拟收购全球第六大的美国血糖监测领先企业，迈出“全球血糖监测专家”发展战略坚实一步

三诺生物（300298.SZ）

谨慎推荐 维持评级

投资要点：

1. 事件

公司今日发布公告，公司子公司——深圳市心诺健康产业投资有限公司（以下简称“心诺健康”）与日本尼普洛株式会社签署《股权收购协议》，拟出资 27,250 万美元（1 美元=6.351 人民币元汇率，约合人民币 173,064.75 万元）收购 NIPRO DIAGNOSTICS, INC.（尼普洛诊断有限公司，美国，以下简称“标的公司”）100%的股权。

2. 点评

（一）海外并购终有突破

为实现三诺生物“全球血糖监测专家”的发展战略，公司多次尝试海外寻找符合公司发展的标的。虽然连续两次海外并购失败，但并未打击公司信心，反而为公司积累了丰富的国际并购经验，终于迈出关键一步，**与日本尼普洛株式会社签署《股权收购协议》，拟收购尼普洛诊断有限公司（标的公司）的 100%股权。**

此次交易方式以心诺健康作为收购标的公司股权的平台。标的公司估值 17.3 亿元，三诺生物和公司控股股东双方拟共同出资人民币 120,000 万元对心诺健康进行增资，完成收购。其中，公司拟出资人民币 28,000 万元，合计出资人民币 30,000 万元，持有心诺健康 25%股权；公司控股股东李少波出资人民币 90,000 万元，持有心诺健康股权比例为 75%。

尼普洛诊断有限公司是全球排名第六的美国血糖监测领先企业，产品的具有良好的国际市场和性能稳定性、精确性。在收购完成后，**形成“三诺+Nipro”的高、中、低全覆盖的品牌优势，是公司实现“全球血糖监测专家”发展战略迈出的坚实一步。**

（二）Nipro 全球知名的血糖监测专家

尼普洛诊断有限公司（标的公司）成立于 1985 年，是一家在全球范围内开发、制造和销售血糖监测系统和糖尿病患者的相关产品的血糖监测国际知名企业。标的公司在美国、加拿大、台湾地区设有 4 家全资子公司，分别为 NIPRO HEALTHCARE SYSTEMS（美国尼普洛医疗保健系统有限公司，主要负责产品研发）、NIPRO CONSUMER HEALTHCARE（美国尼普洛消费者保健有限公司，主要负责糖尿病辅助产品生产）、NIPRO DIAGNOSTICS TAIWAN（台湾尼普洛诊断有限公司，主要负责血糖监测仪器生产）和 NIPRO DIAGNOSTICS CANADA（加拿大尼普洛诊断有限公司，主要负责加拿大地区血糖监测产品和糖尿病辅助产品的销售公司）。

分析师

李平祝
☎：010-83574546
✉：lipingzhu@chinastock.com.cn
执业证书编号：S0130515040001

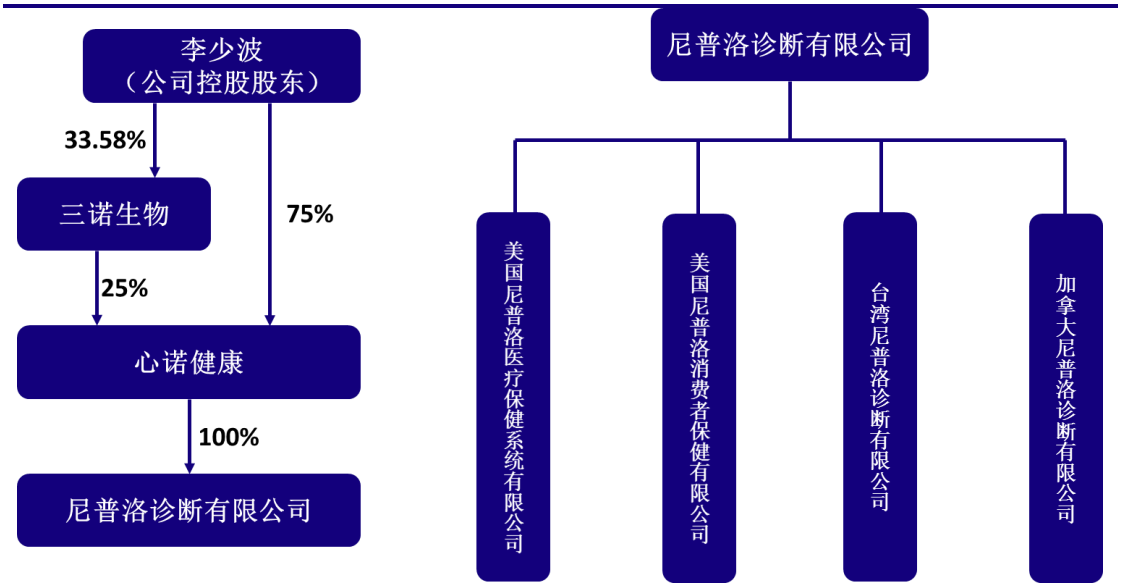
特此鸣谢
焦德智
☎：（8621）20252605
✉：jiaodezhi@chinastock.com.cn
对本报告的编制提供信息

市场数据	时间 2015.10. 27
A 股收盘价(元)	40.76
A 股一年内最高价(元)	53.58
A 股一年内最低价(元)	23.13
上证指数	3434.34
总股本（亿股）	2.61
实际流通 A 股（亿股）	1.05
总市值（亿元）	104

相关研究

《三诺生物（300298SZ）三季报点评：营收稳步增长，净利润受“三费”增长拖累》2015.10.26
《三诺生物（300298SZ）中报点评：销售收入维持高增速，净利润增长低于预期》2015.8.14
《三诺生物（300298.SZ）年报点评：2015，“糖尿病管理服务专家”的进发之年》2015.3.16
《三诺生物（300298.SZ）深度报告：立足血糖监测市场，打造糖尿病管理闭环产业》2015.1.25

图 1：拟收购尼普洛诊断有限公司后的股权结构，以及尼普洛诊断的子公司情况



资料来源：中国银河证券研究部

表 1：全球血糖仪品牌梯队分类

梯队	品牌
第一梯队	罗氏、强生、拜耳和雅培
第二梯队	Arkray、i-Sens、AgaMatrix 和 **Nipro**
第三梯队	**三诺**等国内及其他的血糖监测产品生产企业

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

尼普洛是**全球排名的第六位的美国血糖监测系统供应商**，涵盖血糖监测系统和其他糖尿病辅助产品（糖尿病皮肤护理产品、糖尿病管理软件、尿酮测试系统、纤维药片和综合维他命等）的生产和销售。目前，其产品通过母公司尼普洛集团在全球的分支机构销往 **80 多个国家和地区**。

表 2：Nipro 和三诺生物的销售收入与净利润（人民币万元）

1 美元 = 6.3510 元	2013	2014	2015 1-6 月
Nipro			
营业收入	99,157	92,770	50,650
净利润	-940	-6,047	-3,786
三诺生物			
营业收入	44,905	54,492	31,586
净利润	16,531	*19,734*	7,505
假设合并			
营业收入	144,062	147,262	82,236
净利润	15,591	*13,687*	3,718

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

（三）“三诺+Nipro”，1+1>2，迈出三诺生物“全球血糖监测专家”发展战略的坚实一步

1. 品牌、产品互补，1+1>2。

三诺生物是国内血糖监测系统第一大供应商，同时产品出口到南美和东南亚国家。但品牌定位一直处于国内市场的中低端市场，出口业务也是面对发展中国家。公司推出了金系列等产品开拓国内高端市场，但欧美发达国家市场进入壁垒高、时间长，是公司短期无法逾越的鸿沟。

Nipro 是国际血糖监测领域第二梯队的公司，其 TRUE 系列产品是血糖监测领域的知名品牌，市场认可度高。而且经过 30 年的发展，Nipro 已经拥有一个数量庞大、稳定以及忠诚的患者群体。可以说 Nipro 给三诺生物带来一个国际知名的高端品牌、产品，同时增加了大量血糖管理的忠诚用户。因此，**“三诺+Nipro”形成了品牌和产品的高、中、低梯队，互补优势明显。**

2. 市场、渠道互补，1+1>2。

三诺生物主要市场在中国，同时拓展一些东南亚、南美等国家和地区。亚洲血糖监测市场预计到 2019 年规模将由 2014 年 9.66 亿欧元增长到 22.41 亿欧元，平均年增长率为 18.3%。而中国是亚洲最大的血糖监测市场，市场份额将超过 50%。公司已经是中国血糖监测市场的龙头企业，自身品牌和产品结合 Nipro 品牌和产品的互补性，未来在走出中国，全面开发亚洲市场将具备品牌和产品的梯队优势，有能力成为亚洲血糖监测领域的领导者。

Nipro 的产品销售覆盖全球 80 多个国家，其主要市场来自于北美地区。北美地区是血糖监测目前最大的市场，其血糖仪每年增量约在 10 万台左右，而试纸每年增量约在 5,000 万条左右，总需求量仍然保持平稳增长。**“三诺+Nipro”是两个不同市场和渠道的结合，在品牌、产品形成梯队互补优势的情况下，渠道和市场将获得最大利用，为双方产品带来 1+1>2 的销售效能。**

3. 生产、成本互补，1+1>2。

由于北美地区多以医疗保险支付的形式为患者购买血糖监测系统，所以在质量相同的情况下，保险公司趋于购买具有价格优势的产品。同时互联网销售的普及，进一步压低了产品终端销售价格。因此，北美市场近几年血糖监测系统价格大幅下降。

三诺生物作为国内血糖监测系统销售和生产第一大供应商，其在血糖仪和试条的生产成本控制方面具有强大的天然优势。未来不排除双方的多种合作机制，例如通过生产代工等形式，降低 Nipro 产品的成本，使其在北美血糖监测市场降价趋势中更具竞争力，也有助于提升 Nipro 的利润水平。

3.投资建议

我们预计（不包含尼普洛诊断有限公司并表）2015-2017 年公司销售收入为 6.79 亿元、8.19 亿元和 10.85 亿元，归属母公司净利润为 1.95 亿元、2.58 亿元和 3.28 亿元，对应摊薄 EPS 分别为 0.75 元、0.99 元和 1.26 元。我们认为，此次拟并购尼普洛诊断有限公司，公司有能力实现“三诺+Nipro”产品、品牌“1+1>2”，市场、渠道“1+1>2”，生产、成本“1+1>2”，的双赢发展，是公司实现“全球血糖监测专家”发展战略的坚实一步。我们认为公司长期发展战略明确，血糖监测全球市场规模巨大，增长稳定，建议投资者密切关注。

4.风险提示

此次收购交易审批和交割的不确定性；并购之后业务和市场的整合发展低于预期。

表 3：三诺生物（300298.SZ）财务报表预测（百万元）

资产负债表	2014	2015E	2016E	2017E	利润表	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	961	1134	1347	1619	营业收入	545	679	854	1085
现金	613	788	914	1160	营业成本	169	209	268	349
应收账款	107	66	151	125	营业税金及附加	7	8	10	14
其它应收款	3	4	5	6	营业费用	131	198	224	270
预付账款	8	11	13	18	管理费用	61	83	103	130
存货	41	75	74	120	财务费用	-15	-15	-18	-21
其他	190	190	190	190	资产减值损失	3	2	2	2
非流动资产	216	190	165	140	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1	1	1	1	投资净收益	10	0	0	0
固定资产	99	165	143	120	营业利润	198	194	264	343
无形资产	24	23	20	17	营业外收入	32	0	0	0
其他	91	2	2	2	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1177	1324	1513	1759	利润总额	230	230	303	386
流动负债	45	56	65	83	所得税	33	34	45	58
短期借款	0	0	0	0	净利润	197	195	258	328
应付账款	28	30	44	53	少数股东损益	0	0	0	0
其他	17	26	21	30	归属母公司净利润	197	195	258	328
非流动负债	21	21	21	21	EBITDA	222	238	307	386
长期借款	0	0	0	0	EPS（元）	0.756	0.748	0.987	1.256
其他	21	21	21	21	**主要财务比率**				
负债合计	66	77	86	104	营业收入	21.35%	24.55%	25.78%	27.07%
少数股东权益	0	0	0	0	营业利润	16.97%	-1.81%	35.86%	29.76%
归属母公司股东权益	1111	1247	1427	1655	归属母公司净利润	19.38%	-1.00%	31.88%	27.23%
负债和股东权益	1177	1324	1513	1759	毛利率	68.90%	69.25%	68.56%	67.87%

现金流量表				
经营活动现金流	155	189	152	286
净利润	197	195	258	328
折旧摊销	9	23	23	23
财务费用	1	-16	-19	-23
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	136	161	205	253
其它	-188	-176	-315	-295
投资活动现金流	-13	30	33	36
资本支出	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他	-13	30	33	36
筹资活动现金流	-56	-43	-59	-76
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	-43	-59	-76
其他	-56	0	0	0
现金净增加额	86	175	126	246

净利率	36.21%	28.78%	30.18%	30.22%
ROE	17.76%	15.66%	18.06%	19.80%
ROIC	37.50%	30.20%	44.79%	52.18%
资产负债率	5.57%	5.79%	5.67%	5.89%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	21.38	20.23	20.68	19.50
速动比率	16.24	15.50	16.63	15.76
总资产周转率	0.46	0.51	0.56	0.62
应收帐款周转率	5.10	10.29	5.64	8.69
应付帐款周转率	7.19	7.19	7.19	7.19
每股收益	0.76	0.75	0.99	1.26
每股经营现金	0.78	0.94	0.76	1.43
每股净资产	5.55	6.24	7.13	8.27
P/E	53.92	54.46	41.30	32.46
P/B	9.57	8.53	7.46	6.43
EV/EBITDA	34.06	31.03	23.57	18.16

资料来源：中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

李平祝，医药行业证券分析师。本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究部
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：
北京地区：王婷　010-66568908　wangting@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷　021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐　0755-83453719　zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶　010-83571359　liusiyao@chinastock.com.cn