

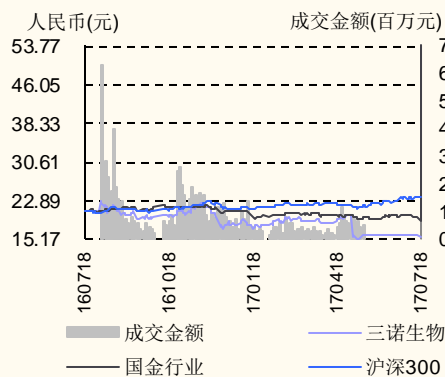
市场价格 (人民币): 16.60 元

血糖监测大市场，持续投入开始进入收获期

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	300.78
总市值(百万元)	6,723.61
年内股价最高最低(元)	23.06/15.17
沪深 300 指数	3667.18



公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.550	0.340	0.518	0.732	0.927
每股净资产(元)	4.74	3.77	3.99	4.47	5.17
每股经营性现金流(元)	0.47	0.60	1.18	0.69	1.11
市盈率(倍)	65.34	53.28	30.46	21.56	17.03
行业优化市盈率(倍)	34.60	34.60	34.60	34.60	34.60
净利润增长率(%)	-27.20%	-19.81%	82.14%	41.28%	26.62%
净资产收益率(%)	11.62%	9.03%	15.55%	19.62%	21.44%
总股本(百万股)	261.04	338.36	405.04	405.04	405.04

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **血糖仪营销累积优势强，收入增长稳健持续：**自我血糖监测市场潜力巨大，目前的销售模式决定了规模效应是该行业最重要的因素，既有血糖仪的投放造成了新竞争者的市场进入壁垒，使得后者的盈利门槛越来越高。OTC 端市场竞争格局清晰、龙头公司地位稳固、糖尿病自我监测市场潜力巨大，为公司未来收入端的发展提供了稳健的增长动力。
- **血糖仪持续的成本投入，未来有望转向盈利贡献：**我们认为公司毛利率的变动与血糖仪的投放数量相关。当市场竞争格局不稳定、或者公司锐意抢占市场时，可能选择多投放血糖仪，血糖仪是公司的成本项，会造成当期毛利率下降，但也会带来未来几年的试纸销售量增长、继而体现在后续几年的利润上。公司最近连续 5 个季度毛利率企稳回升。
- **开拓医院市场，短期费用增加但长期发展受益：**2015 年公司销售人员、销售费用大幅增长，导致 2015 年公司业绩下滑。我们认为公司在 2015 年选择加大推广力度与公司在 2015 年推出“金系列”产品进入医院市场相关。我们认为推出医院产品系列是公司未来要实现长期发展必须要走的一步。损失当期利益，但为长足发展奠定基础。
- **持续投入研发费用，构筑产品长期竞争壁垒：**一方面，血糖仪产品方面，公司投入亲智、金智、安捷、糖护士等新型血糖监测的研发和测试，也是在为打开医院市场做准备；另一方面，公司收购海外资产，拓展新产品线。公司研发费用占到收入 6.5% 的比重。
- **海外收购拖累上市公司去年业绩，今年海外减亏、PTS 已经开始盈利：**公司在 2016 年先后通过心诺健康收购 Trividia 和通过三诺健康收购 PTS 两个海外公司，分别聚焦于血糖监测和血脂监测领域。去年海外收购拖累上市公司业绩，今年海外开始减亏，预计明年开始盈利。
- **首次员工持股，彰显对公司长期发展信心：**公司自上市以来，除在 2013 年做过期权和限制性股票激励以外，2017 年首次实行员工持股计划。

盈利预测

- 虽然公司连续两年利润端业绩不佳，我们经过研究分析认为近两年利润增速下滑存在特殊原因。通过我们上述对基本面发展前景的判断，公司未来经营将呈现逐步改善趋势。

孙笑悦 分析师 SAC 执业编号：S1130517050002
(8621)60230233
sunxy@gjzq.com.cn

李敬雷 分析师 SAC 执业编号：S1130511030026
(8621)60230221
lijingl@gjzq.com.cn

- 我们预计公司 2017-2019 年的净利润分别为 2.1 亿、2.9 亿、3.8 亿，首次覆盖给予“买入”评级。

风险

- 股东减持风险，收购整合风险，行业风险，产品质量风险，财务成本风险。

内容目录

血糖仪营销累积优势强，龙头公司收入增长稳健持续.....	4
自我血糖监测市场潜力巨大.....	5
营销模式决定了龙头公司拥有市场主导地位.....	5
三诺生物在 OTC 端已拥有市场主导地位.....	6
公司经营收入端持续优异，持续投入产生利润较大波动.....	6
三诺生物公司发展脉络.....	6
内生增长优秀、近两年利润端同比下滑波动较大.....	7
血糖仪持续的成本投入，未来有望转向盈利贡献.....	8
血糖仪销售模式阶段性影响毛利率.....	8
近 5 个季度毛利率开始企稳回升.....	8
开拓医院市场，短期费用增加但长期发展受益.....	9
2015 年销售费用大幅增长原因分析.....	9
持续投入研发费用，构筑产品长期竞争壁垒.....	11
员工构成情况：研发人员、销售人员大幅增加.....	13
2016 年开始的海外收购，费用及成本拖累当期业绩.....	14
上市公司目前持有 Trivida 25% 股权.....	14
Trivida 去年亏损显著影响上市公司业绩.....	14
收购 PTS 进入血脂检测市场.....	15
PTS 公司经营情况和财务情况介绍.....	15
PTS 已经开始贡献业绩，公司收购剩余股权.....	17
剔除海外投资亏损，看公司内生增长情况.....	18
首次推出员工持股，彰显对公司长期发展信心.....	19
盈利预测及投资建议.....	20
风险提示.....	20

图表目录

图表 1: 不同品牌试纸的价格对比 (元)	5
图表 2: 糖尿病指南要求血糖监测频率	5
图表 3: 血糖仪销售额市场占有率	6
图表 4: 血糖仪销售量市场占有率	6
图表 5: 公司历年营业收入增长情况 (万元)	7
图表 6: 公司历年归母净利润增长情况 (万元)	7
图表 7: 三诺生物历年毛利率情况	8
图表 8: 三诺生物近期毛利率情况	9
图表 9: 三诺生物 2015 年销售费用率大幅提升	9
图表 10: 三诺生物家用血糖仪产品	10
图表 11: 三诺生物医用血糖仪产品	10
图表 12: 职工薪酬在 2015 年大幅提升 (元)	11
图表 13: 宣传费用在 2015 年大幅提升 (元)	11
图表 14: 促销活动费在 2015 年大幅提升 (元)	11
图表 15: 换货赠送费用在 2015 年大幅提升 (元)	11
图表 16: 公司研发费用投入占收入比重	12
图表 17: 公司研发费用增长情况 (万元)	12
图表 18: 截至 2016 年末公司在申请医疗器械产品注册证	13
图表 19: 2012 年公司员工构成情况	14
图表 20: 2016 年公司员工构成情况	14
图表 21: Trividia True Metrix 系列	15
图表 22: PTS 产品线: 血脂检测、糖化血红蛋白检测、可替宁检测	16
图表 23: 亚太市场血脂监测产品市场占有率	17
图表 24: 亚太市场糖化血红蛋白监测产品市场占有率	17
图表 25: 收购三诺健康剩余股权股份增发情况 (草案)	18
图表 26: 上市公司交易前股权结构示意图	18
图表 27: 公司历年投资收益情况 (万元)	19
图表 28: 剔除投资亏损看公司利润情况 (万元)	19

血糖仪营销累积优势强，龙头公司收入增长稳健持续

自我血糖监测市场潜力巨大

- 中国有超过 1.2 亿的糖尿病患者，而我国的自我血糖监测比例及频率严重不足。
- 我们预估国内血糖监测市场规模 60 亿左右，试纸销售规模在 50 亿左右，按照均价 2.5 元/条预估（国产产品 1-2 元/条，进口产品 3-5 元/条），那么我国试纸条的销售量在 20 亿条左右。按照 1.2 亿糖尿病患者计算，人均每年消耗量仅为 17 条。

图表 1：不同品牌试纸的价格对比（元）

产品名	平均单条试纸价格
强生稳豪(50片装)	3.70
强生稳择易型 血糖试纸 (50片装)	3.18
罗康全卓越型(100片装)	3.10
罗康全活力型(50片装)	3.40
雅培越佳型至新血糖试纸(50片装)	5.16
欧姆龙AS1试纸(50片装)	2.98
欧姆龙STP30试纸(50片装)	2.78
三诺安稳50支瓶装	1.24
三诺安稳50支独立装	1.44
三诺安准50支瓶装	1.38
三诺安准50支独立装	1.78
三诺安易50支瓶装	2.50
腾讯糖大(50片装)	1.00
怡成JPS-7专用血糖试纸条(20片装)	1.90
鱼跃悦准I型血糖仪试纸50片装	1.58
平均值	2.47

