

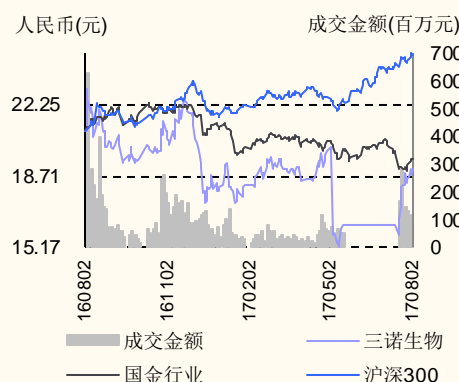
市场价格 (人民币): 19.09 元

## 行业地位稳固，不断拓展产品线

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)	7,775.68
年内股价最高最低(元)	23.06/15.17
沪深 300 指数	3760.85



## 相关报告

1. 《血糖监测大市场，持续投入开始进入收获期-三诺生物公司深度研究》，2017.7.20

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

## 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	36.68	25.96	20.50
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

## 业绩简评

- **血糖仪市场目前行业壁垒高：**血糖仪市场特殊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。
- 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 年三诺生物试纸条年销量在 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。现有的行业竞争格局使得后进入者盈利门槛提高。
- 公司今年 7 月 1 日开始对试纸出厂价提价，也体现了行业竞争格局稳态后，龙头公司话语权的提高。
- **过去两年血糖仪持续的成本投入，拉动未来业绩增长：**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。这也体现在公司最近连续 5 个季度的毛利率企稳回升。
- **公司持续投入研发费用，构筑产品长期竞争壁垒：**血糖仪行业并非市场认为的“低门槛”行业。行业对于血糖仪精确度的标准在不断提高，要求参与者产品性能达到行业规定。这对中小血糖监测企业提出挑战。
- 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。
- **医院端进口替代有望复制 OTC 端的行业逻辑：**目前 OTC 端的血糖仪销售已经实现了进口替代，但医院端国产企业进入时间不久，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。
- 2015 年 5 月，公司的“金系列”血糖仪产品进入医院。公司在医院端组建了 100 多人的销售团队，加大医院投入力度，造成当年销售费用率的大幅提高。在医院市场开拓中，公司积极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。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；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。

- **拓展产品线，涵盖糖尿病并发症领域检测：**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；
- 并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；
- **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。

### 盈利调整

- 我们预计公司 2017-2019 年的净利润分别为 2.1 亿、3 亿、3.8 亿（不含 PTS 剩余股权收购贡献）。
- 公司详细情况见我们此前发布的公司深度报告《三诺生物：持续投入开始进入收获期》。

### 投资建议

- 维持“买入”评级。

### 风险提示

- 股东减持风险，收购整合风险，财务成本风险。
- 由于实际控制人之一车宏莉女士，已于 2015 年提交辞职报告，不再担任公司其他任何职务。车女士减持完毕后仍有公司 25% 的股权，因而存在减持对股价的影响风险。

附：公司三张财务报表

损益表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	545	646	796	989	1,203	1,453
增长率		18.5%	23.3%	24.3%	21.6%	20.8%
主营业务成本	-169	-221	-286	-353	-427	-514
%销售收入	31.1%	34.2%	35.9%	35.7%	35.5%	35.4%
毛利	375	425	510	636	776	939
%销售收入	68.9%	65.8%	64.1%	64.3%	64.5%	64.6%
营业税金及附加	-7	-9	-13	-17	-20	-25
%销售收入	1.3%	1.3%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
营业费用	-131	-220	-247	-307	-361	-436
%销售收入	24.1%	34.0%	31.0%	31.0%	30.0%	30.0%
管理费用	-61	-83	-95	-109	-132	-145
%销售收入	11.1%	12.8%	11.9%	11.0%	11.0%	10.0%
息税前利润（EBIT）	176	114	155	204	262	333
%销售收入	32.3%	17.6%	19.5%	20.6%	21.8%	22.9%
财务费用	15	14	8	7	10	15
%销售收入	-2.8%	-2.2%	-1.0%	-0.7%	-0.9%	-1.0%
资产减值损失	-3	-1	-5	-3	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	10	11	-85	-16.45	10	14
%税前利润	4.3%	7.0%	n.a	-6.7%	2.8%	3.2%
营业利润	198	138	73	192	282	361
营业利润率	36.3%	21.4%	9.2%	19.4%	23.4%	24.8%
营业外收支	32	24	63	54	66	80
税前利润	230	162	136	246	348	441
利润率	42.2%	25.0%	17.1%	24.9%	28.9%	30.3%
所得税	-33	-19	-22	-37	-52	-66
所得税率	14.3%	11.5%	16.0%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	197	143	114	209	296	375
少数股东损益	0	-1	-1	-1	-1	-1
归属于母公司的净利润	197	144	115	210	296	375
净利率	36.2%	22.3%	14.5%	21.2%	24.6%	25.8%

