销，使投放的血糖仪能更好带动试条的销售。今年公司重点推广安易型和手机血糖仪，完成全系列血糖仪的上市筹备，挖掘细分市场增长点

国际市场上，目前已经签订并已公告的海外订单是863.4万美元，较2013年略有增加。但考虑收入确认的问题，如果没有新增订单，今年海外市场的收入应与去年持平或略低。由于海外订单毛利率相对与国内略高，因此如果海外收入下降，可能会影响全年综合毛利水平。

公司正在开拓印度市场，印度的糖尿病患者很多，但血糖仪使用率低，整个市场正在培育过程中。现有古巴和委内瑞拉市场主要是与政府合作，印度市场相对较为分散，可能需要开发多个合作伙伴。对印度市场的开发也会在一定程度上推高公司的费用率水平。

此外需要注意的几点是：公司计划今年下半年实现生物传感器生产基地二期工程的建成投入使用。公司募投项目建成，产能瓶颈得以解除，不过折旧将会大幅增加。鱼跃医疗等公司也开始销售血糖仪，目前主要在医院市场推广，暂不会对公司传统渠道的销售构成较大威胁。

四、盈利预测

4.1 预测假设

- 1、OTC 渠道销售正常，医院渠道拓展顺利；
- 2、海外市场订单确认正常；

4.2 盈利预测

预计 14~16 年公司营业收入增长分别为 31.39%、30.20%、26.46%，净利润增长分别为 31.01%、31.79%、27.25%，EPS 分别为 1.09、1.43、1.82。

五、维持“未来六个月，谨慎增持”评级

公司 13 年实现 EPS0.83 元，预计 14 年实现 EPS 为 1.09 元，以 5 月 13 日收盘价 36.50 元计算，静态与动态 PE 分别为 44.04 倍和 33.62 倍。医疗器械上市公司 13、14 年平均市盈率为 54.64 倍和 39.22 倍，公司目前的估值低于行业平均估值。公司产能瓶颈得以解除，OTC 渠道优势明显，针对医院新产品逐步上市，医院渠道正在拓展，公司正进入新的电子商务渠道，与华广生技的合作短期会完善公司产品结构，有利于进一步巩固 OTC 市场的销售。我们看好公司未

来的发展前景，维持公司“谨慎增持”评级。

六、风险提示

6.1 公司产品线单一

公司目前主要产品仍是血糖仪和配套的试纸条，产品线比较单一。公司金系列产品上市及与华广合作批准后，会在一定程度上缓解产品线单一的问题。

6.2 新的竞争对手出现

目前血糖监测市场仍在确定性增长，还未到达饱和期，因此作为行业龙头，能够享受行业的高增长。不过，如果市场出现更多新进入者并在 OTC 渠道形成直接竞争，将会给公司的经营业绩带来影响。

6.3 试纸条降价或销售低于预期

试条销售占据公司收入的 75% 以上，是公司收入和利润的主要来源，如果试条降价或者销售低于预期，会直接影响公司业绩。

七、附表

附表 1 损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
一、营业总收入	339.12	449.05	590.03	768.23	971.52
二、营业总成本	206.35	290.38	359.67	458.28	571.66
营业成本	100.64	147.31	174.11	208.99	246.68
营业税金及附加	3.98	5.02	6.79	8.83	11.17
销售费用	89.33	110.25	141.61	184.38	233.16
管理费用	28.02	39.68	48.97	63.76	80.64
财务费用	-15.96	-12.90	-11.80	-7.68	0.00
资产减值损失					
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	6.87	10.62	0.00	0.00	0.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	139.64	169.30	230.36	309.95	399.86
加: 营业外收入	10.52	21.68	20.00	20.00	20.00
减: 营业外支出	0.49	0.19	0.00	0.00	0.00
五、利润总额	149.67	190.79	250.36	329.95	419.86
减: 所得税	20.84	25.49	33.80	44.54	56.68
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
六、净利润	128.83	165.31	216.56	285.40	363.18
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者 的净利润	128.83	165.31	216.56	285.40	363.18
七、摊薄每股收益(元)	0.65	0.83	1.09	1.43	1.82

资料来源: Wind 上海证券研究所

附表 2 公司分业务增速与毛利预测 (单位: 万元人民币)

分业务收入测算	2013A	2014E	2015E	2016E
血糖仪	9710.13	10486.94	11325.90	12005.45
试纸条	35156.80	48516.39	65497.12	85146.26
合计	44866.93	59003.33	76823.02	97151.71
分业务成本测算	2013A	2014E	2015E	2016E
血糖仪	8930.51	9647.99	10419.82	11045.01
试纸条	5791.63	7762.62	10479.54	13623.40
合计	14722.14	17410.61	20899.36	24668.42
分业务增速	2013A	2014E	2015E	2016E
血糖仪	66.22%	8.00%	8.00%	6.00%
试纸条	26.08%	38.00%	35.00%	30.00%

合计	33.04%	31.51%	30.20%	26.46%
分业务毛利率	2013A	2014E	2015E	2016E
血糖仪	8.03%	8.00%	8.00%	8.00%
试纸条	83.53%	84%	84%	84%
合计	67.19%	70.49%	72.80%	74.61%

数据来源: Wind 上海证券研究所

附表 3 公司历年财务指标

指标名称	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
销售毛利率(%)	64.06	70.08	70.32	67.19
销售净利率(%)	34.24	42.09	37.99	36.81
息税前利润/营业总收入(%)	38.96	47.59	39.34	39.55
净资产收益率(摊薄)(%)	-	49.11	15.24	17.02
流动比率	3.01	4.63	10.48	14.89
速动比率	2.69	4.14	10.05	14.00
资产负债率(%)	37.62	25.57	10.68	7.40
存货周转率(次)	6.05	3.41	3.36	3.26
应收账款周转率(次)	21.62	27.61	33.53	22.79
总资产周转率(次)	1.47	1.08	0.57	0.45
净利润同比增长率(%)	110.40	60.71	46.13	28.32
每股收益-稀释(元)	0.91	1.34	1.56	1.25
每股经营活动现金流量净额(元)	1.12	1.30	1.47	0.86
每股未分配利润(元)	0.16	1.29	1.72	1.70
每股资本公积(元)	0.20	0.20	6.50	4.16

数据来源: Wind 上海证券研究所

分析师承诺

分析师 魏贇

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。