来源：京东商城，国金证券研究所

- 如果按照 30%的糖尿病诊断率来推算，人均年消耗量仅为 55 条，也就是说已经诊断为糖尿病的患者中，平均每月检测血糖的频率仅为 4-5 次。
- 按照糖尿病指南对糖尿病患者的血糖监测要求，我国的糖尿病患者远未达标。

图表 2：糖尿病指南要求血糖监测频率

治疗方案	指南	HbA1c未达标(或治疗开始时)	HbA1c已达标
胰岛素治疗	IDF(2012)	大多数 1 型糖尿病患者和妊娠期妇女：≥3 次/天	
	CDS(2013)	≥5 次/天	2~4 次/天
	ADA(2015)	多次注射或胰岛素泵治疗，应进行 SMBG 的时间点：正餐和点心前、偶尔餐后、睡前、运动前、怀疑低血糖时、治疗低血糖至血糖恢复正常后、执行关键任务前(如驾驶)	
非胰岛素治疗	CDS(2013)	每周 3d，5~7 次/天	每周 3 天，2 次/天
	ADA(2015)	SMBG 结果有助于指导治疗决策和/或自我管理	

来源：糖尿病指南，国金证券研究所

- 而美国年试纸的消耗量在 80 亿美金左右，按照 2300 万已诊断的糖尿病患者，每片价格 1 美金计算，每人年平均消耗试纸的量在 350 片左右，是国内人均消耗量的 6.4 倍。

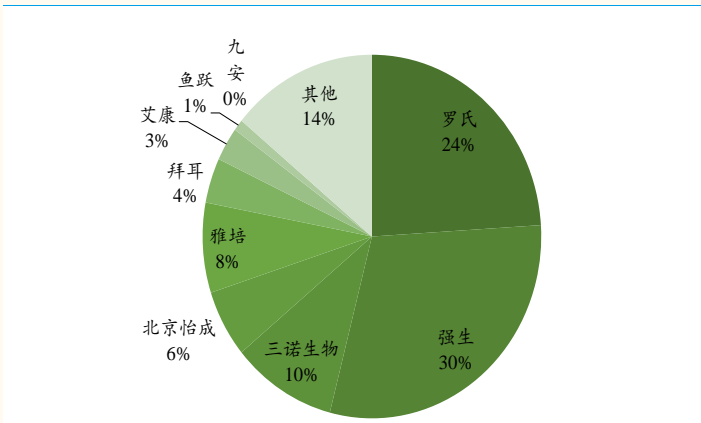
营销模式决定了龙头公司拥有市场主导地位

- 血糖仪的营销模式和其他医疗器械不同，血糖仪是公司的成本项，血糖仪投放之后带来的试纸销售为公司创造利润。
- 目前的销售模式决定了规模效应是该行业最重要的因素，理论上投放量越高、市场占有率越大，未来的竞争越占优势。而且规模越大，市场主导权越高，尤其是 OTC 端。
 - 既有血糖仪的投放造成了新竞争者的市场进入壁垒，使得后者的盈利门槛越来越高。
 - 龙头公司通过改进产品获得定价权，将直接体现在利润端。
- 由于市场竞争格局清晰、龙头公司地位稳固、糖尿病自我监测市场潜力巨大，为龙头未来收入端的发展提供了稳健的增长动力。

三诺生物在 OTC 端已拥有市场主导地位

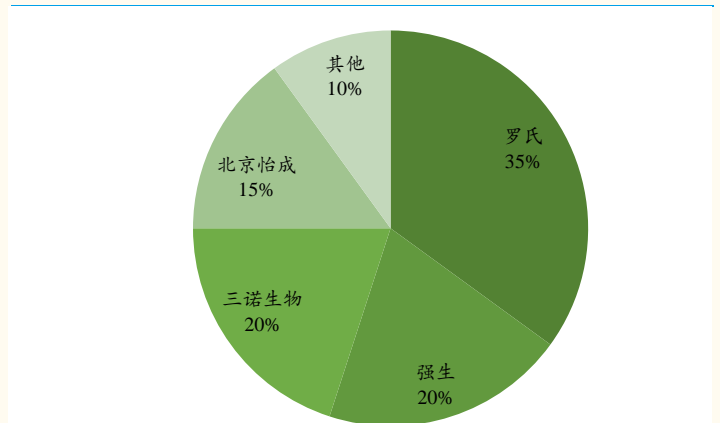
- 血糖仪的销售渠道大致可以分成 OTC 端和医院端，两种销售渠道大概各占一半市场。目前三诺生物的血糖仪主要在 OTC 端销售。
- 从整体市场来看，2015 年，三诺生物占据 10% 的销售额市场、20% 的销售量市场。

图表 3：血糖仪销售额市场占有率



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

图表 4：血糖仪销售量市场占有率



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

- 我们推算当前中国试纸条年销售量在 20 亿条左右 (OTC+医院端)，我们预计 2015 年三诺生物试纸年销量在 5 亿条试纸以上，三诺生物按照销售量测算的 OTC 的市场份额已经达到 50% 以上。
- 其他生产厂家为强生、罗氏、雅培、怡成、拜耳、欧姆龙、华广生技等。

公司经营收入端持续优异，持续投入产生利润较大波动

三诺生物公司发展脉络

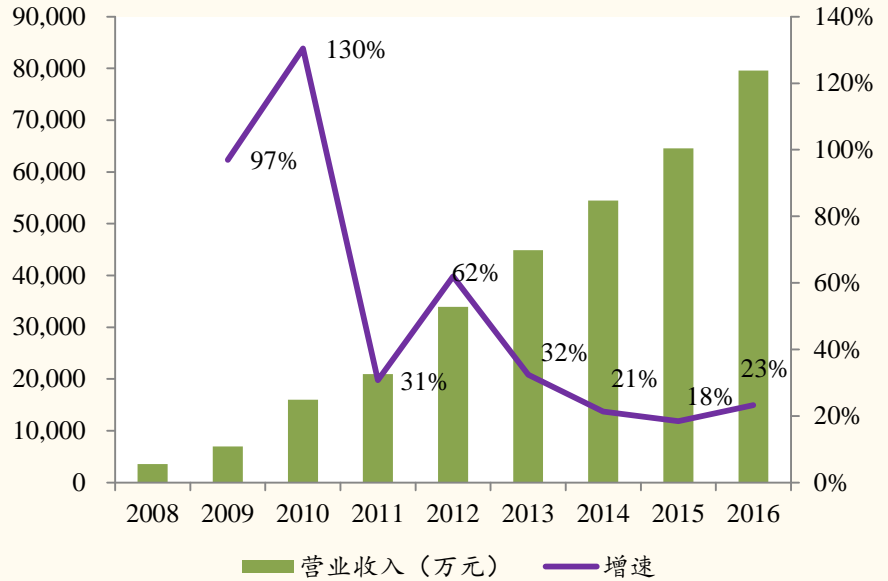
- 三诺生物是国内 OTC 血糖仪龙头公司，占据 OTC 血糖仪市场 50% 的销售量市场份额。
 - 公司成立于 2002 年；
 - 于 2012 年在深交所上市，上市以来公司以内生发展为主，不断拓宽产品线和销售渠道；
 - 2014 年 9 月，公司收购北京健恒糖尿病医院；
 - 2015 年公司“金系列”血糖仪产品问世，开拓医院端销售市场；

- 2016年1月，收购美国 Trividia Health，全球第六大血糖仪企业；
- 2016年7月，收购美国 PTS，拓展 POCT 检测业务。

内生增长优秀、近两年利润端同比下滑波动较大

- 三诺生物从 2008 年到 2016 年，过去 8 年实现营业收入年复合增长 48%，实现归属母公司净利润年复合增长 46%的业绩。
- 经过了快速业绩增长后，公司近三年也实现了营业收入 21%的复合增长速度。从收入端来看，公司增长稳健、增速较快。