现金流量表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	197	143	114	209	296	375
少数股东损益	0	-1	-1	-1	-1	-1
非现金支出	12	16	27	26	27	30
非经营收益	-11	-16	74	-29	-76	-94
营运资金变动	-46	-21	-13	193	-12	64
经营活动现金净流	153	121	203	399	235	375
资本开支	-69	-59	-55	21	-66	123
投资	39	-327	-255	-1	0	0
其他	18	12	8	-16	10	14
投资活动现金净流	-13	-374	-303	4	-56	137
股权募资	10	32	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	-9	0	1
其他	-67	-66	-99	-135	-135	-135
筹资活动现金净流	-57	-33	-99	-144	-135	-134
现金净流量	84	-286	-199	259	44	377

资产负债表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	640	354	216	474	518	895
应收款项	110	127	183	179	217	263
存货	41	54	50	64	77	93
其他流动资产	204	206	195	19	22	26
流动资产	994	741	644	736	835	1,278
%总资产	82.0%	55.5%	43.7%	47.0%	47.1%	59.6%
长期投资	2	300	500	501	500	500
固定资产	187	236	245	281	379	299
%总资产	15.4%	17.7%	16.6%	17.9%	21.4%	14.0%
无形资产	26	53	52	47	55	63
非流动资产	218	593	830	831	937	865
%总资产	18.0%	44.5%	56.3%	53.0%	52.9%	40.4%
资产总计	1,212	1,334	1,474	1,567	1,772	2,143
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	44	57	134	148	179	214
其他流动负债	25	17	52	62	75	169
流动负债	69	74	185	211	254	383
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	31	20	10	5	6	7
负债	101	94	196	215	260	391
普通股股东权益	1,111	1,237	1,275	1,350	1,511	1,751
少数股东权益	0	3	3	2	1	0
负债股东权益合计	1,212	1,334	1,474	1,567	1,772	2,143

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.986	0.550	0.340	0.518	0.732	0.927
每股净资产	5.555	4.738	3.769	3.989	4.465	5.174
每股经营现金净流	0.765	0.465	0.600	1.179	0.695	1.107
每股股利	0.100	0.000	0.400	0.400	0.400	0.400
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：Wind, 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	1	2	2	2	2
增持	0	1	1	1	2
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.33	1.33	1.33	1.50

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。

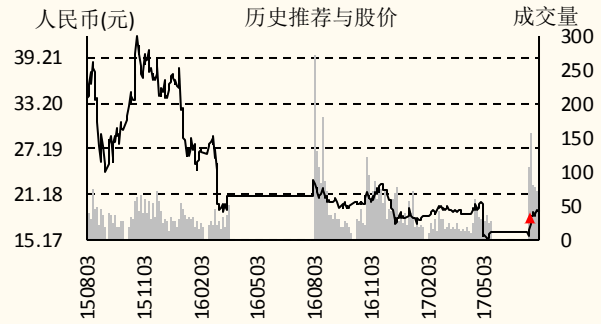
最终评分与平均投资建议对照：

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-07-20	买入	17.17	22.00~23.00

来源：国金证券研究所



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