

三诺生物 (300298.SZ) 买入 (首次评级)

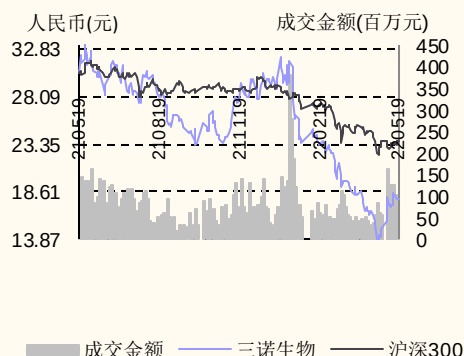
公司深度研究

市场价格 (人民币): 17.84 元

目标价格 (人民币): 21 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	5.65
已上市流通 A 股(亿股)	4.56
总市值(亿元)	100.75
年内股价最高最低(元)	33.18/13.87
沪深 300 指数	4000
创业板指	2377



袁维

 分析师 SAC 执业编号: S1130518080002
 (8621)60230221
 yuan_wei@gjzq.com.cn

血糖检测龙头企业，完备品类结构增长可期

公司基本情况(人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,015	2,361	2,773	3,235	3,722
营业收入增长率	13.33%	17.17%	17.43%	16.66%	15.05%
归母净利润(百万元)	187	108	335	395	462
归母净利润增长率	-25.45%	-42.44%	211.04%	18.16%	16.77%
摊薄每股收益(元)	0.331	0.190	0.592	0.700	0.817
每股经营性现金流净额	0.89	0.85	0.82	0.90	1.08
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.84%	3.86%	11.31%	12.37%	13.30%
P/E	108.29	157.04	25.17	21.30	18.24
P/B	7.40	6.06	2.85	2.64	2.43

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **血糖检测龙头企业，稳健发展且布局优势显现。**公司成立于 2002 年，聚焦布局慢性病检测服务赛道，2020 年，公司发行可转债共募集资金净额 4.9 亿元，用于 iPOCT（智慧化即时检测）产品产能扩建项目、CGMS（连续血糖监测系统）产能建设项目及部分补流项目。2021 年公司营业收入 23.61 亿元（+17%），归母净利润 1.08 亿元（-42%），其中一次性全额计提古巴应收账款坏账准备，影响公司净利润约 6439 万元；2022 年 Q1 营业收入 6.2 亿元（+23%），归母净利润 0.65 亿元（+57%）。
- **多年深耕血糖监测，研发实力助力公司长期发展。**随着国家政策推动及居民意识提升，血糖监测市场规模有望持续扩增。公司多年深耕多渠道运营，凭借较高的性价比和产品质量快速抢占国内市场，在强生、罗氏和雅培等外资品牌的包围下市占率超 36%；此外，公司收购 Trividia 进一步赋能，打开海外市场，助力血糖业务快速放量。2021 年血糖监测系统营业收入 18.37 亿元（+21%），毛利率为 65.73%，带动公司业绩稳健增长。此外，公司连续血糖监测（CGMS）获批临床，且已开始布局 CGMS 产能建设，有望衔接产品上市，进一步增强公司血糖监测实力。
- **分级诊疗利好 POCT 产品，公司完备品类结构增长可期。**公司 2016 年收购 PTS 进入 POCT 领域，并于 2017 年并表，此后围绕糖尿病等慢性疾病建立起多指标、不同应用场景的 POCT 产品体系，2021 年 PTS 营收 7.06 亿元，并有望从今年起贡献利润；此外，公司加紧筹备 iPOCT 新产能建设，推动板块进一步成长。

投资建议

- 公司血糖检测龙头企业，随着行业渗透率的进一步提高，公司全品类产品有望持续放量。预计 2022-2024 年营业收入分别为 27.7、32.4 和 37.2 亿元，增速分别为 17%、17%、15%；预计 2022-2024 年归母净利润分别为 3.4、4.0 和 4.6 亿元，增速分别为 211%、18%和 17%。我们选用相对估值法（市盈率法）对公司进行估值，参考同行业上市公司情况，给予公司 2022 年 36 倍 PE，目标价 21 元，首次覆盖给予公司“买入”评级。

风险

- CGM 临床进展不及预期风险、iPOCT 放量不及预期风险、政策风险、行业竞争加剧风险、海外子公司经营及整合不及预期风险，商誉和海外资产减值风险。

内容目录

血糖检测龙头企业，稳健发展且布局优势显现	
占据先发优势，打造糖尿病慢病健康管理专家	
公司主业稳健发展，盈利能力逐步提升	
股权结构清晰且集中，股权激励计划强化员工动力	
多年深耕血糖监测，实力铸就国内龙头品牌	
血糖监测是糖尿病管理的重要环节，市场空间持续扩增	
血糖监测行业壁垒高，强大质控能力是公司发展的基石	1
多渠道拓展销售，加大力度深挖下沉市场	1
扎实推进连续血糖监测 CGMS 研发，加快落实产能建设	1
全面构建 POCT 板块，打造慢病管理专家	1
分级诊疗政策逐步落地，POCT 市场迎来新增长	1
把握行业利好趋势，加速全面构建 POCT 产品体系	1
外延并购 PTS、Trividia，布局海外市场	1
收购 Trividia，协同血糖监测业务	1
收购 PTS，丰富 POCT 板块	1
盈利预测与投资建议	1
风险提示	2

图表目录

图表 1：公司发展历程	
图表 2：公司现有产品线介绍	
图表 3：2016-1Q22 公司营业收入及净利润情况	
图表 4：2016-2021 公司营业收入构成（按项目）	
图表 5：2016-2021 公司营业收入构成（按地区）	
图表 6：2016-1Q22 公司毛利率情况	
图表 7：2016-1Q22 公司费用率情况	
图表 8：2016-1Q22 公司与可比公司研发费用率情况	
图表 9：2016-2021 公司研发人员数量	
图表 10：2016-2021 公司研发投入情况	
图表 11：中国及全球糖尿病报告患者人数（百万）	
图表 12：我国糖尿病患者未确诊人数占比达 52%	
图表 13：血糖监测主要方法	
图表 14：自我血糖监测的检测频次规范	1
图表 15：2019 年中国与欧美国家的血糖仪渗透率水平	1
图表 16：2019 年中国与美国糖尿病患者的年均检测频次	1
图表 17：中国血糖监测市场规模（亿美元）	1
图表 18：2016 年中国血糖监测市场竞争格局	1

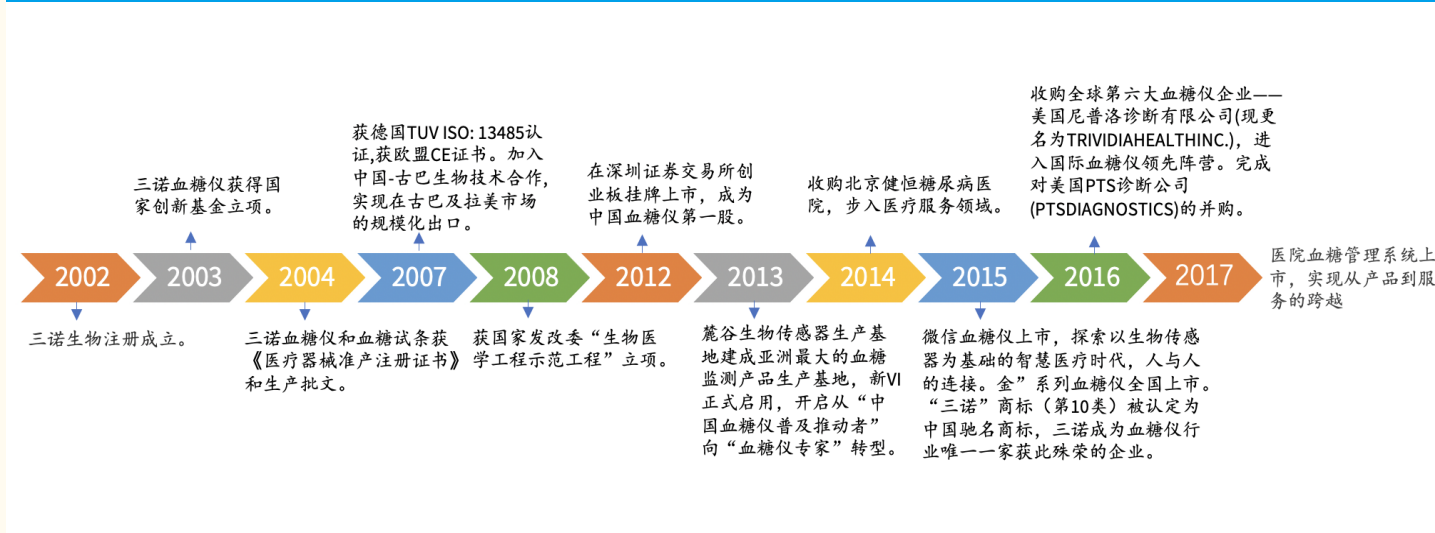
图表 19: 2019 年中国血糖监测市场竞争格局.....	1
图表 20: 公司血糖监测系统营收（百万）及占比.....	1
图表 21: 公司整体与血糖监测系统毛利率对比.....	1
图表 22: 国内主要品牌血糖仪参数及价格对比.....	1
图表 23: 公司销售人员增长情况.....	1
图表 24: 淘宝、京东平台血糖仪销售排名前四品牌（截至 2022 年 1 月）.....	1
图表 25: 国内上市 CGM 产品.....	1
图表 26: 2015-2020 年我国各类医疗机构占比.....	1
图表 27: 2015-2020 年我国居民诊疗情况.....	1
图表 28: 2015 年以来分级诊疗相关政策.....	1
图表 29: 我国 POCT 市场规模.....	1
图表 30: 公司 POCT 系列产品.....	1
图表 31: Trividia 产品结构.....	1
图表 32: 2016-2021 年心诺健康营收及净利润情况.....	1
图表 33: 2018-2021 年三诺健康营收及净利润情况.....	1
图表 34: 公司主营业务盈利预测.....	1
图表 35: 毛利率及主要费用率预测.....	2
图表 36: 可比公司估值比较（市盈率法）（截至 2022.5.18）错误!未定义书签	

血糖检测龙头企业，稳健发展且布局优势显现

占据先发优势，打造糖尿病慢病健康管理专家

- 公司依托于生物传感技术的研发及生产，是一家提供快速检测慢性疾病产品及诊疗一体化全病程管理的高新技术企业。公司成立于 2002 年，聚焦布局慢性病检测服务赛道。公司血糖监测系统产品上市于 2004 年，为国内最早的生产血糖监测系统产品的厂商，并在 2012 年于深交所上市。

图表 1：公司发展历程



来源：公司官网，国金证券研究所

- **公司发展历经三个阶段：**1）第一阶段，把握先发优势，获得客户群。公司在中国仍处于血糖仪普及浪潮的情况下，在国内拥有超过 1800 万个人用户，产品推广覆盖超过 3,000 家二级以上医院、5,000 多家社区医院及乡镇医院，院内血糖管理系统应用超过 500 家等级医院，分钟诊所服务于 6,000 多家机构；2）第二阶段，公司通过收购 Trivida 和 PTS 吸收技术，丰富慢性病检测产品系列并以此进入国际血糖仪领先阵营。丰富的产品线和完备现有的产品种类使得公司在海外拥有超过 300 万的个人用户，业务遍布 135 个国家和地区。3）第三阶段，聚焦血糖监测系统，致力于为用户提供糖尿病等慢性病全病程、集“生物传感+互联网+医疗+服务”为一体的系统性智慧解决方案。
- **公司积极收购兼并，完善糖尿病闭环布局。**公司于 2016 年收购 Trivida 成为全球第六大血糖仪企业及全球血糖仪先进队列。同年，公司通过并购 PTS 对产品进行协同整合并围绕糖尿病及相关慢病及不同应用场景扩增产品线。公司通过收购 PTS 和 Trivida 搭建完备的全球销售渠道，利用其欧美认可程度高的优势建立公司产品全球影响力。公司为构建慢性病管理平台 and 线上线下一体化医疗服务模式，于 2020 年收购北京三诺健恒糖尿病医院有限公司，增加互联网医院诊疗资质，并投资北京糖护科技。2021 年 10 月，公司与韩国 EOFLOW 成立合资子公司，有助于公司探索及建设胰岛素泵医疗领域及完善智慧医疗解决方案的建设，进一步打造糖尿病管理闭环产业。
- **公司目前已拥有完整的慢病检测产品群，**涵盖高血糖、高血压、高血脂和高尿酸等产品和服务类。拥有 5 个产品线及 20 余个子品牌。主要产品系列为用于家用医用的血糖监测，糖尿病及慢病指标监测，糖化血红蛋白检测、血脂监测，以及院内外一体化全病程管理方案。
- **公司重视 iPOCT 产品体系的构建及多平台的研发。**公司拥有电化学技术平台、液相生化技术平台、凝血技术平台、免疫荧光技术平台、胶体金技术平台、化学发光技术平台，以及配套的仪器技术平台和基于互联网大数据

的智慧医疗平台。公司依托上述平台对产品进行不断的丰富以满足客户需求及生活质量，同时积极拓展基层 iPOCT 检测业务以满足基层及家庭需求。

图表 2：公司现有产品线介绍

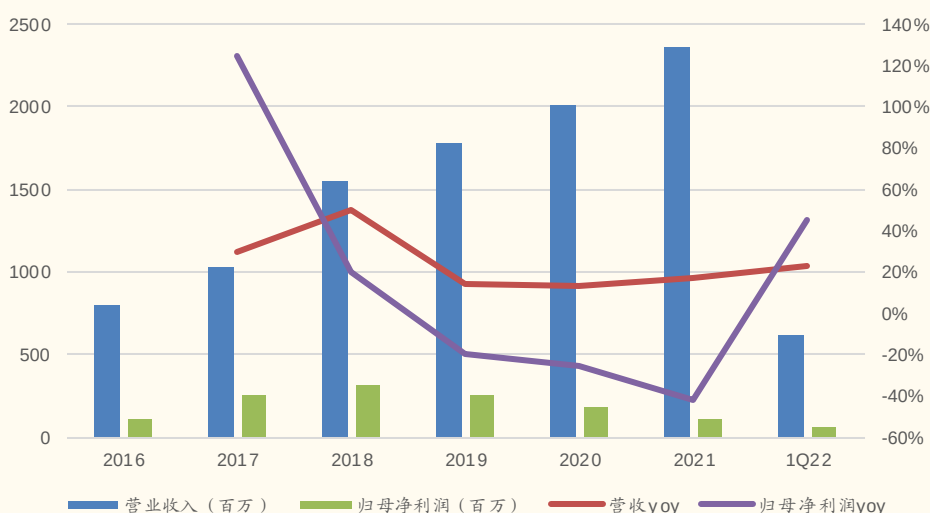
产品线	产品介绍
用于家用医用的血糖监测	微量快速血糖监测系统(含血糖测试仪及配套监测试条)，公司目前拥有“安稳”、“安稳免调码”、“安稳+”系列，“安准”系列，“金稳”、“金稳+”系列，“金智+”系列，“金准”、“金准+”系列和“真睿”系列血糖监测系统、血糖尿酸双功能测试系统、血糖血酮双功能测试系统以及手机血糖仪等产品线。
糖尿病及慢病指标监测	iPOCT检测系统，公司拥有便携式全自动红蛋白分析系统和便携式全自动多功能分析系统、尿微量白蛋白检测试条、AGEscan晚期糖基化终末产物荧光检测系统以及分钟诊所2.0等系列产品。通过公司的产品实现对糖尿病肾病、酮症酸中毒、高尿酸、高血压、血脂代谢异常、糖尿病足等并发症实现早筛查、早预防、早诊断
糖化血红蛋白检测	公司境外子公司PTS拥有“A1CNow+”糖化血红蛋白检测系统、“CardioChek”血脂检测系统产品和PTSServices等产品，境外参股公司Trividia拥有的“TRUE”系列血糖监测产品和糖尿病辅助产品(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)。
血脂监测院内外一体化全病程管理方案	公司的院内外一体化全病程管理解决方案，将住院患者血糖管理和出院患者自我监测智能结合，并实现了医患交流、线上复诊、跟踪随访、最终实现患者的复购。同时，公司将加强智能糖尿病管理系统的完善和推广，强化以客户为中心，立足客户的需求，不断拓展经营品项目，为慢病解决方案以及未来的健康管理提供有价值的硬件产品，打造“硬件+软件+服务”的综合慢病管理模式，通过全面助力用户直连，为慢性疾病的防治提供更多创新性、系统性的智慧医疗解决方案，提高糖尿病等慢性疾病患者的生活质量。

来源：公司年报，国金证券研究所

公司主业稳健发展，盈利能力逐步提升

- 公司血糖监测主业经营稳步发展，POCT 产品种类完备且布局优势显现，海外子公司需求恢复经营改善，销售规模不断扩大，业绩保持稳健增长。2016-2021 年，公司营收复合增速为 24%，2021 年公司营收 23.61 亿元，同比增长 17%。

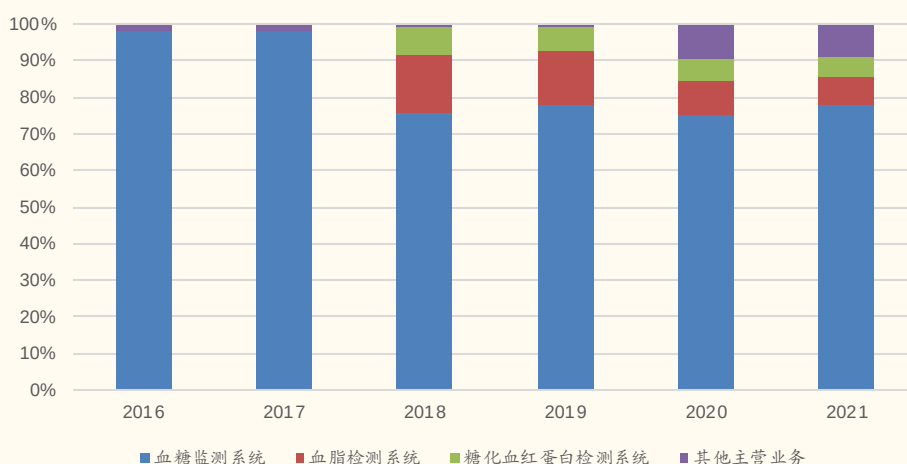
图表 3：2016-1Q22 公司营业收入及净利润情况



来源：公司年报，国金证券研究所

- 公司主业血糖监测系统收入端稳健增长，iPOCT 赋能基层有望成为收入新增长点。2016-2021 血糖监测系统占总营收 70%以上。2021 年公司血糖监测系统实现 18.4 亿收入。

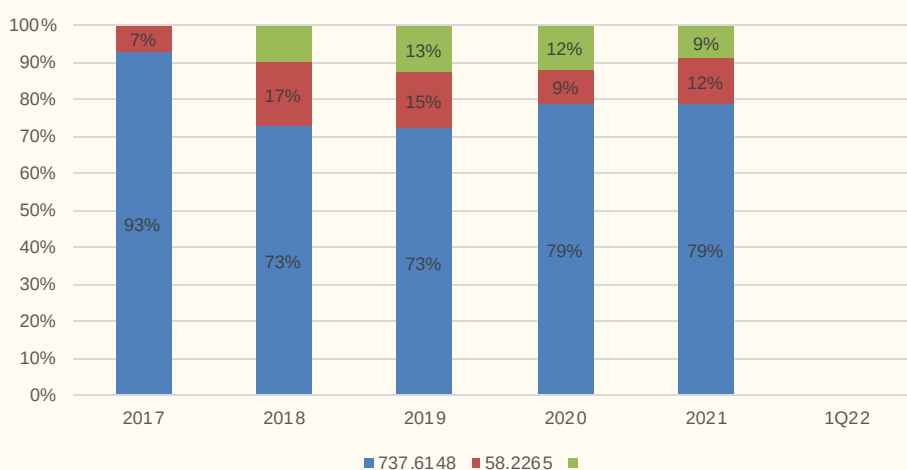
图表 4：2016-2021 公司营业收入构成（按项目）



来源：公司年报，国金证券研究所

- **海外业务将逐步恢复。**公司海外子公司经营改善明显，海外疫情受控后需求恢复，2021 年美国地区收入 2.83 亿元，同比增长 50%。

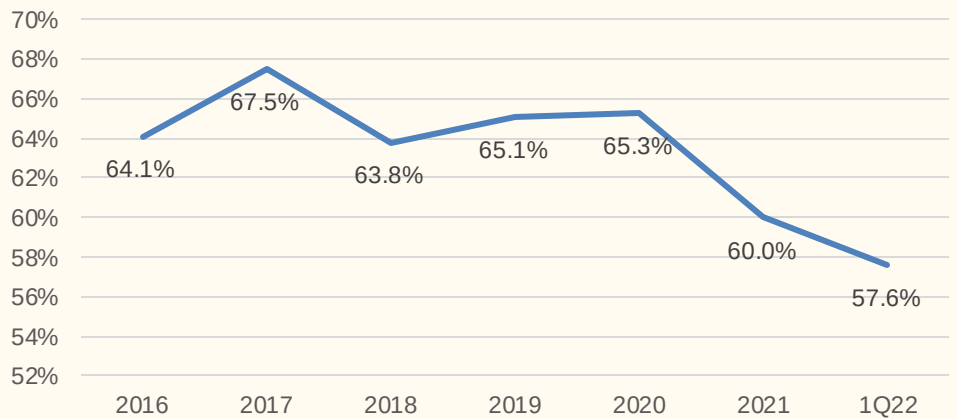
图表 5：2016-2021 公司营业收入构成（按地区）



来源：国金证券研究所

- **公司毛利率维持在 60%左右的较高水平。**2021 年毛利率小幅度下滑，主要由于运输、保险费用计入营业成本导致。

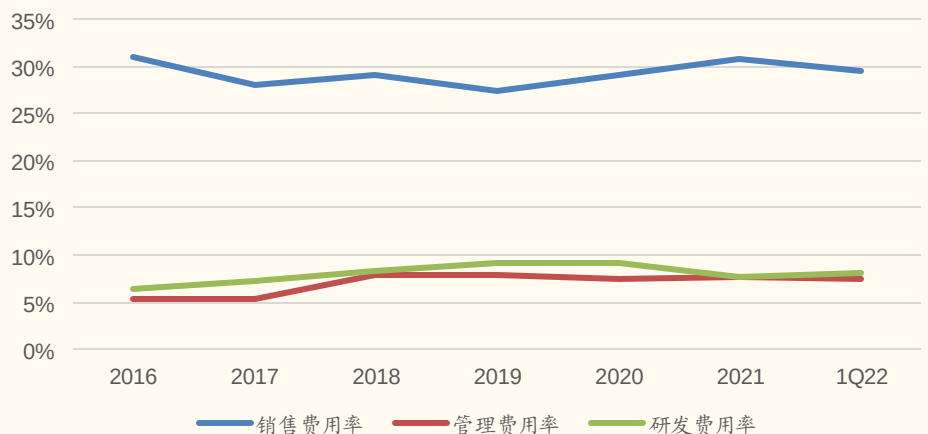
图表 6：2016-1Q22 公司毛利率情况



来源：国金证券研究所

- 随着公司规模效应优势显现，销售费用率有望下降。公司 2016-2020 年费用率随着规模效应呈下降态势。2021 年由于国际电商业务及 iCare 新业务投入及销售策略的改变，销售费用率有所提高。

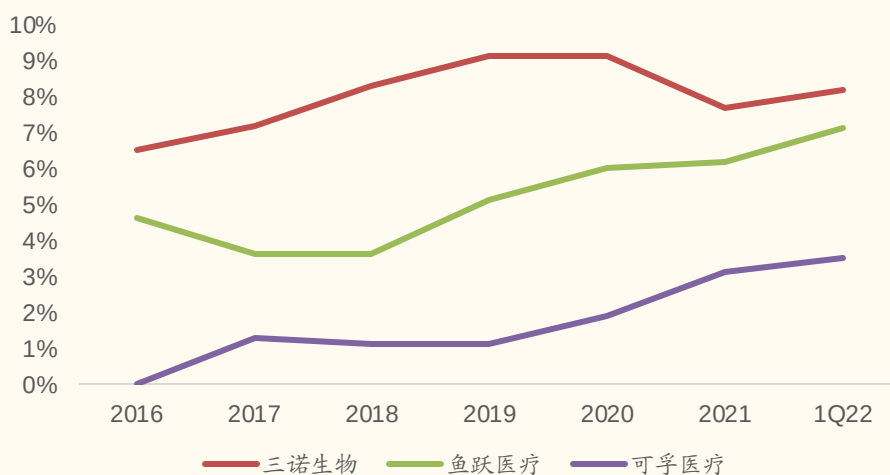
图表 7：2016-1Q22 公司费用率情况



来源：国金证券研究所

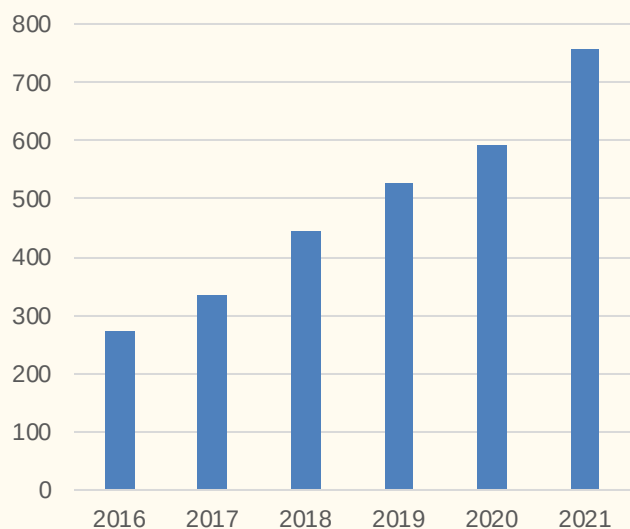
- 重视研发，多学科融合的高效研发团队持续注入新活力。公司多学科、多层次、结构合理的高效的研发团队、多学科融合的研发体系及研发投入的不断增加为公司发展持续注入创新动力。公司所处的血糖监测及慢病检测领域技术密集，应用的生物传感技术涉及化学、物理学、生物学、医学、材料科学、计算机科学等多学科的高度渗透。公司重视维持高研发投入，注重自主研发创新能力、技术储备及人才储备。截至 2021 年年报，公司研发人员共 758 人，占公司总人员的比例为 21.45%，同比提升 4.2 个百分点。2021 年公司的研发费用为 1.82 亿，与 2020 年度基本持平。此外，与同行业公司进行比较（鱼跃医疗、可孚医疗），公司 2016 年-2022 年一季度研发费用率均处于领先水平。

图表 8：2016-1Q22 公司与可比公司研发费用率情况



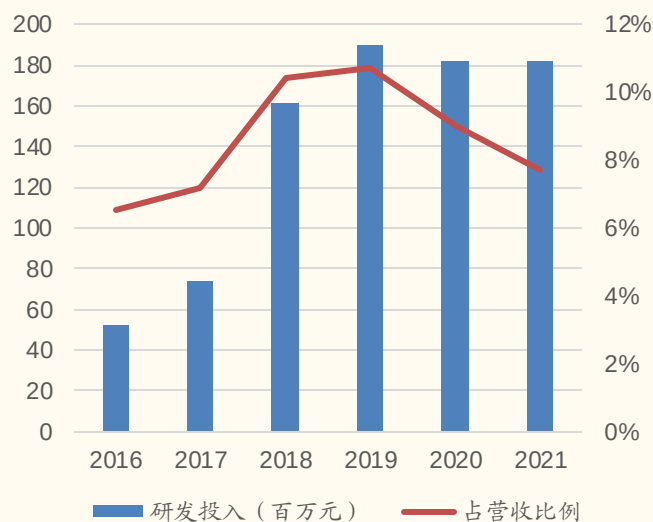
来源：国金证券研究所

图表 9：2016-2021 公司研发人员数量



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 10：2016-2021 公司研发投入情况



来源：公司公告，国金证券研究所

股权结构清晰且集中，股权激励计划强化员工动力

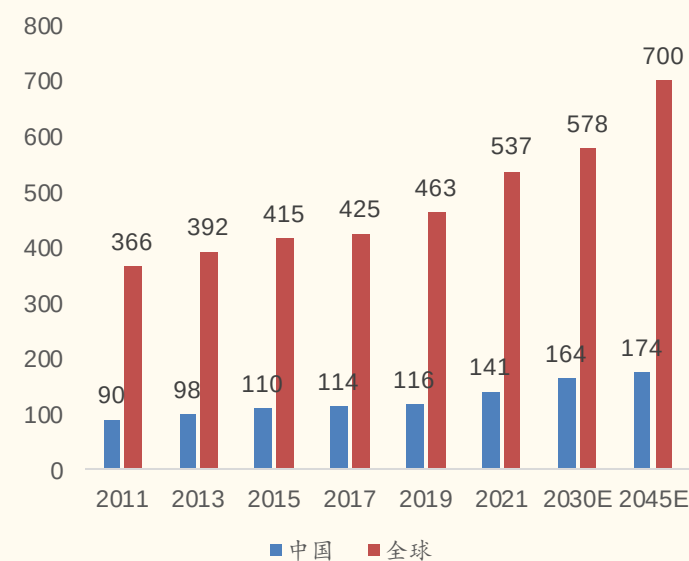
- 公司股权结构清晰且集中，稳定的管理层及两期员工股权激励利于公司长期稳定发展。李少波为公司创始人及实际控制人，现任董事长兼总经理。车宏莉曾任公司财务部经理、副总经理等职务。目前二人合计公司持股比例达 47.18%。
- 公司实行股权激励计划，强化管理层及骨干员工的稳定性和利益一致性。公司共有两期员工激励计划，截止至 2021 年 9 月 30 日，公司第一期员工持股比例占总股本 0.83%，第二期员工持股计划持股比例占公司总股本 1.04%。第二期参与对象涵盖对公司中长期发展具有重要作用和影响的核心经营、管理、研发等骨干员工，有利于进一步绑定核心骨干与公司的利益。