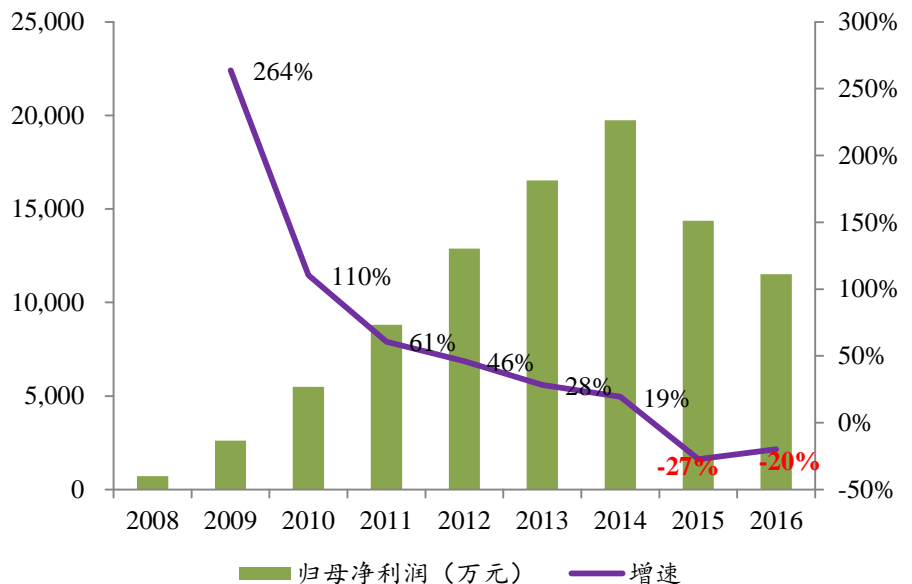
图表 5：公司历年营业收入增长情况（万元）



来源：Wind, 国金证券研究所

- 但从利润端看，近三年归属母公司净利润波动大。2013年、2014年实现28%、20%的增速，但2015年、2016年分别同比下滑-27%、-20%。

图表 6：公司历年归母净利润增长情况（万元）



来源：Wind, 国金证券研究所

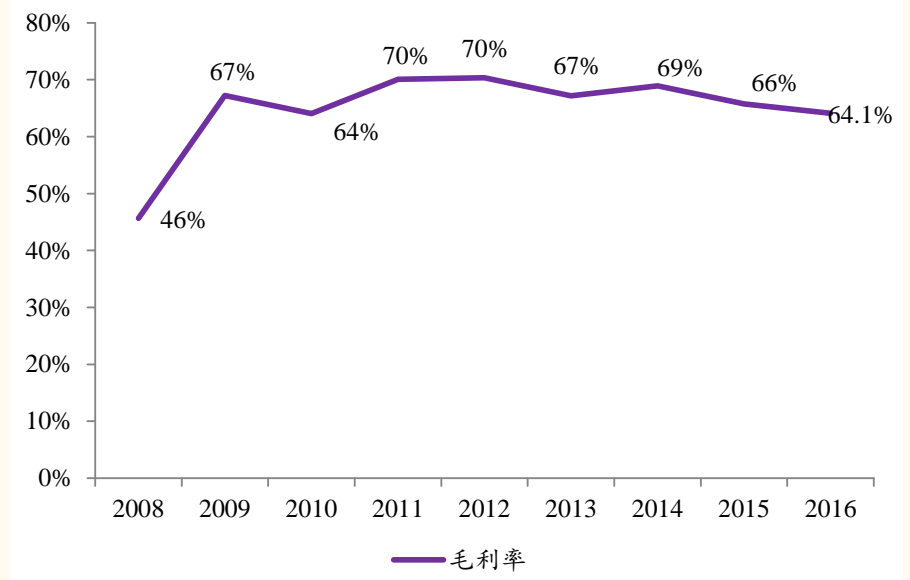
- 我们经过研究分析，认为近两年利润增速下滑存在特殊原因，据此我们认为公司经营存在改善的趋势。

血糖仪持续的成本投入，未来有望转向盈利贡献

血糖仪销售模式阶段性影响毛利率

- 公司历年的毛利率增速基本稳定在 65% 以上，毛利率的波动，我们认为与血糖仪的投放数量相关。当市场竞争格局不稳定、或者公司锐意抢占市场时，可能选择多投放血糖仪，血糖仪是公司的成本项，会造成当期毛利率下降，但也会带来未来几年的试纸销售量增长、继而体现在后续几年的利润上。

图表 7：三诺生物历年毛利率情况



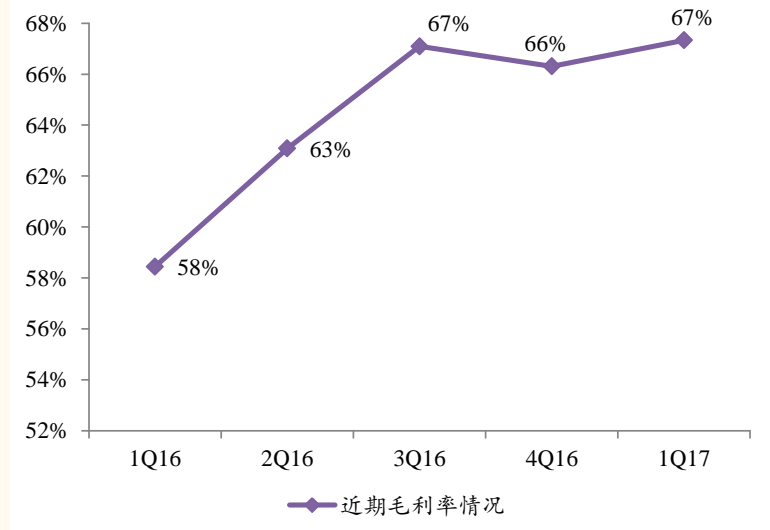
来源：Wind, 国金证券研究所

- 2015 年，公司毛利率同比下滑 3 个百分点，虽与当年收入增速小幅下降有关，也与原材料、制造费用在当年有较大增长相关。

近 5 个季度毛利率开始企稳回升

- 最近 5 个季度公司毛利率企稳回升，分别达到 58%、63%、67%、66%、67%。

图表 8：三诺生物近期毛利率情况

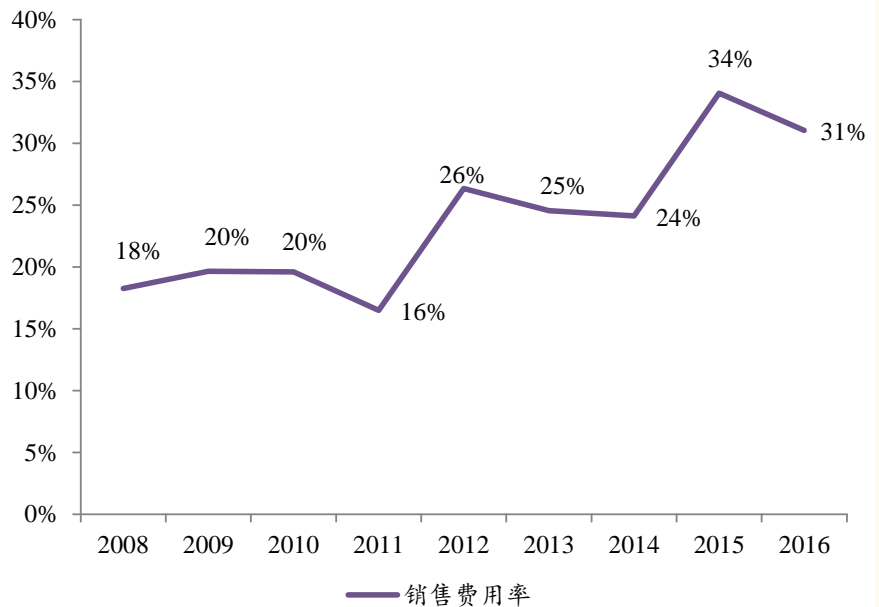


来源：Wind, 国金证券研究所

开拓医院市场，短期费用增加但长期发展受益

- 前言提到，公司 2015 年、2016 年收入端增长稳定，但利润端大幅下降，其中一个重要的原因在于销售费用的投入和营销人员的配置。
- 2015 年，公司将销售人员配置提升到 716 人，同比增长 58%，是公司上市以来第一次大规模增加销售人员，导致销售费用同比增长 67%，销售费用率当年提升了 10 个点。

图表 9：三诺生物 2015 年销售费用率大幅提升



来源：Wind, 国金证券研究所

2015 年销售费用大幅增长原因分析

- 2015 年公司销售人员、销售费用大幅增长，我们认为公司在 2015 年选择加大推广力度与公司在 2015 年推出“金系列”产品挺进医院市场相关。

- 在 2015 年“金系列”产品上市之前，公司血糖仪销售主打 OTC 产品渠道。2015 年 5 月，上市“金系列”产品，进入医院。
- 目前公司在血糖仪产品领域，形成了家用产品线和医用产品线两个销售渠道。
- 家用产品品牌包括安稳、安准、安易、金稳、亲智等品牌。

图表 10：三诺生物家用血糖仪产品



来源：公司资料，国金证券研究所

- 医用产品品牌包括金准、金智、安捷品牌，和家用产品相比准确度更高。

图表 11：三诺生物医用血糖仪产品

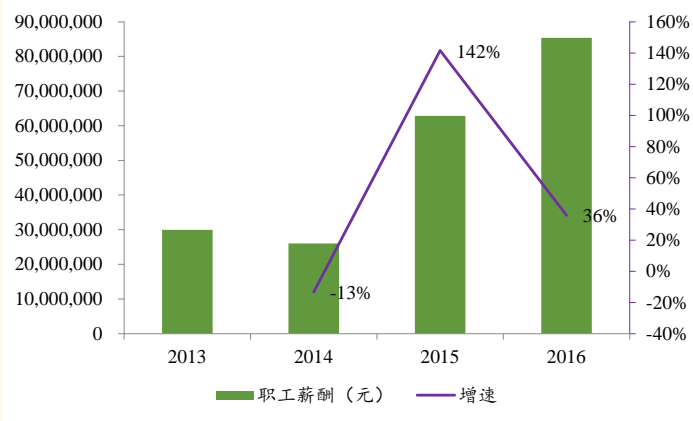


来源：公司资料，国金证券研究所

- 当前医院市场还是外资的强生、罗氏为主，国内品牌华广生技占据一席之地，但也处于进口替代的过程中。
- 医院市场占据血糖仪市场 50%，公司传统优势在于 OTC 市场，伴随着“金系列”的推出，公司在医院端开始发力，2015 年开始投入销售费用和人员进行医院市场开拓。

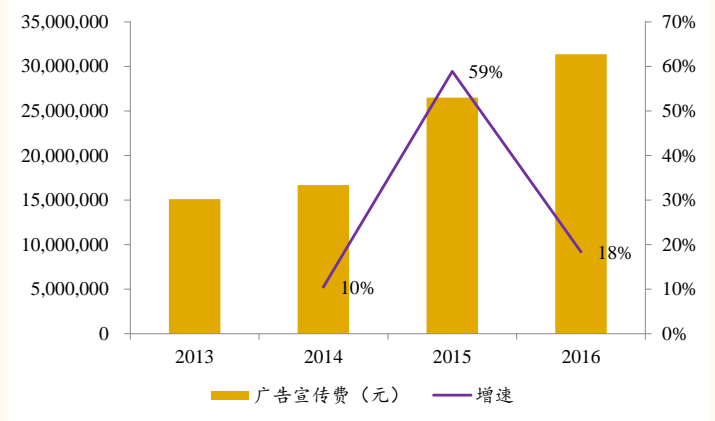
- 如果在医院端有所突破，公司产品不仅能打开另一半市场空间，还有助于在 OTC 市场进一步提高知名度，两条线发展。
- 再看 2015 年公司销售费用构成情况，除了职工薪酬以外，广告宣传费、促销活动费、换货赠送费都有大幅提升，进一步验证了我们认为公司在 2015 年对新产品，也就是进医院的产品系列进行的营销力度。

图表 12：职工薪酬在 2015 年大幅提升（元）



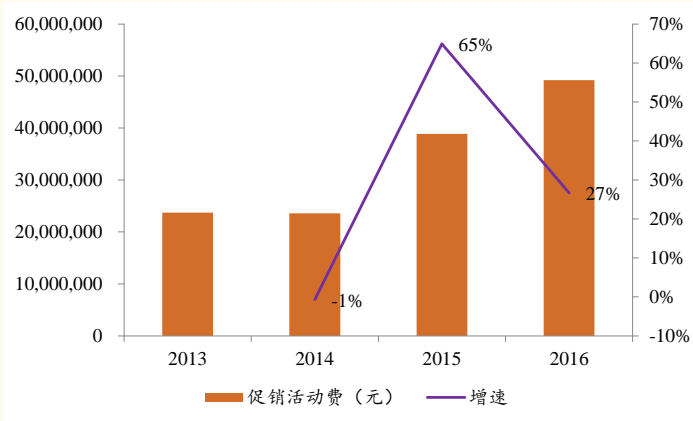
来源：Wind, 国金证券研究所

图表 13：宣传费用在 2015 年大幅提升（元）



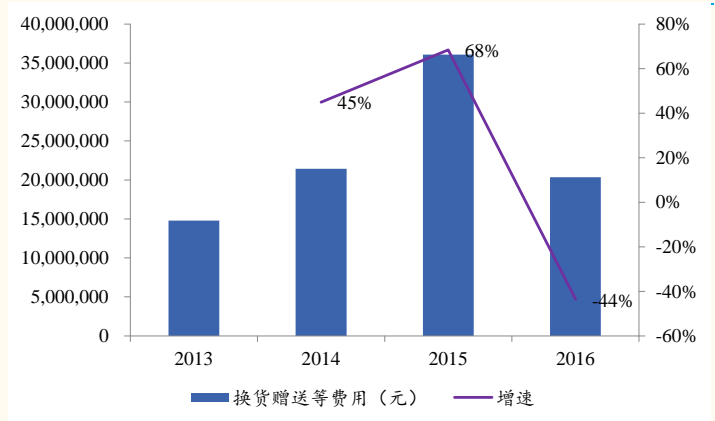
来源：Wind, 国金证券研究所

图表 14：促销活动费在 2015 年大幅提升（元）



来源：Wind, 国金证券研究所

图表 15：换货赠送费用在 2015 年大幅提升（元）



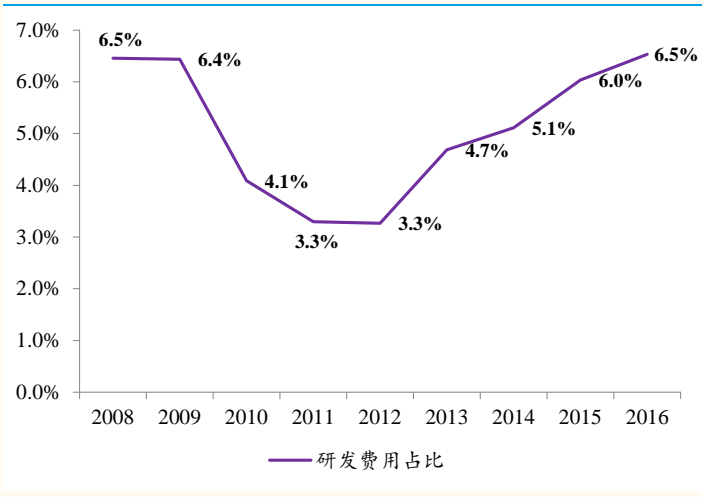
来源：Wind, 国金证券研究所

- 2015 年公司在销售费用上的投入超过上市以来的任何一年，导致当年利润表不达市场预期，但我们认为推出医院产品系列是公司未来要实现长期发展必须要走的一步。损失当期利益，但为长足发展奠定基础。

持续投入研发费用，构筑产品长期竞争壁垒

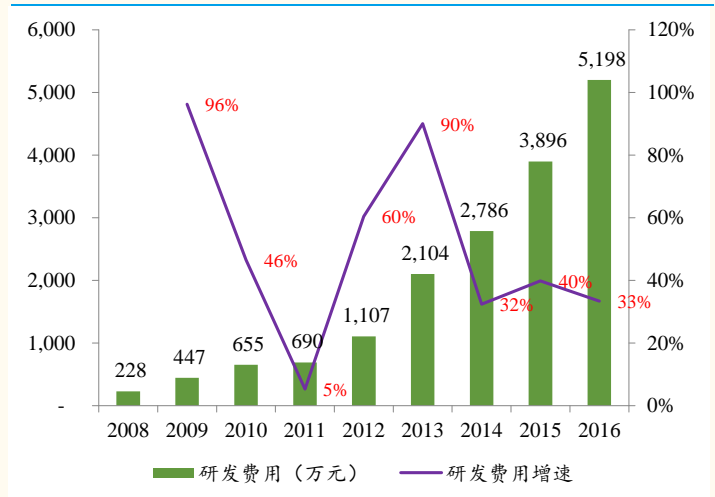
- 上市以来，公司不断加大研发费用的投入，研发费用占从 2012 年 3.3% 提高到 2016 年 6.5%，近三年研发费用的投入增长也在 30% 以上。

图表 16: 公司研发费用投入占收入比重



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 17: 公司研发费用增长情况 (万元)



来源: Wind, 国金证券研究所

- 近年来, 公司将研发费用投入在亲智、金智、安捷、糖护士等新型血糖监测系统及 EA-12 型血糖尿酸双功能监测系统、血糖血酮双功能测试系统的产品研发和定型工作;
- 完成免疫荧光分析仪、胱抑素 C、CRP、超敏 CRP、尿微量白蛋白试剂盒等多项新产品研发工作;
- 开发系列基于数据的传输技术的 POCT 产品: 微信血糖仪、GPRS/WIFI 血糖仪、院内、院外血糖管理系统。
- 截至 2016 年末, 公司正在申请的医疗器械产品注册证 8 项, 具体明细如下:

图表 18：截至 2016 年末公司在申请医疗器械产品注册证

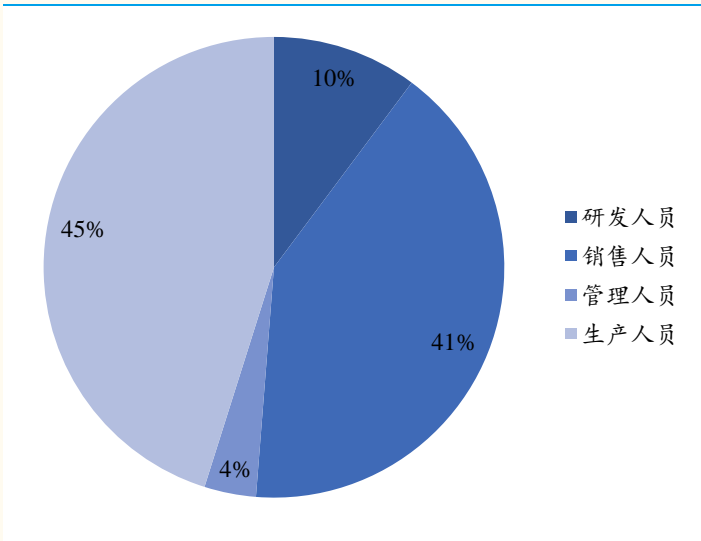
序号	名称	注册分类	临床用途	注册所处的阶段	进展情况	是否申报创新医疗器械
1	免疫荧光分析仪	II类医疗器械	供人体样本的免疫荧光检测用	技术审评阶段	技术审评中	否
2	全程C-反应蛋白（hsCRP+常规CRP）检测试剂盒（免疫层析法）	II类体外诊断试剂	用于定量检测人血清、血浆、全血中的C反应蛋白（hsCRP +常规CRP）的浓度	技术审评阶段	技术审评中	否
3	胱抑素C检测试剂盒（免疫层析法）	II类体外诊断试剂	用于定量检测人血清、血浆中的胱抑素C的含量	技术审评阶段	技术审评中	否
4	超敏C反应蛋白（hs-CRP）检测试剂盒（免疫层析法）	II类体外诊断试剂	用于定量检测人血清、血浆、全血中的C反应蛋白的浓度	技术审评阶段	技术审评中	否
5	尿微量白蛋白检测试剂盒（免疫层析法）	II类体外诊断试剂	用于定量检测人随机尿、24小时尿液中的白蛋白浓度	技术审评阶段	技术审评中	否
6	便携式糖化血红蛋白分析仪	II类医疗器械	适用于检测人体血液中糖化血红蛋白的含量。	技术审评阶段	技术审评中	否
7	便携式全自动生化分析仪	II类医疗器械	适用于定量测定人尿液中微量白蛋白、肌酐和尿微量白蛋白/肌酐比值(ACR)	技术审评阶段	技术审评中	否
8	血酮质控液	II类体外诊断试剂	用于血酮测试系统检测过程中的质量控制	技术审评阶段	技术审评中	否

来源：公司资料，国金证券研究所

员工构成情况：研发人员、销售人员大幅增加

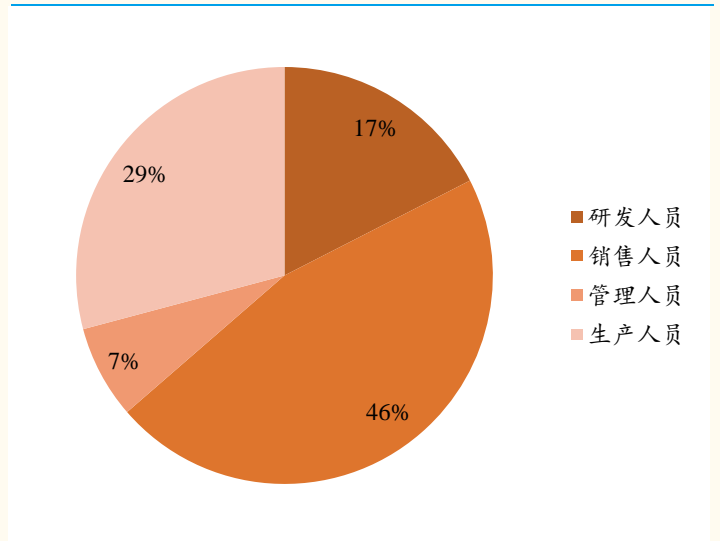
- 随着研发和销售费用的投入，公司员工的构成占比情况已有了明显变化。
- 公司 2016 年的员工构成比例，研发人员占 17%、销售人员占 46%、管理人员占 7%、生产人员占 29%。
- 和刚上市时相比，研发人员增加了 200 人、销售人员增加了 400 多人、生产人员增加了不到 100 人、管理人员增加了 90 人。
- 研发人员、销售人员占员工比例明显提升，生产人员占比下降明显。

图表 19: 2012 年公司员工构成情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 20: 2016 年公司员工构成情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

2016 年开始的海外收购, 费用及成本拖累当期业绩

- 公司在 2016 年先后通过心诺健康收购 Trividia 和通过三诺健康收购 PTS 两个海外公司。

上市公司目前持有 Trividia 25% 股权

- 美国尼普洛诊断有限公司 (Trividia Health Inc. 前身) 是世界第 6 大血糖系统供应商, 拥有四家子公司, 其主营业务为血糖监测系统和其他糖尿病辅助产品 (葡萄糖补充剂、糖尿病皮肤护理产品、糖尿病管理软件、尿酮测试试条、膳食纤维和综合维他命等糖尿病患者用营养补充剂) 的研发、生产和销售, 在美国市场占有率排名第 3, 已实现试条的全自动化生产。
- 尼普洛诊断年销售血糖仪约 260 万台, 销售配套试条约 10 亿条, 其产品通过自身及母公司尼普洛集团销售至全世界 80 多个国家和地区。
- 为了收购 Trividia, 上市公司先是增资深圳市心诺健康产业投资有限公司 2500 万元, 占心诺健康 25% 股份, 并拟联合公司董事长李少波先生 (持有心诺健康 75% 的股份) 通过心诺健康出资 17.9 亿完成对 Trividia 100% 股权的收购。
- 2016 年 1 月 7 日, 深圳市心诺健康产业投资有限公司向尼普洛集团支付股权收购款项共计人民币 17.9 亿人民币 (美元 27,375 万元), 尼普洛集团向心诺健康转让了其持有的标的公司全部股权, 标的公司正式更名为 Trividia Health Inc., 并完成相关股权变更登记手续和公司名称变更手续。
- 之后上市公司拟向李少波、张帆、王飞、荷塘探索、水木长风发行股份购买其合计所持的心诺健康 75% 股权, 但由于在心诺健康收购 Trividia、三诺健康收购 PTS 的过程中产生了非经营性的一次性费用, 将对三诺生物 2016 年的备考净利润产生较大的负面影响, 去年终止了对心诺健康的收购, 目前上市公司持有 Trividia 25% 的股份。

Trividia 去年亏损显著影响上市公司业绩

- 心诺健康 2016 年亏损 3.355 亿人民币, 上市公司占 8388 万亏损。

- 2014 年时，Trividia 尚亏损 4996 万人民币，而 2016 年亏损 3.4 亿。主要原因在于产品升级，经营处于亏损状态，且标的资产收购过程中产生了一次性中介费用和贷款利息（非经营性），公司采用权益法核算的长期股权投资损失增加。
- 2016 年，Trividia 新产品 TrueMetrix 开始量产，上一代系列产品面临与 TrueMetrix 产品之间的更新换代过程。

图表 21: Trividia True Metrix 系列



来源：公司资料，国金证券研究所

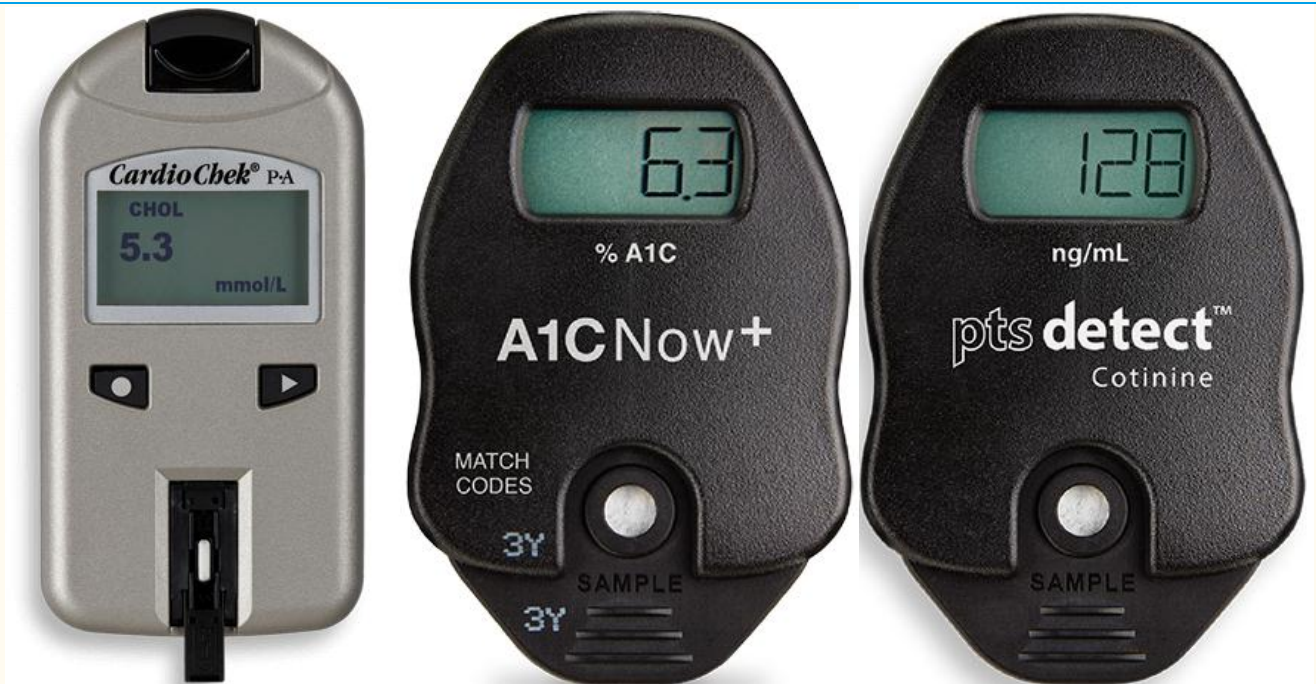
收购 PTS 进入血脂检测市场

- PTS 公司主要产品为 CardioChek 系列血脂、血糖分析监测设备和 A1CNow 系列糖化血红蛋白（HbA1c）监测仪，产品营销网络覆盖全球 135 个国家和地区。PTS 血脂市场占有率为全球第三，2014 年收购拜耳的糖化血糖蛋白业务，目前是全球领先的创新型 POCT 诊断设备供应商。
- 2016 年 7 月，上市公司通过三诺健康（上市公司持股 35%）收购 PTS 全部股权，估值 1.1 亿美元。
- 2016 年三诺健康实现营业收入 1.8 亿，亏损 1841 万人民币，上市公司占 644 万亏损。

PTS 公司经营情况和财务情况介绍

- PTS 公司主要产品为 CardioChek 系列血脂、血糖分析监测设备和 A1CNow 系列糖化血红蛋白（HbA1c）监测仪，产品营销网络覆盖全球 135 个国家和地区。PTS 血脂市场占有率为全球第三，2014 年收购拜耳的糖化血糖蛋白业务，目前是全球领先的创新型 POCT 诊断设备供应商。
- 其中 A1CNow 系列糖化血红蛋白监测产品为 PTS 2013 年底从拜耳公司购入，整合后于 2014 年 4 月开始销售。

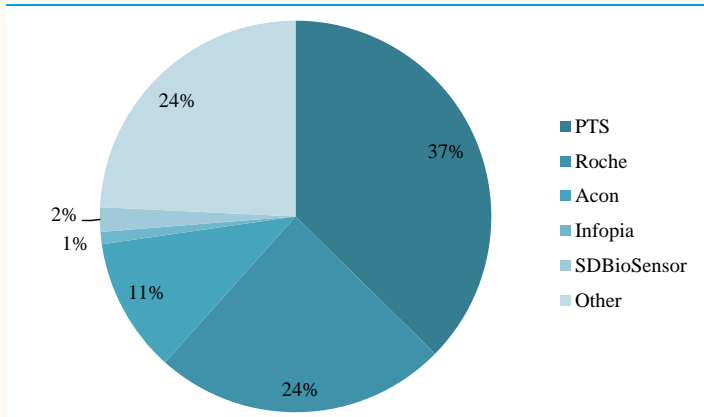
图表 22: PTS 产品线: 血脂检测、糖化血红蛋白检测、可替宁检测



来源: 国金证券研究所

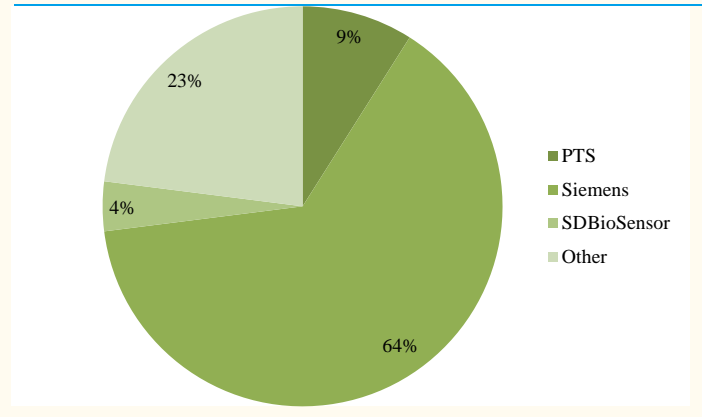
- 血脂是血浆中的中性脂肪（甘油三酯和胆固醇）和类脂（磷脂、糖脂、固醇、类固醇）的总称。
- 2012 年中国成人血脂异常总体患病率高达 40%，其中高胆固醇血症患病率 4.9%，高甘油三酯血症的患病率 13.1%，低高密度脂蛋白胆固醇血症的患病率 33.9%，呈现为国民血脂普遍异常状态。
- 《中国成人血脂异常防治指南（2016 年修订版）》指出定期检查血脂是防止心血管病的重要措施，推荐 20 岁以上的成年人应该每 5 年至少测算一次血脂，而 40 岁以上的男性和绝经后的女性应该每年进行一次血脂检测，在血脂异常、高血压、糖尿病等血脂检测的重点监测对象人群中，应每 3-6 个月检测一次血脂项目。因而，在国民健康意识提高的情况下，国内血脂检测市场需求旺盛。
- 糖化血红蛋白是血液葡萄糖通过非酶作用，经细胞膜与红细胞内血红蛋白-链氨酸结合形成的产物，其合成速率与红细胞所处环境中糖的浓度成正比。糖化血红蛋白的形成是不可逆的，其浓度与红细胞寿命（平均 120 天）和该时期内血糖的平均浓度有关，不受每天血浆葡萄糖浓度大小波动而变化，也不受运动或食物的影响，因此糖化血红蛋白是反映过去 6~8 周的平均血糖浓度，这可为评估血糖的控制情况提供可靠的实验室指标，是监控糖尿病患者血糖控制水平的金标准。糖化血红蛋白在中国的检测缺乏普及性，只有大约 30% 左右的糖尿病人会定期检查，并且检测频次也较低，预计未来随着糖尿病人的增多以及健康意识的增强，糖化血红蛋白监测市场将保持稳定增长。
- 中国及亚太地区的血脂及糖化血红蛋白监测产品的主要市场由外资品牌占据，其中 PTS 均占有一席之地。

图表 23: 亚太市场血脂监测产品市场占有率



来源: Market Analysis Research 2015, 国金证券研究所

图表 24: 亚太市场糖化血红蛋白监测产品市场占有率



来源: Market Analysis Research 2015, 国金证券研究所

- 2016 年三诺健康实现营业收入 1.8 亿, 亏损 1841 万人民币, 上市公司占 644 万亏损。
- 2016 年三诺健康模拟合并报表营业利润-9,546, 亏损主要原因包括:
- PTS 因股权激励事项提前结束而产生管理费用 3,831 万元, PTS 在 2016 年支付与收购相关的尽调费用 3,537 万元, 合计 7,368 万元;
- 三诺健康合并 PTS 公司系基于非同一控制下的企业合并, 因此需将 PTS 报表调整以公允价值计量, 导致该模拟报表账面当年新增固定资产折旧及无形资产摊销 945 万元;
- 由于三诺健康在 2016 年 7 月实现对 PTS 的合并, 其中对 PTS 账面存货评估增值 779 万元, 一次性计入三诺健康 2016 年度损益;
- 三诺健康母公司 2016 年度营业利润为-2,155 万元, 主要为三诺健康为收购 PTS 而支付的各项中介费用。因此, 上述原因导致三诺健康 2016 年度营业利润亏损。

PTS 已经开始贡献业绩, 公司收购剩余股权

- 公司此前停牌收购 PTS 剩余 65% 股权, PTS 在 2017 年一季度已经扭亏为盈。
- PTS 在 2017 年一季度实现利润总额 1180 万人民币, 实现净利润 763 万人民币。
- 如果扣除股权激励费用及并购费用, PTS 主营产品的实际盈利能力是在稳步提升的。PTS 在 2015 年、2016 年度和 2017 年 1 季度实现的营业利润分别为 792.14 万元、1,700.14 万元和 1,180.85 万元
- 三诺健康主要资产为其持有的 PTS 100% 股权, 除此之外没有其他经营性资产。采用收益法评估 PTS 100% 股权价值为 8.1 亿人民币, 略高于此前 PTS 100% 股权购买交易价款 7.8%。
- 三诺健康 64.98% 股权作价为 5.3 亿人民币, 另外募集配套资金 5 亿元。本次发行股份购买资产并募集配套资金需经证监会并购重组委员会审核。
- 本次重组拟发行价格为 14.75 元/股, 锁定一年, 发行股份数量为 3579 万股; 募集配套资金的发行价格待证监会核准后, 将通过询价方式确定。募集资金用途为三诺健康的慢性疾病健康管理监测产品产能扩建项目、智慧健康项目 (互联网+生物传感+健康管理)。

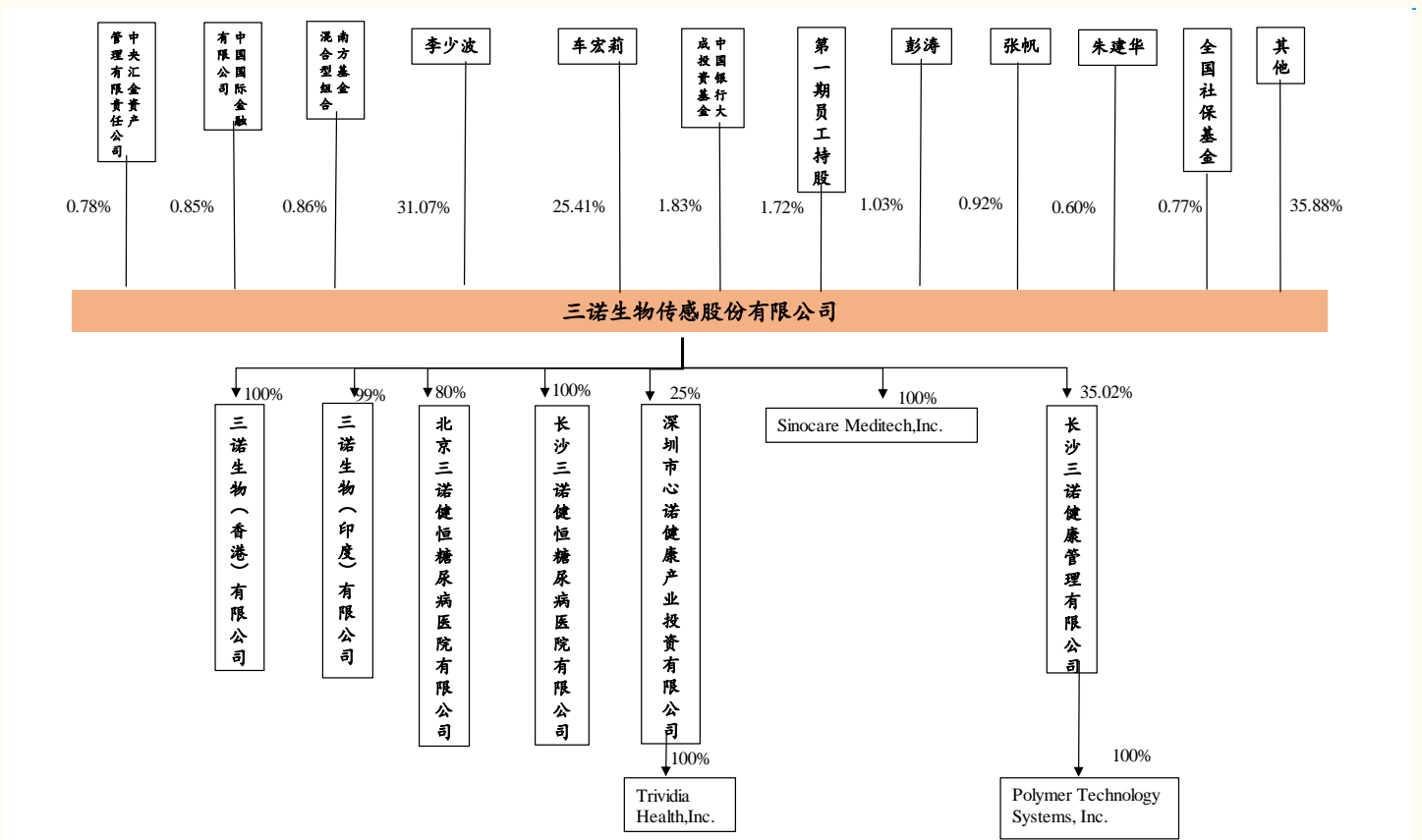
图表 25：收购三诺健康剩余股权股份增发情况（草案）

股东名称	交易前		交易后[未考虑募集配套资金部分]	
	持股数量（股）	持股比例（%）	持股数量（股）	持股比例（%）
李少波	126,135,052	31%	126,135,052	29%
车宏莉	103,172,452	25%	103,172,452	23%
建投嘉孚	-	-	14,590,935	3%
长城国融	-	-	14,590,935	3%
建投华文	-	-	6,609,710	2%
其他投资者	175,729,335	43%	175,729,335	40%
合计	405,036,839	100%	440,828,419	100%

来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司控股股东暨实际控制人李少波和车宏莉合计持有 2.3 亿股，占上市公司此次重组前总股本的 57%；不考虑募集配套资金对上市公司股本的影响，交易后李少波和车宏莉合计持股占 52%。

图表 26：上市公司交易前股权结构示意图

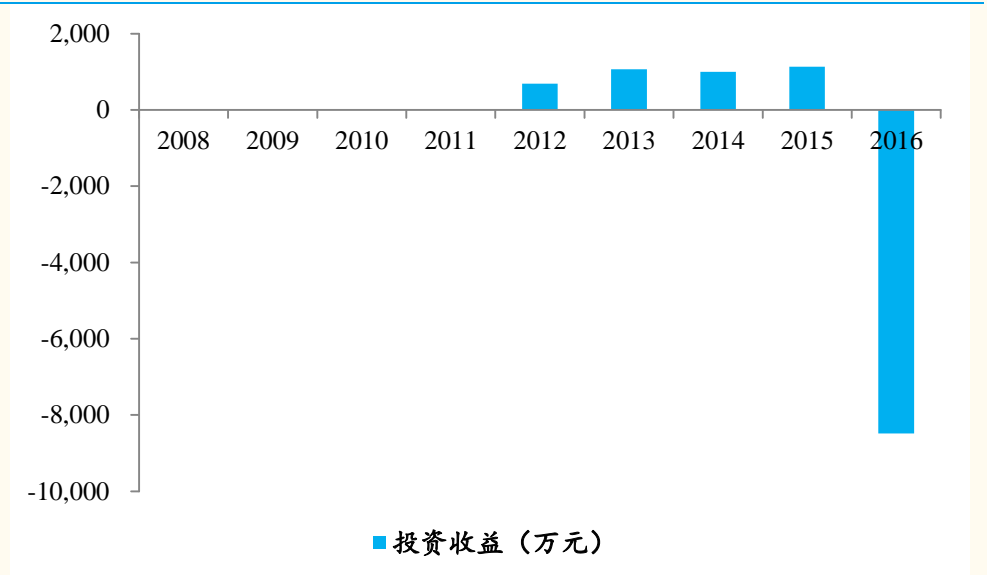


来源：公司公告，国金证券研究所

剔除海外投资亏损，看公司内生增长情况

- 因而去年的两起海外收购给上市公司带来亏损 9033 万人民币，导致公司账面利润下降 20%，净利润 1.15 亿。

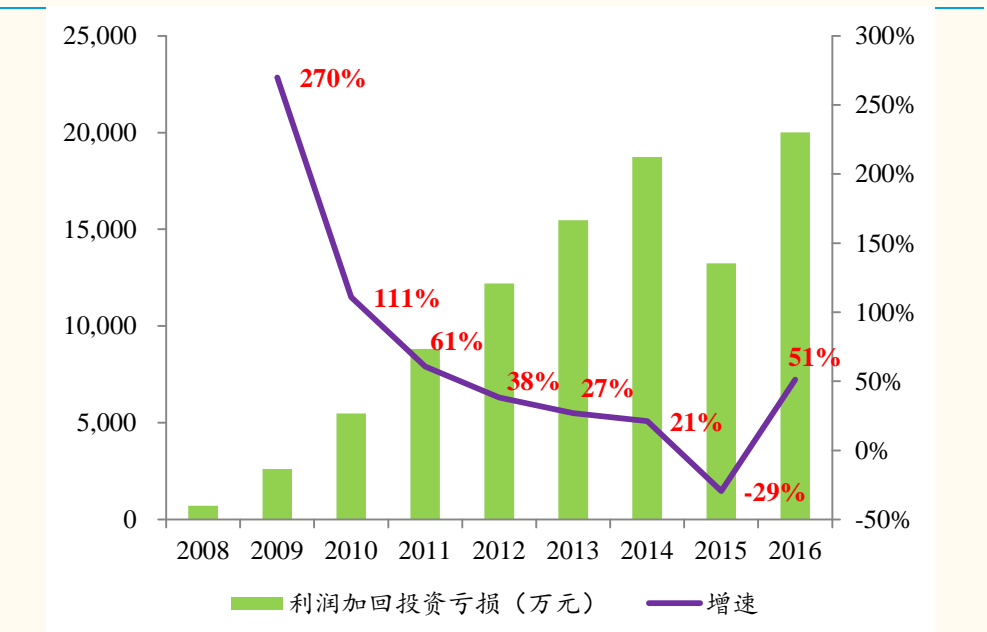
图表 27: 公司历年投资收益情况 (万元)



