

主业高增长+海外亏损大幅缩窄，呈现业绩拐点

投资要点

- **事件:** 公司发布 2017 年半年报, 2017H1 实现营业收入 4.9 亿元 (+43.2%)、归母净利润 9357 万元 (+78.7%)。
- **主营业务业绩高速增长, 投资收益环比大幅缩窄。** 1) 主营业务: 收入增速加速的主要原因为 2016 年同期调整渠道、加大仪器投入力度。除投资收益后的净利率为 23.6%(+12.6pp), 原因如下: 仪器纸条比下降, 毛利率为 66.4%(+4.7pp); 销售费用的规模效应体现, 销售费用率为 25.44% (-2.37pp); 并购中介费用影响解除, 管理费用率为 11.5% (-4pp)。2) 投资收益: 亏损 2216 万元, 其中, 参股 35% 的三诺健康 (控制 PTS) 实现净利润 681 万元; 参股 25% 的心诺健康 (控制 Trividia) 净利润亏损 1.1 亿元。从季度数据来看, 2017Q2 相对 2017Q1 环比减少 1247 万元, 亏损幅度大幅缩窄, 我们预计 2017 年下半年将进一步减亏。
- **国内血糖仪龙头, OTC 市占率约 40%, 医院市场将攻城略地。** 国内血糖仪行业增速在 15% 左右。1) OTC 市场: 公司保持龙头地位, 在 2015 年加强销售队伍建设、加大仪器投放力度后, 预计未来三年收入增速维持在 20% 以上。2) 医院市场: 目前主要由外资主导, 医保控费及招标政策倾斜有助于提升国产品牌市场份额。公司一方面协同大股东收购 Trividia, 优化工艺、借海外高端品牌进军医院市场; 另一方面上线医院糖尿病管理系统, 加速自有品牌医院放量。预计 2018 年医院市场收入可已突破亿元, 实现盈亏平衡。
- **扩展 POCT 产品线, 收购 PTS, 血脂、糖化血红蛋白产品极具发展潜力。** 公司目前正在启动 PTS 64.98% 股权注入, 预计 2018 年完成。PTS 的血脂和糖化血红蛋白检测均为十亿级别产品线: 1) 国内血脂检测市场渗透率极低, 市场空间约 200 亿元, 而当前市场规模仅 2 亿元。CardioChek 为全球第三、亚太第一的 POCT 产品, 将成为国内血脂 POCT 普及者; 2) 糖化血红蛋白是国际公认的糖尿病监控“金标准”, 随着认知度提升、分级诊疗推行, 国内市场空间可达 100 亿元。A1C Now 在国内市场鲜有竞争对手, 具备较强竞争力, 预计 2017 年年底进入中国市场, 将与公司现有渠道协同。
- **盈利预测与投资建议。** 考虑到公司导入 PTS 产品时或将加大研发投入、新产品前期推广或将加大销售投入, 我们下调了盈利预测。预计 17-19 年 EPS 分别为 0.61 元、0.86 元、1.06 元。由于公司业绩增速快、弹性大, 导入海外品牌后医院市场发展空间大, 我们重新评估了血脂、糖化血红蛋白的价值, 认为该两条产品线均为十亿级别的产品线, 预期差极大, 应给予估值溢价, 我们给予公司 2018 年 35 倍 PE, 目标价 30.1 元/股。维持“买入”评级。
- **风险提示:** 创血糖仪替代传统血糖仪的风险; 海外资产整合不及预期的风险; 股东减持的风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	795.84	1011.80	1278.56	1557.29
增长率	23.29%	27.14%	26.36%	21.80%
归属母公司净利润 (百万元)	115.20	248.78	350.91	429.85
增长率	-19.81%	115.96%	41.05%	22.50%
每股收益 EPS (元)	0.28	0.61	0.86	1.06
净资产收益率 ROE	8.96%	17.41%	21.70%	23.67%
PE	69	32	23	18
PB	6.19	5.57	4.93	4.38

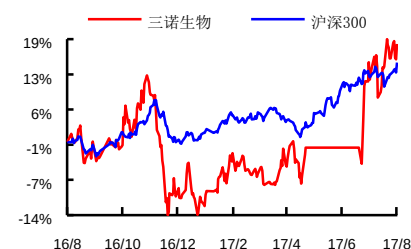
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
 执业证号: S1250513070001
 电话: 021-68413530
 邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 张肖星
 执业证号: S1250517080003
 电话: 021-68415020
 邮箱: zxxing@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.07
流通 A 股(亿股)	3.01
52 周内股价区间(元)	15.78-22.58
总市值(亿元)	79.14
总资产(亿元)	14.97
每股净资产(元)	3.89

相关研究

1. 三诺生物 (300298): 启动 PTS 注入, 主营业务迎来业绩拐点 (2017-07-19)