多年深耕血糖监测，实力铸就国内龙头品牌

血糖监测是糖尿病管理的重要环节，市场空间持续扩增

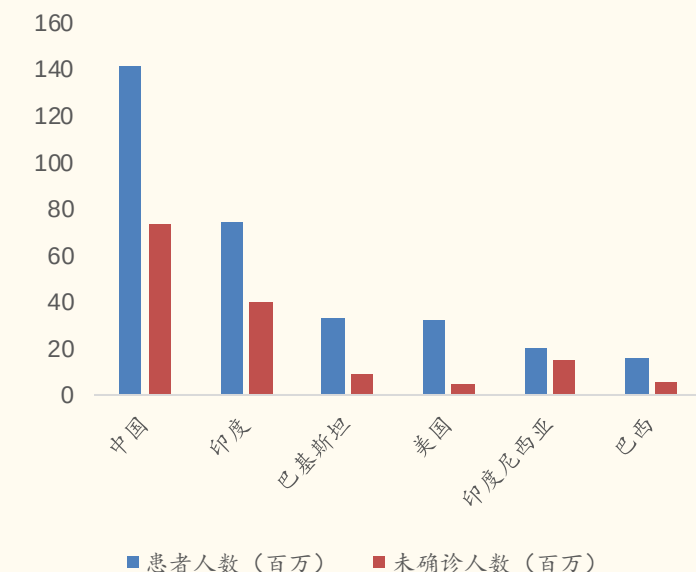
- 多年以来，中国一直是世界糖尿病患者数量第一大国。据《2021IDF 全球糖尿病地图（第 10 版）》显示，在过去 10 年间中国糖尿病患者人数由 0.9 亿增至 1.41 亿，占全球患者人数的 26%，预计到 2030 年和 2045 年将进一步增至 1.64 亿和 1.74 亿。此外，中国糖尿病未确诊率达 52%，远超发达国家水平。《健康中国行动（2019-2030 年）》中提出明确的目标，对于 2022 年和 2030 年 18 岁以上居民糖尿病知晓率要分别达到 50% 和 60% 以上，糖尿病患者规范管理率分别达到 60% 和 70% 以上，糖尿病治疗率、控制率和筛查率持续提高。

图表 11：中国及全球糖尿病报告患者人数（百万）



来源：IDF，国金证券研究所

图表 12：我国糖尿病患者未确诊人数占比达 52%



来源：IDF，国金证券研究所

- 血糖监测是发现病人并实现辅助治疗、进行有效血糖管理的重要手段。国际糖尿病联盟（IDF）将血糖监测与药物治疗、饮食治疗、运动治疗、心理改善并称为糖尿病管理的“五驾马车”。《中国血糖监测临床应用指南（2021 版）》提出 5 种血糖检测方式，其中毛细血管血糖检测是最常用的方法，并可通过血糖仪实现自我血糖监测（SMBG）。指南中**建议所有糖尿病患者均需进行自我血糖监测**，针对不同的糖尿病患者类型及治疗阶段，分别提出了具体的自我血糖监测的频次和检测要求，规范糖尿病患者的自我血糖监测，以实现更有效的血糖管理。根据指南提供的检测频次，我们预估糖尿病患者每年应进行 200-300 次自我监测。

图表 13：血糖监测主要方法

检测方法	反映信息	备注
毛细血管血糖检测	实时血糖水平	采用血糖仪进行自我血糖监测（SMBG）， 建议所有糖尿病患者均需进行 ；采用医疗机构 POCT 模式，需根据实际情况制定个体化毛细血管血糖监测方案
糖化血红蛋白（HbA1c）	过去 2-3 个月的平均血糖水平	长期血糖水平的公认标准，在 HbA1c 未达标前应每 3 个月检测 1 次，达标后可 6 个月检测一次
糖化白蛋白（GA）	过去 2-4 个月的平均血糖水平	作为辅助指标

	糖水平	
1,5-脱水葡萄糖醇	1-2 周内的血糖控制情况	作为辅助指标
持续葡萄糖监测 (CGM)	连续、全面、可靠的全天血糖信息	提出葡萄糖在目标范围内时间 (TIR) 为血糖控制水平的新指标

来源:《中国血糖监测临床应用指南(2021版)》,国金证券研究所

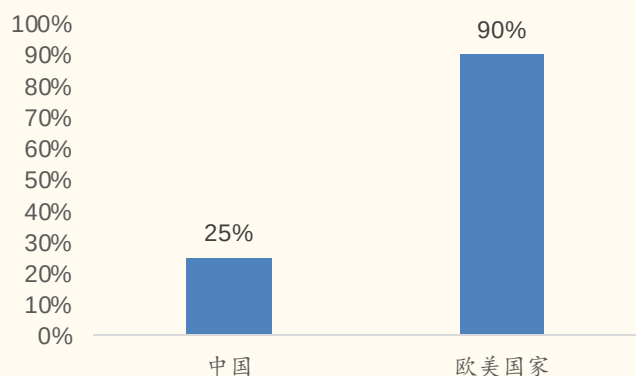
图表 14: 自我血糖监测的检测频次规范

患者类型	检测频次
I 型糖尿病	至少 4-5 次/d, 分餐前、餐后及睡前、睡后
胰岛功能较差的 II 型糖尿病	
II 型糖尿病	开始治疗
	控制稳定
	口服药治疗
	胰岛素治疗

来源:《中国血糖监测临床应用指南(2021版)》,国金证券研究所

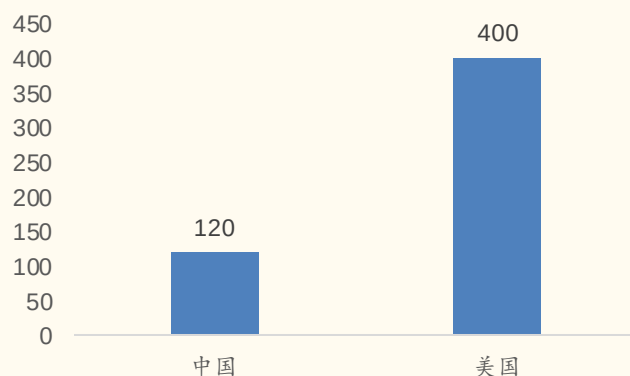
- 自我血糖监测在我国糖尿病患者中普及率仍处于较低水平。据中国产业信息网统计,2019 年糖尿病患者血糖仪渗透率仅在 25%左右,远低于欧美国家。此外,中国患者每年的检测频次仅有 120 次左右,农村等地区更低甚至没有;而美国患者的使用频次为年均 400 次左右。随着中国居民健康意识的提升,血糖监测的市场规模有望继续扩增。据灼识咨询报告预测,2021 年中国血糖监测市场规模可达 15 亿美元,并有望以年均复合 16.9% 的速度增至 2030 年的 61 亿美元。

图表 15: 2019 年中国与欧美国家的血糖仪渗透率水平



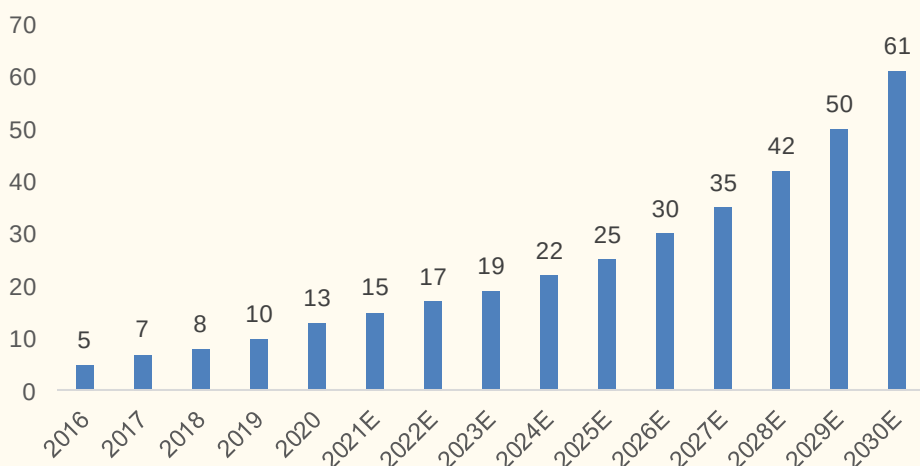
来源:中国产业信息网,国金证券研究所

图表 16: 2019 年中国与美国糖尿病患者的年均检测频次



来源:中国产业信息网,国金证券研究所

图表 17：中国血糖监测市场规模（亿美元）

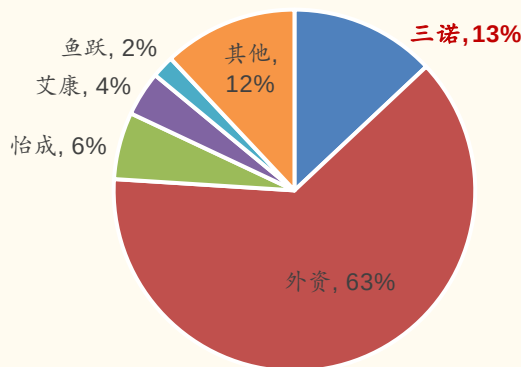


来源：灼识咨询，国金证券研究所

血糖监测行业壁垒高，强大质控能力是公司发展的基石

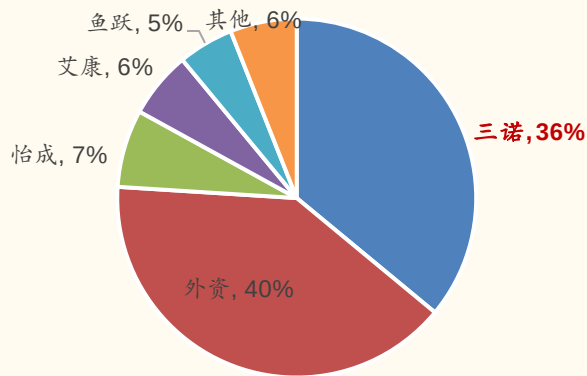
- 血糖监测系统中试纸条的导电性对环境因素极为敏感，直接影响检测结果的准确性，尤其是规模化的生产使得血糖试纸的合格率及批次间的稳定性成为技术难点，对工艺流程、设备、参数都提出了极高的要求，这对生产企业的经验和实力而言是巨大的考验。同时行业标准的不断趋严也进一步限制了进入市场竞争的资格。