来源: Wind, 国金证券研究所

- 如果我们剔除亏损因素, 公司去年的内生增长已经有明显恢复, 达到 2 亿左右, 同比增长 51%。

图表 28: 剔除投资亏损看公司利润情况 (万元)



来源: Wind, 国金证券研究所

首次推出员工持股, 彰显对公司长期发展信心

- 三诺生物自上市以来, 除在 2013 年做过期权和限制性股票激励以外, 2017 年首次实行员工持股计划。

- 公司员工持股计划设立时的资金上限为人民币 5,000 万元，资金来源为公司控股股东李少波先生的自有资金。
- 具体操作为：李少波先生以自有资金委托设立一个规模上限为 5,000 万元的单一资金信托，并指定本次员工持股计划及李少波先生作为信托受益人。单一资金信托设立后，按优先级份额和劣后级份额不超过 1:1 的比例认购集合资金信托的劣后级份额，认购金额不超过 5,000 万元，集合资金信托的集合资金信托的总规模不超过 10,000 万元。本员工持股计划设立后，控股股东车宏莉女士拟以大宗交易方式转让所持公司的 500 万股股票给员工持股计划，即集合资金信托通过定向资产管理计划以初始规模 10,000 万元现金为限通过大宗交易受让车宏莉女士的不超过 500 万股公司股票，车宏莉女士收到该部分现金后，将相应的扣税后现金以增强信托资金的形式追加至集合资金信托，集合资金信托再通过定向资产管理计划用于实施员工持股计划标的股票的持续购买。
- 集合资金信托的规模上限为 10,000 万元，加上公司控股股东车宏莉女士追加至集合资金信托的 7,112 万元（具体金额以大宗交易完成并扣税后的金额为准）即共计 17,112 万元。
- 截止到 2017 年 6 月 24 日，员工持股计划向公司控股股东车宏莉女士累计买入公司股票 5,994,600 股；通过二级市场集中竞价方式买入公司股票 962,925 股，合计买入本公司股票变更为 6,957,525 股，累计成交金额为人民币 11,194 万元，成交均价按实施权益分派后除权价格为 16.1 元/股，占第一期员工持股计划筹集资金总额 17,112 万元的 65%。

盈利预测及投资建议

- 2015 年公司由于开拓医院市场及新产品研发，拖累了利润
 - 毛利率有所下滑：毛利率同比下降 3 个百分点，我们认为和公司产品在产品端加大投放血糖仪力度相关，但最近几个季度已经呈现环比提升趋势。
 - 销售费用投入：2015 年销售费用同比增长 42%，销售人员增加了 263 人，职工薪酬、广告费用、促销活动费用、换货赠送费用等均同比大幅提升。因为公司在 2015 年开始挺进医院市场。短期有损当期业绩，但奠定公司长期发展基础、打开另一块市场。
 - 研发费用投入：公司上市以来逐年提高研发费用，2015 年研发费用提高了 40%。血糖仪产品方面，公司投入亲智、金智、安捷、糖护士等新型血糖监测的研发和测试，也是在为打开医院市场做准备。
- 2016 年由于投资 PTS 和 Trividia 产生投资亏损，拉低公司当期利润。扣除海外投资因素，公司业绩已经企稳回升。
- 公司自上市以来，收入保持稳健增长，而前两年由于医院市场开拓的投入和海外资产亏损，致使公司利润没有得到体现。
- 我们预计未来几年三诺生物收入端将保持稳健增长，费用投入进入合理水平，海外资产减亏、甚至逐渐盈利，公司业绩拐点到来。
- 我们预计公司 2017-2019 年的净利润分别为 2.1 亿、2.9 亿、3.8 亿，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- 由于实际控制人之一车宏莉女士，已于 2015 年 5 月 11 日向公司提交了书面辞职报告，并不再担任公司其他任何职务。
- 车宏莉女士减持完毕后仍有公司 25% 的股权，因而存在车女士减持对股价的影响风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	545	646	796	989	1,203	1,453	货币资金	640	354	216	474	518	895
增长率		18.5%	23.3%	24.3%	21.6%	20.8%	应收账款	110	127	183	179	217	263
主营业务成本	-169	-221	-286	-353	-427	-514	存货	41	54	50	64	77	93
%销售收入	31.1%	34.2%	35.9%	35.7%	35.5%	35.4%	其他流动资产	204	206	195	19	22	26
毛利	375	425	510	636	776	939	流动资产	994	741	644	736	835	1,278
%销售收入	68.9%	65.8%	64.1%	64.3%	64.5%	64.6%	%总资产	82.0%	55.5%	43.7%	47.0%	47.1%	59.6%
营业税金及附加	-7	-9	-13	-17	-20	-25	长期投资	2	300	500	501	500	500
%销售收入	1.3%	1.3%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	固定资产	187	236	245	281	379	299
营业费用	-131	-220	-247	-307	-361	-436	%总资产	15.4%	17.7%	16.6%	17.9%	21.4%	14.0%
%销售收入	24.1%	34.0%	31.0%	31.0%	30.0%	30.0%	无形资产	26	53	52	47	55	63
管理费用	-61	-83	-95	-109	-132	-145	非流动资产	218	593	830	831	937	865
%销售收入	11.1%	12.8%	11.9%	11.0%	11.0%	10.0%	%总资产	18.0%	44.5%	56.3%	53.0%	52.9%	40.4%
息税前利润 (EBIT)	176	114	155	204	262	333	资产总计	1,212	1,334	1,474	1,567	1,772	2,143
%销售收入	32.3%	17.6%	19.5%	20.6%	21.8%	22.9%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	15	14	8	7	10	15	应付款项	44	57	134	148	179	214
%销售收入	-2.8%	-2.2%	-1.0%	-0.7%	-0.9%	-1.0%	其他流动负债	25	17	52	62	75	169
资产减值损失	-3	-1	-5	-3	-1	-1	流动负债	69	74	185	211	254	383
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	10	11	-85	-16.45	10	14	其他长期负债	31	20	10	5	6	7
%税前利润	4.3%	7.0%	n.a	-6.7%	2.8%	3.2%	负债	101	94	196	215	260	391
营业利润	198	138	73	192	282	361	普通股股东权益	1,111	1,237	1,275	1,350	1,511	1,751
营业利润率	36.3%	21.4%	9.2%	19.4%	23.4%	24.8%	少数股东权益	0	3	3	2	1	0
营业外收支	32	24	63	54	66	80	负债股东权益合计	1,212	1,334	1,474	1,567	1,772	2,143
税前利润	230	162	136	246	348	441	比率分析						
利润率	42.2%	25.0%	17.1%	24.9%	28.9%	30.3%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-33	-19	-22	-37	-52	-66	每股指标						
所得税率	14.3%	11.5%	16.0%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.986	0.550	0.340	0.518	0.732	0.927
净利润	197	143	114	209	296	375	每股净资产	5.555	4.738	3.769	3.989	4.465	5.174
少数股东损益	0	-1	-1	-1	-1	-1	每股经营现金净流	0.765	0.465	0.600	1.179	0.695	1.107
归属于母公司的净利润	197	144	115	210	296	375	每股股利	0.100	0.000	0.400	0.400	0.400	0.400
净利率	36.2%	22.3%	14.5%	21.2%	24.6%	25.8%	回报率						
							净资产收益率	17.76%	11.62%	9.03%	15.55%	19.62%	21.44%
							总资产收益率	16.29%	10.77%	7.82%	13.39%	16.73%	17.52%
							投入资本收益率	13.58%	8.12%	10.18%	12.82%	14.75%	16.15%
							增长率						
							主营业务收入增长率	21.35%	18.46%	23.29%	24.27%	21.62%	20.83%
							EBIT增长率	19.91%	-35.39%	36.24%	31.55%	28.70%	26.93%
							净利润增长率	19.38%	-27.20%	-19.81%	82.14%	41.28%	26.62%
							总资产增长率	15.55%	10.09%	10.46%	6.35%	13.08%	20.91%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	36.2	45.6	53.1	53.1	53.1	53.1
							存货周转天数	101.3	77.9	66.2	66.2	66.2	66.2
							应付账款周转天数	50.8	50.7	59.8	59.8	59.8	59.8
							固定资产周转天数	66.2	126.3	107.9	97.5	81.8	68.5
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-57.57%	-28.54%	-16.89%	-35.10%	-34.27%	-51.07%
							EBIT利息保障倍数	-11.4	-7.9	-18.7	-28.5	-25.5	-22.8
							资产负债率	8.29%	7.04%	13.28%	13.75%	14.68%	18.27%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	2
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	2.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

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%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD