

# 千山药机 (300216)

## 介入连续血糖监测系统和智能血压计产品，医疗器械积极拓展增持（上调）

2015年7月24日

证券分析师—洪阳

执业资格证书号码：S0600513060001

0512-62938572

[Hongyang614@gmail.com](mailto:Hongyang614@gmail.com)

证券分析师—许希晨

执业资格证书号码：S0600512080001

021-63123162

[jenny1727@gmail.com](mailto:jenny1727@gmail.com)

### 投资要点

- **事件：千山药机入股美国 Glucovation, Incorporated 公司：**公司公告以自有资金 200 万美元认购美国 Glucovation, Incorporated 的 A 系列优先股，并且与 Glucovation 拟在中国共同设立一家合资公司。合资公司投资总额不低于 10,000 万元人民币，千山药机 (300216) 持股 80%，Glucovation 持股 20%，主要业务是持续性血糖监测产品的生产、技术开发及在亚洲区域的销售业务等。
- **与湖南三谊医疗科技有限公司签署增资协议：**千山药机拟通过向三谊医疗投资人民币 1,050 万元，以取得三谊医疗增资后不低于 51% (含) 的股权。三谊医疗已取得了腕式智能电子血压计、臂式智能电子血压计两个产品注册证，是目前国内唯一一家取得具有无线传送、远程控制功能电子血压计注册证的产品
- **CGM 团队实力强，SugarSenz 具备产品优势：**公司三高管覆盖 CGM 平台所需全部技术，Glucovation Inc 是美国的一家专注于研究 CGM 产品的公司，公司 SugarSenz 连续血糖监测系统预计将于今年 9 月设计出产品样机，随后将申报 FDA 认证。三位高管在各自的专业领域相互合作，拥有 CGM 传感器的研发、生产、血糖数据处理及无线传输等方面的能力，覆盖了 CGM 平台需要的全部技术。SugarSenz 与现有产品相比，具有多方面优势：传感器可使用 7-10 天，与现有 CGM 产品相比，使用时间相同或更长；将电池设计在传感器上，发射器的使用寿命超过现有的 CGM 产品；传感器安装相比现有产品更简单，放在皮肤上，然后按下去就完成安装；SugarSenz 无需指血血糖仪辅助进行校准，现有 CGM 产品均需校准；根据公司 CEO 的介绍，SugarSenz 系统可通过算法矫正，排除尿酸等可能会干扰 CGM 传感器的物质的影响，比现有产品具有更好的精确度。
- **投资建议：**我们认为公司近期的两次收购一方面补充了医疗器械产品线，形成未来的利润增长点，一方面可以看出公司开始加大在血糖、血压慢病领域的可穿戴设备的布局，为以后介入医疗大数据、慢病管理做好准备。公司近期拿到无菌真空采血管和一次性导尿管的医疗器械注册证，对公司 16 年业绩将产生积极贡献，预测 15-17 年 EPS0.50、0.63 和 0.80 元（原预测 16-17 年 0.62 元、0.78 元），我们看好公司积极转型医疗器械，以及在血糖监测、智能血压计、基因芯片和基因测序等领域的布局，以及后续在健康大数据方面的想象空间。上调至“增持”评级。
- **风险提示：**（1）制药装备行业增速放缓的风险；（2）、芯片收入和推广不达预期的风险；（3）、新产品注册及产业化过程达不到预期速度；（4）、竞争对手技术更新（5）、法律风险，德康医疗诉讼 Glucovation 公司以及其创始人在关于 CGM 专利技术的知识文档（千山药机保留因此条款而终止投资的权利）。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价 (元)	32.94
一年最低价/最高价	19.48 / 109.00
市净率	13.9
流通A股市值(百万元)	8156.1