关键假设：

假设 1：公司零售市场产品价格自 2017 年提价 8%，销量维持高于行业的增速；医院市场加速放量；

假设 2：仪器试条比由 2015-2016 年的 20:80 下降至 15:85；

假设 3：随着人均销售产出提升，销售费用呈现出明显的规模效应；

假设 4：由于并购相关中介费用影响消除，公司管理费用率下降，Trividia 逐步扭亏，PTS 正常盈利。

表 1：收入成本假设

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
合计				
营业收入	796	1012	1279	1557
yoy	23.3%	27.1%	26.4%	21.8%
营业成本	286	333	420	512
毛利率	64.1%	67.1%	67.1%	67.1%
血糖仪				
收入	781	994	1238	1483
yoy	23.3%	27.3%	24.6%	19.9%
其中：零售市场	745.60	931	1131	1323
yoy		24.8%	21.5%	17.0%
其中：医院市场	35.00	63	107	160
yoy		80.0%	70.0%	50.0%
成本	273	318	396	475
毛利率	65.0%	68.0%	68.0%	68.0%
医疗服务				
收入	15	17	20	23
yoy		15.0%	15.0%	15.0%
成本	13	15	17	19
毛利率	15.4%	16.0%	16.0%	16.0%
其它				
收入	3	1	1	1
成本	(0)	1	1	1
糖化血红蛋白+血脂				
收入			20	50
成本			7	18
毛利率			65.0%	65.0%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	795.84	1011.80	1278.56	1557.29	净利润	114.50	247.26	348.77	427.23
营业成本	285.90	332.95	420.26	511.91	折旧与摊销	22.15	32.98	43.89	55.81
营业税金及附加	13.47	15.28	19.67	24.21	财务费用	-8.27	-6.26	-7.68	-9.29
销售费用	246.91	293.42	364.39	436.04	资产减值损失	5.23	0.00	0.00	0.00
管理费用	94.63	106.57	130.83	158.84	经营营运资本变动	69.31	-68.23	-83.48	-86.83
财务费用	-8.27	-6.26	-7.68	-9.29	其他	0.51	30.00	-10.00	-15.00
资产减值损失	5.23	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	203.42	235.75	291.49	371.91
投资收益	-84.83	-30.00	10.00	15.00	资本支出	-27.77	-130.00	-130.00	-130.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-274.77	-30.00	10.00	15.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-302.53	-160.00	-120.00	-115.00
营业利润	73.15	239.85	361.09	450.58	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	63.17	49.35	49.24	51.08	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	136.32	289.20	410.33	501.66	股权融资	-21.08	0.00	0.00	0.00
所得税	21.82	41.94	61.57	74.43	支付股利	-93.70	-75.14	-162.27	-228.88
净利润	114.50	247.26	348.77	427.23	其他	14.74	-23.33	7.68	9.29
少数股东损益	-0.70	-1.52	-2.14	-2.62	筹资活动现金流净额	-100.05	-98.46	-154.58	-219.59
归属母公司股东净利润	115.20	248.78	350.91	429.85	现金流量净额	-198.12	-22.72	16.91	37.32
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	215.79	193.07	209.98	247.30	成长能力				
应收和预付款项	196.91	218.28	280.38	346.51	销售收入增长率	23.29%	27.14%	26.36%	21.80%
存货	50.13	58.38	73.68	89.75	营业利润增长率	-47.00%	227.87%	50.55%	24.78%
其他流动资产	181.19	230.36	291.09	354.54	净利润增长率	-20.00%	115.96%	41.05%	22.50%
长期股权投资	498.92	498.92	498.92	498.92	EBITDA 增长率	-37.19%	206.31%	49.04%	25.12%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	244.85	342.90	430.04	505.26	毛利率	64.08%	67.09%	67.13%	67.13%
无形资产和开发支出	50.73	49.78	48.83	47.89	三费率	41.88%	38.91%	38.13%	37.60%
其他非流动资产	35.00	34.93	34.85	34.77	净利率	14.39%	24.44%	27.28%	27.43%
资产总计	1473.51	1626.60	1867.76	2124.93	ROE	8.96%	17.41%	21.70%	23.67%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.77%	15.20%	18.67%	20.11%
应付和预收款项	126.13	126.93	163.47	203.28	ROIC	8.69%	28.45%	33.61%	34.60%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	10.93%	26.35%	31.07%	31.92%
其他负债	69.55	79.31	97.42	116.43	营运能力				
负债合计	195.68	206.23	260.89	319.71	总资产周转率	0.57	0.65	0.73	0.78
股本	338.36	407.32	407.32	407.32	固定资产周转率	3.47	3.71	3.65	3.65
资本公积	398.65	329.69	329.69	329.69	应收账款周转率	6.87	6.39	6.81	6.57
留存收益	508.64	682.28	870.92	1071.89	存货周转率	5.51	6.14	6.36	6.26
归属母公司股东权益	1275.23	1419.29	1607.93	1808.90	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.14%	—	—	—
少数股东权益	2.60	1.08	-1.06	-3.68	资本结构				
股东权益合计	1277.83	1420.37	1606.87	1805.22	资产负债率	13.28%	12.68%	13.97%	15.05%
负债和股东权益合计	1473.51	1626.60	1867.76	2124.93	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.47	3.57	3.41	3.35
					速动比率	3.20	3.27	3.12	3.06
					股利支付率	81.34%	30.20%	46.24%	53.25%
					每股指标				
					每股收益	0.28	0.61	0.86	1.06
					每股净资产	3.14	3.49	3.95	4.43
					每股经营现金	0.50	0.58	0.72	0.91
					每股股利	0.23	0.18	0.40	0.56
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	87.02	266.56	397.30	497.09					
PE	68.70	31.81	22.55	18.41					
PB	6.19	5.57	4.93	4.38					
PS	9.94	7.82	6.19	5.08					
EV/EBITDA	72.67	28.84	19.31	15.35					
股息率	1.18%	0.95%	2.05%	2.89%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn