

三诺生物 (300298) \ 医药生物

——专注的本土血糖监测龙头

投资要点:

➤ 血糖监测行业需求刚性，龙头公司竞争优势明显

血糖监测系统具备刚需、高频的消费属性，市场需求不断扩大，鉴于糖尿病发病率不断提升、血糖监测渗透率及检测频率偏低等现状，预计未来三年行业平均增速15%，2020年血糖监测行业市场规模有望达到100亿元。三诺是国内血糖监测的龙头品牌，并购Trividia后逐渐成为紧随罗氏、强生、雅培、拜耳之后的世界知名血糖仪品牌，血糖行业发展趋于成熟，未来具有规模化生产、品牌吸引力强、渠道覆盖范围广的龙头企业竞争优势明显。

➤ 多渠道助力公司业绩持续增长

公司血糖仪收入85%来源于零售渠道，医院和海外市场各贡献一半剩余的份额，三条渠道协同推进公司产品销售增长。认为未来1) 公司占据国内血糖仪零售市场约35%份额（销量50%），考虑到其产品具有性价比优势，并掌握了一批基数大、粘性高的客户，有望维持稳定增长；2) 医院渠道在基层扩容及控费背景下进口替代加速，加上Trividia血糖仪的协同，有望保持近50%增长；3) 海外市场受益于PTS的渠道整合，增速有望加快。

➤ 海外子公司阵痛期已过，静待花开

公司2016年相继收购了全球第六大血糖仪品牌Trividia及血脂检测一线品牌PTS，目前PTS已成功实现盈利并注入体内，Trividia大幅减亏且有望于19年实现盈利。Trividia的血糖仪有望加快公司医院市场的推进，而PTS的糖化血红蛋白POCT产品正在国内注册，加上血脂产品，对应市场空间大。

➤ 盈利预测与评级

预计18-20年EPS分别为0.59、0.72、0.86元，对应当前股价，PE为20、16、14倍。公司经营情况逐渐好转，参照可比公司，认为公司19年的合理PE为20-22倍，12个月目标价14.4-15.84元/股，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ 风险提示

医院市场销售不及预期，海外子公司整合不及预期，大股东高质押率等。

财务数据和估值	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	795.84	1033.01	1593.42	1991.21	2372.98
增长率 (%)	23.29%	29.80%	54.25%	24.96%	19.17%
EBITDA (百万元)	154.47	297.69	421.79	515.66	612.81
净利润 (百万元)	115.20	257.97	333.81	408.76	488.07
增长率 (%)	-19.81%	123.94%	29.40%	22.45%	19.40%
EPS (元/股)	0.20	0.46	0.59	0.72	0.86
市盈率 (P/E)	58.30	26.03	20.12	16.43	13.76
市净率 (P/B)	5.27	4.83	3.27	2.96	2.65
EV/EBITDA	25.20	15.52	15.69	12.58	10.29

数据来源：公司公告，国联证券研究所

投资建议:

推荐
首次覆盖

当前价格:

12.33元

目标价格:

元

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	565/371
流通A股市值 (百万元)	4,575
每股净资产 (元)	4.51
资产负债率 (%)	14.70
一年内最高/最低 (元)	27.24/9.62

一年内股价相对走势



汪太森 分析师

执业证书编号: S0590517110002

电话: 0510-85182970

邮箱: wangts@glsc.com.cn

肖永胜 研究助理

电话: 0510-82832787

邮箱: xiaoy@s@glsc.com.cn

相关报告

正文目录

1.	专注血糖行业十多年.....	4
1.1.	公司基本情况.....	4
1.2.	业绩经营稳健，研发不断加码.....	5
2.	血糖监测需求刚性，市场维持稳定增长.....	7
2.1.	行业竞争壁垒和格局.....	8
2.2.	行业需求刚性，市场空间广阔.....	9
3.	苦心经营，造就本土血糖仪第一品牌.....	11
3.1.	质量成就品牌.....	11
3.2.	多渠道助力业绩持续增长.....	13
4.	外延布局，向糖尿病管理专家迈进.....	16
4.1.	收购 Trividia，布局医院高端血糖仪市场.....	16
4.2.	并购 PTS，丰富产品线及渠道.....	17
5.	盈利预测与估值.....	19
5.1.	基本假设.....	19
5.2.	盈利预测和评级.....	20

图表目录

图表 1:	公司简要发展历程.....	4
图表 2:	公司股权机构及分支机构.....	4
图表 3:	公司主要血糖仪型号及其主要性能数据.....	5
图表 4:	2011 年以来公司营收及净利润表现.....	6
图表 5:	近年公司销售毛利率和销售净利率.....	6
图表 6:	公司销售、管理费用及相应的费用率.....	6
图表 7:	2018H1 公司的业务收入构成.....	7
图表 8:	2018H1 公司国内外市场收入构成.....	7
图表 9:	公司研发投入及占营收比.....	7
图表 10:	公司研发人数数量及占比.....	7
图表 11:	各权威指南对血糖自我监测频率指导.....	8
图表 12:	2016 年我国血糖监测市场竞争格局.....	8
图表 13:	近年来全球糖尿病患者数量（百万人）.....	9
图表 14:	我国患糖尿病患者人数.....	9
图表 15:	我国及世界其他国家血糖仪渗透率情况.....	10
图表 16:	2015 年国内外平均单台血糖仪试剂使用量.....	10
图表 17:	国内血糖仪渗透率测算.....	10
图表 18:	我国血糖检测市场规模测算.....	11
图表 19:	血糖仪行业检测标准不断提升.....	12
图表 20:	各品牌血糖仪的主要技术指标及京东线上零售价格.....	12
图表 21:	天猫及京东畅销排前列的血糖仪品牌.....	13
图表 22:	国内血糖检测医院市场竞争格局.....	14
图表 23:	国内血糖检测 OTC 市场竞争格局.....	14
图表 24:	2017 年公司不同渠道的收入结构.....	14
图表 25:	公司收入、毛利率以及应收增量/收入增量的情况分析.....	15
图表 26:	公司海外业务收入（百万）及占比.....	16
图表 27:	近几年主要新兴国家糖尿病人数（百万）.....	16
图表 28:	Trividia 部分主要产品.....	16

图表 29: 近年来心诺健康 (Trividia) 的营业收入.....	17
图表 30: 近年来心诺健康 (Trividia) 的净利润.....	17
图表 31: PTS 各业务板块收入占比.....	18
图表 32: PTS 业务各区域分部情况.....	18
图表 33: 2015 年全球血脂检测市场格局.....	18
图表 34: 2015 年全球糖化血红蛋白检测市场格局.....	18
图表 35: 近年来 PTS 的经营情况.....	19
图表 36: PTS 全球网络覆盖情况.....	19
图表 37: 主营业务收入拆分.....	20
图表 38: 可比公司 (2018 年 11 月 19 日).....	21
图表 39: 财务预测摘要.....	22