### 基础数据

每股净资产 (元)	2.60
资产负债率 (%)	42.59
总股本 (百万股)	361.60
流通A股 (百万股)	247.60

### 相关报告

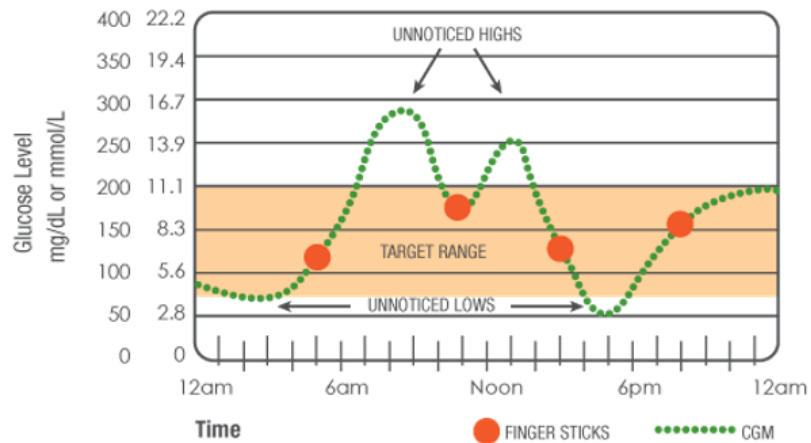
- 千山药机公告点评——2015.1.21
- 芯片四季度投放市场，转型升级进行时 —— 千山药机调研报告 2014.09.23
- 药机业务不乏亮点、医疗器械蓄势待发——千山药机调研报告 2014.04.18
- 转型医疗器械，即将收获成长——千山药机深度研究报告 2014.02.14
- 当德国技术遇到中国成本=完美制造——千山药机调研报告 2013.12.7

2015 年 7 月 13 日，千山药机 (300216) 公告以自有资金 200 万美元认购美国 Glucovation, Incorporated 的 A 系列优先股，并且与 Glucovation 拟在中国共同设立一家合资公司。合资公司投资总额不低于 10,000 万元人民币，千山药机 (300216) 持股 80%，Glucovation 持股 20%，主要业务是持续性血糖监测产品的生产、技术开发及在亚洲区域的销售业务等。

### 1. 连续血糖监测简介

连续血糖监测系统 (CGM) 是将传感器刺入皮下组织，检测皮下组织中的葡萄糖含量来估计血糖含量。在皮下组织中，电化学传感器中的葡萄糖氧化酶与葡萄糖进行反应后，通过检测传感器中的电位变化来得到葡萄糖含量的信息。此种方法克服了指血血糖仪信息量有限、无法监测峰顶峰谷、采血易发生感染等劣势，具备持续监控血糖波动的优势。

图表 1: CGM 相对指血检测的优势



资料来源: Dexcom 官网, 东吴证券研究所

德康医疗 Dexcom G4 由接收器、发射器和传感器三部分组成: 接收器的寿命理论上可以长期使用; 发射器内有一次性氧化银电池, 使用寿命是 7-14 个月, 电池耗尽需要购买新的发射器; 传感器属于一次性耗材, 使用周期为 7 天。G4 的 MARD 值达到 10.8%, 是目前世界上准确度最高的动态血糖监控设备; 2014 年达到 2.57 亿美元, 也是现有销售额最高的 CGM 产品。

### 2. Glucovation 公司介绍

Glucovation Inc 是美国的一家专注于研究 CGM 产品的公司, 公司 SugarSenz 连续血糖监测系统预计将于今年 9 月设计出产品样机, 随后将申报 FDA 认证。

#### 2.1. 公司高管介绍

公司高管团队由三名前 Dexcom 的人员组成: Robert Boock、Jeff Suri 及 Kenneth San Vincente。

公司 CEO Robert Boock 博士毕业于宾夕法尼亚大学的生物工程专业,曾在 Dexcom 研发部门担任高级技术总监,是 G4 传感器的发明人,负责 G4 产品的研发和产品化。

Jeff Suri 博士毕业于加州大学圣克鲁兹分校的有机化学专业,拥有 13 年 CGM 技术和平台的研发经验。他曾经是 Dexcom 的高级科学家,在 G4 传感器的工艺开发和生产中起到了非常关键的作用。

Kenneth San Vincente 是加州大学洛杉矶分校毕业的计算机专家,拥有 8 个 CGM 平台的无线传输专利。他在 Dexcom 担任首席工程师,负责 G4 传感器与发射器的连接、发射器与接收器之间数据传输、血糖数值生成的算法、无线传输等方面的研究。

三位高管在各自的专业领域相互合作,拥有 CGM 传感器的研发、生产、血糖数据处理及无线传输等方面的能力,覆盖了 CGM 平台需要的全部技术。

## 2.2. SugarSenz 产品介绍

SugarSenz 由传感器和发射器组成,5 分钟采集一次数据,发射器可直接向云端发送数据,然后通过电脑、智能手机等获取数据。

图表 2: SugarSenz 系统



资料来源: 东吴证券研究所

SugarSenz 与现有产品相比,具有多方面优势: 传感器可使用 7-10 天,与现有 CGM 产品相比,使用时间相同或更长; 将电池设计在传感

器上，发射器的使用寿命超过现有的 CGM 产品；传感器安装相比现有产品更简单，放在皮肤上，然后按下去就完成安装；SugarSenz 无需指血血糖仪辅助进行校准，现有 CGM 产品均需校准；根据公司 CEO 的介绍，SugarSenz 系统可通过算法矫正，排除尿酸等可能会干扰 CGM 传感器的物质的影响，比现有产品具有更好的精确度。

不仅在使用方便程度、使用寿命和精确度等方面有优势，在价格上与 SugarSenz 也更低：SuperSenz 第一次购买（包含传感器和发射器）价格将在 150 美元左右，而传感器的更换价格将在 20 美元左右，远低于现有 CGM 产品（Dexcom 的 G4 传感器的价格为 70 美元）。因而与现有 CGM 产品专注于医院市场相比，SugarSenz 将可以同时用于家用市场和医院市场。

### 3. 增资三谊医疗，进入智能血压监测领域

2015 年 7 月 21 日，公司与湖南三谊医疗科技有限公司及其全体股东共同签署了《投资合作框架协议》，计划对三谊医疗进行增资：千山药机拟通过向三谊医疗投资人民币 1,050 万元，以取得三谊医疗增资后不低于 51%（含）的股权。

湖南三谊医疗科技有限公司自主研究开发、生产无线智能血压监测系统，致力于将互联网及量化分析技术应用到医疗监护领域，将打造国内乃至全球医疗监测领域的知名品牌，未来将进一步开发便携式血压监测系统、智能可穿戴设备产品。

三谊医疗已取得了腕式智能电子血压计、臂式智能电子血压计两个产品注册证，是目前国内唯一一家取得具有无线传送、远程控制功能电子血压计注册证的产品，该产品拥有自主知识产权。上述智能电子血压计的核心技术申请了两个发明专利，目前正在实质审查阶段。

无线智能血压监测系统通过无线传输机制，实现全自动智能远程测量，将测量数据通过无线方式传输到信息管理中心。腕式智能电子血压计适用于患者的家庭保健，对患者实施 24 小时在线监测，依据监测结果对患者的用药进行指导，给患者更精准的治疗。同时，病情紧急情况下自动启用电话通知功能，危重情况自动启动 120 急救呼叫。臂式智能电子血压计便于同时对各科室及全院患者进行 24 小时实时在线血压监测，掌握被测者生命体征情况，既减少了医务人员的工作量，同时也方便了对各患者生命体征数据的查询、分析及研究，节省人力、物力资源。

图表 3: 三谊医疗的臂式智能电子血压计和无线智能血压监测系统



资料来源: 东吴证券研究所

我们认为本次收购一方面补充了公司医疗器械产品线, 形成未来的利润增长点, 一方面可以看出公司开始加大在血糖、血压慢病领域的可穿戴设备的布局, 为以后介入医疗大数据、慢病管理做好准备。

#### 4. 盈利预测及投资建议

公司发布业绩预告, 半年度预计归属于上市公司股东的净利润: 3510.46 万元—3949.26 万元, 去年同期盈利: 1462.69 万元, 比上年同期上升: 140—170%, 其中非经常性损益较高, 主要为无菌采血管产品收到政府补助扣除税收因素后确认 1864 万元, 扣除补助收入, 业绩实际增长约 12.5%-42.5%。二季度为传统淡季, 收入和盈利都较少。

传统制药装备业务: 我们预计总体收入与去年持平或略有增长。其中塑料安瓿产品增速较快。

配套包材业务: 乐福地将于下半年并表, 由于今年毛利率较低的拉环盖产品销售比例减少, 而毛利率较高的易折盖产品受下游需求拉动增速较高, 我们预计乐福地今年的毛利率将有所提升, 同时全年也有望超预期完成 3800 万的业绩承诺。

医疗器械业务: 基因芯片已经进入 100 余家医院, 我们预计上半年收入 5000 多万, 实现 2000 万左右净利润。随着芯片在各省物价局完成备案以及渠道拓展, 我们预计下半年芯片收入有望加快。公司子公司千山医疗器械公司近期收到一次性使用无菌真空采血管产品的《医疗器械注册证》, 我们预计在获得生产许可后即可正式投产, 下半年有望贡献部分收入。

公司已于 2015 年 7 月 7 日发布《关于公司实际控制人之一、公司董

事长股份增持计划的公告》，公司实际控制人之一、第一大股东、董事长刘祥华先生拟以自有资金增持不低于 20 万股的公司股份，并承诺在增持完成后六个月内不转让所持公司股份。截至公告日，刘祥华持有公司股份 4,960.8 万股，占公司总股本 13.72%。