图表 18：2016 年中国血糖监测市场竞争格局



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

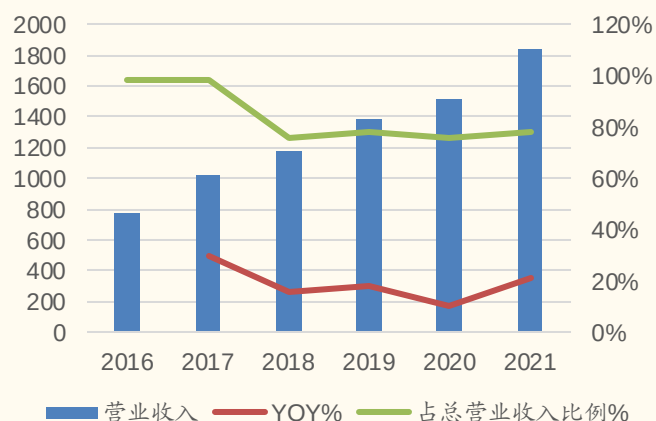
图表 19：2019 年中国血糖监测市场竞争格局



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

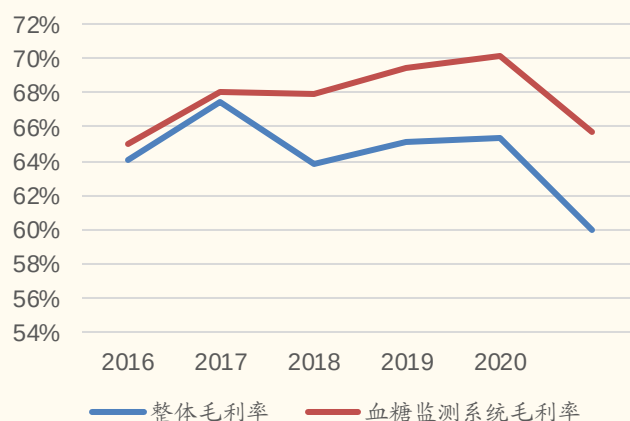
- 此外，作为家用医疗器械，血糖监测产品的品牌影响力也是一大竞争因素。进口品牌具有先发优势，在医院血糖监测市场建立了较强的品牌影响力，2016 年主要外资品牌如强生、罗氏和雅培的市场份额达到 63%。近年来，以公司为代表的国产血糖监测系统逐渐加大市场覆盖，快速提升市场份额，2019 年公司市占率已达到 36%，并建立起一定的品牌影响力。2021 年，公司血糖监测系统收入超过 18 亿元，同比增长 15%，毛利率超过 65%，显著高于公司整体毛利率水平。

图表 20：公司血糖监测系统营收（百万）及占比



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 21：公司整体与血糖监测系统毛利率对比



来源：公司公告，国金证券研究所

- 国产血糖监测产品具有强性价比，尤其是公司“金稳”系列，不仅达到国内最新 ISO 标准要求，而且相较于国内其他品牌率先取得 FDA 认证，各项指标媲美进口品牌，试纸条质量也达到领先水平。

图表 22：国内主要品牌血糖仪参数及价格对比

品牌	代表型号	监测范围	采血量	检测时间	试纸条效期	记忆组数	仪器售价（元）	试纸条售价（元）	符合标准
强生	稳捷	1.1-33.3mmol/L	0.4μl	5s	18 月	600	200-450	3-4	FDA（2014）
罗氏	卓越	0.6-33.3mmol/L	0.6μl	5s	18 月	500	300-700	3-4	FDA（2014）
三诺生物	金稳	1.1-33.3mmol/L	0.8μl	5s	24 月	500	约 50	1-2	FDA（2014）ISO（2013）
怡成	5dm-2a	1.1-33.3mmol/L	0.5μl	5s	24 月	300	约 10	1-1.5	ISO（2013）
鱼跃	580	1.1-33.3mmol/L	1.0μl	<10s	24 月	250	69	约 1	ISO（2013）

来源：各公司官网，京东，国金证券研究所

- 质量把控是公司发展的基石。按照“ISO 13485 医疗器械质量管理体系用于法规的要求”、“21 CFR 820 质量体系法规”、“ISO 9001 质量管理体系要求”、“医疗器械生产质量管理规范”、“RDC 16 2013 医疗器械与体外诊断器械的良好生产技术规范”、“体外诊断器械 IVDD 98/79/EC 指令”、“欧盟 ROHS 指令（2011/65/EU）”、“IECQ QC080000 有害物质过程管理（HSPM）体系要求”，以及现行 GMP 规范要求，严格把控生产工艺及产品质量，并建立了一套较完善的质量保证体系，从根本上保障产品的稳定与安全性能。强大的质控实力为公司产品提供了最为坚实的保障，目前公司大部分产品不仅符合 ISO（2016）标准，同时通过了欧盟 CE 认证，助力产品销往海内外。

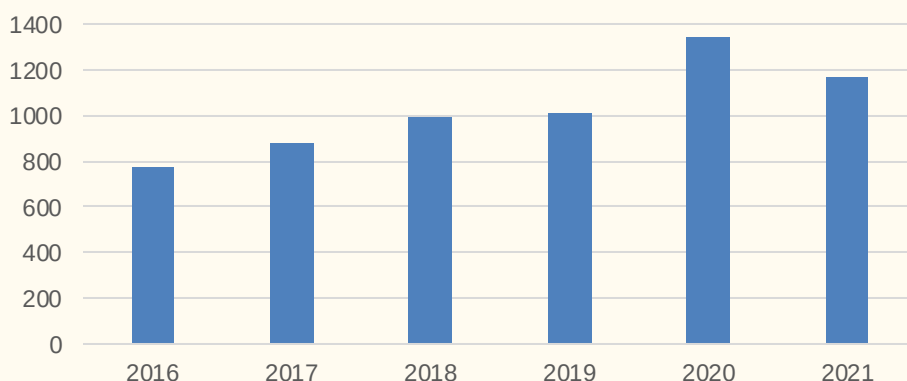
多渠道拓展销售，加大力度深挖下沉市场

- 公司以零售市场为主，通过药店、区域经销商、电商平台等渠道将产品销往终端用户，并利用分钟诊所免测，持续落实用户发现计划。针对血糖监

测在县乡镇地区渗透率低的情况，2020 年公司大幅增加销售人员，并启动“百万县城”项目，全年共开展 115 场市场拓展活动、覆盖 177 个县城、免费检测 553 万人次、发现 237 万异常人次，进一步推动下沉市场的糖尿病患者发现和血糖仪使用普及。

- 公司不断加大对医院临床市场的开拓。2014 年，公司正式组建临床市场销售团队，并相继推出针对临床市场打造的“金”系列产品和双功能产品，以高质量水平和检测精准度得到医疗机构较高的认可度，借此不断加快医院拓展、提高对院内市场的覆盖。

图表 23：公司销售人员增长情况



来源：公司年报，国金证券研究所

- 公司血糖仪产品在主流线上平台取得了亮眼成绩。截至 2022 年 1 月，在淘宝单一平台的月成交量就高至 5 万笔以上，稳居首位；在京东商城的人气名列前茅。

图表 24：淘宝、京东平台血糖仪销售排名前四品牌（截至 2022 年 1 月）





¥279.00 ¥273.00 PLUS
京东商城 鱼跃(YUWELL)血糖仪660 医用级脱氢酶免调码血糖仪 家用糖尿病孕妇适用
100万+条评价
鱼跃京东自营旗舰店



¥729.00 ¥714.00 PLUS
鱼跃 (Yuwell) 安耐糖动态血糖监测仪传感器CT-101单个装 减少采血测血糖低痛
100万+条评价
鱼跃京东自营旗舰店



¥82.00
三诺 (SANNUO) 血糖仪家用医用级 免调码型套装 (仪器+50支独立试纸+50支采血针)
100万+条评价
三诺京东自营旗舰店



¥199.00
三诺血糖仪家用医用级 GPRS传输智能控糖 亲智型 (仪器+50支试纸+50支采血针)
100万+条评价
三诺京东自营旗舰店

来源：淘宝，京东，国金证券研究所

扎实推进连续血糖监测 CGMS 研发，加快落实产能建设

- 连续血糖监测 CGMS 相较于传统检测方法可以提供连续、全面的血糖信息。此外，兼顾准确性与微创、无需指血校准的便利性也是越来越多患者选择的重要因素。
- 目前 CGMS 尚处于发展初期。据德康统计数据，2020 年美国 CGM 的渗透率仍仅有 25%。2016 年雅培获批拉开国内 CGM 行业发展的序幕，并多年保持高度集中态势。2020 年，雅培就占据了国内 CGM 市场份额 80%，美敦力及其他国产品牌占剩余 20%。近年来圣美迪诺、美奇、凯立特等国产品牌相继进入 CGM 市场，推动行业的发展。
- 公司拥有第三代 CGM 技术，并加快推进产品的上市、销售。公司于 2009 年开始投入 CGMS 技术研发，并获得了 2018 年国家重点研发计划“主动健康和老龄化科技应对”支持。公司的 CGMS 产品是基于蛋白质工程的免电子媒介微创葡萄糖传感技术，通过对酶修饰来实现直接电子传递，为第三代 CGM 技术，相较于美敦力的一代技术和雅培的二代技术，公司居于行业内领先水平。目前已完成产品开发及专利申请，并取得注册检验报告，将按计划推动临床试验等注册工作，加速上市进程。