1. 专注血糖行业十余载

1.1. 公司基本情况

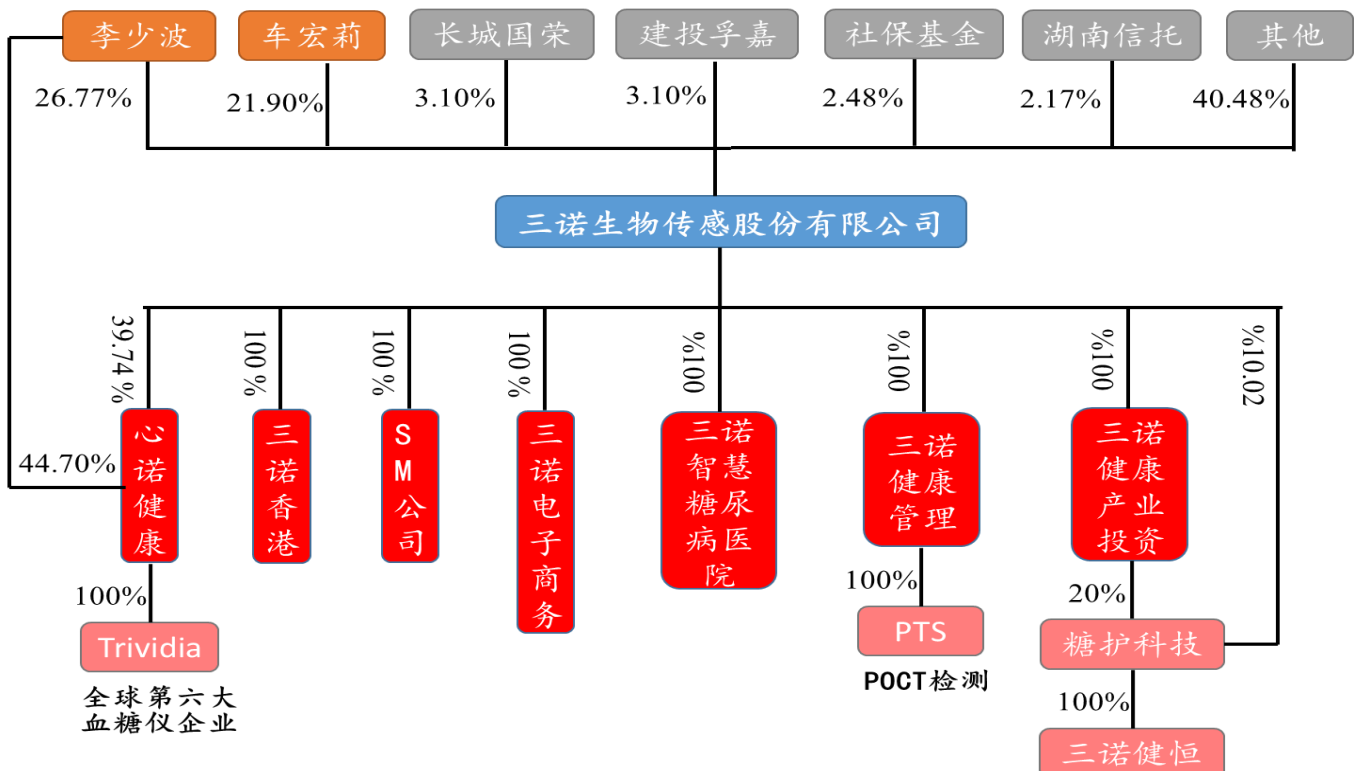
三诺生物成立于2002年，是国内最早的血糖监测系统产品生产商，主要产品为快速血糖测试仪及配套的检测试纸，并逐步延伸至血脂、糖化血红蛋白和尿酸等多个糖尿病检测指标。公司“三诺”系列产品通过了IOS13485质量管理体系及欧盟CE认证，经过多年的推广应用，获得了广大消费者认可，产品遍布全球多个国家和地区。

图表 1：公司简要发展历程



来源：公司网站，国联证券研究所

图表 2：公司股权机构及分支机构



来源：wind，国联证券研究所

公司实际控制人为李少波和车宏莉，合计持股比例达到 48.67%，其中李少波为公司董事长兼总经理，车宏莉曾任公司技术总监、副总经理等职务（现不担任任何职务）。公司分别于 2016 年 1 月及 7 月收购了美国尼普洛诊断及美国 PTS 诊断后，向国际化及糖尿病健康管理专家迈出关键一步。

公司主要产品为血糖监测系统（包括仪器和试条），自 2004 年推出第一代血糖仪“STX-1”以来经过了多次的升级换代，2007/2008 年陆续推出了“安稳”（目前使用量最大）及“安准”系列产品，主要面向的是零售市场。2014/2015 年公司开始面向医院渠道推出技术含量更高的“金稳”和“金准”系列产品。此外，公司还陆续推出了可联网的手机血糖仪和微信血糖仪，往智能化、便携化不断升级。

图表 3：公司主要血糖仪型号及其主要性能数据



仪器型号	安稳	安准	金稳	金准
检测样本	末梢全血	末梢全血，静脉血	末梢全血，动静脉血	末梢全血，动静脉血
用量	3μl	约 0.5μl	0.8μl	0.8μl
调码方式	手动调码	手动调码	免调码	免调码
测试时间	25s	10s	5s	5s
测试范围	2.2-27.8mmol/L	1.1-33.3mmol/L	1.1-33.3mmol/L	1.1-33.3mmol/L
记忆容量	220个测试值	200个测试值	500个测试值	500个测试值
试条价格	1元/条	1元/条	3元/条	3元/条
电源及寿命	7号电池，约测1000次	纽扣电池，约1000次	7号电池，约测1000次	可充电锂电池

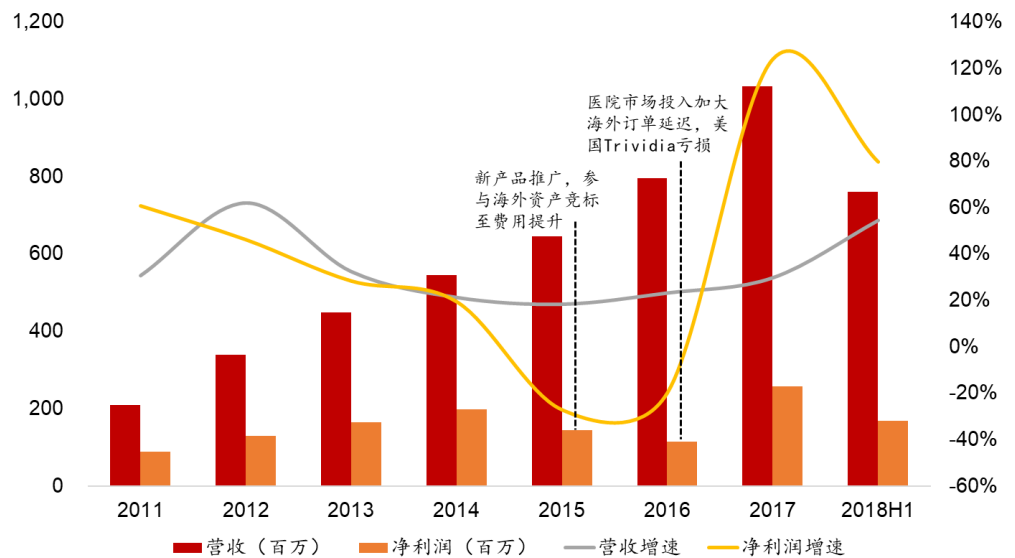
来源：公司网站，国联证券研究所

1.2. 业绩经营稳健，研发不断加码

近年来公司经营稳步向上，销售规模不断扩大，2011 年至 2017 年的营收复合增速为 25.6%，归母净利润复合增速为 16.6%。整体而言，公司收入维持稳定快速增长，归母净利润则在 2015、2016 年有较大幅度的回落，主要是新品种推广投入加大、参与海外资产并购至费用增加以及并购的美国公司 trividia 大幅亏损所致。2017 年以来受产品销量的持续提升，规模效应显现，加之 trividia 经营业绩的改善，公司业绩大幅提升。2018 年二月，三诺健康管理成功注入上市公司体内，显著增厚公司业绩，2018H1 公司实现收入 7.61 亿元，同比增长 54.41%，实现归母净利润 1.68 亿元，

同比增长 79.65%，业绩重回快速增长轨道。

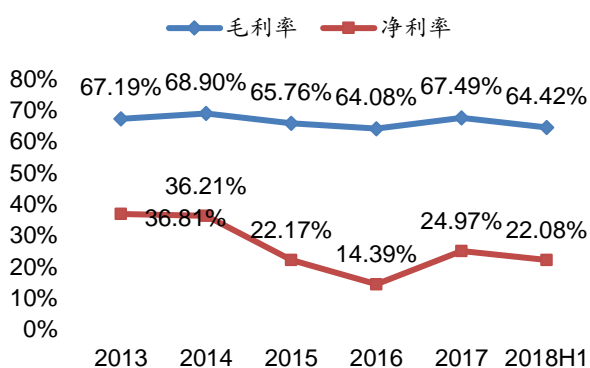
图表 4：2011 年以来公司营收及净利润表现



来源：Wind，国联证券研究所

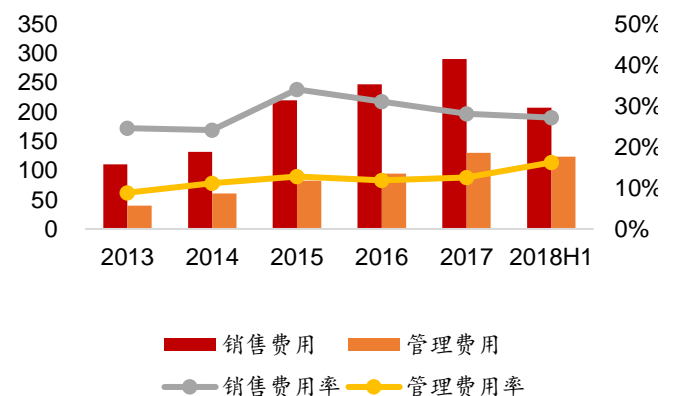
公司销售毛利率一直稳定在 65%左右，净利率受费用和投资等影响因素较大，除 2016 年外，其余年度皆在 20%以上。费用方面随销售规模的扩大相应增加，销售费用率自 2015 年达到高点后开始回落，预计随着规模效应的逐步显现有望进一步降低；而管理费用率则受新并表三诺健康管理以及研发支出加大等因素影响有所提升，预计随着销售管理体系的整合协同，费用率有望维稳。

图表 5：近年公司销售毛利率和销售净利率



来源：Wind，国联证券研究所

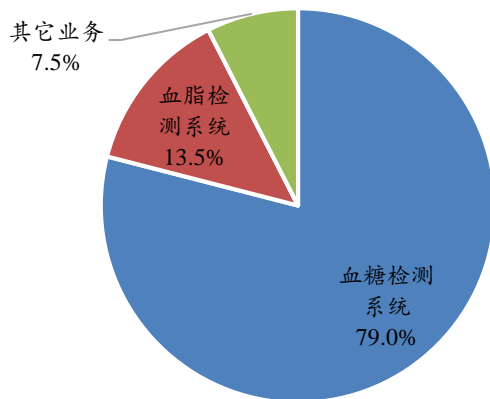
图表 6：公司销售、管理费用及相应的费用率



来源：Wind，国联证券研究所

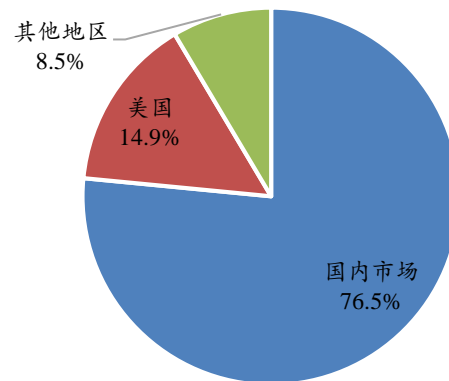
从收入结构来看，血糖检测业务是公司最主要的收入来源，2018 年上半年公司血糖检测业务贡献收入 6.01 亿元，占公司营收的 79%，新并入的 PTS 的血脂检测业务贡献 13.5% 的份额。公司收入主要来源于国内市场，另外血糖仪也规模化出口古巴和委内瑞拉，而美国市场份额的提升则主要由 PTS 贡献。

图表 7：2018H1 公司的业务收入构成



来源：Wind，国联证券研究所

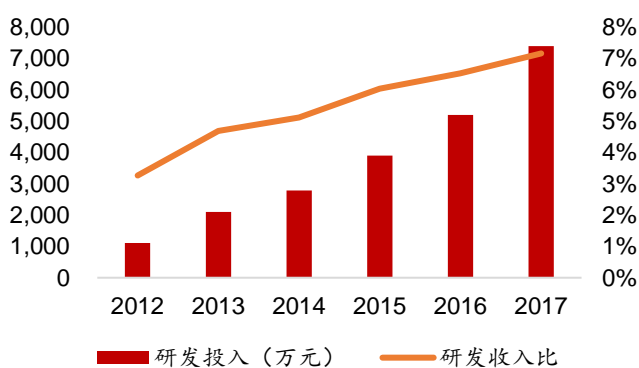
图表 8：2018H1 公司国内外市场收入构成



来源：Wind，国联证券研究所

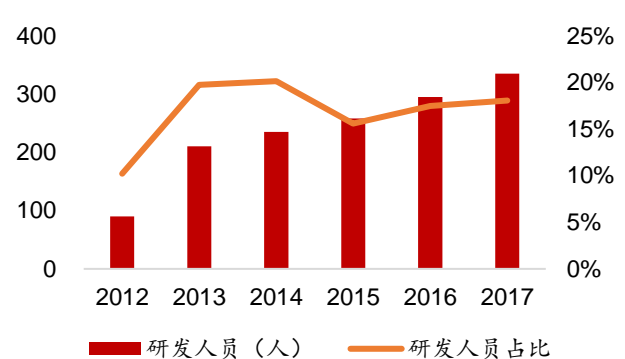
公司较为重视研发，近年来研发投入不断加大，占营收比例从 2012 年的 3.26% 提升到 2017 年的 7.16%，6 年累计投入研发费用 2.2 亿元。此外，公司研发人员数量也在快速增加，2012 年只有 90 人，而 2017 年已经扩建到了 335 人。经过多年的发展，公司产品积累和技术储备有了质的飞跃，综合竞争力不断增强。

图表 9：公司研发投入及占营收比



来源：Wind，国联证券研究所

图表 10：公司研发人数数量及占比



来源：Wind，国联证券研究所

公司上市后共做了两期股权激励计划，激励数量分别为 397.6 和 282 万股，占当时总股本比例分别为 3.01% 及 0.69%，激励对象覆盖了公司董事、中、高级管理人员和核心技术及业务人员等共计 114 人。公司借此绑定了管理层及核心员工的利益，有助于公司长期向上发展。

2. 血糖监测需求刚性，市场维持稳定增长

血糖监测系统由血糖仪及配套的血糖检测试纸组成，自 1968 年首台血糖仪面世以来，经过 50 年共五代产品的演变和发展，行业技术发展较为成熟。血糖仪顾名思义，主要是用来检测血液中的葡萄糖含量的仪器，糖尿病患者必须坚持长期血糖监测，从而通过饮食或是药物来控制自身血糖。国际糖尿病联盟 (IDF) 的研究数据表明，

科学的自我血糖监测可使死亡风险降低 51%，使中风、心脏病、失眠和截止等并发症风险降低 32%。

图表 11：各权威指南对血糖自我监测频率指导

治疗方案	指南	治疗初始 (HbA1c 未达标)	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/d	
	CDS (2013)	5-7 次/d	2-4 次/d
	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) 1~2 次注射：SMBG 结果有助于指导治疗决策和/或自我管理	
非胰岛素治疗	CDS (2013)	每周 3d, 5~7 次/d	每周 3d, 2 次/d
	ADA (2015)	SMBG 结果有助于指导治疗决策和/或自我管理	

来源：中国血糖监测临床应用指南（2015 年版），国联证券研究所

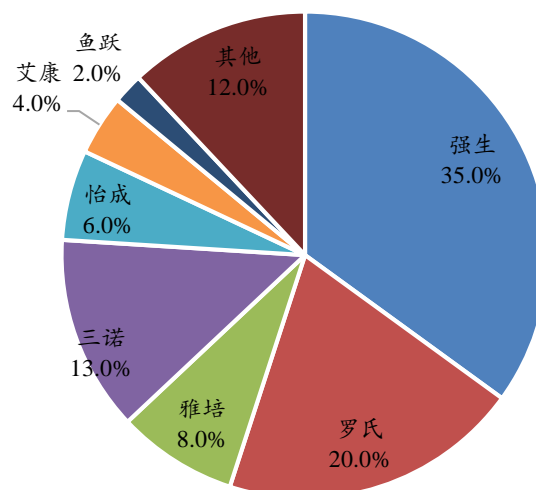
注：IDF：国际糖尿病联盟，CDS：中华医学会糖尿病学分会，ADA：美国糖尿病学会

目前常用的血糖监测方法有毛细血管血糖监测（血糖仪）、动态血糖监测、糖化白蛋白和糖化血红蛋白监测，其中利用血糖仪进行的自我进行的血糖监测是最主要的血糖监测形式。按照国内外糖尿病相关机构发布的血糖监测指南来看，糖尿病患者一年进行的血糖自我监测次数理论上应在 300 次左右。

2.1. 行业竞争壁垒和格局

市场上一直担忧血糖检测行业壁垒低，竞争激烈。我们认为技术方面进入门槛确实不高，但对规模化生产工艺的稳定性有较高要求，特别是大规模生产试纸批次的稳定均一性很难保证；行业销售模式决定其在品牌竞争力、先发市场优势等方面的壁垒较高；加上国际和国内外对血糖监测行业标准的不断提升，因此整个行业小玩家众多，但真正做大做强的却较少。

图表 12：2016 年我国血糖监测市场竞争格局



来源：前瞻产业研究院，国联证券研究所

2015 年血糖监测系统全球销售规模为 130 亿美元，预计 2017 年规模达到 160 亿美元，行业增速约为 8%-10%。依据终端销售口径统计，预计 2017 年我国大陆的血糖仪和血糖试条的市场规模分别可达 9 亿元和 55 亿元。从竞争格局上看，进口品牌因进入时间早，品牌优势强，因此在专业医院市场占据绝大部分份额。但随着近几年国内品牌的发展，凭借高性价比优势不断挤压进口的市场份额，我们测算 2017 年三诺生物的市场份额已提升至 15% 以上。

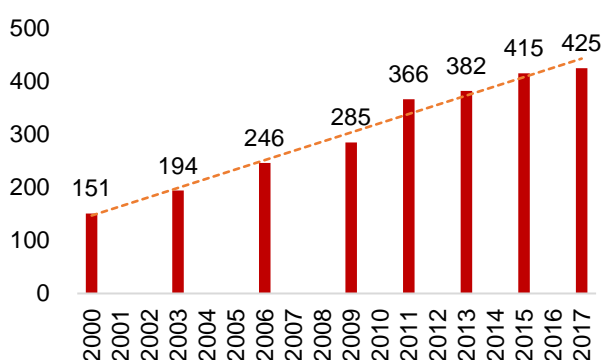
无创血糖仪影响有限。无创血糖仪的发展是引发市场对传统血糖行业担忧的主要原因之一，事实上，自 1982 年首个手腕式血糖仪面世以来，经过 30 多年的发展，只有一款无创血糖仪通过了 FDA 的认证（已停产），另有多家通过 CE 认证，但其测量准确性也没有严格达标，而雅培、美敦力等的微创血糖仪也因客观因素没有得到广泛应用。无创血糖仪的发展和远没有达到成熟。

目前无创血糖监测的技术路线较多，包括光谱、经皮透析、通过眼部测量、热量及多参数间接计算、其他身体代谢物等，但皆存在对人体造成损伤或是测量结果失真的问题。无创血糖仪无法通过与血液的直接反应或接触来测量，均是通过间接方式来测量计算，其准确度与传统方法是有差距的，我们认为无创血糖仪的发展不会完全取代传统血糖仪，两者可以是相辅相成的关系。

2.2. 行业需求刚性，市场空间广阔

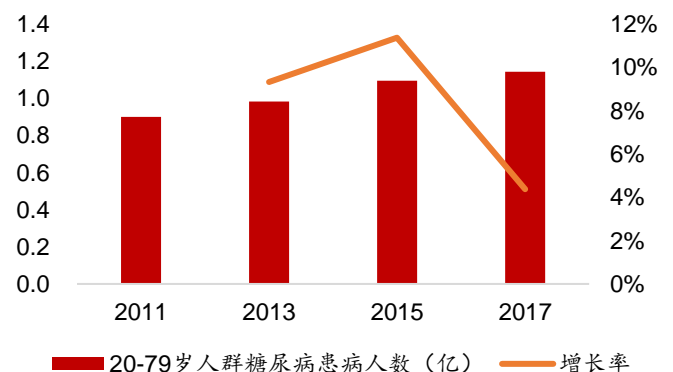
从需求端上看，因糖尿病的高发病率及慢性等特征，血糖监测系统具备刚需、高频的消费属性，市场需求不断扩大。而糖尿病已经成为一个日趋严峻的全球问题，根据 IDF 的最新数据显示，近年来全球糖尿病患者数量加速增长，2017 年已经达到 4.25 亿人，预计到 2045 年糖尿病患者将达到 6.29 亿人。中国糖尿病患者数量居于首位，2017 年糖尿病患者达到 1.14 亿人次，患病率约为 10.9%，仍有 6129 万未确证的患者，考虑到老龄化及生活水平的提升，预计糖尿病患者人数仍有提升趋势。

图表 13：近年来全球糖尿病患者数量（百万人）



来源：IDF，国联证券研究所

图表 14：我国患糖尿病患者人数

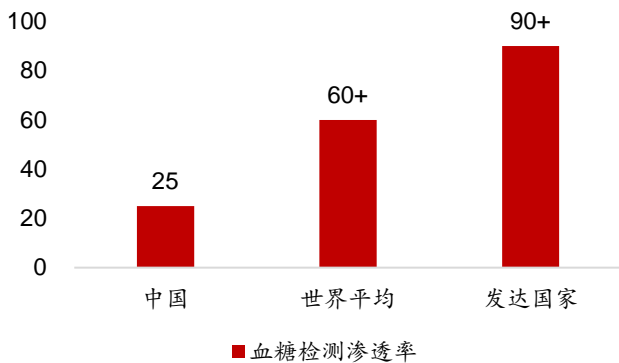


来源：IDF，产业信息网，国联证券研究所

尽管我国糖尿病患者数量较大，但其中了解自己患有糖尿病的人数只有 45% 左

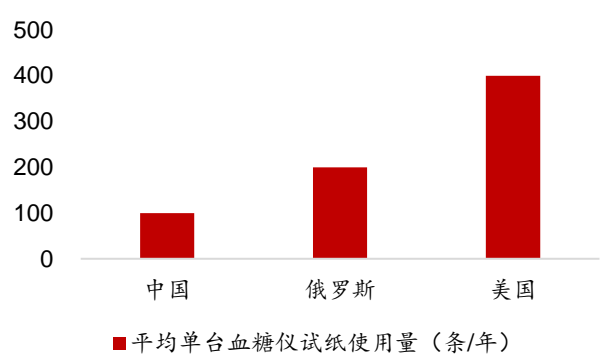
右，而按照已进行血糖监测的患者人均一台血糖仪来计算，这些确诊患者中只有一半左右使用了血糖监测系统，计算下来我国血糖监测系统的渗透率不到 25%，而世界平均水平在 60% 以上，部分较为发达的欧美国家渗透率甚至超过 90%。

图表 15：我国及世界其他国家血糖仪渗透率情况



来源：中国产业信息网，国联证券研究所

图表 16：2015 年国内外平均单台血糖仪试剂使用量



来源：中国产业信息网，国联证券研究所

从血糖检测频率上看，2015 年我国糖尿病患者平均每人每年检测 100 次（消耗 100 条试纸），而欧美发达国家大多可达到 200-300 次，美国达到了 400 次，而按照我国血糖监测临床应用指南要求，测算下来糖尿病患者的平均年检测次数需达 300 次，国内血糖检测频率明显偏低。考虑到国内目前血糖检测渗透率和检测频率较低，随大众生活水平及糖尿病认知度的提升，国内血糖检测行业具有较大的市场空间。

图表 17：国内血糖仪渗透率测算

糖尿病类型	I 型糖尿病	II 型糖尿病	妊娠及其他	合计
2015				
患者占比	5%	90%	5%	
人数 (万)	548	9864	548	10960
渗透率	75%	16%	40%	20.15%
使用人数 (万)	411	1578	219	2208
2017				
患者占比	4%	92%	4%	
人数 (万)	458	10523	458	11439
渗透率	85%	21%	50%	24.26%
使用人数 (万)	389	2157	229	2776
2018E				
患者占比	3.50%	94%	2.50%	
人数 (万)	416	11183	297	11897
渗透率	90%	24%	55%	27.09%
使用人数 (万)	375	2684	164	3222
2019E				
患者占比	3.00%	95%	2.00%	
人数 (万)	369	11697	246	12313
渗透率	95%	27%	60%	29.70%
使用人数 (万)	351	3158	148	3657
2020E				
患者占比	2.00%	97%	1.00%	
人数 (万)	254	12302	127	12682
渗透率	100%	30%	65%	31.75%
使用人数 (万)	254	3690	82	4027

来源：IDF，产业信息网，国联证券研究所

行业三年复合增速 15%，2020 年我国血糖检测市场或将破百亿。预计 2017 年国内血糖仪的保有量为 2700-2800 万台，按每人每年消耗 110 条试条计算，全年试条消耗总量超过 30 亿条。国产血糖试条价格大多在 1-2 元，进口试条在 2-4 元不等，按平均价格 1.8 元/条计算，2017 年试剂存量需求高达 55 亿元。依据最新的糖尿病患者自我检测频率指导，平均年检测次数为 250-300 次左右，检测频次有较大的提升空间，预计到 2020 年我国每人每年消耗的试条量可达 125 条，加上血糖仪渗透率的提升，血糖试条市场规模可破 85 亿元，整个血糖检测市场规模或将达 100 亿元，未来三年的复合增长率约为超过 15%。

图表 18：我国血糖检测市场规模测算

血糖仪使用数量	2015	2017	2018E	2019E	2020E
糖尿病患者数量 (万人)	10960	11439	11897	12313	12682
增长率 (%)			4%	3.50%	3.00%
渗透率 (%)	20.15%	24.26%	27.09%	29.70%	31.75%
用血糖仪患者数量 (万人)	2208	2776	3222	3657	4027
血糖仪市场规模					
年销售量 (万台)		1304	1371	1509	1589
市场保有量 (万台)	2208	2776	3222	3657	4027
平均单台售价 (元)	60	70	75	80	85
血糖仪销售规模 (万元)		91280	102850	120720	135065
血糖试纸市场规模					
单台仪器试纸消耗量 (条/年)	100	110	115	120	125
血糖试纸单价	2	1.8	1.75	1.72	1.7
血糖试纸市场规模 (万元)	441600	549648	648428	754805	855738
合计市场规模					
血糖检测市场规模 (亿元)		64	75	88	99
增长率			17.22%	16.54%	13.17%

来源：国联证券研究所

注：假设患者每 3 年更换一次血糖仪，因高端血糖仪占比提升，血糖仪平均价格有所提升

3. 苦心经营，造就本土血糖仪第一品牌

血糖检测是一个刚需、高频的市场，国内最早进入的是北京怡成，发展了 20 多年后目前该赛道的本土玩家超过 50 家，但却少有能形成市场竞争力的，强生、罗氏等跨国品牌仍占据一半以上市场份额。究其原因主要有二：1) 没有一套稳定、成熟的工艺来进行规模化生产；2) 无法形成有力的品牌和渠道。

3.1. 质量成就品牌

➤ 行业标准提升，三诺试条良品率超过 95%

尽管血糖仪和血糖试纸的产品技术较为成熟，但因试纸检测时受温度、湿度及稳定剂等因素影响较大，在规模化生产时如何保证不同批次间甚至相同批次产品的稳定性是主要难点。三诺血糖试纸初始生产时良品率只有 60%，经过近 10 年的磨合与改进，良品率提升至 2009 年的 90%，预计目前产品良品率超过 95%。

图表 19：血糖仪行业检测标准不断提升

标准	测试范围 (mmol/L)	要求	备注
ISO (2003)	<4.20	95%检测结果误差±0.83	我国血糖仪当前标准，本土企业大多采用这个标准
	≥4.20	95%检测结果误差±20%	
IOS (2013)	<4.20	95%检测结果误差±0.83	大多进口品牌采用的标准，三诺金稳达到这个标准
	≥4.20	95%检测结果误差±15%	
FDA (2014)	检测范围内	95%检测结果误差±15%	更为严格，三诺金稳临床结果通过该标准

来源：中国血糖监测临床应用指南，公司官网，国联证券研究所

规模化生产血糖试纸的良品率是血糖行业的核心竞争力，而血糖行业标准的不断提升也为行业带来技术和规模方面的壁垒，三诺血糖仪已经达到国际标准，不仅符合 ISO 质量标准，同时凭借“金稳”系列产品获得了美国 FDA 认可。

图表 20：各品牌血糖仪的主要技术指标及京东线上零售价格

厂家	型号	检测范围 mmol/L	存储容量 (个)	采血量 (μ L)	测试时间 (s)	试条效期 (月)	仪器售价 (元)	试条售价 (元)
三诺	安准	1.1-33.3	200	0.5	10	24	10	0.9
	金稳	1.1-33.3	500	0.8	5	24	-	2.39
+Trivi dia	TUREtrack	1.1-33.3	365	1	10	-	-	-
	TRUE METRIX	1.1-33.3	1000	0.5	4	-	-	-
罗氏	活力	0.6-33.3	500	1-2	5	18	64	3.15
	卓越精彩	0.6-33.3	500	0.6	5	-	344	3.15
	逸动	0.6-33.3	2000	0.3	5	-	731.5	3.15
强生	稳豪倍易	1.1-33.3	500	大于 5	5	19	235	3.89
	稳豪倍优	1.1-33.3	600	3	5	19	366	3.89
	稳悦智优	1.1-33.3	600	0.4	5	20	431	5.16
雅培	至新	1.1-27.8	1000	1	5	-	246	2.99
	越捷	1.1-27.8	400	0.3	5	-	124	3.5
欧姆龙	HGM-112	1.1-33.3	1	1	5	-	130	2.76
	HGM-125T	1.1-33.3	512	0.6	6	-	302	3.4
鱼跃	580 智能	1.1-33.3	250	1	小于 10	24	19	1
怡成	5DM-2A	1.1-33.3	300	0.5	5	24	8.55	1.25

来源：各公司网站，京东商城，国联证券研究所

注：仪器售价多为促销价，仅供参考

➤ 三诺生物，差异化竞争走出来的本土品牌

三诺生物于 2004 年拿到血糖仪生产批文，2007 年初步形成了规模化的稳定生产工艺，2014 年建成亚洲最大的血糖监测生产基地，随着 2016 年收购美国尼普洛诊断 (Trividia)，公司已稳坐国产血糖仪第一品牌，同时国际化步伐不断加快。

图表 21：天猫及京东畅销排前列的血糖仪品牌



来源：各电商网站，国联证券研究所

在医院市场的品牌影响力方面，本土产品相较外资品牌仍有较大差距，三诺利用差异化营销策略，凭借其价格低、质量不错的高性价比血糖检测产品，快速在 OTC 市场打开局面，经过多年经营，逐渐成为家用血糖仪龙头品牌。品牌荣誉方面公司也斩获颇丰，2018 年 9 月荣获阿里健康“健康金鹿奖 2018 年度最佳人气品牌”，10 月份的第十八届中国药店高峰论坛上三诺获 2017-2018 年度中国药店店员推荐率最高品牌”及“2018 中国药店年度供应商”两项大奖。

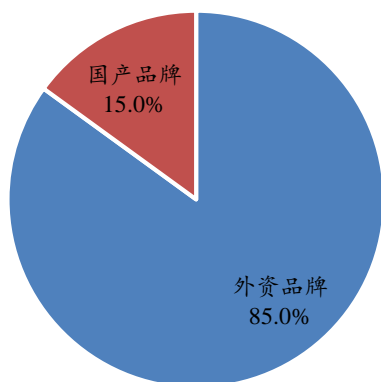
公司“三诺”商标被国家工商总局认定为驰名商标，京东、天猫等主流电商平台中销量和人气排名第一的皆是三诺的品牌。三诺血糖仪覆盖了全国 10 多万家零售药店，我们通过草根调研及资料分析后判断，三诺血糖仪在零售市场的销量占比预计接近 50%，是名副其实的血糖仪零售龙头品牌。

3.2. 多渠道助力业绩持续增长

血糖仪销售渠道可粗分为国内市场和海外市场，国内市场又分为医院渠道和

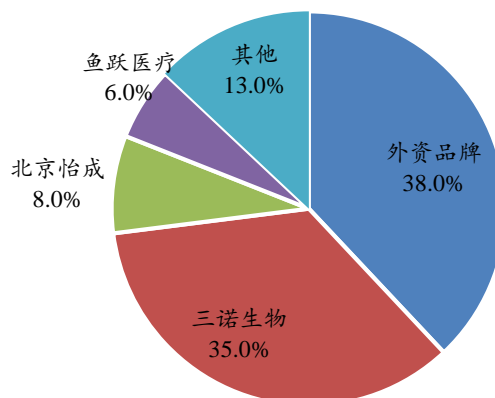
OTC（零售）渠道，两者占比预计各一半。医院市场因对血糖仪的性能要求高且可以将价格转移至患者，外资品牌罗氏、强生等占据绝大部分市场，预计 2017 年外资品牌市场份额约为 85%；而 OTC 市场则因需患者（中老年居多）自费，对价格相对敏感，高性价比的本土产品竞争优势明显，预计国产品牌占 60%以上份额，其中三诺独占约 35%份额，成为 OTC 领域份额最大、最受欢迎的品牌。

图表 22：国内血糖检测医院市场竞争格局



来源：产业信息网，国联证券研究所

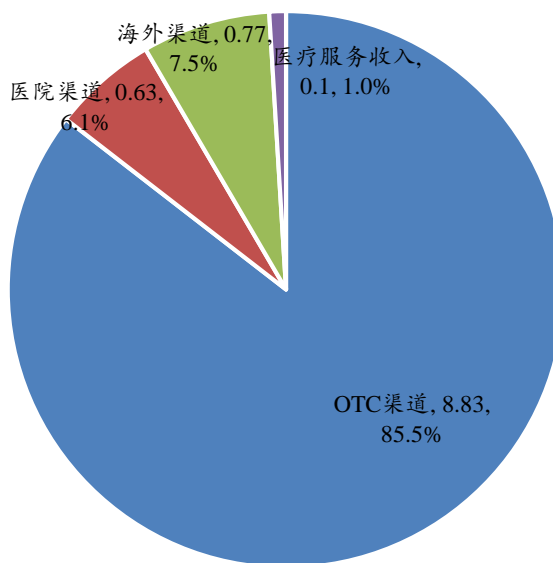
图表 23：国内血糖检测 OTC 市场竞争格局



来源：产业信息网，国联证券研究所

从公司不同渠道的收入构成来看，OTC 渠道是最主要的渠道收入来源，占 85% 以上的份额；医院渠道得益于公司的新品推广和销售拓展近两年发展很快，但整体规模仍较小；海外销售渠道拓展效果一般，主要依靠与古巴 TISA 公司的长期战略合作关系销往古巴和委内瑞拉市场。

图表 24：2017 年公司不同渠道的收入结构



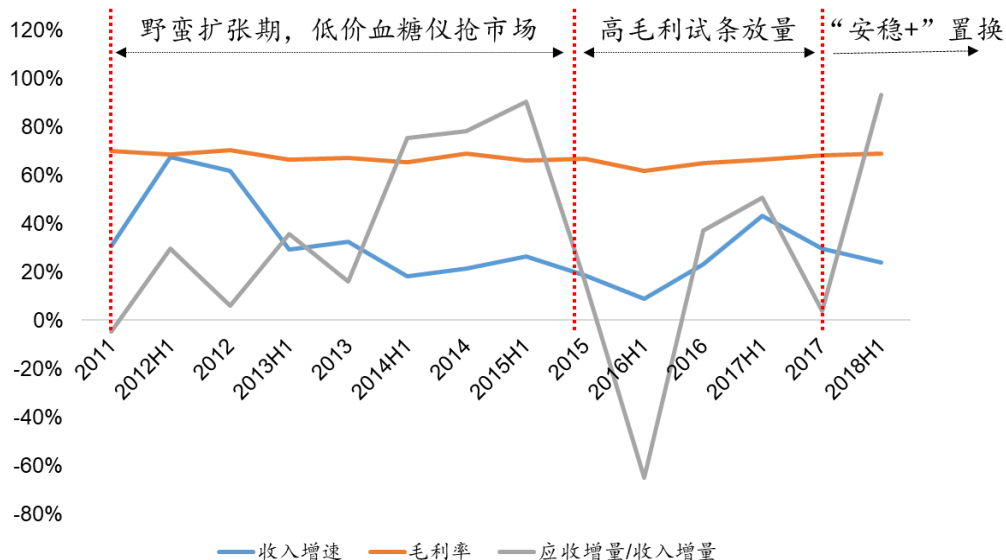
来源：Wind，国联证券研究所

OTC 市场有望维持稳定增长。零售市场中性价比是重要考量指标，规模化带来的成本优势传导至下游，形成价格优势。公司上市后早期通过低价投放、赊销等野蛮扩张方式抢占了零售市场份额。2016 年之后野蛮扩张速度放缓，公司开始加快应收

账款回收,同时前期投放的血糖仪带来高毛利试条的逐渐放量,毛利率水平明显提升。2018年因公司在OTC渠道大力推动“安稳+”对传统“安稳”系列的替代,短期对收入端及应收影响较大,但随着替换逐渐完成,财务指标有望好转。

整体而言,公司产品在零售市场具有性价比优势,并通过其较强的销售推广能力掌握了一批基数大、粘性高的客户,线上线下全面发展,有望维持稳定增长。

图表 25: 公司收入、毛利率以及应收增量/收入增量的情况分析



来源: Wind, 国联证券研究所

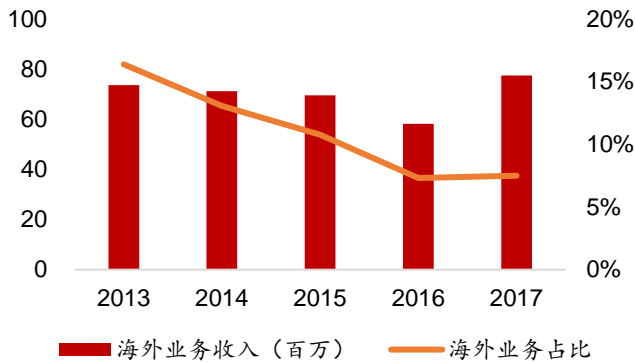
医院渠道加速增长, 进口替代是主要方向。公司自 2015 年“金”系列血糖仪推出后开始大举向医院市场挺进,之后开始组建销售团队开展医院渠道业务,之后又开发出了血糖管理系统和云医院糖尿病信息管理系统来协同公司血糖仪产品的入院工作,预计当前医院端的销售人员约有 200 人,覆盖医院超过 500 家,2017 年医院端的收入约为 6000 万元。

医院市场 85% 以上的份额被进口品牌所占据,公司“金”系列产品达到行业最高标准,同时“金稳”获得 FDA 认证,质量性能媲美进口。认为在分级诊疗带来基层扩容及医院控费趋严的背景下血糖仪进口替代有望加速。此外,Trividia 血糖仪与公司产品具有较强的协同作用,丰富产品线,降低了产品综合成本,预计在医院端的推广速度有望加快。

海外市场受益于 PTS 渠道整合。三诺生物的海外业务主要集中在古巴和委内瑞拉,主要通过与经销商 TISA 公司建立战略合作协议,2017 年收入 7700 万元。

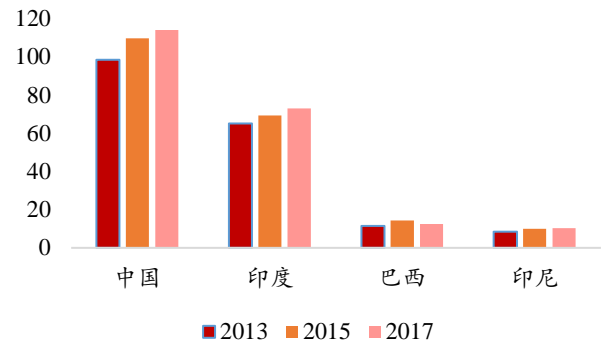
血糖监测是一个全球范围内的密集型行业,欧美、日本等发达国家血糖仪已经步入成熟偏向衰弱期,其中全球最大的血糖监测市场美国更因为医保降价的因素而大幅缩水。从血糖监测的特性出发,其市场的大小取决于当地的经济水平,人口数量、老龄化程度及医保等政策性因素,显然,以中国、印度、巴西等国家为首的新兴国家在糖尿病的治疗和检测方面水平较低,是未来血糖监测市场增量的主要贡献者。

图表 26：公司海外业务收入（百万）及占比



来源：Wind，国联证券研究所

图表 27：近几年主要新兴国家糖尿病人数（百万）



来源：IDF，国联证券研究所

三诺在海外业务上亦颇具野心，2015 年竞购拜耳的血糖监测业务失败后，先后收购了全球第六大血糖监测品牌 Trividia 以及血脂检测一线品牌 PTS，假设三者间的渠道能够有效整合，有望成为三诺走向海外的关键举措。

4. 外延布局，向糖尿病管理专家迈进

4.1. 收购 Trividia，布局医院高端血糖仪市场

2016 年 1 月，三诺协同大股东李少波过参股子公司心诺健康实现了对美国尼普洛诊断有限公司（后更名为 Trividia）的收购。目前公司拥有 Trividia 39.742% 股权，大股东李少波持有 44.7%，并承诺视 Trividia 的盈利情况在 2019 年 11 月之前将全部股份优先转让给上市公司。

图表 28：Trividia 部分主要产品



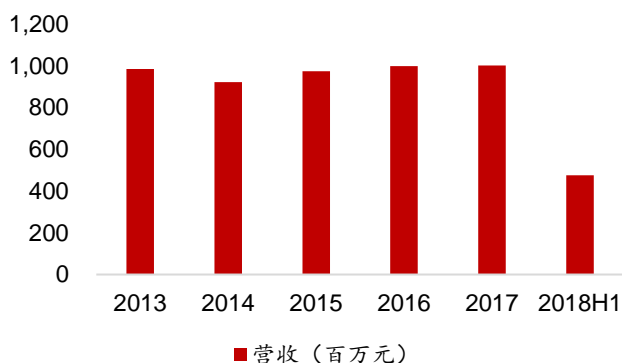
来源：公司官网，国联证券研究所

Trividia 是全球第六大血糖监测系统供应商，全美排名第三，预计在美国市场的份额超过 10%。公司主要产品包括 TRUE 系列血糖监测系统及一些糖尿病辅助产品，销售渠道覆盖全球 80 多个国家和地区。预计 Trividia 注入上市公司后，三诺有望成为全球第五大血糖监测供应商，并逐步追赶罗氏、强生、雅培、拜耳四大一线巨头。

协同导入医院市场。Trividia 的老产品 True-Track 为代理注册，在我国医院市场的年销售额约有 3000-4000 万元，定价与罗氏等巨头基本一致，具有较强的竞争力。考虑到当前三诺在医院市场的销售较为薄弱，而 Trividia 的新一代产品 TRUE-METRIX 注册成功后，叠加新产品和整合的新渠道，有望打开我国医院市场新空间。

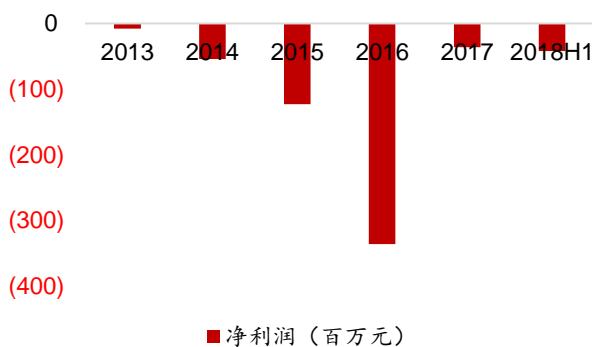
提升自主产品工艺。Trividia 具备全自动化生产线，且连续 10 年通过 FDA 认证，通过此次并购引进新技术，对三诺本土工艺进行自动化改造，有助于提升其生产效率和综合盈利能力。

图表 29：近年来心诺健康 (Trividia) 的营业收入



来源：公司公告，国联证券研究所

图表 30：近年来心诺健康 (Trividia) 的净利润



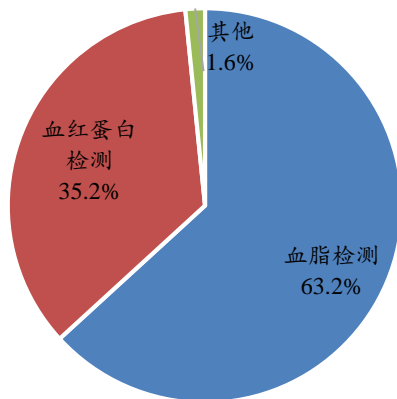
来源：公司公告，国联证券研究所

近年来 Trividia 的营业收入维持在 10 亿元的稳定水平，主要原因是其 70%-80% 的收入来源于成熟的美国血糖监测市场，成长性较弱，而海外市场依赖于尼普洛集团的渠道，整体效果不好。净利润方面，受美国医保降价影响（血糖监测预计降价超过 70%），毛利率大幅降低，加上支出增加及商誉减值等因素，导致 2014-2016 年连年亏损。随着 17 年新血糖仪产品推广的逐渐完成，配套血糖试纸开始放量，产品毛利率有所提升，同时减值计提减少，大幅减亏至 3600 万元。我们认为随着 Trividia 的销售整合以及新品在中国的注册，预计其美国以外市场的拓展有望加速，2018 下半年或 2019 年上半年有望实现盈亏平衡。

4.2. 并购 PTS，丰富产品线及渠道

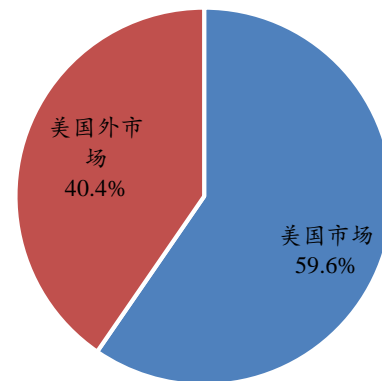
PTS 主要业务为血脂及血糖监测系列产品和服务，其主要产品为 CardioChek 系列血脂监测系统和 A1CNow 系列糖化血红蛋白监测系统。其中血脂监测是 PTS 的主要业务，市场份额约 60%。PTS 业务覆盖全球，但美国市场依然是其主要收入来源。

图表 31: PTS 各业务板块收入占比



来源: 公司公告, 国联证券研究所

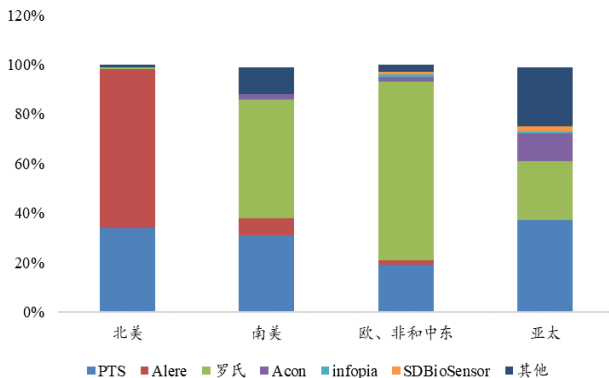
图表 32: PTS 业务各区域分部情况



来源: 公司公告, 国联证券研究所

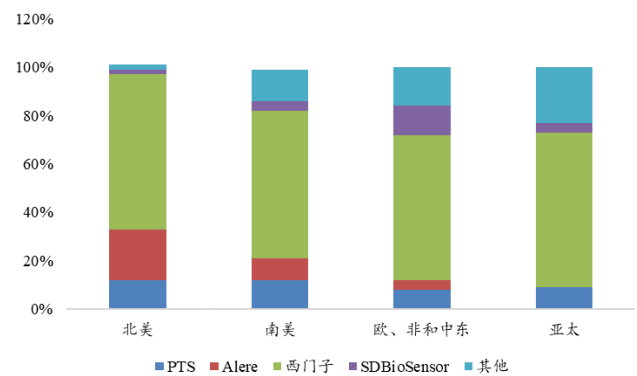
PTS 在血脂检测领域处于全球领先地位, 主要竞争对手是罗氏、Alere 等跨国巨头, 但 PTS 依靠其产品小型化、便携性的优势占据一席之地, 排名全球第三, 预特别在美洲和亚太地区具有较大市场份额。PTS 的检测糖化血红蛋白产品于 2013 年底购买自拜耳, 整合后于 2014 年 4 月开始销售, 目前整体规模还相对较小, 约占全球市场 10% 份额, 未来仍有较大提升空间。

图表 33: 2015 年全球血脂检测市场格局



来源: Market Analysis Research 2015, 国联证券研究所

图表 34: 2015 年全球糖化血红蛋白检测市场格局

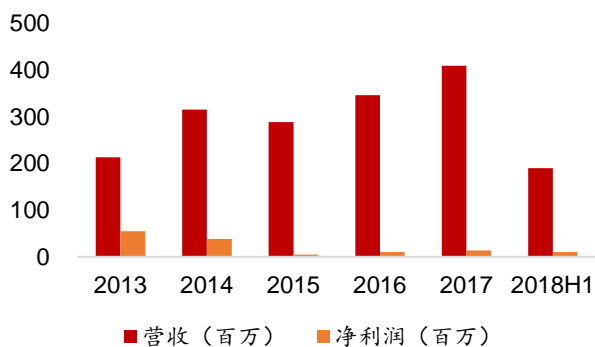


来源: Market Analysis Research 2015, 国联证券研究所

PTS 经营稳健, 除 2015 年因美国医保限价影响业绩, 其余年度保持稳定增长。公司积极开发美国以外市场后, 净利润水平也逐渐恢复, 预计 2017 年扣除掉股权激励和股权转让中介费用后净利润约为 2800 万元, 2018 年全年可能突破 3500 万元, 逐渐恢复到 2015 年前的盈利水平。

三诺生物并购 PTS 后丰富了其原本单一的产品线, 补全其血脂检测及糖化血红蛋白检测方面的短板。PTS 的血脂检测系统直接将三诺带到了全球血脂检测第一梯队, 有利于提升公司的产品竞争力, 同时其广阔的发展空间也将带来丰厚的业绩回报。尽管三诺自身研发了糖化血红蛋白监测产品, 但 PTS 的 A1CNOW 系列产品的注入有助于提升在糖化血红蛋白检测领域的产品和技术, 加快医院市场的推广。

图表 35：近年来 PTS 的经营情况



来源：公司公告，国联证券研究所

图表 36：PTS 全球网络覆盖情况

大区	国家和地区
北(南)美洲	美国、墨西哥、加拿大、巴西、哥伦比亚等 15 个国家和地区
欧洲	俄罗斯、英国、法国、德国、意大利、西班牙等 23 个国家和地区
亚洲	中国、日本、印度、印度尼西亚等 26 个国家和地区
非洲	南非、尼日利亚等 9 个国家和地区
大洋洲	澳大利亚

来源：公司公告，国联证券研究所

并购 PTS 另一重要作用是获得其覆盖全球的渠道网络，经销商覆盖美、欧、亚、及大洋洲等 135 个国家地区，截止 2017 年中，PTS 在美国境内拥有 125 家经销商，而在美国外与 165 家经销商建立稳定合作关系。三诺收购 PTS 后将利用其全球化的渠道打开自主血糖仪通往世界的道路，对其全球血糖监测专家的目标具有深远意义。

5. 盈利预测与估值

5.1. 基本假设

预计：

- 1) 血糖监测零售市场竞争格局趋于稳定，公司是行业龙头，叠加安稳+的替换，收入增速略高于行业增速，预计维持在 20%左右。
- 2) 医院市场基数小，同时公司金系列产品投放及销售队伍拓展效果显现，预计 2018-2020 年医院市场的收入为 0.90/1.31/1.82 亿元。
- 3) 海外市场受益于 PTS 的销售协同，有望借助其销售渠道加速放量。
- 4) PTS 的糖化血红蛋白检测和血脂检测产品注入后有望通过上市公司的渠道在中国市场实现快速放量，预计 2018-2020 年维持 10-15%的增速。另外，产品本土化生产后毛利率将提升。
- 5) 考虑到个公司高毛利产品的替换，以及免费投放仪器后带来试条销量的提升，预计血糖检测产品毛利率有明显提升。
- 6) 糖尿病医院整体规模还较小，发展需要时间，预计维持低速增长。

图表 37：主营业务收入拆分

业务	类别	2016	2017	2018E	2019E	2020E
血糖监测系统	OTC 营收 (百万元)	692.37	877.84	1053.41	1264.09	1516.91
	增长率 (%)		26.79%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率 (%)	64.8%	69.1%	70.0%	70.0%	70.0%
	医院营收 (百万元)	30	60.00	90.00	130.50	182.70
	增长率 (%)		100.00%	50.00%	45.00%	40.00%
	毛利率 (%)	62.97%	68.00%	69.60%	69.80%	69.80%
	海外营收 (百万元)	58.23	77.47	100.71	125.89	151.06
	增长率 (%)		33.04%	30.00%	25.00%	20.00%
	毛利率 (%)	68.61%	57.39%	57.39%	57.39%	57.39%
PTS (血脂+糖化血红蛋白)	营业收入 (百万元)			330.00	450.00	500.00
	增长率 (%)					
	毛利率 (%)			56.00%	57.00%	58.00%
医疗服务 (糖尿病医院)	营业收入 (百万元)	12.00	13	14.30	15.73	17.30
	增长率 (%)		85.03%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率 (%)	13.00%	23.30%	20.00%	20.00%	20.00%
其他业务	营业收入 (百万元)	3.24	4.7	5	5	5
	增长率 (%)					
	毛利率 (%)	29.20%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%
合计	营业收入 (百万元)	795.84	1033.01	1593.42	1991.21	2372.98
	增长率 (%)		29.80%	54.25%	24.96%	19.17%
	毛利率 (%)	64.08%	67.49%	65.77%	65.81%	66.25%

来源：国联证券研究所

5.2. 盈利预测和评级

三诺生物是本土血糖仪的龙头品牌，而血糖监测是刚需市场，公司有望维持较快的业绩增长，预计 18-20 年 EPS 分别为 0.59、0.72、0.86 元，对应 11 月 16 日收盘价 12.33 元，PE 为 20、16、14 倍。

暂不考虑 Trividia 的影响，参照可比公司，结合公司发展状况，根据谨慎性原则，认为公司 19 年的合理 PE 为 20-22 倍，对应 19 年 EPS 0.72 元，12 个月目标价 14.4-15.84 元/股，首次覆盖，给予“推荐”评级。

图表 38：可比公司（2018 年 11 月 19 日）

代码	证券简称	总市值(亿元)	市盈率 PE			
			TTM	18E	19E	20E
603658.SH	安图生物	260.36	48.76	44.84	34.42	26.66
300244.SZ	迪安诊断	96.38	24.61	23.06	18.14	14.35
300463.SZ	迈克生物	106.41	24.67	23.25	18.45	14.59
300482.SZ	万孚生物	105.18	37.55	31.57	21.42	15.44
002223.SZ	鱼跃医疗	186.96	27.00	26.05	21.38	17.70
300406.SZ	九强生物	54.65	19.10	17.84	15.08	13.19
600055.SH	万东医疗	47.16	35.09	31.02	22.68	17.74
300396.SZ	迪瑞医疗	37.71	19.83	17.63	13.55	10.51
	均值	111.85	29.58	26.91	20.64	16.27
603387.SH	三诺生物	67.16	23.47	20.12	16.43	13.76

来源：Wind，国联证券研究所

6. 风险提示

1、大股东高股权质押率带来的风险；2、医院市场拓展不及预期；3、海外子公司整合和销售不及预期

图表 39：财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	167.38	268.85	176.09	327.96	532.38	营业收入	795.84	1,033.0	1,593.4	1,991.2	2,372.9
应收账款+票据	183.35	191.40	418.80	456.95	483.63	营业成本	285.90	335.79	545.43	680.86	800.96
预付账款	13.56	6.77	20.50	18.41	23.75	营业税金及附加	13.47	15.41	23.77	29.71	35.41
存货	50.13	64.31	260.00	280.00	300.00	营业费用	246.91	290.29	438.19	547.58	652.57
其他	180.80	193.23	5.00	7.00	10.00	管理费用	94.63	129.89	207.14	270.80	332.22
流动资产合计	595.22	724.56	880.38	1,090.3	1,349.7	财务费用	-8.27	1.17	3.62	4.99	3.61
长期股权投资	498.92	479.49	515.49	542.49	562.49	资产减值损失	5.23	5.63	15.00	15.00	15.00
固定资产	235.43	231.80	254.34	246.87	243.41	公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	9.58	75.00	50.00	60.00	70.00	投资净收益	-90.33	8.25	5.00	7.00	10.00
无形资产	38.00	41.26	39.51	37.76	36.00	其他	0.00	15.43	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	37.55	38.92	538.72	536.87	533.63	营业利润	67.65	278.50	365.25	449.26	543.21
非流动资产合计	819.48	866.47	1,398.0	1,424.0	1,445.5	营业外净收益	68.67	-54.55	19.87	24.87	24.87
资产总计	1,414.7	1,591.0	2,278.4	2,514.3	2,795.2	利润总额	136.32	223.95	385.13	474.13	568.09
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	所得税	21.82	30.17	51.32	64.37	78.01
应付账款+票据	60.15	63.96	81.49	88.73	99.73	净利润	114.50	193.78	333.81	409.76	490.07
其他	75.02	119.79	128.71	138.74	146.89	少数股东损益	-0.70	-0.03	0.00	1.00	2.00
流动负债合计	135.17	183.75	210.20	227.47	246.63	归属于母公司净	115.20	193.99	333.81	408.76	488.07
长期带息负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率					
长期应付款	0.00	14.90	14.90	14.90	14.90		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
其他	1.70	2.79	0.00	0.00	0.00	成长能力					
非流动负债合计	1.70	17.69	14.90	14.90	14.90	营业收入	23.29%	29.80%	54.25%	24.96%	19.17%
负债合计	136.87	201.45	225.10	242.37	261.53	EBIT	-	99.89%	44.08%	23.21%	19.33%
少数股东权益	2.60	0.00	0.00	1.00	3.00	EBITDA	-6.80%	92.71%	41.69%	22.26%	18.84%
股本	338.36	407.32	565.31	565.31	565.31	归属于母公司净	-	68.40%	72.07%	22.45%	19.40%
资本公积	398.65	323.08	651.13	651.13	651.13	获利能力					
留存收益	538.22	659.20	836.90	1,054.5	1,314.3	毛利率	64.08%	67.49%	65.77%	65.81%	66.25%
股东权益合计	1,277.8	1,389.5	2,053.3	2,271.9	2,533.7	净利率	14.39%	22.51%	20.95%	20.58%	20.65%
负债和股东权益总	1,414.7	1,591.0	2,278.4	2,514.3	2,795.2	ROE	9.03%	18.56%	16.26%	18.00%	19.29%
						ROIC	6.14%	19.38%	26.77%	19.67%	22.64%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	资产负债	9.67%	12.66%	9.88%	9.64%	9.36%
净利润	199.70	252.56	306.22	375.92	453.23	流动比率	4.40	3.94	4.19	4.79	5.47
折旧摊销	22.15	33.18	40.66	46.06	52.46	速动比率	2.70	2.54	2.93	3.53	4.22
财务费用	-4.45	1.29	-4.00	-4.54	-7.74	营运能力					
存货减少	3.48	-14.18	-195.69	-20.00	-20.00	应收账款周转率	4.46	5.51	3.85	4.41	4.96
营运资金变动	-5.60	-32.35	-26.45	-20.79	-15.87	存货周转率	5.70	5.22	2.10	2.43	2.67
其它	-16.14	8.34	12.21	15.00	15.00	总资产周转率	0.56	0.65	0.70	0.79	0.85
经营活动现金流	199.14	248.83	132.94	391.66	477.08	每股指标(元)					
资本支出	55.47	98.69	50.00	60.00	70.00	每股收益	0.20	0.46	0.59	0.72	0.86
长期投资	1,206.2	532.19	518.00	27.00	17.00	每股经营现金流	0.35	0.44	0.24	0.69	0.84
其他	959.17	527.52	8.35	33.84	34.84	每股净资产	2.26	2.46	3.63	4.02	4.48
投资活动现金流	-302.53	-103.35	-559.65	-53.16	-52.16	估值比率					
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	市盈率	58.30	42.39	20.12	16.43	13.76
股权融资	0.00	18.63	486.05	0.00	0.00	市净率	5.27	4.83	3.27	2.96	2.65
其他	-100.05	-130.22	-152.10	-186.62	-220.51	EV/EBITDA	25.20	15.52	15.69	12.58	10.29
筹资活动现金流	-100.05	-111.60	333.95	-186.62	-220.51	EV/EBIT	29.42	17.47	17.37	13.81	11.25
现金净增加额	-202.40	32.60	-92.76	151.87	204.42						

数据来源：公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	薛靖韬	0755-82560810