预计 2015-2017 年公司收入 8.81 亿、13.12 亿和 16.15 亿，（原预测 16-17 年 12.86 亿和 15.95 亿），实现净利润 1.79 亿、2.29 亿和 2.89 亿（原 16-17 年 2.25 亿和 2.83 亿），EPS0.5、0.63 和 0.80 元（原预测 16-17 年 0.62 元、0.78 元），当前股价对应 2015-2017 年 PE 为 105 倍、82 倍和 65 倍。我们看好公司积极转型医疗器械，以及在血糖监测、智能血压计、基因芯片和基因测序等领域的布局，以及后续在健康大数据方面的想象空间。上调至“增持”评级。

## 5. 风险提示

- (1)、制药装备行业增速放缓的风险；
- (2)、芯片收入和推广不达预期的风险；
- (3)、新产品注册及产业化过程达不到预期速度；
- (4)、竞争对手技术更新，推出更方便使用的产品；
- (5)、法律风险，德康医疗诉讼 Glucovation 公司以及其创始人在关于 CGM 专利技术的知识文档（千山药机保留因此条款而终止投资的权利）。

千山药机财务数据:

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2014	2015E	2016E	2017E		2014	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产</b>	<b>1259.7</b>	<b>1651.5</b>	<b>2323.9</b>	<b>2727.6</b>	<b>营业收入</b>	<b>591.3</b>	<b>881.1</b>	<b>1312.9</b>	<b>1614.8</b>
现金	462.3	550.0	660.0	792.0	营业成本	260.3	433.0	693.9	863.4
应收款项	481.9	627.6	935.2	1061.8	营业税金及附加	5.7	8.5	10.5	1.1
存货	248.3	385.8	623.7	744.6	营业费用	53.6	70.5	107.7	127.6
其他	67.2	88.1	105.0	129.2	管理费用	100.5	140.5	187.7	230.0
<b>非流动资产</b>	<b>445.3</b>	<b>466.6</b>	<b>461.3</b>	<b>450.4</b>	财务费用	16.2	23.8	33.8	41.9
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	276.8	302.0	300.6	293.5	其他	-21.0	-20.0	-20.0	-20.0
无形资产	116.5	112.6	108.7	104.8	<b>营业利润</b>	<b>134.0</b>	<b>184.9</b>	<b>259.3</b>	<b>330.9</b>
其他	52.0	52.0	52.0	52.0	营业外净收支	26.9	30.0	15.0	15.0
<b>资产总计</b>	<b>1705.1</b>	<b>2118.1</b>	<b>2785.2</b>	<b>3178.0</b>	<b>利润总额</b>	<b>160.9</b>	<b>214.9</b>	<b>274.3</b>	<b>345.9</b>
<b>流动负债</b>	<b>718.2</b>	<b>1006.9</b>	<b>1515.2</b>	<b>1707.7</b>	所得税费用	27.8	37.2	47.5	59.8
短期借款	428.9	558.2	800.6	875.8	少数股东损益	-1.4	-1.8	-2.3	-2.9
应付账款	119.1	181.5	330.2	361.0	<b>归属母公司净利润</b>	<b>134.5</b>	<b>179.5</b>	<b>229.1</b>	<b>288.9</b>
其他	170.2	267.1	384.4	470.9	EBIT	171.2	228.7	313.1	392.8
<b>非流动负债</b>	<b>7.9</b>	<b>7.9</b>	<b>7.9</b>	<b>7.9</b>	EBITDA	197.7	259.9	351.8	437.6
长期借款	3.6	3.6	3.6	3.6					
其他	4.3	4.3	4.3	4.3	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
<b>负债总计</b>	<b>726.2</b>	<b>1014.8</b>	<b>1523.1</b>	<b>1715.6</b>	每股收益(元)	0.74	0.50	0.63	0.80
少数股东权益	28.7	27.5	25.9	23.9	每股净资产(元)	5.26	2.97	3.41	3.97
归属母公司股东权益	950.2	1075.8	1236.2	1438.5	发行在外股份(百万股)	180.8	362.0	362.0	362.0
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1705.1</b>	<b>2118.1</b>	<b>2785.2</b>	<b>3178.0</b>	ROIC(%)	11.8%	12.4%	14.0%	14.9%
					ROE(%)	14.2%	16.7%	18.5%	20.1%
					毛利率(%)	56.0%	50.9%	47.1%	46.5%
					EBIT Margin(%)	29.0%	26.0%	23.8%	24.3%
					销售净利率(%)	22.7%	20.4%	17.5%	17.9%
					资产负债率(%)	42.6%	47.9%	54.7%	54.0%
					收入增长率(%)	28.4%	49.0%	49.0%	23.0%
					净利润增长率(%)	59.0%	33.4%	27.6%	26.1%
					P/E	69.64	104.50	81.88	64.92
					P/B	9.86	8.71	7.58	6.51
					EV/EBITDA	51.07	39.95	30.96	25.33

资料来源: 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>