图表 25：国内上市 CGM 产品

品牌	产品名称	上市时间
雅培	FreeStylr Libre	2016.07
美敦力	Guardian Real Time/Guardian	2016.01/2020.08
圣美迪诺	CGM-303	2018.09
美奇医疗	RGMS-III	2017.04
普林斯顿	CGMS-2009	2014.11
移宇科技	MD-MY-008	2019.05
鱼跃（凯立特）	CT2	2021.02
九诺医疗	GN-1	2021
微泰医疗	AiDEX G7	2021.11
深圳硅基	硅基动感	2021.11
三诺生物	CGM 产品	已获批临床

来源：NMPA，各公司官网，国金证券研究所

- 募集资金中 1.5 亿元用于 CGMS 产能建设。在扎实推进产品上市的同时，

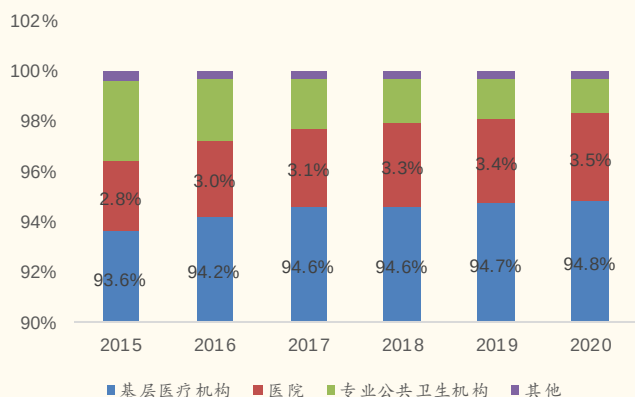
2020 年，公司启动发行可转换公司债券，募集资金 5 亿元，其中拟使用 1.5 亿元用于 CGMS 产能建设。目前项目已获当地部门审批备案，预计 2023 年 4 月可完成。

全面构建 POCT 板块，打造慢病管理专家

分级诊疗政策逐步落地，POCT 市场迎来新增长

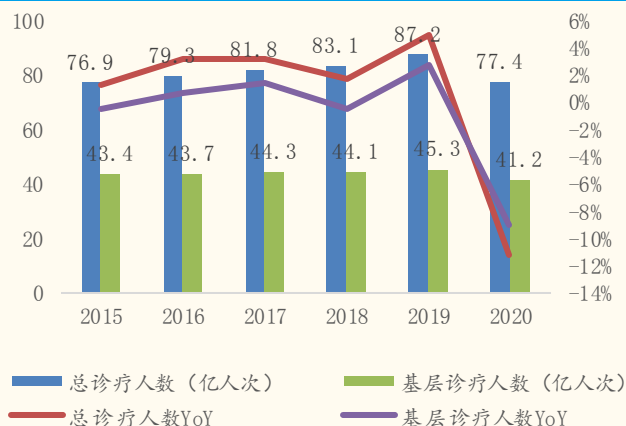
- **POCT 凭借简单、快速的特点，在慢性疾病的管理方面具有优势。**POCT 是在患者床边开展的一种新的快速检验模式和即时检验技术，多用于 ICU、手术室、急诊等临床科室，以及家庭、诊所、社区医院等。近年来，出于对高通量、自动化仪器的需求增加，检验科室等也开始引入 POCT 仪器。相比传统科室检测，POCT 无需专人采集、传送和检测样本，实现了流程的简化，能够短时间内快速及时反馈检测信息，并且没有时间和地点的限制，更加便于非专业人员的使用，使得临床检测可以走出医院、走进病人，为慢性病患者提供便捷、低廉而又准确的监测工具，实现对慢性疾病的高效管理。
- **提高设备配置水平、加快检测诊疗效率是基层医疗机构重要工作，优质国产 POCT 设备是主要选择。**基层医疗机构是我国医疗体系的重要组成部分，机构数占比超 94%，然而到基层医疗机构诊疗的患者人数占比仅有 53%。为实现对患者诊疗的引流、合理充分利用各级医疗资源，国家陆续出台相关医改政策，促进分级诊疗制度的建立和完善，提升基层诊疗率。优质国产 POCT 设备便捷、专业技术要求较低、性价比更高，是基层医疗机构配备的重要选择。

图表 26：2015-2020 年我国各类医疗机构占比



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 27：2015-2020 年我国居民诊疗情况



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 28：2015 年以来分级诊疗相关政策

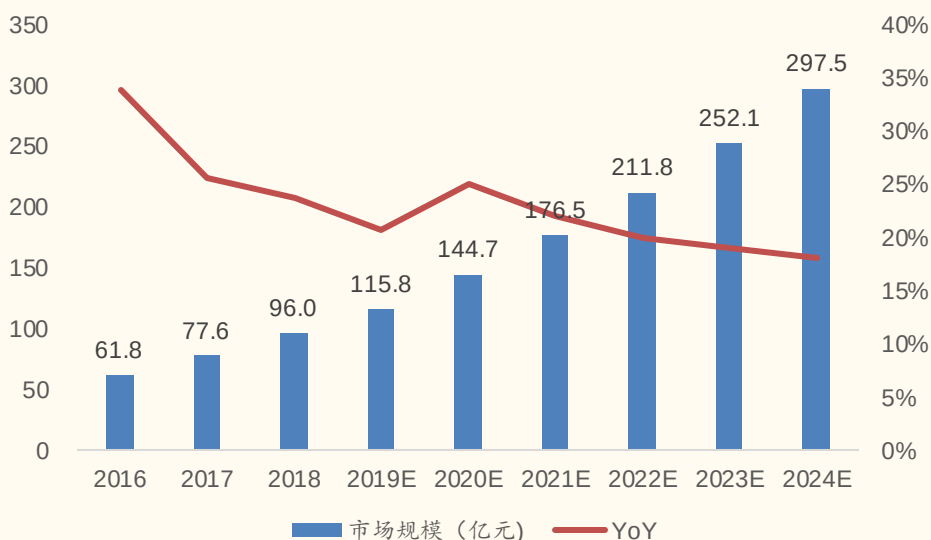
时间	政策	部门	相关内容
2015	《关于推进分级诊疗制度建设的指导意见》	国务院	围绕基层完善分级诊疗服务体系，建立健全分级诊疗保障机制。
2015	《关于做好高血压、糖尿病的分级诊疗试点工作的通知》	卫健委、中医药管理局	强调高血压、糖尿病分级诊疗任务，明确给出服务流程及技术方案。
2016	《关于推进分级诊疗试点工作的指导意见》	卫健委	以北京市等 4 个直辖市、石家庄等 266 个地级市作为试点城市开展分级诊疗。
2016	《“健康中国 2030”规划纲要》	国务院、中共中央	全面建立完善分级诊疗制度，形成基层首诊、双向转诊、上下联动、急慢分治的就医秩序。

2017	《关于加快推进分级诊疗试点工作通知》	卫健委、中医药管理局	开启秦皇岛等 51 个地级市的第二批分级诊疗试点工作，全面推行医联体建设及基层偏远地区的远程医疗服务。
2018	《关于进一步做好分级诊疗制度建设有关重点工作的通知》	国务院	网格化组建城市医疗集团和县域医共体，重点推进重大疾病和短缺医疗资源的联盟建设，促进优质医疗资源下沉，推动分级诊疗制度实现区域、城乡、上下、急慢分开。
2019	《中华人民共和国医疗卫生与健康促进法》	全国人大常委会	推进基本医疗服务分级诊疗制度，逐步建立基层首诊、双向转诊、急慢分治、上下联动的机制，并与基本医疗保险制度相衔接。
2020	《深化医药卫生体制改革 2020 年下半年重点工作任务》	国务院	推进分级诊疗和医药卫生信息化建设。
2021	《深化医药卫生体制改革 2021 年重点工作任务》	国务院	促进优质医疗资源均衡布局，完善分级诊疗体系，推进医疗联合体建设，推动省、市、县、乡、村等各级各类医疗机构落实功能定位。

来源：国务院，卫健委等官网，国金证券研究所

- 随着分级诊疗制度的逐步完善落地，基层诊疗有望为 POCT 行业带来新一轮的增长空间，据 Rncos 预测，2022 年我国 POCT 市场规模有望超过 200 亿元，并保持 15% 以上的同比增速持续成长。

图表 29：我国 POCT 市场规模



来源：Rncos，国金证券研究所

把握行业利好趋势，加速全面构建 POCT 产品体系

- 公司以血糖监测为基础，已实现了由血糖监测提供商向慢性疾病即时检测（POCT）产品提供商和服务商的转变，构建起用指尖血测多项指标的立体检测产品体系，覆盖血糖、血脂、糖化血红蛋白、尿酸、尿微量蛋白等围绕糖尿病和相关慢病的多项指标。公司成功搭建起电化学平台及荧光免疫平台、胶体金技术平台、液相生化技术平台、凝血技术平台、化学发光技术平台，满足 POCT 系列产品的研发需求，加快推动多指标试剂盒、便携式全自动多功能检测仪等产品的研发、生产及升级。同时，还结合基于互联网大数据的智慧医疗平台，打造具备数据传输功能的血糖、血脂、血

压和适用于基层或临床科室的 iPOCT（智慧化即时检测）产品，推动院内外患者血糖管理系统和“云医院”糖尿病管理信息系统升级。

- 目前已拥有便携式糖化血红蛋白分析系统和便携式全自动生化分析系统、尿微量白蛋白检测试条、AGEscan 晚期糖基化终末产物荧光检测系统、以及分钟诊所 2.0 等系列产品，可实现对糖尿病肾病、酮症酸中毒、高尿酸、高血压、血脂代谢异常、糖尿病足等并发症的早筛查、早预防、早诊断。

图表 30：公司 POCT 系列产品

产品名称	图示	功能
便携式全自动生化分析仪		检测尿微量白蛋白、尿肌酐、ACR；6min 出值，精度对标生化检测；可连接医院 LIS 系统、局域网、条码扫描枪
便携式糖化血红蛋白分析仪		3.5min 内出值；可对接医院 LIS 系统
尿微量白蛋白检测条		5min 内即可检测是否超标
AGEscan 晚期糖基化终末产物荧光检测仪		6s 出值，无需空腹，即时检测；即时出报告，云台智能分析
ICARE-2000 便携式全自动多功能检测仪		肝功能、血脂常规、糖尿病等 37 个检测项目；即时出值；系统解读；适用于检验科、等级医院急诊、ICU 等科室

来源：公司官网，国金证券研究所

- 2020 年发行可转债募集资金，其中 2.5 亿元用于 iPOCT 产品产能扩建。公司成立了专项销售部门，加速基层医院和诊所开发，快速覆盖社区诊所和医院；并建立了三级及时有效的售后服务管理体系，以训练有素的基层医疗销售团队赋能基层诊疗。目前已服务于近 5000 家基层医疗机构，并可通过远程数字化工具为其提升检测和诊断能力。为满足更多基层医疗机构的设备需求，公司拟用募集资金中 2.5 亿元于 iPOCT 产品产能扩建，预计 2023 年 1 月落地。

外延并购 PTS、Trividia，布局海外市场

收购 Trividia，协同血糖监测业务

- 2016 年，心诺健康收购全球第六大血糖仪生产厂家 Trividia 进入全球血糖检测领先队列，完成全球布局。Trividia 成立于 1985 年，其主营业务为血糖监测系统和其他糖尿病辅助产品的研发、生产和销售，主要产品包括

“TRUE”系列血糖监测仪及试条、糖尿病患者专用营养膳食补充品、糖尿病患者皮肤护理产品，产品产往 80 余个国家和地区。公司借助 Trividia 引进了生产工艺技术加速了公司在血糖监测领域及日常护理产品线的延伸布局，同时铺设完善的全球化销售渠道，进一步打开了海外市场。

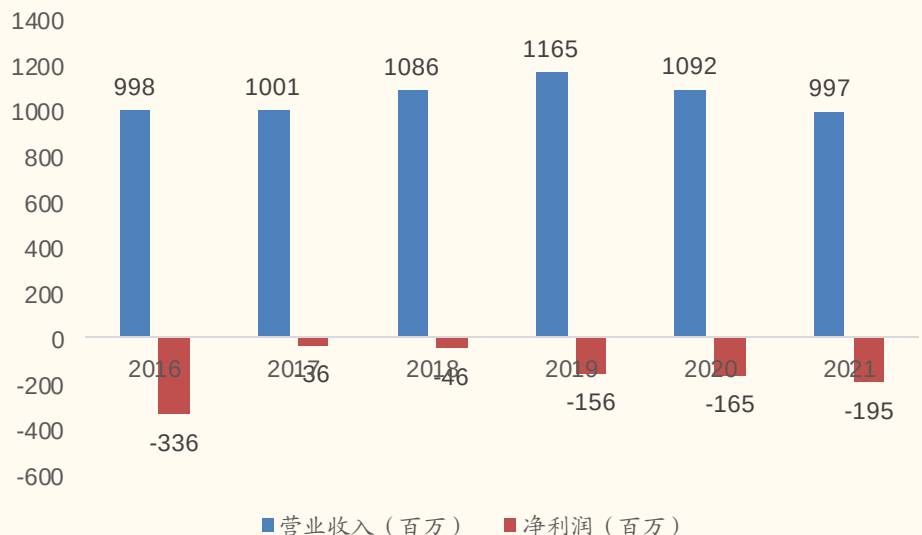
图表 31: Trividia 产品结构

产品类型	主要产品	产品图片	产品名称
血糖监测系统	一体化血糖测试系统、医用血糖仪、家用血糖仪		TRUE METRIX® AIR、TRUE METRIX® GO、TRUE METRIX®、TRUE FOCUS™、TRUEtrack®、TRUEbalance®、Sidekick®
营养补充品	糖尿病患者的营养品		强效保湿霜、足部护理霜
皮肤护理用品	糖尿病患者的皮肤护理		葡萄糖凝胶、葡萄糖片、葡萄糖丸

来源：公司官网，国金证券研究所

- Trividia 在疫情影响恢复刚性需求及官司赔偿落地后有望达到盈亏平衡。Trividia 近年营收维持在 10 亿元左右，2021 年营收为 9.97 亿元，净利润为-1.95 亿元，亏损主要由于疫情影响和整合未完成。

图表 32: 2016-2021 年心诺健康营收及净利润情况

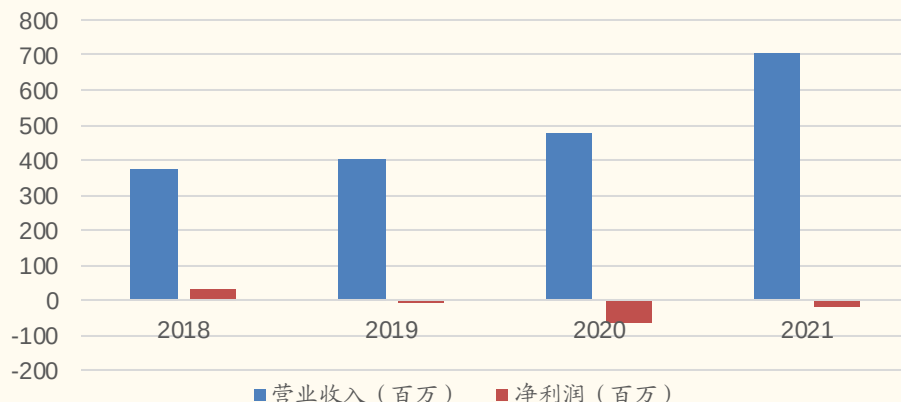


来源：公司年报，国金证券研究所

收购 PTS，丰富 POCT 板块

- 公司通过收购 PTS 成功从产品线从结构单一的血糖 POCT 拓展慢病相关检测全线领域。PTS 成立于 1992 年，为全球领先的 POCT 诊断设备供应商，主要产品为 CardioChek®系列血脂、血糖分析监测设备，A1CNow®系列糖化血红蛋白（HbA1c）监测仪和 PTS Services 等，产品营销网络覆盖全球 135 个国家和地区。
- 2021 年，PTS 营收 7.06 亿元，净利润亏损 2084 万元，进一步收窄。依托于公司的技术平台及现有产品的协同，PTS 经营有望得到进一步的改善。

图表 33：2018-2021 年三诺健康营收及净利润情况



来源：公司年报，国金证券研究所

盈利预测与投资建议

- **血糖监测系统：**公司将加大海外业务拓展，预计海外部分销售收入将实现较快增长，从而带动整体业务板块平稳增长，预计 22-24 年间实现同比增速 19%、18%、16%。公司不断加大销售投入推动整体业务实现同步增长，同时该业务主体较为成熟，预计毛利率将保持较为稳定略有下降，预计 22-24 年间分别保持 65.5%、65%、64.5%。
- **血脂检测系统：**随着“Cardio Chek”血脂检测系统等产品的持续布局，以及后续公司业务的全面拓展，预计该板块业务将处于平稳发展状态，未来收入将实现稳步增长，预计 22-24 年间实现同比增速 6%、6%、5%。预计 22-24 年毛利率 63%、63%、63%。
- **糖化血红蛋白检测：**公司目前拥有便携式糖化血红蛋白分析系统和便携式全自动生化分析系统、尿微量白蛋白检测试条、AGEscan 晚期糖基化终末产物荧光检测系统等系列产品。随着海外市场的成熟，公司销售的进一步推广，以及用募集资金所构建产能的逐步落地，产品的市场将逐步打开，预计 22-24 年间实现同比增速 15%、14%、13%，预计 22-24 年毛利率 35%、35%、35%。

图表 34：公司主营业务盈利预测

单位：百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,778	2,015	2,361	2,773	3,235	3,722
YOY%	14.7%	13.3%	17.2%	17.5%	16.7%	15.1%
营业成本	620	700	945	1,104	1,298	1,508
毛利率%	65.1%	65.3%	60.0%	60.2%	59.9%	59.5%
血糖监测系统						
营业收入	1,384.63	1,521.12	1,837.46	2186.6	2580.2	2993.0
YOY%	18.0%	9.9%	20.8%	19.0%	18.0%	16.0%
占总营业收入比例%	77.9%	75.5%	77.8%	78.9%	79.8%	80.4%

营业成本	422	454	630	754	903	1,063
毛利率%	69.5%	70.2%	65.7%	65.5%	65.0%	64.5%
血脂检测系统						
营业收入	262	183	185	196	208	218
YOY%	6.9%	-30.2%	1.2%	6.0%	6.0%	5.0%
占总营业收入比例%	14.7%	9.1%	7.8%	7.1%	6.4%	5.9%
营业成本	101			73	77	81
毛利率%	61.3%			63.0%	63.0%	63.0%
糖化血红蛋白检测系统						
营业收入	116	119	133	153	174	197
YOY%	-5.7%	2.6%	12.5%	15.0%	14.0%	13.0%
占总营业收入比例%	6.5%	5.9%	5.6%	5.5%	5.4%	5.3%
营业成本	84.3			99	113	128
毛利率%	27.4%			35.0%	35.0%	35.0%
其他						
营业收入	16	193	206	237	273	314
YOY%	60.0%	1106.3%	6.6%	15.0%	15.0%	15.0%
占总营业收入比例%	0.9%	9.6%	8.7%	8.5%	8.4%	8.4%
营业成本	12			178	205	236
毛利率%	24.2%			25.0%	25.0%	25.0%

来源：公司公告，国金证券研究所

- 毛利率：公司业务模式相对稳定，2021 年毛利率小幅度下滑，主要由于运输、保险费用计入营业成本导致。随着业务规模的拓展，预计整体毛利率将稳中略有下降。
- 公司费用投入整体保持较稳定状态：其中销售费用率基本保持不变，主要由于公司为保证收入的不断增长，将持续不断拓展海外市场同时巩固国内渠道，随着收入的持续增长，费用率保持稳定；管理费用率基本保持稳定同时略有下降，主要来自限制性股票激励摊销费用的缩减；研发费用率将保持高位，主要由于公司战略，研发及创新的持续重视。

图表 35：毛利率及主要费用率预测

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	65.1%	65.3%	60.0%	60.2%	59.9%	59.5%
销售费用率	27.5%	29.0%	30.7%	28.0%	28.0%	28.0%
管理费用率	7.8%	7.5%	7.6%	7.0%	6.5%	6.0%
研发费用率	9.1%	9.1%	7.7%	7.0%	7.5%	8.0%

来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司血糖检测龙头企业，随着行业渗透率的进一步提高，公司全品类产品有望持续放量。预计 2022-2024 年营业收入分别为 27.7、32.4 和 37.2 亿元，增速分别为 17%、17%、15%；预计 2022-2024 年归母净利润分别为 3.4、4.0 和 4.6 亿元，增速分别为 211%、18%和 17%。
- 我们选用相对估值法（市盈率法）对公司进行估值，公司属医疗器械行业，参考同行业上市公司迈瑞医疗作为可比公司。考虑血糖监测相关产品市场渗透率将进一步提高且公司处于细分市场龙头地位，毛利净利水平表现较好；此外，后续公司 CGMS 有望快速占领市场，推动公司业绩持续增长，综合考虑，给予公司 2022 年 36 倍 PE，目标价 21 元，首次覆盖给予公司“买入”评级。

图表 36：可比公司估值比较（市盈率法）（截至 2022.5.18）

代码	名称	股价	EPS					PE				
			2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
300760	迈瑞医疗	301.16	5.48	6.58	8.05	9.77	11.81	77.79	57.86	37.40	30.82	25.50
002223	鱼跃医疗	22.95	1.75	1.48	1.58	1.87	2.21	16.08	25.56	14.40	12.33	12.66
603658	安图生物	43.25	1.66	1.66	2.14	2.75	3.50	87.55	33.15	20.20	15.73	12.37
平均值			2.96	3.24	3.92	4.80	5.84	60.47	38.86	24.00	19.63	16.84
300298	三诺生物	17.93	0.331	0.190	0.592	0.700	0.817	108.29	157.04	25.17	21.30	18.24

来源：Wind，国金证券研究所

风险提示

- CGM 临床进展不及预期风险：如公司研发不及预期，产品上市速度减慢，对公司收入可持续增长将带来影响；
- iPOCT 放量不及预期风险：如 IPOCT 行业渗透率不及预期，对公司产品销售产生不良影响；
- 政策风险：医药行业整体受到政策影响较大，随着医改政策的进一步推进，如公司更多产品进入医保，这可能会使产品单价降低，毛利率水平下降；
- 行业竞争加剧风险：随着行业进入加速发展阶段，龙头企业之间的竞争进一步加剧，可能会导致企业盈利能力受到一定影响；
- 海外子公司经营及整合不及预期风险：随着海外疫情反复，可能会对子公司经营带来不利影响，从而影响公司利润；
- 股权质押风险：截至 2021 年 4 月 29 日，公司实际控制人李少波（直接持股比例 25.26%）累计质押股份数量占其直接持有公司股份总数的 65.24%，如果到期无法赎回股权或者股票市值下降，可能会存在控制权转移的风险，对公司经营带来不利影响。
- 商誉和海外资产减值风险

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	1,778	2,015	2,361	2,773	3,235	3,722
增长率		13.3%	17.2%	17.4%	16.7%	15.1%
主营业务成本	-620	-700	-945	-1,104	-1,297	-1,507
%销售收入	34.9%	34.7%	40.0%	39.8%	40.1%	40.5%
毛利	1,158	1,315	1,416	1,669	1,938	2,215
%销售收入	65.1%	65.3%	60.0%	60.2%	59.9%	59.5%
营业税金及附加	-20	-24	-25	-31	-36	-41
%销售收入	1.1%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
销售费用	-489	-584	-725	-776	-906	-1,042
%销售收入	27.5%	29.0%	30.7%	28.0%	28.0%	28.0%
管理费用	-139	-151	-178	-194	-210	-223
%销售收入	7.8%	7.5%	7.6%	7.0%	6.5%	6.0%
研发费用	-161	-182	-182	-194	-243	-298
%销售收入	9.1%	9.1%	7.7%	7.0%	7.5%	8.0%
息税前利润 (EBIT)	349	374	305	474	543	610
%销售收入	19.6%	18.5%	12.9%	17.1%	16.8%	16.4%
财务费用	1	-17	-34	-21	-35	-44
%销售收入	0.0%	0.9%	1.4%	0.8%	1.1%	1.2%
资产减值损失	-68	-110	-119	-7	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-62	-63	-77	0	20	50
%税前利润	n.a	n.a	n.a	0.0%	3.8%	8.1%
营业利润	274	236	139	446	527	616
营业利润率	15.4%	11.7%	5.9%	16.1%	16.3%	16.5%
营业外收支	27	12	-1	0	0	0
税前利润	301	248	138	446	527	616
利润率	17.0%	12.3%	5.9%	16.1%	16.3%	16.5%
所得税	-51	-61	-31	-112	-132	-154
所得税率	16.8%	24.6%	22.6%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	251	187	107	335	395	462
少数股东损益	0	0	-1	0	0	0
归属于母公司的净利润	251	187	108	335	395	462
净利率	14.1%	9.3%	4.6%	12.1%	12.2%	12.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	251	187	107	335	395	462
少数股东损益	0	0	-1	0	0	0
非现金支出	137	194	229	113	151	180
非经营收益	54	62	113	32	27	4
营运资金变动	81	62	30	-14	-63	-38
经营活动现金净流	523	505	480	466	510	608
资本开支	-422	-276	-404	-668	-615	-464
投资	-344	186	-257	0	0	0
其他	2	4	4	0	20	50
投资活动现金净流	-764	-85	-656	-668	-595	-414
股权募资	0	0	0	-29	0	0
债权募资	157	526	61	78	250	-25
其他	-252	-330	-232	-170	-205	-239
筹资活动现金净流	-95	196	-170	-120	45	-264
现金净流量	-335	611	-349	-323	-39	-70

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	566	1,140	902	576	535	463
应收款项	369	285	249	304	378	453
存货	250	313	331	350	411	478
其他流动资产	102	44	75	71	80	85
流动资产	1,287	1,782	1,557	1,302	1,404	1,479
%总资产	39.2%	45.7%	37.5%	29.2%	27.9%	27.5%
长期投资	479	405	598	598	598	598
固定资产	776	870	1,063	1,535	1,920	2,132
%总资产	23.6%	22.3%	25.6%	34.4%	38.2%	39.6%
无形资产	601	588	668	756	837	911
非流动资产	1,995	2,114	2,597	3,156	3,622	3,906
%总资产	60.8%	54.3%	62.5%	70.8%	72.1%	72.5%
资产总计	3,282	3,896	4,154	4,458	5,026	5,385
短期借款	15	64	146	216	466	441
应付款项	248	226	229	276	324	376
其他流动负债	137	262	330	347	380	437
流动负债	400	552	706	839	1,170	1,253
长期贷款	147	124	108	108	108	108
其他长期负债	85	479	547	546	545	545
负债	633	1,155	1,361	1,493	1,824	1,906
普通股股东权益	2,649	2,734	2,786	2,958	3,195	3,472
其中：股本	565	565	565	565	565	565
未分配利润	640	613	587	788	1,025	1,302
少数股东权益	0	7	7	7	7	7
负债股东权益合计	3,282	3,896	4,154	4,458	5,026	5,385

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.443	0.331	0.190	0.592	0.700	0.817
每股净资产	4.686	4.836	4.932	5.237	5.657	6.148
每股经营现金净流	0.925	0.893	0.850	0.825	0.904	1.076
每股股利	0.000	0.200	0.200	0.237	0.280	0.327
回报率						
净资产收益率	9.46%	6.84%	3.86%	11.31%	12.37%	13.30%
总资产收益率	7.64%	4.80%	2.59%	7.51%	7.87%	8.57%
投入资本收益率	10.23%	8.46%	6.80%	9.59%	9.71%	10.29%
增长率						
主营业务收入增长率	14.69%	13.33%	17.17%	17.43%	16.66%	15.05%
EBIT增长率	31.25%	6.99%	-18.33%	55.43%	14.61%	12.31%
净利润增长率	-19.25%	-25.45%	-42.44%	211.04%	18.16%	16.77%
总资产增长率	9.38%	18.72%	6.61%	7.33%	12.73%	7.15%
资产管理能力						
应收账款周转天数	59.1	47.3	34.3	32.0	32.0	32.0
存货周转天数	140.5	146.6	124.3	118.0	118.0	118.0
应付账款周转天数	61.4	76.1	66.2	65.0	65.0	65.0
固定资产周转天数	114.2	150.0	128.2	138.3	139.4	127.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-15.25%	-21.36%	-10.32%	3.63%	12.46%	12.80%
EBIT利息保障倍数	-475.8	21.4	8.9	22.7	15.5	14.0
资产负债率	19.28%	29.64%	32.77%	33.50%	36.29%	35.40%

来源：公司年报、国金证券研究所

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,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用;非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者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: 中国深圳市福田区中心四路

1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402